

# 異次元緩和の行方と日本銀行のバランスシート

熊倉正修（駒澤大学経営学部）

## はじめに

日本銀行が異次元緩和（正式名称「量的・質的金融緩和」）を開始してから2年余りが経過した。異次元緩和は昨年10月に強化され、現在は年率2%の物価上昇率が達成されるまでペースマネーを年間80兆円のペースで増加させることになっている。日銀はそのために長期国債を中心に大量の金融資産を買い入れているが、今のところインフレ目標が達成される目途は立っていない。

異次元緩和が長期化する中、それが金融市場や日銀の財務に与える影響を懸念する声が強まっている。日銀自身も異次元緩和終了後に自行の財務の健全性が損なわれて収益の振幅が大きくなる可能性を考慮し、一昨年度と昨年度の決算において自己資本の増強を行っている。ただし日銀のバランスシートや決算損益と金融政策を関連づけて論じることには根強い批判もある。経済学者の間でも、通貨発行権を持つ中央銀行の財務諸表を民間銀行の財務諸表と比べることに意味がなく、重要なのは政府と日銀のバランスシートを統合した広義の政府会計だけだという意見は少なくない。これらの意見はどちらが正しいのだろうか。

結論を先に述べると、政府が健全な財政運営を行い、中央銀行の物価管理に敬意を払っている場合には中銀単独の収支やバランスシートは大きな意味を持たないが、今日の日本はそれとは程遠い状態にある。政府が財政管理に責任を持たず、いざとなったら中銀にその帳尻合わせを強いることを厭わない場合、中銀が自行の財務保全に関心を持つのは当然である。しかし日銀が多少自己資本を積み増しても、政府の放漫財政によって広義の政府部門が実質的な意味で債務超過になってしまえば、物価の安定と財政の維持を両立することは不可能になる。今日の日本はそのような状況に近づきつつあると思われるため、今後はさまざまな問題が表面化する

だろう。本稿では日銀の財務環境や過去の国庫納付の実績などを振り返りつつ、これらの点について考察する。

## 日本銀行のバランスシート

図表1は今年4月末時点の日銀のバランスシートを図示したものである。資産の大半は国債（国庫短期証券を含む）であり、それに貸出金が続いている。それ以外の主たる資産として、社債やCP、金銭信託、外国為替（外貨建て資産の総称）などがある。これらの中で時価評価が行われているのは外国為替だけで、他のほとんどの資産は簿価ないし簿価に近い価格で評価されている。信託形式で保有している株式や投資口の中には値上がりしているものがあり、時価ベースの総資産に占める信託財産の比率は図表1より高いと思われる。現行の異次元緩和では国債だけでなくETF（上場投資信託）とJ-REIT（上場不動産投資信託）をそれぞれ年間3兆円と900億円ずつ買い増すことになっており、信託財産の残高は今後も増加を続けるはずである。

一方、負債の大半は銀行券と日銀当座預金であり、これらの和がペースマネーである。当座預金のうち、民間銀行に無利子で預け入れさせている準備預金が85兆円ほどあり、残りの約125兆円は0.1%の付利が行われる補完準備である。また、この図の「自己資本」とは、資本金と準備金、各種の引当金の和を意味している。これらのうち資本金はきわめて少なく、債券・外為取引等の損失引当金が約3.8兆円、準備金が約2.9兆円となっている。

通常、日銀は毎会計年度の剰余金（決算収益）のうち5%を法定準備金として留保し、残額のほとんどを租税と国庫納付金の形で政府に納付する。しかし2013年度と2014年度は特例として剰余金の20%と25%を留保しており、2014年度分の経理が完了すると準備金は約3.1兆円に増加する見込みである。

図表 1 日銀のバランスシート

資産 (332.8)	負債 (332.8)
債券 (国債 279.7) (社債等 5.4)	銀行券 (91.0)
貸付金 (34.1)	当座預金 (210.2)
金銭信託 (6.3) 外国為替 (6.0) その他 (1.3)	その他 (24.8)
	自己資本 (6.7)

(注)「社債等」は CP を含む。数値の単位は兆円。  
 (出所)日本銀行「営業毎旬報告」をもとに作成。

### 異次元緩和後の政策と日銀のバランスシート

黒田東彦日銀総裁は異次元緩和後の政策に関する議論を時期尚早として封印しているが、次第にそのことに対する批判が強まっている。学者やエコノミストの間では、日銀が 2%のインフレ目標値を達成した後に過剰流動性を回収して金利引き上げに乗り出すことを前提として、どのような方法でそれを実施することが望ましいか、それによって日銀の財務にどのような影響が及ぶかが議論の焦点になっている<sup>(1)</sup>。

原理的には、日銀がゼロ金利から離脱して名目金利を 2%のインフレ率に見合う水準に引き上げる方法は三つある。第一の方法は、国債や信託財産を売却して市中の流動性を吸収することである。しかしこれまで国債の価格を吊り上げてきた日銀がそうした行動に出れば、相場を暴落させる可能性が高い。日銀の株式保有額はそれほど大きくないが、ここしばらくは日銀の国債買入れを前提として GPIF(年金積立管理運用独立行政法人)や共済年金、ゆうちょ銀行な

どがポートフォリオを国債から他の資産へとシフトさせ、それが株高の一因になっている。したがって日銀が国債買入れを止めれば株価にも相応の下方圧力がかかるはずである。

第二の方法は、日銀が法定準備率を引き上げて有利子の補完準備預金を無利子の所要準備に転換し、それによって過剰流動性を吸収することである。現行の法定準備率は民間銀行が受け入れる預金の性質や金額によって異なるが、仮にもともと平均で 1%だった法定準備率が 3%になった場合、民間銀行の実質的な資金調達コストがその分だけ上昇し、短期金利を押し上げる効果を持つ。ただしこの政策は国民に対する課税を意味し、民間銀行が資金調達コストの分だけ運用利回りを高めようとするれば、やはり債券や株式の相場を下押しすることになるだろう。

第三の方法は、逆に日銀当座預金の超過準備に対する付利を強化することである。現行の補完当座預金の利率は 0.1%だが、これをたとえば 2%に引き上げると、コール市場等との裁定が働き、短期金利は直ちに上昇するだろう。ただしあまり高い金利をつけると民間銀行が他の資産を売却して準備預金を増やそうとする可能性がある。その場合、やはり債券や株式の相場に下方圧力が生じ、日銀が資産買入れを縮小することが困難になる。

翁(2015)は、上記の三つの方法の中で第三の方法が政府や国民の反発が少ない「もっとも筋のよい対応」だとした上で、それによって日銀の財務が悪化することを懸念している。確かに日銀が買い入れている国債や社債のクーポン収入は市場金利が変化しても当面ほとんど変化しない。その状態で負債の過半を占める超過準備の金利を大幅に引き上げた場合、理論的には日銀の剰余金が負になり、自己資金が枯渇する可能性がある。

### 日銀は金利を引き上げられるか

ただし日銀が異次元緩和終了後に本当に金利引き上げに動けるかどうかは定かでない。現時点で 2%のインフレ率達成への目途が立って

いないにも関わらず、日銀の大量買入れによって国債相場が不安定したり、株価や地価にバブルの兆候が現れるなどの副作用が発生している。また、昨年の消費税率引き上げによって国民の間で実質賃金の低下が意識されるようになり、その後原油価格が下落する中、政府の物価に対する態度は変化しつつある。したがって金融市場における技術的な要因や政府からの圧力によって近く日銀が異次元緩和の見直しを余技なくされる可能性がないわけではない。

より深刻な問題として、2%のインフレ目標が達成された時点で実体経済の状態が思わしくなく、容易に金利を引き上げられなくなる可能性もある。もともと日銀が異次元緩和に乗り出した2013年4月時点で景況が極端に悪かったわけではなく、その後に金融と財政を総動員して景気浮揚を図っているため、いずれその反動が生じるだろう。政府は昨年から大企業に対して執拗に賃上げを迫っており、円安も一段と進んだため、今後は景況が悪化する中でコストプッシュ・インフレが進む可能性がある。

物価の番人である日銀としては実体経済の成長を伴わないスタグフレーションの中でも金融引き締めを望むだろうが、政府がそれを許容するかどうかは疑問である。先に見たように、日銀がどのような方法で金利を引き上げるにせよ、それが債券価格や株価の下落要因になることは避けられない。しかし政府にとって最も重要なのは国債市場を崩壊させないことと景気を悪化させないことであり、(少なくとも本音では)物価は二の次の問題である。また、現状では物価と金利や通貨量の関係が壊れてしまっており、どれだけ過剰流動性を吸収すればインフレが止まるのかを事前に予知することはほとんど不可能である。そのような状況において日銀が政府や国民に対して金利の大幅引き上げの意義を納得させることができるとは考えにくい。

これらのことを考えると、今後もっともありそうなシナリオは、実体経済の状態が思わしくない中で日銀が異次元緩和の見直しを迫られるが、明確な方針を打ち出すことができずに右往左往することだろう。いずれ過剰流動性を吸収

する必要があることは確かだが、すでに買い入れてしまった国債の売却は論外であり、日銀の利鞘が逆転するほど補完当座預金の利率を引き上げることも難しそうである。仮に上記の三つのオプションを組み合わせて少しずつ金利の高め誘導を行うとしても、途中で財政不安が顕在化した場合、日銀はそれを撤回して再び国債の買い支えに回らざるをえないだろう。その後は日銀が自己判断でベースマネーや総資産残高をコントロールすることができなくなり、日銀自身の財務環境も格段に不安定化するだろう。

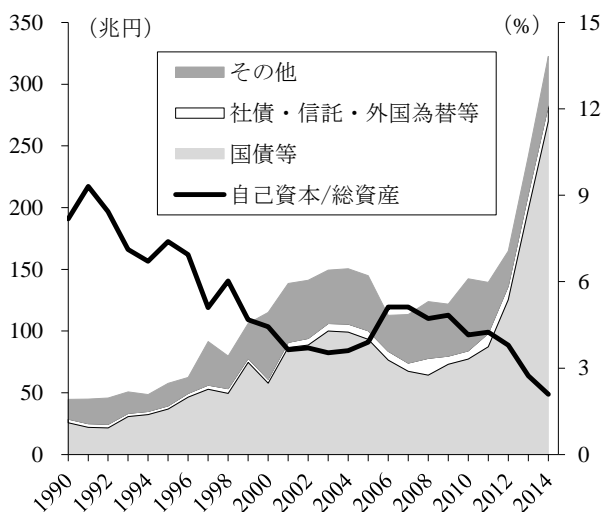
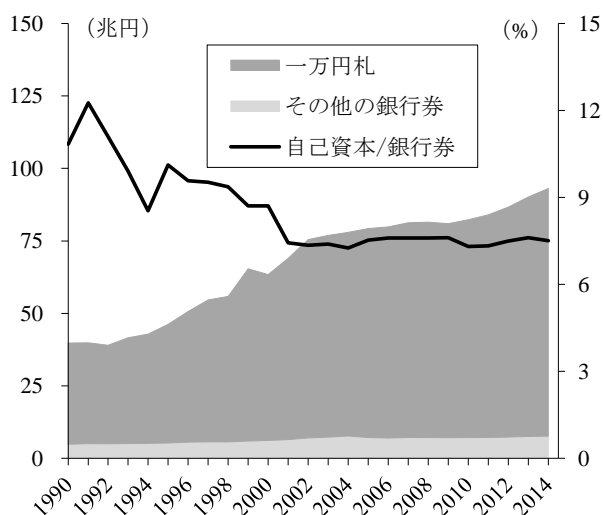
### 日銀の自己資本の意味

日銀がそうした事態を想定して自己資本の増強に励むことは理解できるが、数兆円規模の自己資本によって今後の荒波を乗り切れることができるかどうかは疑問である。また、日銀があまり自己資金を増やしすぎると、政府がそれを当てにしていつそう財政規律を緩めてしまう可能性もある。

日銀は先の定義による自己資本の銀行券発行残高に対する比率を自己資本比率と呼び、それが10±2%の範囲に収まるように準備金や引当金を調整する方針を掲げている。ただしこうした調整は日銀の一存でできるものでなく、財務省の認可を必要とする。図表2上段に示されているように、上記の定義による自己資本率は1990年代に下落し、2000年代に入ってから7%強で推移していた。今回の準備金増強によっていったん8%に達する見込みだが、すぐに再び7%台に落ち込むだろう。

また、上記の自己資本比率にそれほど大きな意味があるわけでないことにも注意が必要である。銀行券を他人資本と考え、自己資本の他人資本に対する比率によって財務の安全性を測ることが無意味なわけではないが、現金はいったん発行されると市中に定着することが多く、中央銀行にとって疑似的な自己資本だと考えられることが多い<sup>(2)</sup>。ただしこれはあくまでも金利や通貨量が正常な状態にあるときの話であり、今日の日本には当てはまらない。

図表 2 日銀の自己資本比率の推移



(注) 下段の「社債・信託・外国為替等」は CP を含む。「国債等」は国庫短期証券を含む。すべて年度末の値。  
(出所) 日本銀行財務資料をもとに作成。

図表 2 上段のグラフによると、日銀券の中で過去 20 年間に発行残高が急増したのは一万円札だけである。経済活動が活発化して現金需要が増加したのならすべての銀行券の発行量が増加するはずだが、千円札や五千円札の残高はあまり増えていない。市中に滞留する一万円札の多くは蓄財手段として利用されていると考えられ、金利が上昇すると他の資産に振り替えられる可能性が高い。また、実質的なゼロ金利政策が行われるようになってすでに 20 年近くなり、その間にクレジットカードや電子マネーの普及が進んだため、金融政策が正常化した後にどれだけの現金需要が残るかを正確に推量すること

も難しくなっている。今日の日銀はこうした不安を抱える負債を元手に容易に売却できない資産を買い入れてしまっており、バランスシートの脆弱性が高まっていることは明らかである。

日銀の財務リスクの測定が目的なら、自己資金の銀行券に対する比率より、自己資金の総資産に対する比率の方が適切である。図表 2 の下段には後者の定義による自己資本比率の推移を示し、併せて分母の総資産の内訳も示している。この定義による自己資本比率は異次元緩和後に 3% を割り込み、日銀の財務リスクが高まっていることを示唆している。また、今日では資産の過半が価格変動リスクの大きい長期国債によって占められているだけでなく、未償還リスクがある社債や株式も保有している。したがって民間金融機関のようにリスクを考慮して資産残高を調整した場合、近年の自己資金比率の低下はいっそう大きくなるだろう<sup>(3)</sup>。年度末に準備金を多少積み増してもその後すぐに大量のリスク資産を買い入れている状況では、その効果には自ずと限りがある。

ただし中央銀行は将来に渡って通貨発行益を得る立場にあり、一時的に債務超過に陥ったからといって直ちに業務が滞るわけではない。現在の金利とインフレ率、実質経済成長率がいずれも定常状態（長期的な均衡値）にある時、現在から将来にかけての通貨発行益の総和の現在価値は

$$\frac{\text{名目金利}}{\text{実質金利} - \text{実質経済成長率}} \times \text{現在のベースマネー}$$

ないし

$$\frac{\text{実質金利} + \text{物価上昇率}}{\text{実質金利} - \text{実質経済成長率}} \times \text{現在のベースマネー}$$

である<sup>(4)</sup>。インフレ率が高まると左側の分数の値が上昇するが、現金や銀行預金から他の金融資産へのシフトが生じるため、右側のベースマネーが減少する。したがって中銀がインフレ率を引き上げ続けるとある水準までは通貨発行益が増加するが、その後は減少する。

日本で正常な金融政策が行われていた 1990

年代前半まで、ベースマネーの名目 GDP に対する比率は 10%前後だった。これに現在の GDP をかけると 50 兆円弱になる。仮に実質金利、実質経済成長率、インフレ率の定常値がそれぞれ 2%、0%、2%だとすると、上記の値は

$$\frac{0.02+0.02}{0.02-0.00} \times 50 \text{兆円} = 100 \text{兆円}$$

になる。したがって決済技術の進歩などによって現金と銀行預金の需要が減少し、平時の貨幣需要が多少下落したとしても、日銀の通貨発行権には 80~100 兆円程度の価値があると推察される。この値は図表 1 で見た会計上の日銀の自己資本より格段に多い。

### 日銀の決算収益と外国為替

ただし上記の金額は政府の負債残高に比べると一桁以上少なく、日銀が適正なインフレ率を保ちながら政府の債務を肩代わりすることが不可能であることも意味している。したがって政府は独自に財政再建を図る必要があり、将来の通貨発行益を前借りして財政赤字を糊塗することは許されない。今後、日銀のバランスシートが毀損するか赤字決算が発生したとして、その中で政府が国庫への納付や国債買入れを強要することは通貨発行益の前借りを意味する。これらのことが行われた場合、日銀は会計上のみならず実質的にも債務超過になり、円という通貨の信認が根底から揺らいでしまう。

翁（2015）は「そもそも大規模な金融緩和は政府が要望した政策であるから、政府は日銀の損失を容認するはずである」と述べているが、今日の日本政府がそのような合理的な存在かどうかは疑問である。異次元緩和が実質的にアベノミクスの一部であることは周知の事実だが、形式的には日銀の責任の下で実施されている。異次元緩和停止後に景気が低迷して税収が落ち込んだ場合、政府は日銀の将来の通貨発行益に手を伸ばす誘惑を抑えられるだろうか。日銀がそれに抵抗したとしても、政府との関係が悪化し、それが金融市場の不安を高めて財政危機の

引き金を引いてしまうかも知れない。したがって今後、日銀は組織保全のためにも金融不安の防止のためにも政府にいつそう寄り沿って行動せざるを得なくなるだろう。

上記の予想を悲観的すぎると考える人のために、ここで過去に日銀の剰余金が減少した際に政府と日銀がどのような行動を採ったかを振り返ってみたい。マスコミや研究者の間では国債の値崩れの可能性に注目が集まっているが、日銀の会計では国債が簿価で評価されているため、それがただちに日銀の決算収益を左右するわけではない。社債や CP、投資信託なども原則として簿価評価されているが、相場がいちじるしく下落した時には減損処理を行うことになっており、すでに半期決算では減損処理により剰余金が負になる事態が生じている。日銀が ETF や J-REIT を大量に買い入れるようになったのは最近のことだが、外国為替は以前から保有している。外貨資産は時価で評価され、以前から為替変動に伴う評価損が発生しているため、これに注目して過去の剰余金の推移を眺めてみることにする。

日銀の総資産の中で外貨が占める比率は非常に小さく、2005 年度末時点で 3.4%、2010 年度末時点で 3.3%程度にすぎなかった。しかし図表 3 を見ると分かるように、外貨資産の円評価額の変動が剰余金に与える影響は大きい。円安によって為替差益が生じた年にはその約半分を引当金勘定に留保することになっているが、それでも剰余金が大きく変動し、国庫への納付金にも無視できない影響が及んでいる。

日銀の国庫納付金は翌年度の一般会計の歳入の一部になるが、政府が予算編成を行う時点で当該年度の納付金は未定であり、仮置きした数値が用いられる。図表 3 最下段の数値がこの予定納付額を表し、たとえば 2014 年度の決算終了後に確定した納付金が約 7,568 兆円だったのに対し、2014 年度中に編成された 2015 年度当初予算における予定納付額は 8,205 億円だった。このことは 2015 年度の一般会計歳入額に約 637 億円の不足が生じたことを意味している。



図表3 日本銀行の決算収益と国庫納付金の推移

項目	単位	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
外貨資産収益	億円	4,375	4,240	-2,028	-410	-953	-4,087	1,099	6,809	6,283	8,571
うち為替差益	億円	3,363	2,012	-6,038	-4,166	-2,186	-4,810	-606	6,036	6,194	7,602
剰余金への影響	億円	2,694	3,234	-2,028	-410	-953	-4,087	1,099	3,791	3,186	4,770
(参考)円ドルレートの変動	%	9.8	0.5	-15.8	-1.1	-5.1	-11.2	-0.8	14.4	9.5	16.7
(参考)円ユーロレートの変動	%	2.9	10.5	0.0	-16.6	-4.0	-6.6	-6.6	9.8	17.6	-8.8
当期剰余金(税引前)	億円	5,622	9,527	6,867	4,389	3,671	558	5,453	8,367	9,816	13,514
法人税・住民税・事業税	億円	2,283	1,722	459	1,386	0	37	162	2,606	2,574	3,424
国庫納付金	億円	3,172	7,415	6,087	2,552	3,488	443	5,026	5,472	5,794	7,568
(参考)国庫納付金予定額	億円	4,478	4,927	7,210	6,694	3,285	2,862	2,752	4,064	6,382	8,205

(注)いずれも各年度の実績。為替レートは前年度末から当該年度末にかけての変化率で正の値が円安を意味する。国庫納付金(予定額)は翌年度の一般会計当初予算における日銀納付金の予定額を表す。

(出所)日本銀行統計および一般会計予算書をもとに集計。

図表3を見ると分かるように、政府予算における国庫納付金の予定額は前年度の実績を強く反映しており、前年度の実績が上振れすると翌年度の予定額も引き上げられる傾向がある。しかし逆に実績が予定額を大幅に下回っても、翌年度の予定額が十分に引き下げられることはない。今日の一般会計では数十兆円の支払い超が続いており、前年度に収入が落ち込んだ項目をそのまま追認しては予算編成ができないからである。

### 2010年度決算の教訓

ところで日銀はなぜ外貨を保有しているのだろうか。中央銀行が外貨準備を保有するのは当然だと思うかも知れないが、日本では財務省が為替介入の判断権を独占しており、日銀は政府の指示に従って実務を担当するだけなので、自ら多額の外貨を保有する必要は乏しい。政府の為替介入資金は外国為替資金特別会計と呼ばれる政府特別会計によって管理され、円売り介入用の円資金は外為特会から外国為替資金証券(為券)と呼ばれる短期債を発行することによって調達されている<sup>(5)</sup>。

政府は為替介入を行うたびに為券の発行枠を引き上げているが、過去に何度かその枠すら

超える巨額の円売り介入を行ったことがある。その際、財務省(当時は大蔵省)は買戻し条件つきで日銀に外為特会の外貨を売却し、介入用の円資金を用立てることを求めた。日銀はこの要請を却下することもできたはずだが、もちろんそのようなことはせず、言われるままに円資金を融通した。日銀が買い取った外貨は後に政府によって買戻されたが、その間に発生した外貨利息が日銀のバランスシート上に残され、それを売却せずに再投資することをくり返してきたため、これだけの外貨が積み上がったのである。

外貨資産が年度末の決算収益をこれだけ不安定化させる以上、日銀はそれを再投資せずに売却してしまうこともできたはずである。しかし外貨を売って円を売ることは円買い介入と同じであり、政府や国民の批判を受ける可能性がある。おそらくそうした批判を懸念してずると外貨保有額を膨らませてしまったのだろう。日銀の保有外貨は外為特会の保有外貨に比べると1桁以上少ないが、それだけでもほとんどの外国の外貨準備総額を上回っている。

円は2007年初頭までドルやユーロに対して減価したが、その後、欧米で金融危機が広がるのと同時並行的に円高が進んだ。2007年度から2009年度にかけては欧米諸国の利下げによる

外債価格の上昇が円高による評価損を緩和したが、その効果が消失した 2010 年度には為替差損が大きくなり、国庫納付金が激減してしまった。

上記の事態は日銀が政府の意向に従順に行動してきた帰結であり、それを咎めるのは理不尽である。しかしそれが東日本大震災の復興財源の議論が本格化し始めた時期と重なったことや、当時与野党内で日銀に対する不満が強まっていたこともあり、政治家に恰好の批判材料を与えることになってしまった。たとえば参議院の財政金融委員会は 2011 年 7 月に決議を行い、「保有外貨資産の為替差損等により平成二十二年度の日本銀行の国庫納付金が予算額を下回ったこと等を踏まえ (...)、日本銀行も適切な資産管理や効率的な業務運営を行いつつ、外貨資産の保有リスク及びリスク管理の在り方について検討する」よう命じている<sup>(6)</sup>。

日銀が上記の命令に素直に従う場合、外貨を売却してしまうか、先物取引等を利用して為替リスクをヘッジする必要がある。しかし日銀が 2012 年 5 月に発表した「保有外貨資産の管理に関する見直しについて」という文書では、「今後は、従来以上に安全性と流動性を重視した管理を行うことが適当との結論に至った」としつつ、その一方で、「近年、経済のグローバル化が進展する中であって、わが国の企業が拡大するグローバル需要を取り込んでいくことは、わが国経済の成長基盤を強化するうえで重要になっている」と述べている。そして翌 6 月になって以前から円で提供されていた「成長基盤強化を支援するための資金供給」に米ドル建て融資のスキームを追加し、それに保有外貨を投じる方針を発表した。

上記の「成長基盤強化資金供給」は日銀が民間銀行等を通じて事業会社に低利でドル資金を融資するものであり、事実上の補助金である。この種の融資は事実上流動性がゼロである上にクレジット・リスクもあり、外国政府債や外貨預金による従来の運用とは比べものにならないほど高リスクである<sup>(7)</sup>。また、政府や中央銀行の外貨がこの種の融資に転用されると、IMF の基準による公的外貨準備からも外れてしまう。

それにも関わらず日銀がこうした政策を打ち出したのは、政治家の本心がどこにあるか、組織防衛のために何をすべきかをよく理解しているからだろう。

図表 3 によると、過去三年間は円安と異次元緩和によって日銀の剰余金が急激に膨らんでいる。このような状況の下で日銀が多少の自己資本の積み増しを行っても、政府は従来以上の納税額や納付金を手にすることができる。そして現政権はこうした増収を財政再建に充てるのではなく、「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」などの名目で補正予算を組んで使っている。

最近の ETF や J-REIT の市場は異次元緩和による官製相場の様相を強めており、それが停止された途端にずるずると下落し始める可能性が高い。その時までには日銀の保有額は大幅に増加しているはずだから、その後これら価格が急落して減損処理を余儀なくされた場合、決算収益が赤字になる可能性は大いに考えられる。その時に政府は日銀が納税や国庫納付を犠牲にして自己資本の回復に励むことを了承するだろうか。あるいは日銀の資本注入要請に応じるだろうか。その時に政府が財政の帳尻合わせに行き詰まっていれば、政府は日銀の会計規則を変更させて将来の通貨発行益に手を伸ばすかも知れないし、いざとなったら国債の直接引き受けや融資を強要するかも知れない<sup>(8)</sup>。そうして物価のコントロールが失われたとしても、政府はそれを日銀の不手際だと主張するだろう。

## おわりに

異次元緩和からの出口戦略が話題になっているが、筆者には日本の経済と金融に大きなストレスを与えない「出口戦略」はもはや存在しないように見える。異次元緩和の出口に待つ様々な問題は、煎じ詰めると政府財政の問題である。政府が責任を持ってそれに対処する意思を欠いている限り、日銀が多少自己資本を積み増したり金利の引き上げ方法を工夫したりしても、本質的な解決にはなりえない。

黒田日銀総裁が出口戦略の議論を封印しているのは、それを検討し始めるとそもそも異次元緩和が後戻りできない筋の悪い政策であることが明らかになってしまうからだろう。しかしそのような政策をいったん開始してしまうと、費用対効果を冷静に考量して途中で撤退するといった合理的な判断ができず、いっそう過激な政策にのめり込むことになりやすい。私たち国民は黒田総裁に責任ある説明を要求すると同時に、政府に対しても実効性のある財政再建計画を求めてゆく必要がある。

### 【注】

- (1) たとえば加藤(2014)、翁(2015)、河合(2015)、左三川(2015)など。
- (2) 日銀が最近まで長期国債の買入残高を銀行券発行残高の範囲に収める「銀行券ルール」を採用していたのはそのためである。
- (3) 白川方明前日銀総裁は2010年の記者会見においてETFやJ-REITのリスク量が五年物の米国債の約13倍に相当すると発言していた。
- (4) ただしこの式はベースマネーがすべて無利子であることが前提になっている。今日の日本のように準備預金の一部に付利が行われている場合、現在から将来にかけてのその費用を差し引く必要がある。
- (5) 詳細は熊倉(2015)を参照。
- (6) 「平成22年度歳入歳出の決算上の剰余金の特例に関する法律案に関する付帯決議」。
- (7) 正確には日銀は保有外貨の一部を投資信託や金銭信託に投じているが、その比率は小さい。
- (8) 政府の財政法第5条には「公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない」とされているが、「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」と但し書きされており、原則を覆すことは容易である。

### 【参考文献】

翁邦雄(2015)『経済の大転換と日本銀行』岩波書店

加藤出(2014)『日銀、「出口」なし!』朝日新書

河合小百合(2015)『『異次元緩和』からの正常化は何を意味するのか』『週刊金融財政事情』第66巻第19号

熊倉正修(2015)「我が国の通貨政策と外国資金特別会計」『国際金融』第1271号

左三川郁子(2015)「量的・質的金融緩和政策の効果とリスク」『統計』第66巻第6号