

2021年6月30日 全8頁

ETFの損失への備えが不十分な日銀の引当

2020年度日銀決算にみる日銀の出口に向けた論点

金融調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 日本銀行（日銀）の2020年度（令和2年度）決算は黒字であったが、将来のバランスシート縮小や利上げといった金融政策の正常化の際に赤字となる可能性がある。中央銀行の財務悪化で起き得る最大の問題は、自国通貨の信認が低下する可能性と、納税者負担の増大である。たとえ通貨の信認が維持されたとしても、中央銀行が債務超過になると、国庫納付金の減少や政府による資本注入などを通じて国民負担になる。
- 本稿では、株式・ETF・J-REIT等に評価損が発生し、収益を圧迫する可能性がある点に着目し、損失に対する備えについて議論を行う。
- 株式・ETF・J-REIT等に対しては、含み損が発生した後に引当金を積む。評価損発生・分配金減少となった場合、そのほかの収益で相殺できなければ、経常損失となると考えられる。ETFの時価を試算してみると、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により株価が急落した2020年3月16日には約3兆円の評価損が発生していたと考えられる。2020年3月末の決算日にはぎりぎり時価が簿価を上回っていたが、わずかにタイミングが違えば評価損を計上し、赤字となっていた可能性が高い。
- 2013年度末から毎年度末のETFの分配金の50%を価格変化に対する引当金として積み立てていたと仮定すると、2020年度末時点での引当金残高は1.2兆円となり、ショックを緩和できる。
- 日銀の自己資本比率は、総資産対比で見ると1995年度以降低下傾向にある。会計上の自己資本比率は銀行券発行残高対比で算出されるが、日銀のバランスシートに占める銀行券の割合が低下しているため、妥当性が低くなっている可能性がある。
- バランスシートが拡大し、抱えるリスクが増大しているにもかかわらず、引当金制度や自己資本比率の水準に変化がないのは、備えが不十分であることを意味しているように思われる。引当金制度や自己資本比率について再考する必要があるのではないか。

日本銀行の2020年度（令和2年度）決算の概要

日本銀行（日銀）の2020年度（令和2年度）決算によれば、総資産残高は、前年度末から110兆円増加し715兆円となった（図表1）。残高増加に寄与したのは、貸出金と国債である。貸出金は新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（コロナオペ）による資金供給などを背景に、前年度末から72兆円増加した。国債は積極的な買入れにより同46兆円増加した。

損益の状況を見ると、経常利益は前年度から約3,400億円増加し、2兆円となった。外国為替関係損益が益超に転じたことや、指数連動型上場投資信託（ETF）の分配金等の増加が寄与した。企業決算の当期利益に相当する当期剰余金は1.2兆円（前年度比約760億円減）となった。

バランスシートが拡大してETFなどの価格変動が大きい資産の構成比が高まり、抱えるリスクが増大しているにもかかわらず、日銀の自己資本（資本金、法定準備金、各種引当金の合計）は微増に留まる。日銀の収益は現在のところ黒字であるが、日銀のバランスシート縮小や利上げといった金融政策の正常化の際に赤字となり、財務が悪化し債務超過に至る可能性がある。本稿では日銀の財務が悪化する要因を整理し、現在の引当金・自己資本比率の課題を検討する。

図表1 日銀の2020年度（令和2年度）決算（貸借対照表）

（単位：億円、（ ）内は前年度末比%、〈 〉内は前年度末比増減額、億円）

	令和元年度末	2年度末		令和元年度末	2年度末
資産合計	6,044,846 (+8.5) 〈+474,602〉	7,145,566 (+18.2) 〈+1,100,720〉	負債合計	5,999,372 (+8.4) 〈+467,226〉	7,100,206 (+18.3) 〈+1,100,834〉
国債 (短期国債を含む)	4,859,181 (+3.4) 〈+159,642〉	5,321,652 (+9.5) 〈+462,471〉	発行銀行券	1,096,165 (+1.9) 〈+20,573〉	1,160,116 (+5.8) 〈+63,951〉
コマーシャル・ペーパー等	25,518 (+25.0) 〈+5,098〉	28,764 (+12.7) 〈+3,246〉	預金	4,470,762 (+6.1) 〈+256,979〉	5,493,727 (+22.9) 〈+1,022,964〉
社債	32,208 (+0.4) 〈+141〉	74,984 (2.3倍) 〈+42,776〉	政府預金	126,338 (▲27.9) 〈▲48,889〉	369,179 (2.9倍) 〈+242,840〉
金銭の信託 (信託財産株式)	7,277 (▲18.9) 〈▲1,692〉	5,810 (▲20.2) 〈▲1,466〉	債券取引損失引当金	47,993 (+8.7) 〈+3,837〉	51,981 (+8.3) 〈+3,988〉
金銭の信託 (信託財産指数連動型上場投資信託)	297,189 (+19.9) 〈+49,340〉	358,796 (+20.7) 〈+61,606〉	外国為替等取引損失引当金	14,075 (▲7.1) 〈▲1,072〉	15,314 (+8.8) 〈+1,239〉
金銭の信託 (信託財産不動産投資信託)	5,753 (+11.1) 〈+574〉	6,668 (+15.9) 〈+915〉	純資産合計	45,474 (+19.4) 〈+7,377〉	45,360 (▲0.3) 〈▲114〉
貸出金	543,286 (+14.5) 〈+68,924〉	1,258,402 (2.3倍) 〈+715,116〉	当期剰余金	12,953 (+120.7) 〈+7,083〉	12,191 (▲5.9) 〈▲762〉
外国為替	259,662 (3.9倍) 〈+192,340〉	76,787 (▲70.4) 〈▲182,875〉	法定準備金	32,520 (+0.9) 〈+293〉	33,168 (+2.0) 〈+648〉

（出所）日本銀行より大和総研作成

中央銀行の財務悪化による問題

中央銀行の財務悪化で起き得る最大の問題は、自国通貨の信認低下と、納税者負担の増大である。通貨の信認が落ちると、インフレ、金利の急上昇、外国為替レート的大幅下落といった事態が引き起こされる可能性がある。日銀の財務悪化の可能性が高まると、海外投資家による円建資産の売却が起り、為替レートが下落すると考えられる。次いで主に国内で参照される金利が上昇し、遅れて物価が上昇すると想定される。通貨の信認が大きく失われると、国内資産の外貨建へのシフトや、富裕層の海外移転等も起り得る。もっとも、通貨の信認が低下するかどうかは、日本の財政への信認が維持されるかどうかに依存する。中央銀行の財務悪化によって財政悪化が引き起こされる場合にのみ通貨の信認が問題となろう。ただし、通貨の信認が維持されたとしても、中央銀行が債務超過になると、国庫納付金の減少や政府による資本注入などを通じて国民負担になる。

日銀が債務超過となった場合、政府から資本注入が行われるかどうかについて日本銀行法には規定がなく、取り決めもない。イギリスの中央銀行であるイングランド銀行では、中央銀行による資産買入等によって生じたいかなる損失も全額政府が補償することが明確にされている。これは金融政策の目標設定を政府が行い、遂行を中央銀行が請け負うという関係性が明確にされているがゆえの措置である。一方、米国の中央銀行である連邦準備制度（Fed）は、危機対応として導入された一部のファシリティに対して財務省から信用補完を受けている。ただし、そのほかの政策ツールに関連した損失については政府による補填はされず、Fed自身が将来的に埋め合わせを行うと想定されている。

各国中銀が非伝統的金融政策に乗り出して以降、先進国の中央銀行が債務超過となった事例はないため、影響は未知数であり、対応策も明確ではない。

収益が赤字化する要因

現在、日銀は物価安定目標の達成のため大規模な金融緩和を行っている。その過程でバランスシートが増大し、リスクを抱えている。物価目標を達成できた場合にも、達成できなかった場合にも、それぞれ債務超過のリスクがあり得る。

物価目標を達成できた場合には、マネタリーベースに対する需要がどの程度であるかに依存するものの、資金吸収を進める必要があると考えられる。ただ、日銀が保有する国債を売却してしまうことは急激な金利の上昇につながる可能性があるため困難だ。日銀は保有国債の償還資金を再投資しないことで、徐々に残高を減らしていくしかないだろう。日銀のバランスシートの縮小がゆっくりとしたペースであまり変化しないのであれば、市場に出回る資金を吸収する方法として、日銀当座預金（日銀当預）への付利金利を引き上げることが考えられる。リスクフリーかつ相応の付利が行われることで日銀当預の魅力が高まると、民間金融機関が資金の振り向け先として日銀当預を選択する余地が増すと思われる。日銀にとっては、当座預金への利払いが増加する結果、収益にマイナスとなる。

一方、物価目標が達成できず緩和が長期化するケースでは、株式・ETF・J-REIT等の保有残高が増加し続け、価格変動のリスクと影響が増大する。金融危機等が発生した場合に評価損が発生し、日銀の収益を圧迫する可能性がある。本稿ではこの株式・ETF・J-REIT等の損失に対する備えを中心に議論を行う。

日銀の収益・費用がどのように発生するかについて、主な項目について確認する。日銀の経常損益は、①貸出金や国債等の保有債券から得られる利息、②株式・ETF・J-REITの分配金、③株式・債券の売却益、④外国為替差益、⑤補完当座預金制度利息などから成る（図表2）。①・②についてはゼロになる可能性があり、③・④については売却損、為替差損が発生し、マイナスとなる可能性がある。⑤については、当座預金のマイナス付利部分については利息収入が発生するが、プラス付利部分に対しては利払い費用が発生する。そのため、付利対象残高の変化や、金利水準の変化によって利息は変化する。2020年度中、プラス付利残高がマイナス付利残高を上回っていたため、補完当座預金制度利息は約2,200億円の利払い超となった。経常損益に、引当金を含む特別損益と税金が足し引きされ、当期剰余金が定まる。

図表2 税引前当期剰余金への寄与

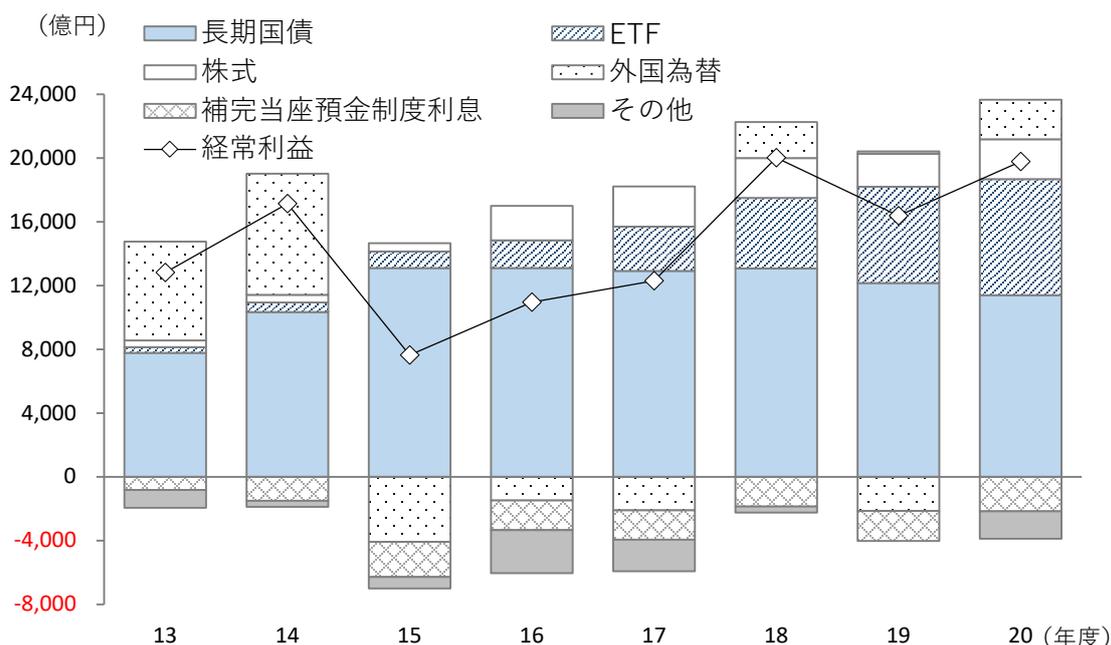
		収益にプラス	収益にマイナス
①	貸出金・保有債券利息	利息収入の増加	利息収入の減少
②	株式・ETF・ J-REITの分配金	分配金の増加	分配金の減少
③	株式・債券の売却	価格変動による売却益	価格変動による売却損
④	外国為替関連収益	円高	円安
⑤	補完当座預金制度利息	マイナス付利となる 預金残高の増加、利下げ	プラス付利となる 預金残高の増加、利上げ
⑥	引当金	引当金の取り崩し	引当金の積み立て

（注）①から⑤は経常損益、⑥は特別損益に分類される。

（出所）大和総研作成

経常利益の内訳を時系列で見たのが図表3だ。2015年度以降、長期国債の利息収入がわずかに減少傾向にある一方、ETFの分配金収入が増加し、経常利益を押し上げていることが見て取れる。2020年度末の資産残高でいえば、532兆円の長期国債は総資産残高の74%を占め、ETFは簿価で36兆円と歴然とした差があるものの、損益では、長期国債の利息収入が1.1兆円、ETFの分配金が0.7兆円と、引けをとらない額になりつつある。国債の利息収入は急激な変化がない一方、ETFの分配金は経済状況に左右されやすい。今後金融政策が正常化に向かうにしても、長く緩和を続けるにしても、保有資産の価格変化等で収益は左右されると考えられる。

図表3 経常利益の増減に寄与する主な要因



(注) 長期国債は利息収入、株式は配当金・減損・売却損益の合計、ETFは配当金、外国為替は為替差損益。その他には、貸出金、買現先勘定、短期国債、CP、社債、外貨資産に対する利息の他、J-REITの配当金、売現先利息、経費、補完当座預金制度利息を除くその他経常費用等を含む。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

引当金の仕組み

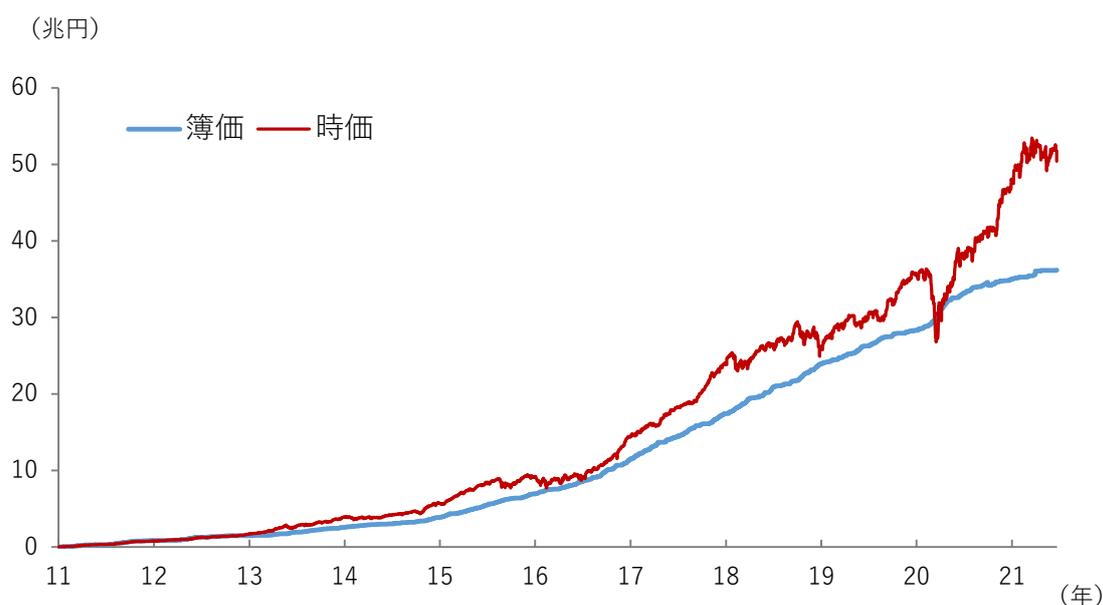
日銀の収益悪化は、国庫納付金の減少や政府による資本注入を通じて国民負担を増加させ得る。国庫納付金の振幅を平準化するための各種引当金や法定準備金が存在する。引当金とは、特定の債権についての損失に備えるための資金であり、長期国債と外貨建資産については事前に積み立てる引当金が存在する。長期国債に対する引当金を債券取引損失引当金という。本来は日銀が保有する債券全般に対する引当金であるが、2020年度末時点で総資産の74%を長期国債が占めるため、事実上長期国債に対応する引当金となっている。債券取引損失引当金は、有利子負債と同額の長期国債からの利息収入と、有利子負債に対する利払い費用との差額の50%を目途に積み立てる。有利子負債として想定されているのは、日銀当預のうち付利の対象となる残高である。仮に利払い費用が利息収入を上回った場合は、差額の50%を取り崩す。積み立ての比率や、積み立ての対象となる国債の利息は、政策委員会が変更できる。2018年には積み立て比率は95%とされた。外貨建資産の為替差損に備える引当金である外国為替等取引損失引当金は、外国為替関係損益の50%を積み立て、または取り崩す。2020年度末の債券取引損失引当金の残高は、約5.2兆円と長期国債の簿価の約1%であり、外国為替等取引損失引当金残高は1.5兆円で簿価の約20%だった。

株式・ETF・J-REIT等に対しては、含み損が発生した後に積み立てる引当金が存在する。期末の時価が帳簿価額を下回って評価損が発生する場合に、その評価損を引当金として計上する。翌年度に益超になった場合は取り崩される。事前に積み立てる引当金が存在しないため、評価

損発生・分配金減少となった場合、そのほかの収益で相殺できなければ、経常赤字となると考えられる。

ETF の時価を試算してみると、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により株価が急落した2020年3月16日の時価と簿価の差が約3兆円だったと考えられる（図表4）。2020年3月末の決算日にはぎりぎり時価が簿価を上回っていたが、わずかにタイミングが違えば評価損を計上し、赤字となっていた可能性が高い。

図表4 日銀が保有するETFの簿価と時価の試算



(注1) 簿価は日次のオペレーション結果を積み上げた値。

(注2) 時価は日経平均株価とTOPIXの動きに連動するとして試算。

(出所) 日本銀行、日本経済新聞社、東京証券取引所より大和総研作成

ETFの価格変化に対する引当金として、2013年度末から毎年度末の分配金の50%を積み立てていたと仮定すると、2020年度末時点での引当金残高は1.2兆円（簿価合計の約3%）、100%積み立てていれば2.4兆円（同約7%）となる。もし約3兆円の評価損が計上されていたとしても、引当金によって大部分がカバーできていただろう。

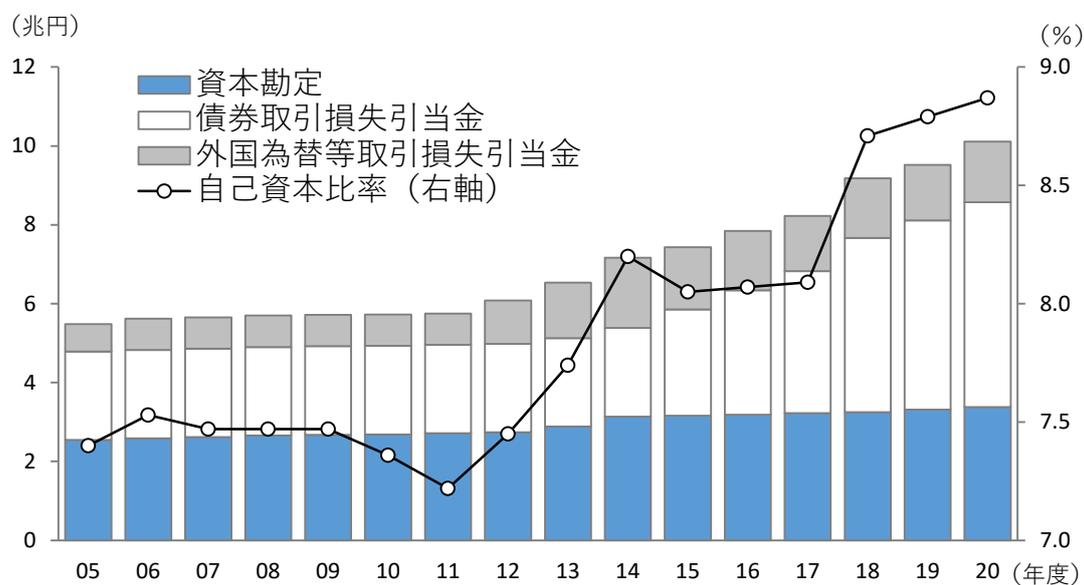
評価額の下落に対応した引当金積み立てのため特別損失の計上が常態化し、赤字が続いた場合、中央銀行の財務に対する信認が低下してしまう可能性がある。事前に引当金を積み、特別損失の計上額を抑えるのが望ましいのではないか。

自己資本比率の算出方法

引当金をより多く積み立てようとしても、制度面でのハードルが存在する。日銀の自己資本は、資本金と法定準備金から成る資本勘定と、引当金の合計である。合計額を日銀券発行残高で割った値が自己資本比率となる（図表5）。自己資本比率は10%を目途に、上下2%ptの範囲内

に収まるよう調整される。現在の日銀券発行残高の水準では、約 3.5 兆円引当金が増えると、自己資本比率の上限目安に達することになる。厳格なルールではないものの、自己資本比率の上限は ETF の価格変化に対する引当金を積むにあたって障壁になる可能性がある。

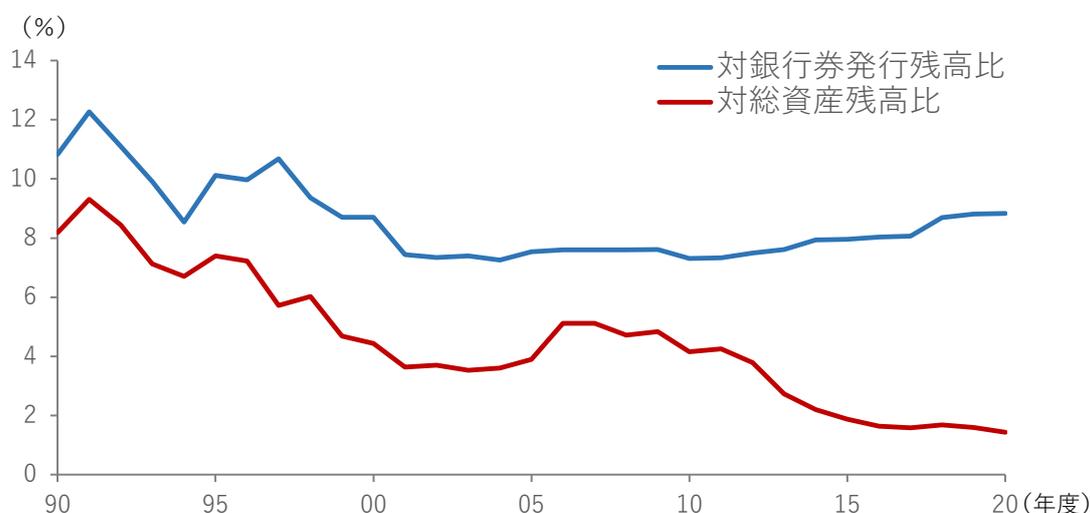
図表 5 日銀の自己資本勘定



(出所) 日本銀行より大和総研作成

そもそも自己資本比率を算出する際、銀行券発行残高を見合いに考えることは妥当だろうか。銀行券発行残高対比で見た自己資本比率は 8%程度で維持されているが、総資産対比で見ると 1995 年度以降低下傾向にあり、2020 年度末には 1.4%に落ち込んでいる (図表 6)。

図表 6 日銀の自己資本比率の推移



(注) 引当金には退職給付引当金を含む。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

その背景には、日銀のバランスシートに占める銀行券の割合が低下していることがある。1995年度頃までは日銀の負債の約8割が銀行券であったが、金融危機への対応を通じてバランスシートが拡大し、相対的に銀行券の割合が小さくなった。2020年度末には、銀行券は負債の約16%にすぎない。負債のほとんどが銀行券であった時期には、自己資本を銀行券発行残高との比率で見るのが妥当だったかもしれないが、バランスシートに占める銀行券の割合が低下してしまった今、自己資本比率の算出方法を見直す必要はないのだろうか。

資産に対してどの程度の自己資本があるのが適切かという問いに対しては明確な答えはないだろう。しかし、バランスシートが拡大してETFなどの価格変動が大きい資産の構成比が高まり、抱えるリスクが増大しているにもかかわらず、引当金制度や自己資本比率の水準に変化がないのは、備えが不十分であるように思われる。

2021年6月現在、出口に向けた議論は時期尚早であるとされているが、出口に際して予想される収益の悪化に対する備えは、収益が安定している今から始めるべきだと考えられる。そもそも備えが十分でなければ、正常化を躊躇してしまうリスクもある。正常化に向かわないにしても、このまま緩和的な金融政策が続けば、日銀が抱えるリスクは増大していくだろう。今後どのような方針に進むにせよ、引当金制度や自己資本比率について再考する必要があるのではないか。