

2024年7月8日 全8頁

主要中央銀行のバランスシート政策から得られる日本銀行への示唆

政策調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 日本銀行（日銀）は6月13・14日の金融政策決定会合で、国債買入額を縮小していく方針を発表した。現時点での他の主要中央銀行（米国連邦準備制度（Fed）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BoE）、スイス国民銀行（SNB））のバランスシート政策の現状を確認し、日本への示唆について考える。
- Fedは2019年の経験から、短期金融市場への影響に配慮し、バランスシートの縮小ペースをスローダウンすることを決定した。
- ECBは、新型コロナウイルス感染症拡大の際に行った貸出のうち、TLTROIIIとPELTROsの大部分が返済されたことで、バランスシート残高は順調に減っている。今後は国債等の減額が注目される。
- BoEは、他の主要中央銀行に比べ、保有国債の平均残存期間が長い。そのため、残存期間が長めの国債を中心に売却を進めている点が特徴的である。今後は国債買入ではなく、短期レポなどの貸出によって資金供給を行うとし、Fedよりも踏み込んだ保有資産の削減を目指している。
- SNBは為替介入で得た外貨を国債、株式等で運用している。資産の管理・売却のあり方は、日銀のETF売却にあたって参考になるかもしれない。
- 日銀の7月30・31日の金融政策決定会合で、どのように国債買入額を減らすのか、今後1~2年程度の具体的な減額計画が示される予定である。日本国債の発行残高に占める日銀の保有割合は50%を超えており、新規買入額を急激に減らすことは、国債需給の緩み、利回りの上昇につながり得る。日銀は市場への影響を考慮し、激変を避けると考えられるため、少なくとも当面の間、毎月の購入額は6兆円を大きく下回らないような緩やかな減額方針を示すのではないだろうか。市場機能が十分回復する水準まで残高を減らすことが適当だ。

はじめに

日本銀行（日銀）は6月13・14日の金融政策決定会合で国債買入額を縮小していく方針を発表した¹。現時点での他の主要中央銀行（米国連邦準備制度（Fed）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BoE）、スイス国民銀行（SNB））のバランスシート政策の現状を確認し、日本への示唆について考える。

Fed：縮小ペースをスローダウン

Fed²のバランスシートは、リーマン・ショックを契機に拡大した。2017年10月から国債、エージェンシー債、MBSの保有残高を減らし始めたが、2019年7月のFOMC（連邦公開市場委員会）による決定で、当初の計画より2カ月前倒しで打ち止めとなった。新型コロナウイルス感染症の経済・金融への影響を抑えるため、国債等の買入を中心に対策を行った結果、資産残高はピーク時（2022年4月）には約9.0兆ドルと、新型コロナ感染症拡大前の約2倍に膨らんだ。2022年6月から、国債、エージェンシー債、MBSについて、毎月の減額上限を設け、再投資額を調整することで、保有残高を減らしている。2023年3月のシリコンバレーバンク破綻に端を発する金融不安への対処として、国債等を再び買入れ、貸出も増加させた。バランスシート縮小には一時ブレーキがかかったものの、その後は順調に残高を減らしていた（後掲図表1）。2024年6月末時点で、資産残高の合計は7.2兆ドルと、ピーク時から19%減少している。

2024年6月から毎月の国債の減額上限を600億ドルから250億ドルに減らし、縮小ペースをスローダウンした（エージェンシー債、MBSは毎月350億ドルを維持）。毎月の減額スピードを抑えることで、短期金融市場の混乱を引き起こさず、バランスシート残高を縮小することを目的としている。

この措置は2019年9月に短期金融市場でレポレートが急騰した反省から取られたものだと考えられる。2019年9月のレポレート急上昇は、Fedのバランスシート縮小に伴って、Fedが供給する準備預金残高が民間銀行の準備預金需要を下回ったことが背景にある。市場全体で見れば十分な資金量があったが、それが偏在し、資金需要の強い主体に行き渡らなかったことで、短期金利の急騰に繋がった。市場の混乱を受け、Fedは新たにT-Billを買入れることを決定した。

今回は、2019年当時とは異なり、常設のレポファシリティが設けられているため、金融市場の安定性がより高まっている。Fedは引き続き淡々とバランスシートの縮小を進めることになるだろう。

¹ 日本銀行「[当面の金融政策運営について](#)」（2024年6月14日）

² Fedの金融政策の動向については、Fed「[Monetary Policy](#)」を参照。

ECB：貸出は減少、今後は債券の減少に注目

ECB³は他の主要中銀と比較すると、危機対応や金融緩和の手段として貸出を重視してきた（後掲図表 2）。新型コロナ感染症拡大の際には、条件を緩和した TLTROⅢ（a third series of Targeted longer-term refinancing operations）や PELTROs（Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations）による貸出を行い、ピーク時の残高は 5.7 兆ユーロであった。感染症拡大の収束後、TLTROⅢと PELTROs の大部分が返済されたことにより、貸出残高は、コロナ禍前の規模の 3 兆ユーロ程度にまで減少している。

買入れた国債等については、ピーク時の残高は 4.9 兆ユーロであったが、2024 年 5 月末時点で 4.4 兆ユーロとなっている。資産買入プログラム（Asset Purchase Programmes、APP）での買入分は 2023 年 7 月から再投資を完全に停止している。パンデミック緊急買入プログラム（Pandemic Emergency Purchase Programme、PEPP）買入分については 2024 年 7 月から保有資産を月 75 億ユーロずつ削減、2024 年末に再投資を停止予定である。予定通り削減が進めば、2024 年末には APP、PEPP 合計で 2,174 億ユーロ（保有国債等残高の約 8%）減少する見込みである。ECB は、必ずしも事前の予告を堅持せず、状況に応じて資産買入額の減額を前倒しにするなどの措置を取ってきた。そのため、PEPP 買入分をより速いペースで減らしていく可能性もある。どのようなペースで保有資産の縮小を行うか、今後の動向に注目したい。

BoE：償還と市場売却で国債残高を減らす

BoE⁴は、危機対応や金融緩和の手段として、国債を積極的に買入れてきた（後掲図表 3、同図表の「証券」の大半は国債）。資産買入ファシリティ（the Asset Purchase Facility、APF）を通じて購入した債券について、償還と売却によって残高を減らしている。BoE が保有する国債のうち、APF での買入分の平均残存期間は 12.5 年（2024 年 6 月 26 日時点）と、Fed（8.8 年、2024 年 6 月 26 日時点）や ECB（7.3 年（PEPP による保有分）、2024 年 5 月 31 日時点）、日銀（6.6 年、2024 年 6 月 20 日時点）に比べ長めである。そのため、償還だけでは残高を減らすのに時間がかかりすぎるため、積極的な売却を行っていると思われる。また、BoE が売却損を計上した場合、英国財務省が損失を補填することになっている。損失が出た場合、どのような対策を取るかが明確になっている点も、BoE が積極的な売却に踏み切れた背景の一つかもしれない。

APF での買入分のうち、社債の売却は完了している。国債については、2022 年 11 月に国債の売却を開始して以来⁵、2024 年 6 月 25 日までに 558 億ポンドを売却しており、うち 47%は売却時点の残存期間が 10 年を超える国債だった（後掲図表 4）。現在のところ、国債売却による各種金利の急騰などは見られず、順調に保有資産の縮小が進んでいる。ラムステン副総裁は、金融機関が必要とする準備預金残高（Preferred Minimum Range of Reserves、PMRR）を裏付ける資

³ ECB の金融政策の動向については、ECB “[Overview of monetary policy and markets](#)” を参照。

⁴ BoE の金融政策の動向については、BoE “[Monetary policy](#)” を参照。

⁵ 2022 年 9 月下旬-10 月上旬に売却開始予定だったが、トラス政権（当時）が打ち出した大規模な減税策と国債の増発計画を受け、金融市場が混乱したため、11 月に延期された。

産の構成の組み合わせが重要であるとしており、今後は国債買入ではなく、短期レポなどの貸出によって資金供給を行うとしている⁶。これは金融機関が必要とする準備預金残高を下回る水準まで国債を売却することを示唆しており、Fed と比べるとより踏み込んだ保有資産の削減を目指しているといえよう。

SNB：為替介入によって外貨建資産残高が変化

SNB⁷は他の主要中央銀行と違い、国債買入を金融政策の主な手段としていない。これは、安全資産としてスイス国債の需要が強い一方、発行残高が多くないことが要因として挙げられる。SNB が金融政策ツールとして重視しているのは政策金利の調節と外貨売買（為替介入）である。新型コロナ感染症拡大の際には、フラン高圧力に対応するため、フラン売り・外貨買いの為替介入を実施し、得た外貨を運用するため、外貨建資産を購入していた。しかし 2022 年から 2023 年末にかけて、輸入物価上昇圧力の高まりに対応するため、外貨建資産を売却し、フランを買い戻す為替介入を行った。

バランスシートの構成を見ると、約 9 割が外貨建資産である（後掲図表 5）。外貨建資産をアセットクラス別に見ると、国債等 64%、株式が 25% であり、通貨別に見ると、38% がユーロ、38% が米ドル、8% が日本円となっている⁸（2024 年 3 月末時点）。他の中央銀行のバランスシートと比較すると、資産の価格変動リスクだけでなく、為替リスク、カウンターパーティーリスクなどよりリスクの高い構成であるといえよう。このリスクに対応するため、SNB の純利益から外国為替引当金が積み立てられている。いくら引当金に充当するかは、SNB の組織運営を行う評議会（The Bank Council）にゆだねられており⁹、たとえ収益がマイナスであっても、引当金の積み立てが行われている。2024 年 3 月末時点の外国為替引当金残高は 1,052 億フランと、負債・純資産合計の 12% であった。なお、SNB の純利益から、引当金と株式に対する配当を差し引いた残金のうち、三分之一を連邦政府に、三分の二を各州に分配するよう定められているが、赤字の場合は分配を行わない。赤字額は次年度に繰り越される。

SNB の外貨建資産には個別企業の株式も含まれているため、資産の管理・売却のあり方は、日銀の ETF 売却にあたって参考になるかもしれない。

日銀：7 月の金融政策決定会合で買入減額の計画が示される見込み

冒頭で述べたように、日銀は、6 月 13・14 日の金融政策決定会合で、国債買入額を縮小していく方針を発表した。7 月 30・31 日の会合でどのように買入額を減らすのか、今後 1~2 年程度の具体的な減額計画が示される予定である。Fed を参考にすると、事前に減額の手法や毎月どの

⁶ Dave Ramsden, “[Bond trading, innovation and evolution: a Bank of England Perspective](#)” (27 February 2024), Bank of England.

⁷ SNB の金融政策の動向については、SNB “[The SNB’s monetary policy](#)” を参照。

⁸ 外国為替デリバティブを除く。

⁹ Federal Act on the Swiss National Bank, art. 42 para. 2 (d)

くらいのペースで減額するのかを示した上で、減額を開始すると思われる。減額は大きく二つの手法が考えられる。一つは、新規買入額を示しつつ、その買入額を減らしていく手法であり、もう一つは、減額幅を示し、その額を減らしていく手法である。前者の手法では、毎月の新規買入額は固定されるので、償還額の多寡によって月々の国債残高の減り方は一様ではない。例えば、新規買入額に対して償還額が多い月は残高減少ペースは加速し、少ない月には鈍化するが、場合によっては残高が一時的に増えることもあり得る。後者の手法では、毎月の保有残高減額上限を決め、それを上回る償還がある月には、その部分を再投資することによって減額幅が一定になるように調整する。償還額は毎月異なるため、再投資額には振れが出るが、国債残高は一定のペースで減っていく。再投資を停止すると、月々の償還額がそのまま国債残高の減少に反映される。二つの手法はそれぞれ異なるが、例えば、当初は前者の新規買入額明示方式でスタートし、その後は後者の残高減少額明示方式に移行するというように、段階に応じて組み合わせることも考えられる。

現在日銀が保有する国債を残存期間別に見ると、残存期間が比較的短いものが多く、2028年までに残高の約50%が償還される（後掲図表6）。償還が集中する今後数年のうちに、新規買入額を適切な水準に設定することにより、バランスシートをスムーズに縮小できる。また、新規買入分の残存期間を短いものに変えていくことも、将来の残高調整を機動的に行えるという点で有効だろう。

思考実験として、7月から買入れを減額したと仮定し、6月30日時点の残高である577兆円から、2024年1-5月までの国債買入オペの年限構成のまま、毎月の新規国債買入額を6兆円、4兆円のそれぞれに固定した場合、および新規買入・再投資をしない場合の3パターンを考えてみる。保有残高の変化は後掲図表7の通りである。6兆円のケースではかなり緩やかな軌道を描いて残高が減り、2027年末時点の残高は約550兆円と試算されるのに対し、4兆円の場合は約480兆円、再投資なしの場合は約340兆円と、買入額によって残高は大きく異なる。日本国債の発行残高に占める日銀の保有割合は50%を超えており、新規買入額を急激に減らすことは、国債需給の緩み、利回りの上昇につながり得る。日銀は市場への影響を考慮し、激変を避けると考えられるため、少なくとも当面の間、毎月の購入額は6兆円を大きく下回らないような緩やかな減額方針を示すのではないだろうか。

バランスシートの構成を見ると、ECBほどではないが、日銀も貸出残高が多い（後掲図表8）。新型コロナウイルス感染症拡大の際には、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）を実施し、大量の資金供給を行った。コロナオペが2023年3月に廃止され、貸出残高は一時減少したものの、貸出増加支援資金供給の利用が増え、残高は再び増加傾向にある。上述のように、国債の発行ペースとの兼ね合いで急激な国債保有残高の減額は難しいと思われるが、国債市場参加者の景気や物価の見通しに基づいて市場金利が形成される、という意味で市場機能が正常に働く水準まで残高を縮小させるべきであろう。また、将来的にはバランスシートの構成を変化させ、銀行券や構造的な準備需要に対しては国債を保有する一方、日々の資金需要に対しては共通担保オペ（貸出）で対応するあり方が望ましいのではないかと。

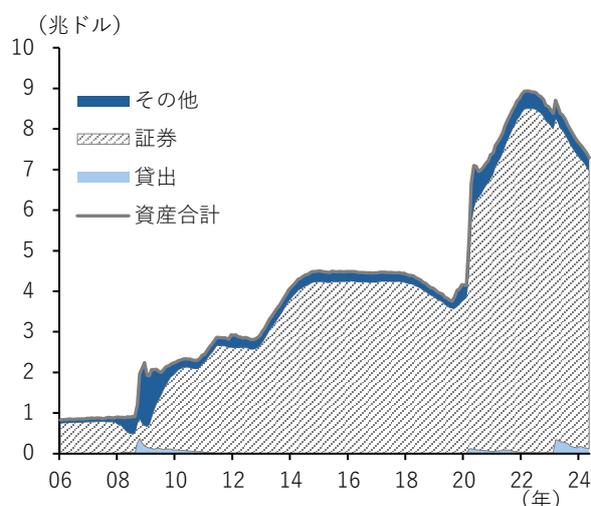
おわりに

各中央銀行の現時点でのバランスシート縮小の難易度は、コロナ対策の際、どのような手段で資金供給を行ったかによって異なる。貸出による資金供給を主な手段とした ECB は、TLTROⅢの貸付期間が 3 年、PELTROs の貸付期間が 8 カ月～16 カ月と比較的短期であったため、貸出終了とともに自然とバランスシートサイズが減少した。一方、国債等の資産買入を主な手段とした Fed、BoE は償還を待つか、積極的な市場での売却を行わねばならないため、バランスシートを縮小させるためには時間がかかり、市場に影響を与えないための配慮も必要だ。日銀は、コロナ対策では国債買入を大幅に増加させることはなかったものの、2013 年の量的・質的金融緩和の導入以降、国債を買い続けてきており、国債発行残高に占める日銀の保有割合は非常に高い。国債需給を急激に変化させず、国債保有残高を減らしていくためには、相応の時間がかかるとみられる。バランスシートサイズが大きくても、当座預金への付利制度があれば金融調節に問題はない。しかし、財務の健全性の観点や、市場機能の回復、新たな危機に直面した際の政策余地を作っておくといった観点からは、適切な水準にバランスシートを保つことが望ましいだろう。

さらに、将来的に ETF 等の資産をどのように処理していくかについても検討が始まっていくだろう。リスクの高い資産を管理する SNB に倣い、引当金を厚くする必要のあるのではないだろうか。日銀の引当金¹⁰残高は 9.9 兆円と負債・純資産合計の 1.3%にすぎない。国債については、日銀は満期保有を前提とした会計処理（償却原価法）を採用しているが、ETF は価格変動に晒されるリスク資産であるだけに、どの程度の引当金を積んでおくべきかについては、検討の余地があるだろう。

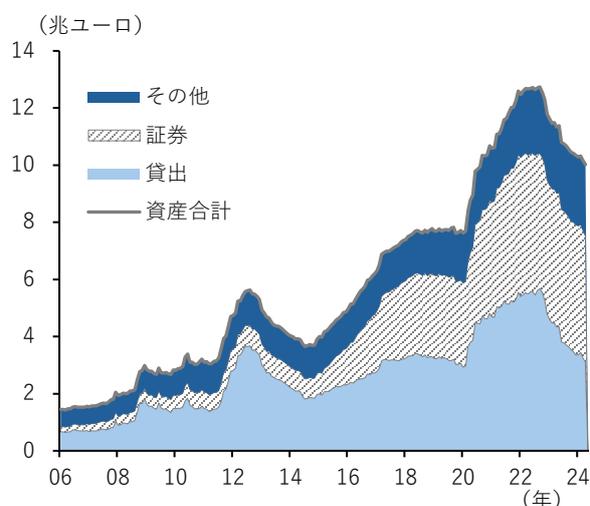
国債残高の縮小手法を含め、今後日銀がバランスシートをどう再構築していくかが注目される。

図表 1 Fed のバランスシート主要項目の変化



(出所) Fed より大和総研作成

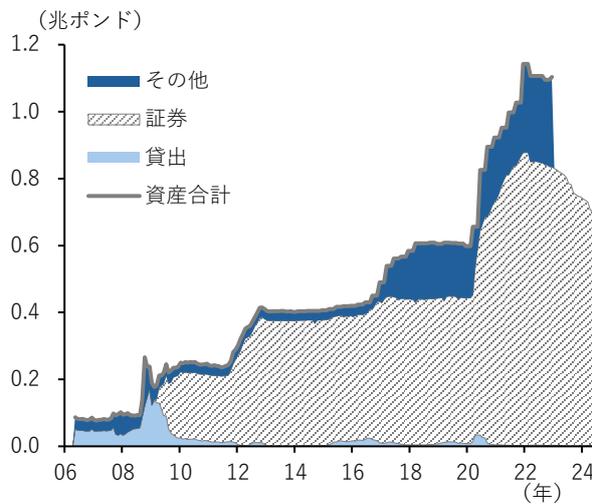
図表 2 ECB のバランスシート主要項目の変化



(出所) ECB より大和総研作成

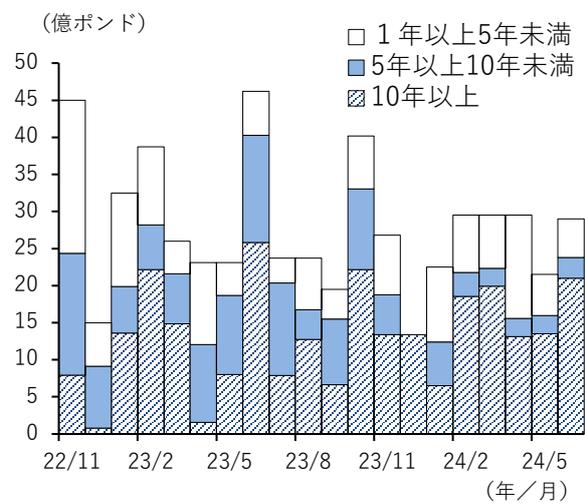
¹⁰ 債券取引損失引当金と外国為替等取引損失引当金の合計。

図表3 BoEのバランスシート主要項目の変化



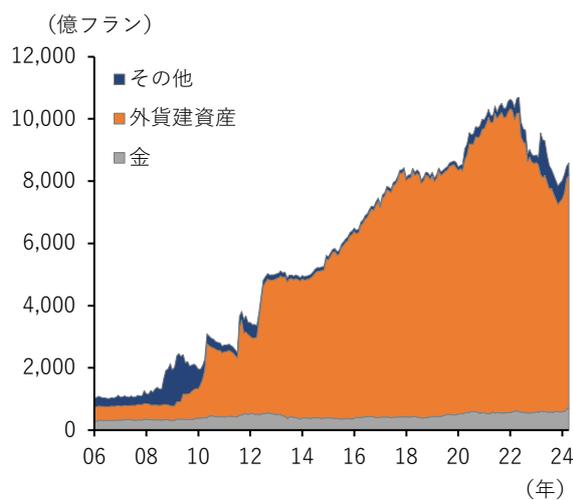
(出所) BoE より大和総研作成

図表4 BoEの売却時点の残存期間別国債売却残高



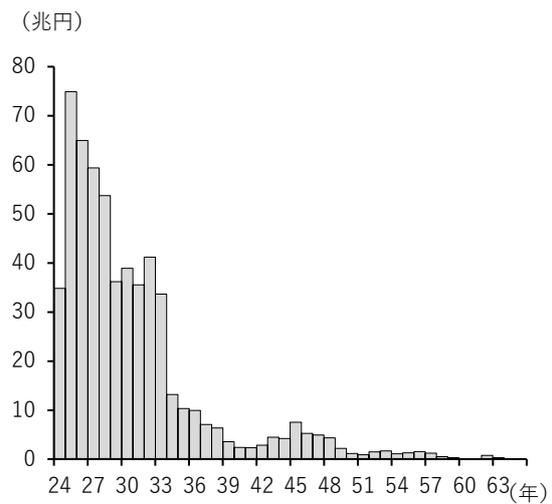
(出所) BoE より大和総研作成

図表5 SNBのバランスシート主要項目の変化



(出所) SNB より大和総研作成

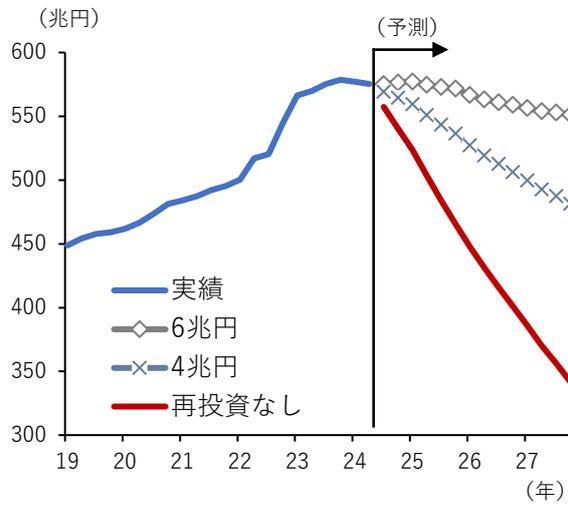
図表6 日銀が保有する国債の償還予定額



(注) 2024年6月30日時点。

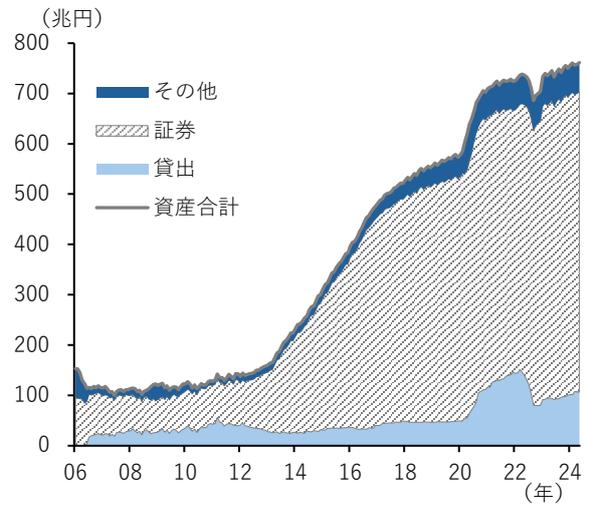
(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表7 日銀が保有する国債残高の変化（シミュレーション）



(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表8 日銀のバランスシート主要項目の変化



(出所) 日本銀行より大和総研作成