

2013年9月11日 全13頁

量的・質的金融緩和 ～異次元の運営、異次元の出口

過去の非伝統的金融政策との比較から得るインプリケーション

経済調査部
エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 本稿では、量的・質的金融緩和と過去の非伝統的金融政策との違いを明確にしたうえで、その違いが出口戦略に与える影響について考察する。
- 同じ量的な指標を操作目標としている量的・質的金融緩和と量的緩和政策であるが、そのオペレーションの内容は供給する資金の量と期間という2つの点で大きく異なる。
- 出口戦略を採る際の日本銀行の財務負担のコストは、当座預金残高(超過準備)の規模、長期国債の残存期間、付利の目標水準、という3つの要素に依存する。
- 量的・質的金融緩和はその継続期間が長くなるほど、日本銀行単独では抱えきれないほどの大きな負担を背負うことになる。このため、木内登英委員の案のように「2年程度の集中的」対応と位置付けて運営を行うことも選択肢の1つとなりうるだろう。

1. 初めに

長らく続くデフレからの脱却を目指して、日本銀行は2013年4月に量的・質的金融緩和を導入した。異次元の金融緩和が日本銀行の思惑通りに効果を発揮すれば、これまで日本が苦しんできたデフレからの脱却を果たす可能性もあるだろう。デフレからの脱却、2%のインフレ目標が達成された場合には、その後の経済過熱を抑えるために、いわゆる「出口戦略」を行う必要がある。

日本銀行はこれまで量的緩和政策(2001年3月から2006年3月)や包括緩和政策(2010年10月から2013年3月)といった、いわゆる非伝統的金融政策を導入してきたが、量的・質的金融緩和はいくつかの点において、過去の非伝統的金融政策とは異なるものである。このため、出口戦略のあり方についても、過去と同じように考えることはできない。

そこで本稿では、量的・質的金融緩和と過去の非伝統的金融政策(特に、量的緩和政策)との違いを明確にしたうえで、その違いが出口戦略に与える影響について考察する。

2. 量的・質的金融緩和と過去の金融政策との違い：運営編

2.1 量的・質的金融緩和における金融政策運営

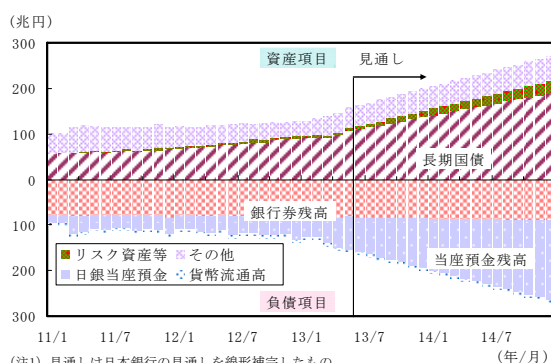
量的・質的金融緩和と過去の非伝統的金融政策の違いを、運営上の観点から見てみよう。同じ量的な指標を操作目標としているこれら2つの政策であるが¹、その内容は供給する資金の量、購入資産の残存期間という2つの点で大きく異なる。

2.1.1 資金供給量の違い

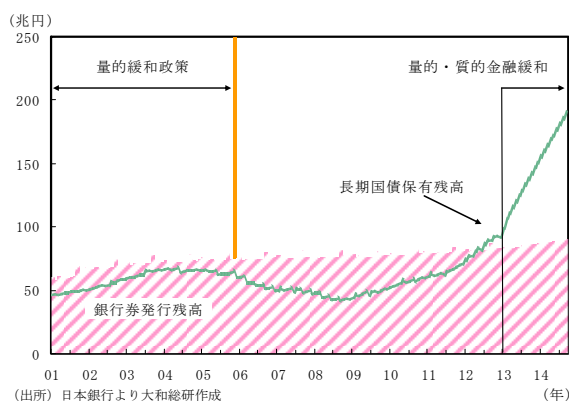
まず、資金供給量に注目する。図表1は、量的・質的金融緩和における操作目標であるマネタリーベースの推移の見通しを示したものである。日本銀行はマネタリーベースを2年で2倍にすることを打ち出しており、量的・質的金融緩和導入以降マネタリーベースの増加スピードは加速度を増した。今度もマネタリーベースは拡大を続ける見込みであるが、そのなかでも長期国債の保有残高の伸び率が大きい。

¹ ただし、量的緩和政策が日銀当座預金残高というストック変数を操作目標としていたのに対し、量的・質的金融緩和はマネタリーベースの増加額というフロー変数を操作目標としているという点での違いはある。

図表 1 : マネタリーベースの推移



図表 2 : 銀行券と長期国債保有残高の推移



量的・質的金融緩和においては、過去の非伝統的金融政策とは「異次元」の規模で長期国債の購入が進められる。日本銀行は2001年8月以降、長期国債の保有額を、銀行券発行残高の範囲内に抑えるという基準を設けていた(銀行券ルール)。銀行券ルールは、長期国債の保有残高が増加した量的緩和政策の導入後も守られていた。2010年に包括緩和政策が導入された後は、資産買入等の基金(以下、基金)による長期国債の購入は、銀行券ルールの対象外とされた。その結果、基金による保有分を含むベースで見ると、日本銀行が保有する長期国債は銀行券残高よりも多くなったが、基金を除くベースでは銀行券ルールは堅持された。しかし、量的・質的金融緩和の導入と同時に、銀行券ルールは一時的に停止することが決定されたのである。

図表2は、銀行券発行残高と日本銀行の長期国債保有残高の推移を示したものである。量的・質的金融緩和の導入以後、長期国債の保有残高は銀行券発行残高を上回って大幅に増加していく様子がわかるだろう。

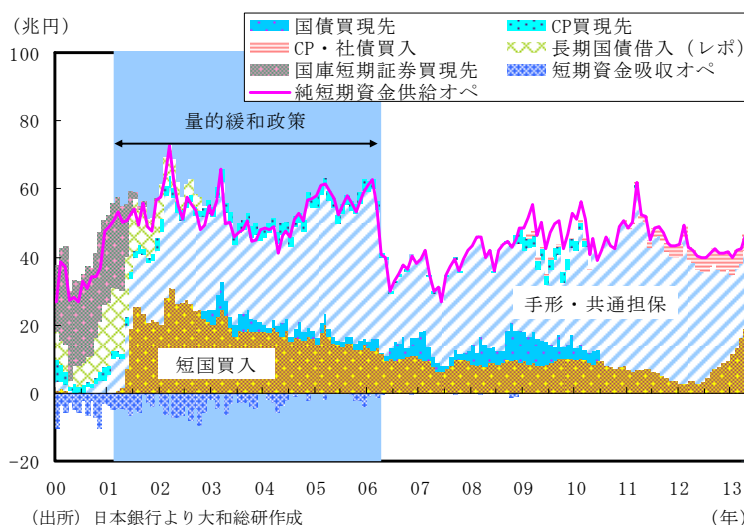
2.1.2 購入資産の残存期間の違い

量的・質的金融緩和では、購入する長期国債の残存期間は、平均7年程度と定められた。包括緩和政策では、購入する国債の残存期間は3年以下に限定にされていたことと比べると、大幅な残存期間の長期化が行われたと言える。

包括緩和政策では、購入する国債の残存期間を短いものに限定し、売買希望利回較差方式による入札を行うことで、その年限の国債金利を重点的に低位で推移させることが目的であった。一方で、量的・質的金融緩和では、残存期間の長い長期国債を購入することで、包括緩和政策が対象としていた年限よりも長い年限の国債の金利を低下させることを意図している。

包括緩和よりさらに過去までさかのぼると、2001年から2006年まで導入された量的緩和政策では、短期の資金供給がオペレーションの中心であった。図表3を見ると、量的緩和政策期には、短期資金供給オペのほかでも、手形買入オペ(現在は共通担保資金供給オペ)や短期国債買入オペが増加していることが分かる。このように、量的・質的金融緩和と量的緩和政策とでは、同じ量的な指標を操作目標としているが、そのオペレーションの内容や購入する資産の規模は大きく異なる。このような違いは出口戦略に関する議論との関係で極めて重要となる。

図表 3：短期資金供給オペの推移



2.1.3 量と期間の変更がポイント

以上をまとめると、量的・質的金融緩和の特徴は、購入する長期国債の量とその残存期間にあると言える。包括緩和政策では長期国債購入オペの方法を工夫することで、2～3年程度の金利を下げようと企図していたのに対し、量的・質的金融緩和ではこれまであまり購入されてこなかった長期国債を購入対象とすることで、さらに長期の金利を低下させようとしている。さらに、購入の規模を大規模にすることで、長期金利の押し下げ圧力を強大なものにしているのである。

3. 量的・質的金融緩和と過去の金融政策との違い：出口編

次に、量的・質的金融緩和と過去の非伝統的金融政策の違いを、出口戦略の観点から検討しよう。過去に非伝統的金融政策からの出口戦略を経験したのは、近年では日本銀行が採用した量的緩和政策時のみである。そのため、量的・質的金融緩和の出口戦略を考慮するうえで、量的緩和政策の経験を振り返っておくことが極めて重要である。しかし、前項までで確認した通り、量的・質的金融緩和は過去の非伝統的金融政策と運営上大きな違いがある。この違いは、出口戦略上の違いにもつながってくるのである。

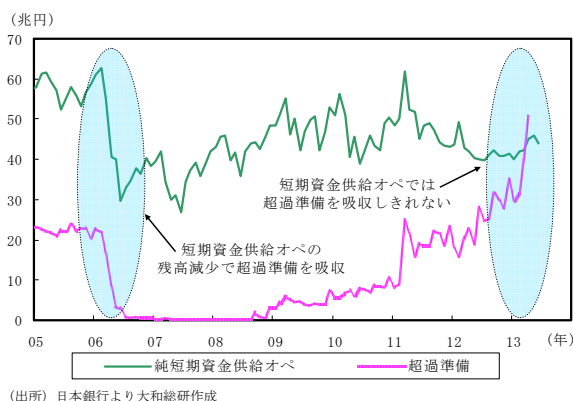
結論から言えば、出口戦略上問題となりうる、量的緩和政策と量的・質的金融緩和の違いは、1) 短期資金供給オペの残高、2) 長期国債の保有残高およびその残存期間、という2点が挙げられる。

3.1 短期資金供給オペの残高

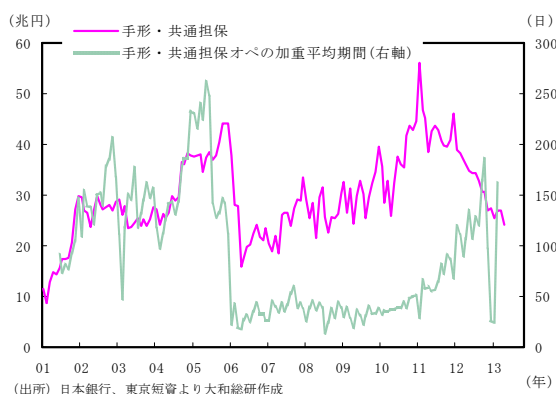
図表4に、超過準備と純短期資金供給オペの残高の推移を示した。2006年の量的緩和政策終了直後、日本銀行の資産サイドに計上されている純短期資金供給オペの残高と日本銀行の負債サイドに計上されている超過準備の双方が大きく減少している。短期資金供給オペの中でも特

に、手形買入オペの満期到来に伴う資金吸収により、量的緩和政策終了直後から短期資金供給オペの残高を急激に減少させ、負債サイドの超過準備を急速に減少させることに成功した。その後、量的緩和政策終了後の2006年7月にはコールレートを引上げ、量的緩和政策からの出口戦略は、概ね混乱を招くことなく成功した。その背景には、資金供給手段の多くが短期資金で行われたことがあったのである。

図表4：超過準備と純短期資金供給オペの残高



図表5：共通担保オペの残高と平均期間



ただし、量的・質的金融政策からの出口戦略では、短期資金供給オペによって資金を吸収することは困難である。足下の動向を見ると、短期資金供給オペの主要な一部である共通担保資金供給オペの残高は減少傾向にある。4月以降、長めの期間の共通担保資金供給オペを増加させるなど、短期資金供給オペは多様化している。しかし、その残高は減少傾向にある。これは超過準備に対する付利への撤廃観測がくすぶっていたことから、比較的長い期間の共通担保資金供給オペへの需要が減少したことなどが影響している。

他方、長期国債の購入によって超過準備は順調に積み上がっており、足下では、短期資金供給オペの残高よりも超過準備の方が多くなっている。日本銀行は今後、マネタリーベースの残高目標を達成するため、長期国債を大量に購入することを計画しており、共通担保資金供給オペの残高はほぼ横ばいで推移する見込みである。その反面で超過準備は今後大幅に増加することが予測される。このため、短期資金供給オペだけでは、超過準備を吸収することができない。よって、量的・質的金融緩和では、量的緩和政策終了時の出口戦略とは異なる手段を用いることになるだろう。

3.2 長期国債保有残高

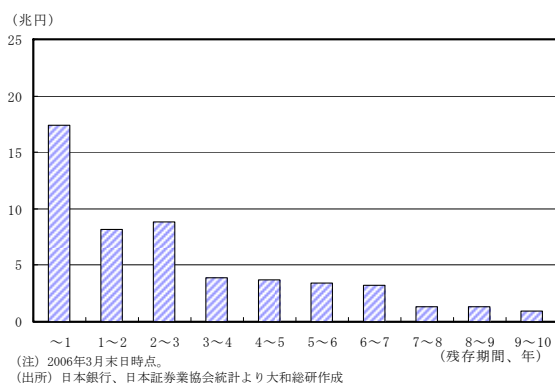
量的緩和政策の出口戦略と、量的・質的金融緩和からの出口戦略に相違点が生じる理由の一つに、日本銀行が保有する長期国債の保有残高とその残存期間の長さが挙げられる。

図表6は、量的緩和政策終了時(2006年3月)に、日本銀行が保有していた長期国債の残存期間別の構成を示したものである。量的緩和政策終了時には、残存期間が1年未満の長期国債を多く積み上げていたことが分かる。量的緩和政策では、導入直後から出口を意識したオペレーションが行われており、長期国債の償還だけでも、短期間でバランスシートを圧縮することができるような仕組みとなっていた。また、前述の通り、包括緩和政策でも、基金の元で購入す

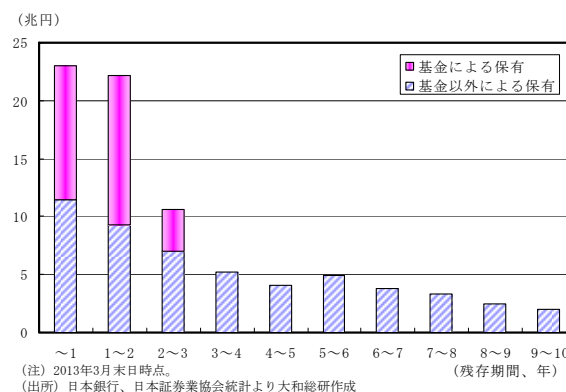
る長期国債は残存期間が3年以下のものと定めていた。

これらの政策と比較し、量的・質的金融緩和では、幅広い年限の長期国債を大規模に購入することが計画されている。結果として、日銀の保有する長期国債の残存期間は長期化するのがある。

図表 6：量的緩和政策終了時の国債保有残高



図表 7：包括緩和政策終了時の国債保有残高



幅広い年限の長期国債を購入することは、量的・質的金融緩和の特徴であり、イールドカーブ全体を下げることを期待されるなど、当然良い側面もある。その反面で、出口戦略においては、保有している国債全体の中で、残存期間の長いものの割合が増すことで、課題も増すのである。

通常、日本銀行は長期国債売却オペを実施することはほとんどなく、金融市場でもそのように考えられているだろう。このため、日本銀行が長期国債を売却すれば、長期金利に対して大きなインパクトを与えてしまうことになる。金利の急騰などにつながる可能性もあるため、日本銀行としては長期国債の売却という選択肢は取りにくいのである。

資産サイドに大量に積み上げられている長期国債を売却できないのであれば、長期国債の圧縮は償還を待つしかない。ここで、日本銀行が保有する長期国債の残存期間が大きな問題となる。量的緩和政策や包括緩和政策のように、残存期間の短い長期国債が多く積まれていれば、1~2年程度で資産サイドの長期国債残高の圧縮が可能となる。しかし、量的・質的金融緩和では買い入れる長期国債の平均残存期間を7年程度としており、その分バランスシートの圧縮に時間がかかることが予想される。このような点は、後述するコスト論との関連で問題となりうる。

4. 量的・質的金融緩和の出口戦略におけるコスト²

4.1 なぜ出口戦略は必要か？

量的・質的金融緩和を継続し、日本銀行のバランスシートが拡大されている状態が続いてい

² 非伝統的金融政策のコスト論では、金融市場における不均衡の醸成といった論点も重要となるが、本稿におけるコスト論は主に日本銀行の財務との関係で生じるコスト論に限定して議論を進めたい。

ても、経済が安定しているならそもそも出口戦略を採る必要すらないという考えもあるだろう。しかし、日本銀行に限らず中央銀行が異常なまでにバランスシートを拡大させるような政策には常に金融市場の機能低下という副作用が付きまとう。リーマン・ショックのように大きなショックにより、金融システムが機能不全を起こした場合には、中央銀行はバランスシートを拡大させることで、金融システムの回復を助けることができるだろう。しかし、金融システムが健全な状況で、中央銀行が大量の資産を市場から購入し、バランスシートを拡大させることは、金融市場での資源配分を歪めてしまう。このような副作用を考慮すると、金融システムが健全性を取り戻した段階で、バランスシートの拡大からの出口戦略に入る必要がある。

このため、日本銀行の目標である、2%の物価上昇率が安定的に持続することが確認されると、量的・質的金融緩和を終了し、金融引締めに移る局面が訪れるだろう。または、インフレ目標を満たさなくても資産価格の上昇を抑えるために金融引締めを行う必要が生じるかもしれない。

4.2 出口戦略の手段

ここで、量的・質的金融緩和からの出口戦略をどのような手段で行うかが問題となる。出口戦略には大きく分けると2つの手段がある。1つは、バランスシートの積極的な縮小を伴う出口戦略、もう1つはバランスシートの積極的な縮小を伴わない出口戦略である。

バランスシートの積極的な縮小を伴う出口戦略とは、例えば、量的緩和政策からの出口戦略が該当する。量的緩和政策では、短期資金供給オペの残高を減らすことで、バランスシートを縮小することができた。ただし、量的・質的金融緩和では、日本銀行の資産サイドには長期国債が積み上がっていることから、バランスシートを積極的に縮小するには、長期国債の売却が必要となる。すでに述べたように、長期国債の売却は長期金利を急騰させる恐れがある。さらに、長期金利が上昇し、国債の価格が下がってしまうと、日本銀行は長期国債売却オペに伴って、売却損を計上し、バランスシートを大きく毀損してしまうリスクがある。特に、現在の量的・質的金融緩和で購入対象としている残存期間の長い長期国債ほど金利上昇時の評価損の額は大きくなることを考慮すると、バランスシートの積極的な縮小を伴う出口戦略は、採用しにくいであろう。

このため、現実的にはバランスシートの積極的な縮小を伴わない出口戦略しか選択肢は残されていないだろう。すなわち、長期国債の売却を行わずに、償還を待って徐々にバランスシートを圧縮していくことが予想される。

日本銀行が購入を予定している長期国債は残存期間が長く、償還には時間がかかることが予想される。そのため、経済が順調に拡大を続ければ、バランスシート圧縮の途中でも、景気の過熱を抑えるために、金融引締めが必要となるだろう。しかし、超過準備が積み上がっている状況では、通常のオペレーションでは日本銀行がコールレートをコントロールできない。このとき、短期金利を上昇させるためには、当座預金(超過準備)に対する付利を引き上げ、間接的

に短期金融市場の金利を引き上げる³政策、あるいは、手形売りオペにより短期で資金吸収を行い、コールレートのコントロールを取り戻す政策のいずれかが採られるだろう。このような手段をもいすることで、バランスシートの積極的な縮小を伴わない出口戦略の過程で金融引締めを行うことが可能となる。

4.3 出口戦略のコスト

しかし、バランスシートの積極的な縮小を伴わない出口戦略においても、日本銀行の利払いの増加を必要とするため、日本銀行への財務的な負担は発生する。日本銀行の利益は、国庫納付金を通じて一般会計の歳入項目に計上されることから、税金と似た性格を持つ。当座預金(超過準備)への付利や、手形売出による利子負担の増加は、日本銀行から民間金融機関への支払いの増加につながるため、日本銀行の収益を圧迫することになる。出口戦略におけるこのようなコストは、当座預金残高(超過準備)の規模、長期国債の残存期間、短期金利の目標水準、という3つの要素に依存する。

量的・質的金融緩和からの出口戦略に関するコストを、短期的なコストと長期的なコストに分類して考えよう。

短期的なコストとは、すでに述べたような日本銀行の利益悪化に伴う実質的な税金の減少である。出口戦略におけるコストは、以下のように試算することができる。2014年末の日銀当座預金は約175兆円に達する見込みである。この時、当座預金に対する付利が現状の0.1%であれば、日本銀行の利払い費は、1,750億円となる。ただし、出口戦略の段階では、インフレ率は2%前後で推移しているはずであるため、短期金利の誘導目標もより高い水準に設定されることが予想される。例えば、当座預金への付利を0.5%とすると、8,750億円の追加の利払い費が発生し、国庫納付金を大幅に減少させる。

長期的なコストとしては、日本銀行への信任に対する懸念が挙げられる。短期的なコストは、国庫納付金がゼロとなった時点で、それ以上のコストは発生しない。しかし、日本銀行が経常赤字を計上し続けることは、日本銀行のバランスシートを悪化させる。現在の日本銀行法では損失補填条項が削除されており、日本銀行は自身のバランスシートの健全性に責任を持つ。このため、前述の短期的なコストが大幅に増加した場合、国庫納付金の減少に留まらず、日本銀行の資本が毀損する可能性がある。当座預金が大きく積み上がっている場合、資本の毀損を恐れて当座預金への付利を高い水準に設定することができず、金融引締めが過小なものに留まる恐れがある。

仮に、政府からの資本注入を受けることが可能であるとしても、政府は極力損失を補填したくないと考えるため、金利引き上げを行わないことが要請されるなど、政府と日銀の間で利益相反が発生する可能性がある。

³ 超過準備への付利の水準が、短期金融市場で決定される金利のおおよその下限となるため、付利を引き上げることで短期金利を上昇させることができる。

⁴ ただし、中央銀行のバランスシートの健全性を判断するのに、何か画一的な基準があるわけではない。例えば、日本銀行の自己資本比率は目安とする10±2%程度を下回る水準で推移を続けているが、現時点で特段問題が起きているわけではない。これらの基準はあくまでも目安である。

こうした政府と日銀の間の利益相反は、デフレ下ではさほど問題とならない。日本銀行は2%のインフレ目標を採用し、それに向けて金融緩和が必要である。政府は実質的な利払い費が減少することから、インフレを望む。政府と日銀は目標を共有することができるのである。しかし、デフレから脱却し、金融引締めが必要となった段階で、政府と日本銀行の利害は対立することとなる。政府にとっては、金利の引き上げは日銀からの国庫納付金が減少するだけでなく、財政の持続可能性の観点からも好ましくない。また、選挙の前後などでは、できる限り金融引き締めを行わずに、景気を過熱させることが望ましいと考えるバイアスも存在する。一方、日本銀行は、物価や経済の安定を達成するために、金融引き締めを行うことが正しいと考えている。このように政府と日本銀行の利害が対立した場合に、政府の日本銀行への関与が強ければ、日本銀行は適切なタイミングで金融引締めを行うことができない恐れがある。

こうしたバイアスの存在により、金融引き締めが適切なタイミングで行われなければ、経済は過熱し、バブルが発生することなども考えられる。その際には、日本銀行への信認は大きく毀損することになるだろう。将来の金融政策運営を困難にするという意味で、短期的な利払いのコストよりも、重要な影響を及ぼすものである。

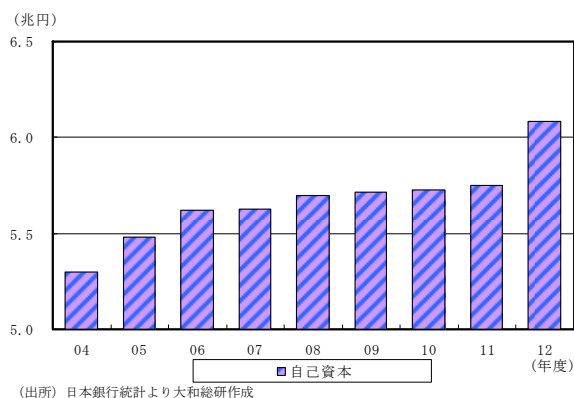
5. 今後の展望：バランスシートの毀損とその影響～日銀シナリオと民間シナリオ

最後に、日本銀行のバランスシートの健全性を考慮したうえで、今後の日本銀行のバランスシートに対する影響を2つのシナリオを通じて考えたい。

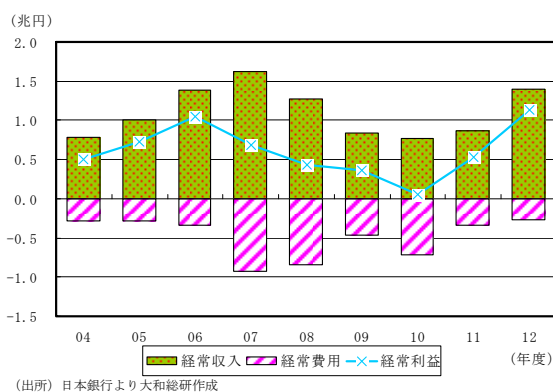
短期的なコストを判断する基準として、日本銀行の経常利益に注目する。日本銀行の国庫納付金は、経常利益と特別損益等の合計で決定される。利払いが増加し、経常利益が減少すれば、国庫納付金も減少する。

長期的なコストを判断する上では、利払いが増加した際に、経常収益の黒字を保つことができるかが重要である。過去の日本銀行の経常利益を確認すると、概ね0.5～1.5兆円の間を推移している。当座預金に対する利払いがこの水準を超過すれば、日本銀行は経常赤字になり、自己資本が毀損することになる。一時的に自己資本が毀損しても大きな問題は生じないだろうが、こうした現象が継続的に起これば、日本銀行への信任の毀損という長期的なコストが発生する可能性がある。自己資本の毀損が進み、自己資本が負になると、日本銀行が超過債務に陥っていることを表すため、財務の健全性に問題があると捉えることができるだろう⁴。

図表 8 : 日本銀行の自己資本



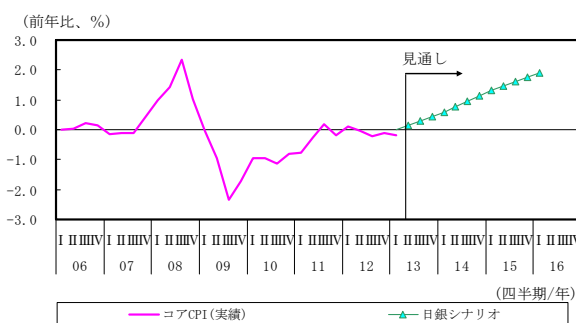
図表 9 : 日本銀行の経常利益



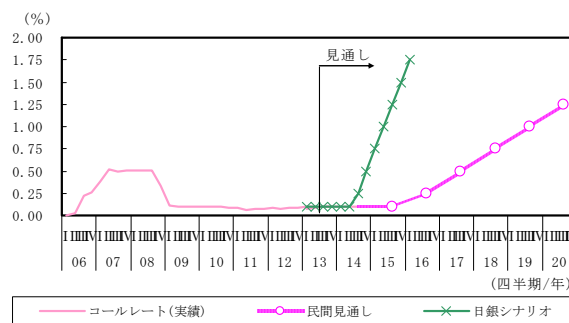
このような観点から出口戦略におけるコストを把握したい。日本銀行の展望レポートに基づくシナリオ(以下、日銀シナリオ)とネルソン=シーゲルモデル(以下、NSモデル)を用いた民間部門が予測するシナリオ(以下、民間シナリオ)という2つのシナリオを想定したうえで、出口戦略におけるコストを考える。

日銀シナリオによれば、2015年度にコアCPI上昇率は+1.9%程度となる(図表10)。これらの値をもとにテイラー・ルール⁵を推計し、利上げ時期と利上げ幅を予想する(図表11)。日銀シナリオを単純にテイラー・ルールに当てはめると、2014末頃にかけての利上げを行うこととなる⁶。一方、NSモデルをもとに利上げ時期を予測したところ、市場は2016年に0.25%に、2017年に0.5%へ利上げすると予想していることが分かる。

図表 10 : コア CPI の見通し



図表 11 : コールレートの見通し



では、このような想定をもとに、財政コストを試算したい。試算にあたり、利上げが想定されるまでは、現在と同様の速度でマネタリーベースを増加させ、当座預金も同様のペースで増

⁵ 本稿で用いたテイラー・ルールは以下の通りである。

$$\text{Call} = 0.67 * \text{Call}(-1) + 0.33 * ((\text{PG} + 2) + 0.15 * \text{GDPGAP} + 1.54 * (\text{CORECPI}(yy) - 2))$$

Call; コールレート、PG; 潜在成長率、GDPGAP; GDPギャップ、CORECPI(yy); コアCPI上昇率。

()内の数字はラグ数。

推計期間はゼロ金利の期間を排除し、1985Q1から1995Q4とした。

なお、推計にあたり、潜在成長GDPはトレンドで延長したものを使用。

ただし、テイラー・ルールの定式化にはいくつか種類があるため、結果は幅をもって見る必要があるだろう。

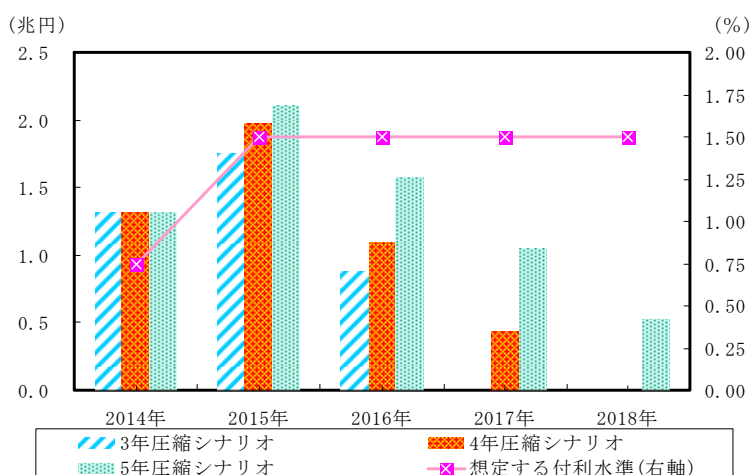
⁶ テイラー・ルール上はそれ以前からコールレートがプラスとなることを示唆しているが、日本銀行の利上げが0.25%となることが予想されることから、この値を超える時期を利上げの時期とした。

加するよう、オペレーションを行うと仮定する。

日銀シナリオに基づくテイラー・ルールでは、2014年に当座預金への付利を0.25%へ引き上げた後、2014年末には0.75%へ引き上げる。その後、コアCPIが上昇することを受けて、2015年には1.5%へ付利水準を引き上げる。これ以降の期間については、展望レポートに見通しが掲載されていないため、1.5%で据え置きとする。このような金利の想定に加え、出口戦略を2014年から開始すると仮定し、当座預金の圧縮期間としては3年から5年を想定する（図表12）。このような前提のもとで、当座預金への利払い費を計算すると、2014年には、1兆円を超えることから、日本銀行の経常利益は大幅に悪化することが予想される。加えて、インフレの進行に伴って当座預金への付利水準を上げれば、利払い費は2兆円を超える可能性もある。これらは日本銀行の経常利益を大きく減少させるため、国庫納付金の支払い額も大幅に減少することが予想される。このように利上げ局面において、短期的なコストが顕在化することとなる。

では、長期的なリスクについてはどうか。この点については累積的な経常利益(赤字)の金額を見る必要がある。経常収益について考えると、保有する国債からの利払い収入が増加することが挙げられる。一方、経常費用は日本銀行が何年かけて超過準備を圧縮するかという点に大きく依存する。日本銀行が保有する長期国債を3年で圧縮するシナリオでは、累積的な利払いは4兆円程度となる。ただし、圧縮期間が長くなるにつれ、累積的な利払いは増加することから、長期的なコストが発生する可能性を否定できない。例えば、圧縮に5年かかるシナリオでは、累積的な利払い費は6兆円程度となる。時間とともに保有する長期国債が減少することで長期国債の利子収入は減少することが予想される。一方、当座預金への利払い費は、付利の目標を引き上げれば、時間とともに減少するとは限らない。このため、膨大な累積的な利払い費によって、日本銀行の自己資本が大きく毀損する可能性を拭えないだろう。

図表12：日銀シナリオに基づく利払い費

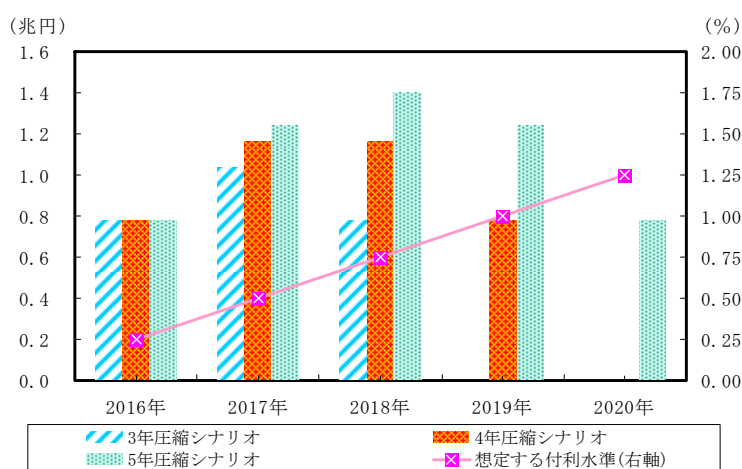


(注) 利上げ開始は2014年と仮定。当座預金は2013年から2014年の増加幅が続くと仮定。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

では、民間部門が想定するシナリオでは、短期・長期のコストにどのような違いがあるだろうか。NSモデルに基づく瞬時フォワードレートカーブから利上げ時期を予測した場合についてみってみる（図表13）。この手法に基づく利上げ時期は、日銀シナリオよりも遅いことが特徴とし

て挙げられる。利上げのペースについても、1年に0.25%程度と、緩やかな利上げを想定している。利上げの時期が遅いことから、当座預金が多く積み上がっており、0.25%の付利でも7,500億円程度の利払い費が発生してしまう。その結果、長期間にわたり、国庫納付金を納めることができなくなる。しかし、利上げが緩やかなペースであるため、比較的早い段階で当座預金を圧縮することができれば、長期的なコストは発生しないだろう。具体的には、3年で圧縮するシナリオでは、累積利払い費は2.5兆円程度となる。しかし、5年で圧縮するシナリオでは累積利払い費は5兆円を超えてしまうため、日本銀行の自己資本を大きく毀損するリスクが伴うだろう。

図表 13：民間シナリオ (NS モデル)



(注) 利上げ開始は2016年と仮定。当座預金は2013年から2014年の増加幅が続くと仮定。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

利上げの時期が遅くなるほど、当座預金が多く積み上がっているため、付利の上げ幅が小さくても利払い費は大きくなってしまいます。加えて、日本銀行のバランスシートの資産サイドには、短期資金供給オペではなく長期国債が多く積み上がっていることから、当座預金の圧縮には時間がかかり、多額の利払い費を数年間払い続ける必要があるだろう。このため、量的・質的金融緩和が長く続くほど、日本銀行にとっては利上げを行っていく環境が整備されてしまう。このことで、「日本銀行は利上げを行うことができない」という認識を市場が有すると、期待インフレ率が上昇することになる。経済状況の好転から発生する期待インフレ率の上昇が「良い」期待インフレ率の上昇であるとすれば、日本銀行の財務基盤の悪化に伴う期待インフレ率の上昇は、「悪い」期待インフレ率の上昇であると捉えることができるだろう。足下で「悪い」期待インフレ率の上昇が発生しているとは思わないが、将来的にはこのようなリスクも発生する可能性があるだろう。

技術的にはこのような事態を回避する手段は存在する。例えば、預金準備率を大幅に引き上げることで、当座預金の大半を法定準備金としてしまうという手段が考えられる。これに加え、当座預金への付利を超過準備に限定すれば、利払い費を大きく減少させたいうえで、適切な付利水準を設定することが可能であろう。ただし、この手段は、日本銀行が単独で負担すべき量的・質的金融緩和のコストの大半を民間部門に押し付けることになる。さらに、このような憶測を

民間金融機関が持ってしまうと、貸出の減少などを通じて実体経済を悪化させる要因ともなりうる。

以上のように、量的・質的金融緩和はその継続期間が長くなるほど、日本銀行単独では抱えきれないほどの大きな負担を背負うことになる。このため、いずれかの時点では量的・質的金融緩和のコストはその効果を上回ることになるだろう。この時点特定することは困難であるが、例えば、審議委員の一人である木内登英委員の主張はこのような問題意識に基づいて理解することが可能である。木内委員は量的・質的金融緩和の導入以降、同政策を「2年程度の集中的」対応と位置付けて運営を行うべきとの主張を続けている。このような主張を続ける理由はいくつかあるだろうが、円滑な出口戦略を達成するためには、量的・質的金融緩和を長期間継続することはできないという意識があるのかもしれない。

リーマン・ショック以降、世界の中央銀行が実施した非伝統的金融政策がその役目を終えようとするなか、Fedをはじめ海外の中央銀行ではその出口におけるコストがようやく意識され始めたように思う。量的緩和政策では世界の先頭を切って非伝統的金融政策からの出口を経験した日本銀行が、今度は最後に出口に向かうことが予想される。これから海外の中央銀行の出口戦略の経験を活かして、量的・質的金融緩和から安定して脱却できることが望まれる。