

# 長期化する金融緩和による懸念点 ～大量の国債買入と金利操作の持続性～

## <要旨>

2013年4月から始まった一連の金融緩和政策は3年半余りが経過した。金融緩和の長期化でマネタリーベース拡大は継続し、足元の残高は400兆円を超える規模まで達したが、年80兆円とする大量の国債買入は持続可能なペースではない。当部の試算では現在の買い入れペースが持続できるのは2017年後半から2018年前半までとなった。

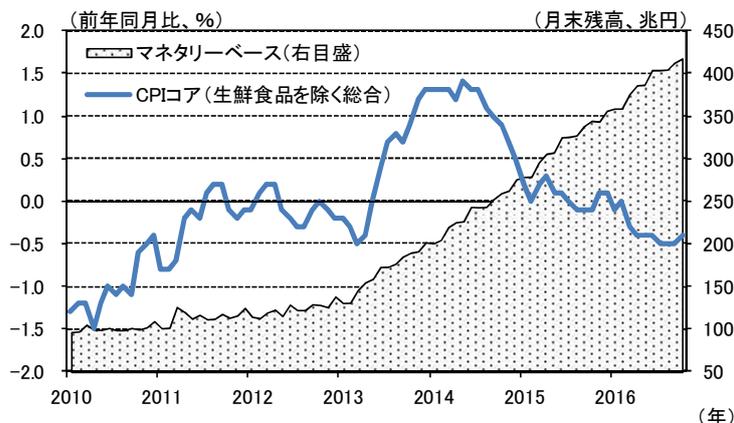
また、マネタリーベースの拡大に伴い、額面を超える金額での国債買入が続いているが、これは日本銀行の償却負担を増大させ収益を悪化させる要因となる。当部の試算では、2020年度までは保有国債からの受取利息を償却額が上回ることはないが、海外の長期金利が上昇する中で、長期金利の抑圧を続けることは内外金利差を拡大させ、日本国債の売却増加を誘引しやすくなる。そうなれば、償却負担額は累増していき、日本銀行の財務やイールドカーブ・コントロールの維持可能性に対する疑念を高め、結果として更なる金利上昇圧力を招きかねない。

2017年以降の米欧の政治イベントによる金利を中心とした金融市場の不安定化は、量と金利操作の両面から、現在の日本銀行による金融政策の枠組みに変更を迫ることとなるであろう。

## 1. 大量の国債買入の持続性

2013年4月の量的・質的金融緩和政策(QQE)の導入から3年半余りが過ぎた。しかし、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」は、当初念頭に置いた2年を優に超えたにも関わらず、未だ達成されていない(図表1)。金融緩和の長期化により、国債買入によりマネタリーベースも拡大を続け、足元の残高は400兆円を超える規模まで達している。

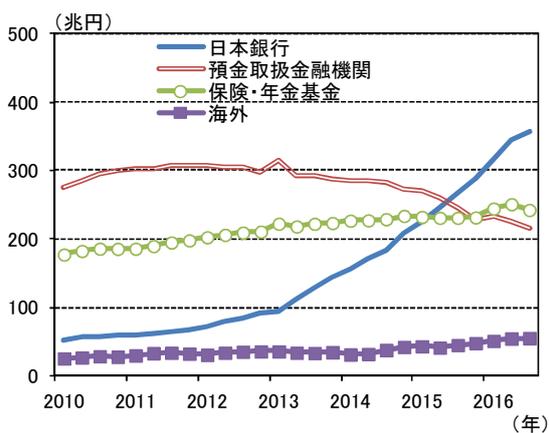
図表1 マネタリーベースとCPIコア



(注) CPI コアは消費税調整済み。

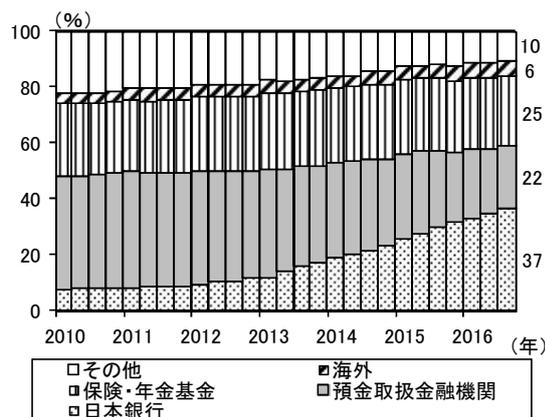
(資料) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行『マネタリーベースと日本銀行の取引』

図表2 保有者別国債保有残高の推移



(資料) 日本銀行『資金循環統計』

図表3 国債保割合の推移



(資料) 日本銀行『資金循環統計』

QQEの柱であるマネタリーベース拡大は、当初年間60～70兆円のペースでの増加目標からスタートし、2014年10月には更に年間80兆円に増額された。2016年9月には「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の導入に伴い、マネタリーベースの増加目標は「めど」とされたが、物価情勢の弱いままの中、増加ペースは依然として維持され、足元では日本銀行が最大の国債保有者となった(図表2)。国債の保有割合も上昇を続け、2016年9月末時点では37%を保有していることになる(図表3)。

日本銀行の国債保有急増は、「資金量を目標にした枠組みでは、目標額の国債を買い続けられなくなることで金融政策の限界が来る」という懸念を高める要因となり、こうした状況で日本銀行が採用したのが、9月に導入したYCCであった。金融政策の目標を量から金利にすることで、国債需給が引き締めればより少ない額の買い入れでも金利を押さえ込んで金融政策の目標を達成し続けることができるというのが日本銀行の説明であり、同時に資金量を目標にした枠組みの限界説に対する回答でもあった。

YCCにおいて、マネタリーベースの増加は「めど」とされて目標ではなくなったが、「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」として、大量の資金供給に依然として重要な意味を持たせている。これは、9月の総括的検証において示された「マネタリーベースの拡大は、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与した」という考え方に基づいている。そしてこの先は、10年国債利回りをゼロ%前後に維持するために、多少増減はしてもこれまでとほぼ同じという大量の国債を買入れ続けることを想定している。

では、日本銀行はこの先も大量の国債購入を続けられるのであろうか。今回、以下の通り単純な仮定を置くことで、大量の国債買い入れができなくなる時期を試算すると2017年後半から2018年前半となった。

まず、試算の前提となる国債の供給と需要額を確認すると、2016年度の国債発行予定額から新規発行額は37兆円、日本銀行の買入額は、2018年度までの3年間で毎年度平均40兆円の償還が発生することを考慮し、年間80兆円の拡大をするために、総額で約120兆円が必要になる。(次頁図表4、5)。

ここで、①毎年度 37 兆円の国債が新規に発行され、②これを日本銀行が市中取引で全額買入れること、③残りの 83 兆円を主要な買入先である金融機関から買入れることの三つの前提を置くと、2016 年 3 月末時点で 232 兆円ある金融機関の国債残高は約 2.8 年(232 兆円÷83 兆円)で底をつくことになる。但し、実際には、金融機関は担保として一定程度の国債を保有する必要があり、全額売却に応じることはないことを考慮すると、2017 年後半から 2018 年前半までには大量の国債買入は難しくなる。

図表 4 平成 28 年度の国債発行予定額

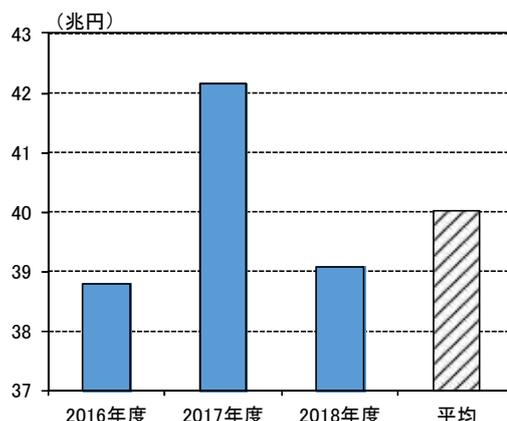
(単位:兆円)

発行根拠法別		消化方式別	
新規国債	37	市中発行分	158
復興債	2	個人向け販売	3
財投債	20	公的部門(日銀乗換)	8
借換債	109		
合計	168		168

(注)2 次補正後の値。内訳の数字は兆円以下を四捨五入しているため、合計の値と必ずしも一致しない。

(資料)財務省『平成 28 年度国債発行予定額』

図表 5 国債償還金額の推移



(注)2016 年 11 月末時点での保有銘柄を元に算出。

(資料)日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、財務省『国債の償還予定額』

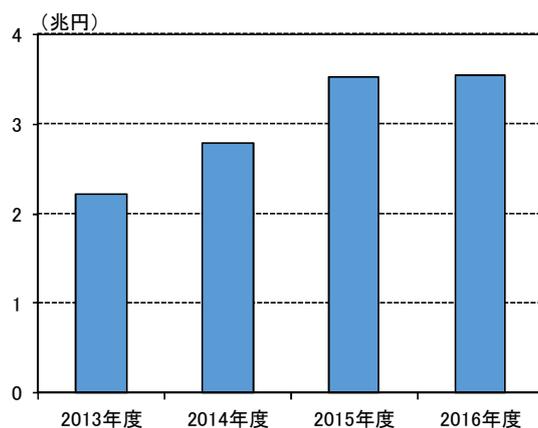
大量の国債買入れが持続出来なくとも、国債需給が引き締まった場合には、より少ない買入額で金利を抑え込むことができるようになるため、日銀の考え通り目標とする金利は維持できよう。しかし、買入額が減ってしまうとオーバーシュート型コミットメント(OSC)に結び付けられた「マネタリーベースの拡大」による予想物価上昇率への働きかけの効果は弱まることになる。この点で、大量の資金供給に重要な意味を持たせる OSC の考え方は、さほど遠くないうちに見直しを迫られる可能性がある。

## 2. 国債買入の償却負担増による金利上昇の懸念

金融緩和政策が長期化するにつれて持続性が懸念されるのは量による緩和だけではない。マネタリーベースの拡大に伴う、額面を超える金額での国債買入は、日本銀行の償却負担を増大させ収益を悪化させる要因となる。そこで、こうした日本銀行の財務面での悪化が、現在の金融緩和策の持続性に対する懸念の高まりを通じて、実際の金利上昇につながる可能性がどの程度あるのかをみていきたい。

QQE 以降、民間投資家からの額面を超える価格での国債買入が急増し、マイナス金利以降にはそのペースが更に加速している。額面と買入額との差額は、要償却額として日本銀行にとっての将来の損失となる。そこで、この要償却額を当部で試算すると、QQE が開始された 2013 年から 2016 年 11 月末までに年度平均で約 3 兆円、累計で約 12 兆円発生したことになる(次頁図表 6)。この金額は残存期間を通じて均等な金額が償却されていくため、単年度で見れば、直ちに日本銀行の収益を悪化させる主要因とはならない。

図表 6 償却必要額

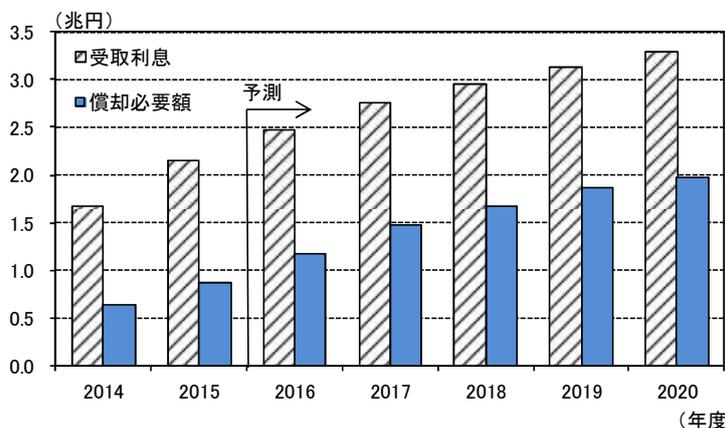


(注)2016年度は2016年4月～2016年11月末まで。

(資料)日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、『マネタリーベースと日本銀行の取引』、『2015年度の金融市場調節』

この償却負担が日銀の利益を圧迫して、日銀財務内容に対する懸念が高まるのではないかという観点から、毎年度の国債買入額と利回り、償却必要額の3つの動きについて一定の仮定<sup>1</sup>を置くことで、2020年度までどの程度償却負担が日本銀行の収益を押し下げるかシミュレーションを行った(図表7)。このシミュレーションに基づくと、2020年度までの間に日銀の保有する国債の受取利息の金額を、償却負担額を上回ることはない。今回のシミュレーションでは、国債買入額が2017年度をピークに低下していくと共に、償却負担も減少していくと仮定しているため、受取利息から償却額を差し引いた償却調整後の利息収入は1.3兆円程度で維持されることになる。

図表 7 受取利息と償却必要額の推移



(注)2016年度の数値については、2016年4月～2016年11月末までの動きが続くと仮定して算出した。

(資料)日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、『マネタリーベースと日本銀行の取引』、各種報道を元に作成

<sup>1</sup>ここでは、①2017年度に80兆円の買入がなされ、2018年度以降は徐々に買入額が減少すること、②2020年度まで、日本銀行の保有国債の平均利回りが0.3%程度(過去の低下トレンドを参考とした)まで徐々に低下していくこと、③償却負担額が毎年度2,000～3,000億円程度で増加するとの仮定を置いた。

しかし、現在のように海外からの金利上昇圧力が高まる中で、長期金利を抑え込み続けると、内外金利差の拡大で日本銀行に対する国債の売りが増加しやすくなる。こうなると、日本銀行は金利維持のために売りに応じる必要があり、前節で触れた買入額の減少には至らないが、償却負担額は累増していき、日本銀行財務への懸念を高めかねない。これがYCCの維持可能性に対する疑念を強めれば、国債の売り圧力(金利上昇圧力)に拍車をかけることになる。日本銀行の内外でこの枠組みに対する懸念が強まれば政策の変更を余儀なくされ、結果として金利急騰に至る可能性も将来的には考えられる。米国を中心とする海外の金利上昇圧力が強まるほど、こういったリスクは高まっていくだろう。

### 3. 今後の展望

2016年12月の金融政策決定会合で、日本銀行は長短金利の目標水準と国債買入ペースの変更は行わなかった。現在は適切なイールドカーブの形状は維持されているとの見方をしているが、長短金利の誘導水準の変更がどのような条件でなされるのかは明らかにされておらず、変更のタイミングや変更する金利水準等、なお不確実性は高い。

円安、原油高の影響でCPIコアが2%に近づいていくことが見込まれるが、その過程で0%の誘導水準を維持し続けることは過剰な緩和となる可能性があり、国内需要の動きに応じた適切なイールドカーブの形状を示すことが求められる。ただし、誘導水準の引き上げは前述した償却必要額の増加を意味するため、日銀の財務面からの政策の限界が意識され意図しない金利上昇を招きかねない一方で、緩和を強化する際には量的な限界が意識されやすくなる。今後、日本銀行は難しい政策判断を求められるであろう。

2017年以降は、米国や欧州の政治イベントを起因として、金利を中心とする金融市場の振れが拡大することを想定しており、将来的には「オーバーシュート型コミットメント」と「イールドカーブ・コントロール」の枠組みによる現在の金融緩和の方向に変更が求められる可能性は高いと考えられる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato\_Hidetada@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。