

# 近づく国債買いオペの限界点

植田和男 東京大学教授



金利上昇時、中央銀行が購入した債券に含み損が発生したらどうなるのか。日銀を例に試算すると、キャピタルロス(資本損失)は40兆~50兆円と膨大な金額だ。将来の収益を推計してみるとロスを大幅に上回りそうだが、リスクは残る。日銀の長期国債買いオペの限界を、そろそろ意識する必要があるようだ。

米国の経済指標は依然として強弱入り乱れている。経済の基調判断は容易ではない。それでも労働市場の改善をベースに「米連邦準備理事会(FRB)が年内に金利を引き上げるだろう」という見方が一般的である。これに伴い、米国で最近注目を集めているのが「金利の全般的な上昇によって中央銀行が量的緩和時に購入した債券に含み損が発生し、債務超過に陥るのではないか」という可能性についてである。ここでは日銀について、同様の問題を考察してみよう。

日銀の財務にとって、最大の懸念材料は2015年末には280兆円前後になるであろう長期国債の保有に伴う金利リスクである。保有する債券の平均残存期間(デュレーション)は6年程度と推測されるが、上昇を続けている。従って、16年前半には「300兆円(国内総生産=GDPの約60%)を上回り、平均デュレーションが7年近い国債を抱える」ということになる。

7年物国債の利回りは過去20年弱を振り返ると、2%をはっきりと超えたことがない。首尾よくインフレ率が2%の目標に持続可能なペースで到達するとすれば、7年物国債の利回りもはっきりと2%を上回ってくるだろう。現在の約0.2%という水準から2.2%に上昇すれば、債券価格は約13%下落し、もし3.2%にまで上昇すれば、18%下がることになる。日銀が保有する国債のキャピタルロスも、金利2.2%で39兆円(GDP比8%)、3.2%で54兆円(GDP比11%)と膨大な金額になる。

日銀の自己資本は7兆円前後である。従って、上記のような規模のキャピタルロスが起きれば、日銀は市場価格ベースでは債務超過に陥る。その場合、金融政策を遂行するうえで重大な障害は発生するのだろうか。

おそらく、そのような事態には直ちには陥らないだろう。そもそも会計上は、含み損を抱えた債券を売却しなければ当面は債務超過を認識しないことが可能である。し

かし、この場合は利上げによって、当面大規模に残存する日銀当座預金への利払いが急速に膨れ上がる。他方、保有長期国債はゼロ金利に近いところで購入したもので、それに対する金利受け取りは微々たるものである。したがって、当座預金金利の上昇の程度によっては、赤字が発生しやがて現行会計上も債務超過に陥り、その金額が膨らんでいく可能性はかなり存在する。

それでは債務超過の規模はいくらでも大きくなり得るのだろうか。いくら大きくなってでも政府が金融政策の独立性を尊重しつつ、日銀に必要な資本注入を実行してくれるのであれば問題は起こらない。しかし現実には多額の資本注入に伴って、様々な金融政策への介入が発生するリスクが高い。

政府による資本注入なしに、しばらく維持できる負の自己資本の最大値は、将来の中央銀行収入で返せるところまで、つまり「将来収益の割引現在価値」だと考えられる。こうした問題意識から、FRBや欧州中央銀行(ECB)の場合についての試算をみると、現在までの量的緩和を含む非伝統的金融政策を考慮しても「自己資本不足のリスクは小さい」と結論付けるものが多いようだ。

日本について同様の試算を行ってみると結果は微妙だ。いずれにせよ将来のことなので、正確な推計は望むべくもないが、将来の貨幣発行益を決める国民の現金需要が現在はゼロ金利で大幅に水ぶくれしており、平時では貨幣発行益はGDPのせいぜい0.3%(現金需要の伸び3%×現金のGDP比率10%で算出)程度だろうか。割引率である金利のマイナス成長率を(人口成長率が低めであることを考慮して)1.5%と仮定すると、GDP比20%程度すなわち100兆円前後という値が得られる。それでも先ほど推計した40兆~50兆円というキャピタルロスを大幅に上回ってはいる。

しかし、国債買いオペが一段と長期化したり、金融緩和策からの出口に近づいた時の金利上昇幅が大きかったりすれば、将来収益でも当面のロスをカバーできない可能

性が出てくる。日銀が中長期国債を買い入れ資金を供給する「長期国債買いオペ」については、この意味での限界をそろそろ意識しなければならないかもしれない。

最後に付け加えておけば、物価の安定確保のためには、日銀の財務が安定すること以上に、財政の安定、つまり財政が維持不可能とならないことが重要だ。財政の維持可能性が明らかに懸念されるような事態になると、民間の投資家は驚くような高金利でないと国債を買わなくなる。そうなれば、政府は中央銀行に国債購入を強制するようになり、インフレは止まらなくなる可能性が高まる。この意味で、出口が展望できるような経済情勢となり、金利が上昇し始める場合の本格的な懸念材料は、やはり財政を維持できるかどうか、という点になってくる。

## 関連ニュース

2015年5月28日付日本経済新聞朝刊5面

日銀は27日、経営の健全性を示す自己資本比率が2015年3月末時点で8.20%と1年前より0.46%上昇したと発表した。国債の大量購入などで利益が増えたうえ、財務省が利益の25%を資本に組み入れることを認めため、日銀は大量の国債を持っており、金融緩和を縮小する「出口」を迎える際に資本がいたむ可能性が指摘されている。あらかじめ資本を積み増し、出口で想定される財務リスクに備える。



## キーワード

■貨幣発行益 通常、現金や預金は貸借対照表上では左側(資産項目)に載るが日銀など中央銀行の場合は右側(負債項目)となる。例えば、銀行券を発行すると引き換えに保有する国債などが資産になる。製造コストを除くと、日銀などは大きな負担をかけずに銀行券を調達できる。その一方で国債などから金利収入を得る。この収益が貨幣発行益(通貨発行益)となる。

うえだ・かずお 1974年(昭和49年)東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」に働きかけて、中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱に

なる。2005年東大教授に復職。08年には経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会会長として、21世紀版「前川リポート」となる報告書「グローバル経済に生きる日本経済の『若返り』を」をまとめた。静岡県出身。63歳。