

量的・質的金融緩和政策の効果とリスク ——異次元緩和の出口で発生するコスト——

日本経済研究センター

左三川（笹田）郁子

本論では、日本銀行の量的・質的金融緩和政策（Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy; QQE）の効果とリスクについて、日銀が過去に実施した3つの非伝統的金融政策——1999年2月から2000年8月のゼロ金利政策、2001年3月から2006年3月の量的金融緩和策、2010年10月から2013年3月の包括的金融緩和策——と比較しながら考察する。

日本銀行はQQEを導入した昨年4月以降、毎月約7兆円の長期国債を市場から買い入れている。イールドカーブ全体の低下を促すため、買い入れの対象となる長期国債の平均残存期間を平均3年弱から7年程度まで伸ばした結果、日銀のバランスシートは過去最大規模に拡大するとともに、資産側にある長期国債の平均残存期間は長期化した。これは資産側にある長期国債と負債側にある日銀当座預金の間で期間ミスマッチが拡大していることを意味する。日銀が見通しどおりにバランスシートを拡大し、消費者物価の2%上昇という目標が達成されたとき、「異次元緩和」の出口戦略とはどのようなものになるのか。

出口戦略の第1フェーズを買い入れ減額（緩和縮小）と位置付け、1年半の間に毎月の長期国債買入額を3,800億円ずつ減らしていくとする。ただし、緩和縮小後も「成長通貨の供給」のための買いオペは継続すると仮定する。次に、第2フェーズとして、買い入れ減額を停止してから半年後より、日銀が超過準備に対する金利を現行の0.1%から段階的に2.5%まで引き上げるとの想定を置く。このとき、年間の支払い金利はピークで2兆6,000億円程度に増える。一方、資産側にある長期国債は低金利かつ期間の長いものが多く、金利が上昇に転じても受取利息は大幅には増えない。支払い金利の増加が日銀の利益を圧迫し、引当金の取り崩しがなければ当期剰余金は2019年度から3年程度赤字となる。当期剰余金の赤字転落によって、日銀は法定準備金の積み立てと配当を見送り、「国庫納付金」を3年程度納付できなくなるという状況に陥る可能性がある。

仮に政策金利が0.1%から3%まで引き上げられると、利払いはピークで3兆円を上回り、国庫納付が4年程度停止する。また、インフレ率目標の達成が遅れ、7兆円の国債買い入れを半年間延長すると、剰余金の赤字が5年程度続き、この間、国庫納付は停止する。分析の結果から、QQEの出口局面での金利上昇幅が大きいほど、日銀のバランスシートが拡大するほど、剰余金の落ち込みが大きくなることが確かめられた。金利の上振れと買い入れ期間の延長とでは、赤字の幅は前者の方が大きく、国庫納付の停止期間は後者の方がより長くなる。将来、円高によって外国債券の円建て評価額が目減りしたり、固定資産の処分損が発生したりすれば、利益はさらに下押しされる。また、金利上昇局面で保有資産（日銀の場合は長期国債）の売却に踏み切ることになれば、債券の売却損も発生する。これは広い意味での財政コストとなり、国民負担につながる。