

< 論 説 >

## 日銀トレードと財政負担

代 田 純

### 1 はじめに

本稿の潜在的な問題意識は、日本の財政構成に、日本銀行の金融政策が強い影響を与えているのではないかと、ということである。日本財政の一般会計での歳出規模は2009年度決算以降、100兆円前後で定着している。2008年度まで80兆円台であったことを想起すれば高水準で推移しており、基本的に「大きな政府」が継続している。しかし、歳出を支える税収は、40～50兆円前後であり、税収比率は40～55%程度である。高水準の歳出規模が継続可能なのは、40兆円(新規財源債のみ)を超す国債が低金利で発行されているからである。2012年度には、国債依存度は48.9%(決算)まで上昇し、戦時水準と言われた。そして、新規財源債のほとんどは「日銀トレード」によって買い支えられている。日本銀行が、国債買い切りオペは金融政策目的と主張しても、客観的に見れば、政府歳入の半分近くが国債発行によってファイナンスされている。日本財政の基本構造は、日本銀行の金融政策によって維持されていると言っても過言ではないだろう。消費税増税(2017年4月からの10%へ引き上げ)の先送りも、国債発行が現状では「円滑」に進んでいるからこそ、可能になったと見なければならぬ。

財政論として、日本銀行を論じる場合、いくつかのアプローチが可能である。最もオーソドックスな論点は、国債発行論であろう。国債管理政策における財政サイドの基本ニーズは、長期かつ低利での発行、ということは伝統的に論じられてきた。そして、現在、国債発行の満

期構成で、長期債、ならびに超長期債の比率が上昇している。かつ同時に、財政の利払い負担は、極めて軽減されている。国債残高が1000兆円を超したのに、一般会計での国債費が10兆円程度(利払い費)で済んでいるのは、超低金利と、国債整理基金特別会計の「活用」があるからである。<sup>1)</sup>

本稿では視点を変え、日本銀行による国庫納付金に注目したい。日本銀行は税引き後剰余金から、配当を支払い、準備金を積み立てた後、一般会計に国庫納付金を繰り入れている(2015年度は3905億円)。日本銀行の国庫納付金は、特別会計の剰余金と合わせて、数兆円の規模に達しており、財政(一般会計)の歳入を規定する「隠れた要因」となっている。すなわち、日銀納付金の増加は歳入増、日銀納付金の減少は歳入減となり、さらには国民負担増加につながる。日銀納付金は従来、外国為替関係の損益によって左右されてきたが、現在では「日銀トレード」によっても縮小されている可能性が高い。

日本銀行は、「日銀トレード」において額面超の価格で国債を購入してきたが、満期保有するため、償還にあたり損失が発生する。償却原価法で会計処理されるため、貸借対照表上の簿価が毎年償却されると同時に、国債利息(受取)収入から償却(償還)損は控除されている。この内訳は、日本銀行から公表されていない。「日銀トレード」によって、結果的に国債償還損が発生し、日銀の経常利益、当期剰余金が減少し、最終的には国庫納付金の減少(国民の財政負担増加)につながってきたことを、公表データか

1) こうした論点は、拙著、「超長期国債の借換発行増加と国債整理基金特別会計・日本銀行」、『証券経済研究』、第89号、2015年3月参照されたい。また、日本の超低金利が終焉するリスクが、海外投資家の国債先物売りを契機とする可能性に関しては、拙著、「国債先物市場と海外投資家の投資行動」、『立教経済学研究』、第69巻第3号、2016年を参照。

ら可能なかぎり明らかにすることが、本稿の目的である。2015年度、日銀の国債からの受取利息は1兆円を超したが、もともとの受取利息は2兆円以上あり、国債償還損で1兆円以上減っている、と推計される。<sup>2)</sup> この延長において、出口戦略として利上げされた場合、利子収支が赤字となり、日銀が債務超過となるリスクもある。日銀の自己資本比率は銀行券残高比であるが、他の指標で見ると、近年急速に低下している。政府部門と中央銀行を統合して考えても、債務超過の状態である。

## 2 一般会計の「雑収入」と日銀納付金

日本財政の一般会計で、歳入を構成するものは、税収、公債金収入だけではない。「雑収入」とされるものがあり、納付金、諸収入が主要な構成要因である。2015年度(補正後予算ベース)の場合、一般会計99.7兆円に対し、税収が56.4兆円、公債金が36.4兆円で、「雑収入」は6.8兆円であった。「雑収入」は主として、納付金と特別会計受入金から成る。うち納付金は、日銀納付金を中心であるが、日本中央競馬会納付金等もある。特別会計からは、特別会計剰余金を中心である。こうした「雑収入」が歳入のなかで大きな位置を占めることは日本財政の特徴のひとつであろう。

雑収入は2010年度には9兆7580億円に達し、一般会計歳入の10.6%を占めるに至った。同年度には国債整理基金特別会計で30兆円を超す剰余金が生まれた。ただし、この剰余金は財政投融资特別会計の基金取崩しに起因していた。翌年度、雑収入は6兆8739億円に減少したが、納付金が1兆7936億円(うち日銀納付金は5290億円)に増加し、雑収入を支えた。2015年度においても、雑収入は4兆6191億円あり、一般会計歳入の4.8%を占め、重要な収入源となっている。<sup>3)</sup>

この点、ドイツの場合、基本的な関係を見ると、以下のようになっている。2015年12月決算において、欧州中央銀行(ECB)の最終利益は10.8億ユーロであったが、ECB理事会で8.1億ユーロ(75%相当)を各国中央銀行に配分することが決定された。各国中央銀行への配分総額は、ECB理事会での審議によって決まる。ECBの定款33条1項は、「ECBの純利益は以下のように配分される。1. 純利益のうち、20%を超えない範囲で、理事会によって決定された金額が、準備金に繰り入れられる。準備金は資本金の100%を上限とする。2. 純利益の残額は、払込資本に応じて、ECBの株主に分配される。」さらに33条2項は、「ECBによって損失が計上された場合、損失は準備金によって相殺される。必要ならば、理事会の決定を経て、当該年度の所得も相殺され、各国中央銀行は応じて負担する。」としている。<sup>4)</sup> なお、イングランド銀行(BOE、ECBに出資している)等は、利益配分を受けないが、損失負担もしないことがホームページで明記されている。

各国中央銀行はECBへの出資比率に応じ配分を受け、2015年度の場合、ドイツ連銀は25.6%の出資比率で2.08億ユーロ(8.1×0.256)の配分を得た。ドイツ連銀のECBへの払込資本ベースでの出資比率は18%であるが、これはBOE等のEU加盟国だがユーロ非参加国を含んだ場合である。BOE等を除いた場合、独連銀の出資比率は25.6%となる。この2.08億ユーロはドイツ連銀の損益計算書の「出資持分からの所得(income from participating interests)」に計上される。このECBからの利益配分を含み、ドイツ連銀の最終利益は同期に31.89億ユーロで、この全額が非課税のまま、政府財政に組み入れられる。ドイツ連邦政府財政の2016年歳入(公債は含まない、予算ベース)は3120億ユーロで、ドイツ連銀の利益を含む「その他収

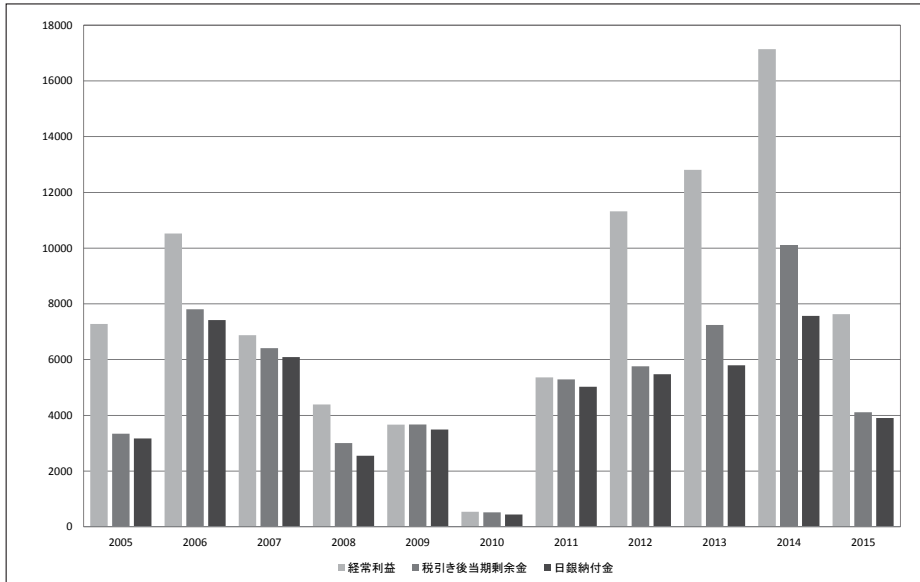
2) 先行研究としては、熊倉正修、「異次元緩和の行方と日本銀行のバランスシート」『週刊金融財政事情』第66巻第30号(通巻3130号、2015年8月10日)38～43ページ。

<http://store.kinzai.jp/magazine/AZ/20158-3130.html>

3) 財政関係のデータは、参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』、平成28年版による。

4) <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>

図表 1 日銀の経常利益・当期剰余金・国庫納付金（億円・年度）



（出所）日本銀行、決算資料から作成。

入」合計は220億ユーロである。<sup>5)</sup> 日本のように、公債を含む、一般会計歳入の10%に達することは少ない。

日本では、2011年度以降、特別会計剰余金が減少し、雑収入における日銀納付金の比率が上昇した。2014年度に、円安の影響から、日銀に為替評価益が発生し、このため日銀納付金は7567億円に増加した。特別会計から一般会計への繰入額と納付金の合計額で見ると、日銀納付金の比率は26%まで上昇した。日銀納付金で財政再建といった議論も、こうした背景で理解されよう。

しかし、図表1が示すように、2015年度には、日銀の経常利益、当期剰余金は半減し、国庫への納付金も3905億円にとどまった。主因は、以下で説明するように、円高による為替評価損の発生である。同時に、日銀トレードによる国債償還損によって、利息収入が大幅に減っていることもある。まず日本銀行の定款で、剰余金処分関係の規定を見ておく。

「第60条 当銀行は、各事業年度の損益計算上剰余金を生じたときは、当該剰余金の額の百

分の五に相当する金額を、準備金として積み立てるものとする。」2015年度の場合、剰余金は4110億円であったから、その5%で、205億円が法定準備金として、資本勘定に計上された。

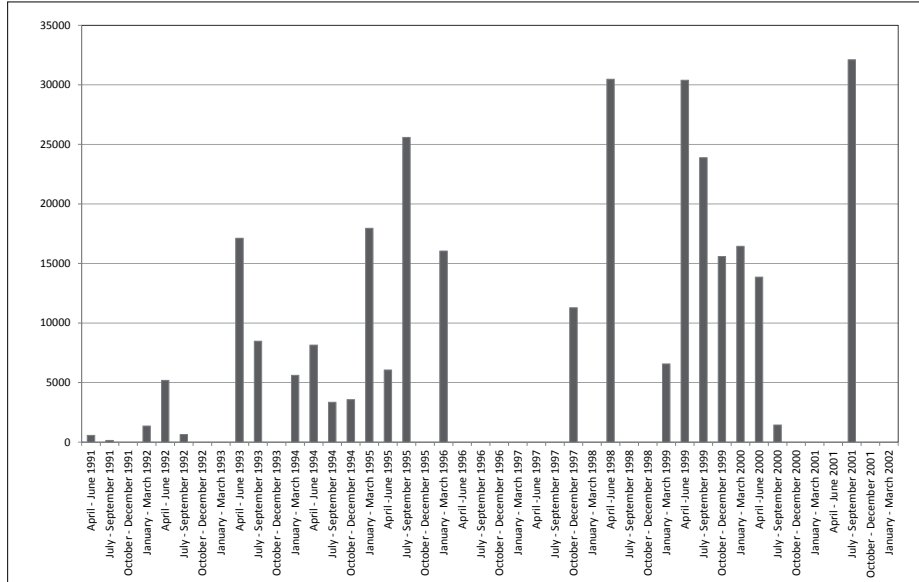
「2. 当銀行は、特に必要があると認めるときは、前項の規定にかかわらず、財務大臣の認可を受けて、同項の剰余金の額のうち同項の規定により積み立てなければならないとされる額を超える金額を、同項の準備金として積み立てることができる。」この第2項の規定に基づき、債券取引損失引当金が2015年度に4501億円、引当金勘定に計上された。

「4. 当銀行は、財務大臣の認可を受けて、その出資者に対し、各事業年度の損益計算上の剰余金の配当をすることができる。ただし、払込出資金額に対する当該剰余金の配当の率は、年百分の五の割合を超えないものとする。」この第4項の規定に基づき、資本金1億円の5%として、毎年総額500万円の配当が支払われている。

「7. 当銀行は、令で定めるところにより、各

5) ECB, *Annual Accounts 2015*, Bundesbank, *Annual Report 2015, Finanzbericht* 等による。

図表2 為替介入額(1991年4月～2002年3月、四半期・億円)



(出所) 財務省ホームページより作成。

事業年度の損益計算上の剰余金の額から、第一項又は第二項の規定により積み立てた金額及び第四項の規定による配当の金額の合計額を控除した残額を、当該各事業年度終了後二月以内に、国庫に納付するものとする。』<sup>6)</sup> この第7項の規定に基づき、日本銀行は国庫(一般会計)に納付している。

日銀の損益計算書において、経常利益が計上された後、特別損益が計上される。2015年度の場合、特別損失として、債券取引損失引当金が4501億円計上(損失)された一方、特別利益として、外国為替損失引当金が2041億円取り崩され(利益)、結果として合計で2454億円の特別損失となった。これとは別に、経常利益に、外国為替損失(評価損)が4083億円含まれている。日銀の損益は、外国為替によって左右されやすく、まずこの点を明らかにする。

日本銀行のバランスシートには、資産側に外貨資産が存在する。円換算で6兆6971億円(2016年3月)であり、資産の1.7%に過ぎない。しかも中央銀行が外貨建て資産を保有すること

は、一般的である。例えば、イングランド銀行は2014年度に、外貨建て資産を141.6億ポンド保有し、総資産の3.5%を占めていた。<sup>7)</sup> またドイツ連銀も、2015年末時点で537億ユーロの外貨建て資産を保有し、総資産の2.3%に達している。しかし、両行とも、負債でも外貨建て負債を有すること等で、日銀とは異なっている。

日本銀行は、資産サイドにだけ外貨建てが存在し、スワップ等でのリスクヘッジも完全ではない。少なくとも、日銀の財務諸表を見るかぎり、為替スワップ等によるリスクヘッジの形跡はない。このため、円高局面では為替差損(評価損)が発生している。2015年度の場合も、円高となったため、4083億円の為替損が経常利益(費用)に計上された。もっとも円安局面で引き当てられた外国為替等取引損失引当金(2014年度末の残高は、1兆7861億円)から2041億円取り崩されて、軽減されたものの、影響は否めない。2015年度の場合、当期剰余金が4110億円であり、剰余金に匹敵する為替

6) 日銀定款は、全て、[https://www.boj.or.jp/about/boj\\_law/teikan.htm/](https://www.boj.or.jp/about/boj_law/teikan.htm/)

7) 拙著、「外国為替資金特別会計と英 EEA」、『証券経済研究』、第90号、2015年6月を参照されたい。

損が発生しているからである。2010年度には、為替損が4810億円発生し、当期剰余金は5億2100万円と、赤字の一手手前まで追い込まれた。

日銀が、資産サイドにだけ、外貨建て資産を保有することになった経緯は興味深い。日本銀行のバランスシートに外貨建てが登場したのは、1998年末からで、当初は3兆4128億円であった。その経緯は、先行研究でも指摘されている<sup>8)</sup>。1998年度に巨額の為替介入が実施され、外国為替資金証券の発行限度枠(国会の承認事項)を超えてしまい、介入資金を日銀が外国為替資金特別会計に貸与したことである。<sup>9)</sup>

1997年にアジア通貨危機が発生したことに加え、ヘッジファンドのLTCMが破綻し、円高が急速に進んだ。1998年4月6日には1ドル＝135円5銭であったが、1週間後の13日には128円20銭まで円が急騰した。このため、図表2が示すように、1998年4～6月の期間には、3兆円を超す介入が実施された。当時は、まだ介入資金は外国為替資金証券を日銀が実質的に、引き受けていた。そして、外国為替資金証券の発行限度は予算によって決定されていたが、1998年度はこの発行限度を超えてしまい、日銀が円建て介入資金を外為特会に貸し出すこととなった。当初はスワップ契約で、ドル資金を日銀が受け取り、返済されるはず、であった。しかし、金利分が返済されないまま、日銀に残り、今日に至っている。この問題は、本稿の主たる目的ではないが、日銀の国庫納付金を左右する問題であること、また同行の財務体質の脆弱性を示すこととして指摘しておきたい。

### 3 日本銀行の国債利息収入と償却原価法・国債償還損

以上で指摘した為替損は経常利益に反映されるが、大枠において、経常利益は経常収益と経

常費用の差額である。そして経常収益は主として国債(受取)利息から成り、経常費用は人件費、銀行券製造費等の諸費用のほか、補完当座預金制度による支払利息等から成る。2015年度の場合、経常収益は1兆5971億円で、うち国債利息は1兆2875億円であった。他方、経常費用は諸費用の1935億円のほか、補完当座預金制度の利息が2216億円(付利が2236億円、マイナス金利による受取が20億円の差額)であった。したがって、日銀の経常利益を最も根底で規定する要因は、まず国債からの受取利息である。

しかし問題は、まずこの1兆2875億円の国債利息であるが、国債償還損が控除後である。日銀は国債について償却原価法で計上している。この償却原価法では、例えば105円(額面100円)で残存期間5年の国債を購入した場合、額面と105円の差額である5円を5年かけて償却することを意味する。1年目にはバランスシートに105円で計上され、2年目には104円、償還時には額面の100円で計上される。この償却(損失)分は毎年、国債からの受取利息から控除されている。控除後の国債(受取)利息が1兆2875億円であり、その内訳(控除額等)は公表されていない。

この点に関し、公表データから推計したものが図表3である。日銀は2015年度末で349兆円(末残ベース)の国債を保有するが、利息収入への影響を見るために、平残ベースを使用する。平均利率は財務省が公表している加重平均利率を使用する。これで計算すると、本来、日銀は年間3兆3312億円(2015年度)の国債利息収入があるということになる。しかし実際には、1兆2875億円の国債利息しかない。この差額、2兆437億円が最大限ではあるが、国債償却額(償還損)の可能性もある。図表3で、差額(E-C)を見ると、2009年度には3435億

8) 熊倉(2015)による。

9) 1998年4～6月の為替介入額は3兆円を超し、1999年1～3月にも6000億円を超す介入が実施された。財務官は97年7月～99年7月が榊原英資氏、99年7月～2003年1月が黒田東彦氏(現日銀総裁)。98年7月末までが橋本政権で松永蔵相、8月からは小淵政権となり宮沢蔵相に代わり、政権交代期でもあった。



図表3 日本銀行の保有国債と利息推計

(億円)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
短期国債 (A)	216,492	202,359	194,481	214,575	403,992	499,437	475,540
長期国債 (B)	476,920	561,535	643,181	835,174	1,265,665	1,855,785	2,637,767
国債利息 (C)	5,995	6,224	6,199	6,225	8,057	10,440	12,875
国債加重平均利率 (D)	1.36	1.29	1.24	1.19	1.15	1.11	1.07
推計日銀利息 (A+B)*D/100 (E)	9,430.403	9,854.233	10,387.0088	12,492.01	19,201.06	26,142.96	33,312.38
差額 (E - C)	3,435.403	3,630.233	4,188.0088	6,267.013	11,144.06	15,702.96	20,437.38

(出所) 日銀、財務諸表、および財務省、債務管理レポートから代田試算

(注) 国債加重平均利率は財務省による普通国債加重平均利率、2015年は推定。国債は平残。

円であったが、年々増加し、2014年度に1兆5702億円になり、2015年度には2兆円を超した。

現在、日本銀行の保有国債は急速に長期化しており、平均利率が1%以上という水準は高すぎるものではない。日銀保有国債のなかで年限構成比を、2013年3月と2016年6月において比較すると、国庫短期証券は15%から11%に低下、2年債も18%から10%に低下した一方で、10年債は27%から32%へ上昇、20年債は15%で同じ、30年債はゼロから5%へ上昇、40年債はゼロから1%へ上昇となっている。20年債以上を超長期国債と呼ぶが、その合計シェアは15%から21%に上昇している。日銀保有国債の平均残存期間は、買入れ(フローベース)で2012年には3年であったが、2015年には8.8年に達した。またストックベースでは、同じく3.9年から7.2年に長期化した。<sup>10)</sup>

この点、ECBの情報ディスクロージャーが参考にされる。ECBは2015年3月からPSPP (Public Sector Purchase Programme)を開始した。ECBの場合、購入する国債の国別内訳が問題となるが、ECBへの出資比率に基づくものとし、毎月国別の購入額を公表している。また同時に、国別に保有国債の残存期間も公表している。ECBによるPSPP購入総額残高は2016年7月末に9,542億ユーロで、うちドイツ国債は2,255

億ユーロである。またPSPPで購入された国債の残存期間平均は8.26年で、ドイツ国債に関しては7.6年である。<sup>11)</sup> ECBによるドイツ国債の購入額は過大であり、長期金利を過度に低下させている可能性がある。

日本銀行は購入した国債に関し、償還損を生み出し、利息収入を減らしていると見られる。この問題に別の視点からアプローチが可能である。日銀は毎年度、決算後、財務諸表を公表するが、財産目録では額面ベースで国債保有が公表される。他方、財務諸表では簿価ベース(毎年、償却される)で公表される。この差額は、将来、償却される金額を意味する。この金額を見たものが図表4である。2015年度決算で、額面ベースで342.8兆円、簿価ベースで349.2兆円、差額は6.4兆円に広がっている。仮に、償還までの、平均残存期間が7.2年であれば、6.4兆円÷7.2年=8,889億円が、利息収入から控除されていることになる。

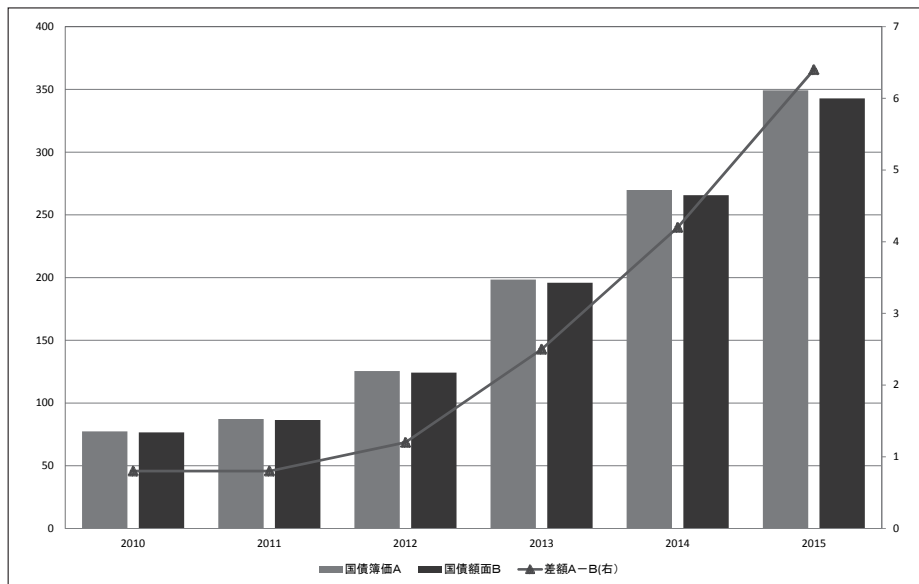
同様の計算がECB(欧州中央銀行)に関しても可能である。ECBもPSPP(公共部門資産購入プログラム)において、国債を購入し、償却原価法(Amortisation Adjustment)で処理しており、また保有国債を簿価と額面で公表している。ECBのPSPPは2015年3月に開始されたが、開始以来、簿価が額面を下回っており、2016

10) 日本銀行、『2015年度の金融調節』、2016年6月、37ページ。

11) <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

PSPPの枠組みは、Decision (EU) 2015/774 of The European Central Bank of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme 等参照。

図表4 日銀保有国債の簿価と額面



(出所) 日本銀行ホームページの決算資料等から作成。

年7月末には簿価が9,449億ユーロに対し、額面は9,542億ユーロとなっている。2016年7月現在で、平均残存期間は8.26年になっており、単純に試算すると、年換算で11.3億ユーロの償却益が発生していることになる。ECBは、日銀と異なり、平均すると額面以下で国債を購入している。

2016年7月末現在、ECBは9,542億ユーロ(額面ベース)の国債をPSPPによって保有している。このうち、ドイツ国債が2,255億ユーロ(構成比23.6%)、フランス国債が1,792億ユーロ(同18.8%)、イタリア国債が1,559億ユーロ(同16.3%)、スペイン国債が1,118億ユーロ(同11.7%)、ポルトガル国債が502億ユーロ(同5.3%)である。南欧の国債中心に、額面割れの国債をECBはPSPPで購入してきたと見られる。

日銀とは対照的に、ECBはPSPPに関し、明確なルールを定めている。主要なルールとして、NCB(各国中央銀行)はECBへの出資比率に応じて購入すること、他のプログラムと合計で月間600億ユーロ(その後800億ユーロに修正)までを購入する、2016年9月(同2017年3月までに修正)まで実施する、対象の国債は

ステップ3以上の格付け(S&P等からトリプルB以上)を有すること、残存期間は2年以上30年以下とする、満期までマイナス金利での購入は預金ファシリティよりも高い範囲とする、新規発行やタップ発行(発行枠を設定しない)は対象外(理事会はブラックアウト期間を定める)、同一銘柄に対しECBの保有比率上限は25%とする、ECBの保有は同一の発行体による発行残高の33%以下とする、週次でPSPPで保有する国債の額面価値を公表する、月次で平均残存期間を公表する、PSPPで購入した国債は証券貸付に利用する、購入した国債は償却原価法(amortised cost)で処理される(ECBガイドライン2010/20 legal framework)等である。

そもそも、日銀トレード(日銀による国債買い切りオペが、国債発行後に速やかに実施されること)による国債の購入価格(利回り)は公表されていない。公表されている情報は、オファ額、応札額、落札額、(価格)較差、按分比率である。図表5を参照されたい。

2016年5月2日にオファ(募集)された残存10~25年物オペでは、2,400億円の募集に対し、応札が8,138億円あり、2,404億円を落札(日銀が買った)。日銀が購入する金額上

図表5 日銀オペの情報開示

(億円、%)

オファー日	種類	実行日	オファー額	応札額	応札額	落札額
5月2日	残存10年超25年以下	5月9日	2400	4月12日	8,138	2,404
按分・全取利回(較差)	平均落札利回(較差)	按分比率				
-0.053	-0.046	32.4				

(出所) 日銀 HP

(注) 按分比率=按分で落札された額÷按分対象の応札額

図表6 超長期国債第156回債の売買参考統計値の推移

(円、%)

	4月26日	4月27日	4月28日	5月2日	5月6日	5月9日	5月10日
平均単価	100.93	101.87	101.23	102.06	103.03	103.32	103.13
平均利回り	0.35	0.3	0.334	0.29	0.24	0.225	0.235
日銀購入						0.179	

(出所) 日本証券業協会 HP から作成。

限で、複数社から同じ水準(利回り)で入札があったため、複数社に「按分」した。按分比率=(按分レートでの落札額)÷(按分レートへの応札額)である。按分された部分の利回り較差は「-0.053%」であり、平均の落札利回り較差は「-0.046%」である。この「利回り較差」とは、「売買対象先が売買の際に希望する利回り」と、「本行が市場実勢相場を勘案した利回り」との差である。したがって、売買対象先の銀行・証券会社が低い利回り(高い価格)で入札すると、マイナスとなる。また「本行が市場実勢相場を勘案した利回り」とは、日本証券業協会が発表する「公社債参考統計値」を意味すると見られる。したがって、図表5の場合、公社債参考統計値の利回りよりも、平均して0.046%低い利回り(高い価格)で、日銀は購入したことを意味する。

図表5の日銀トレードに、最も近い国債発行は3月22日に発行された超長期国債第156回(20年)であり、3月22日に利率0.4%、平均単価99円49銭(利回り0.427%)で、1兆890億円発行された。発行価格は額面以下であり、利回りは0.4%以上であった。しかし、取引が開始されると、価格は上昇し、利回りは低下した。図表6が示すように、4月26日には、平均単価は100円93銭と額面を超え、平均利回りは0.35%まで低下した。図表5にあるように、5月2日に日銀トレードがオファーされると、一段と価格は上昇し、利回りは低下した。

5月2日に102円6銭へ上昇し、日銀トレード実行日の5月9日には103円32銭まで上昇した。さらに、この証券業協会の売買参考統計値よりも、図表5が示すように、利回りで0.046%低く、日銀は購入している。5月9日の平均利回りよりも、0.046%低く、日銀は利回り0.179%で購入したと見られる。これは価格にすると、104円25銭近辺である。銀行や証券会社が、財務省の入札で3月22日に99円49銭で購入し、5月9日に日銀トレードにおいて104円25銭で売却すると、4円76銭が、1か月半程度で利益となる。年間運用利回り(単利)は、38%を超える。

問題はまず、財務省による国債発行(入札)に、国民誰もが参加できるわけではない。国債市場特別参加者制度に登録された、証券会社(外資含む)や銀行に実質的に限定されている。2014年度について、国債入札における、業態別落札実績を見ると、証券会社が76.6%と最大で、うち国内証券が54.6兆円で46.3%、外資系証券が35.8兆円で30.4%であった。銀行は、国内銀行が27.2兆円で23.1%を占め、外資系はゼロであった。この他、保険等は1%以下で、わずかだった。結局、証券会社が高いシェアを占め、この傾向は超長期国債ほど顕著であった。ちなみに40年国債では、証券会社が内外合計で100%であった。証券会社が40年国債等を自社で保有するはずもなく、ほぼ全額が日銀ト



図表7 2015年の購入国債の額面と時価の差額

(億円)

2年債買入	5年債	10年債買入	20年債買入	30年債買入	40年債買入
222,061	304,163	308,192	150,821	77,154	13,852
変動買入	物価買入	額面合計	時価	差額	
7,924	1,204	1,085,371	1,124,220	38,849	

(出所) 日銀 HP 等から作成。

レードで転売されていると見られる。銀行が落札シェアで23%と、相対的に低い背景には、銀行は国債を満期保有する傾向が高いことを指摘できる。<sup>12)</sup> 銀行は満期保有する傾向が強く、マイナス国債の保有には耐えられない。このため、三菱東京UFJ銀行も国債市場特別参加者の資格を返上したと見られる。<sup>13)</sup>

また日銀トレードについても、国民誰もが取引先となれるわけではない。日銀と国債を売買するためには、日銀当座預金口座を有する等が必要であり、実質的に証券会社、銀行に限定される。<sup>14)</sup>

なお、我が国の短期金融市場におけるレポ取引は、現金担保付き債券貸借取引と売買形式の現先取引から成っている。後者の現先取引は、国債を担保とする資金の貸借市場である。この現先市場が、財務省入札から日銀トレードまでの、一連の流れにおいて、活用されている可能性がある。現先市場の投資家構成を見ると、債券ディーラー（証券会社、銀行等の自己売買）の売り残（資金調達）と、外国人の買い残（資金運用）が突出している。<sup>15)</sup> 債券ディーラーは、財務省の入札発行で国債を購入し、すぐに現先市場で売り建てて、資金繰りに対応していると見られる。そして、日銀トレードの直前に、現先市場で買戻して、日銀に売却していると見られる。

日銀は額面以上の104～105円で購入し、満

期まで保有する。満期時には、額面で償還される。このため、償還損が発生し、国債利息収入から差し引かれ、結果として経常利益が減少する。最終的には国庫納付金の減少となり、間接的ながら国民負担となる。この償還損がどの程度発生しているか、推定する。<sup>16)</sup>

日銀は、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」を毎月公表しているが、額面ベースで公表している。したがって、償還分を差し引き、前年分と比較すれば、額面換算で年間購入した金額が計算できる。他方、マネタリーベース（フロー）では時価で年間の国債購入額が公表される。両者から推計すると、図表7が示すように、2015年における差額は3兆8,849億円になる。この金額は日銀が2015年以降で、償却する必要のある金額である。日銀が保有する国債の平均残存期間は7.2年程度であるから、2015年だけで5394億円が償却されている。さらに過年度分も2015年分に加わるので、やはり1兆円近い金額で利子収入が縮小していると思われる。

#### 4 マイナス金利導入の影響と今後

日銀の国債保有シェアが35%以上に近づき、国債の買い入れが困難になる等の事情から、現在の日銀トレードが2017年に限界を迎えると指摘される。銀行等はレポ取引等のため、一定量の国債を保有する必要があり、既発債の売

12) 財務省、『債務管理レポート2015』、113ページ。

13) [http://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/meeting\\_of\\_jgbsp/press\\_release/20160713.html](http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/meeting_of_jgbsp/press_release/20160713.html)

みずほ系2社も返上している。

14) [http://www.boj.or.jp/mopo/measures/term\\_cond/yoryo08.htm/](http://www.boj.or.jp/mopo/measures/term_cond/yoryo08.htm/)

15) <http://www.jsda.or.jp/shiryu/toukei/jyouken/index.html>

16) 日本経済研究センター、佐三川郁子他、「2015年度金融研究班報告④マイナス金利政策の限界」、2016年3月参照。

却を抑制する一方で、年間40～50兆円の新規財源債では日銀の買入れ規模に足りないからである。<sup>17)</sup> 追加緩和策として、手段は限られよう。可能性としては、2016年1月に導入された、マイナス金利の適用範囲の拡大、あるいはマイナス金利の引き下げ等が考えられる。

逆に、物価上昇率が2%に近づき、出口戦略に向かう場合、①預金準備率引き上げ、②国債売りオペ、③補完当座預金制度における付利(現在はマイナス)の引き上げ、という選択肢がある。①と②が現実的に困難ならば、③が有力とされる。当座預金の付利金利を0.1%から0.5%等に引き上げ、実質的に利上げすることである。この場合、日銀の利払い費が急増して、経常利益が赤字になる可能性が指摘される。<sup>18)</sup> 従来、補完当座預金制度で0.1%の付利をして、日銀は2000億円程度を支払ってきた。このため、仮に0.5%へ利上げすると、補完当座預金制度の支払金利は1兆円程度まで増加し、金利収支で赤字になる可能性があるからである。

しかし、本報告で指摘したように、今後国債償還は増加する可能性が高いこと、マイナス金利化により日銀の国債受取金利収入が減少する可能性が高いこと等々を考慮すれば、出口に向かう前に赤字になる可能性も否定できない。日銀が赤字となった場合、現行の日銀法では、政府による補填はできないことになっている。

日本における戦後の国債発行の歴史は、法律の拡張解釈の歴史である。財政法第4条は国債発行を禁じ、但し書きで公共事業の場合にのみ認めている。この4条但し書きを根拠にして、4条国債(通称建設国債)発行が60年代に開始された。その後、特例として、特例国債(同赤字国債)が認められた。国債償還60年ルールは、社会資本の耐用年数が60年であることを根拠に、4条国債にのみ認められたが、特例国

債にも拡張適用された。さらに特例国債は、特例公債法で、実質的に特例ではなくなった。こうした戦後日本の財政金融史を考えれば、現行の日銀法の規定を絶対視することはできないだろう。

以上のような背景において、まずマイナス金利導入による影響を検討する。図表8は、適用金利別に当座預金残高を見たものである。2016年1月に導入されたマイナス金利は、三層構造になっている。まず、従来通りの0.1%で付利される、基礎残高があり、この部分が当座預金残高のほとんどを占めている。基礎残高=2015年1～12月の当座預金残高平残-所要(法定)準備額で計算される。このことは、従来当座預金残高には、従来と同様に0.1%で付利することを意味する。ついで、ゼロ金利であるマクロ加算残高であり、所要(法定)準備額等に、マクロ加算額=2015年の当座預金平残×基準比率(2～3月は0%、4～5月現在2.5%)、を加えたものである。従来からも、日本の場合、所要(法定)準備額には付利されていなかったため、この点も加算部分含め、従来と変わらない。また日銀として、基準比率の見直しによって、政策金利残高を概ね10～30兆円とする(マイナス金利適用範囲を限定する)見込みも示された。最後に、政策金利残高であり、基礎残高とマクロ加算残高の合計を超過する部分となり、この部分がマイナス金利(-0.1%)適用となる。図表8が示すように、2016年2月には基礎残高が209.3億円、マクロ加算残高が22.4兆円、政策金利部分が22.3兆円であった。3月に、政策金利部分が29.7兆円へ増加したが、4月には21.2兆円、5月には20.4兆円と減少した。3月に政策金利残高が高かった要因は、国債大量償還があり、当座預金が増加したため、と言われる。<sup>19)</sup> 政策金利残高は6月に25兆6,880億

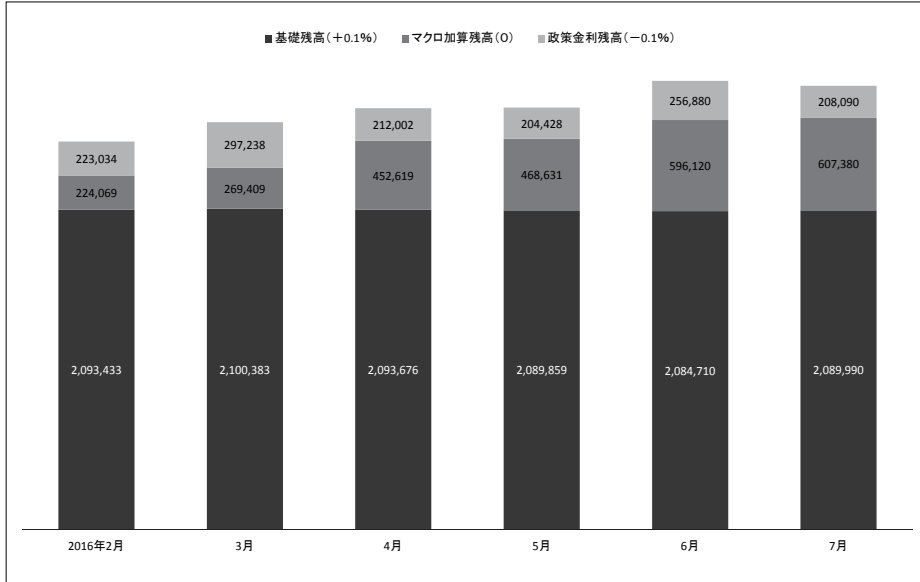
17) 銀行等の金融機関は、レポ取引による資金調達のために、担保として、一定量の国債を保有する必要がある。日本とドイツで、10年物国債の金利がマイナス化した背景には、中央銀行による買い切りオペ以外にも、レポ取引の影響もあろう。この点は、拙著、「マイナス金利と国債市場～日独国債とレポ取引～」、『証券経済研究』、2016年9月参照。

18) 翁邦夫、証券経済学会報告、2014年11月、和歌山大学。

19) 日本銀行、『2015年度の金融市場調節』、2016年6月、16ページ。

図表 8 適用金利別の当座預金残高

(億円)



(出所) 日本銀行ホームページから作成。

円に増加したが、7月に20兆8,090億円に減少した。

ECBはマイナス金利を2014年6月に導入したが、その適用範囲は日銀と異なる。もともとECBの政策金利は、預金ファシリティー金利、主要レポオペ、貸出ファシリティー金利と3つある。マイナス金利となっている金利は、預金ファシリティー金利であり、2014年6月に0%から-0.1%へ、9月に-0.2%へ、2015年12月に-0.3%へ、そして2016年3月に-0.4%へ引き下げられた。マイナス金利の導入以来、その適用範囲は預金ファシリティー残高と超過準備であり、所要(法定)準備残高には付利されてきた。この金利水準は、主要レポオペ金利と同じ水準であったから、2016年3月までは0.05%であった。しかし2016年3月に、主要レポオペ金利がゼロとされ、所要準備部分に関しても、ゼロ金利とされた。

したがって2016年7月現在、預金ファシリティー残高と超過準備残高が-0.4%、所要準備残高がゼロ金利となっているが、ECBの当座預金残高は急増している。その要因としては、

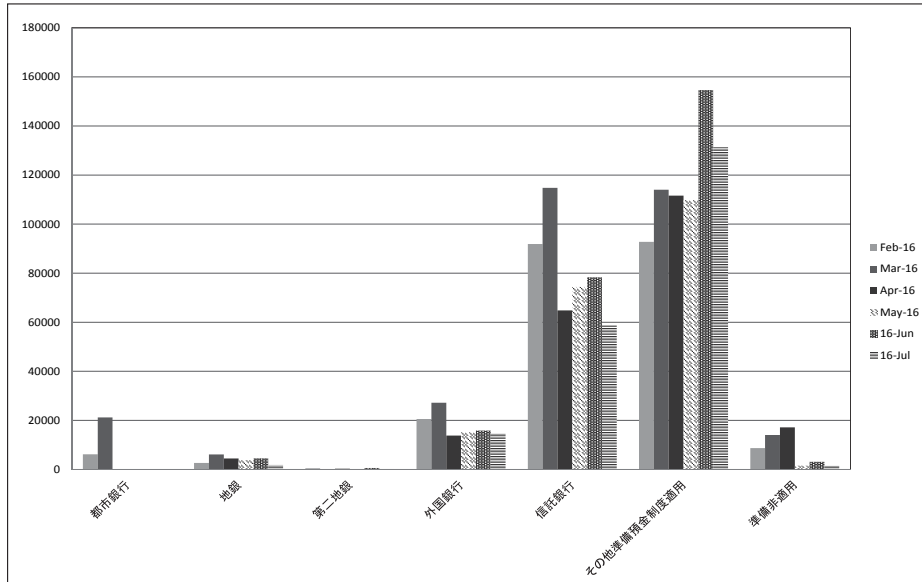
PSPP(公共部門買入プログラム)によって、国債買い切りオペが増加し、その購入代金が超過準備預金等に振り込まれていることであろう。しかし、民間銀行としては、当座(超過)預金から引き出そうとはしていない。ドイツを中心に、国債もマイナス金利となり、民間銀行は運用先がないためと見られる。

2014年6月にマイナス金利をECBは導入したが、ECBの受取利子は急減している。2013年(決算は暦年ベース)に受取利子所得(interest income)は70.7億ユーロあったものの、2014年には28.6億ユーロに減り、2015年には24.9億ユーロまで減少した。他方、支払利子費用(interest expense)も2013年の50.7億ユーロから、2014年に13.2億ユーロ、2015年に10.2億ユーロと減少した。差し引きで、純利子所得は、同順で、20億ユーロ、15.4億ユーロ、14.8億ユーロと減少してきた。ECBは決算資料において、主要レポオペの金利が低下したこと、保有する証券の金利が低下したことを挙げている。<sup>20)</sup> このことは、マイナス金利を導入して、準備預金から利子を受け取る金額よりも、保有

20) ECB, Annual Accounts 2015, p19

図表9 業態別政策金利預金残高

(億円)



(出所) 日本銀行ホームページから作成。

する国債の利子低下のほうが、大きいことを意味している。すでに指摘したように、マイナス金利の適用範囲（つまり金利を受け取る準備預金の範囲）は、日銀よりもECBのほうが、はるかに広い。ECBのほうが、マイナス金利で利子を受け取る範囲も広いのであるが、それでも利子所得は減少している。これは、日銀の利子収入が今後減少する可能性が高いことを示唆している。

図表8で示したように、日銀の場合、マイナス金利の適用範囲は政策金利残高だけで、当座預金残高全体の7%に過ぎない。したがって、日銀が金利を受け取る範囲も、現状ではわずかである。この点、もう少し掘り下げて検討する。図表9は、政策金利残高を業態別に見たものである。これは最近、マイナス金利の導入以降、日銀が公表を開始した。図表9によると、「信託銀行」による残高と、「その他準備預金制度適用」による残高が目立っている。その要因として、日銀は、信託銀行については、「マイナス金利での運用を控えた投資信託や年金等の余剰資金が、短期金融市場での運用から、信託銀行

の銀行勘定貸に振り向けられたこと<sup>21)</sup>を挙げている。日本では、日銀によるマイナス金利導入以降も、個人・法人を問わず、顧客の預金口座にマイナス金利を課した例はない。このため、投資信託や年金が、マイナス金利となった短期金融市場（コール、レポ等）から、信託銀行の口座（銀行勘定貸）に資金を移動させ、マイナス金利を回避した。結果として、信託銀行の当座預金残高が増加し、政策金利残高が積み上がった。ただ、コール金利は平均-0.05%前後（2016年5月現在）で、政策金利（-0.1%）よりも高い。したがって、信託銀行は政策金利残高を引き出し、コール等の短期金融市場で運用すれば、マイナス金利による金利支払いを軽減できる。図表9で、信託銀行の政策金利残高が2016年4月、7月に減少したことは、コール等への資金移動を示すと見られる。

「その他準備預金制度適用」とは、信用金庫のほか、ネット系銀行、ゆうちょ銀行などである。ただ、資金量から見て、ゆうちょ銀行が中心と見られる。「その他準備預金制度適用先」が政策金利残高を積み上げた要因に関し、「国債

21) 日本銀行、『2015年度の金融市場調節』、2016年6月、20ページ。

図表 10 日銀の金利収支と自己資本比率（億円、%）

	2012	2013	2014	2015
補完プラス金利	-315	-836	-1,513	-2,236
補完マイナス金利				20
合計	-315	-836	-1,513	-2,216
国債利息	6,225	8,057	10,440	12,875
長期国債（平残）	835,174	1,265,665	1,855,785	2,637,767
同運用利回り	0.719	0.613	0.556	0.495
資本勘定	27,415	28,863	31,388	31,591
引当金勘定	33,396	36,493	40,294	42,754
合計	60,811	65,357	71,680	74,346
銀行券残高	815,695	844,116	873,941	922,957
自己資本比率	7.45	7.74	8.2	8.05

（出所）日本銀行、決算資料から作成。

の償還金を日銀当座預金に積み上がった一方、マイナス金利で資金放出を行う先が引き続き限定されていることから、全体としては政策金利残高が大きく増加している。」<sup>22)</sup>と日銀は述べている。ゆうちょ銀行は現在、国債保有を減らしている。同行の有価証券報告書によると、国債保有残高は2015年3月における106.8兆円から、2016年3月には82.3兆円へ、24.5兆円減少した。従来、ゆうちょの国債保有は「満期保有目的」が中心であり、2016年3月でも満期保有する国債が47.8兆円に対し、その他の国債は32.5兆円であり、満期保有が中心である。<sup>23)</sup> 満期保有する場合、国債利回りの低下、あるいはマイナス化は収益低下をもたらす。こうした背景もあり、ゆうちょは国債保有を減らしている。

ゆうちょは、国債償還があっても、資金を国債購入には振り向けずに、「預金」と「その他の証券」に向けている。預金とは、日銀当座預金であろうし、「その他の証券」とは外債や投資信託と見られる。また、ゆうちょは、コールでの運用も減らしている。コールでの運用残高は、2015年3月には約1.9兆円あったが、2016年3月には約9788億円と半減させている。やはり、コール金利の低下、もしくはマイナス化で、資金を引き揚げたと見られる。ゆうちょは、日銀

当座預金の政策金利残高を一定、継続して保有せざるえない、と見られる。

信託銀行はコール市場等に資金を移動させ、政策金利残高を抑制する可能性が高いが、ゆうちょなど「その他準備預金制度適用」先は政策金利残高を一定、保有する可能性がある。ゆうちょの保有国債は残存期間が3年以下のものが48.7%（2015年3月現在）を占め、満期償還から当座預金残高が積み上がる可能性が高い。<sup>24)</sup>

## 5 日銀の債務超過問題と自己資本比率

補完当座預金制度の金利収支を含め、現在までの日銀の金利収支と自己資本を図表10が示している。まず国債利息（短期国債含む）は2012年度における6,225億円から、2015年度に1兆2,875億円に増加してきた。これは主として、長期国債保有残高の量的増加に起因するものであり、長期国債（平残）は同じく83兆5,174億円から263兆7,767億円に増加した。むしろ、長期国債（平残）が3倍以上に増加しているにもかかわらず、国債利息収入が2倍程度にとどまっていることが問題である。<sup>25)</sup> その要因は、図表10に示されるように、国債運用利回りの低下であり、2012年度の0.719%から2015年度には0.495%まで低下した。この利回

22) 日本銀行、『2015年度の金融市場調節』、2016年6月、21ページ。

23) ゆうちょ銀行、『有価証券報告書』、2016年、97ページ。

24) 日本経済研究センター、佐三川郁子他、「2015年度金融研究班報告④マイナス金利政策の限界」、2016年3月参照。



り低下には、国債償還損が含まれていることを指摘した。

他方で、補完当座預金制度による支払金利が増加している。2012年度には315億円であったが、2015年度には2,236億円まで増加している。他方、マイナス金利に伴う受取金利は20億円にとどまる。実質、2015年度はマイナス金利が2か月であったことを考慮しても、月間10億円で、年間120億円である。現状の付利では、支払金利のほうがはるかに大きい。当面の金融政策が緩和基調である場合、マイナス金利の引き下げや、適用範囲の拡大が予想されるが、日銀の受取金利が増加する余地は限定されよう。

問題は出口戦略として、補完当座預金の付利が引き上げられる場合であろう。超過準備預金200兆円超に0.1%の付利をして年間2,000億円超の金利を支払ってきたが、仮に利上げで0.5%の付利となれば、1兆円超の利払いとなる。現状で国債利息(受取)が1兆2,875億円であるから、金利収支が赤字に転落する可能性は十分にある。日銀が赤字に転落し、自己資本を取り崩すシナリオが現実化した場合、何が発生するか。国債が償却原価法で処理されているから、表面上は債務超過になる可能性は小さい。しかし、時価ベースで含み損を抱え、実質的に債務超過となる可能性は十分にある。この関連において、日銀の自己資本が問題となろう。

日銀は、会計規程第18条で以下のように定めている。「債券取引損失引当金及び外国為替等取引損失引当金の積立て又は取崩し並びに法定準備金の積立ては、各上半期及び各事業年度の自己資本比率が、10%程度となることを目途として、概ね上下2%の範囲となるよう運営する。」続く第2項で、「前項の自己資本比率は、当該各上半期又は事業年度の期末における資本

金、法定準備金(当該事業年度に係る剰余金の処分において積み立てられる金額を含む。)、特別準備金、貸倒引当金(特定の債権に係る損失に備えるためのものを除く。)、債券取引損失引当金及び外国為替等取引損失引当金の額の合計額を、その期中における日本銀行券の平均発行残高で除して得た比率とする。」<sup>26)</sup>としている。

そもそも、中央銀行の自己資本比率を、銀行券残高で計測することが判然としない。銀行券残高は中央銀行にとり負債であるから、負債に対し一定の自己資本を保持すべき、という考えであろう。しかし、現金(中央銀行券)の代替性を持つ電子マネー等が普及する今日では、妥当性を欠くように思われる。またベースマネーのなかで、当座預金が積み上がり、日銀券の比率は低下している。現状では、ベースマネーのなかで、当座預金から日銀券引き出しが強まっていないので、インフレは現実化していない。しかし、当座預金から日銀券引き出しが強まると、インフレが顕在化するリスクは高まる。

そこで日本銀行の自己資本比率として、ベースマネーを分母とするもの、総資産を分母とするものを計算してみると、図表11が示すように、ベースマネー分母の自己資本比率は2008年まで6%台であったが、2015年には2.1%まで低下した。また総資産を分母とする自己資本比率は2007年には5.2%あったが、2015年には1.9%まで低下した。日銀が公表する自己資本比率ほど、日銀の財務構造は安定していない。

日銀の自己資本、債務超過に関連して、少なくない論者が、日銀を単独で議論することに疑義を呈し、政府との統合で議論すべきとしている。<sup>27)</sup> 日銀がもともと政府部門の一部と考えられること、日銀が債務超過となれば政府が補填しなくとも予算制約となること、等々が根拠にある。国のバランスシートを見ると、資産

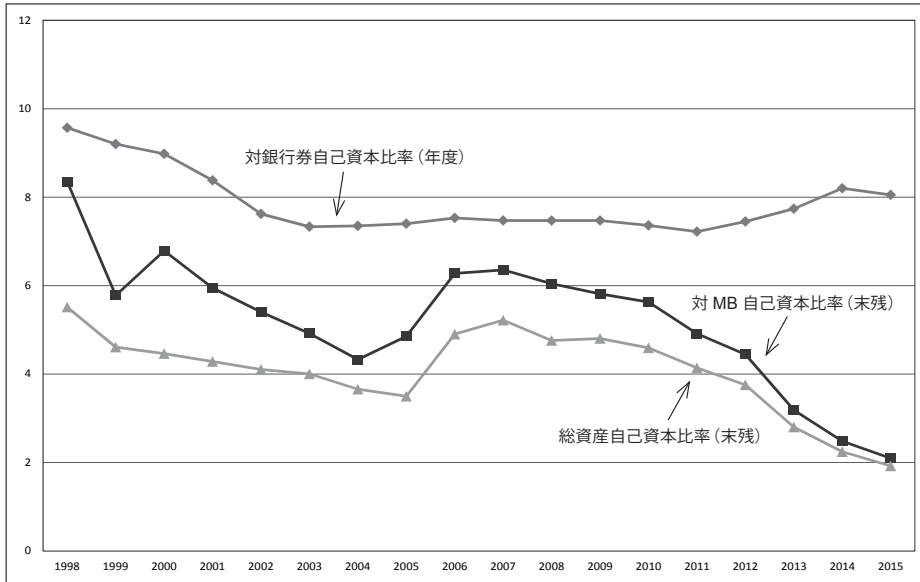
25) 会計検査院、「量的・質的金融緩和の導入及びその拡大の日本銀行の財務への影響について」、[http://www.jbaudit.go.jp/report/new/characteristic26/fy26\\_kanshin\\_ch12.html](http://www.jbaudit.go.jp/report/new/characteristic26/fy26_kanshin_ch12.html)  
982ページにおいても、この問題が指摘されている。

26) <https://www.boj.or.jp/about/account/kkaikai.htm/>

27) 植田和男、「自己資本と中央銀行」、『日本銀行調査月報』、2003年12月号、および森田京平、「中央銀行に自己資本は必要か」、『週刊ダイヤモンド』、2012年11月7日。

図表 11 日銀の自己資本比率諸指標

（％）



（出所）日本銀行ホームページから作成。

側が有価証券 139 兆円（公債除く）、貸付金 138 兆円、運用寄託金 104 兆円、有形固定資産 180 兆円、出資金 70 兆円などを中心に 680 兆円である。他方、負債側が政府短期証券 100 兆円、公債 885 兆円（政府部門保有を控除後）、公的年金預り金 114 兆円などで合計 1,172 兆円となる。このために 492 兆円の債務超過である。また日銀のバランスシートは、資産が国債 370 兆円を中心に 425 兆円、負債が銀行券残高 100 兆円、当座預金残高 300 兆円中心で 425 兆円という構造である。両者を統合してみると、日銀保有の国債 370 兆円は政府部門保有として、負債側から控除できる。負債側の公債合計は 600 兆円に減るが、代わりに銀行券残高 100 兆円と当座預金残高 300 兆円が加わる。やはり負債合計は 1,000 兆円を超え、400 兆円程度の債務超過となる。

## 6 まとめに代えて

伝統的に財政学では、公債発行に伴う、公債保有者の利子所得と、利子を払う納税者の利害対立が階級的対立として重視されてきた。ケインズも「金利生活者の利子安楽死」として、公債保有者（レントナー）を攻撃した。

しかし、現在の日本では、財政から日銀に 3 兆円近い利子費が払われる。日銀は 3 兆円近く受け取るが、償還損を 1 兆円近く生み、経常利益は 1 兆～数千億円に縮小する。さらにここから準備金、引当金等を積み、最終的な国庫納付金は数千億円となり、国庫に還流している。この限りでは、日銀を経由した国庫資金のフローは、財政負担を増加させている可能性が高いと言えよう。

また、マイナス金利政策による国債利回りの低下によって、日銀が得ている国債からの金利収入が今後、急速に減少する可能性がある。このため、出口戦略の前に、日銀の損益が赤字となる可能性も懸念される。

（付記）本稿は、2016 年度駒澤大学在外研究（2016 年 10 月～2017 年 3 月、国内、立命館大学国際地域研究所客員研究員）による研究成果の一部である。