



揺らぐ日本銀行の独立性と信認

京都大学 名誉教授
公益財団法人 国際通貨研究所 上席客員研究員
村瀬 哲司
murase.tetsuji@gmail.com

はじめに

「ドイツ人すべてが神を信じるとは限らないが、ブンデスバンクは信じている。」

これは 1985 年から 10 年間にわたり欧州委員会委員長をつとめ、ユーロ導入の基礎を築いたジャック・ドロールの言葉である。ブンデスバンク即ちドイツ連邦銀行は、政府からの独立性が最も強い中央銀行の一つとされ、当時抜きでた信認を持つマルク、その「通貨の安定」の責任を担っていた。ユーロ発足後は、欧州中央銀行（ECB）がその伝統を受け継いでいる。

ECB の主たる目的は物価の安定、即ちユーロの価値を守ることであり、物価の安定は、欧州連合（EU）の目的である経済成長と雇用創出に欠かせない。ECB の政治的独立性は、物価の安定に資するものであり、これは中央銀行の独立性に関する理論的分析と実証により明らかにされている¹。

1. 中央銀行の独立性とは

中央銀行の独立性とは具体的に何を指すのだろうか。かつて欧州通貨統合（ユーロ導入）を柱とする経済通貨同盟（EMU）の設立準備に当たった ECB の前身、欧州通貨機関（EMI）は、制度的独立性、機能的独立性、人的独立性および財務の独立性に四分類

¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/independence/html/index.en.html>

した。ビニ・スマギ元 ECB 理事は、次のように解説している²。

(i) 制度的独立性：法的に規定された独立性で、例えば EC 設立条約は、ECB と加盟国中央銀行は、EU、EU 加盟国政府など公的機関の指示を求め、それらの指示を受けてはならないと、明記している。

(ii) 機能的独立性：中央銀行が財政赤字を直接ファイナンスすることは、金融市場への影響力を損なうことから禁止される。財政赤字と累積公的債務が大きくなれば、財政政策が金融政策を圧倒し、法的規定はともあれ、中央銀行の機能的独立性は事実上損なわれる。

(iii) 人的独立性：総裁の任免権は政治に属するが、任期の保証、専門的資質の要件や政治的係累の制限などにより、実質的に人事の独立性を確保することができる。

(iv) 財務の独立性：中央銀行は、財務面での健全性が確保されることにより、独立して円滑に運営することができる。中央銀行は、経費など財務面で政府、議会、第三者に依存すべきでない。

中央銀行の独立性に関する別の切り口として、中央銀行の目標は政治が決定し、その実現のための手段は独立してあるべしとの議論がある (goal dependence & instrument independence：デュベル豪州準備銀行副総裁³)。例えば物価目標は政府が決めるが、金融政策手段は中央銀行の完全な裁量に委ねるという考え方で、英米圏で広く共有されている。

米国の連邦準備制度理事会 (FRB) の目標「雇用の最大化と物価安定」のように、政治が目標を決定しても、それは既述の中央銀行の独立性の四分類と相容れないものではない。短期的な視野にとらわれがちな政治の介入を排し、中央銀行が独立した判断で、目標実現へ金融政策を推進し、政治と国民に対して説明責任を果たすことが重要である。

2. 日本銀行の独立 20 年と政策協定

2.1 日本銀行の独立

日本銀行が「国家経済総力の適切なる發揮を図る為国家の政策に即し・・・専ら国家目的の達成を使命として運営せらしむるべし」との旧日本銀行法の軀 (くびき) を脱したのは、今からちょうど 20 年前である。それまで戦時立法の旧法もと、広範な政府の業務・監督命令権に服していたが、新法には「物価の安定を図ることを通じて国民経済

² “Central bank independence: from theory to practice,” Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB, at the conference Good Governance and Effective Partnership, Budapest, 19 April 2007

³ “Central Bank Independence in Retrospect,” Guy Debelle, Deputy Governor of RBA, at Bank of England Independence: 20 Years On Conference, London, 28 September 2017

の健全な発展に資する」ために、通貨および金融の調節を行い、その際「自主性は、尊重されなければならない」と明記された。

日本銀行が「業務運営上の独立性」(operational independence:バーナンキ前FRB議長⁴⁾)を得た1997年には、イングランド銀行も政府から「金融政策に関わる業務運営上の独立性」(同行ホームページ)を付与された。この時期、欧州では経済通貨同盟設立の準備作業の一環として、EU加盟国の中央銀行の独立性が、前述の四分類に沿って見直され、強化されていた。この世界的な潮流のもとで、日本銀行も制度的、人的な独立性を保証され、現在に至っている。

2.2 政府との連携と危険な政策

しかし「仏作って魂入れず」とのことわざがあるように、せっかく制度的、人的独立性を得ても、総裁、副総裁、審議委員に代表される日本銀行の幹部自身が、独立性を維持すべく不断に意を用いなければ、実体的にそれは失われかねない。こう書いたとたん、「そんなことは百も承知」の声が聞えるようだ。日本銀行の役職員は上から下に至るまで、日本銀行法を守り、その使命に日夜励んでいると、直ちに反駁(はんぱく)されるだろう。

政府と日本銀行は、2013年1月「デフレ脱却と経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」共同声明を発表した。アベノミクスの号砲が鳴り、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とすることが明示された。共同声明に盛り込まれた唯一の数値目標である。同時に「財政運営に対する信認確保のため、持続可能な財政構造確立への取組を着実に推進する」と政府は約束した。この政策協定をもって、日本銀行の独立性が損なわれたという論者もいるようだが、このこと自体は「goal dependence」であってなんら問題はないと考える。

日本銀行は異次元の金融緩和に踏み切り(量的質的金融緩和:QQE)、ゼロ金利からマイナス金利政策へ、さらに2016年9月「長短金利操作付き量的質的金融緩和(QQE+YCC⁵)」へ政策を展開していった。この間、政府は、毎年のように補正予算を組みつつ財政政策を進め、また成長政策には不十分ながら取り組んではいるが、財政再建の約束は果たしていない。

ほぼ5年を経たアベノミクスは、実体経済は完全雇用状態、経済成長率は潜在成長率

⁴ “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability,” Chairman Ben S. Bernanke at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, 25 May 2010

⁵ イールドカーブ・コントロール

を超えるなど、これまでのところ最善の成果を上げている。当初2年で実現を見込んでいた物価目標については、2%には届かないにせよ、持続的下落という意味でのデフレ状態は脱している。問題は、消費税引き上げの先送り、使途の変更など大衆迎合的な政治が幅を利かせ、財政健全化の兆しが見えない一方、課題先送りのしわ寄せが日本銀行に集中していることである。

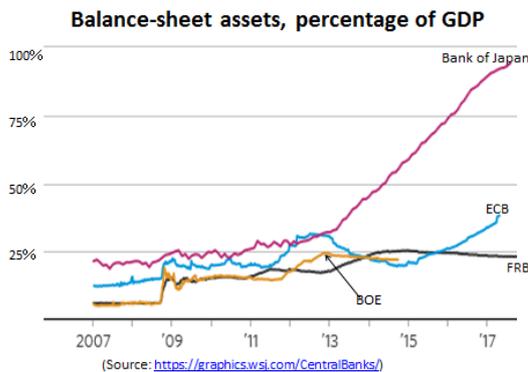
「長短金利操作付き量的質的金融緩和」は、筆者の見るところ、国債の中央銀行直接引受けに匹敵する危険な政策である。10年物国債金利をゼロ%程度とするYCCに政策の重心を移したことで、日本銀行は年間80兆円国債を買い入れるQQEの問題点、即ち買い入れ可能国債の量的限界から解放された。長期金利ゼロ%の現状維持のためには、限界的、追加的に供給される国債を購入すれば良く、今後の国債増発に見合って長期間実行可能である。事実最近の購入ペースは年間80兆円を下回っている。YCCは国債市場から金利機能を奪った。当面の国債費の増加を最小限に抑えることで、政治家の財政再建意欲を萎えさせ、国民の財政危機意識を弱める、麻薬のような副作用が懸念される。

3. 急増する日本銀行の総資産

3.1 GDPに匹敵する資産残高

日本銀行の総資産は、2013年(3月末)から2017年(同)にかけて3倍に膨らみ、わが国の国内総生産(GDP)に迫る規模となった。これは、同様に量的緩和政策を採ってきた米国FRBと欧州ECBと比べて、異常に高い水準である。この間増加した資産項目は、周知の通り大宗が国債(3.3倍)で、上場投資信託(ETF)など金銭の信託(8.9倍)も伸びが著しい。国債残高に占める日本銀行のシェアは13.1%から39.5%に拡大し、ETF市場では6月現在6割に至ったと報じられる。

国債および株式、社債市場など資本市場における日本銀行の存在は、池の中の鯨に例えられる。国債市場は「長短金利操作」政策を通じ、完全に日本銀行の掌中にあり、もはや金利・リスク指標としての役割は果たさない。その他の資本市場においても、価格機能が正常に働くのか(流動性逼迫や官製相場)、企業のガバナンスへの影響、さらに日本銀行自身にとっての潜在リスクなどが懸念されている。



日本銀行の貸借対照表 BoJ Balance Sheet
(兆円, Trillion Yen)

資産 Assets	2017 March	(2013)	負債・純資産 Liabilities* NetAssets	2017 March	(2013)
国債 IGB (long-term, short-term)	417.7	(125.4)	銀行券 Banknotes	99.8	(83.4)
金銭の信託 ETF	12.9	(1.5)	当座預金 Current Deposit	342.8	(58.1)
貸付金 Loan	44.7	(25.5)	その他預金 Other Deposit	35.4	(1.7)
外国為替 Foreign Exchange	6.7	(5.0)	その他負債 Other Liabilities	4.1	(15.2)
その他資産 Other Assets	8.8	(6.9)	自己資本 Net Assets	7.7	(5.9)
合計 Total Assets	490.1	(164.3)	合計 Total Liabilities* NetAssets	490.1	(164.3)

(出所: NTTデータ経営研究所)

3.2 見えない出口戦略

日本銀行は、年間数十兆円規模の国債を購入し、長短金利をゼロ%水準に押さえる現行政策 (QQE+YCC) をいつまで継続するのだろうか。公式の答は、2013年の政策協定に基づいて、「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の『物価安定の目標』を超えるまで」だろう。異次元の金融緩和を始めた当初、日本銀行は2年程度で目標を達成できると見ていたが、現在まで実現しておらず、今では達成時期の目処も公表していない。

他方、政府の「持続可能な財政構造確立への取組を着実に推進する」約束は空念仏に終わっている。今後も財政支出は、「全世代型社会保障の実現」や国際情勢の緊迫化に伴う防衛費の増加など、削減どころか拡大する可能性が大きい。消費税率10%への引き上げ後、どのように歳出に見合う税収を確保するかについて、政治家の間で国民負担増を求める声は皆無に等しく、経済成長頼みの皮算用しか聞こえてこない。即ち、財政の国債依存体質はますます強まることが予想される。

米国FRBは2013年出口戦略を公表した後、同年末テーパリング(資産購入額の漸減)を開始し、非伝統的金融政策を伝統的政策に戻すべく舵を切った。米国のインフレ率は、この間1%台にとどまったままであるが、すでに利上げと保有資産圧縮の段階に進んでいる。欧州のインフレ率も現在2%に届かないが、ECBは10月に資産買入れ額の半減を決定した。

黒田日本銀行総裁は、出口政策に関して一般論として保有資産の削減と利上げを挙げるにとどまり、具体的な時期など言質を与えない。財政状況が悪化し、改善の見通しがでないなか、2%の物価安定目標を律儀に守り、国債の継続的購入と金利抑制を続けることが賢明な政策か、果たして日本の将来にプラスになるのか、疑問を持たざるをえない。

4. 揺らぐ日本銀行の独立性

4.1 財政に脅かされる機能的独立性

2017年7月発表の内閣府の経済財政中長期見通しによると、財政のプライマリーバランス（基礎的財政収支）は、経済再生ケースで2020年8.2兆円の赤字が2025年に黒字に転じ、より現実的なベースラインケースでは2020年10.7兆円の赤字が2025年に14.2兆円の赤字に拡大すると試算されている。10月の衆議院選挙で安倍内閣続投が決まり、2019年に予定される消費増税の一部福祉転用が確実なことから、プライマリーバランスの黒字化はさらに遠のき、2020年代を通して幻となる可能性が強まった。

プライマリーバランスが均衡（かつ名目成長率>国債金利）しない限り国債は増発され続ける。現行の金融政策のもとでは、インフレ率が2%未満であれば、日本銀行は増発分を含む相当額の国債を引き続き購入し、保有資産は増加を続けることになる。

仮に、「物価安定の目標」が達成されれば、日本銀行は出口政策を始めるだろうが、その際、「長短金利操作」を緩め、国債購入額を減らしつつ、イールド曲線を上方シフトさせることが予想される。

民間投資家は、インフレの先行き予想に見合う利回りが得られるか、あるいは日本銀行が確実に高値で再購入する目処がない限り、国債投資に躊躇（ちゅうちょ）する。他方、国債費の膨張を押さえるため、政府は日本銀行に対し、国債の低利継続を要求するだろう。インフレ高進を防ぎ、物価を安定させるには、金融政策として利上げが必要である。一方で国債増発と低利継続を求める財政の圧力、他方で、国債購入の減額さらに保有資産の削減、インフレに見合う利上げの必要性という、本来の金融政策のあり方に挟まれて、日本銀行は苦悩することになる。

4.2 損なわれる財務の独立性

将来どこかの時点で日本銀行は、出口に向かわざるをえない。金利は引き上げられ、その際に日本銀行が損失を被ることは避けられない。2017年5月10日衆議院財務金融委員会で黒田総裁は、イールド曲線が1%上昇した場合、機械的な試算と断りつつ、保有国債の評価損が23兆円となると発言している。但し、評価損益は、日本銀行が国債を満期まで保有することを前提に、決算損益には影響しない（償却原価法）。

日本経済研究センターは8月「日銀の損失、今すぐ出口に向かうとどのくらいか」と題する研究で、金利を2%引き上げると、超過準備付利による国債受取利息との逆鞘により、毎年6兆円近い損失が発生すると報告した。日本銀行の自己資本7.8兆円は2年

ならずで食い尽くされ、債務超過に陥ることになる。ただ、日本銀行法には、損失が発生したときの取り決めはない。

原田泰審議委員は6月1日の講演で、赤字の可能性のあることを認めつつも、「日銀が長期的に損失を追うことによる危険など存在しない」と断言している。黒田総裁は6月16日の会見の場で、「短期的な収益の振れがあっても、そのことで中央銀行や通貨の信認が毀損されることはない」と発言した。また、伊藤隆敏コロンビア大学教授は、損失を小さくするために、数年かけて金利を引き上げる方法もあると記すが⁶、財務上の配慮から金融政策を制約することは、本末転倒の感が否めない。

日本銀行幹部の言うとおりに、危険などないのかもしれない。しかし、主要先進国の中央銀行で、中核となる業務の逆鞘が原因で長期間債務超過になった事例は知られていないので、日本銀行が債務超過となったときのマーケットの反応は未知数である。もし政府が損失の穴埋めをすることになれば、(ECBの定義では)財務の独立性は失われる。

かつて1970年台にドイツ連邦銀行が、マルク高による外貨準備の評価額低下で債務超過に陥ったが、「マイナスの影響はほぼなかった」(日銀)ことが、しばしば引用される⁷。シュレジンガー元ドイツ連銀総裁は「純粹に法的には債務超過だった・・・しかし原因は、IMFに対する政府の義務に基づく外国為替市場への介入」であり、特段の措置は採らなかったと述べる⁸。同時に、当時簿価1オンス42.22ドルの保有金を時価評価すれば、実体的には債務超過ではなかったことに留意すべきだろう。

またチェコの中央銀行が、2002年から12年間債務超過にあり、2010年に「財務の独立性」の観点からECBから是正勧告を受けた事例がある。これに関しチェコ国立銀行は、コロナ高を防ぐ外為市場の介入が原因であって、中央銀行としての中核業務は健全であるとECBに反駁している⁹。その後2014年に損益は黒字を回復した。

おわりに

デュベル豪州準備銀行(中央銀行)副総裁は、需要管理やインフレ目標の達成に関し、過度の圧力が中央銀行にかかるリスクを指摘している。日本のみならず欧米でも、金融危機以来インフレ率が低い状態が続いていることは、世界的に何らかのデフレ圧力があることを示唆している。加えて日本では、人口減少と人口構成の変化、社会保障と

⁶ 2017年10月2日付日本経済新聞「経済教室」

⁷ 2017年5月11日付日本経済新聞「日銀ウオッチ」

⁸ Die Geldmenge war ein Experiment, Interview mit Helmut Schlesinger im Bundesbank Magazin, Ausgabe 2/2017

⁹ The Czech National Bank disagrees with the ECB Convergence Report, 12 May 2010

(http://www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2010/20100512_convergence.html)

財政破綻の懸念など将来への不安が、企業（投資抑制と労働分配率の低下）と消費者の行動を慎重にしていることが考えられる。異次元の緩和策を始めて5年近く、巨額の遊休資金が積みあがっても、物価の動きが鈍いという事実は、中央銀行がとりうる政策の限界を物語るのではないか。

幸い日本経済は好調であり、なかんずく物価と並ぶ重要指標である雇用は、事実上の完全雇用に達して久しい。この時期を捉えて日本銀行は、現行の異次元緩和政策から出口に踏み出すべきである。その際、政策転換が、急激かつ行き過ぎた円高をもたらさぬよう、先行する欧米金融当局と同様に、慎重かつ柔軟な手順と、マーケットへの周到な配慮が必要となろう。

弛緩（しかん）した財政規律は、一義的に政府の問題であり、そのために日本銀行の本来の責任領域である金融政策を犠牲にしてはならない。財政再建への第一歩である基礎的財政収支の黒字化に関し、政府は、形骸化した2020年目標の旗を降ろしただけでなく、実現の意欲についても疑問である¹⁰。「長短金利操作」の緩和ないし撤廃により国債利回りが上昇しても、それはリスクを織り込む市場機能が回復した当然の現象である。

金融正常化に舵を切れば、いずれ利上げが進むにつれ日本銀行が赤字に陥る可能性は大であり、予期せぬ市場の反応に、何らかの対策を要するかもしれない。政府とは厳しい対立が予想される。しかし、際限のない財政赤字を賄うことで、取り返しのつかない深手を負う前に、日本銀行は、「業務運営上の独立性」を発揮し、政府と国民に対し政策転換を告げる時期にある。その際、説明責任をきちんと果たせば、国民からは理解を得られるのではないか。

将来、金融政策をもがれ、独立性を失い、肥大を続ける日本銀行は、それこそ日本国民にとって不幸なことである。

以 上

¹⁰ 衆議院選挙後2017年10月22日夜、安倍首相は日本テレビの番組で、「PB（プライマリーバランス）を無理やり黒字化して、アルゼンチンは次の年にデフォルト（債務不履行）になった。経済を成長させ、投資すべきものはしっかりと投資しながら、財政健全化を図っていきたい」と述べた、と報じられている。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。当資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも国際通貨研究所の見解を示すものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>