

量的・質的金融緩和からの出口に関する一考察

森 田 京 平

パークレイズ証券株式会社

要 旨：

量的・質的金融緩和（QQE）からの出口では、日銀財務の健全性という、緩和期では意識されにくい問題が浮上する。もちろん中央銀行の財務の健全性をどの程度、政策運営上の問題と見るかについては異なる意見があろう。しかし日銀のバランスシートは、QQEによって極端に大きくなったため、出口で生じる日銀のコストは他の主要中央銀行よりも大きくなりうる。しかも日銀の場合、損失が生じたときの会計上の扱い（繰延資産の計上か自己資本の毀損か）や、損失を法的にどう補償するかが明確になっていない。以上の問題意識から、本稿では①出口戦略の選択肢と各選択肢の課題、②日銀財務の健全性と損失の認識の2点を考察する。

キーワード：

量的・質的金融緩和、出口策、日銀財務、損失補償、自己資本

目 次：

1. はじめに
2. 出口戦略の選択肢と各選択肢の課題
3. 日銀財務の健全性と損失の認識
4. 結びに代えて

1. はじめに

2013年4月4日、日銀は量的・質的金融緩和（以下QQE）に打って出た。しかし、総合CPI前年比2%を安定的に実現するという「物価安定の目標」は未だ実現していない。当初の目論見であった「2年程度の期間を念頭に置いて出来るだけ早期」という物価安定目標の実現に向けた時間軸は、本稿執筆時点では「2017年度中」まで延長されている。

一方で、今後のQQEについては、実務的な制約が意識される。例えば、膨大な額の国債買

入れオペについては、2016～17年にも札割れが増えるリスクがある。札割れはQQEの制度設計の一つである「オープンエンド」という点に疑念をもたらすきっかけになりうる。オープンエンドという側面が弱まれば、期待に働きかける経路自体が弱くなると懸念される。

さらに2017年以降は量的緩和の縮小、すなわちテイパリング（tapering）も意識される。QQEの設計上、「CPI前年比2%」の実現がテイパリングの引き金になると見るのが自然であろう。しかし、現実にはテイパリングの引き金となるのは政府による「デフレ脱却宣言」と考えられる。安倍首相の自民党総裁としての任期

が2018年9月であることから、どんなに遅くてもそれまでに、アベノミクスの成果の象徴としてデフレ脱却宣言が出る公算が大きい。日銀法第4条¹⁾は金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合的であることを求めているため、デフレ脱却宣言が出れば、「CPI前年比2%」を金科玉条のごとく掲げた金融政策運営は影を潜めるであろう。むしろテイパリングが視野に入る。

テイパリングの後には、ゼロ金利からの離脱つまり利上げ (liftoff) が待ち受ける。この段階では、金利が介在する形で実物経済と金融が結びつき始める。本稿では、このようなテイパリング後の利上げ局面をQQEからの「出口」と定義する。

QQEの下、膨大な額の国債買入れオペが行われたため、出口は国債市場の流動性ないし市場の厚みが下がった状態から始まる。そのため、出口において金利ないしイールドカーブにどのようなショックが生じるか市場参加者は身構えている。2016年1月に日銀が導入を決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」によって短期金融市場の取引量が減っていることも、金利変動に対する市場参加者の緊張を強めると考えられる²⁾。こうした中、いくら出口を語るの時期尚早としても、そこから目をそむけることは生産的ではない。むしろ出口でどのような策がありうるのか、十分に検討しておく必要がある。

加えて出口では、日銀財務の健全性 (ソルベンシー問題) という、緩和期では意識されにくい問題が浮上する。もちろん中央銀行の財務の健全性をどの程度、政策運営上の問題と見るかについては異なる意見があろう。しかし日銀の場合、QQEによってバランスシートが極端に大きくなったため、出口で生じる日銀の財務コストは他の主要中央銀行よりも大きくなりうる。加えて、日銀の場合、損失が生じたときの会計上の扱い (繰延資産の計上か自己資本の毀損か) や、損失を法的にどう補償するかが明確になっていない。そのため、日銀財務の毀損リスクが高まったときには、市場でも一定のテー

マとなるであろう。

以上の問題意識から、本稿では、QQEの出口戦略およびリスクを検討する。具体的には①出口戦略の選択肢と各選択肢の課題、②日銀財務の健全性と損失の認識の2点を取り上げる。

- 1) 日銀法第4条は「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」としている。
- 2) 実際に日銀当座預金 (厳密にはそのうちの政策金利残高) にマイナス金利が適用されたのは2016年2月16日。

2. 出口戦略の選択肢と各選択肢の課題

(1) 出口戦略の5つの選択肢

テイパリング後の利上げ局面を「出口」と定義したとき、現時点でそのタイミングを見通すことは難しい。ただし金融政策の焦点の大まかな流れは「2016~17年に札割れが増加→2017~18年にテイパリングの可能性を市場が意識→2018年に黒田総裁と岩田・中曽副総裁の任期満了→その後には出口」となる。市場がテイパリングの可能性を論じる頃には、当然、その先の出口策も議論の対象となる。政策運営上の出口論が時期尚早としても、市場参加者が出口策を考察し始める時期はそれほど遠い将来ではなさそうである。

出口戦略の具体策は、緩和策として採用された政策ツールにも依存する。したがって、非伝統的金融政策の中身が異なれば出口策も自ずと異なる。日銀のQQEの場合、想定される主な出口策として①超過準備の付利の引き上げ、②自己宛て有利子手形の売出オペ、③保有長期国債の償還 (再投資の停止)、④保有長期国債の売りオペ、⑤法定準備率の大幅な引き上げ、の5つが挙げられる。

これら5つの策について、日銀のバランスシート、マネタリーベース、日銀の利払い負担、日銀の利子収入、出口策としての現実性などの観点から考察しよう³⁾。なお議論の整理に資するため、前もって要点を表1にまとめた。

表1 出口戦略の5つの選択肢

	(1)超過準備の付利の引き上げ	(2)自己宛ての有利子手形の売出オペ	(3)保有長期国債の償還(再投資の停止)	(4)保有長期国債の売りオペ	(5)法定準備率の大幅な引き上げ
出口の種類	利上げ (短期金利の引き上げ)	利上げ (短期金利の引き上げ)	「受け身」の出口策 (残存年限に依存)	量的引き締め (日銀当座預金の圧縮)	信用創造の抑制 (事実上の金融機関課税)
日本銀行のバランスシート	不変	不変	縮小 (保有国債残高が減少)	縮小	準備率の引き上げ幅次第
マネタリーベース	不変	減少 (日本銀行の負債が当座預金から手形にシフト)	減少 (償還のうち現金償還は政府預金の減少を伴うがマネタリーベースは不変。しかし借換債の発行によって当座預金が減るためマネタリーベースは減少)	減少 (日銀当座預金が減少)	不変 (超過準備が法定準備にシフト)
日本銀行の利払い負担	増加 (負債利回りの上昇)	増加 (負債利回りの上昇)	減少 (償還財源となる政府当座預金[注]は付利されないが、借換債発行によって有利子の超過準備が減る)	減少 (有利子の超過準備が減少)	減少 (有利子の超過準備が無利子の法定準備にシフト)
日本銀行の利子収入	不変	不変	減少 (国債保有残高が減少)	減少 (国債保有残高が減少)	不変
国債市場への負荷	比較的小さい	比較的小さい	比較的小さい	大きい(長期金利の急騰リスク)	準備率の引き上げ幅次第
金融機関への影響	利子収入の増加	利子収入の増加	小さい	長期金利の上昇による保有国債の含み損リスク	事実上の課税(無利子の法定準備の強制的な保有)
現実性	高い	高い	高い	低い	低い

(注) 政府預金には①国と民間との間の国庫金の受払を一元的に行う政府当座預金、②国庫金として納付された代用納付証券(小切手や無記名式の国債証券の利札など)や受払を行った貨幣(硬貨)などを計理する別口預金、③国(財務大臣)が運用方針や利子などについて特定の条件を指定する国内指定預金の3つがある。このうち政府当座預金と別口預金は付利されないが、国内指定預金は有利子預金である。

(出所) 筆者作成

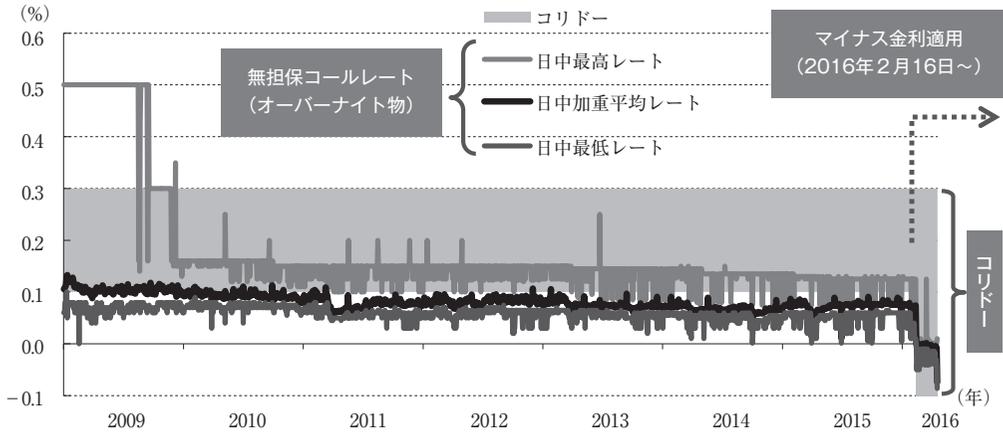
(a) 付利の引き上げ

補完当座預金制度の付利(2016年2月16日以降、年-0.1%⁴⁾)と補完貸付制度の基準貸付利率(年0.3%)によって、短期金利には理論上、下限と上限が画される。このように下限と上限を画された短期金利の変動幅は「コリドー」と呼ばれ、一般に、短期金利の安定化に資すると期待される。

したがって、出口策としての超過準備の付利

の引き上げは、コリドーの下限の引き上げを意味する。一定のコリドーの幅を維持することで、出口の過程で短期金利が跳ね上がる事態を避けられる。また、付利の引き上げ自体は日銀のバランスシートの規模やマネタリーベースの残高に直接的には影響しないため、長期金利や株式など期待に左右されやすい市場への影響も比較的抑えられる可能性がある⁵⁾。そのため、付利の引き上げは相対的に採択しやすい出口策と考えられる。

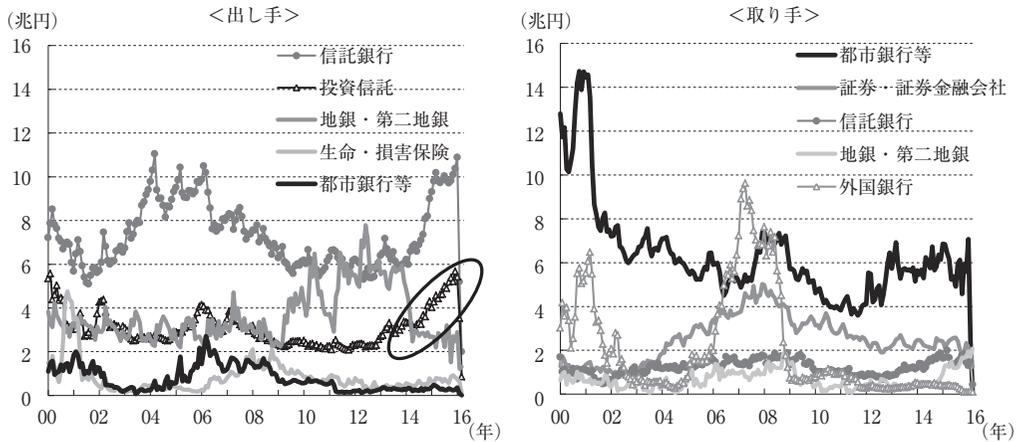
図1 無担保コールレートとコリドー



(注) コリドーは基準貸付利率（現行年0.3%）と付利（2016年2月16日以降はマイナス金利が課される政策金利残高の付利、現行年-0.1%）の幅を表す。

(出所) 短資協会「コール市場のレート」より作成 (<http://www.tanshi-kyokai.com/>)

図2 コール市場の出し手・取り手残高



(注) 「都市銀行等」は都市銀行のほか新生銀行、あおぞら銀行を含む。

(出所) 日本銀行「コール市場残高」より作成 (<http://www.boj.or.jp/statistics/market/short/call/index.htm>)

ただし難点もある。それは日銀の利払い負担が急増することで、通貨発行益 (seigniorage) の消滅に止まらず、自己資本の毀損にまで至るリスクである。その場合、政府すなわち国民負担 (税金) による日銀の損失補償が論点として浮上する。しかも銀行などが日銀から毎年数兆円の利子を受け取る中での税金による損失補償は大きな政治問題にも発展しよう。これについては『3. 日銀財務の健全性と損失の認識』で

詳述するが、市場への負担が相対的に小さい出口策である付利引き上げはむしろ日銀財務への負荷を増す、というトレードオフが意識される。

さらに、やや技術的ではあるが、付利の引き上げにはもう一つ注意すべき点がある。無担保コールレート (オーバーナイト物) の日々の動きを最高レート、最低レート、加重平均レートに分けると、実は最低レートがコリドーを下回

ることは珍しくない（図1）。その結果、加重平均レートもコリドーをしばしば下回る。つまり、コール市場ではコリドーは必ずしも金利の下限を画していない。

これは日銀と当座預金契約を持たない主体、つまり補完当座預金制度にアクセスできない主体が、付利を下回る金利でコール市場に資金を出したことによる。中でも投資信託は、信託銀行に次ぐコール資金の出し手として存在感を増した（図2）。そうした主体がコリドーを下回る金利を提示する背景として、QQEによる大規模な流動性供給により、資金の取り手が構造的に少ないことが挙げられる。

もちろん出口策として付利の引き上げが始まった場合、付利を下回る金利での資金供給は徐々に消えていくと思われる。しかし、少なくとも出口の初期段階では、大量の流動性が市場に出回っていることに変わりはない。そのため、コールレートがコリドーの下限を下回り、付利を上げてコールレートが連動しない可能性を排除することは難しい。その結果、付利の引き上げが出口策としての機能を十分発揮できない事態も想定される。

長期金利や株式への影響が相対的に抑えられやすいことから、付利の引き上げは出口策として採択されやすい。しかし、日銀の財務への影響、国民負担による損失補償、付利とコールレートの不完全な連動性という問題には注意を要する。

(b) 自己宛て有利子手形の売出オペ

付利の引き上げと同様、短期金利の引き上げという形での出口策としては、日銀による自己宛て手形の売出オペも想定される。これは日銀が自らを受取人かつ支払人として振り出し、自ら引き受けた為替手形を売り出す資金吸収オペである。この売出オペの対象となる手形は、売出日の翌日から起算して3ヶ月以内に満期が到来するものである。そのため、付利の引き上げよりもやや長いターム物金利に働きかけることになる。

付利の引き上げとのもう一つの違いはマネタ

リーベースへの影響である。付利の引き上げではマネタリーベースは不変だが、手形売出オペではマネタリーベースは減少する。これは手形売出オペによって、日銀の負債が当座預金（マネタリーベースに含まれる）から手形（マネタリーベースに含まれない）に移るからである。つまり手形売出オペは流動性の吸収につながる。ただし、日銀のバランスシートの規模自体は、付利の引き上げと同様、変わらない。

手形の売出オペも、長期金利や株式への影響が相対的に抑えられることから⁶⁾、付利の引き上げに並ぶ出口策として有力である。しかし、付利の引き上げと同様、日銀の財務への影響、金融機関への多額の利払いと国民負担のリスクという課題は残る。

(c) 保有長期国債の償還（再投資の停止）

株価への影響を抑えるという観点からは、保有長期国債の償還（再投資の停止）も比較的、現実性の高い出口策と位置づけられる。日銀が保有する国債が償還すると、資産側では長期国債、負債側では政府預金が減少する。したがってバランスシートは縮小する。一方、政府預金はマネタリーベースに含まれないため、マネタリーベースは変わらない。

しかしマネタリーベースへの影響はこれで終わりではない。国債の償還は、償還のための財源の調達方法という観点から「現金償還」と「借換え」に分類できる。後者の借換えは、既発国債の償還財源を調達するために新たな国債である借換債を発行する方法を指す。こうした現金償還と借換債の比率を規定するのがいわゆる「60年償還ルール」である。これは、建設国債（4条国債）と赤字国債（特例国債）の償還については借換債を含めて、全体として60年で償還し終える、という政府の考え方を指す⁷⁾。このルールは日銀が保有する国債にも適用される。そのため、日銀保有国債の償還は別途、多額の借換債の発行を伴う。借換債の発行は、日銀当座預金から政府預金への資金シフトを通じてマネタリーベースの減少につながる。

結局、借換債の発行までを含めると、保有国

債の償還は日本銀行のバランスシートとマネタリーベースをいずれも縮小させる。このとき、有利子の超過準備と保有国債残高が減るため、日本銀行の利払い負担と利子収入はともに減少する。

難点を挙げるとすれば、保有国債の償還は日本銀行にとって受動的な出口策だという点であろう。保有国債の償還時期は日本銀行の裁量で決まるわけではない。したがって、政策的な自由度は付利の引き上げや手形売込オベと比べると低い。

(d) 保有長期国債の売りオベ

ここまで見てきた3つの出口策（付利の引き上げ、手形売込オベ、保有長期国債の償還）はいずれも市場への影響が相対的に抑えられるという点で採択されやすい。逆に言えば、仮にインフレ率が想定以上に亢進し、強い金融引き締めが求められるときには、これら3つの策では不十分となる可能性もある。

強い引き締め策が求められた場合に、選択肢として浮上するのが保有長期国債の売りオベである。この場合、日銀のバランスシート上、資産側で保有国債、負債側で当座預金が同額減るため、バランスシート、マネタリーベースいずれも縮小する。いわば「量的引き締め」である。日銀の利払い負担と利子収入も減少する。

ただし現実的には、この策がとられる可能性は極めて低い。第1に金融システムが不安定化するリスクが挙げられる。QQEの下、日銀が多額の長期国債を買ったことから、出口では国債市場の流動性や市場の厚みは下がっているはずである。そのような状態で日銀が国債を売れば、長期金利が急騰（国債価格が急落）する可能性がある。しかも銀行などが多額の国債を保有する中で長期金利が跳ね上がれば、国債の評価損の急増と国債の市場流動性の急落を通じて、金融システムが不安定化する恐れもある。金融政策に起因する形で金融システムが不安定化するというのは、日銀法第1条第2項が求める「信用秩序の維持」に明らかに反する⁸⁾。

第2に、株式市場への影響を無視できない。

国債売りオベをきっかけとして金融システムが不安視されれば、投資家のリスク許容度が低下し（いわゆる risk off）、株価の下落につながる事態が想定される。これが出口におけるインフレ率の上昇と相俟って、消費者センチメントの冷え込みなど実体経済活動を萎縮させる可能性もある。

第3に、日銀の損失と潜在的な国民負担である。日銀は保有国債を移動平均法による償却原価法で評価している。つまり時価で評価しない。そのため、金利が上がっても（国債価格が下がっても）、会計上は保有国債の評価損を認識しない。このような評価方法が許容されるには国債の満期保有が前提となる。しかし、売りオベとなれば話は変わる。出口のタイミングでは、今日よりもインフレ率が高い分、長期金利は上がっている（国債価格は下がっている）はずである。当然、日銀は時価で国債を売るため、評価損が否応なく実現する。2016年1月以降の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の下では、マイナス金利での国債買いオベも増えざるを得ないため、評価損が膨らむリスクは一段と高まる。その結果、先述の付利の引き上げと相俟って、日銀は大幅な赤字計上を余儀なくされる。これが国民による損失補償につながるリスクを踏まえれば、国債売りオベの実現性は極めて低い。なお、日銀財務の毀損リスクや損失補償については、『3. 日銀財務の健全性と損失の認識』で改めて取り上げる。

(e) 法定準備率の大幅引き上げ

保有長期国債の売りオベのような「量的引き締め」という色合いを抑えながら、強い金融引き締めを行う代替策として、法定準備率の大幅な引き上げが挙げられる。補完当座預金制度では法定準備は付利されないため、法定準備率を大幅に引き上げながら、超過準備の付利を上げれば、日銀の利払い負担を抑えながら短期金利を上げることができる⁹⁾。しかも国債を保有し続けるため、利子収入も維持できる。結果的に、日銀の損失リスクが抑えられ、国民負担による損失補償のような議論も避けられる。一

見、魅力的な出口策である。

しかし、これが採択される可能性は国債の売りオペと同様、かなり低い。第1に「財政民主主義」と相容れない。無利子の法定準備率を大きく引き上げるとは、金融機関という特定の主体に対する事実上の課税、つまり財政政策である。国民の代表ではない日本銀行が事実上の財政政策に関わることは、憲法第83条に基づく財政民主主義と相容れない¹⁰⁾。

第2に「準備預金制度に関する法律」との整合性も問われる。同法第4条第2項は、外貨預金など一部を除いて、20%までの準備率を許容している。現在、例えば預金の法定準備率は流動性、金額、預金取扱機関の業態によって区々ではあるが、0.05~1.3%の範囲にある。これを踏まえれば、法律上、準備率の大幅な引き上げは一見、可能である。しかし、同条第3項は、準備率の設定に当たって、日銀は準備金の保有に伴う金融機関の負担を考慮しなくてはならないと明記している。法定準備率を大きく引き上げる場合、この条文との整合性が問われる。まして、出口では金利が高まっているはずなので、多額の無利子の法定準備を保有することの機会費用は大きく、金融機関の負担感は一層高まるはずである。

第3に信用創造が強く萎縮するリスクである。財政民主主義や「準備預金制度に関する法律」の第4条第3項にも関わらず、日本銀行が法定準備率を大きく引き上げたとして。その場合、金融機関側の自衛手段として、利益率の低い低利融資を中心に、新規の貸出を抑えることが考えられる。それによって預金の伸びを抑え込み、結果的に法定準備の抑制を図ることができれば、法定準備の機会費用を抑えることができるかもしれない。無論、出口の過程で一定程度、信用創造が抑制されるのは自然なことである。ここでの議論は準備率の大幅な引き上げにより、信用創造が思わぬ幅で萎縮してしまうリスクがあるということである。

以上の3点、とりわけ前者2点を考慮すると、法定準備率の大幅引き上げの現実性は低い。

(2) 現実的な出口戦略

QQEの出口策として5つの選択肢を見てきた。どの選択肢にも一長一短があり、単独で有効な出口策となりうるものは考えにくい。

その上で、現実性に基づいて順序を付けるとすれば「超過準備の付利の引き上げ>自己宛て有利子手形の売オペ>保有長期国債の償還>保有長期国債の売りオペ>法定準備率の大幅な引き上げ」となる。おそらく前者3つの選択肢を組み合わせた策が最も現実的な出口戦略となるであろう。

しかしもう一つ重要な論点がある。それはそもそも、出口を出るべき時にスムーズに出口に向かうことができるか、という問題である。一般論として、この問題には①中央銀行の財務の毀損リスクと損失の認識、②金融政策が国債管理政策に取り込まれるリスク(いわゆる「マネタリストの不愉快な算術」)、③金融システム問題に配慮したブルードレンス政策とのバランス、などの視点がある。以下ではこのうち①を検討対象とする¹¹⁾。

- 3) 翁邦雄 [2013b] (261-263頁)、翁邦雄 [2015] (186-191頁)も出口策についていくつかの策を掲示しているが、本稿では日銀バランスシート、マネタリーベース、市場への影響など、より幅広い視点から出口策を検討する。
- 4) 厳密には、年-0.1% (本稿執筆時点)のマイナス金利が課されるのは、日銀当座預金の約1割(10~30兆円)を占める「政策金利残高」に限られる。
- 5) 為替については一定の円高リスクを伴う。米国やユーロ圏では、Fedが利上げ、ECBが金利のマイナス幅拡大など、金利を意識した金融政策が行われている。こうした中、日銀による付利の引き上げは金利面からは円高を促す要因となりうる。
- 6) 付利の引き上げと同様、金利上昇を通じて円高を促すリスクはある。
- 7) 例えば、ある年度に600億円の国債を全て10年固定利付国債で発行したとする。60年償還ルールの下では、10年 (=60年の1/6)後の満期到来時には、100億円 (=600億円の1/6)を現金償還し、残りの500億円は借換債を発行する。この借換債も10年固定利付債で発行したとすれば、さらにその10年後には再び当初発行額600億円の1/6である100億円を現金償還し、残りの400億円は再び借換債を発行する。これを繰り返していくと、当初の発行から60年後に、国債は全て現金償還されることになる。60年償還ルールは、戦後の国債発行に際して、建設

国債の見合資産（政府が公共事業などを通じて建設した建築物など）の平均的な効用発揮期間が概ね60年であることから、この期間内に現金償還を終了するという考え方で採用された。

- 8) 日銀法第1条第2項は「日本銀行は（中略）銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」としている。
- 9) 2016年1月に日銀が決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」においても、法定準備は付利されない。
- 10) 憲法第83条は「国の財政を処理する権限は、国会の議決に基いて、これを行使しなければならない」としている。これは「財政民主主義」と呼ばれる。
- 11) マネタリストの不愉快な算術については Sargent, T.J. and N.Wallace [1981], 翁邦雄 [2013 a] 204-213頁, ブルーデンス政策と金融政策のバランスについては 兩宮正佳 [2012], 中曾宏 [2013] などで論じられている。

3. 日銀財務の健全性と損失の認識

(1) 付利の引き上げ：利払い負担のシミュレーション

先に超過準備の付利の引き上げと保有長期国債の売りオペを検討した際、前者については日本銀行の利払い負担が急増するリスク、後者については国債の評価損が実現損となるリスクに言及した。いずれも日本銀行の損失につながる可能性がある。その結果として、出口策を適切なタイミングとペースで行うことに支障が生じる可能性を排除できない。なお、岩田一政・日本経済研究センター編 [2014] も出口策に伴う

日銀の損失リスクを論じているが、そこでは主に国債の買い入れ停止を想定した試算がなされている¹²⁾。一方、以下では付利の引き上げから検討を始める。2015年12月に利上げに踏み切った米国連邦準備理事会（FRB）も市場への影響を配慮して、本稿執筆時点で国債の再投資を停止できていない。日銀の場合も、国債の買い入れ停止の前に付利の引き上げが始まる可能性が高い。また、翁 [2013 b, 2015] も出口に関わる日銀の損失リスクを論じている¹³⁾。しかし、本稿では、その後の日銀保有国債の急増や買い入れオペの対象となる国債の年限の長期化を踏まえて、実際にデフレーションを試算した上で損失リスクを検討する。

日銀の超過準備残高は2015年末時点で220兆円を上回る。現行のQQEが続く限り、その残高は年間約80兆円のペースで増えるため、2017年末には超過準備残高は400兆円近くに達する。仮にこのとき付利が1%になると、それだけで日銀の利払い負担は年間4兆円に跳ね上がる（表2）。しかも、出口でのCPI変化率にもよるが、1%の付利水準は実質では恐らくマイナスであり、金融政策が中立化したとは言えない。金融政策の中立化のため、付利を1.5%に引き上げた場合、日銀の利払い負担は、超過準備残高400兆円に対して年間6兆円と未曾有の額に膨れ上がる。

これに対して、日銀の経常利益は、今のとこ

表2 日銀の年間利払い負担のシミュレーション

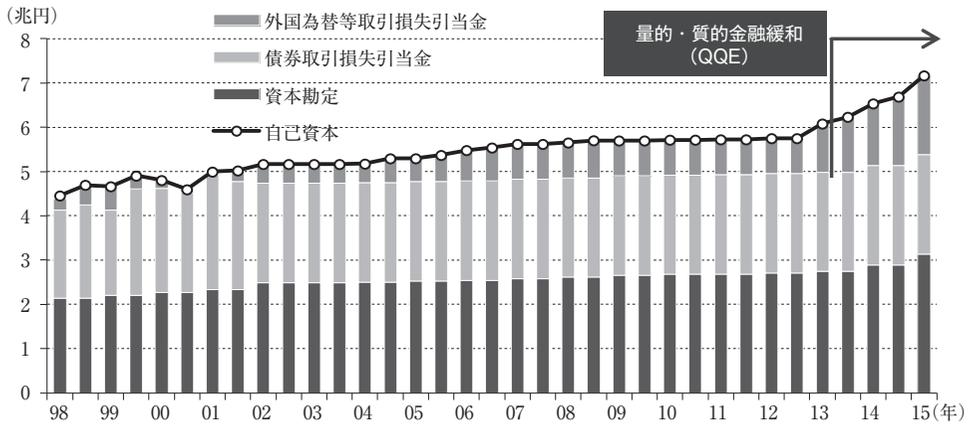
(単位：兆円／年)

		日本銀行超過準備残高（兆円）					
		250	300	350	400	450	500
超過準備の付利（%）	0.50	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
	0.75	1.88	2.25	2.63	3.00	3.38	3.75
	1.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00
	1.25	3.13	3.75	4.38	5.00	5.63	6.25
	1.50	3.75	4.50	5.25	6.00	6.75	7.50
	1.75	4.38	5.25	6.13	7.00	7.88	8.75
	2.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
	2.25	5.63	6.75	7.88	9.00	10.13	11.25
	2.50	6.25	7.50	8.75	10.00	11.25	12.50

(注) 現行の量的・質的金融緩和が続くと、2017年末に超過準備残高は400兆円程度に達する。

(出所) 筆者作成

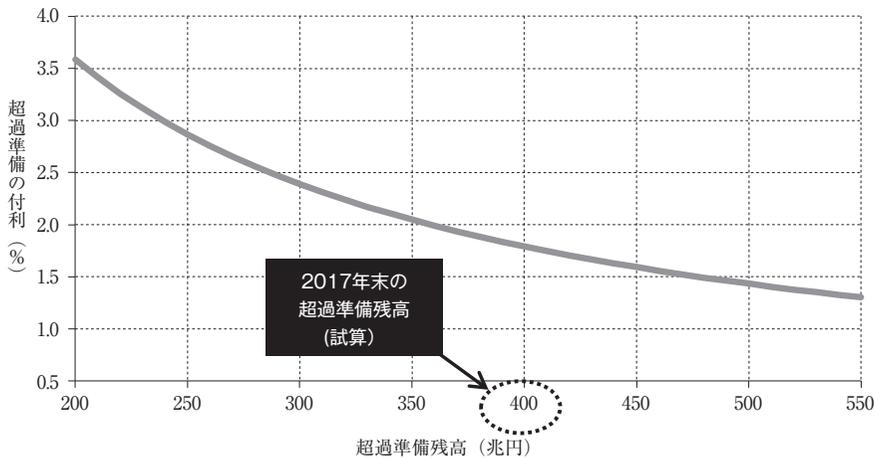
図3 日銀の自己資本残高



- (注) 1. ここでの自己資本は会計規程第18条第2項の定義に基づくものであり、バランスシート上の純資産とは異なる。
 2. 「資本勘定」は資本金（日銀法第8条第1項により1億円）と法定準備金等からなる。
 3. 各年の3月末と9月末の値を図示。

(出所) 日本銀行「業務概況書」より作成 (<https://www.boj.or.jp/about/activities/act/index.htm>)

図4 日銀の自己資本残高に相当する年間利払い負担が生じるケース



(注) 会計規程第18条第2項に基づく日本銀行の自己資本は2015年3月末時点で7.2兆円。この額に相当する年間利払い額が生じる超過準備の付利と残高の組み合わせを図示。

(出所) 筆者作成

ろ多くても年間1兆円台後半である。もちろん今後の保有国債残高の積み上がりに伴って、日銀の利息収入も増える。それでも年間4兆円や6兆円の利払い負担は、日銀を赤字に追い込む可能性が高い。その結果、日銀から政府（国・地方）への3つのキャッシュ・フロー（①国庫納付金、②法人税、住民税および事業税、③払込出資金配当）が長期にわたってゼロとなるこ

とが想像される¹⁴⁾。

確かに日銀は、QQEと並行して自己資本（資本金、法定準備金等、引当金の合計）を積み増しており、2015年3月末時点では7.2兆円となっている（図3）。しかし、自己資本が大きく毀損するほどの赤字が出口で生じる可能性は十分ある。

一つの基準として、日銀の自己資本残高に相

当する年間利払い額が生じる超過準備の付利と残高の組み合わせを試算してみよう。2015年3月末の日銀の自己資本残高は7.2兆円であった。したがって、例えば超過準備残高が300兆円であれば、付利が2.4% (=7.2/300×100) になると、たった1年分の日銀の利払い負担額が自己資本残高と同額に上る(図4)。超過準備残高は2017年末には400兆円ほどに達すると見込まれるが、その場合、付利1.8%で1年分の利払い負担が自己資本残高に並ぶ。今後、保有国債残高の増加に応じて日銀の利子収入が増えるとしても、日銀の利払いが出口で相当の負担になる姿が視野に入る。

(2) 国債の売りオペ：評価損益のシミュレーション

付利の引き上げに伴う日銀利払い負担の増加と比べて、保有長期国債の売りオペによる損失は計算がやや複雑になる。保有長期国債の評価方法、現時点での評価損益、デューレーションなど複数のパラメータが関わってくるからである。

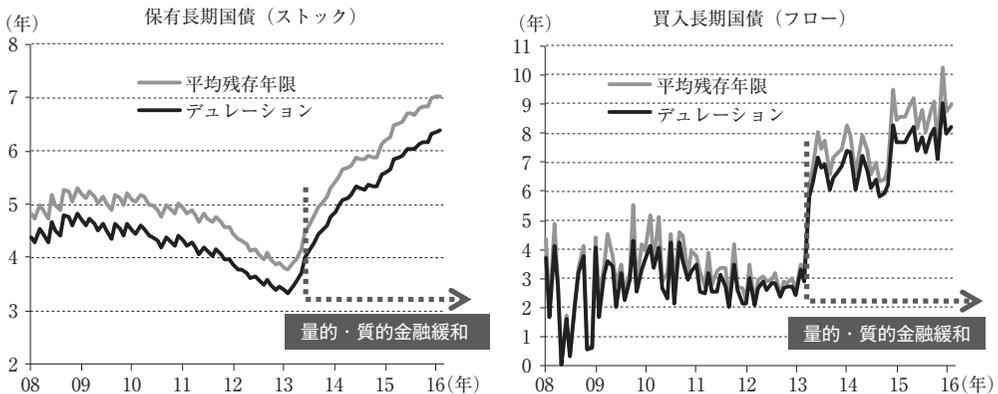
日銀が保有する有価証券のある時点での評価損益(時価と簿価の差)は、簿価すなわち会計上の評価方法に左右される。日銀の有価証券評価方法も民間企業同様、種類によって異なる。大きく分類すると、円建て資産は時価評価せ

表3 日銀の有価証券評価方法

国債	円建て社債	CP等 (ABCP, 不動産投資法人CPを含む)	短期社債等 (担保付短期外債を含む)	外貨建て債券	外貨建て投資信託	株式	ETF	J-REIT
移動平均法による償却原価法 ⇒ 取得原価と額面金額の差額を、償却期限までの間、毎期均等に償却。 これに伴う損益は損益計算上、利息(受取利息、支払利息)に含める				時価法 ⇒ 期末に時価評価を行い、含み益がある場合には含み益相当額の評価益、含み損がある場合には含み損相当額の評価損を損益計算に計上		移動平均法による原価法 ⇒ 取得原価で評価		

(出所) 日本銀行「各事業年度決算等について」(<http://www.boj.or.jp/about/account/index.htm/>)、日本銀行企画室〔2004〕「日本銀行の政策・業務とバランスシート」(https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2004/ron0406b.htm/)より作成

図5 日銀保有長期国債の残存年限とデューレーション



(出所) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」より作成 (<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mei/index.htm>)

ず、外貨建て資産は時価評価するという会計姿勢が見られる（表3）。また、円建て資産については、満期のある資産（国債、円建て社債、CP等、短期社債等）は移動平均法による償却原価法、満期のない資産（株式、ETF、J-REIT）は移動平均法による原価法を採用している。そのためいずれの円建て資産も時価評価されない。

この場合、長期金利が上がっても（国債価格が下がっても）、日銀は保有長期国債の評価損を会計上、認識しない。ただし、こうした評価方法が許されなくなる局面がある。それが国債の売りオペである。既述のとおり、保有国債の売りオペが出口策として採択される可能性は非常に小さい。しかし、仮に採択された場合、含み損の実現を通じて、日銀の収益ひいては自己資本への影響は甚大となろう。

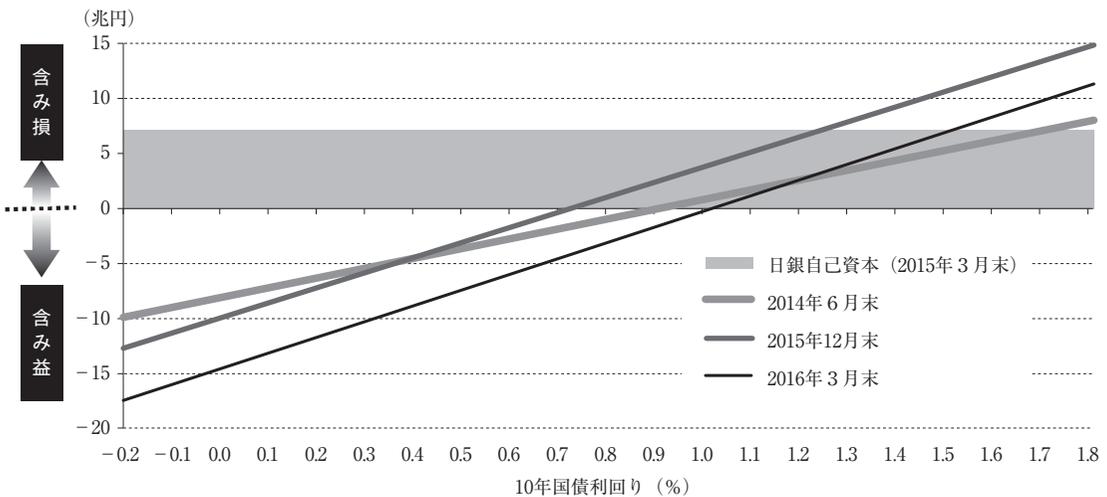
日銀が保有する長期国債のデュレーションは、2013年4月のQQEの開始以降、長期化している（図5）。買入れ対象国債の平均残存年限が、QQEによって従来の3年弱から7年程度に、2014年10月のQQEの拡大（QQE2）により7～10年程度に、さらに2015年12月の補完

措置によって7～12年程度に延長されたことが背景にある¹⁵⁾。こうした状況は、一定の金利の上昇率に対して日銀が保有する長期国債の価格が下がりやすい、つまり評価損が生じやすくなっていることを意味する。

ここで得られたデュレーションに基づき、日銀が保有する長期国債の評価損益を金利水準に応じてシミュレーションした。その際、前出の付利の引き上げに伴う利払い負担と同様、自己資本残高との比較を一つの基準とする。

2016年3月末時点の日銀の保有国債銘柄を所与とすると、10年国債利回りが1.01%に上がると評価益は消滅し、1.51%まで上がると評価損は自己資本残高に並ぶ（図6）。比較対象として2014年6月末時点の保有銘柄で計算すると、10年国債利回りが0.92%のときに評価益が消え、1.73%のときに評価損は自己資本残高に一致する。つまり2014年6月から2016年3月までの国債買入れオペにより、国債の取得価格が上がり（取得金利は低下）、かつデュレーションが長くなった結果、日銀保有長期国債において自己資本に並ぶ評価損が生じる金利水準は1.73%から1.51%に下がった。

図6 日銀保有長期国債の含み損益（試算）



- (注) 1. 日銀が保有する長期国債のデュレーションは2014年6月末5.3年、2015年12月末6.3年、2016年3月末6.5年と試算
 2. 2015年3月末の日銀自己資本は7.2兆円
 3. 含み損がプラス、含み益がマイナスで図示されていることに注意

(出所) 日本銀行資料よりパークレイズ・リサーチ試算

前出の付利の引き上げと合わせて、以上のシミュレーションは、金利上昇に対する日銀の財務面の脆弱性が資産（長期国債）と負債（超過準備）の両面で高まっていることを物語る。QQEからの出口を安定的なものにする上では、政策手段の適切な選択は言うに及ばず、日銀財務の健全性向上と損失補償の制度設計が強く問われる。

（3）財務の健全性：自己資本を積み増す日銀

一般論として、中央銀行の損失すなわち自己資本の毀損については、それをどの程度重視するかで見解が分かれる。2008年4月から2013年3月まで日銀総裁を務めた白川氏は、多額である必要はないが、中央銀行には一定水準の自己資本が必要であるとし、その理由を2つ挙げる¹⁶⁾。第1に、財務的に政府に依存せざるを得なくなると、仮に中央銀行の金融政策がそのことによって影響を受けない場合でも、市場参加者や国民が中央銀行の適切な政策遂行能力に疑念をもつ可能性がある。第2に、債務超過になっても政府から自動的に補填がなされるという制度が用意されていると、金融政策だけでなくそれ以外の業務についても、中央銀行の政策運営や経営規律が甘くなる可能性がある。

一方、QQEの理論的支柱となった岩田日銀副総裁は、学習院大学教授であった2000年に「唯一のマネタリーベースの供給者である中央銀行は、自己資本を持っていなくても営業可能な経済主体であり、中央銀行のバランスシート悪化がなぜ問題になるのかが説得的に示されたことはない」と断言した¹⁷⁾。確かに岩田副総裁が言うように、中央銀行の負債であるマネタリーベースは本来、無利子の支払い手段であり、かつ中央銀行が自らの意思決定に基づいて発行できるため、自己資本との識別は難しい。中央銀行の最終支払い能力（solvency）を自己資本のみで規定して、マネタリーベースを含めないとすれば、いかにも不自然である。

それでも岩田副総裁の自己資本不要論には2つの点から疑問符が付く。第1に、中央銀行の財務の健全性が毀損するのは通常、緩和期では

なく引き締め期つまり出口だということである。出口において財務の健全性が損なわれたからといって、中央銀行が最終支払能力の増強のためにマネタリーベースを供給すれば、それはそもそも出口策に矛盾する。概念としてマネタリーベースを中央銀行の最終支払能力と認めるとしても、それを増発できるかは金融政策の局面（緩和期、引き締め期）に強く依存する。したがってマネタリーベースを自己資本と完全代替の支払能力と位置づけることには無理がある。

第2に、補完当座預金制度の下、マネタリーベースの大半を占める超過準備は今や有利子負債である¹⁸⁾。しかも、その超過準備の付利の引き上げこそが、出口で中央銀行の財務の健全性を脅かす。岩田副総裁が自己資本不要論を展開していた頃は、マネタリーベースが無利子であることが当然視されていた。しかし、金融政策の実務や制度は一変しており、その主張に今日的な意義を見出すことは難しくなっている。

そもそも、岩田副総裁は今後、自己資本不要論に拘泥しないと思われる。その背景として、岩田氏が副総裁を務める中、日銀が自己資本の積み増しを図っていることが挙げられる（前出図3）。特に2013年度と2014年度に、日銀法が定める幅を超えて法定準備金を積み増した際、日銀はその理由を「財務の健全性確保」と明記した¹⁹⁾。自己資本の調整は「金融政策決定会合」ではなく、週2回開催される「通常会合」の決定事項であるが、当然、副総裁として岩田氏も決定に関わった。そのような中、日銀は自己資本の積み増しを進めている。

さらに2015年11月13日、日銀は債券取引損失引当金（会計規程第18条が定める自己資本に含まれる）に関わる政令の変更を財務大臣に申請、同月20日、政府は政令の改正を決定した。日銀法施行令第15条は債券の取引・保有で益超（収益>損失）となった場合、益超額の全部または一部を引当金として積み立てることができるとしている。しかし、日銀は長期国債を売却（売りオペ）していないため、長期国債関係損益は毎年度0～10億円という微々たる利益に止

まっている²⁰⁾。その結果、国債保有残高が急増しているにもかかわらず、債券取引損失引当金は2002年3月末の2.2兆円から全く増えていない。今回の政令の変更により、日銀は新たに、保有長期国債の利息収入²¹⁾と超過準備などに対する利払い費の差額の50%を、利益が出た場合に積み立て、損失が出た場合には取り崩すことが可能となる。その結果、毎年度、数千億円のペースで債券取引損失引当金が増えると思込まれる。ただし、2016年3月末のデュレーションから推計すると、日銀保有国債の利回りが10bp上がるだけで、国債含み損は1.4兆円ほど増える。出口でのリスクを視野に置いたとき、毎年度数千億円というペースでの債券取引損失引当金の積み増しは遅い。

(4) 損失の認識：「繰延資産の計上」か「自己資本の毀損」か

無論、財務の健全性向上に向けた日銀の努力は前向きに評価されるべきである。しかし、先のシミュレーションで見たように、出口（テイパリング後の利上げ局面）で日銀の収益が圧迫され、赤字決算に陥ることは十分ありうる。自己資本の積み増しによる財務の健全性確保を図りながらも、赤字が計上されたときの会計上の扱いも明確にされる必要がある。

損失を会計上どのように認識するかは中央銀行間で差異がある。代表的な方法としては、「繰延資産の計上」と「自己資本の毀損」が挙げられる。例えば、米国連邦準備制度（FRS）は前者の繰延資産という扱いをしている²²⁾。各地区の連邦準備銀行は2011年1月1日以降、毎日「surplus（剰余金）= capital paid-in（拠出資本）」という等式を成り立たせることを会計ルール上、求められている²³⁾。しかし本来、surplusは業務結果次第で変わる内生変数であるのに対して、capital paid-inは外生性の高い変数である。そのため、両者が常に等しくなる保証はない。そこで、各連銀はバランスシートの負債側に「Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury」（「国庫納付金未払い金」と邦訳できよう）という勘定を立て、損失が発

生したときはこの負債項目にマイナス計上することになっている。つまり損失が生じた場合、その損失はバランスシートでは負債の減額として認識され、自己資本である surplus が capital paid-in 未満に削減されることはない。その結果、損失が生じても「surplus = capital paid-in」という等式が常に維持される。またこの負債勘定に計上されたマイナス値は、将来の国庫納付金の減額という形で取り崩される。つまり負債側にある「Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury」のマイナス値は「繰延資産」（deferred asset）としての機能を持つ。結局、どんなに損失が生じても、Fedの場合、自己資本が毀損され債務超過に陥ることは会計ルール上、想定されない。

一方、日銀の場合、FRSのような「剰余金 = 拠出資本」という会計ルールはなく、バランスシートの負債に「Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury」（国庫納付金未払い金）に相当する項目もない。日銀の国庫納付金が税に近い性格を持つことを踏まえば、FRS同様、日銀も税効果会計（tax allocation accounting）に類似する考え方を将来、採用することはありうる。その場合、出口で生じる日銀の損失の大半は負債の減額（繰延資産）で認識され、自己資本の毀損にはつながらない。

もちろん繰延資産が許容されるためには近い将来に課税所得（この場合は国庫納付金）が生じるという「回収可能性」が重要な前提となる。この前提がQQEからの出口で確実に満たされる保証があるわけではない。仮に回収可能性の前提が妥当性を欠き、繰延資産としての認識が難しくなるようであれば、日銀の損失は自己資本の毀損という形をとることになる。

(5) 立法面の対応：損失補償規定を欠く現行日銀法

税効果会計を採用していない現状を前提とすると、日銀の場合、損失は繰延資産ではなく自己資本の毀損として認識される。その毀損額が累増した場合、立法面での課題が浮上する。すなわち、1998年4月に施行された現行の日銀法

には、政府による損失補償規定がない。これに対して、1998年3月まで適用されていた旧日銀法には、政府による損失補償規定があった。具体的には、準備金や特別準備金を使ってもなお各年度に生じた損失を補填するのに不足する場合、政府はその不足額を補給しなければならないとされていた²⁴⁾。当時はそもそも税効果会計の考え方が未発達であったこともあり、旧日銀法は損失を「繰延資産の計上」ではなく「自己資本（準備金）の毀損」という形で認識する姿勢にあった。そうした会計姿勢の下、旧日銀法では政府による損失補償規定は必然であった。

現行日銀法で損失補償規定が削除された一つの背景として、日銀に独立性（法律上は「自主性」（autonomy））を付与したことが挙げられる。確かに、政策や業務運営において独立性が与えられた以上、日銀が損失を出したとしてもそれは自己責任だ、というのは分かりやすい。しかし一方で、日銀の税引後剰余金（最終利益）は法定準備金の積み立てと出資金の配当を除いて原則、全額が国庫に納付される。「利益は国庫に納付、損失は自己責任」というのはいかにも非対称的であり、こうした非対称性を和らげる立法面での対応が必要となろう。

なおそのような立法面の対応が強い政治的摩擦を伴うことは容易に想像される。何せ毎年数兆円もの利子が日銀から銀行などに支払われる中での日銀への税金注入となれば、野党はもちろん与党からも批判が出ておかしくない。損失を自己資本の毀損として認識する場合、QQEからの出口策は、国民負担につながる可能性があるという意味で「財政問題」であり、同時に、損失補償規定を巡って立法面の対応が求められる可能性があるという意味で「政治問題」でもある。つまり出口に達した段階でQQEはもはや単に「金融政策」とは言えなくなる。

一方で、このような立法面での対応を避けるとすれば、先に触れた会計的な対応、すなわち損失を繰延資産として認識する制度環境を整える必要がある。実際、FRSはテイパリングや利上げを始める随分前に、「Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury」という負

債勘定で損失を認識するルールを導入していた。

日銀の損失リスクが足枷となって、取られるべき政策がとられなかったり遅れたりすれば、そのコストは広く国民に及ぶ。とりわけQQEからの出口策が日本銀行の財務に大きな負荷をかける可能性が高いことを踏まえると、損失の認識方法を明確にしていない状態での出口策がToo Little, Too Lateとなるリスクも無視できない。損失の認識方法や損失補償規定のあり方など、出口に関わる制度設計に関して具体的な議論が待たれる。

- 12) 岩田一政・日本経済研究センター編〔2014〕136-151頁。
- 13) 翁邦雄〔2013b〕261-263頁、翁邦雄〔2015〕186-191頁。
- 14) 日銀の利益と利益処分との関係は「経常利益-特別損益=税引前当期剰余金」,「税引前当期剰余金-法人税、住民税および事業税=当期剰余金」,「当期剰余金-法定準備金積み立て-払出資金配当=国庫納付金」という3つの式で表される。このうち①国庫納付金、②法人税、住民税および事業税（うち住民税と事業税は地方税）、③払出資金配当の3つが日銀から政府（国・地方）へのキャッシュ・フローとなる。
- 15) ここでの補完措置とは、日銀が2015年12月18日に導入した「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置」を指す。
- 16) 白川方明〔2008〕105-106頁。
- 17) 岩田規久男編著〔2000〕91頁。
- 18) 2016年1月に決定された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」でも、実際にマイナス金利が課される日銀当座預金残高（「政策金利残高」と呼ばれる）は10~30兆円程度であり、2016年3月末時点の日銀当座預金残高（275兆円）の1割程度に止まる。一方、現行0.1%のプラス金利が付される「基礎残高」は200兆円程度に上る。なお日銀当座預金残高から政策金利残高と基礎残高を差し引いた残高に相当する「マクロ加算残高」はゼロ金利である。
- 19) 日銀法第53条第1項は、各会計年度の当期剰余金の5%相当額を法定準備金として積むことを求めている。一方、同条第2項に基づいて、日銀は2013年度、2014年度の決算では当期剰余金のそれぞれ20%、25%相当額を積んだ。目的は「財務の健全性確保」である。
- 20) 国債売りオペをしていないにもかかわらず微々たる利益が計上されているのは、財政投融资特別会計による国債の買入消却に応じて、日銀が同会計に保有国債を売却し、売却益が発生したことによる。
- 21) 厳密には、国債の利息収入に有利子負債残高/国債保有残高という比率（ただしこの比率が1を超えるときは1）を掛け合わせた値が国債の利息収入として認識され

る。これは有利子負債残高に日銀保有国債利回りを掛け合わせた値に等しい。

- 22) Carpenter, S. B., J. E. Ihrig, E. C. Klee, D. W. Quinn and A. H. Boote [2013] pp.10-12
- 23) 2011年1月1日以前は年末時点でこの等式を成り立たせるルールであった。
- 24) 旧日銀法第40条は、政府以外の出資者に対して年4%の配当を日本銀行が払えない場合、不足額を政府が補給するとしていた。ただし同条は1947年の日銀法改正で削除され、それに代わる新たな損失補償規定として、準備金や特別準備金を使ってもなお毎事業年度に生じた損失を補填するに不足する場合、政府はその不足額を補給しなければならない、という附則が加わった。

4. 結びに代えて

日銀の金融政策をやや長い視点で展望したとき、2016~17年は国債買入れオペの「札割れ」および「オープンエンド」という政策設計に対する疑念、2017~18年は政府による「デフレ脱却宣言」を契機とする「テイパリング」の可能性が焦点として浮上する。時期を見定めるのは難しいが、その先には「出口」(QQE with E for 'exit')も待ち受けている。

これまで市場参加者は「いつ日銀は追加緩和に打って出るのか」、「その際の手段は何か」に関心を絞って議論してきた。しかし2016年以降は「札割れ→テイパリング→出口」という流れに沿った思考実験も求められるであろう。本稿では、そのうち「出口」の思考実験に資するべく①出口戦略の選択肢と各選択肢の課題、②日銀財務の毀損リスクと損失の認識の2点を検討した。

①については、相対的に市場に優しい出口策とされる付利の引き上げでも、日銀財務が毀損するリスクが高いことを見た。②については、損失の会計上の認識方法(繰延資産の計上か自己資本の毀損か)や日銀法における損失補償規定のあり方を検討した。損失を繰延資産として認識する場合、自己資本の毀損は回避できるが、会計ルールの明確化や回収可能性の妥当性が問われる。一方、仮に損失が自己資本の毀損として認識される場合、QQEからの出口策は金融政策の範疇を超えて、財政問題かつ政治問

題に発展しうる。

日銀はQQEを進める過程でも、法定準備金、債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金を積み増すことで、自己資本の厚みを増す努力をしている。こうした動きは出口を安定的なものにする上で重要なステップであり歓迎される。しかし、損失の会計上の認識方法や損失補償規定のあり方など、出口に関わる制度設計に関して、より具体的な議論が待たれる。

<参考文献>

- 兩宮正佳 [2012], 「LLR 再考 -2012年の中央銀行の課題-」, 野村総合研究所主催「金融市場パネル第20回記念コンファレンス」, 3月12日 (<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/fmp/fmp/discussion.html>)
- 岩田一政・日本経済研究センター編 [2014], 『量的・質的金融緩和』, 日本経済新聞出版社。
- 岩田規久男編著 [2000], 『金融政策の論点』, 東洋経済新報社。
- 植田和男 [2003], 「自己資本と中央銀行」日本金融学会秋季大会における講演, 10月25日 (https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2003/ko0310f.htm/#02)
- 翁邦雄 [2011], 『ポスト・マネタリズムの金融政策』, 日本経済新聞出版社。
- 翁邦雄 [2013 a], 『金融政策のフロンティア』, 日本評論社。
- 翁邦雄 [2013 b], 『日本銀行』, ちくま新書。
- 翁邦雄 [2015], 『経済の大転換と日本銀行』, 岩波書店。
- 白川方明 [2008], 『現代の金融政策』, 日本経済新聞出版社。
- 中曾宏 [2013], 「金融危機と中央銀行の『最後の貸し手』機能」世界銀行主催エグゼクティブフォーラムにおける講演, 4月22日 (http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130423a.htm/)
- 森田京平 [2010], 「中央銀行に自己資本は必要か? 『会計規定第18条』に見る日本銀行のケース」『日本経済フォーカス』, パークレイズ証券, 10月。
- 森田京平 [2012], 「政府と中央銀行の連携強化の余地: 『オフバランス化』と『損失補償』が鍵」『日本経済フォーカス』, パークレイズ証券, 12月。
- Brookings Institution [2014], "Central Banking Af-

- ter The Great Recession: Lessons Learned and Challenges Ahead.” Brookings Institution, January (http://www.brookings.edu/~media/events/2014/1/16-central-banking-great-recession/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf)
- Carpenter, S. B., J. E. Ihrig, E. C. Klee, D. W. Quinn and A. H. Boote [2013], “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections,” *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, January (<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/>)
- Fisher, S. [2015], “Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet,” Remarks at the 2015 Monetary Policy Forum, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150227a.htm>)
- Haltom, R. and J. A. Weinberg [2011], “Unsustainable Fiscal Policy: Implications for Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of Richmond, 2011 Annual Report, (https://www.richmondfed.org/publications/research/annual_report/2011/ar2011)
- Sargent, T. J. and N. Wallace [1981], “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* Fall (<https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic>)

(投稿受付2015年12月28日、)
(最終受理日2016年4月18日)

Thoughts on an Exit from QQE

Kyohei Morita

Barclays Securities Japan Limited

Abstract:

When making an exit from QQE (quantitative and qualitative monetary easing), there will be an issue concerning the soundness of the finances of the Bank of Japan (BoJ)—a matter that tends to be obscured during the easing phase. There are various views on how much importance to attach to the soundness of a central bank's finances in terms of policy management. In the BoJ's case, however, the balance sheet has expanded to such an extreme that the financial costs at the exit stage could be larger than they are for other central banks. Moreover, it is unclear how any losses would be treated in accounting terms (e.g., as a deferred asset or capital impairment) or indemnified against in legal terms.

With this in mind, this paper examines QQE exit strategies and risks. Specifically, we look at: 1) exit strategy options and their respective challenges; and 2) the BoJ's financial soundness and recognition of losses.

Keywords:

QQE, Exit Strategy, BoJ's Finances, Loss Indemnification, Equity Capital