

# 中央銀行のガバナンスと 非伝統的金融政策

1. 非伝統的金融政策のもとでの独立性への影
2. 金融政策の正常化と中央銀行の独立性の再

# 1. 非伝統的な金融政策のもとでの独立性への影響

## 日本銀行と政府・国会との関係—新日銀法

2

- **金融政策の独立性** 金融政策の自主性は尊重されなければならない
  - 目標設定の自主性
- **政策手段の自主性** 通常業務の範囲内 (日銀法第43条 日本銀行は、この法律の規定により日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない。ただし、この法律に規定する日本銀行の目的達成に必要である場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、その限りでない。)
- **政府との意思疎通** 政府の経済政策の基本方針と整合的なものになるよう、十分な意思疎通を図る
  - 政府の金融政策決定会合への出席・意見表明 議案提出権・議決延期権
- **国会への説明責任** (罷免権の廃止...当然ながら大蔵大臣の罷免権などの、現実に機能することもない規定は抜本的に改革 大蔵省改革 P T 作業部会1996年)
  - **為替政策は政府の専管事項**
- **日銀の最高意思決定機関のメンバー9人はすべて両議院の合意を経て内閣任命**
  - 政策委員会議長は政策委員会で互選
- **予算は認可制** 経費 (金融政策に支障を生じさせないものを除く) に関する予算は**財務大臣の認可**
- **剰余金の5%を超えて準備金に積みます** ときには**財務省の認可が必要**
- **政府の損失補填制度の廃止** 自主的判断による損失は日銀が負担すべき
- **発行保証制度** (銀行券発行高に見合う優良資産の日銀保有義務) の廃止

非伝統的金融政策⇒財政政策の分野への踏み入れ ⇒  
 ー損失の可能性、ミクロの資源配分への介入  
 ー長期金利への働きかけ⇒為替政策や国債管理政策を代替・補完？

平時の独立性は維持できず  
 政府から求められる一体、連携

3

### 策手段について政府による認可の必要性

REITやETF買入れは、日銀法第43条第1項但し書き等に基づき財務及び金融庁長官の認可。増やす度に認可を要りなく財政ファイナンスへ

日銀法第5条すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行に借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない

2013年度金融取引	資産 (フロー)						億円
	中央銀行	預金取扱機関	(国内銀行)	在日外銀	農林水産金融機関	中小企業金融機関等)	
国債・財融債	614,295	-244,390	-183,025	-633	7,600	-68,313	

(一般政府 負債 (フロー) 434,778)

ー参考 国庫短期証券 一般政府負債 (フロー) -45,848 日銀資産 (フロー) 101,770

### 日本銀行が保有する国債残高 2014年3月末 201兆円 全体の20.1%

ー2014年末に発行残高のほぼ23%に (IMF) 1年緩和継続ごとに約5%増

資産 (残高) (2014年3月末)	中央銀行	預金取扱機関	(国内銀行)	在日外銀	農林水産金融機関	中小企業金融機関等)
国債・財融債	1,568,771	2,875,071	1,025,650	7,428	257,113	1,584,636

(一般政府 負債残高 7,305,636)

ー参考 国庫短期証券 一般政府負債 (残高) 1,573,958 日銀資産 (残高) 441,834 資料：日本銀行

# 日銀の保有長期国債の残存期間 の長期化—国債管理政策を補完—

4

## 長期国債買入れの 平均残存期間

	フロー (年度中)	ストック (年度末)
2010年度	3.7年	4.9年
2011年度	3.0年	4.3年
2012年度	3.0年	3.9年
2013年度	7.3年	5.6年

(注) 「資産買入等の基金」による買入れ分を含む。

(資料) 日本銀行

## ● 中央銀行の財政健全性への懸念

### ● 財政の健全性の維持の重要性

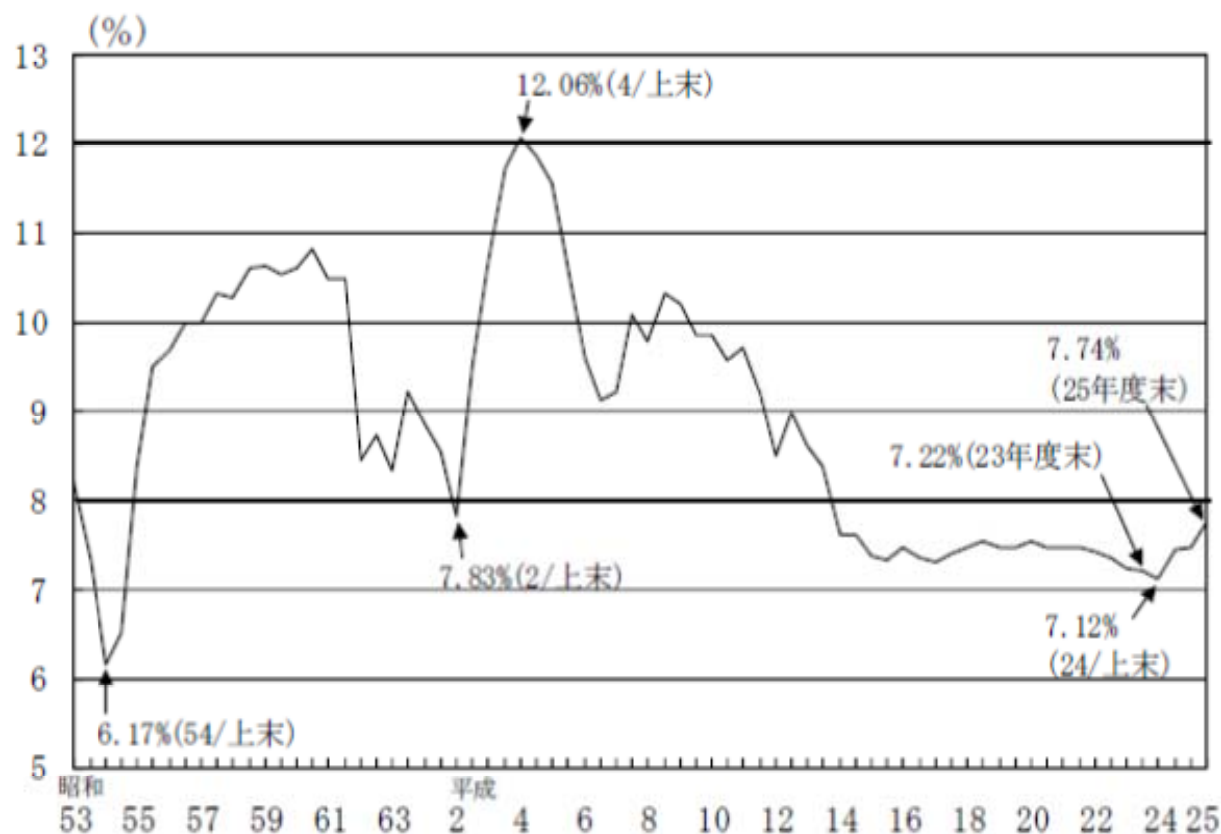
— 事前の政府保証と独立性

BOEやFRB。日銀はこのような対応を求めず  
政府は金を出せば口も出す。責任の所在が不明確に。

— 日本銀行はリスク資産買入決定後に政府に対して自己資本  
に理解を求めた

### ● リスクテイクは政府承認の自己資本比率 (10±2%) の範囲

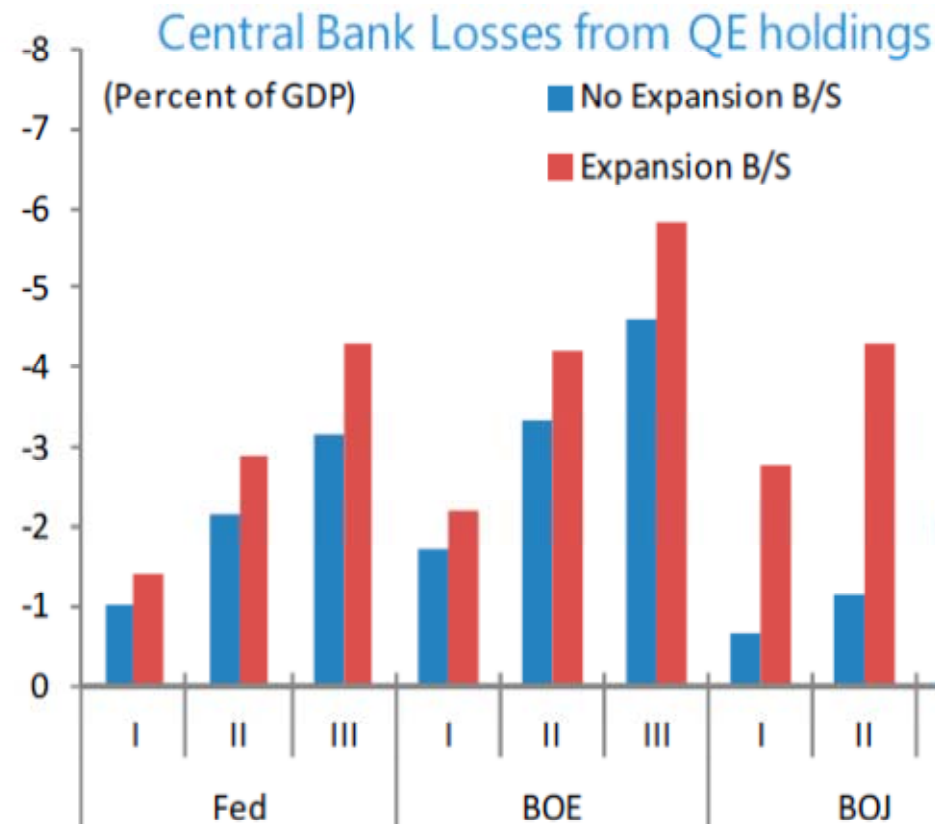
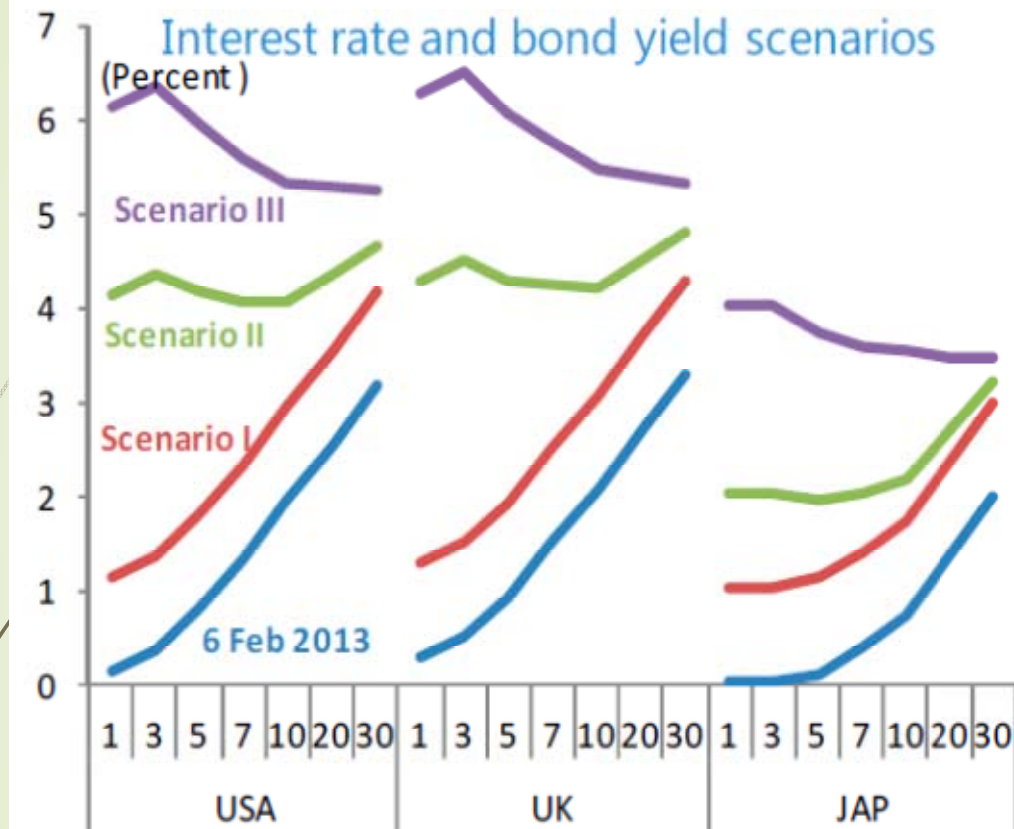
— 非伝統的金融政策下で自己資本比率低下。下限8%も未



# ●中央銀行の損失懸念 出口で被る中央銀行の損失は巨額となる可能性

一統合政府論は非現実的 FRBでも問題に

5



中央銀行損失のネット現在価値（GDP比）米英は2013年末まで購入、日銀は14年末まで購入（100兆円、残存期間約7年）。

第二のシナリオは1993-95年のFEDの引き締め類似シナリオで、FRBスタッフによる試算（2017年に2012GDP比最大約1.6%の（未実現）損失）に類似。

債券が満期まで保有されたとしても償還までより高い短期金利で流動性を吸収するコストのネット現在価値はすぐに債券を売却するコストとおおよそ一致。資料：IMF

# ● 金融政策を巡る今後の課題

## ● 現在の政策の持続可能性

6

- 民間金融機関はどこまで国債残高を減らすことができるか
- 当座預金残高を積み増し続けることができるのか

預金取扱機関	13年度	資産（フロー）	日銀預け金	691,865	億円
			資産合計	358,606	
	13年度末	資産（残高）	日銀預け	1,241,362	
			資産合計	17,178,175	資料：日本銀行

## ● 金融政策を巡る議論の混乱回避

- 追加緩和論と出口論どちらの議論が強まるか ← 日銀と民間の物価見通しの収斂
- 出口論いつから議論するのか ⇒ 不確実性と道しるべのむずかしさ
- 市場との対話と政策委員会の活性化
  - 信頼される見通しの作成 納得のいく政策効果の説明 合意形成の努力の必要性

## ● バブルの回避 ⇒ 金利リスクの認識 ゼロ金利長期化予想の回避（金融政策の第二の柱の重視）

## ● 市場機能低下の回復 ← 財政節度の緩みに対して早めの警戒警報の必要性

## ● 金融システムの再構築の必要性 ← 金融機関の収益悪化

- 中央銀行の財務の健全性 ← 緩和期間が長くなるほど損失が拡大
  - 非伝統的金融政策の効果はイグジット後に評価

## 2. 金融政策の正常化と中央銀行の独立性の再考

— ゼロ金利解除という意味での正常化後の姿は過去のものとは当分異なる可能性

7

— 独立性も過去とは異なる可能性

### ● 新しい金融政策の枠組みの可能性

- 超過準備の吸収は償還を利用し無理をせず、超過準備の適用金利と補完貸付制度の利率（基準貸付率）のコリドーで金融政策を実施。これら金利を誘導目標に？ FRBのスタンスと同様
  - 潜在成長率が低いもとでは、景気のピークはすぐに到達。直線的なイグジットは無理
    - ⇒ 引き締め開始から緩和へのシグナルは金利の方が容易（効果明確）
  - もっとも吸収オペによる金利コントロールは困難 利上げのペースは市場に支配される可能性も
  - 日銀の場合、補完当座預金制度（超過準備に付利）は臨時措置として導入 何度か期限を区切って長後、当面延長ということに（2009年10月30日） 恒久的な制度にする必要
  - 所要準備率の不公平性が問題に 準備預金制度の再考必要
  - 金利上昇で財政への悪影響 ⇒ 政府から利上げへの反対意見強まる可能性

### ● イグジットまでの十分な準備の必要性

#### ● 損失懸念への対応として、自己資本の10%への向けての努力

- 剰余金5%以上の準備金への積み増しを継続的に認めてもらうよう努力
- 後の世代へのコスト先送り回避必要（通貨発行益を日銀に温存）

#### ● 市場と対話しつつ早めに出口論を開始する必要性

- まだ出口が遠い時の方が市場と冷静に議論可能— 出口条件・手順と利上げペースなど
- 出口についての発信は、出口を意識させゼロ金利はいつまでも続かないとの認識を拡大
  - ⇒ 資産価格のオーバーシュートの回避、金利リスクの認識、財政節度への悪影響回避

## 出口円滑化への配慮の必要性

量的緩和よりも格段に難しい出口⇐保有国債の量と残存期限の長さにコミット、マネタリーベースにもコミット、残高を予想インフレと紐づけ

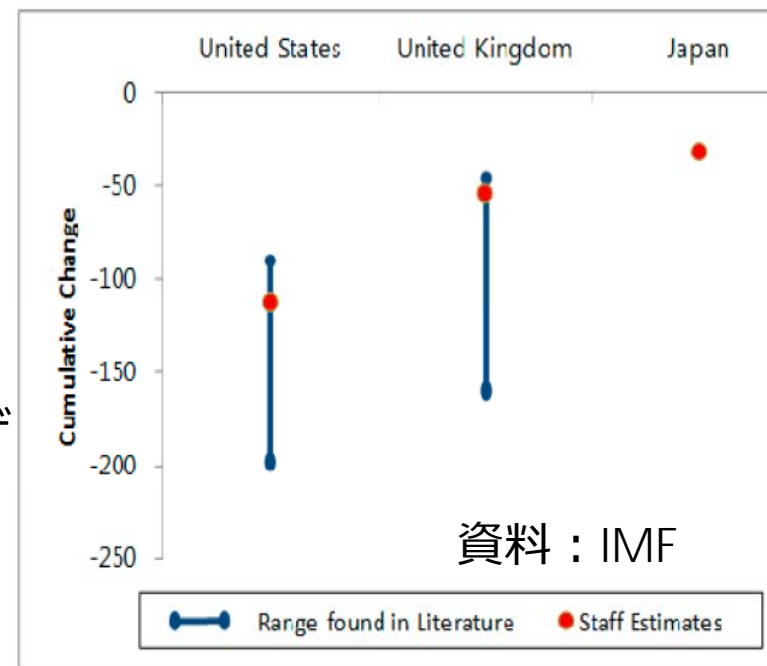
8

予想インフレ上昇にあわせて長期金利上昇を容認する必要

追加緩和の回避 緩和効果減衰かつコスト増

保有国債の期間構造考慮 日銀券ルールの再設定

不確実性が高いもとでは、間違い回避やゆっくりとした利上げを実現するために、ベビーステップでかつ早めに出口へ (BOE ビーン副総裁 (当時))



## ● 財政ファイナンスの回避

● 事実上の財政ファイナンスも、物価目標達成の蓋然性高まったときにグジットするかどうかで ⇒ できなければ財政ファイナンスとの評価

● 信頼に足る財政再建計画が必須であるが、日銀が節度を緩めている自覚必要

● 財政再建が進まないと、クラウドアウト効果が次第に顕現化 ⇒ 低金利へ資金を塩漬け、非効率的な支出へ資源を配分 ⇒ 生産性の上昇を阻害

● 財政ファイナンスを定義し、それを決して行わないことを繰り返し言及する必要

## 金融政策の目標達成と金融システム安定化目標との利益相反を回避

金融システム安定化のためには物価安定目標に下方に許容幅を認める必要

⇒ もっとも、財政再建が進まない懸念がある場合には、上方には金融政策の目標 2% を厳



## 政策委員会の機能強化の重要性

### 政策決定のあり方 ⇒ 流れは一人から委員会制度へ

9

- **ニュージーランド準備銀行** 2013年3月、**内部委員会** (Governing Committee) を発足。金融を含め様々な政策を内部委員会で決定へ。

委員会での決定のメリット⇒各メンバーの知識、知恵、専門性をプール。個人の極端な選好を緩和。メンバーの経験を最大化し、提案を厳密に検証し、主要な政策で**コンセンサス**を形成。

**ニュージーランド準備銀行** 2014年1月、諮問委員会が総裁に**委員会制度**、2か月に一回開催、**多数決**の導入を提言。

### 委員会制度での決定方法は合意形成・多数決・一人の3パターン⇒流れは多数決

ECB 合意形成⇒多数決へ 来年からはFRBタイプへ? (リトアニアのユーロ導入で輪番制への移行を賛成した国に4票、残り14か国に11票。EU条約変更必要)

多数決の典型例はBOE 総裁であっても少数派へ

FRBはグリーンズパンからバーナンキ議長で民主化

日本銀行は合意形成と多数決の間であったが、現在は多数決と一人の間?あるいは一人?

### ● **ポリティカルアポインティーと政策の継続性**

- 後のボードメンバーにコミットさせることはできない キングBOE総裁 (当時) の懸念

出口 (政府と一体・連携の解除) に向けて、**委員会では多様な意見、少数意見が尊重されることが重要** 合意形成と多数決の間へ回帰が望ましいのでは?  
**経済物価見通しの信頼性の向上が非常に重要**

## ● 中央銀行の独立性について再考の必要性

― 財政のサポートからのイグジットで政府からの独立性を取り戻す必要性

## ― 他方で独立性を低下させる要因も

○ 為替制度を含めた国際金融システムの再構築の必要性

○ マクロプルーデンスの視点の重要性と金融庁との協働

○ グローバル化の進展で波及効果や反射効果が大きくなり、新興国を含め海外中央銀行と対話の重要性の高まり