

通貨発行益の側面から見た最近の金融政策

河口 和幸*

Japan's Recent Monetary Policy in terms of Seigniorage

by

Kazuyuki KAWAGUCHI*

要 旨

通貨発行益（シニョレッジ）とは何かに関しては各種の理解があるものの、中央銀行がその業務を行ううえで通貨を発行し、それを見合いに有利子の金融資産を取得することによって獲得する利益と定義することができる。これは、政府が補助貨幣（硬貨）を発行するときに得られる利益とは違い、通貨発行の見返りとして取得する金融資産の利息収入によって獲得されるものである。近年わが国では、政府の財政悪化、円高、デフレの持続を眺めて、政府紙幣の発行等が議論された経緯もあるが、2013年からは日本銀行によりアベノミクスに歩調を合わせて量的・質的金融緩和（QQE）が実施に移され巨額の国債購入等が続けられている。この政策は、継続されている過程においては日銀の収益としてのシニョレッジが増大するものの、その出口段階では、日銀の収益に大きなダメージを与える可能性があると思われる。この「異次元の金融緩和」とも言われる政策によってデフレから脱却し、成長軌道に回復していくことが期待されているが、そうした事態に至ったとしても、日銀の財務内容の悪化、ひいては通貨への信認の低下に繋がって、非常に大きな問題を抱えることになる可能性があることには注意が必要である。

Key Words: 量的・質的金融緩和、財務会計、出口戦略、中央銀行の独立性

1. はじめに

近年、財政収支の悪化、国債の累増、財政の硬直化を背景に、中央銀行の役割に対する期待が頓に高まってきている。このため、中央銀行では金利の操作を中心とする伝統的な金融政策では金利が下限に張り付いて限界があることから、それに代えて、通貨量の操作を中核に据え

て国債やリスク資産の大量購入を行って中央銀行のバランスシートを膨らませる金融政策（いわゆる「非伝統的な金融政策」）が取られるようになってきている。

この間、わが国をはじめ多くの国では、中央銀行に通貨を独占的に発行する権利が与えられているが、通貨を発行する場合には通貨発行益が発生する。通貨発行益とは何かを巡っては、一部にその本質が正確に理解されていない面があるほか、最近の金融政策が量的・質的に大き

*崇城大学工学部総合教育教授

な変化を遂げてきていることなどもあって、政府の財政収入への貢献期待などをも巡って各種の議論が展開されるようになってきている。通貨発行益がどのようなものかについての定義を明確にしたうえで、金融政策を遂行する結果、中央銀行の収益および財務内容にどのような影響が生じてくるのかを分析する必要が高まっているように思われる。

そこで、本稿では、通貨発行益とは何かについて中央銀行の財務会計を踏まえながら見ることとし、併せて最近の金融政策の結果として通貨発行益がどのような推移を辿っていくのかを概観し、さらに、通貨発行益の側面から最近の金融政策を評価していくこととしたい。

2. 通貨発行益（シニョレッジ）

2.1 通貨発行益とは

最初に、改めて通貨発行益とは何かを具体的に考えてみることにしたい。通貨発行益とは、中央銀行がその固有の業務である通貨を発行することによって、それに付随して発生する利益であり、「シニョレッジ」(seigniorage)とされている。この通貨発行益は、「シニョレッジ」のほか、「シニョリッジ」とか、「セイニアリッジ」と表記されることもあるが、以下、本稿では「シニョレッジ」の表記で統一することとする。

それでは、このシニョレッジとは何を意味するのか。シニョレッジとは、封建領主を意味する“seignior”から派生した言葉であると言われている。中世のヨーロッパでは、封建諸侯が貨幣を鑄造し、貨幣の額面金額と含有金属原価との差額を収入としていた。こうした背景があって、シニョレッジとは通貨発行に伴って発生する利益、または通貨発行権を意味するようになったと言われている。わが国の江戸時代においても、シニョレッジの拡大を狙って小判等の貨幣の改鑄が行われてきた経緯がある。すなわち、江戸幕府は財政悪化やデフレ経済等に対処して、貨幣における金の含有量を調整しながら通貨発行量を増やそうとしたが、それはシニョレッジ（いわゆる「出目」）を確保するこ

とが大きな目的であったと言われている。このように、権力をもつ者の最大のメリットの一つが、通貨発行権を独占することによって得られる利益としてのシニョレッジであると言っても過言ではない。

2.2 具体的なシニョレッジの定義

現代では、多くの国において政府とは別に中央銀行が設立され、中央銀行に独占的な通貨発行の権利が与えられている。このようにして、現代では、シニョレッジとは通常中央銀行が通貨を発行することによって得られる利益を意味するようになった。ところで、政府が発行し流通している補助貨幣（硬貨）からもシニョレッジが発生し、むしろ、この場合は政府がシニョレッジを得ている。本稿ではその点にも多少触れるが、ここでは主に中央銀行が発行する通貨によって発生するシニョレッジを念頭においている。

「中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会」の報告書（2004年8月）では、「中央銀行が銀行業務を通じて無利子の負債を負う形で通貨を発行し、その見合いに有利子の金融資産を取得することによって獲得する利益がシニョレッジと捉えられる」と定義している。これが最もわかりやすく、かつ正確な定義と考えられる。しかし、その具体的な中身として何を指しているのかについては、中央銀行の財務会計に関する誤解などもあって、時に間違った解釈がなされてきているのが実情である。

2.3 いわば古典的なシニョレッジ

それでは、シニョレッジの中身を具体的にどう捉えるのかであるが、シニョレッジの定義としての第一の考え方は、通貨の発行高から通貨の製造コストを差し引いた金額とするものである。

ここで日本銀行券の場合で見ると、偽造防止のために特殊印刷を駆使していることもあって銀行券1枚当たりの製造原価は、通常の印刷物に比べるとかなり高いコストがついているようである。ちなみに、独立行政法人国立印刷局における製造原価とか日銀への引き渡し単価自体

はあまり公表されることがないため、詳細なところはわからないが、券種により15円から22円程度となっているとされている。これは多少古いデータであるが、製造原価とか引き渡し価格自体は大きく変動することはないはずなので、現在でもそれほど大きな変化はないものと思われる。

封建時代に見られたような古典的なシニョレッジの捉え方に従えば、1万円券の場合は、日銀への引き渡し価格は22円前後とされているので、額面の1万円とその引き渡し価格との差額がシニョレッジということになる。これを算式で表示すると次のようになる。

$$\text{シニョレッジ④} = \text{通貨発行残高} - \text{通貨製造コスト}$$

なお、わが国の場合、銀行券はいったん日銀に引き取られたあと日銀の金庫に納められる。しかし、この段階では銀行券は財務的にはまだ単なる紙切れという扱いであり、シニョレッジが発生することはない。シニョレッジが発生するのは、あくまでも日銀の窓口から市中金融機関に発行された時点ということになる。

上記のシニョレッジ④はストックとして捉えたものであるが、これを一定の期間のフローとして捉えると、シニョレッジの定義として次のように記述することも可能である。

$$\text{シニョレッジ⑤} = \text{通貨発行残高の期中増加分} - \text{期中通貨製造コスト}$$

上記のように、封建時代等において金属貨幣が使われた時代には貨幣発行権者が通貨発行高と製造コストの差額（貨幣発行額と鑄造にかかるコストの差額）を懐にしていたわけであり、この定義は管理通貨の時代ではなく、金属貨幣の時代にあっては最もわかりやすいものである。

現代でも、政府が発行する補助貨幣（硬貨）については、大まかに言うと、日銀の窓口から払い出される「流通」の時点で、コストを控除

した流通高が政府のシニョレッジとして計上されている。

なお、わが国では、銀行券は日銀窓口からの発行と流通は一致しているが、補助貨幣の場合は、独立行政法人造幣局から日銀に交布された時点が発行で、日銀の窓口から市中へ出て行った場合を流通としている。補助貨幣においては流通の段階でシニョレッジが発生し、財政収入が得られることになる（やや子細に見ると、貨幣回収準備資金に留保される5%部分を除く金額からコストを差し引いたものが財政収入となっている）。

2.4 中央銀行に発生するシニョレッジ

しかし、中央銀行によって通貨が発行されるようになった時代にあつては、事情が違ってくる。つまり、この考え方をより中央銀行の財務会計に即して見る必要がある。中央銀行に発生するシニョレッジを考える場合には、シニョレッジ④、またはシニョレッジ⑤と捉えるわけにはいかない。中央銀行においては、発行する通貨は負債と認識されており、その負債をもとに貸出金や債券などの資産を獲得している。表1に、2014年9月末の日銀のバランスシートを掲載したが、これをみると、中央銀行の資産・負債の状況を明確に理解することができる。中央銀行が銀行券等の通貨を発行するということは、中央銀行にとって負債として経理されている。つまり、中央銀行にとって銀行券を発行するということは、負債証書、または預り証文を発行することを意味しているわけである。

表1 日銀のバランスシート(2014年9月末)
(兆円)

資産		負債および純資産	
科目	金額	科目	金額
国債	229.3	発行銀行券	86.4
うち長期	179.8	当座預金	161.5
貸出金	29.9	損失引当金	3.8
外国為替	6.5	その他負債	21.9
その他資産	11.3	純資産	3.4
合計	277.0	合計	277.0

したがって、中央銀行では、銀行券等の負債の見返りに金融資産を獲得しており、このようなかたちで獲得する金融資産の運用益部分（利息収入）がシニョレヅの大宗となっている。

このように考えてくると、中央銀行の決算において毎期発生するシニョレヅは、次のように記述することができる。改めて触れるまでもないが、ここで経費とは職員給与等の人件費および物件費（一般の事務経費とかシステム運営にかかる諸経費）等を指している。

$$\text{シニョレヅ} \textcircled{C} = \text{国債・貸出金等の金融資産残高} \times \text{それぞれの運用利回} - \text{銀行券製造コスト} - \text{経費}$$

この間、前記表1の日本銀行のバランスシートを細かく見ると、銀行券や当座預金等の負債勘定だけでなく、無コスト資金としての純資産（自己資本）も資産運用に回されており、その運用益もシニョレヅ獲得に寄与していることを読み取ることができる。しかし、バランスシートの全体から見ると、自己資本の水準は比較的小さいため、以下では議論を複雑にしないために、このことには触れない扱いとす。

先ほど中央銀行の財務会計から見る限り、シニョレヅ \textcircled{A} および \textcircled{B} と捉えるわけにはいかず、シニョレヅ \textcircled{C} として見るべきと指摘した。しかし、シニョレヅ \textcircled{C} は、あくまでも単年度の中央銀行の決算において発生する利益に着目したものである。通貨である銀行券等の発行残高は、景気情勢等によって変動するが、毎期発生するシニョレヅ \textcircled{C} を積み上げていくと、シニョレヅ \textcircled{A} に限りなく近づいていくはずである。すなわち、将来にわたって毎期発生するシニョレヅ \textcircled{C} を現在価値に引き直して累計していくと、原理的にはシニョレヅ \textcircled{A} と等しくなるはずである。このように考えると、通俗的に理解されているように、通貨発行によってシニョレヅ \textcircled{A} 、または \textcircled{B} が発生しているという理解は、中央銀行の場合においても、あながちの外れではないということが言える。

この間、中央銀行が資産を獲得するための原

資としての通貨の範囲については、その範囲を狭く捉えて銀行券に限定する考え方がある一方、銀行券だけでなく通貨の役割をしている当座預金も含める考え方があり得るだろう。結論から言うと、シニョレヅ \textcircled{C} で計算される国債等の債券や貸出金といった資産に見合っている負債は銀行券および当座預金であり、この両者を合算したものをその範囲と捉えることが適当であり正確でもあると思われる。

中央銀行のバランスシートからこのことをより詳しく見ると、負債の大部分は銀行券と当座預金であり、これをマネタリーベースと言うが、中央銀行はこの負債の大宗を占める銀行券と当座預金という通貨を原資として、貸出金や国債等の資産を獲得している。日銀では、後で詳述するように、金融政策の一環として当座預金の一部（いわゆる「超過準備」）に付利を行うようになったが、基本的には中央銀行の負債の大宗であるマネタリーベースは無利子であり、無コスト資金である。この負債をもとに有利子の資産である国債や貸出金を獲得しているため、シニョレヅの源泉は資産と負債の利息の差額、つまり利鞘によって獲得されることになるが、負債であるマネタリーベースは基本的には無コストであるため、中央銀行には正確に言えば利鞘という概念は存在しないことになる。したがって、製造コスト等の経費を無視すると、獲得した金融資産から得られる利息収入がそのままシニョレヅとして反映されることになる。

このことは、市中の預金取扱金融機関が有利子の負債である預金（流動性および固定性の預金とNCDを合計したもの）を元手に有利子の資産である貸出金や有価証券を獲得しており、その利息差額、すなわち利鞘によって収益を得ているのとは、財務会計上の仕組みは同じでも多少趣を異にしている。つまり、中央銀行の負債が基本的・原則的には無利子であるということが、市中の預金取扱金融機関の場合と異なっているわけである。

このシニョレヅ \textcircled{C} には、外国為替の変動によって発生する為替差損益とか、保有債券等の価格変動によって発生する売却損益などの営業外損益は含まれていない。そこで、こうした損

益まで包含したさらに広義のシニョレッジとしては、次のように毎期計上される税引前当期剰余金と理解することができる。

$$\text{シニョレッジ④} = \text{毎期の税引前当期剰余金}$$

この税引前当期剰余金から法人税などの税金が支払われ、税引後当期剰余金となる。したがって、この税引後当期剰余金をシニョレッジと捉えることもできる。

$$\text{シニョレッジ⑤} = \text{毎期の税引後当期剰余金}$$

さらに、この税引後当期剰余金から出資者への配当金、法定準備金への積立金が差し引かれたあと、政府に国庫納付金が納められている。したがって、より狭く捉えると、この国庫納付金部分のみをシニョレッジとすることもできる。

$$\text{シニョレッジ⑥} = \text{毎期中央銀行から政府に納入される国庫納付金}$$

中央銀行がその使命を果たしていくうえで獲得する利益としてのシニョレッジを考える場合、中央銀行の損益計算書において全ての収支を調整した後に出てくるシニョレッジ④（税引前当期剰余金）が最も捉えやすく、かつ理解しやすいものであると思われる。この点は、後で詳述したい。

2.5 シニョレッジの処分

シニョレッジは中央銀行の利益の大部分を構成している。シニョレッジは中央銀行がその使命を果たしていく結果として得られているものであることから、シニョレッジの大部分を国庫に帰属させる仕組みが取られているわけである（先進国では、子細に見ると多少の違いはあるものの、ほぼ共通の考え方に立った仕組みと

なっている）。

日銀の場合、国庫納付金の計算方法については、過去いくつかの変遷が見られた。現行では、毎期の損益計算書上得られる税引後当期剰余金から準備金としての所定の積立ておよび出資者への配当金を控除した残額の全てを国庫に納付している。これを受けるサイドの財政では、「税外収入」として一般会計に受け入れ経理されている。日銀からの国庫納付金は、非常に重要な歳入項目となっており、財政事情の悪化などを背景にこれをいかに増やしていくかが真剣に議論されたりしている。

なお、国庫納付金の算出方法は前述したとおりであるが、次のようにして計算されている。

$$\text{国庫納付金} = \text{税引後当期剰余金} - \text{法定準備金への積み立て} - \text{出資者への配当金}$$

このことを日本銀行法第53条各号に即してみると、各事業年度に発生する損益計算上の剰余金は、その5%を準備金として積み立てるほか、出資者への配当金（上限5%）を支払った後の残額を全て国庫に納付しなければならないとされている。ただし、とくに必要があると認めるときは、財務大臣の認可を得て、5%を超えて準備金に積み立てることができることとされている。

これを最近の実績でみると、次の表2のとおり処分がなされている。

表2 日銀の当期剰余金の処分状況
(単位 億円)

	当期剰余金 (A)	法定積立金 (B)	B/A (%)	国庫納付金
2007年度	6,407	320	5	6,087
2008年度	3,002	450	15	2,552
2009年度	3,671	183	5	3,487
2010年度	521	78	15	443
2011年度	5,290	264	5	5,026
2012年度	5,760	288	5	5,472
2013年度	7,242	1,448	20	5,793

この表から2007年度以降の法定積立金への積

み立て状況を見ると、2013年度には日本銀行法第53条第2号を適用して、財務大臣の認可を得て5%を上回る20%の積み立てがなされており、また2008年度および2010年度にも15%の積み立てがなされた経緯がある。それ以外の年度には、同第1号の規定をそのまま適用して5%の積み立てがなされている。このように、毎年度どれだけの割合を法定積立金への積み立てに回すかについては、必ずしも一定の方針やルールのもとに行われているわけではなく、その時々金融および財政事情を眺めながら、財務省と日銀との間で相談しながら決められていると考えられる。この中で、2013年度は日銀の財務の不安定性の高まり等を眺めて多めの法定準備金への積み立てがなされたわけである。この点は、後に改めて詳述したい。

2.6 最近の日銀のシニョレッジ動向

上述したように、シニョレッジにはいくつかの定義があり得るが、日銀の財務会計上から毎期発生するシニョレッジは、シニョレッジ㉔、㉕、㉖、㉗である。この中で、一番捉えやすく、理解しやすいのは、シニョレッジ㉕の税引前当期剰余金ではないかと思われる。と言うのは、この税引前当期剰余金の中から、前述したように、①税金として法人税、住民税および事業税が差し引かれ、さらに、②残った税引後当期剰余金の中から、法定準備金への積み立てと出資者への配当金の支払いがなされる。それらの処理がなされた後の残額が全て国庫納付金として政府に納付されている。これらの①および②は日銀に発生する広い意味での利益であり、その配分先を表しているのにすぎない。つまり、法人税等も一種の国庫および地方公共団体への納付金であるとみなすことができ、それらを含めた税引前当期剰余金が最も端的な形でのシニョレッジとなっていると見ることができわけである。従って、本稿ではこの税引前当期剰余金をシニョレッジとして定義し、議論の前提に置いていくこととする。

なお、日銀の資本金は1億円であり、日銀法第53条第4号では出資者への配当率は5%を超えてはならないとされていることから、過去に

においては上限の5%が支払われてきた。出資金1億円の5%は金額にすると5百万円であり、日銀のシニョレッジの水準から見ると桁違いに小さい金額であり、ほとんど無視できる規模である。

このようにして、シニョレッジを税引前当期剰余金と定義すると、このシニョレッジとしての税引前当期剰余金は別表1のと通りの推移を辿っている。これを見ると、シニョレッジは、過去には1兆円を超える時代が続いた（因みに1998年度から2002年度までの5年度間の平均は1兆2,000億円強となっている）ものの、2008年度以降は5,000億円にも満たない状態が続いている。ただ、2012年度以降は保有国債の急拡大等を映じて、2012年度は8,366億円、13年度は9,816億円、2014年度上半期は6,466億円（前年同期比41.2%増）と、再び増加傾向を示している。

このようにして、最近のシニョレッジ動向の特徴としては、その水準がひとところに比べて低下し、底が浅くなっているというだけでなく、そのことが響いて年度毎の変動（増益・減益）の幅が大きくなってきていることが窺われる。

そのような特徴を示すようになった背景としては、貸出金や長期・短期国債などの運用利回りが低下していることが主因であるが、そのほかにも、為替変動を映じた外国為替関係損益（為替差損益）の影響を強く受けていること等が挙げられる。ちなみに、最近6年度間の外国為替関係損益を見ると、2008年度から11年度までは損失計上が続いたものの、12年度、13年度および14年度上半期は利益計上しており、為替相場の動きを反映して大きな変動が発生している。

3. 最近の金融政策について

わが国では、近年デフレ傾向が続いてきた中で、財政の硬直化が進み機動性が失われてきているところから、財政による景気対策には限界が大きくなってきており、結果として日銀の金融政策に大きな期待がかけられるようになってきている。

一時は、日銀による国債の直接引き受けの議

論や、政府紙幣の発行の議論なども展開されたこともある。これらの提言された政策はいずれも政府の財源確保が最大の目的とするものであったが、日銀に対してさらなる金融緩和の推進を求める圧力にもなったとすることができる。これら政策をシニョレッジの側面から捉えれば、政府紙幣の発行議論は政府が直接シニョレッジを獲得しようとするものであり、一方日銀による国債の引き受けの議論は、日銀の収益としてシニョレッジを増大させ、それによって国庫納付金の増加に期待した政策の議論であったと見ることもできる。

こうした議論が展開されてきたことなどを背景に、日銀は金融緩和策を強化し続け、その結果として日銀のバランスシートは拡大の一途を辿ってきた。特に、いわゆるアベノミクスの「三本の矢」の一環として2013年4月から実施されている量的・質的金融緩和（QQE）は「第一の矢」（「第二の矢」は機動的な財政出動または「国土強靱化政策」、「第三の矢」は成長戦略の策定）として、「異次元の金融緩和」とも称されているが、その柱は、日銀が市中からこれまでにない規模で国債等を買入れるという政策である。この政策は、大胆な金融緩和を展開することによって市場の期待に働きかけ、デフレ脱却と景気回復（プラス成長）を図っていかうとするものであるが、シニョレッジの側面から捉えれば、日銀のシニョレッジを増大させ、それによって財政収入を増加させようとする政策と見ることもできる。

13年4月に打ち出されたこの量的・質的金融緩和の中身をより詳しく見てみると、今後2年程度の期間を念頭に、消費者物価の上昇2%を実現することとして、それを実現するために次のような政策が展開されている。①資産サイドでは、国債を毎月7兆円強買い進め、14年末には12年末に比べて日銀の保有長期国債を2倍以上に拡大する一方、負債サイドでは当座預金を中心にマネタリーベースを2012年末の2倍の水準である270兆円まで拡大させていくとしている。

また、このほか、②金融政策を金利のコントロールからマネタリーベース（量）のコント

ロールへ変更すること、③長期国債の買い入れ対象を拡大し平均残存期間を7年程度に延長すること（従来は、買い入れ国債の残存期間は3年以下としてきた）、④ETF、J-REIT等のリスク資産の買い入れを拡大すること、等の政策も掲げた。

さらに、こうした緩和策を実施する結果、⑤日銀がこれまで設けて指針としてきた「銀行券ルール」を一時停止することとした。「銀行券ルール」とは、2001年に長期国債の保有額を銀行券発行残高の範囲内とするという日銀が掲げてきた日銀の自主的なルールのことである。ただ、2010年に包括緩和政策が導入された際、資産等買い入れ基金による長期国債の購入額は、「銀行券ルール」の対象外とされており、「銀行券ルール」は実質的に形骸化していたのは事実であるが、量的・質的金融緩和の開始によって完全に棚上げとされてしまったわけである。

量的・質的金融緩和開始後の1年半を経過した14年10月の時点での景気動向に関しては、円安・株高が一定程度進行し、消費者物価指数も上向きに転じつつあり、それなりの政策効果が窺われるとして一定の評価がなされた一方で、政策導入後時間が経つにつれて政策の新鮮味も薄れているとの指摘も強まってきていた。そうした政策に対する評価の変化を反映して、また、頼みとしてきた中国やEUなどの海外の景気減速の観測も手伝って、市場の一部からは追加緩和策が求められ続けた。

こうした状況下、14年10月末に日銀は消費税8%への増税後の景気回復への足取りの鈍さ等を眺めつつ、「物価下押し圧力残存によるデフレマインドの転換遅延」などを理由に金融緩和策の追加を行った。その内容としては、①マネタリーベースの年間増加目標を80兆円に拡大すること（約10~20兆円追加）、②長期国債の保有残高の増加目標を年間80兆円に拡大すること（約30兆円追加）、③買い入れ国債の残存期間をこれまでの7年程度から7~10年に延長すること、④ETFやJ-REITの買い入れも増額することなどを柱としている。このようにして、当初実施された金融緩和策および追加緩和策の結果、日銀のバランスシートの中で、とりわけマネタ

リーベースおよび保有長期国債残高は、表3、表4のとおり、急拡大していくことが目標として示され、実際にほぼ掲げた目標通りの推移を辿ってきている。

しかしながら、それでも政策目標が期限までに実現するかどうかについてはなお予断を許さない状況にあると言わざるを得ない。とくに、追加緩和が公表された直後に、GDPが2014年4～6月期、7～9月期と2期連続のマイナスとなったことが判明し、注目されてきた消費税の引き上げ（8→10%）の判断が先送りされ、衆議院が解散されたことにも表われているように、景気回復が捗々しくないことは大きな懸念材料となっている。

なお、ここでは深く立ち入らないが、量的・質的金融緩和では、日銀の国債購入増大に伴い当座預金が積み上がっていくことが政策の数値目標として掲げられているように、金融緩和政策の結果として市中での金融機関の貸出金の増加、ひいては銀行券需要の増加に繋がっていくという前提は当初から置かれていないように窺われる。このようなことから見ても、この金融緩和政策自体としては景気を刺激する効果は乏しく、むしろ市場の期待をふくらませ、それを景気拡大の呼び水としようとするのを主な狙いとしているのではないかと推察されている。このような事情もあって、政策の新鮮味が薄れるにつれて市場の期待感も小さくなっているというのは決して不思議なことではないのではなかろうか。したがって、今回の一連の金融緩和政策が経済成長への十分な起爆剤になりえないものとすれば、アベノミクスにおいては、この「第一の矢」（および「第二の矢」）ではなく、あくまでも「第三の矢」である「成長戦略」の策定とその積極的な推進こそが非常に重要なポイントとなっているということは論をまたないであろう。

表3 量的・質的金融緩和の目標 (兆円)

	12年末	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
マネタリーベース	138	[202] 200	[275] 270
長期国債	89	[142] 140	[200] 190
CP等	2.1	[2.2] 2.2	[2.2] 2.2
社債等	2.9	[3.2] 3.2	[3.2] 3.2
J-REIT	0.11	[0.14] 0.14	[0.18] 0.17
銀行券	87	[90] 88	[93] 90
当座預金	47	[107] 107	[177] 175
日銀 B/S 計	158	[224] 220	[297] 290

[]内は2014年10月の追加緩和時の実績値および修正値

表4 最近のマネタリーベースの実績推移

	マネタリーベース 平均残高 (兆円)
2010/3月	96.4
2011/3月	112.7
2012/3月	112.4
2013/3月	134.7
9月	181.7
12月	193.4
2014/3月	208.5
9月	245.8

4. シニョレヅジから見た最近の金融政策

4.1 金融政策の出口戦略の必要性

日銀のシニョレヅジとしての税引前当期剰余金は、2011年度までは運用利回の低下と外国為替関係損失（為替差損）のダブルパンチが響き大きく減少していた。しかし、2012年度は為替の円安化を受けて外国為替関係損益がプラスに転じたことから増加し、また13年度は長期国債を中心とした運用資産が増加したことに加えて、円安化が続いたことを反映して外国為替関係損益がプラスとなったことなどから、さらに増加を見たのは前述したとおりである。

このように、日銀のシニョレヅジという側面から見る限り、これまでのところ量的・質的

融緩和政策の狙いが奏功してシニョレッジが増加し、それにつれて国庫納付金も増加していることをはっきりと認めることができる。

しかしながら、こうした大胆な量的・質的金融緩和を続けていくと、その歪みも大きくなるわけで、いつまでも続けていくわけにはいかないのは当然のことである。米国では、2014年1月から量的金融緩和（QE3）の段階的な縮小を開始し、14年10月にはその終了を決定した。今後はゼロ金利政策をどのようなタイミングで終了させていくのかの展望に移っている。一方、わが国では、上述のように14年10月に金融緩和策の追加を余儀なくされており、米国とは逆方向の展開となっている。このように見ると、現状では今次緩和政策が終了を迎えるときの方策

（いわゆる「出口戦略」）を考えるのは時期尚早のようにも見えるが、いかなる金融環境にあったとしても、大胆な政策を展開すればするほど、なるべく早い段階から出口戦略を考えておく必要があるのは言うまでもないだろう。ここで出口戦略とは、量的・質的金融緩和を転換・収束していく際に、ハードランディングとならないように工夫・誘導していく方策のことを指している。

つまり、日銀にとっては急激に増加させてきたマネタリーベースと国債を中心とした運用資産の増加ペースをスローダウンさせ、最終的にはそれを圧縮して如何に平常ベースに戻していくかという非常に重要な課題が残されているわけである。

4.2 具体的な出口戦略

出口戦略を検討することになるときは、量的・質的金融緩和が効果を挙げて、一定程度の景気回復と目標に沿った物価上昇が達成された時点ということになるはずである。ただ、日銀自身は、この時点に到達したときの出口戦略については「時期尚早」として依然多くを語ろうとはしていないことから、「出口戦略を封印している」という受け止め方がなされている。こうした社会実験とも言える大胆な政策を行うときには、出口戦略まで予め考えておくことは非常に重要であり、それを封印するわけにはいか

ないと考えられる。

政策の効果が出て出口戦略の検討を始めるような経済の好環境期を迎えたときに、量的・質的金融緩和を終了するということになる。その場合、売りオペによって急拡大した国債残高を減らしていくことによって、当座預金（超過準備）残高を減らし、その段階を経て金利を徐々に引き上げていくというのが合理的に考えられるシナリオということになるとされる。そうしたことを念頭に、出口戦略としては、現在次の3つの方策が柱になるのではないかと指摘されている。

なお、物価上昇期になれば、当然国債の金利が上昇するため財政負担もそれだけ増大し、財政状態の悪化に拍車がかかることになる。のみならず、金融機関の損益への影響も無視できないだろう。これらの点は非常に重要で気がかりな問題であるが、本稿の主たるテーマではないので、ここではこれ以上は触れない。

①急拡大した保有国債を売却していく

第一の出口戦略としては、市場から購入してきた長期国債の購入ペースを徐々にスローダウンさせていくことになる（米国において実施されたようないわゆる「テーパリング」）。この段階では、購入のペースがスローダウンするだけであるから、日銀の保有国債残高はさらに増加していくことになる。つまり、この段階では出口戦略としてその入口に差し掛かっただけに止まるため、次のステップとして逆に保有国債を市場に売却して減少させていくという方策が必要となる。これまで国債等の資産を急激に増やしてきたのであるから、日銀が掲げた政策目標が実現した以上、大きく膨らんだ国債等の資産を売却によって圧縮していくという方策が最もわかりやすい出口戦略であろう。

しかし、エコノミスト間では、この方策は現実的ではないという意見が多いように見受けられる。その理由としては次の点が挙げられている。すなわち、2%の物価上昇が達成したという金融環境にあっては、当然国債の金利も上昇（価格が下落）しており、こうした市場環境において日銀が市場で国債を売却すると、

ことさら金利の上昇を招いてしまうはずである（もちろん、日銀が保有国債を売却すると、日銀の財務面で抱えていた国債の含み損が売却損として表面化してしまうことにもなる）。それだけに止まらずに、金融機関は国債金利の上昇によって発生する損失の増大という事態を極力避けようとして保有国債の売却を急ぐはずであり、そうなると、実際のところ日銀は保有国債を売却するどころか市中からの買い入れに走らざるを得なくなる。そうしないと国債価格の急落を招いてしまうという可能性が高まるからである。このようにして、日銀が出口戦略として保有国債を売却して圧縮を図るという方策は理屈としては考えられるが、現実的ではないと指摘されているわけである。

②高水準の国債をその償還まで保有し続ける

第二の方策としては、日銀は長期国債の売却は行わずに、償還期限が到来するまで長期国債を保有し続けるという方策が現実的ではないかと指摘されている。ただ、この方策を取る場合、日銀は今回の金融緩和を通じて償還期の長い国債の保有を増やしてきているところから、償還期が到来する都度非常にゆるやかに減少していくことになる。ちなみに、日銀は保有長期国債の平均残存期間を7～10年程度（追加緩和策実施後ベース）とするように買い入れを行ってきているところから、出口戦略はそれに応じて長期にわたるだけでなく、その大部分の期間にわたり日銀が保有国債の含み損を抱えてしまうという懸念も生じる。含み損は実現損ではないので、表面的には日銀の財務は無傷であるが、専門的に見たら日銀が大きな損失を抱えているのは歴然としている。財政悪化が是正されない一方で、日銀がこのような財務状態に陥ってしまうことは、量的・質的金融緩和が、やはり「財政ファイナンス（マネタイゼーション）」にかなり近い政策であったという目で見られかねないという嫌みにも繋がってしまうだろう。日銀の保有国債に含み損（しかも時期によっては巨額の含み損）が生じているということは、日銀の財務の健全性に対する信認の低下、ひいては通貨に対する信認の低下にも繋がる可能性があ

るだけに、この方策を続けることに関しては、相当慎重な配慮が必要となるであろう。

③補完当座預金への付利水準を引き上げる

第三の方策としては、日銀の黒田総裁も指摘しているとおり、「補完当座預金」への付利水準を引き上げるという方策である。日銀は、現在法定の準備預金を上回る当座預金（補完当座預金、いわゆる超過準備）に対しては、0.1%の金利を付けている。出口戦略においては、この金利水準を引き上げて引き締め効果を出していくという方策である。この方策は、上記②の国債を償還期到来まで保有し続けるという手段とワンセットとして実施される可能性が高いと言われている。保有国債残高が減少していくテンポに合わせて当座預金残高を減少させていくことになるので、この方策が最も現実的なものではないかと指摘されているわけである。

ここで補完当座預金制度について触れると、金融機関から日銀に預けられる当座預金（準備預金）は、08年11月までは無利子であったが、08年11月に「補完当座預金制度」が設けられ、必要な準備額を超える当座預金（いわゆる「超過準備額」）には0.1%の付利が行われるようになり、現在も継続されている。日銀が量的・質的金融緩和に沿って市場から国債を購入しようとする場合、金融機関が売却代金を当座預金として日銀に置いておきやすくするための方策と思われる。最近の金融経済情勢を見ると、金融機関では国債を日銀に売却しても貸出等の運用先があまり見つからないため、資金がだぶついており、余剰分を日銀の当座預金として置いておかざるを得ない状況にある。こうしたことから、日銀でも市中金融機関の貸出等が将来的にもあまり増加しないことを暗に認めて、少しでも日銀の金融政策（国債の買い入れ等）を円滑に行うための方策として、日銀の当座預金に付利がなされていると考えられる。

多くの学者やエコノミストによって、この補完当座預金の金利を引き上げることによって発生する日銀負担（「出口コスト」）の試算がなされているが、各種前提を置いた試算によっても日銀の負担するコストは無視できない水準とな

り、国債の利息収入の増加はあっても日銀のシニョレッジは大きなマイナス（税引前当期剰余金の赤字化）になることは避けられないとの見通しになっている。

すなわち、「出口」時点において、物価上昇幅が目標どおり2%となっていると仮定した場合、補完当座預金への付利水準もそれに見合っただけで上昇しているはずである。日銀の負担額は、簡単に計算することができる。出口時点では前述のとおり当座預金の残高は177兆円（追加緩和策実施後ベース）に達することが計画されているため、補完当座預金の金利が1%であると仮定すると、大まかに見積もっても、単年度で1.77兆円の支払い利息が必要となる。しかし、これでは国債の利息収入の増加を織り込んでも、ここ数年の日銀の税引前当期剰余金の水準（表2参照）を上回るコスト（支払い利息）が発生して赤字に陥ってしまう可能性が高くなる。むしろ、金利水準が1%を超えればさらに大きな経費負担となることは言うまでもない。

なお、付利水準を引き上げることに代えて売出手形によって資金を吸収して引き締め効果を出すという方策も考えられるとされている。しかし、この方策によっても日銀の支払い利息の負担はありうるわけで、日銀の収益に与える影響は当座預金の付利水準の引き上げの場合とほとんど変わらないものと思われる。

この間、超過準備預金への付利を撤廃して強制的に積み上げさせる（所要準備額を大幅に引き上げる）ことにすれば、この問題を回避することが可能と指摘されている。しかしながら、この方策は、ただでさえ金利上昇によって巨額の国債の含み損が発生して収益が悪化している金融機関に対して、追い打ちをかけるように日銀の損失を付け回すことになる政策と言える。このような政策に対しては、多くの批判が噴出することは必至であり、それを考えれば、やはり現実的な方策とはとても思えない。

4.3 物価目標2%達成が得られなかったときの対応策

以上は、日銀の金融政策が奏功して、物価目標が達成している場合を想定して議論を進めて

きた。しかし、日銀が掲げている物価上昇の目標である2%が2年程度たっても達成できないという事態も想定しなければならないだろう。事実、前述したとおり、日銀はそうしたリスクの高まりを織り込んで14年10月には追加緩和に踏み切っている。日銀の黒田総裁は、追加緩和時には目標実現へ向けて「出来ることは何でもやる」と述べているように、目標未達の場合は、現在実施している政策が変わらず、長期国債をさらに買い続けるか、買入れ額を増やしていくことになるだろう。しかし、いつまでたっても目標が達成できないという事態となることは、出口が見えない袋小路に入り込んでしまうということの意味するだろう。

ただ、この場合も、日銀の国債購入を続けるのには当然限度があるはずである。第一に、日銀にとっては、財務的に見て国債の保有比率を無制限に高めていくわけにはいかないからである。「財政ファイナンス」といった批判が高まる懸念があるだけでなく、日銀のリスク管理上においても大きな問題をはらむためである。第二に、日銀が国債の大量購入を続けることに起因して金融市場には混乱が起きないとも限らないからである。実際、短期国債の品薄感が強まってきたことから、その入札に際してマイナス金利が出現するという異例な事態も発生している。第三に、日銀が国債購入を続ける意思を示しても、金融機関が日銀の買入れのオファーには応じなくなる時点がいずれは到来する可能性もあるからである。金融機関にとっては、現状では引き受けた国債のうち、その約9割に相当する額を日銀が購入してくれるという前提があり、その限りでは自身の損益に大きなマイナスの影響もないため、政策につき合っていけるが、それをいつまで続けられるかどうかについては、今後の金融情勢等を眺めた金融機関自身の収益見通しとか、資産のポートフォリオ・金利リスク管理の戦略との兼ね合いなどもあって読み切れないところがあるためである。いずれにしても、こうしたリスクや不確定要素が高まることを考えていくと、日銀は金融機関から永遠に現在の規模の買入れを続けていくわけにはいかないのである。金融機関にとって

は、メリットがなければ金融政策に協力していく義務はないのである。それでも、国債買い入れを継続するということをすれば、上記のように、日銀に対する政策批判はさらに強まっていくのは必至と思われる。そうした批判が広範化すればするだけ、国債の信用度が低下して金利も急上昇するだろう。そうすれば、日銀は保有国債の膨大な含み損を抱えて財務体質を悪化させてしまうことに止まらずに、日銀、ひいては通貨への信認も大きく低下する可能性がある。

4.4 出口戦略の取り敢えずの結論

以上のように見てくると、日銀のシニョレッジの観点からは、量的・質的金融緩和は、その政策が継続されている間は、低金利状態が続く中であってもマネタリーベースと運用資産の増加から資金運用益が拡大するうえ、為替の円安化による外国為替関係益（為替差益）も加わることになれば、シニョレッジはダブル効果で拡大する。

しかしながら、その出口戦略まで延長して考えると、シニョレッジはマイナスの局面を迎えることになる。すなわち、量的・質的金融緩和が継続されている期間でのシニョレッジの増加と、その出口戦略が展開される局面でのシニョレッジの減少（またはマイナス）という構図になり、これを一口で言えば、シニョレッジがただ単に先食いされている姿にすぎないことが分かる。しかも、出口戦略の展開によっては、日銀の損益（シニョレッジ）が赤字になってしまうことも十分ありうるわけで、そうした場合には、単に先食いされているということに止まらずに、トータルとして大きなマイナス超になってしまうこともありうる。

もちろん、出口戦略に転換する時点において日銀の収益悪化を上回って、景気回復による税収増加があれば、少なくとも政府および国民全体としては問題が小さいかもしれないが、日銀の財務体質の悪化が中央銀行への信認の低下につながっていく可能性があるというデメリットは相当程度覚悟しておかなければならないだろう。

このように見ると、量的・質的金融緩和は、

将来へ向けてリスクが極めて大きいだけでなく、財政政策そのものに近似していく政策でもあり、日銀の立場で、この政策をどこまで継続していくことが可能なのかという根源的な疑問にも辿りつくだろう。また、この政策は遂行されている間は政府と日銀の間は非常に親和的・友好的であるが、出口段階になると利害が相対立した関係に陥る可能性もあると考えられる。日銀は、出口段階において予想される政府からの強い抵抗を押し切っても自ら考えるかたちで政策転換（出口戦略）を実施に移していけるのか、その胆力と覚悟が試されていくように思われる。

（参考）政府紙幣発行の場合のシニョレッジ

量的・質的金融緩和を導入する以前には、上述したように、日銀に代わって政府が通貨を発行することが議論された経緯がある。いわゆる「政府紙幣」の発行問題であり、①財政収入の確保、②デフレ脱却等の観点から、さまざまな機会に論じられてきた経緯があり、過去にこれに関する優れた分析も存在する。特に、大久保和正「政府紙幣発行の財政金融上の位置付け」や小栗誠治「政府紙幣の本質について」などは、非常に精緻かつ明快な論述となっており、私自身、これらの論文における多くの結論について賛同するものである。政府紙幣の発行によって発生するシニョレッジは、量的・質的金融緩和の場合とやや似たような動向を示すように思われるので、参考までに政府紙幣の発行を巡る問題について若干触れてみることにしたい。

政府紙幣の発行にはいろいろな方策が考えられるが、政府紙幣の発行によって発生するシニョレッジへの影響について、主なものに絞って簡単に整理してみると、次のようになるだろう。第一は、補助貨幣と同じような方法で政府紙幣を発行する場合のシニョレッジへの影響についてである。すなわち、この政府紙幣の発行問題は、日銀に代わって政府が通貨を発行することによって、現在の補助貨幣の発行によって発生しているようなシニョレッジを政府が獲得し、財政収入を得ようとする意図から展開されてきたと言えるだろう。前述したように、補助

貨幣においては、日銀窓口から払い出される時点、つまりそれが流通に回される時点において、流通額から製造コストを差し引いたシニョレヅジが得られている。このケースにあっては前述のシニョレヅジ^④を獲得することができる。政府が補助貨幣ではなく紙幣を発行した場合も、やはりこのシニョレヅジ^④を獲得することができる。政府紙幣の場合は、発行（流通）金額がけた違いに大きいものとなると考えられるだけに、補助貨幣の場合と違ってかなり巨額のシニョレヅジが獲得できるという期待がある。

確かに、この政府紙幣発行のケースにおいては、政府は流通時点で巨額のシニョレヅジを獲得できるが、流通に回った後を想定するとどのような事態が待ち受けるのであろうか。通常は、先にも若干触れたように、経済活動の規模と人々の貨幣選好の状況に応じて必要とされる貨幣量はほぼ決まっているものであり、人為的にこれをコントロールすることは難しいとされている。このため、新たに政府紙幣が発行されても、経済活動等によって必要とされる規模を上回る通貨は徐々に回収されていくことになるはずであり、その場合、政府紙幣か日銀券のどちらかが回収されていくことになる。

なお、政府紙幣を発行するのに際して、銀行券や政府紙幣が還流しないようにするためには、インフレにして取引需要を拡大させればよく、そうすれば必要とされる通貨量は増えていくことになると言われている。しかしこの場合、政府が貨幣発行によるシニョレヅジを獲得する代わりに、人々がインフレという負担（インフレ税）を受忍することになる。

インフレを発生させるという事態を想定しない限り、人々の貨幣選好によって必要な規模の通貨量はほぼ決まっており、前述したように必要な規模に到達するまで、日銀券か政府紙幣のどちらかが徐々に回収されていくことになるはずである。常識的には人々が慣れ親しんでいない政府紙幣が回収されていくことになるように思われるが、そうではなくて、日銀券が回収されていくとなる（政府紙幣を優先的に流通させるといふ何らかの方策を講じると、日銀にとっては銀行券の発行残高が減少し、それに

じて最終的には国債等の運用資産の規模を圧縮させざるを得なくなる。この場合は、日銀のシニョレヅジもそれに応じて減少することになる。

一方、政府紙幣が回収されていくとなると、日銀窓口で政府紙幣が持ち込まれることになる。この場合、日銀の資産として政府紙幣が積み上げられていくことになるか、政府によって日銀から政府紙幣を順次引き取られることになるかのどちらかが選択されるだろう。政府から引き取られることになる場合は、日銀のシニョレヅジには影響がほとんどないが、その分だけ政府のシニョレヅジが減殺されることになる。政府にとっては、折角享受したシニョレヅジをこの段階で吐き出してしまうことになるわけで、これでは元の木阿弥になってしまう。

一方、回収された政府紙幣が政府によって引き取られず、それが日銀の資産として積み上げられ塩漬けになることも考えられ得る。この場合、日銀では利回ゼロの資産としての政府紙幣が増加する一方で、当座預金が増加することになる。しかし、当座預金はいつまでも留め置かれることはないはずであり、それが徐々に払い出されていけば、最終的には何らかのかたちで有利子の負債を増やさざるを得なくなるだろう。このため、日銀では政府紙幣が増えれば増えるだけ、その部分が逆鞘となってシニョレヅジが減少していくことになる。つまりこの場合は、日銀は償還のない無利子の永久国債を引き受けたのと同じ負担を余儀なくされることになる。

それでは、政府紙幣の発行の第二の方法として、政府が市中に出回るような政府紙幣ではなく、市中に出回らない「紙切れ」としての政府紙幣を日銀に一括して購入させるケースも想定される。この場合は、政府と日銀との間での政府紙幣の交換によって政府がシニョレヅジを獲得しようとするものであり、無利子の永久国債を日銀がいきなり引き受ける形態と何ら変わらない。のみならず、この方法は日銀による国債の直接引き受けの場合と違い、政府の借金隠しの便法でもあるといえることができる（ここでは詳しくは触れないものの、この場合の政府紙幣発行の考え方は、いわゆる「ヘリコプターマネー」の発想に近いといわれている）。

いずれにしても、この場合は日銀が利子を生まない政府紙幣という資産を抱えてしまうことになるため、長期にわたって日銀のシニョレヅが減少していく。これは前述のケースと同じとなる。ただ、日銀が保有するに至った政府紙幣を政府が引き取らないと仮定した場合、日銀はいつまでも保有し続けることはできないかもしれない。つまり、最悪の場合、日銀は利息を生まない資産として何らかのかたちでの決算対応を迫られるという事態も考えられないではなく、この場合は、最終的には受け入れた政府紙幣の額だけ日銀に損失が発生することになるだろう。しかし、現実的に考えられる方策としては、このような極端な事態は論外なので、これを回避するためには、日銀は資産として政府紙幣の保有を続けてほぼ永久的に低水準の収益体質を甘受していくか、そうでなければ政府によって政府紙幣を引き取ってもらうという2つの方策しか選択の余地は残されていないのではなかろうか。

このように見ると、政府紙幣の発行にあっては、発行方法はいろいろあっても、発行時点で巨額のシニョレヅが政府に発生するものの、その後日銀券が回収される場合も、政府紙幣が回収される場合も、政府または日銀のどちらかのシニョレヅが減少（日銀のシニョレヅが減少すると、当然国庫納付金が減少する）し、結局は政府の財政収入が減少していくことになる。

5. 金融政策とシニョレヅを巡る いくつかの論点整理

5.1 論点整理

以上の点を総合すれば、現在実施されている量的・質的金融緩和も、一時議論となった政府紙幣の発行のケースにおいても、シニョレヅが先取りして獲得されるものの、最終的にはシニョレヅの減少またはマイナスという事態に至ることが明らかになった。

すなわち、政府紙幣の発行のケースでは、政府がシニョレヅを先取りして獲得するものの、最終的には日銀の収益悪化というかたちで徐々

にシニョレヅが減少していき、最終的には両者が相殺されるか、マイナスの影響の方が大きくなることになる。この一方、量的・質的金融緩和では、この政策が続けられる期間において日銀のシニョレヅが拡大するが、その政策を終了させる出口戦略の段階ではシニョレヅの増加分と同程度かそれ以上の減少を招くことになるため、日銀の財務体質を傷めてしまうことになる。金融政策を遂行する場合、どのような金融政策であれ、短期的な視点としてのメリットだけでなく、長期的に発生する影響とデメリットまで想定しておかなければ、政策に対する正確な評価はできないのではないかとこのことを改めて痛感させられる。

ちなみに、日銀の純資産と各種引当金を合算すると2014年9月末で6.7兆円程度となっている。このうち、引当金は債券取引損失引当金や外国為替等取引損失引当金であり、それら特定の目的のために積み立てられているものである。したがって、いろいろな原因によって発生する損失の補填のために自由に使えるものではないはずである。厳し目に見ると、自由に使える（と思われる）日銀の内部留保は、法定準備金を中心とした資本勘定の約2.9兆円にしか過ぎない。展開されている金融政策の規模からみれば、日銀の財務の懐はかなり浅いのである。

以上のような前提と結論を踏まえて、いくつかの論点を再度整理してみたい。

第一は日銀の独立性についてである。最近の動向を見ると、政界からも、学界からも日銀の独立性を無視するような議論が少なからず出されている。日銀の独立性、すなわち、金融政策の独立性とは、手段の独立性であって、目標の独立性ではないと言われる。そのこと自体にはあまり異論はないのかもしれない。例えば、日本銀行は政府の子会社であるとして、そうした議論が展開されてきた経緯もある。確かに、法的には出資比率等から見て日銀は政府の子会社であろう。しかし、その議論は中央銀行が設立されてきた歴史的な経緯を無視している。中央銀行の政策目標には、成長戦略、為替政策、金融制度の保持（金融危機時の対応）など多くの

ものがあり、これらの目標の全てについて政府と同じ目標を持つべきであるというのは多少言いすぎではないかと思われる。さらに、目標には日先の目標だけでなく、日銀の資産の毀損可能性とか赤字計上の可能性の吟味といった長期の目標まであり、そうしたところまで広げて考えなければならないだろう。したがって、同じ目標を持つべきということをも是認するとしても、日銀の収益性や資産内容を大きく傷めてしまう可能性のある政策にまで踏み込んで日銀は常に政府と同じ目標を持つべきであるという議論はやはりやや乱暴ではないかと思われる。こうした議論が展開されるようでは、日銀による整合的な金融政策の遂行、ひいては安定した収益性・資産の健全性の確保は難しくなるのではないかと危惧されるところである。

第二は、量的・質的金融緩和を日銀の収益性としてのシニョレッジという側面から見ていくのは、狭い視野から出される日銀の庭先論に過ぎないのではないかという反論がなされるであろう。そうした反論は正鵠を射ているかという点についてである。

確かに、量的・質的金融緩和はいわゆるアベノミクスの一環として出されたものであり、デフレ脱却と景気回復を目指している政策である。そうしたわが国全体の景気回復とデフレ脱却という大きな視野に立った政策を中央銀行のシニョレッジという狭い視野から評価しようとするのは、一見的外れの議論のようにも見える。しかしながら、金融政策を展開した結果、中央銀行の財務が大きく傷み、それが日銀および通貨への信認にまで影響していくということになれば、狭い視野からの政策議論と断じてしまうわけにはいかないだろう。つまり、日銀の収益性や健全な財務内容の維持は、的確な金融政策を遂行し、ひいては国民の信頼を得ていくうえでの大きな前提であるとして考えておかなければならないためである。

第三は、日銀が巨額に保有する長期国債への利払いは、国庫納付金として政府に還元されるため、日銀が保有する国債部分については、政府および日銀を合算した勘定としてみればニュートラルとなると考えてよいのか。そのよ

うな前提に立てば、日銀に多額の国債を保有させることは財政的および金融的には合理的な選択であるのかという点についてである。

日銀が受け取っている国債の利息と日銀の国庫納付金の関係を見ると、付表3のとおりであり、多少の正の相関関係があるにしても、一致するものではない。外国為替関係損益なども影響するからである。のみならず、上述の出口戦略の時点では国庫納付金がゼロとなるケースとか、日銀の収益がマイナスとなるケースもありうるため、この合算すればニュートラルとなるという議論は全く成立しなくなる。

5.2 若干の政策提言

最後に、以上のような議論を踏まえて、若干の政策提言をしておきたい。

第一は、日銀が国債とリスク資産を増やしていく量的・質的金融緩和の出口戦略においては、大きな赤字を計上し、国庫納付金の納入も停止する可能性があることを考えると、これまで実施されてきたようなシニョレッジの処分のあり方でよいのか、換言すれば、長期展望に立って将来の損失可能性に備えて、今のうちから日銀のシニョレッジの処分のあり方を点検し、財務内容を充実させる工夫をしておく必要はないのかという問題である。

現在の量的・質的金融緩和は、シニョレッジに着目すれば、シニョレッジの先取りであり、出口時点では大きな赤字が数年度間続いていくことも想定しなければならない。そうであれば、日銀が利益を計上できている今の時点において、日銀法第53条第2号を適用して、財務大臣の認可を受けて法定準備金の5%を超えて多めに積み立てておく必要があるのではないかと思われる。これまでの実績を見ると、同1号を適用して上限の5%が積み立てられることが多かったが、上述のようにシニョレッジを先食いしている現状において、将来に備えて積み立て比率を高めておくことが必要ではないかと思われる。実際、2013年度は20%の積み立てがなされたが、これは日銀の収益毀損の可能性といった懸念を踏まえて行われたものであろう。引き続きこうした長期的展望に立った対応を継続していくべ

きと思われる。

この間、日銀は会計規程に沿って自己資本比率（自己資本残高／銀行券平均発行残高）を算定し、これを「10%±2%」の範囲となるように運営している（ちなみに、平成26年度上期末では7.76%と、これを下回っている）が、準備預金残高が急拡大している現状に照らせば、この銀行券平均発行残高を分母とする指標のあり方自体を見直す必要があるのではないかとと思われる。

第二は、日銀が前述のような大幅な赤字を計上する事態に陥った時のためには、法定準備金への積み立てを厚くするという事に止まらずに、財政からの補填のあり方も検討しておく必要はないのかという問題である。

現行の日銀法等では、日銀が大幅な赤字に陥った時にこれを財政補てんする方法は決められていない。日銀の財務において繰越損失の計上とか、債務超過をそのまま放置することは、中央銀行の信認の低下にもつながり、大きな金融的混乱を招く可能性もなしとしない。もちろん、日銀の債務超過という事態は、その規模にもよるが、日銀のシニョレッジによって数年のうちに解消されるかもしれないし、また一般論として言えば債務超過状態が中央銀行の信認低下にストレートに結びつくというものでもないかもしれない。だが、国の借金が巨額に上り、しかもそれが増加していく状態が続く中において、日銀の債務超過の解消のための期間が数年間続くという状況は明らかに異常であり、一過性の問題として済まずわけにはいかないだろう。債務超過状態が長期化した場合、前記のように通貨の信認に影響が及ぶのは避けられないと考えられるからである。そうした事態を避けるためにも、日銀の財務に対する政府からの財政補填のルールを早急に確立しておくことが必要である。

6. おわりに

以上、最近の金融政策によって発生するシニョレッジへの影響という視点から眺めてきた。いわゆるアベノミクスの一環としての量的・質

的金融緩和政策は、デフレ脱却と経済成長軌道の回復という観点から実施されているものであり、シニョレッジにこだわった議論というのは論点を矮小化させているというそしりがありうるのは前述したとおりである。しかし、このシニョレッジを巡る問題は、中央銀行のあり方の本質に関わるものであり、こうした論点を無視して金融政策や金融情勢を語るができないのもまた前述したとおりである。

現在のわが国における金融・財政政策面における最も重要な視点の一つは、財政規律を確保し早急にプライマリー・バランスを正常化させていくことにある。しかし、量的・質的金融緩和は、「財政ファイナンス」に近似した政策という批判は措くとしても、財政規律を弛緩させているという側面は否めず、財政の健全性確保の面から見て将来に禍根を残しかねない要素をはらんでいると危惧される。

行動経済学に時間割引率という概念がある。時間割引率とは「将来を割り引く割合」とか、「現在と将来の利得の交換比率」と定義されている。より分かりやすく言えば、今現在の利益を優先するのか、将来の利益を優先するのかの比較考量の問題でもある。将来への影響はあまり考えないで、今の利益を重要視して行動していこうとするのは時間割引率が高い考え方であり、今は我慢しても将来の利益を優先させて行動していくというのは時間割引率の低い考え方であるということになる。

この時間割引率を現行の金融政策およびシニョレッジの問題に当てはめてみると、将来の日銀のシニョレッジとか財務内容がどうなるのかは今現在では厳密に考慮に入れなくて、言い換えれば、量的・質的金融緩和の出口戦略は封印して目先の景気回復と日銀のシニョレッジ拡大を優先しようとするのは、時間割引率が高い考え方である。一方、金融政策はその出口戦略まできちんと織り込んだ上で慎重に展開していくべきであるというのは時間割引率が低い考え方である。このように、現在実施されている金融政策に対する見方は時間割引率を高く考えるか、低く考えるのかによって評価が大きく分かれるように思われる。私自身は、金融政策や財

政政策を実行していくのに際しては、時間割引率を低くして運営していくことが、結局はトータルとしての国民全体の幸福量は高まるのではないかと考えている。

参考文献

- (1) 中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会 「中央銀行と通貨発行を巡る研究会報告書」 日本銀行金融研究所 金融研究 2004年8月
- (2) 小栗誠治 「セントラル・バンキングとシーニョレッジ」 滋賀大学経済学部年報15巻 2006年
- (3) 小栗誠治 「政府紙幣の本質について」 彦根論叢 2011年
- (4) 大久保和正 「政府紙幣発行の財政金融上の位置づけ」 財務省財務総合政策研究所研究部 2004年4月
- (5) 深尾光洋 「通貨発行益とは何か」 日本経済研究センター会報 2007年9月
- (6) 高橋洋一 「シニョレッジ（通貨発行益）を見落としている量的緩和「懐疑論」の誤り」ダイヤモンドオンライン 2010年12月
- (7) 白河方明 『現代の金融政策』 日本経済新聞出版社 2008年
- (8) 岡田哲郎 「『異次元緩和』の中間評価と今後の展望」 JRI レビュー vol. 8. No.9 2013年
- (9) 久後翔太郎 「量的・質的金融緩和～異次元の運営、異次元の出口」 大和総研経済分析レポート 2013年9月
- (10) 鈴木克洋 「量的・質的緩和の波及経路の整理～異次元緩和の効果とリスク」 経済のプリズム No.117 2013年10月
- (11) 伊豆久 「中央銀行と自己資本」 日本証券経済研究所大阪研究所 証券レポート 2014年6月
- (12) 加藤出 『日銀、『出口』なし！』 朝日新書 2014年7月
- (13) 湯本雅士 『金融政策入門』 岩波新書 2013年10月
- (14) 岩田一政・金融経済研究センター編 『量的・質的金融緩和』 2014年6月

付表1 日本銀行の決算推移

(単位 億円)

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014/上
経常収益	12,745	8,324	7,740	8,728	13,982	15,793	9,634
経常費用	8,355	4,658	7,198	3,367	2,665	2,987	1,673
経常利益	4,390	3,665	542	5,360	11,316	12,805	7,961
経常収入	10,714	8,133	7,810	7,638	7,410	9,087	5,643
外国為替関係損益	△4,165	△2,185	△4,810	△606	6,036	6,194	3,055
経費	△2,273	△1,922	△1,947	△1,916	△1,899	△1,908	△891
金銭信託運用損益	△178	266	116	△276	△133	421	214
特別損益	△ 1	6	15	92	△2,950	△2,988	△1,494
外国為替取引損失引当金	—	—	—	—	△3,018	△3,097	△1,527
税引前当期剰余金	4,388	3,671	558	5,453	8,366	9,816	6,466
法人税、住民税及び事業税	1,385	0	36	162	2,606	2,573	587
税引後当期剰余金	3,002	3,671	521	5,290	5,760	7,242	5,878
法定準備金積み立て	450	183	78	264	288	1,448	—
国庫納付金	2,552	3,487	443	5,026	5,472	5,793	—
自己資本勘定	56,979	57,163	57,241	57,505	60,811	65,357	66,885
うち資本勘定	26,601	26,784	26,862	27,126	27,414	28,862	28,863

付表2 日銀主要勘定推移

(単位 兆円)

	資産の部		B/S 計	負債及び純資産の部	
	国債 (うち長期)	貸出金		発行銀行券	当座預金
2008年3月末	67.3 (46.8)	29.2	113.4	76.4	14.2
2009年3月末	64.2 (42.6)	32.7	123.8	76.8	22.1
2010年3月末	72.0 (50.2)	35.7	121.8	77.3	23.4
2011年3月末	77.2 (59.1)	56.1	142.3	80.9	40.7
2012年3月末	87.2 (70.6)	38.9	139.4	80.8	34.4
2013年3月末	125.3 (91.3)	25.4	164.8	83.2	58.1
9月末	167.6 (126.1)	25.6	208.8	83.5	97.4
2014年3月末	198.3 (154.1)	26.3	241.5	86.6	128.6
9月末	229.3 (179.8)	29.9	277.0	86.4	161.5

付表3 日銀の国債利息収入と国庫納付金

(単位 億円)

	国債利払い額 (A)	日銀国債利息収入 (B)	B/A (%)	日銀国庫納付金 (C)	C/B (%)
2008年度	75,689	6,483	8.6	2,552	39.4
2009年度	76,743	5,995	7.8	3,487	58.2
2010年度	78,751	6,224	7.9	443	7.1
2011年度	80,556	6,199	7.7	5,026	81.1
2012年度	80,173	6,225	7.8	5,472	87.9
2013年度	99,027	8,057	8.1	5,793	71.9