



# BOJ Reports & Research Papers

2023年12月

Broad  
Perspective  
Review

多角的レビューシリーズ

## 中央銀行の財務と金融政策運営

日本銀行企画局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行企画局まで  
ご相談ください。  
転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 中央銀行の財務と金融政策運営

### ■要 旨■

1. 日本銀行は、1990年代後半以降、ゼロ金利制約に直面するも、様々な非伝統的な金融政策を実施してきた。主要な海外中央銀行においても、グローバル金融危機の発生以降、大規模な資産買入れなどを実施してきた。こうした大規模なバランスシートの拡大を伴う非伝統的な金融政策は、その引き締め局面で、中央銀行の財務に影響をもたらす得るとして、そのことと金融政策運営能力、ひいては通貨の信認を関連付けた議論がみられている。
2. 中央銀行は、買入れた国債等から利息収入を得る一方、負債である当座預金(所要準備)と銀行券については金利が付されない収益構造となっている。このため、通常、安定的に収益(通貨発行益)をあげることができる。
3. 中央銀行が非伝統的な金融政策を実施するも、国債の買入れ等によってバランスシートを拡大すると、資産側では国債等が、負債側では当座預金(超過準備)が増加する。超過準備に対する利息の支払いが生じるが、買入れる国債の利回りは、通常、超過準備への付利金利を上回るため、保有国債等の増加に応じて、利息収入等も増え、全体の収益が増加する。

他方、金融政策が引き締め方向に向かい、バランスシートが縮小していく局面では、資産側では国債が、負債側では超過準備が減少していくことが想定される。その際、中央銀行が付利金利を引き上げると、支払利息が増加し、収益を下押しする。もっとも、その後は、超過準備が減少するにつれて支払利息は減少する。さらに、保有国債が利回りの高い国債に順次入れ替わっていくため、受取利息が増加することが見込まれる。こうした過程で、一時的に赤字が発生する可能性はあるが、その場合でも、通常、いずれは収益が回復していく。

バランスシートの縮小局面において、収益が変動する程度は、①バランスシートの規模、②保有国債の満期償還時に再投資する規模、③短期金利・長期金利の推移、④銀行券発行残高の動向などによって大きく異なってくる。

4. 中央銀行の収益や資本の減少については、管理通貨制度のもとでは、「金融政策運営にどのような影響を与えるのか、与えないのか」という視点から検討

することが重要である。この点、金融政策運営に「悪影響を及ぼす」という見方と、「悪影響を及ぼさない」という見方があり、その理論的背景についても、様々な立場が存在する。

5. この間、主要な海外中央銀行では、最近のインフレ対応から、急速かつ大幅な金融引き締めを進めており、収益や資本が減少している。こうした中、対外的な説明において、一時的に赤字や債務超過となっても政策運営能力に支障は生じない点を強調している。また、現在は収益が減少しているが、これまでのバランスシート拡大局面では収益は増加していたという事実にも言及しつつ、大規模緩和の政策評価にあたっては、経済全体へのプラス効果に焦点を当ててなされるべきであるといった考え方を示している。そのうえで、これらの中央銀行では、政策運営能力への疑念や中央銀行の信認低下などの悪影響を回避する観点から、引き続き、資本の重要性を踏まえ、時間をかけて自己資本の回復を図っていく方針にある。こうしたもとで、各国・地域ともに、適切な金融政策運営を通じて通貨の信認を確保するという点で、特段の支障は生じていない。
6. 以上を踏まえると、中央銀行の財務と金融政策運営との関係については、次のように整理できる。

管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保される。そうした前提のもとで、中央銀行は、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっているほか、自身で支払決済手段を提供することができる。したがって、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。ただし、いくら赤字や債務超過になっても問題ないということではない。中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。

日本銀行としては、引き続き、財務の健全性にも留意しつつ、適切な政策運営に努めていくことが適当であると考えている。

## [目 次]

1. はじめに	4
2. 中央銀行のバランスシートと収益構造	4
(1) 中央銀行のバランスシート	
(2) 中央銀行のバランスシートの特徴	
(3) 基本的な収益構造	
3. バランスシートの拡大・縮小に伴う収益構造の変化	9
(1) バランスシート拡大局面における収益増加	
(2) バランスシート縮小局面における収益減少	
(3) その後の回復	
(4) バランスシート縮小局面において収益に影響を与える要因	
4. 中央銀行の財務を巡る議論	19
5. 海外中央銀行の最近の状況	22
6. 中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方	23
BOX 1 主要中央銀行の買入れ対象資産の拡大と長期貸出の実施	26
BOX 2 債券取引損失引当金の概要	31
BOX 3 銀行券需要の要因	33
BOX 4 過去に中央銀行が債務超過となった事例	35
BOX 5 海外中央銀行の財務状況	37
BOX 6 海外中央銀行幹部の財務関連の発言等	41
BOX 7 主要中央銀行による財務に関する情報開示	43

## 1. はじめに

わが国では、1990年代後半にデフレに陥って以降、25年間という長きにわたって「物価の安定」の実現が課題となってきた。これに対応するため、日本銀行は、短期金利のゼロ制約に直面するもとの、大規模な資産買入れを通じた長めの金利への働きかけをはじめ、様々な非伝統的な金融政策を採用してきており、現在は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施している。主要な海外中央銀行においても、2007年のグローバル金融危機の発生以降、政策金利の引き下げに加えて、大規模な資産買入れなどの非伝統的な金融政策を実施し、経済・物価情勢を下支えしてきた。

こうした大規模なバランスシートの拡大を伴う非伝統的な金融政策は、その引き締め局面において、中央銀行の財務に影響をもたらす得るとして、そのことと金融政策運営能力、ひいては通貨の信認を関連付けた議論がみられている。この間、主要な海外中央銀行では、現在、インフレ対応で金融引き締めを進めており、実際に収益や資本の減少がみられている。こうしたことから、中央銀行の財務とその金融政策運営への影響について、当局者や専門家を含め、広く注目が高まっている。

そこで、本稿では、まず中央銀行のバランスシートと収益の構造について説明したうえで、過去25年間の日本銀行の財務の変化を振り返る。その後、バランスシートの拡大と縮小の両局面において、中央銀行の収益はどのような影響を受けるのか、そのメカニズムを整理したうえで、最近の海外中央銀行の動向等も踏まえながら、中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方を整理することとしたい。

## 2. 中央銀行のバランスシートと収益構造

### (1) 中央銀行のバランスシート

中央銀行のバランスシートを概観すると、資産側には買い入れた国債等が計上される一方、負債・資本側には、金融機関の当座預金と政府の預金、および発行した銀行券、そして資本等が計上される。

例えば、1998年度末の日本銀行のバランスシートをみると、総資産は79兆円、資産の主な項目は、長期国債が29兆円、短期オペ等が33兆円であり、負債の主な項目は、銀行券が51兆円、当座預金・政府預金等が8兆円であった(図表1)。

(図表 1) 日本銀行のバランスシート (1998 年度末[79 兆円])

<資産>	<負債・純資産>	政府預金等 2兆円
長期国債 29兆円	当座預金 6兆円	
短期オペ等 33兆円	短期オペ等 13兆円	
その他 17兆円	銀行券 51兆円	
	その他 3兆円	
	自己資本 4兆円	

(出所) 日本銀行

(注) 資産側の短期オペ等には、短期国債、買入手形等が、負債側の短期オペ等には、売出手形等が含まれる。自己資本には、資本金、法定準備金等、貸倒引当金、債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金が含まれる。

## (2) 中央銀行のバランスシートの特徴

ここで、日本銀行に即して中央銀行のバランスシートの特徴を整理しておく。

### ① 銀行券が負債に計上される扱いであること

日本銀行が発行する銀行券は、かつては、金や銀との交換が保証された兌換銀行券であった。すなわち、日本銀行は、銀行券の保有者からの金や銀への交換依頼にいつでも対応できるよう、銀行券発行高に相当する金や銀を正貨準備として保有しておくことが義務付けられていた。このような銀行券は、いわば日本銀行が振り出す「債務証書」のようなものと言えるため、発行した銀行券を負債として計上していた。

その後、管理通貨制度に移行したことから、銀行券を金や銀などに交換する義務は撤廃された。一方で、銀行券の価値の安定は、日本銀行の保有資産から

直接導かれるものではなく、むしろ日本銀行の金融政策の適切な遂行によって確保されるべきものである<sup>1</sup>という考え方が採られるようになってきた。こうした意味で、銀行券は、日本銀行が信認を確保しなければならない「債務証書」のようなものであるという性格に変わりはなく、現在も負債として計上している。

## ② 民間金融機関から受け入れた当座預金と政府から受け入れた預金が負債に計上されること

日本銀行は、個人や企業からは預金を受け入れていないが、銀行の銀行として、民間金融機関から当座預金を受け入れている。また、政府の銀行として国の資金を受け入れている。こうした預金は、日本銀行にとって、要求に応じて払い戻す義務があり、民間金融機関と同様に負債として計上している。

## ③ 当座預金に所要準備と超過準備があること

準備預金制度のもとで、民間金融機関は顧客から受け入れた預金等の一定比率を当座預金として日本銀行に預け入れることが義務付けられている。預け入れなければならない部分を「所要準備」と言い、それを超えて当座預金口座に預け入れている部分を「超過準備」と呼ぶ。

中央銀行は、伝統的に短期金利の操作を主な政策手段としていたが、グローバル金融危機の発生以降、主要な中央銀行は、短期金利がゼロ制約に直面するもとで、国債買入れなどを大規模に実施するようになった。その結果、従来と異なり、多額の超過準備が恒常的に存在するようになった。こうした状況のもとで、短期金利を有効に操作する手段として、多くの中央銀行において、当座預金に対する付利の制度などが導入された。日本銀行においても、かつては当座預金に金利を付していなかったが、グローバル金融危機時の2008年10月に当座預金（超過準備）に付利をする「補完当座預金制度」を導入している。

## ④ 銀行券の発行や金融市場調節によりバランスシートが変化すること

日本銀行のバランスシートは、銀行券の発行（民間金融機関への払出し）や、国債買入れ等の金融市場調節による資金供給などの中央銀行業務を通じて変化する。

---

<sup>1</sup> 金融制度調査会[1997]では、「管理通貨制度の下、日本銀行券の価値はその保有する財産から直接導かれるものではなく、日本銀行券の価値の安定のためには、発行保証制度より、むしろ日本銀行の金融政策の適切な遂行が求められているところである。」としている。

## <銀行券の発行>

個人や企業等は、手元に銀行券が必要な場合、民間金融機関に預けている預金口座から銀行券を引き出す。金融機関は、こうした顧客からの銀行券引出しに応じて、日本銀行にある当座預金を引き落として銀行券を引き出すこととなる（銀行券の発行）。日本銀行のバランスシートでは、負債側で、銀行券が増加する一方、当座預金が減少することになる。民間金融機関および個人・企業を含め、バランスシートの動きは以下のとおりとなる。

	中央銀行	民間金融機関	個人・企業
中央銀行から民間金融機関への銀行券払出し	銀行券 + 当座預金 -	銀行券 + 当座預金 -	
個人・企業による金融機関からの現金引出し		銀行券 - 預金 -	銀行券 + 預金 -

## <金融市場調節による資金供給>

当座預金は、日本銀行の金融市場調節による資金供給・吸収によっても増減する。例えば、日本銀行は、資金を供給するために、民間金融機関から国債を買い入れ、その代金を当座預金に入金する。日本銀行と民間金融機関で、このような取引が行われた場合のバランスシートの動きは以下のとおりである。

中央銀行		民間金融機関	
国債 +	当座預金 +	国債 -	当座預金 +

### (3) 基本的な収益構造

次に、通常時、すなわち非伝統的な金融政策によりバランスシートが拡大する前の中央銀行の収益構造を確認しておく。日本銀行を含む主要な中央銀行は、資産である買い入れた国債等からは利息収入を得る一方、負債である当座預金（所要準備）<sup>2</sup>と銀行券については、金利が付されないという意味でコストがゼロである<sup>3</sup>。このため、通常、中央銀行は安定的に収益をあげることができる。これ

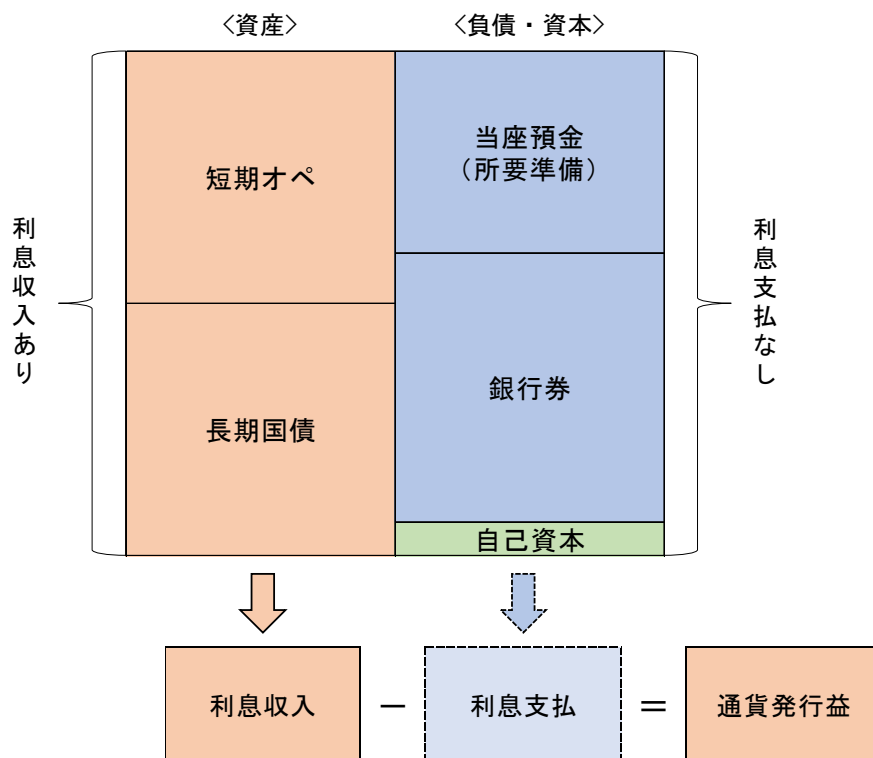
<sup>2</sup> バランスシート拡大前は、中央銀行が供給する当座預金の資金量は、民間金融機関の所要準備にほぼ見合っているため、超過準備は僅少であった。

<sup>3</sup> なお、自己資本（2022年度末時点：11兆円）のうち資本金（同：1億円）については、日本銀行法第53条第4項において、「日本銀行は、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



が中央銀行の基本的な収益構造であり、こうして得られる収益は「通貨発行益（シニョレッジ）」と呼ばれる（図表2）。

（図表2）通常時のバランスシートと収益構造



なお、中央銀行が稼得した収益については、最終的に政府に納付するという制度が一般的である（図表3）。国庫納付は、金融政策をはじめとした様々な政策・業務運営の結果として生じる収益をもとに行うものであり、収益が変動すれば、納付金額も変動することとなる。

（図表3）中央銀行収益納付の取り扱いの概要

FRB	配当・準備金の積み立て分を除き国庫納付
ECB	準備金積立後の残額を各国中央銀行に分配
BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;発行部&gt; 利益・損失はすべて国庫に帰属</li> <li>&lt;銀行部&gt; 自己資本のうち損失処理に充当可能な資本の水準に応じて決定した金額を納付</li> <li>&lt;APF&gt; 利益・損失はすべて国庫に帰属</li> </ul>
日銀	配当・準備金の積み立て分を除き国庫納付

（出所）BOE、ECB、FRB、日本銀行

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てはならない」とされている。

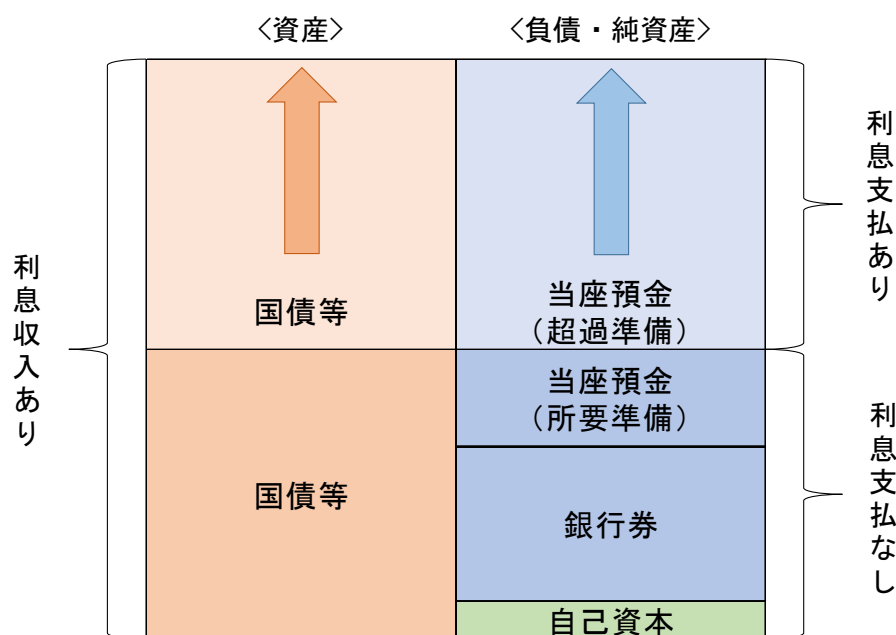
### 3. バランスシートの拡大・縮小に伴う収益構造の変化

ここでは、バランスシートの拡大・縮小に伴う収益構造の変化について確認する。

#### (1) バランスシート拡大局面における収益増加

大規模な金融緩和でバランスシートが拡大する際の収益構造をみる。日本銀行を含む主要な中央銀行では、大規模な国債等の買入れを行い、経済・物価を下支えしてきた。これにより、資産側では国債等が、負債側では当座預金（超過準備）が大きく増加した。こうしたバランスシート拡大に伴い、超過準備に対する利息の支払が生じるが、超過準備に付される金利（付利金利）は短期金利コントロールの観点から低位に抑えられる。一方、買入れる国債の利回りは、通常、付利金利を上回る（順イールド）ため、保有国債等の増加に応じて、利息収入等も増え、全体の収益が拡大することとなる（図表4）。

(図表4) 大規模緩和時のバランスシートと収益構造

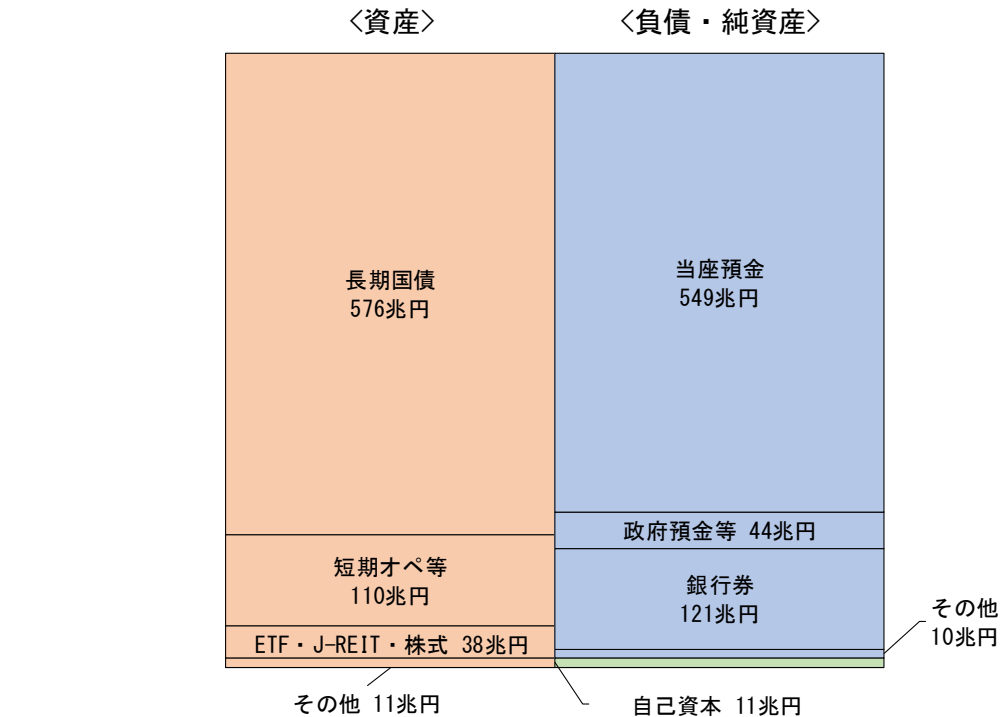


また、買入れ対象資産をみると、日本銀行を含む主要な中央銀行において、短期国債から長期国債に拡大したほか、金融構造を踏まえつつ、政策課題に対応するため、社債やカバードボンド等のリスク性資産を買入れ対象にした。日本銀行ではさらに、リスク・プレミアムに働きかける観点からETFやJ-REITの買入れを行うこととした<sup>4</sup>（BOX1参照）。

<sup>4</sup> 本稿では、大規模な金融緩和の一環として行うETFやJ-REITの買入れ（2010年導入）について記述しているが、これとは別に、金融システムの安定に資するプルーデンス

こうした金融政策運営に伴う収益構造の変化を日本銀行の例で確認したい（図表5）。1998年度末のバランスシートをみると、図表1のとおり総資産は79兆円であったが、2022年度末には、総資産は735兆円、資産側では長期国債が576兆円、負債側では当座預金が549兆円と、歴史的な規模となっている<sup>5</sup>（1998年度末対比：9.2倍、2022年度名目GDP比：131%）（図表6）。

（図表5）日本銀行のバランスシート（2022年度末 [735兆円]）



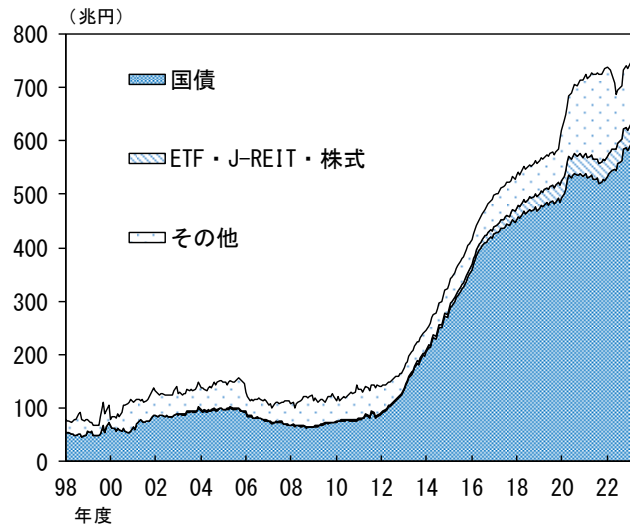
（出所）日本銀行

（注）短期オペ等には、貸出支援基金、社債等が含まれる。

政策として、銀行保有株式の買入れも実施している（2002年導入、2009年再開、2010年買入れ終了）。

<sup>5</sup> なお、1998年度と2022年度では、保有国債の評価方法や現先取引の計上方法など、一部取り扱いが異なる。

(図表 6) 日本銀行の資産残高の推移



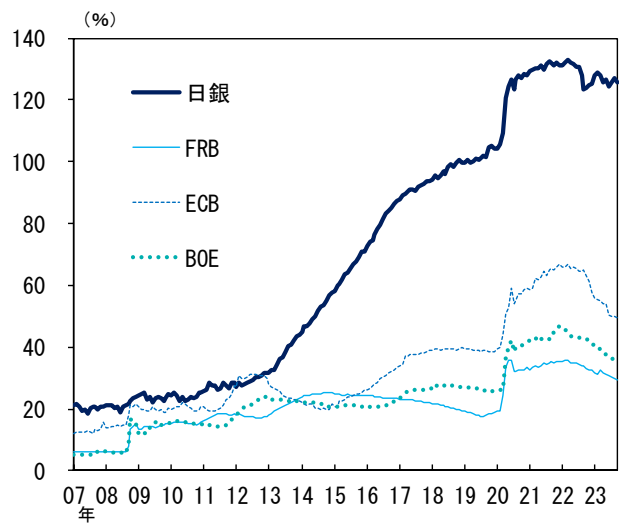
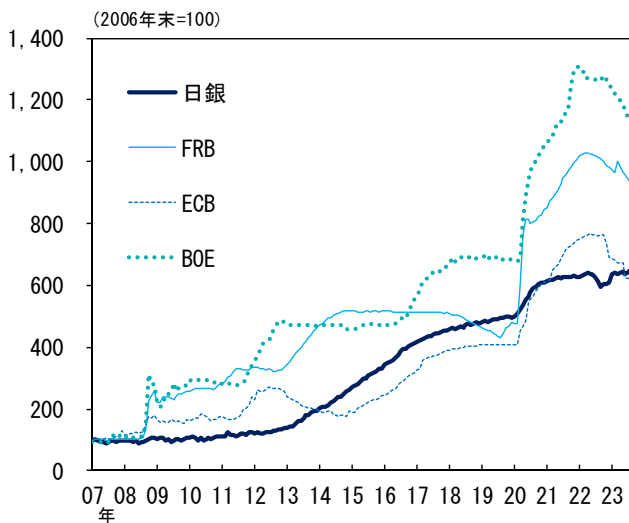
(出所) 日本銀行

(注) その他には貸付金等が含まれる。

(参考) 主要中央銀行の資産規模の推移

(グローバル金融危機前からの増加率)

(対名目 GDP 比)



(出所) Haver、日本銀行

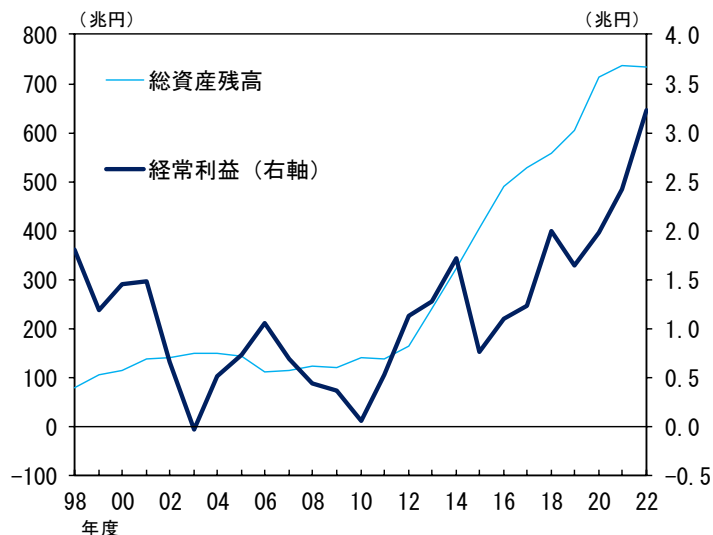
(注 1) 当該期の名目 GDP が未公表の場合は、公表されている直近の名目 GDP を用いて算出。

(注 2) BOE のデータは、2014 年 9 月までは総資産残高、2014 年 10 月以降は、資産のうち主要項目の合計。

こうしたバランスシート拡大のもとで、収益も増加傾向にある。具体的には、為替相場の変動の影響等に伴う振れを伴いつつも、1990 年代後半以降に低金利が続く中で、収益は低下基調を辿った後、「量的・質的金融緩和」が導入された 2013 年度頃から増勢に転じた。その後も、バランスシートの拡大につれて、そ

の水準を切り上げてきており、2022年度の経常利益は3.2兆円と過去最高益を計上している（図表7）。

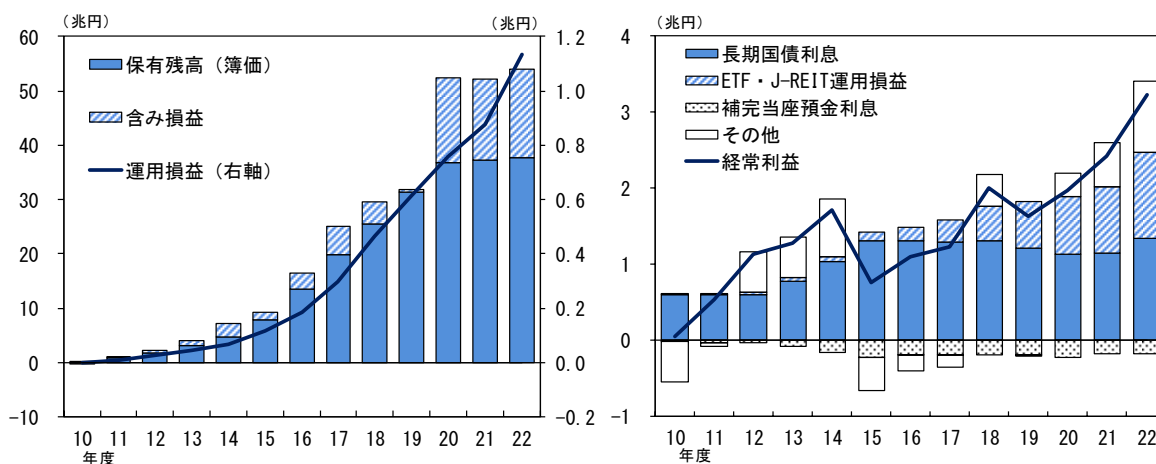
（図表7）日本銀行の経常利益の推移



（出所）日本銀行

日本銀行の収益動向には、大規模な金融緩和の一環として行っているETFやJ-REITの買入れも大きく影響している。この買入れは、2010年に開始し、その後の買入れ増額を経て、保有残高が増加してきた（2022年度末：ETFとJ-REIT合計で37兆円）。残高の増加に伴い、これらの資産から受け取る分配金は、収益面で相応の規模となっている（図表8）。なお、ETFやJ-REITの保有に伴う価格変動リスクへの備えとしては、期末時点の時価総額が簿価を下回る場合に、その差額に対して引当金を計上する扱いとする等の対応を行っている。

（図表8）日本銀行のETF・J-REIT残高、経常利益の内訳推移



（出所）日本銀行

（出所）日本銀行

## （２）バランスシート縮小局面における収益減少

次に、金融政策が引き締め方向に向かい、バランスシートが縮小していく出口局面で、一般的に中央銀行の収益がどのように変動するのかを考える。ここでは、単純化のため、資産側では国債が、負債側では当座預金（超過準備）が減少していく姿を想定する。その際、中央銀行が金利操作のために、付利金利を引き上げる<sup>6</sup>と、支払利息が増加し、収益を下押しすることとなる。

このように、金融緩和を実施している局面では、バランスシートの拡大により収益が押し上げられる一方、出口の局面では、当座預金に対する付利金利の引き上げ等によって、収益が減少しやすいという特徴がある。こうした特徴を踏まえ、日本銀行では、出口に向けた収益の振幅を平準化し、財務の健全性を確保する観点から、2015年に債券取引損失引当金を拡充するなど、自己資本の充実に努めてきている（BOX 2 参照）。

なお、市場金利が上昇すれば保有国債の時価は下落する。しかし、日本銀行は、保有国債について、一部の例外を除いて売却を行っていないという保有実態も踏まえ、米国連邦準備制度（FRB）や欧州中央銀行（ECB）と同様に、償却原価法を採用している。同評価方法は、取得原価と額面の差額を、償還期限までの間、每期均等に償却するものであり、国債の時価下落によって評価損が生じたとしても、満期到来を待たずに保有国債を売却することがなければ、期間損益に直接影響を与えることはない。売却をしない限り実現することのない評価損益と期間損益は異なるものとして捉える必要がある<sup>7</sup>。なお、これらの中央銀行では、保有国債の時価情報についても参考情報として定期的に開示する扱いとしている。

---

<sup>6</sup> 超過準備への付利金利の引き上げは、市場金利を引き上げるための一手法である。民間金融機関にとっては、余裕資金を中央銀行の当座預金に預け入れれば、付利金利を得ることができるため、金融市場で資金を運用する際には付利金利を上回る金利を要求することとなる。このため、市場金利も、付利金利引き上げに伴って上昇していくこととなる。

このほかに、市場金利を引き上げる手段としては、中央銀行が資金吸収オペなどで超過準備を吸収していくことも考えられるが、この場合も、資金吸収オペに応札した民間金融機関への利払いが生じることとなり、中央銀行の収益を下押しする。

<sup>7</sup> FRBでは、2023年3月末時点で0.9兆ドルの大幅な評価損となっている。この評価損に関して、Anderson, Na, et al. [2022]では、①政策金利見通しの上昇によって生じている場合には、将来における利払いの増加を示唆しているが、②タームプレミアムの変化によって生じている場合には、将来における利払いの増加を示唆しておらず、また、③金利の変化に加え、有利子・無利子の負債構成も、将来における利払いを決定する一要素である旨の説明がなされている。

### (参考) 主要中央銀行の保有国債の評価方法

	評価方法
FRB	償却原価法
ECB	償却原価法
BOE	時価法
RBA	時価法
日本銀行	償却原価法

(出所) BOE、ECB、FRB、RBA、日本銀行

### (3) その後の回復

バランスシートが縮小局面に入ってしまった間は、上述のメカニズムで収益が下押しされることとなるが、その後は、当座預金(超過準備)が減少するにつれて支払利息は減少していく。その一方で、一定量の保有が必要な国債に関しては、いずれかのタイミングでは、満期償還時に再投資していくことになる。この結果、金利が上昇する中で、保有国債は利回りの高い国債に順次入れ替わり、受取利息は増加していくことが見込まれる。このため、一時的に赤字が発生する可能性はあるが、その場合でも、通常、いずれは収益が回復していくことになる。

### (4) バランスシート縮小局面において収益に影響を与える要因

以上のように、バランスシートの縮小局面において、収益は、一旦減少した後、増加する形で変動するが、その変動する程度は、様々な要因によって大きく異なってくる。主な要因としては、①バランスシートの規模、②保有国債の満期償還時に再投資する規模、③短期金利・長期金利の推移、④銀行券発行残高の動向が挙げられる<sup>8</sup>。以下では、各要因が収益に影響するメカニズムをみていく。

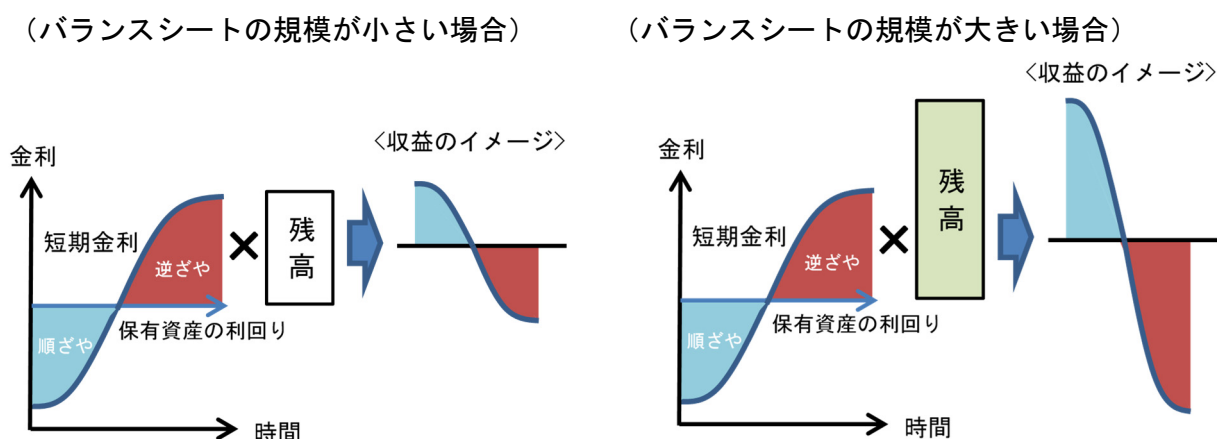
<sup>8</sup> 外部の有識者からは、これらの要因について様々な前提を置いたうえで、日本銀行の収益を試算したものが公表されている。例えば、伊藤[2022]では、再投資の規模や短期金利の上昇ペースについて、左三川・中野[2023]では、短期金利や長期金利の上昇ペースについて、それぞれ複数のシナリオを用いて試算している。また、Fujiki and Tomura[2017]では、銀行券発行残高が、名目GDP対比で1990年代の平均である8%まで減少すると仮定し試算したうえで、銀行券需要の収益への感応度分析も行っている。

こうした試算の結果は、前提の置き方によって、赤字が長期化する場合から赤字が発生しない場合まで大きく幅があるものとなっている。これらの試算をみる際には、本文で記述した要因に関してどのような前提が置かれているのかに留意する必要がある。

## ① バランスシートの規模

バランスシートの縮小局面では、市場金利を引き上げる必要から、超過準備に対する付利金利（短期金利）を上昇させていくことが考えられる。その過程で、上昇していく短期金利に対し、保有国債の利回りが一時的に下回る局面が想定される。この場合、逆ざやが発生し、縮小開始前のバランスシートの規模が大きければ、その分、収益を下押しする度合いも大きくなる（図表9）。

（図表9） バランスシート規模と収益の振幅度合い



## ② 保有国債の満期償還時に再投資する規模

バランスシート縮小の主要な手段は、保有国債の満期償還である。この場合、縮小ペースを緩やかにするため、償還金額の一部を新たな国債の購入に振り向ける（国債に再投資する）ことが考えられる。この局面では、長期金利は相応に上昇していると考えられるため、再投資により、保有国債が利回りの高い国債に順次入れ替わっていくことで、利息収入が増加することとなる。この場合、再投資の規模が大きければ、その分、利回りの改善効果も大きくなる<sup>9</sup>。なお、保有国債の再投資をどのように行うかについては、経済・物価・金融情勢とそれに基づく金融政策運営に依存する。

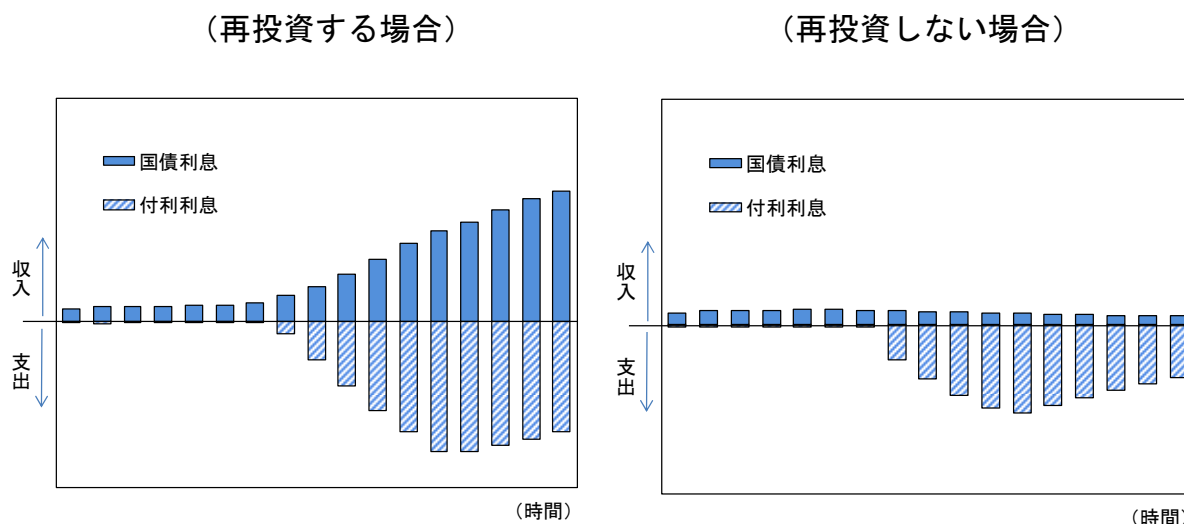
再投資を行う場合には、超過準備の減少ペースが緩やかになるため、付利金利にかかる支払利息も、再投資を行わない場合に比べて大きくなる。もっとも、通常、付利金利（短期金利）は、国債の利回り（長期金利）よりも低いと想定され

<sup>9</sup> このとき、再投資する国債の年限も、資産の満期構成等の変化を通じて収益に影響を与え得る。



る（順イールド）ため、均してみれば、保有国債の利回り改善効果が、支払利息増加の影響を上回り、再投資を行わない場合に比べて、収益は改善すると考えられる（図表 10）。

（図表 10）再投資が収益に与える効果のイメージ



こうした再投資による利回り改善のペースには、保有資産の満期構成も大きく影響する。利回りの低い資産が満期償還される一方、利回りの高い資産が新たに資産に加わるため、短期的に満期を迎える資産が多ければ、その分、利回りの改善ペースも速まる。

この点、日本銀行のバランスシート（2022 年度末）をみると、総資産 735 兆円のうち 5 年以内に満期を迎える円建て資産は 416 兆円と、全体の 6 割弱を占める（図表 11）。このことは、再投資を行えば、5 年以内に 6 割弱の資産が、より高い利回りの資産に入れ替わっていくことを示している。

（図表 11）日本銀行の円建て資産の満期構成

(兆円)

	満期の定めがある円建て資産			
	～1年	1～5年	5～10年	10年～
残高	106	309	169	100
総資産に占める割合	14.5%	42.1%	23.0%	13.7%

満期5年以内の合計  
416兆円 (56.6%)

(出所) 日本銀行

(注) 2023 年 3 月末時点。

(参考) 主要中央銀行の保有長期国債の平均残存期間

	平均残存期間
FRB	8.8年
ECB	7.1年
BOE (APF)	13.3年
日銀	6.6年

(出所) BOE、ECB、NYFed、日本銀行

(注) 2023年9月時点。ECBは公的資産買入れプログラム (PSPP) の保有する債券。

もちろん、上述のとおり、保有国債の再投資をどのように行うかは、経済・物価・金融情勢とその見通し等に大きく依存するが、仮に再投資を全く行わない場合には、再投資による利回り改善効果が見込めず、収益は大きく下押しされる。もっとも、政策運営の観点から一定量の保有が必要な国債に関しては、いずれかのタイミングでは、満期償還時に再投資していくことになる。こうしたもとの、やや長い目で見れば、保有国債が利回りの高い国債に順次入れ替わり、受取利息の増加が見込まれるため、下押しされた収益は回復していくことになる。

### ③ 短期金利・長期金利の推移

バランスシートの縮小局面では、上述のとおり、再投資を行う場合には、支払利息と受取利息がともに増えるため、収益は、短期金利・長期金利の先行きの推移（イールドカーブの形状と変化）によっても変化する。

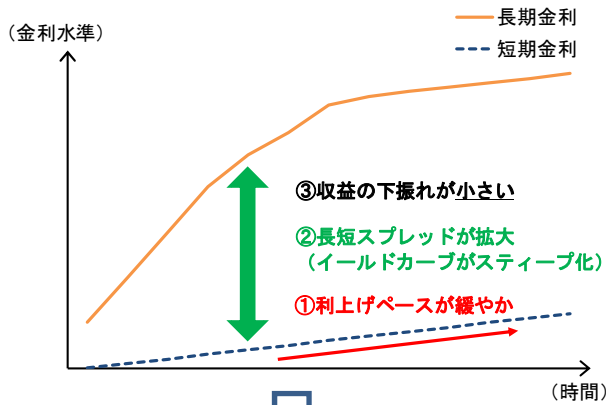
例えば、短期金利の引き上げペースが緩やかで、長期金利が相応のペースで立ち上がる（イールドカーブがスティープ化する）場合には、国債からの利息収入が増加する一方、超過準備に対する付利金利が相対的に低位にとどまるため、収益の下押しは限定的となる。一方、短期金利が急激に上昇する中で、長期金利の上昇が比較的緩やかな（イールドカーブがフラットである）場合には、収益の下振れが大きくなる（図表 12）<sup>10</sup>。

<sup>10</sup> 長期金利が短期金利よりも低くなる、いわゆる「逆イールド」となる場合には、収益の下振れはさらに大きくなる。

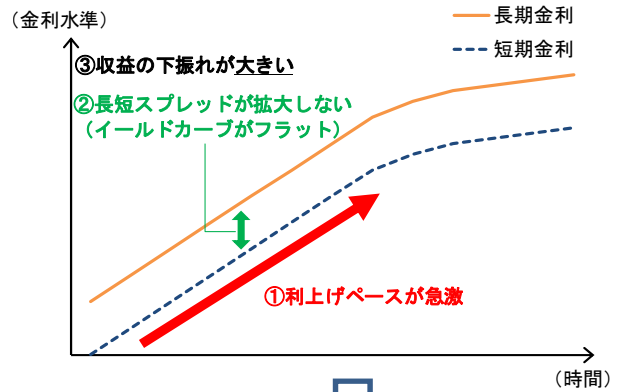
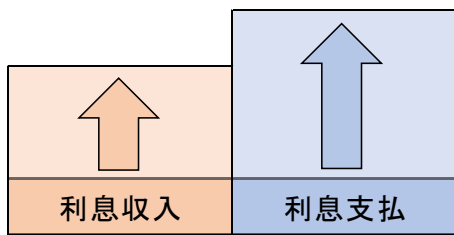
(図表 12) 「出口」における先行きの長短金利の推移と収益

(イールドカーブがスティープ化するケース)

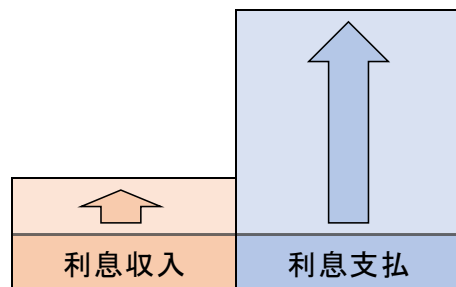
(イールドカーブがフラットであるケース)



↓  
<収益>



↓  
<収益>

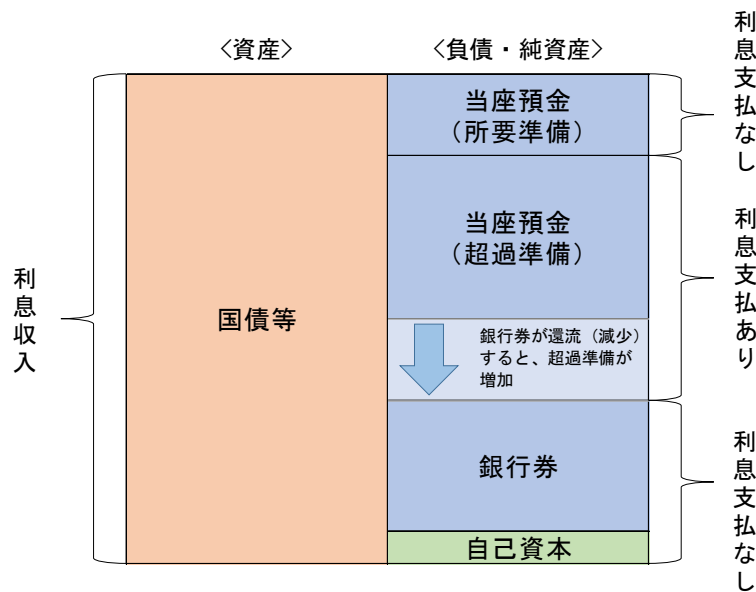


#### ④ 銀行券発行残高の動向

銀行券は、中央銀行にとって無利子の負債である。このため、負債側で有利子の超過準備と無利子の銀行券の比率がどうなるかは、収益を左右する。

例えば、バランスシートの縮小局面で民間金融機関の預金金利が上昇すれば、個人や企業等が手元の銀行券を預金口座に預け入れることが考えられる。こうして民間金融機関が受け入れた銀行券は、民間金融機関が中央銀行に保有する当座預金に入金される形で、中央銀行に還流する。その結果、中央銀行のバランスシートの負債側では、無利子の銀行券が減少し、負債に占める比率が低下するため、収益は下押しされる (図表 13)。

(図表 13) 銀行券還流時のバランスシートの変化



もともと、銀行券への需要は、預金などの金利水準のほか、経済の規模など様々な要因に依存する。最近では、コロナ禍のもとで銀行券需要の大幅な増加がみられたほか、より構造的な視点として、キャッシュレス化の進展に伴い銀行券需要が減少する可能性も考えられる。バランスシートの縮小局面において、銀行券発行残高がどのように変化するかを予測することは難しい（BOX 3 参照）。

#### 4. 中央銀行の財務を巡る議論

ここまでの説明で、バランスシートの縮小局面では収益が下押しされるメカニズムに触れたが、そもそも中央銀行にとって、財務が健全であることの重要性はどのように説明されるのであろうか。この点、かつての兌換制度のもとでは、中央銀行の通貨には、良質な資産による裏付けが必要とされ、中央銀行が発行できる通貨量はそれらの資産の保有量に依存した。しかし、今日、わが国をはじめ、多くの国が採用している管理通貨制度のもとでは、通貨の信認は中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保されるという考え方が共通の理解となっている。したがって、中央銀行の財務と通貨の信認の関係を整理する際には、「中央銀行の収益や資本の減少が金融政策運営にどのような影響を与えるのか、与えないのか」という視点から検討することが重要と考えられる<sup>11</sup>。

こうした論点は、従来から様々な議論が重ねられてきており、その中では、中

<sup>11</sup> 植田 [2003] においても、「資本が少なかったり、場合によっては債務超過になったりすることが、どの程度 [中央銀行の] 本来の政策目標の達成を阻害するのだろうか。」という問題意識を提示している。

中央銀行の収益や資本の減少が、金融政策運営に「悪影響を及ぼす」という見方と、「悪影響を及ぼさない」という見方が存在している。その理論的背景についても複数の考え方があり、また、それらを組み合わせた立論もみられるなど、中央銀行の財務を巡る議論には、様々な立場が存在している。例えば、IMFやB I Sの調査論文、経済学界の論文では、以下のような見方が紹介されている。

中央銀行の収益や資本の減少が金融政策運営に「悪影響を及ぼす」という見方の背後にある考え方としては、主に3つのことが指摘されている。第一に、中央銀行の信認が低下し、通貨価値が下落する、第二に、政府の介入あるいは中央銀行が物価の安定よりも財務改善を優先する政策運営を行うと市場や国民に予想されることで、インフレ予想の大幅な上昇等が生じる、第三に、銀行券残高の減少等により通貨発行益が過小な場合は赤字・債務超過が長期にわたる可能性がある、といった考え方である<sup>12</sup>。

他方、中央銀行の収益や資本の減少が金融政策に「悪影響を及ぼさない」という見方の背後にある考え方としては、主に3つのことが指摘されている。第一に、財務の毀損は通貨発行益でいずれ復元する、第二に、中央銀行は、自身で支払決済手段である通貨を発行する能力を有する、第三に、統合政府全体で健全性が確保されていれば、財政資金による対応が可能である、といった考え方である<sup>13</sup>。

中央銀行の収益や資本の減少という論点に関して、理論的研究では、統合政府をモデルとした分析が多くみられた<sup>14</sup>。もっとも、特にグローバル金融危機の発

---

<sup>12</sup> 例えば、Adler et al.[2012]では、中央銀行は、財務が悪化すると政府の監督強化や独立性の低下を招き得るため、財務負担の小さい政策運営を追求する、と市場等にみなされるリスクがあるとの見解を紹介している。また、政策運営に関して、Stella[1997]では、中央銀行が通貨発行により損失の埋め合わせを図る可能性を、Del Negro and Sims[2015]では、通貨発行益の獲得を目的に拡張的な政策運営を図る可能性をそれぞれ指摘している。このほか、Nordström and Vredin [2022]では、通貨発行益による収益獲得力について、スウェーデン、米国、オーストラリア、ニュージーランド、オランダを例に、自己資本と銀行券の合計が資産に占める割合等を比較している。そのうえで、スウェーデンでは、他国と異なり、銀行券残高の対GDP比率が低下していることも踏まえると、リクスバンクは通貨発行益による収益獲得力が低いことから、相対的に資本注入が必要となる可能性が高いとしている。

<sup>13</sup> Adler et al. [2012]では、中央銀行が通貨発行益を通じて資本を復元できる点を強調する見解や、政府と中央銀行の統合バランスシートの健全性等を重要視する見解についても紹介している。また、Bell et al.[2023]では、中央銀行は、民間金融機関とは異なり、利潤を追求する組織ではない点を強調したうえで、通貨を発行することができるため、原則として通常の意味での債務超過に陥ることはないとしている。したがって、資本を持たなくとも運営することができ、長期間にわたる損失や債務超過にも耐えることができるとの見解に立っている。

<sup>14</sup> 例えば、金融政策論の代表的な教科書であるWalsh [2017]で紹介されているモデルの

生以降は、中央銀行の財務リスクが拡大するもとの、現実には中央銀行が政府から財務的に独立しており、かつ自己資本を保有していることを踏まえて、中央銀行の健全性とその含意を巡る考察が深められている<sup>15</sup>。また、計量経済学の手法に基づく実証研究も進められている<sup>16</sup>。

なお、過去に中央銀行が債務超過となった事例を振り返ると、インフレの一段の高進がみられなかった事例とインフレが高進した事例の双方が存在する（BOX 4 参照）。インフレの一段の高進がみられなかった事例としては、1970年代の旧西ドイツのドイツ連邦銀行において、自国通貨高により保有外貨資産に多額の評価損が発生したことから、債務超過となった事例等が挙げられる。旧西ドイツの例では、1980年代に自国通貨高が一服し、債務超過を解消したこともあり、インフレ率への影響は小さかった。他方、インフレが高進したケースとしては、1980-90年代のフィリピンやジャマイカなどの中央銀行の事例が挙げられる。こうした事例では、金融危機時の民間金融機関向け融資の不良債権化などにより収益力が低下する一方で、財政拡張等によるインフレを抑制するための資金吸収オペに高い金利を支払う姿が常態化した。中央銀行にとっては金利負担による赤字が、債務超過拡大の要因となるだけでなく、マネーの増加圧力にもなり、インフレ抑制に支障を来たす結果となった。これらは、経済・金融危機といった極端な環境のもとで生じたかなり特殊な事例であるが、中央銀行財務の毀損が金融政策運営能力に影響を及ぼすメカニズムを示唆している。

このように、中央銀行の財務を巡る議論には、様々な立場があり、また、過去の具体的な事例も多様である。こうしたもとの、主要な海外中央銀行は、収益や資本の減少は金融政策運営に直接的な悪影響を及ぼさないとの考えに立ちつつも、政策運営能力への疑念や中央銀行の信認低下など、政治経済学的な悪影響を回避する観点から、財務の健全性の確保に意義を認める点で共通しているように窺われる。実際、各中央銀行は、保有する資産の内容や、制度的差異、歴史的な経緯などを背景に、幅はあるものの、一定の自己資本を保有している。また、金融緩和局面のバランスシートの拡大に伴って高まる収益の振幅リスクに対し

---

多くにおいて、こうした状況が想定されている。

<sup>15</sup> 例えば、Reis [2015] では、中央銀行の将来損失が自己資本と将来収益の合計を上回ると予想された段階で、中央銀行は通貨発行量の制御能力を失う可能性があることを前提とした議論を行っている。

<sup>16</sup> 例えば、Adler et al. [2012] では、中央銀行財務と金融政策運営の関係について、総資産に対する自己資本の比率を説明変数、テイラー・ルールのもとで望ましい金利水準と実際の政策金利との乖離を被説明変数として 41 か国について回帰分析を行い、その結果として、財務の健全性が損なわれると金融政策運営が制約されることが示唆されるが、両者の関係は非線形的であるとしている。

ても、具体的な方法は区々ながら、財務面の対応を採っていることが確認される。

## 5. 海外中央銀行の最近の状況

このところ、主要な海外中央銀行では、インフレを抑制する観点から、急速かつ大幅な金融引き締めを進めている。この結果、収益への下押し圧力が高まっており、一部では赤字が発生している（BOX 5 参照）。こうした主要な海外中央銀行における収益や資本の減少は、それが中央銀行の金融政策運営に与える影響を考えるにあたって、多くの示唆を与えてくれる。ここでは、個別の事例を概観したうえで、各中央銀行の具体的な対応を確認することとしたい。

F R Bは、2022 年 3 月から政策金利の引き上げを開始し、その引き上げ幅は 1 年余りで 5 % 程度と過去と比べて急速かつ大幅なものとなっている。こうしたもとで超過準備等にかかる負債コストが上昇する一方、再投資を限定的なものとするバランスシート縮小方針のもとで運用利回りが改善しにくいことから、週次の損益が 2022 年 9 月から赤字となった。なお、F R Bでは、バランスシートに累積赤字に見合う繰延資産を計上する会計処理を行っているが、2023 年 9 月末現在、これが保有する自己資本の額を超える状況が続いている。

また、欧州をみると、英国では、イングランド銀行（B O E）が、子会社である資産買入れファシリティ（A P F）を通じて大規模な資産買入れを行ってきた。A P Fは、B O Eから政策金利で借入れを行ったうえで、これを原資に資産買入れを実施し、その損益は政府に帰属する仕組みとなっている。こうした中、B O Eが、急速かつ大幅な政策金利の引き上げを実施したため、A P Fでは逆ざやが発生し、2022 年 10 月以降は、国債利息収入で B O Eへの利払いをカバーできない事態となり、政府から不足金額の補填を受ける形となった。ユーロ圏でも、E C Bが政策金利の引き上げを継続する中、単体ベースの当期損益は 2022 年決算でゼロとなり、ユーロシステムを構成する各国中央銀行への利益分配を停止した。この間、ドイツ連邦銀行では、逆ざやリスク等の増大への備えとして、積極的な引当金の積み立てを行ってきたところ、2022 年決算において目的に沿って同引当金の取り崩しに転じている。

このほか、オーストラリア準備銀行では、2020 年 3 月に採用した「イールド・ターゲット」のもとで国債買入れ等を実施し、バランスシートを急拡大させてきた。その後、2021 年 11 月に政策枠組みを変更し、政策金利の引き上げを進めるもとで、基礎的損益は赤字となっている。また、同行は、時価評価を採用しているもとで、金利上昇に伴い国債に多額の評価損が発生したことから、2022 年 6 月期決算で債務超過となった。

このように、大規模な金融緩和からの出口を迎えている主要な海外中央銀行では、上述3. で説明したメカニズムに基づいて、収益面に影響が生じている。こうした事象について、FRBやAPFなどでは、収益等に関するシミュレーションを示すことで、財務面での厳しいケースを含め、先行きの見通しを開示しているほか、その他の中央銀行においても、対外的な説明において、一時的に赤字や債務超過となっても政策運営能力に支障は生じないという点を強調している。また、現在は収益が減少しているが、これまでのバランスシート拡大局面では収益は増加していたという事実にも言及している。そのうえで、大規模緩和の政策評価にあたっては、中央銀行の財務ではなく、経済全体へのプラス効果に焦点を当ててなされるべきであるといった考えを示している（BOX6参照）。これらの中央銀行では、政策運営能力への疑念や中央銀行の信認低下などの悪影響を回避する観点から、引き続き、資本の重要性を踏まえ、時間をかけて自己資本の回復を図っていく方針にある。こうしたもとで、各国・地域ともに、適切な金融政策運営を通じて通貨の信認を確保するという点で、特段の支障は生じておらず、中央銀行の財務に対する向き合い方として参考となる事例と言える。

## 6. 中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方

ここまで、バランスシートの拡大・縮小に伴って中央銀行の収益構造が変化すること、中央銀行の財務を巡る議論には様々な立場があること、主要な海外中央銀行において、足もと赤字や債務超過となっているが、財務面の対応を講じるとともに、丁寧な対外説明に努めることにより、適切な金融政策運営を通じて通貨の信認を確保するという点で、特段の支障は生じていないこと等を確認してきた。これらを踏まえ、中央銀行の財務と金融政策運営について、日本銀行としての基本的な考え方を整理すると、次のように纏めることができる。

管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保される。そうした前提のもとで、中央銀行は、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっているほか、自身で支払決済手段を提供することができる。したがって、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。ただし、いくら赤字や債務超過になっても問題ないということではない。中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。



上記の基本的な考え方について、やや補足して説明する。まず、何が通貨の信認の基礎となっているのかについてである。今日、多くの国が採用している管理通貨制度のもとでは、中央銀行は、通貨の発行量を、その保有資産によって制度的に制約される訳ではない。また、期間損益や自己資本の水準が制約となる訳でもない。通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保されることとなる。日本銀行の目的を達成するうえで、必要な政策・業務の実施について、財務面に負の影響が生じる可能性への配慮が優先されるものではない。

次に、中央銀行の収益や資本と政策運営能力の関係である。中央銀行は、継続的に通貨発行益が発生するため、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっている。短期的な収益の振れによって一時的に財務が毀損しても、いずれ復元することができる。また、管理通貨制度のもとにおける中央銀行は、自身で支払決済手段（銀行券と当座預金）を提供することができる。以上のことから、中央銀行は、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。こうしたもて、金融政策運営は「物価の安定」の実現を目的として行われるものであり、必要な政策の遂行が、中央銀行の財務等への配慮から妨げられることはない。このことは、金融政策だけではなく、金融システムの安定や、政府の銀行、決済システムの円滑性維持といった中央銀行の基本的な役割全般についても同じである。こうした点は、中央銀行と民間の金融機関や事業法人との大きな違いであり、中央銀行の財務と政策運営能力の関係を考える際の基本となる。別の言い方をすれば、中央銀行の財務を民間の金融機関や事業法人とのアナロジーで考えることは適当でないことを示している<sup>17</sup>。現在、主要な海外中央銀行の中には、政策金利の引き上げ等に伴い、赤字または債務超過となった、または、その可能性が示されている事例があるが、そうした国々において、政策運営能力に特段の支障が生じていないのは、その証左と言える。

最後に、財務の健全性確保の重要性についてである。各中央銀行では、上述のように、一時的に収益や資本が減少しても政策運営能力に支障は生じないと説

---

<sup>17</sup> 民間金融機関においても、実際には、流動性預金の中に長期間滞留する部分（所謂「コア預金」）がある程度存在している。このため、収益や金利リスクの管理では、統計モデル等のもとで、金利感応度が低い負債として扱われることがある。これに対して、中央銀行は、無利子負債（所要準備、銀行券）が法制度に基づき相応の規模かつ相対的に安定して存在しているほか、自ら支払決済手段を提供することもできる。したがって、中央銀行は、赤字や債務超過となっても、直ちにオペレーショナルな意味で政策運営能力が損なわれるものではない。中央銀行の組織目的は収益の稼得ではなく、その財務については、より長期的な視点で評価し得る。Bell et al. [2023]も参照。

明している。同時に、中央銀行の収益や資本の減少が着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある点も念頭に、財務の健全性の確保に意義を認めている。日本銀行についても、現行の日本銀行法において、旧日本銀行法の政府による損失補填条項は削除されており、引当金の運用などを通じて、健全な財務基盤に基づく自律的な組織運営が求められている<sup>18</sup>。こうした中、日本銀行では、収益の振幅を平準化し、財務の健全性を確保する観点から、債券取引損失引当金を拡充するなど、自己資本の充実に努めてきている。

日本銀行としては、引き続き、財務の健全性にも留意しつつ<sup>19</sup>、適切な政策運営に努めていくことが適当であると考えている。

以 上

---

<sup>18</sup> 日本銀行法改正時には、「発行保証制度の廃止後においても、中央銀行の財務の健全性の重要性が減るわけではなく、銀行券の価値に対する信認を確保するためにも、中央銀行の全体としての財務の健全性に対する十分な配慮が必要」（金融制度調査会 [1997]）とされた。

<sup>19</sup> 日本銀行は、わが国の中央銀行として透明性の向上を図るため、財務状況や保有債券等の積極的な開示に取り組んできている（詳細はBOX 7 参照）。

## BOX 1 主要中央銀行の買入れ対象資産の拡大と長期貸出の実施

日本銀行では1990年代後半以降、主要な海外中央銀行ではグローバル金融危機の発生以降、短期金利のゼロ制約に直面するもとで量的緩和、多様な金融資産の買入れ、長期貸出等の非伝統的な金融政策を各中央銀行の事情に応じて採用してきた<sup>20</sup>。

バランスシートの規模が拡大するもとで、その質的な変化という観点から、主要中央銀行が買入れ対象とした資産内容をみると、長めの金利に働きかける観点から長期国債の買入れを拡大したほか、企業金融の円滑確保等の観点から、CP・社債、資産担保証券を買入れ対象とした点は共通している。これに加えて、各中央銀行では、それぞれの国・地域における政策課題や金融構造、法的な制約などに応じて、その他の金融資産を買入れ対象としてきた。こうした各中央銀行の固有の取り組みに焦点を当てて整理すると、以下のとおりである（図表 B1）。

（日本銀行）

2010年10月導入の「包括的な金融緩和政策」のもとで、リスク・プレミアムに働きかける観点から、ETF・J-REITの買入れを開始した。その後、「量的・質的金融緩和」、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、新型コロナウイルス感染症対応での買入れ拡大等を経て、保有残高が増加した。

（米国連邦準備制度（FRB））

グローバル金融危機時のサブプライム問題で悪化した住宅市場の下支えが重要との考えから、エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）等を買入れ対象としたほか、新型コロナウイルス感染症対応では、地方自治体の資金繰り支援の観点から地方債を買入れ対象に追加した。この間、グローバル金融危機時のCP買入れ、コロナ禍での地方債・社債買入れに当たっては、政府の信用補完のもと、地区連銀が流動性を供与するかたちで、特別目的ビークル（SPV）を通じた枠組みとした。

（欧州中央銀行（ECB））

グローバル金融危機を踏まえ、金融市場のさらなる金利の低下、金融機関や企業の資金調達環境の緩和、民間債券市場の流動性向上を企図して、間接金融中心の資金仲介構造のもとで金融機関の主要な調達手段のひとつであるカバードボンドを買入れ対象とした。また、欧州債務危機に際しては、債券市場の機能改善

---

<sup>20</sup> Hooley et al. [2023]では、各国中央銀行の新型コロナウイルス感染症対応に伴うバランスシートの拡大・構成の変化について、グローバル金融危機時の対応と比較しつつ、分析を行っている。

等に対処するため、域内に多数の加盟国が存在することへの工夫を凝らしながら、域内各国の国債等の買入れを開始した。さらに、ユーロ圏での低インフレ化やデフレリスクが高まると、資産買入れの持続性向上の観点から地方債を買入れ対象とした。

(イングランド銀行 (BOE))

資産買入れに当たっては、財務省との取極めのもとで設立した子会社 (APF) を通じて実施することとし、同買入れにおいて発生した損益はすべて政府に帰属することを事前に明確化したかたちで行った。

このほか、一部の中央銀行では、多様な金融資産の買入れに加えて、金融緩和効果を広く浸透させる観点から、金融機関による民間部門向け貸付を支援する制度を、金融機関に対する長期の条件付き融資制度というかたちで導入した。具体的には、日本銀行が「成長基盤強化を支援するための資金供給」と「貸出増加を支援するための資金供給」を実施したほか、ECBがTLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations)、BOEがFLS (Funding for Lending Scheme) を実施した。

(図表 B1) 主要中央銀行の買入れ対象資産等 <sup>(注1)</sup>

	日本銀行	FRB	ECB	BOE
長期国債	○	○	○	○
モーゲージ債 カバードボンド	×	○ (2009年1月)	○ (2009年7月)	×
上記以外の 資産担保証券	○ (2003年8月)	○ <sup>(注2)</sup> (2008年9月)	○ (2014年11月)	○ (2010年11月)
地方債	×	○ (2020年6月)	○ (2015年12月)	×
CP	○ (2009年1月)	○ (2008年10月)	○ (2016年6月)	○ (2009年2月)
社債	○ (2009年3月)	○ (2020年6月)	○ (2016年6月)	○ (2009年3月)
株価指数連動 ETF・REIT	○ (2010年12月)	×	×	×
長期の条件付き 融資制度	○ (2010年9月)	×	○ (2014年9月)	○ <sup>(注3)</sup> (2012年8月)

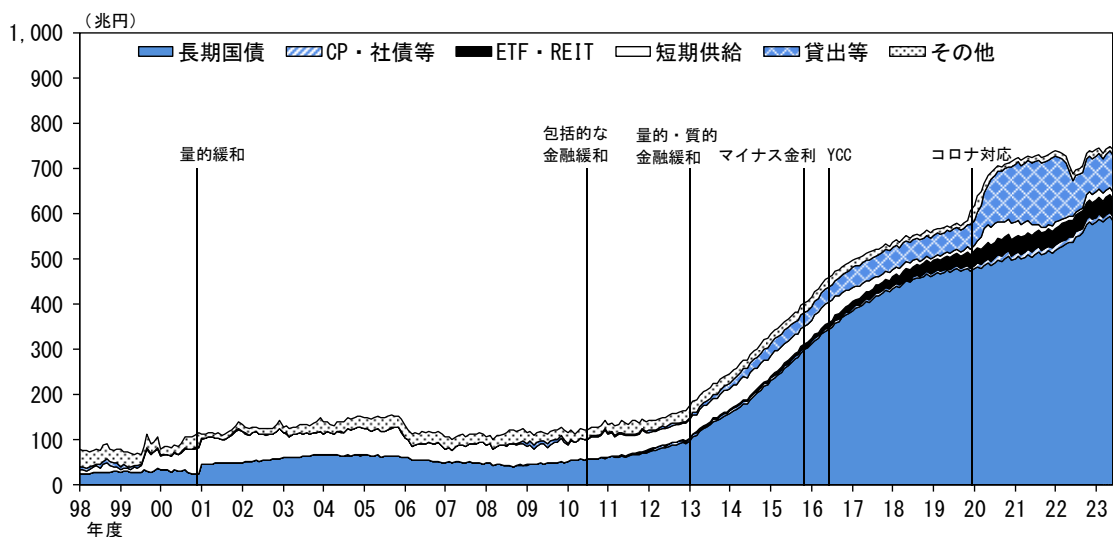
(注1) カッコ内は買入れ・貸出開始時期。

(注2) 資産担保証券を担保としたノンリコース貸出を含む。

(注3) FLS は、家計や企業に対する純貸付額の実績をもとに、金融機関に対して低利で英国短期国債を貸し付けることで、民間向け貸付の増加を促進する制度。なお、2016年9月には、長期の資金を供給するTFS (Term Funding Scheme)を開始。

### (参考) 主要中央銀行の資産規模・構成の推移

#### (日本銀行)



(出所) 日本銀行

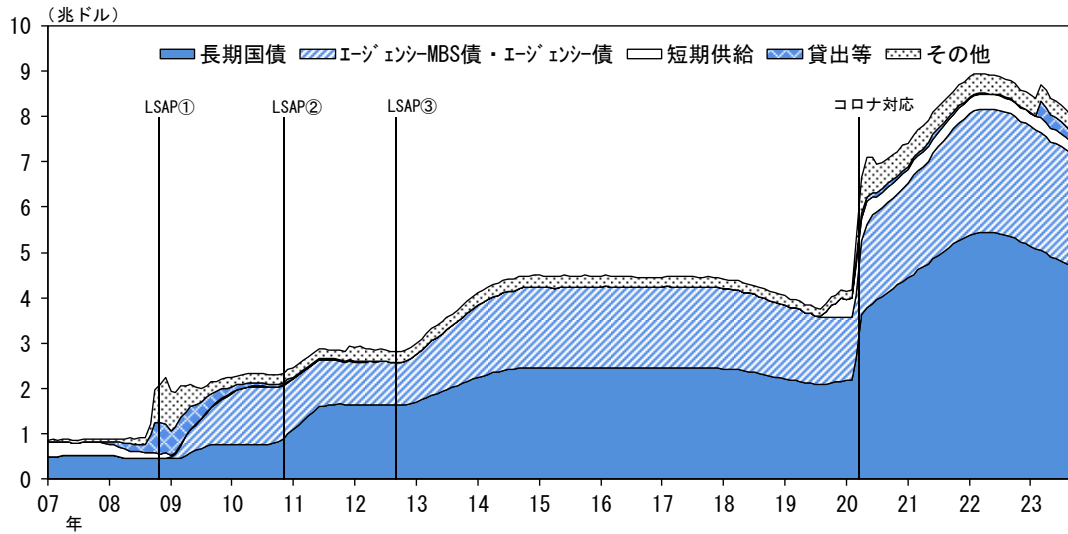
(注1) CP・社債等は、資産担保証券を含む。

(注2) 短期供給は、国庫短期証券(除く引受分)、共担オペ、国債・CP等買現先等。

(注3) 貸出等は、補完貸付、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給、被災地オペ、コロナオペ、気候変動対応オペ等。

(注4) その他は、総資産からの残差として算出(国庫短期証券(引受分)、米ドル資金供給、外貨準備等)。

## (FRB)



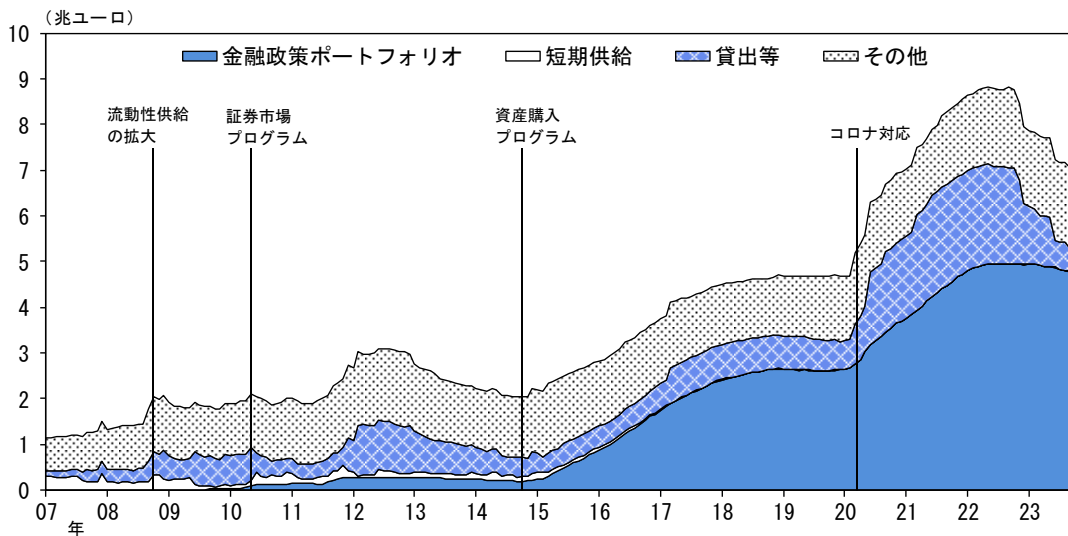
(出所) Haver

(注1) 短期供給は、短期国債、短期レポ等。

(注2) 貸出等は、Discount Window(DW)、Term Auction Facility(TAF)、Bank Term Funding Program(BTFP)等。

(注3) その他は、総資産からの残差として算出(中央銀行間ドル供給スワップ、各種SPV向け貸出、外貨準備等)。

## (ECB)



(出所) Haver

(注1) 欧州中央銀行およびユーロ圏各国中央銀行の資産を統合したもの。

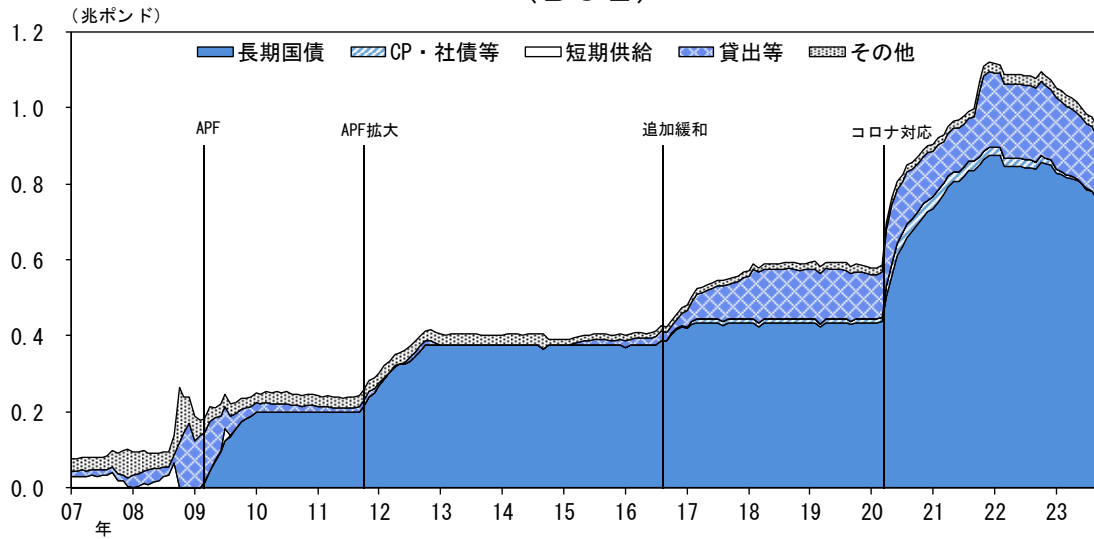
(注2) 金融政策ポートフォリオは、金融政策目的で保有する長期国債、地方債、CP、社債、資産担保証券、カバードボンド等。

(注3) 短期供給は、Main Refinancing Operations(MRO)、Fine-Tuning Operations等。

(注4) 貸出等は、Marginal Lending Facility(MLF)、LTRO、TLTRO等。

(注5) その他は、総資産からの残差として算出(米ドル資金供給、外貨準備等)。

## (BOE)



(出所) Haver

(注1) BOE および APF の資産を統合したもの。

(注2) 長期国債は、APF 保有分のみ (BOE 本体での保有分は含まれない)。

(注3) CP・社債等は、資産担保証券を含む。

(注4) 短期供給は、短期レポ等。

(注5) 貸出等は、TFS、Indexed Long-Term Repo(ILTR)等。FLS は金融機関に対して英国短期国債を貸し付ける制度であり、資産計上されない。

(注6) その他は、2014年9月までは総資産からの残差として算出 (BOE 本体で保有するポンド建て債券、米ドル資金供給、外貨準備等)、2014年10月以降は、データ制約により BOE 本体で保有するポンド建て債券および外貨準備を集計。

## BOX 2 債券取引損失引当金の概要

日本銀行は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入した。本文に示したとおり、大規模なバランスシート拡大を伴う非伝統的な金融政策には、その緩和・引き締め局面における収益振幅のメカニズムが存在する。こうした収益の振幅に対して、その平準化を図る観点から、2015年11月に、債券取引損失引当金を拡充した。

具体的には、バランスシートが拡大する局面では、超過準備に対する付利金利が低く、収益が増加するため、その分、引当金を積極的に積み立てる。一方、金融政策が引き締め方向に向かいバランスシートを縮小していく出口局面においては、付利金利が上昇し、収益が減少することから、事前に積み立てていた引当金を取り崩す。これにより、その分、出口局面において、収益の減少を補うことができることとなった。

### <拡充前>

「長期国債の売却・償還により生じる利益」と「長期国債の売却・償還により生じる損失、期末評価換えにより生じる損失の合計額」の差額の50%を目途として、利益超過の場合は積み立て、損失超過の場合は取り崩す。積み立て、取り崩しに当たっては、自己資本比率の水準等を勘案する。

### <拡充後>

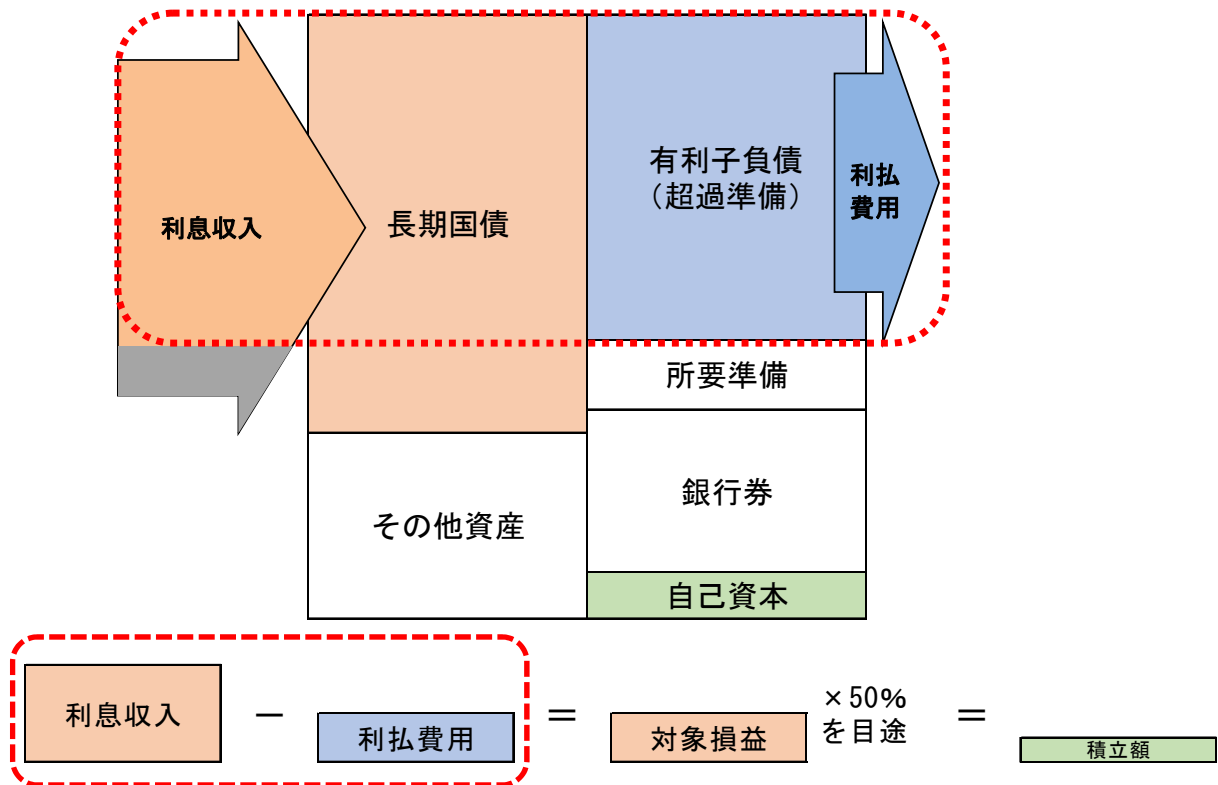
当分の間、拡充前の対象損益に加え、「有利子負債（超過準備、売出手形等）見合いで保有する長期国債からの利息収入」と「有利子負債に対する利払費用」の差額の50%を目途として、利益超過の場合は積み立て、損失超過の場合は取り崩す。積み立て、取り崩しに当たっては、自己資本比率の水準、損益の動向等を勘案する。

このように、収益が上振れる局面で収益の一部を積み立て、将来、収益が下振れる局面でこれを取り崩すことで、収益の振幅が平準化され、日本銀行の財務の健全性確保につながるものとなっている。海外中央銀行でも、例えばドイツ連邦銀行は、同様の趣旨から、これまで一般リスク引当金を積極的に積み立ててきた。

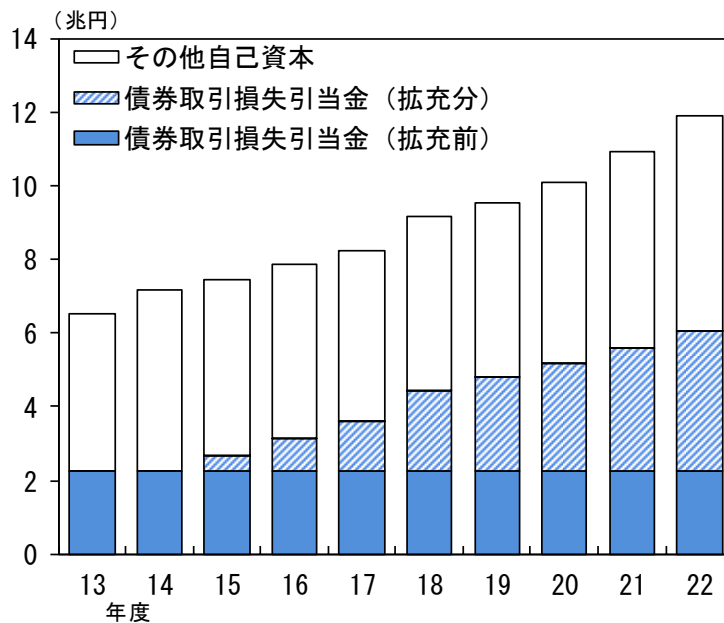
拡充された引当金制度のもとで、2015年度以降、引当金の積み立てが進み、2022年度末時点で、引当金残高は6.0兆円となっている（2014年度末比+3.8兆円）（図表B2）。



<債券取引損失引当金の積立てのイメージ>



(図表 B2) 自己資本残高の推移



(出所) 日本銀行

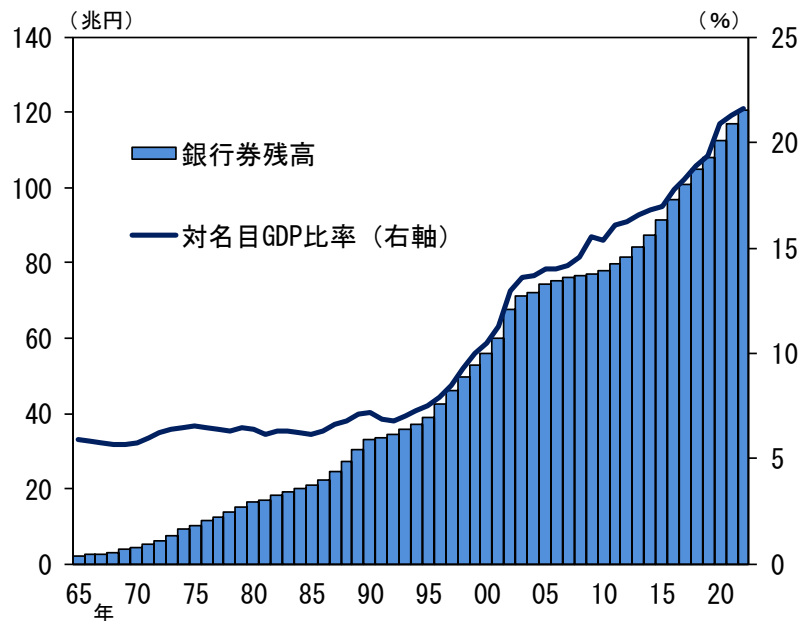
(注1) 債券取引損失引当金 (拡充分) は、2015年の拡充後に積み立てた同引当金の残高。

(注2) 債券取引損失引当金 (拡充前) は、2015年の拡充前に積み立てた同引当金の残高。

### BOX 3 銀行券需要の要因

日本銀行券の発行残高（対名目GDP比率）は、1990年代半ばまで6～8％程度で推移した後、趨勢的に上昇し、足もとは20％を上回っている（図表B3-1）。こうした銀行券への需要の変動の背景には、経済的要因のほか、社会的、文化的、歴史的な要因など様々な要因があると考えられる。

（図表 B3-1）日本銀行券発行残高（対名目GDP比率）の推移



（出所）日本銀行、内閣府

まず、経済の規模は、銀行券需要に影響する重要な要因である。経済取引の規模・頻度が多ければ、支払手段としての銀行券に対する需要も高いと考えられるからである。

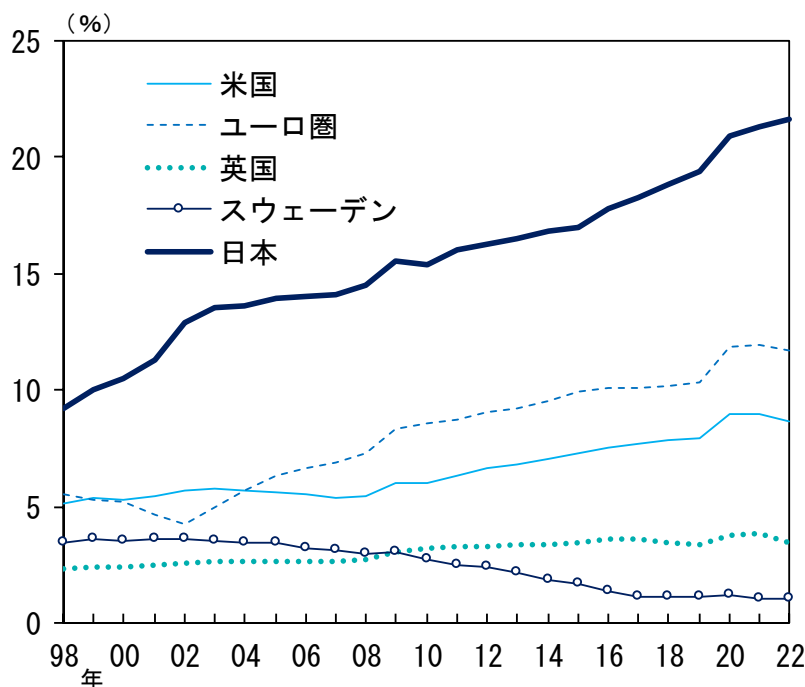
次に、銀行預金などの金利水準も、銀行券需要に影響し得る。例えば、預金金利が上昇すると、金利収入獲得のために、銀行券を預け入れるインセンティブが高まるため（＝銀行券保有の機会費用の増加）、銀行券需要を低下させる方向に作用する。反対に、1990年代後半以降、低金利が続いている日本では、これが銀行券への需要を増加させる方向に作用していると考えられる。

また、将来の経済情勢や金融システムに対する不確実性が高まると、不測の事態に備えて、銀行券を手元に保有しておくニーズが高まるといった現象がみられる（予備的需要）。これは、特に金融危機などの際にみられる現象である。1990年代後半に金融システム不安が深刻化した日本では、こうした側面は顕著であったと考えられる。

このほか、構造的な要因として、政治・経済システムへの信頼性や人口構成、ATMの普及度合いといった社会インフラの状況、治安の良し悪しも銀行券需要にとって重要な要因であると考えられる。例えば、人口構成についていえば、高齢者は相対的に現金嗜好が強いため、日本のように高齢者比率が高い国では、これがマクロでみた銀行券需要の強さに寄与すると考えられる。また、社会インフラという面では、キャッシュレス決済の進展が著しいスウェーデンでは、近年、銀行券残高の対名目GDP比率は低下傾向にある。治安についていえば、治安が悪く盗難等により現金を失うリスクが高ければ、銀行券への需要は低くなるが、日本のように相対的に治安が良い国の銀行券需要は、他国対比高くなると考えられる。さらに、偽造された銀行券が多く、銀行券への信認が低ければ、需要は低くなると考えられる（図表 B3-2）。

なお、コロナ禍のもとで、銀行券発行残高の大幅な増加がグローバルにみられた。コロナ禍では、①経済が落ち込んだことに加え、②「巣ごもり消費」を背景としたEコマースの拡大によるキャッシュレス決済の一層の進展がみられたことから、現金決済の機会は減少した。もっとも、③感染症の拡大に伴う外出自粛の動きや公衆衛生上の措置の導入が、銀行券に対する需要を高める方向に作用し、全体としても、銀行券発行残高を増加させたと考えられる<sup>21</sup>。

（図表 B3-2）各国・地域の銀行券発行残高（対名目GDP比率）の推移



（出所）内閣府、Haver、日本銀行、リクスバンク

<sup>21</sup> 吉澤ほか [2021] 参照。

## BOX 4 過去に中央銀行が債務超過となった事例

過去に中央銀行が債務超過となった例をみると、自国通貨高による外貨準備の評価損が直接の原因の場合には、インフレ率への影響は小さい。

一方、金融危機への対応や準財政政策的な貸付の実施などにより中央銀行の収益獲得力が劣化しているケースでは、過剰流動性を吸収するために発行する中銀手形などへの利払いを、中銀自身の収入で賄うことができず、不足分を当座預金の増額により補填する必要や、収益の悪化を懸念して、過剰流動性の吸収を断念する事態が生じた。結果、十分な金融引き締めを実施できず、インフレを抑制することができなかつた。このことが、当該中央銀行への信認を失墜させ、さらにインフレが高進するという悪循環に陥つた。

(インフレの一段の高進がみられなかつたケース)

	時期	債務超過の背景	政策遂行への影響	平均インフレ率
西ドイツ	70年代	・自国通貨高による保有外貨資産の評価損	—  (80年代に自国通貨高が一服し、債務超過を解消)	4.9%  (1970-79年)
チェコ	90-10年代	・自国通貨高による保有外貨資産の評価損	—  (2014年～16年は、自国通貨高が一服し、債務超過が解消)	3.1%  (1996-2019年)
チリ	90年代-現在	・保有外貨資産と自国通貨建て負債の金利差(逆ざや) ・金融危機時に金融機関の債権等を引き受け ・自国通貨高による保有外貨資産の評価損 ・中銀保有国債への利払いの減額	—  (政府の緊縮財政により、過剰流動性が発生せず)	6.1%  (1990-2022年)
タイ	90年代-現在	・自国通貨高による保有外貨資産の評価損 ・米ドル建て資産と中銀債等の資金吸収手段の金利差	—  (インフレ率の急速な高まりはみられていない)	2.9%  (1990-2022年)

(インフレが高進したケース)

	時期	債務超過の背景	政策遂行への影響	平均インフレ率	対応
ジャマイカ	80-90年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公的企業の外貨建債務の肩代わりや為替レート保証等を実施</li> <li>・ 金融引き締めのためのCD発行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ CDの利払いが流動性の拡大を招き、高インフレが継続</li> </ul>	22.6% (1980-99年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府が、有利子の国債を交付することで、黒字回復</li> </ul>
フィリピン	80-90年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金融機関等への優遇為替レートの提供</li> <li>・ 外貨建て債務の肩代わり</li> <li>・ 開発銀行業務の貸付の焦げ付き</li> <li>・ 拡張的政策によるインフレを抑制するため中銀手形を振出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 中銀手形の利払いが流動性の拡大を招き、高インフレが継続</li> </ul>	11.8% (1980-99年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 累積債務を政府に移転したうえで清算</li> <li>・ 新しい中央銀行を設立</li> </ul>
ベネズエラ	80-90年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公的企業への優遇為替レート提供</li> <li>・ 金融危機時の民間金融機関の不良債権の引き受け等</li> <li>・ 拡張的政策によるインフレを抑制するため中銀手形を振出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 利払い負担の増加による損失に対する懸念の高まりから、過剰流動性の吸収を断念。高インフレが継続</li> </ul>	29.9% (1980-99年)	—

(出所) Bank of Thailand、Central Bank of Chile、Frait[2005]、IMF、Lamberte[2002]、Stella[2002]、Vaez-Zadeh[1991]

(注) 平均インフレ率は、債務超過の時期を含む年代の平均。

## BOX 5 海外中央銀行の財務状況

### 1. 米国連邦準備制度（FRB）

FRBは、2008年以降、金融危機や景気悪化に対応するため、国債や政府関係機関債、MBS等の大規模な買入れを実施してきた（BOX 1 参照）。

2022年3月以降は、インフレ高進に対応するため、当座預金に対する付利金利を引き上げ（22/2月0.15%→23/9月5.4%）つつ、保有国債等の削減を進めている。

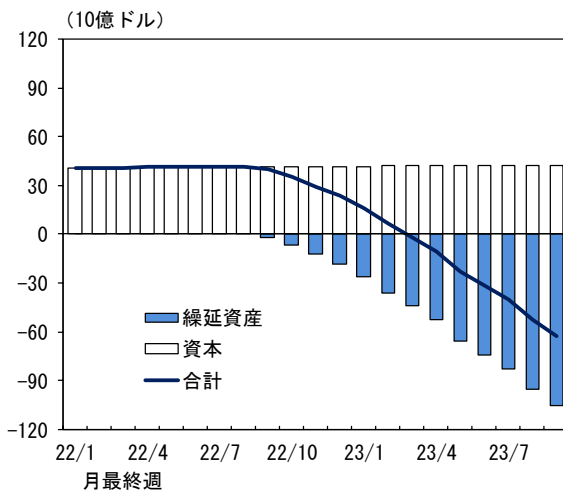
#### 【保有国債等の削減方針】

2022年6月から保有国債・MBSの削減を開始。月間削減ペースは、2022年6～8月は国債が最大▲300億ドル、MBSが最大▲150億ドル、9月以降は国債が最大▲600億ドル、MBSが最大▲300億ドル。これを上回る償還がある場合は再投資を実施。

足もとのFRBの財務状況をみると、政策金利を急速かつ大幅に引き上げたことで、赤字が発生している。具体的には、週次ベースの損益は2022年9月から赤字に転化し、国庫納付を停止している。会計面では、バランスシートに、累積赤字に相当する「繰延資産」を計上し、将来の収益発生時にこれを解消したうえで、国庫納付を再開する。2023年9月現在、この繰延資産の額は、保有する自己資本の額を624億ドル上回る状況となっている（図表B5-1）。

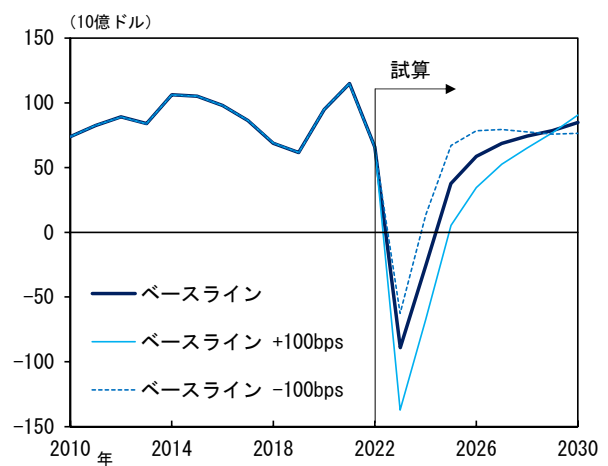
FRBは、先行きの財務見通しを年次で公表している。直近2023年4月に公表された見通しでは、ベースラインのシナリオとして、2025年に黒字に回復することが見込まれている<sup>22</sup>（図表B5-2）。

（図表 B5-1）FRBの自己資本と繰延資産



（出所）FRB

（図表 B5-2）FRBの損益の見通し



（出所）FRBNY

<sup>22</sup> Federal Reserve Bank of New York [2023] 参照。

## 2. 欧州中央銀行（ECB）

ユーロシステムは、2010年代前半の欧州債務危機以降、大幅にバランスシートを拡大してきた（BOX 1 参照）。

足もとでは、インフレ高進に対応するため、2022年6月に国債等の新規買入れを全て停止し、7月以降は政策金利（預金ファシリティ金利）を引き上げ（22/6月▲0.5%→23/9月4.0%）つつ、保有国債や長期オペ等の削減を進めている。

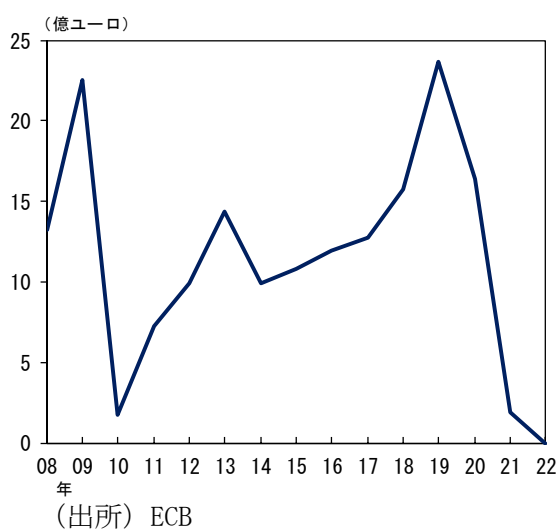
### 【保有国債等の削減方針】

資産買入プログラム（APP）：2023年3月から保有国債等の削減を開始。2023年6月末までは、月平均▲150億ユーロのペースで削減（同期間の償還額は削減ペースを上回るため、その超過分については再投資）。7月以降は再投資を取り止め。

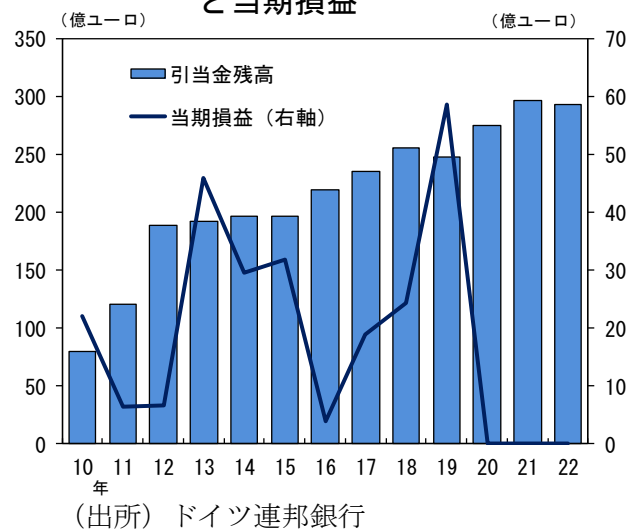
パンデミック緊急買入プログラム（PEPP）：少なくとも2024年末までは再投資。

ECB（単体）の財務状況をみると、2022年決算において、当座預金<sup>23</sup>に対する利払いに加え、時価会計の対象有価証券<sup>24</sup>の評価損の発生に伴い、引当金を取り崩した。この結果、当期損益がゼロとなり、ユーロシステムを構成する各国中央銀行への利益分配を停止した（図表 B5-3）。この間、ドイツ連邦銀行は、積極的に、財務リスク全般に対応する一般リスク引当金の積み立てを行ってきたところ、2022年決算において取り崩しに転じた（図表 B5-4）。

（図表 B5-3） ECB（単体）の損益



（図表 B5-4） ドイツ連邦銀行の引当金と当期損益



<sup>23</sup> 正確には、ユーロ圏内の国境を跨いだ資金移動に際し、資金流入国と資金流出国の中央銀行間で発生する、Target 2 債務が付利の対象である。

<sup>24</sup> 経費をカバーするための基金が保有するユーロ建て資産および為替介入資金に含まれるドル建て資産を指す。なお、金融政策目的の保有有価証券は、償却原価法を採用している。

### 3. イングランド銀行（BOE）および資産買入れファシリティ（APF）

BOEは、グローバル金融危機に対応するため、2009年に、APFを通じた国債や社債の大規模な買入れを開始した。その後も、金融危機や景気悪化に対応するため、大幅にバランスシートを拡大してきた（BOX 1 参照）。

#### 【APF（Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited）の仕組み】

BOEが財務省との取極めのもとで設立した子会社であり、BOEから政策金利で借入れを行い、資産買入れを行う。損益（キャッシュフロー）は、政府に帰属し、黒字であれば国庫納付し、赤字であれば政府から補填を受ける仕組み（図表 B5-5）。

2021年12月以降は、インフレ高進に対応するため、BOEが政策金利を引き上げる（21/11月0.1%→23/9月5.25%）とともに、APFも保有国債等の削減を進めている。

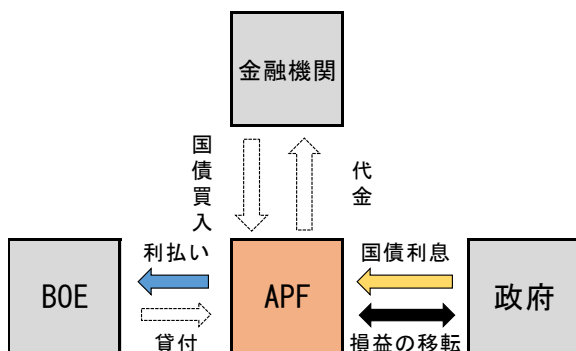
#### 【保有国債等の削減方針】

2022年2月に、政策金利が0.5%に達したことを踏まえ、APFが保有する国債・社債の削減を開始。いずれも同月から再投資を停止し、社債は2022年9月から、国債は2022年11月から売却を開始。

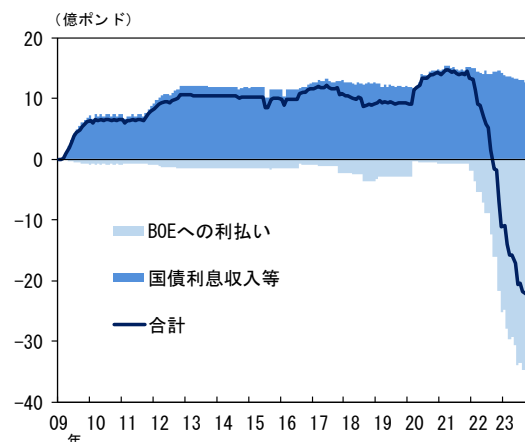
APFの財務状況を見ると、BOEからの調達コスト（政策金利）の上昇により、逆ざやが発生している。2022年10月以降は、APFのキャッシュフローの悪化に伴い、政府から不足金額の補填が行われている（図表 B5-6）。

APFは、先行きのキャッシュフローの見通しを四半期毎に公表している。直近2023年11月に公表された見通しでは、10年程度にわたってキャッシュフローが赤字となることを見込まれている<sup>25</sup>。

（図表 B5-5） APFの仕組み



（図表 B5-6） APFの利息収入・利払い



（出所）英国国家統計局

<sup>25</sup> Bank of England [2023] 参照。



#### 4. オーストラリア準備銀行（RBA）

RBAは、コロナ禍への対応として、2020年3月に、3年物国債金利を対象とする「イールド・ターゲット」を導入した。そのもとで、国債買入れやコロナ対応貸付等を実施し、バランスシートを拡大してきた（図表 B5-7）。

その後、インフレ高進や市場金利上昇を受け、2021年11月に、イールド・ターゲットを撤廃した。2022年5月以降は、政策金利（当座預金付利金利）を引き上げつつ（22/4月0.0%→23/9月4.0%）、保有国債やコロナ対応貸付等の削減を進めている。

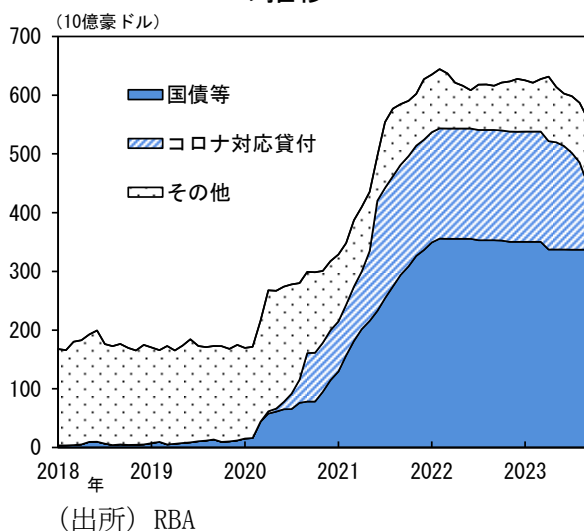
##### 【保有国債等の削減方針】

2022年2月以降、再投資を停止。

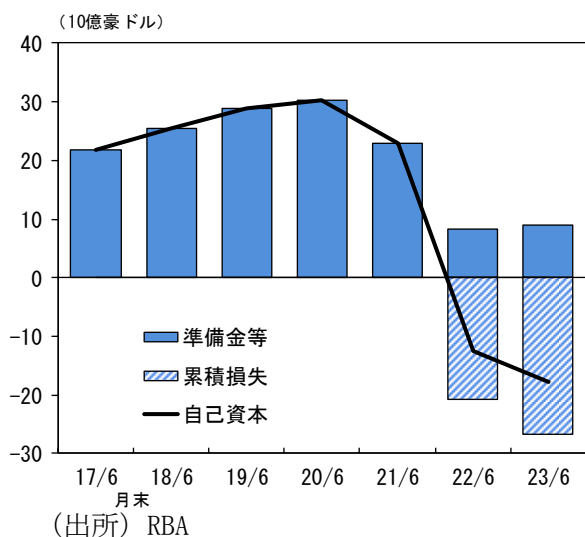
RBAの財務状況をみると、同行は、保有債券に時価会計を適用しているもとで、金利上昇に伴い国債に多額の評価損が発生したことから、2022年6月期決算は債務超過となり、国庫納付を停止した（図表 B5-8）。

RBAは、2022年9月に公表した「国債買入れプログラムに関するレビュー」の一環として、先行きの財務見通しを公表している。ここでは、同プログラムで買入れた国債からの利息収入が、これに見合う当座預金への利息支払を下回る逆ざやが10年以上にわたって継続することが見込まれている<sup>26</sup>。

（図表 B5-7） RBAのバランスシートの推移



（図表 B5-8） RBAの自己資本の推移



<sup>26</sup> Reserve Bank of Australia[2022]参照。

## BOX 6 海外中央銀行幹部の財務関連の発言等

### (1) 収益や資本の減少が金融政策運営に与える影響

<b>米国連邦準備制度：Powell 議長（2022 年 6 月、2023 年 6 月）</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>・（現在の利上げ局面で、）赤字が生じているが、あくまで会計上の話であり、（雇用の最大化と物価安定のための）金融政策運営能力に影響をもたらすことは全くなく、実体経済への影響も全くない。（2023 年 6 月）<sup>27</sup></li><li>・債券の評価損は、我々の政策決定において何ら役割を果たさない。また、我々の金融政策運営の能力に何ら影響も持たない。（2022 年 6 月）<sup>28</sup></li></ul>
<b>欧州中央銀行：Lagarde 総裁（2022 年 12 月、2023 年 9 月）</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>・（ユーロ圏を構成する）各国中央銀行やECBが損失を生じる可能性が、我々の（金融政策の）決定過程に影響を及ぼすかどうかについての答えは、「否」である。（中略）私の（中央銀行の）信認の定義は、我々がそのマンドートを果たすことである。（2023 年 9 月）</li><li>・歴史や世界の他の中央銀行の経験を踏まえれば、実際に、中央銀行は赤字でも政策運営を行うことが可能であるし、また、いくつかの中央銀行では、債務超過でも政策運営を行うことができていると思う。（2022 年 12 月）</li></ul>
<b>欧州中央銀行：Convergence Report（2022 年 6 月）<sup>29</sup></b>
<ul style="list-style-type: none"><li>・長期間にわたって、（ユーロ圏を構成する）各国中央銀行の純資産が、法定の水準を下回ったり、（中略）マイナスとなる事態は、避けるべきである。そうした状況は、各国中央銀行が、ユーロ圏を構成する中央銀行としての職務や、各国の中央銀行としての職務を遂行するための能力に負の影響を与え得る。</li></ul>
<b>スウェーデン国立銀行：Flodén 副総裁（2022 年 12 月）</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>・中央銀行にとっては、資本が減少すること、または債務超過に陥ることさえも、必ずしも問題にならない。</li><li>・もっとも、長期にわたって、収益獲得力が失われる場合は、問題が生じるかもしれない。（中略）スウェーデンにおける銀行券需要は非常に低いため、通貨発行を独占することによる剰余、いわゆるシニョレッジは不十分である。</li></ul>
<b>カナダ銀行：Macklem 総裁（2022 年 11 月）</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>・損失の大きさと期間は、最終的には金利や経済、バランスシートの動向等、多くの要因に左右される。損失は金融政策運営能力に影響を及ぼさない。また、我々の政策決定は、物価と金融の安定というマンドートに基づいて行われるものである点を強調したい。収益の最大化のために行うものではない。</li></ul>

<sup>27</sup> U. S. Cong[2023a]

<sup>28</sup> U. S. Cong[2022]

<sup>29</sup> European Central Bank[2022]

**オーストラリア準備銀行：Bullock 副総裁（2022 年 9 月）**

- ・ 普通の企業とは異なり、オーストラリアのような国の中央銀行においては、「継続企業の前提」は問題にならない。（中略）また、オーストラリア準備銀行は、通貨を発行できるため、期限を迎えた債務を払い続けることができ、支払不能に陥ることはない。このため、債務超過に陥っても、政策運営能力に影響が及ぶことはない。
- ・ こうした事実拘わらず、理事会は、時間とともに自己資本を回復していくことは重要であるという見解に立っている。（中略）資本注入は求めているが、理事会は、政府に対し、自己資本が回復するまで、将来の収益を留保したい旨を伝えている。

**(2) 財務状況を踏まえた大規模な金融緩和の評価**

**米国連邦準備制度：Powell 議長（2023 年 6 月）<sup>30</sup>**

- ・ 量的緩和の期間中は大幅な黒字であり、約 1.2 兆ドルを国庫納付した。（中略）そのうえで、我々の課題は雇用の最大化と物価の安定であり、政策手段はその達成のために用いるものである。このため、財政上の要因は考慮しない。

**米国連邦準備制度：スタッフペーパー（2022 年 7 月）<sup>31</sup>**

- ・ 全ての政策対応は雇用の最大化と物価の安定という議会が定めたマニフェストを達成するために行うものである。仮にこうした政策対応を行わなければ、収益がマイナスとなる期間が生じる可能性は現在より低かっただろうが、家計や企業、政府、そして納税者の経済的状況は（行った場合と比べて）遥かに悪いものであっただろう。

**イングランド銀行：Tenreyro 委員（2023 年 4 月）**

- ・ 特に 2009 年や 2020 年といった危機時において、量的緩和は、物価目標の達成のために必要不可欠な政策対応の一部であったほか、より深刻な不況を防ぐ役割も果たした。こうした量的緩和のマクロ経済的な便益は、直接的な財政への影響（APF に対する損失補填）を凌駕している可能性が高い。加えて、不況が緩和されることによる税収の増加といった量的緩和の間接的な財政への影響は、直接的な財政への影響を上回る可能性が高い。

**オーストラリア準備銀行：Bullock 副総裁（2022 年 9 月）**

- ・ （国債買入れプログラムの評価を、）会計上の利益だけで判断することはあまり有益ではない。政府全体または経済全体にもたらした効果で判断する必要がある。
- ・ 国債買入れプログラムは、景気を刺激することで、政府歳入の増加に寄与し、当初の予測対比、財政赤字縮小の一助となった。また、プログラムを実施しなかった場合と比較して、政府の資金調達コストを低下させた。

<sup>30</sup> U. S. Cong[2023b]

<sup>31</sup> Anderson, Marks, et al. [2022]

## BOX 7 主要中央銀行による財務に関する情報開示

日本銀行は、わが国の中央銀行として、政策・業務運営の透明性確保に取り組んできた。日本銀行法に定めのある財務諸表の定期的な開示に加え、日々のオペレーション・貸出の結果を踏まえたバランスシートの変化についても高い頻度で開示している。これに加え、金融市場の情報整備を進める観点から、日本銀行が保有する国債の銘柄情報等についても、市場参加者のニーズを踏まえた情報開示に取り組んできた。日本銀行が開示している主な財務関連情報は以下のとおりである。

### <バランスシート全体>

- ・営業毎旬報告（月3回）
- ・決算（年2回）
- ・通貨及び金融の調節に関する報告書（年2回）
- ・業務概況書（年1回）

### <保有証券の詳細>

- ・日本銀行が保有する国債の銘柄別残高（月3回）
- ・決算（国債・ETF・J-REIT・社債等の時価、年2回）

### <損益・国庫納付金>

- ・決算（年2回）

（参考）

- ・マネタリーベースと日本銀行の取引（月1回）
- ・日本銀行の対政府取引（月1回）

財務関連情報の開示状況について、FRB、ECB、BOEの資産買入れファシリティ（APF）をみても、概ね同程度の内容となっている（図表B7）。

（図表 B7） 海外主要中央銀行による財務関連情報の開示状況

		FRB	ECB	APF
バランスシート全体		週次	週次	四半期
保有証券の詳細	国債の銘柄別残高	週次	— <sup>(注1)</sup>	オペ実施毎
	時価	四半期	年次 <sup>(注2)</sup>	年次
損益・国庫納付金		週次	年次	四半期
先行きの損益の試算		年次	—	四半期

（出所）BOE、ECB、FRB、FedNY、ドイツ連邦銀行、フランス中央銀行

（注1）月次で発行国別にみた平均残存期間等を公表。

（注2）ECBはECB単体保有分、ドイツ連邦銀行やフランス中央銀行等は自行保有分についてそれぞれ公表。

## 【参考文献】

- 伊藤 隆敏[2022], 「赤字回避優先は本末転倒 日銀の財務を問う」, 2022年8月24日付日本経済新聞.
- 植田 和男[2003], 「自己資本と中央銀行」, 2003年度日本金融学会秋季大会における記念講演.
- 河村 小百合[2023], 「日本銀行 我が国に迫る危機」, 講談社.
- 金融制度調査会[1997], 「日本銀行法の改正に関する答申」.
- 左三川 郁子・中野 雅貴[2023], 「植田新日銀の課題——政策金利を2%に引き上げると日銀に損失も 金融正常化の過程で発生する損失の試算」, 公益社団法人 日本経済研究センター.
- 吉澤 謙人・前橋 昂平・柳原 弘明・門川 洋一・稲田 将一[2021], 「コロナ禍における銀行券の動向」, 日銀レビュー・シリーズ.
- Adler, Gustavo, Pedro Castro, and Camilo E. Tovar [2012], "Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy?" IMF Working paper WP/12/60.
- Anderson, Alyssa, Dave Na, Bernd Schlusche, and Zeynep Senyuz [2022], "An Analysis of the Interest Rate Risk of the Federal Reserve's Balance Sheet, Part 1: Background and Historical Perspective."
- Anderson, Alyssa, Philippa Marks, Dave Na, Bernd Schlusche, and Zeynep Senyuz [2022], "An Analysis of the Interest Rate Risk of the Federal Reserve's Balance Sheet, Part 2: Projections under Alternative Interest Rate Paths."
- Archer, David and Paul Moser-Boehm [2013], "Central bank finances," BIS Papers No71.
- Bank of England [2023], "Asset Purchase Facility Quarterly Report – 2023 Q3."
- Bank of Thailand [2022], *Annual Report 2022*.
- Bell, Sarah, Michael Chui, Tamara Gomes, Paul Moser-Boehm, and Albert Pierres Tejada [2023], "Why Are Central Banks Reporting Losses? Does It Matter?" BIS Bulletin No68.
- Bullock, Michele [2022], "Review of the Bond Purchase Program," Speech at Bloomberg, Sydney, September 21, 2022.
- Central Bank of Chile [2021], *Integrated Annual Report 2021*.

- Del Negro, Marco and Christopher A. Sims [2015], "When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?" *Journal of Monetary Economics*, 73: pp. 1-19.
- European Central Bank [2022], *Convergence Report, June 2022*.
- Federal Reserve Bank of New York [2023], "Open Market Operations During 2022."
- Flodén, Martin [2022], "My thoughts on the Riksbank's asset purchases," Speech on December 24, 2022.
- Frait, Jan [2005], "Exchange Rate Appreciation and Negative Central Bank Capital: Is There a Problem?" Remarks prepared for the Expert Forum: Central Bank Finances and Impact on Independence, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, August 31 –September 2, 2005.
- Fujiki, Hiroshi and Hajime Tomura [2017], "Fiscal Cost to Exit Quantitative Easing: The Case of Japan," *Japan and The World Economy*, 42: pp. 1-11.
- Hall, Robert E. and Ricardo Reis [2015], "Maintaining Central-Bank Financial Stability under New-Style Central Banking," NBER Working Paper, No. 21173.
- Hooley, John, Ashraf Khan, Clancy Lattie, Istvan Mak, Natalia Salazar, Amanda Sayegh, and Peter Stella [2023], "Quasi-Fiscal Implications of Central Bank Crisis Interventions," IMF Working paper WP/23/114.
- Jordan, Thomas J. [2011], "Does the Swiss National Bank need equity?" Basel, September 28, 2011.
- Lagarde, Christine [2022], "Monetary policy statement press conference," Frankfurt am Main, December 15, 2022.
- [2023], "Monetary policy statement press conference," Frankfurt am Main, September 14 2023.
- Lamberte, Mario B. [2002], "Central banking in the Philippines: then, now and the future," Philippine Institute of Development Studies Discussion Paper no. 2002–10.
- Macklem, Tiff [2022], "Opening Statement before the House of Commons Standing Committee on Finance," Ottawa, November 23, 2022.
- Nordström, Amanda and Anders Vredin [2022], "Does central bank equity matter for monetary policy?" Sveriges Riksbank Staff Memo.

- Reis, Ricardo [2015], "Different Types of Central Bank Insolvency and the Central Role of Seignorage," NBER Working Paper, no. 21226.
- Reserve Bank of Australia [2022], "Review of the Bond Purchase Program."
- Stella, Peter [1997], "Do Central Banks Need Capital?" IMF Working Paper, WP/97/83.
- [2002], "Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility," IMF Working Paper, WP/02/167.
- Tenreyro, Silvana [2023], "Quantitative easing and quantitative tightening," Glasgow, April 4, 2023.
- U.S. Congress [2023a], Hearing of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. "The Semiannual Monetary Policy Report to the Congress" (Date: 6/22/23) (testimony of Jerome H. Powell).
- [2023b], Hearing of the Financial Services Committee. "The Federal Reserve's Semi-Annual Monetary Policy Report to the Congress" (Date: 7/21/23) (testimony of Jerome H. Powell).
- [2022], Hearing of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. "The Semiannual Monetary Policy Report to the Congress" (Date: 6/22/22) (testimony of Jerome H. Powell).
- Vaez-Zadeh, Reza [1991], "Implications and Remedies of Central Bank Losses," in *The Evolving Role of Central Banks*, ed. by Patrick Dowens and Reza Vaez-Zadeh, International Monetary Fund.
- Walsh, Carl E. [2017], *Monetary Theory and Policy, Fourth Edition*, MIT Press.