

日本銀行の財務と先行きの試算

企画局企画調整課

Bank of Japan Review

2024年12月

日本銀行では、中央銀行の財務と金融政策運営に関する考え方について、人々の幅広い理解を得ていくことが重要との考えから、金融政策運営が中央銀行の財務に影響するメカニズムについて、様々な情報発信を行ってきた。本稿では、こうしたメカニズムについて改めて整理したうえで、この間の金融政策の枠組みの見直しや政策金利の引き上げ等の金融政策運営面の変更を踏まえ、市場参加者へのヒアリングに基づき、一定の仮定のもと、先行きの日本銀行の収益・自己資本に関する試算を行った。その結果、市場金利が織り込む金利見通しを前提とした場合には、財務面で負の影響は限定的となる一方、より厳しい仮定を置いた場合には、一定の財務リスクがあることが確認された。日本銀行としては、今回の試算結果も踏まえつつ、引き続き財務の健全性確保に努めていく方針である。

はじめに

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、バランスシートを縮小し、政策金利を引き上げる局面では、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。このため、日本銀行では、自己資本の充実など財務の健全性確保に努めるとともに、金融政策運営が中央銀行の財務に影響するメカニズムについて、様々な情報発信を行ってきた。例えば、2023年12月には、多角的レビューの一環として、中央銀行の財務と金融政策運営の基本的な考え方について、有識者の方々と意見交換を行い、調査論文を公表している¹。

その後、日本銀行は、本年3月に金融政策の枠組みの見直しを行い、7月には政策金利の引き上げと長期国債買入れの減額計画を決定した。こうした金融政策運営面の変更を踏まえると、先行きの日本銀行の財務の大まかな姿について、ある程度の幅を伴いつつも、定量的な側面をあわせて示していくことが、日本銀行の財務状況について、人々の幅広い理解を得ていく観点から有益であると考えられる。

そこで、本稿では最初に、中央銀行のバランス

シートと収益の基本的な構造のほか、バランスシートの拡大・縮小局面における収益の振幅メカニズム、振幅に影響を及ぼす要因について、概要を整理する。そのうえで、一定の仮定を置いたうえで、日本銀行における先行きの収益・自己資本に関する試算を行い、その前提や結果、留意点について解説する。

大規模金融緩和の実施・終了に伴う収益の振幅メカニズム

(中央銀行のバランスシート・収益の特徴等)

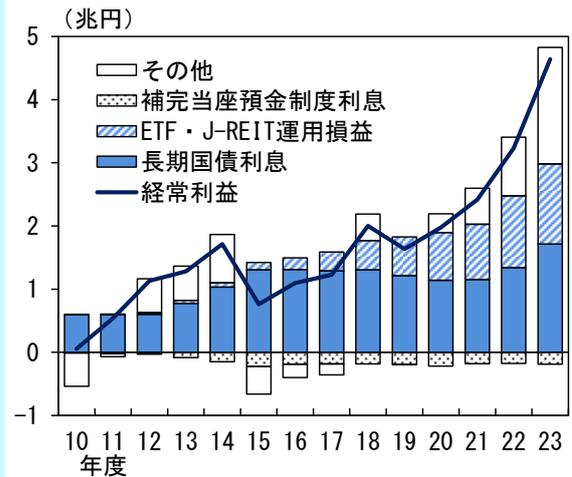
まず、中央銀行のバランスシートの一般的な構造としては、資産側には買い入れた国債等が計上される一方、負債・資本側には、金融機関の当座預金と政府の預金、発行した銀行券、そして資本等が計上される。このうち、買い入れた国債等からは利息収入を得る一方、負債である当座預金（所要準備）と銀行券については、金利が付されない収益構造となっている。このため、通常、中央銀行は安定的に収益をあげることができる。こうして得られる収益は「通貨発行益（シニョレッジ）」と呼ばれる。中央銀行が稼得した収益については、最終的に政府へ納付するという制度が一般的であり、日本銀行においても、基本的に、配当・準備金の積み立て分を除き国庫納付している。

（バランスシート拡大局面における収益増加）

中央銀行が非伝統的な金融政策を実施するもとで国債の買入れ等によってバランスシートを拡大すると、当座預金（超過準備）に対する利息の支払が生じるが、買入れる国債等の利回りは、通常、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、全体の収益が拡大することとなる。

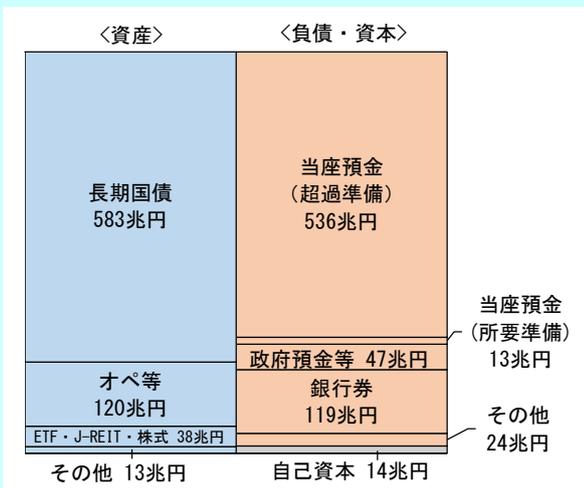
実際、日本銀行の収益は、「量的・質的金融緩和」が導入された 2013 年頃から増勢に転じた後、バランスシートの拡大につれてその水準を切り上げ、直近の 2023 年度では、いずれも既往最高となる、4.6 兆円の経常利益を計上し、2.2 兆円の国庫納付を行っている（図表 1、2、3）。

【図表 3】日本銀行の経常利益の推移



（出所）日本銀行

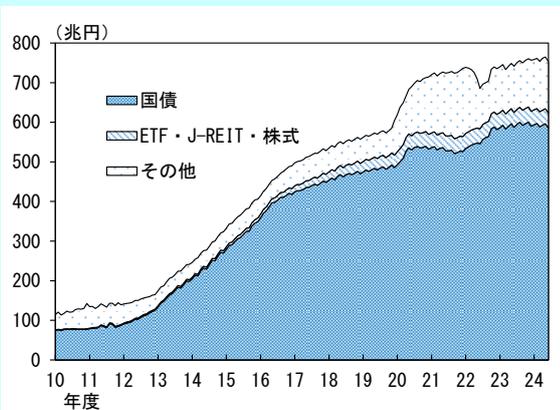
【図表 1】日本銀行のバランスシート



（注）2024 年 9 月末時点。

（出所）日本銀行

【図表 2】日本銀行の資産残高の推移



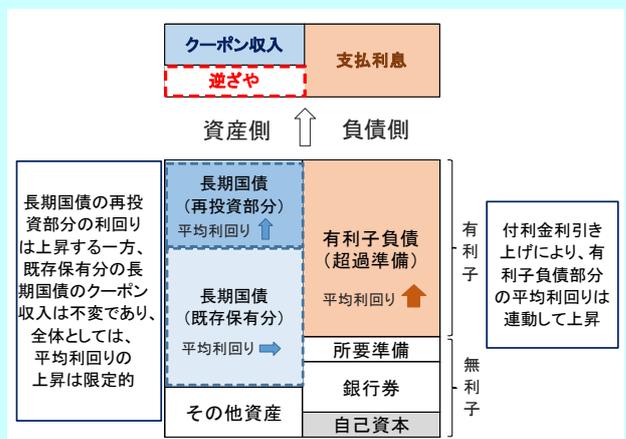
（注）その他には貸付金等が含まれる。

（出所）日本銀行

（バランスシート縮小局面における収益減少）

日本銀行では、本年 3 月に金融政策の枠組みの見直しを行い、7 月には政策金利の引き上げと長期国債買入れの減額計画を決定した。このように、バランスシートを縮小し、政策金利を引き上げる局面では、付利金利の引き上げによる支払利息の増加により、収益が下押しされることとなる（図表 4）。

【図表 4】逆ざやのメカニズム



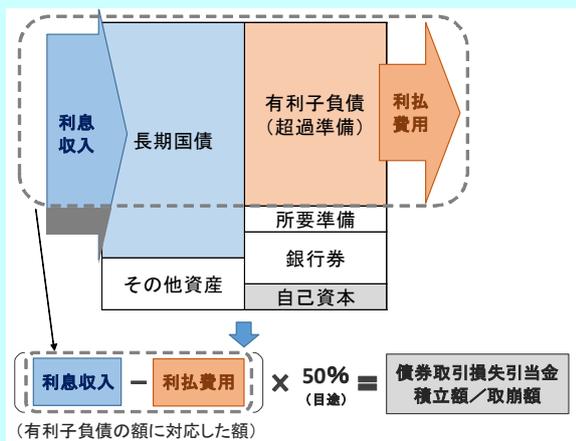
（出所）日本銀行

上記のように、中央銀行の財務は、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（超過準備）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、大規模な金融緩和の実施と終了に伴う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

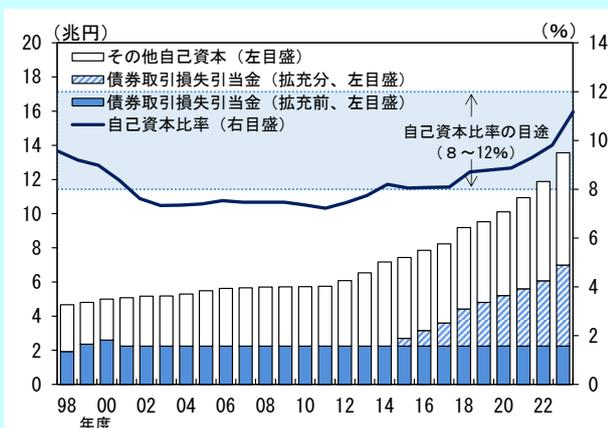
年に債券取引損失引当金を拡充²するなど、自己資本の充実に努めてきている（図表5、6）。

【図表5】債券取引損失引当金の概要



（出所）日本銀行

【図表6】自己資本残高の推移



（出所）日本銀行

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。このため、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である（図表7）。

【図表7】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）FRB、ECB、BOE、RBA、日本銀行

（その後の回復）

前述のとおり、バランスシートの縮小局面に入ればしばらくの間は、付利金利の引き上げによる支払利息の増加により、収益が下押しされることとなる。もっとも、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。

収益の振幅に影響を及ぼす要因

こうした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、短期金利・長期金利の推移、バランスシートの規模やその推移などによって大きく異なってくる。

（短期金利・長期金利の推移）

日本銀行では、前述のとおり、本年3月に金融政策の枠組みの見直しを行い、7月には政策金利の引き上げを実施した。また、10月の「展望レポート」で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく方針としている（図表8）。

こうしたもとでの短期金利・長期金利の推移は、バランスシートの縮小局面における支払利息や受取利息の増加ペースに影響を与え、ひいては収益に影響を及ぼす。例えば、付利金利（短期金利）について、より高い金利水準となるほど、当座預金（超過準備）に対する支払利息が増加することから、収益の下押しが大きくなる。他方、短期金利と長期金利との差（長短スプレッド）が拡大する場合には、保有国債の入れ替わりによる利回り改善効果が大きくなるため、収益は上押しされる。

【図表 8】 短期金利・長期金利の推移



(注) 付利金利は、マイナス金利政策下では当座預金のうち政策金利残高、それ以外の期間は当座預金のうち超過準備への適用金利。

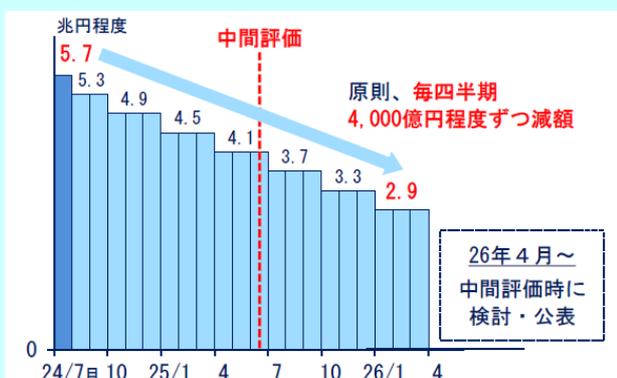
(出所) 日本銀行、Bloomberg

(バランスシートの規模やその推移)

日本銀行では、前述のとおり、本年7月に長期国債買入れの減額計画を決定し、来年6月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行うこととしている(図表9、10)。

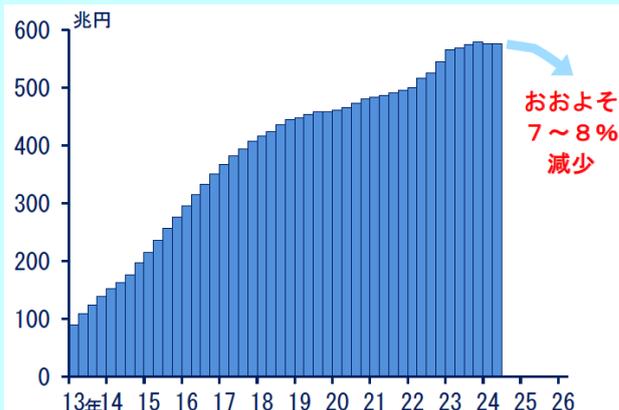
こうしたバランスシートの規模やその推移も、支払利息や受取利息の増加ペースに影響を及ぼす。例えば、縮小開始前のバランスシートの規模が大きければ、その分、当座預金(超過準備)に対する支払利息の額が大きくなるため、付利金利の引き上げに伴い収益を下押しする。また、前述した短期金利・長期金利の推移にも左右されるが、基本的に、再投資の規模が大きければ、その分、保有国債の入れ替わりによる利回り改善効果が大きくなるため、収益は上押しされる。

【図表 9】 月間の長期国債買入れ予定額



(出所) 日本銀行

【図表 10】 日本銀行の保有長期国債残高



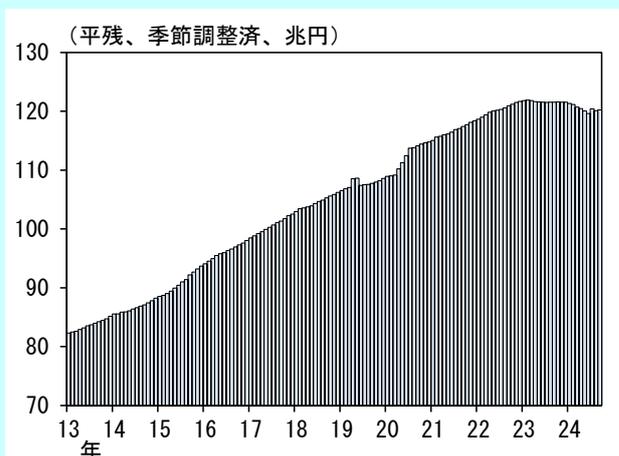
(出所) 日本銀行

(その他：銀行券等)

このほか、中央銀行にとって無利子の負債である銀行券と有利子の当座預金(超過準備)の比率も収益を左右する。例えば、銀行券が減少した場合、その負債に占める比率が低下するため、収益は下押しされる。

もっとも、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、キャッシュレス化の進展など様々な要因に依存するため、先行きの銀行券発行残高がどのように推移するかを予測することは難しい(図表11)。

【図表 11】 銀行券残高の推移



(出所) 日本銀行

また、日本銀行ではETF等からの分配金も、収益面で相応の規模となっている(図表3参照)。こうしたETF等の運用利回りの影響なども先行きの収益に影響を与える要因となる。

先行きの収益・自己資本に関する試算

以上のようなメカニズムを踏まえ、以下では、先行き 10 年程度の期間について、日本銀行の収益や自己資本に関する試算⁴を行う。試算の結果は、既に説明したように、将来の金利パスやバランスシートの規模などの前提をどう置くかによって、大きく異なることになる。また、仮定であるとしても、日本銀行の今後の金融政策運営を示唆するものと受け止められる可能性もある。このため、今回、日本銀行では、市場参加者へのヒアリング⁵を実施し、試算を行う仮定として妥当と考えられる前提について、以下を設定することとした⁶。

(前提)

① 短期金利・長期金利の推移

短期金利については OIS 市場⁷におけるインプライドフォワードレート、長期金利については国債のイールドカーブから算出されるインプライドフォワードレート（市場金利が織り込む金利見通し）のとおりに推移すると仮定する。

また、市場金利が織り込む金利見通しに加え、(a) 短期金利は、今後数年程度をかけて 1.0%～2.0% となり、(b) その際の長短スプレッドは、+0.25%P～+0.75%P となると仮定した場合の試算値のレンジも合わせて示すこととする⁸。

② バランスシートの規模やその推移

バランスシートについては、試算の便宜上、本年 7 月に決定された長期国債買入れの減額計画のとおりに 2026 年 1-3 月にかけて国債の月間買入れ

額を月 3 兆円程度まで減額し、同年 4 月以降は当該買入れ額から不変と仮定する（図表 9、10 参照）。また、今後の取扱い方針を公表している資産はその方針に沿って変動し、その他の資産は不変と仮定する。

③ その他

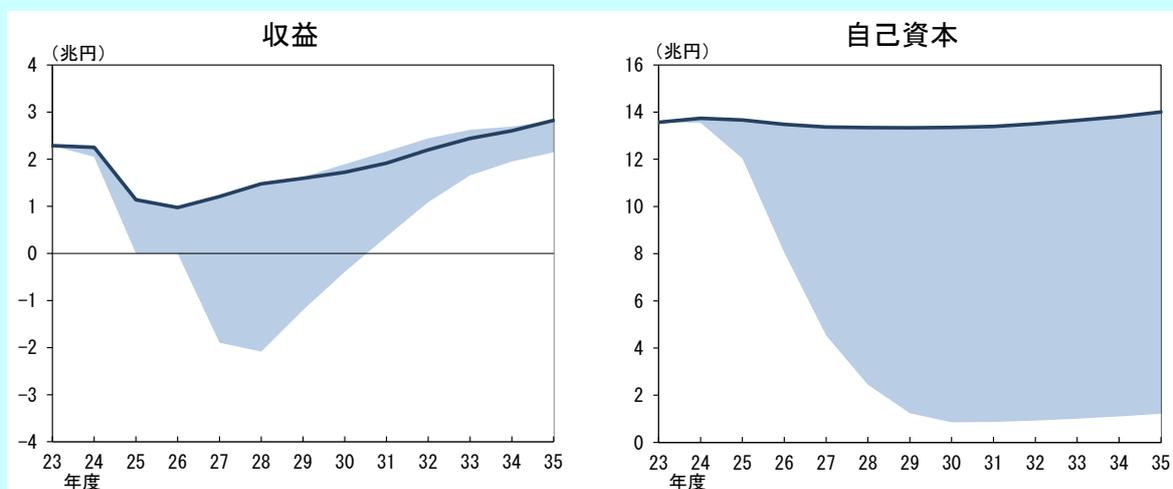
銀行券残高等についても、試算の便宜上、2024 年 9 月末の水準から横ばいで推移するものと仮定する。為替レートは 2024 年 9 月末から不変と仮定し、ETF 等の運用利回りについては、過去 5 年間（2019 年度～2023 年度）の平均値を用いることとする。

(試算結果)

① 収益

試算結果をみると、まず収益については、付利金利の引き上げによる支払利息の増加を受けて、いずれのシナリオにおいても収益が下押しされる結果となった（図表 12）。このうち、市場金利が織り込む金利見通しを仮定するシナリオでは、引き続き黒字で推移する結果となった。他方、前述の (a) および (b) で示した金利見通しの中でも厳しい仮定（より高い金利水準となり、長短スプレッドも小さい）を置くと、一時的に赤字が発生する可能性があることが示された。もっとも、こうしたケースを含め、やや長い目でみれば、負債である当座預金（超過準備）が減少するにつれて支払利息は減少することに加えて、保有国債が利回りの高い国債に順次入れ替っていき、受取利息が増加することから、収益が回復していくこと

【図表 12】先行きの収益・自己資本に関する試算結果



(注) 実線は市場金利が織り込む金利見通し（2024 年 9 月末時点）のとおりに推移すると仮定した場合の試算、網掛け部はそれに加え前述した (a) および (b) で示した金利見通しのとおりに推移すると仮定した場合の試算値のレンジ。

(出所) 日本銀行、Bloomberg、QUICK

が示唆される結果となった。

② 自己資本

次に、自己資本の推移をみると、いずれのシナリオにおいても、見通し期間の中盤にかけて、引当金や法定準備金の取崩しに伴い、自己資本が減少する結果となった。このうち、市場金利が織り込む金利見通しを仮定するシナリオでは、自己資本の減少は小幅に止まる結果となった。他方、前述の (a) および (b) で示した金利見通しの中でも厳しい仮定を置くと、自己資本比率の目途（概ね 8%~12%程度¹⁰）を大きく超えて自己資本が大幅に減少する結果となった。なお、収益と比較して、自己資本が相対的に下方に推移しやすく、その後の回復ペースが緩やかなものに止まっているのは、試算上、収益が赤字の場合にはその分だけ自己資本が毀損する一方、収益が黒字の場合はその大半を国庫に納付するため自己資本の押し上げ効果が限定的であるためである。

おわりに

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

るものである。

そうした前提のもとで、前述のとおり、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。今回の試算でも、より厳しい仮定を置いた場合には、一時的に赤字が発生する可能性はあるが、債務超過にならないこと、また、その場合でも、負債である当座預金（超過準備）が減少するにつれて支払利息は減少することに加えて、保有国債が利回りの高い国債に順次入れ替っていき、受取利息が増加することから、いずれは収益が回復していく姿を確認した。また、中央銀行は、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。今回の試算では、より厳しい仮定を置いた場合には、一時的に赤字が発生する可能性や、自己資本が自己資本比率の目途を超えて大きく減少する可能性があるなど、一定の財務リスクがあることを確認した。このため、日本銀行としては、引き続き財務の健全性確保に努めていく方針である。

¹ 本稿で解説した中央銀行の財務やバランスシートと収益構造の仕組み等の詳細については、日本銀行企画局（2023）、「中央銀行の財務と金融政策運営」、多角的レビュー・シリーズや、植田和男（2023）、「中央銀行の財務と金融政策運営」、日本金融学会 2023 年度秋季大会における特別講演、を参照。

² なお、2015 年の拡充以前においては、『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。」としていた。詳細については、前述の「中央銀行の財務と金融政策運営」の BOX2 「債券取引損失引当金の概要」（p.31-32）を参照。

³ 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。

⁴ 試算の基準となる日本銀行のバランスシートについては、2024 年 9 月末時点のものを用いている。

⁵ 主要な銀行、証券会社などに対してヒアリングを実施し、その結果をもとにした。

⁶ ①から③に掲げるもののほか、試算の便宜上、原則として、債券取引損失引当金の積立／取崩率は 50%、法定準備金の積立率は 5% と仮定している。

⁷ 変動金利として一定期間の翌日物金利（日本円の場合は無担保コール O/N 物レート（Tokyo OverNight Average rate, TONA））の加重平均値（複利計算）と約定時に決めた固定金利を交換する金利スワップ取引の一種。詳細は、リスク・フリー・レートに関す

る勉強会「日本円 OIS（Overnight Index Swap）—取引の概要と活用事例—」（2018 年 4 月）を参照。

⁸ FRB 等の海外主要中央銀行においても、市場金利が織り込む金利見通しや市場参加者へのサーベイ結果に基づき試算を行っている。

⁹ 日本銀行では、長期国債買入れの減額計画について、来年 6 月の金融政策決定会合で中間評価を行うこととしている。また、同時に、2026 年 4 月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととしている。

¹⁰ 日本銀行の会計規程第 18 条第 1 項では、「債券取引損失引当金及び外国為替等取引損失引当金の積立て又は取崩し並びに法定準備金の積立ては、各上半期及び各事業年度の自己資本比率が、10%程度となることを目途として、概ね上下 2%の範囲となるよう運営する」と規定されている。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行企画局企画調整課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。