

2018/08/27 08:03

◎【円債投資ガイド】 マイナス金利が解除されない理由＝日本総研・河村氏（27日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝日銀は去る7月末、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。果たしてこれは異次元緩和の、文字通りの「強化」なのか、はたまた「修正」、「ステルス・テーパリング」なのか、見方は分かれる。しかし、仮に後者だとしても、その内容は“弥縫（びほう）策”のレベルにとどまっていることは間違いない。

目下、世間で騒がれている異次元緩和の「副作用」の最たるものは、マイナス金利による地方金融機関の経営圧迫という、現時点で誰の目にも明らかな問題のようだ。しかしながら今回、日銀はマイナス金利の解除に踏み切ることはなかった。それはなぜか。

目先、自民党の総裁選を控えているタイミングで、為替が円高に振れると景気に下押し圧力がかかるから？

来年10月の消費税率引き上げまでは、しっかりと景気の下支えをしなければならないから？

今、この時点の自分たちの懐を守るための言い訳はいくつも思い浮かぶ。だが、そもそもこのマイナス金利、この国の実体経済を下支えする上で、金融機関経営の圧迫や、「マイナス」という言葉がもたらす消費者マインドへの悪影響などを相殺して余りあるほどのプラスの効果をもたらしている、と果たして言えるのかどうか。

今回の「枠組み強化」の中で日銀は、階層方式のマイナス金利政策のわずかな見直しを行った。政策金利残高を減らし、その分をゼロ金利が適用されるマクロ加算残高に回すが、プラス0.1%の金利が適用される基礎残高には決して手を付けることはなかった。ここに日銀の本音が透けて見えるように思えてならない。

2013年4月の異次元緩和の開始からすでに5年4カ月あまりが経過したが、この間、日銀は自らの先行きの財務問題に関して、まともに向き合おうとしないスタンスをとり続けている。15年度からは債券取引損失引当金の積み立てを始めたものの、年度あたり4500億円程度の規模にとどまる。

日銀の自己資本は現在、約8.2兆円しかない。先行きにあり得る金融緩和の修正局面の展開を考えれば、必要な自己資本の充実のために到底足りるレベルではない。にもかかわらず、日銀はそうした問題について、国民やその代表である国会に対して、市場に対して、何らの試算も示さず、丁寧な説明も一切行っていない。中央銀行の資本基盤が脅かされることになれば、あとは政府の支援を仰ぐよりほかにないにもかかわらず、この国の先行きにとって重要なこの問題にかかる調整を、財務省をはじめとする政府サイドと行っている様子も見受けられない。

現在の日銀の財務運営の内実は、日銀当座預金の適用金利別の残高の図を描いてみると、一目瞭然だ。日銀は、相変わらず巨額の国債買い入れを続行し、バランス・シート（BS）の規模を膨張させ続けているが、付利の対象となる補完当座預金約370兆円（18年7月時点）のうち、日銀が民間銀行などにプラス0.1%の金利を支払わなければならない基礎残高は同208兆円で済んでいる。残りの補完当座預金のうち、約138兆円（マクロ加算残高）はゼロ金利適用、約23兆円（あり得る裁定取引を勘案しない原計数ベースの政策金利残高）はマイナス0.1%適用だ。今の時点においても、マイナス金利の導入なかりせば、日銀のプラスの付利負担の規模は約1.7倍

に膨らんでいたこととなる。

そしてこれがマイナス金利解除、ないしは付利水準の引き上げとなれば、日銀の財務運営は立ちどころに悪化が見込まれる。日銀が保有する資産の加重平均利回りは、18年3月末時点でわずかに0.266%しかなく、デュレーションも長期化している。日銀が保有する利付国債の加重平均残存年数は、18年6月末時点で7.7年に達しており、低クーポン銘柄が入れ替わるまでには相当な年数を要する。

仮に将来、日銀が短期金利を1.3%に引き上げるだけで—これは米国では連邦準備制度がすでにFFレートを2%に引き上げ誘導していることからすれば、決して高い水準などとはいえないはずだが—日銀は1%ポイントの金利幅の「逆ざや」に陥り、その時点でのBS規模を仮に400兆円とすれば、年当たり4兆円の損失が発生することになる。

量的緩和を行った中央銀行が正常化の過程で必ず陥るこうした事態に関して、わが国では政府サイドの理解がおよそ得られておらず、そのための調整に着手もできていない日銀にとって、今とり得る選択肢は、自らの財務運営がそのように悪化する時期の到来をできるだけ遅らせるしかない、ということのようだ。だから今回も、地域金融機関からどれほど悲鳴が上がろうとも、マイナス金利の解除などおよそとり得なかった、というところが実情ではないか。

日銀とは対照的に、イングランド銀行（BOE）は今月、ベース・レートを0.75%に引き上げる追加利上げを行った。“Brexit”をめぐる情勢混迷で、ポンド安も進展し、BOEは苦しい金融政策運営を余儀なくされているが、同国の場合、量的緩和の着手時点から、政府とともに、先行きのBOEの財務運営悪化に備えた手当を進めてきているがゆえに、政治情勢の混迷下でも金融・経済情勢の変化に応じた機動的な金融政策運営が可能になっているといえる。それができない日銀の金融政策運営が、今後、さらに後手に回ることになれば、何らかのきっかけで金融・経済が不測の事態に陥りかねないことが懸念される。（了）

[/20180827NNN0053]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved