

2016/10/17 08:08

◎【円債投資ガイド】“総括”後の政策の持続可能性＝日本総研・河村氏（17日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝9月20、21日の金融政策決定会合での「総括的な検証」を受け、日銀はこれまで2年としていた「2%の物価目標」の達成時期をやや柔軟化させた上で、「イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」から成る新たな政策運営の枠組みを導入した。これは、バーナンキ前FRB議長が自身のブログでいみじくも喝破しているように、「政策の枠組み」の変更であって、「政策スタンスそのもの」の変更ではない。すなわち、今、日銀として金融政策運営上、行っていることを、少なくとも当面は大きく変えることはないものの、先行きのさまざまな事情もにらみつつ、「その説明の仕方を変えてきた」ものだとして理解できそうだ。

従来の政策運営を継続する上での最大の制約は、国債買い入れの限界が近づきつつあることなのだろう。市場ではあと1年くらいとも2年くらいともささやかれる。国際通貨基金（IMF）も2015年8月に公表したワーキング・ペーパーで、17年か18年ごろにはテーパリングが必要、と指摘する。日銀は今回の決定で、従来の「年80兆円」という買い入れ規模のしほりを外した。市場関係者の一部からは、“stealth tapering”（隠れテーパリング）なる見方がささやかれるゆえんだらう。そして、今後の買い入れ規模については、毎月末に金融市場局が公表する運営方針で示されることになった。要するに、金融政策決定会合での議決を必要とせず、事実上、執行部の裁量で「隠れテーパリング」の実施を可能とする枠組みができた、とみることもできそうだ。

9月30日に公表された、この回の決定会合の「主な意見」を見ると「イールドカーブ・コントロール」への移行によって「政策の持続性が高まる」との意見がいくつも見られる。他方で日銀は、「オーバーシュート型コミットメント」によって「CPI上昇率が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」ともうたっている。市場関係者の間では、現執行部の任期中はもはや「2%の物価目標」の達成は困難ではないかという見方も強まりつつある中で、このような政策運営は今後、果たしてどこまで持続可能なのだろうか。「2%の物価目標」の達成まで、本当に持続可能なのだろうか。

ポイントは、「イールドカーブ・コントロール」なるものが、果たしてどこまで貫けるものか、という点だろう。金融調節を行う上で、目標としての「金利」と買い入れ「量」の二兎（にと）は本来、追えない筋合いだ。通常、中央銀行が恐れるのは、長期金利を金融政策の目標に採用すれば、市況が安定しているうちはよいが、ひとたび市場金利が上昇局面に入れば、債券市場は「売りが売りを呼ぶ」展開となり、中央銀行は金利上昇を抑えるために債券を際限なく買わざるを得なくなる、という事態だろう。他方、現在の日本の金融市場の状況においては、民間金融機関が保有する国債の額は、すでに相当程度に圧縮され、担保需要等必要最小限の国債しか保有していない状態に近いようにも見受けられる。バーナンキ前議長は、こうした状況下で民間金融機関に保有さ

れている日本の国債は「極めて価格感応度が高いというわけではない」(not very price-sensitive)とも述べている。

要するに、日本の国債市場で、多少動揺が生じたとしても、国内の民間金融機関は国債をもはや手放せる状況になく、「売りが売りを呼ぶ」ような展開が起こることはない、という指摘とも解釈できる。すでに相当程度にまで「金融抑圧」、「事実上の財政ファイナンス」に踏み込んできた日銀も、同じような見方で高をくくっているのかもしれない。

しかしながら、これもバーナンキ前議長が自身のブログの別の回で述べていることだが、第2次大戦後のFedは、現在とは異なる「統制経済」のもと、9年間も「金利ペッグ」を続けた。これは、実態としては、9年間も米国政府の戦費負担の軽減のために「金融抑圧」を続けたものではあったが、最終的には維持し切れず、金利ペッグの放棄を余儀なくされた。そして近年のFOMCも2010年10月に「長期金利ターゲット」を選択肢の一つとして検討しながらも、実際に採用することはなかった。

日銀の場合、政策の持続可能性を左右する、さらなるリスク要因は、「海外」要因と「日銀自身の財務運営と政府の財政運営」問題ではないか。

Fedの金融政策正常化が、当初の想定よりもかなり後ずれしているのは、日銀が現在の政策運営をさらに続けていく上で、結果として好都合といえるだろう。もうしばらく先のことになりそうだが、Fedが本気でバランス・シートの縮小に着手し、財務省証券の満期落ちやMBSの繰り上げ償還落ちを開始したときに、日銀の「イールドカーブ・コントロール」は試練の時を迎える公算が大きい。

黒田総裁が10月8日のブルッキングス研究所での講演で述べたように、日銀が長期金利のターゲット水準を小まめに見直し、「市況の後追い」的に引き上げていけば、国債の買い入れ額を大きく上積みせずに済むかもしれない。ただし、今度はそうした市況追認で形成される長期金利水準では、わが国の財政運営に支障を来す、という問題がいろいろ出てくるだろう。

かたや米国内では、Fedの正常化の取り組みが遅延していることで、国際金融市場の安定が脅かされつつある、との指摘も出始めている。それが今後、万一、リスクオフの動きが大きくなって世界同時株安のような事態につながり、株式相場の下げ幅が一定の限度を超えれば、ETFやJ-REITといったリスク性資産を多額に買い入れ、株式も保有してきた日銀は、巨額の減損処理をせざるを得なくなる事態もあり得る。

今回の「総括」では、日銀は自らの財務運営の問題に一切触れようとしなかった。また世論もそれを取り立てて問題視しなかった感があるが、これは依然、最大の問題と言えるだろう。すでに「量的・質的金融緩和」を3年あまりも続けてきた後で「マイナス金利」や「イールドカーブ・コントロール」を導入しても、日銀がこれまでに買い入れた超低金利の国債や、その裏側にある巨額の超過準備が霧消するわけではもちろんない。将来的な正常化の局面での深刻な「逆ざや・債務超過転落およびその状態の長期

化」というリスクが膨張しているだけではなく、「マイナス金利」の導入以降は、日銀が日々行っている国債の買い入れオペレーション自体が、オーバーパァ買い入れが中心で、すでに「逆ざや」のものとなってしまっている。

10年国債金利を0%にペッグする「イールドカーブ・コントロール」のもとでも、その状況は大きくは変わらないだろう。当面は11月末に日銀が公表する2016年度中間決算が注目だ。果たしてどの程度の期間収益を計上できているか、昨年度から開始した「債券取引損失引当金」を今年度も積み立てられるのか。こうした問題が今後、徐々に表面化してくれば、遠からず、日銀の財務運営のレベルにとどまらず、わが国の財政問題としてのリスクが意識されてくることも十分あり得よう。

このように考えると、今回示された新たな「枠組み」のもとでの金融政策運営が持続可能なのは、うまくいってもせいぜいあと1年半程度、現在の執行部の任期中くらいなのではないか。わが国の経済運営は、その後も、もちろん続いていく。真の意味で、中長期的に持続可能な政策運営の方向性と枠組みについて、改めて問い直す必要がある。 (了)

[/20161017NNN0047]

(c) Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved