

第 I 特集 金融政策 正常化への道筋

【副作用への対応】

“事実上の財政ファイナンス”解決へ道筋を 市場機能、日銀財務状況に副作用の累積

(株)日本総合研究所 調査部
主席研究員 河村 小百合

去る 4 月 27～28 日、植田和男新総裁のもとで初めて開催された日銀の金融政策決定会合において、金融緩和政策全体としては“現状維持”ながら、今後の政策変更の可能性についても含みを持たせる判断が示された。黒田前総裁のもと、過去 10 年間に及んだ“異次元緩和”の重荷を背負う日銀は、次なる 5 年間、いかなる課題に直面するのか。

効果は限定的だった黒田日銀の異次元緩和

黒田前総裁のもとで日銀は、2013 年から国債や ETF 等を“異次元”の規模で買い入れる量的・質的金融緩和政策を実施してきた。2016 年からはこれに階層方式でのマイナス金利政策、さらには、イールド・カーブ・コントロール (YCC) 政策を加える形で超金融緩和政策を継続し、今日に至っている。

YCC 政策を除くこれらの“非伝統的な手段”に関しては、2008 年のリーマン・ショック以降、日銀のみならず他の主要中央銀行等でも採用されてきたものでもあり、BIS (国際決済銀行) のグローバル金融システム委員会の報告書 (2019 年) 等で、中央銀行界全体としての総括がすでに行われている。それによれば、長期金利を押し下げ、幅広い金融条件を緩和することを目的に各中銀が実施した大規模な資産買い入れ政策は、全体として極めて効果的な手段ではあったが、そのパフォーマンスは不均一で、実施期間中を通じて一貫して高い効果が認められた、というものでは決してなかった。高い効果が認められたのは資産買い入れを実施した初期が中心だった、との見方もある。半面、①中央銀行のバランスシートの質が弱体化するリスク ②資産評価におけるプレミアムの過度な圧縮 ③レポ市場における一時的な玉不足効果 ④商品価格や新興経済圏の民間セクターのレバレッジの押し上げの形態によるスピルオーバーといった副作用が、プラスの効果を打ち消すほど大きいものではないにせよ、資産買い入れ政策には伴うことも明確に指摘されている。また、マイナス金利政策に関しては、長期金利は将来の短期金利予想に合わせて低下し、景気拡大の刺激として作用するという効果が認められ、全体として“ゼロ金利制約”への対処としては有用であった一方、銀行の金利マージンの圧縮という副作用が伴うため、長引いた場合の金融仲介機能への悪影響が懸念

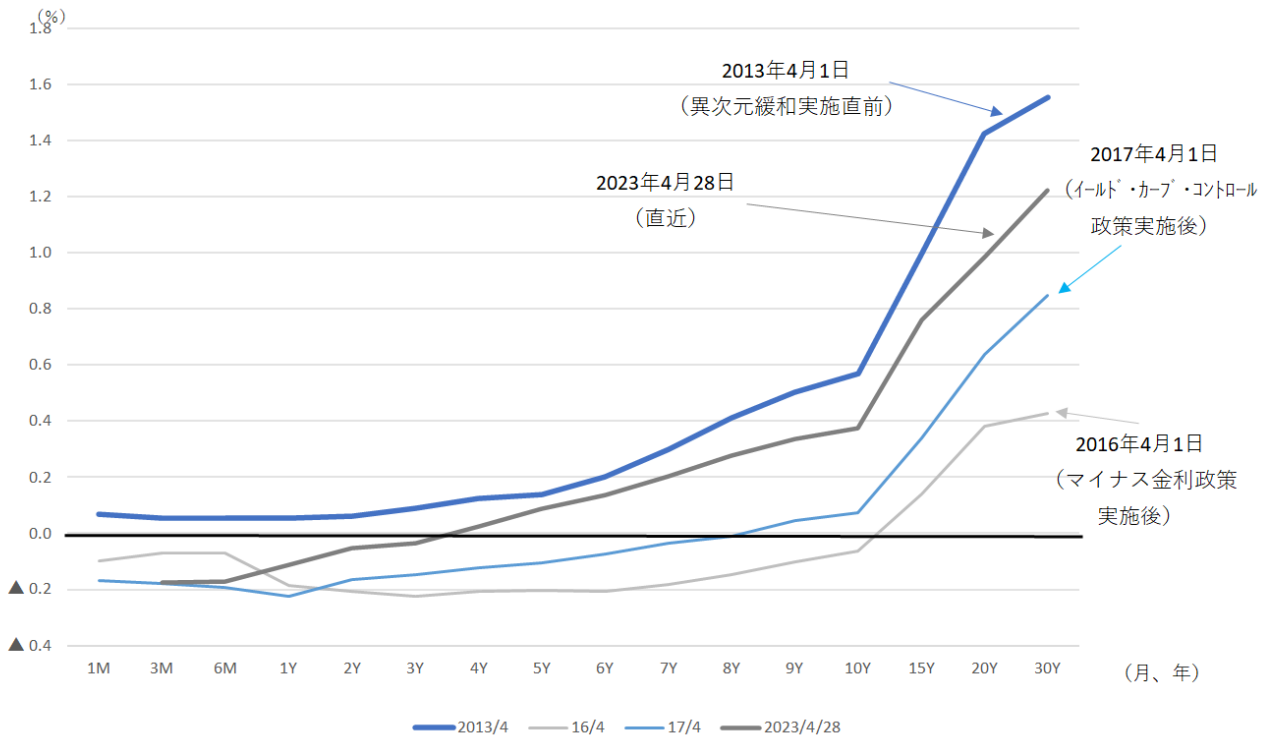
されている。要するに、大規模な資産買い入れ政策も、マイナス金利政策も、金融危機時等の局面では相応の効果が認められるものの、どちらも長引かせるほどプラスの効果が累積的に高まるというものでもなく、逆に副作用の累積も懸念される、という見方が示されている。黒田前総裁のもとでの日銀のこれまでの 10 年間の経験も、まさにその通りの結果となっているといえるのではないか。

懸念される様々な副作用の累積

他方、我が国の場合、過去 10 年間に及んだ異次元緩和の副作用が、以下のようないくつもの側面で累積し、深刻化している。

第一は、資本主義経済、市場主義経済の生命線ともいえる、市場機能の著しい低下である。日銀の YCC 政策のもと、我が国のイールド・カーブは、日銀が調節目標に設定している 10 年ゾーンがへこむゆがんだ形状が継続している（**図表 1**）。リスクフリー・レートである国債金利のイールド・カーブは、すべての金融仲介活動の基盤となるものであるにもかかわらず、その形状がこのようにゆがんでしまえば、様々な市場金利の形成や、企業の社債発行等による資金調達活動にも、すでに相当な悪影響が及んでいる。加えて、“10 年金利をゼロ%近辺”という金利水準が、我が国経済の健全な発展にとって本当に有益だったのか、“金利は低ければ低いほどよい”と本当にいえるのか、金利の資源再配分機能を完全に喪失させてしまい、潜在成長率を高める上で逆に足かせとなったのではないかという点は、大いに議論の余地があろう。

図表 1 「量的・質的金融緩和」実施以降の我が国のイールド・カーブの形状の変化



(注)2023年分を除き、各年4月1日時点のスポット・レート。
 (出所)Refinitiv Eikonを基に日本総合研究所作成。

第二には、先述の BIS の報告書でも指摘されていることだが、大規模な資産買い入れの長期化と表裏一体として、日銀の財務をめぐる状況が著しく悪化していることだろう。これは、リーマン・ショック後、さらにはコロナ危機で国債等を大規模に買い入れてきた他の主要中央銀行にも共通する問題でもある。ただし、その深刻さの度合い、すなわち正常化局面における困難さの度合いを比較すれば（**図表 2**）、日銀はとりわけ、バランスシートの規模や、買い入れ資産の加重平均利回りの面で、他の主要中銀に比較して相当に不利な状況に置かれているのは一目瞭然である。日銀の場合、これまで単に大規模な資産買い入れを実施してきたのみならず、2016 年からは、他の中銀は決して手を出さなかった YCC 政策も実施してきていることが、日銀自身の財務事情を輪をかけて悪化させる結果となっている。確かに日銀の財務の悪化は、利上げに踏み切りさえしなければ表面化することはないが、今後の物価や市場情勢次第では、いつまでも利上げせずに済ませる訳にはいかなくなるであろうことが懸念される。

図表 2 主要中央銀行の正常化局面における困難さの度合いの比較

	日銀	Fed	BOE	ECB
① バランス・シートの規模 (名目GDP比)	125.6% (2022/4Q)	32.9% (2023/1Q)	48.2% (2021/4Q)	58.1% (2022/4Q)
② 物価情勢 (直近の前年比)	3.3% (2023/3月)	5.0% (2023/3月)	10.1% (2023/3月)	6.9% (2023/3月)
③ 買い入れ資産の加重平均利回り (今次正常化着手直前の時点、日銀は直近)	0.190% (2022/9月末)	2%台以下か? (2021/12月末)	2.63% (2022/2月末)	n.a.
④ 買い入れ国債の加重平均残存年数 (デュレーション。今次正常化着手直前の時点、日銀は直近)	6.5年程度 (2022/11月末)	7.6年 (2021/12月末)	17.42年 (2022/2月末)	n.a.

(注1)日銀の④ 買い入れ資産の加重平均残存年数は、左三川郁子・宮崎孝史・竹腰大貴・津富敦・阿部眞子「YCC解除なら長期金利は0.8から1.1%、企業・財政に余波」『2022年度金融研究報告』公益社団法人日本経済研究センター、2022年12月27日による。

(注2)ECBの資産には、国債等の債券買い入れ分ばかりでなく、残高縮小が容易なリファイナンス・オペレーション(民間銀行向け資金供給)の残高も含まれ、この両者の残高は概ね2:1であることに注意する必要がある。

(出所)各中央銀行および各国統計当局公表データを基に日本総合研究所作成。

第三には、我が国の財政事情の悪化に歯止めがかからなくなっていることである。もとより“世界最悪”の財政事情にあった我が国は、日銀が超低金利を実施している間、換言すれば国の予算編成上、利払費に予算の多くをとられずに済む間に、本来は財政再建を進めておかなければならなかった。ところが現実の展開は逆となり、放漫財政路線に拍車がかかる結果となってしまった。コロナ禍から3年余りが経過した現在、世界では先進国、新興国を問わず、コロナ対策のために実施した財政出動の財源の手当てが増税等を含めて実施に移されている段階であるにもかかわらず、我が国のみがその議論に着手すらできていない。今後の市場環境の変化次第では、日銀の金融政策運営とともに、我が国の財政運営までもが、突然、窮地に追い込まれる事態に陥りかねないことが懸念される。

債務超過に陥った中央銀行の歴史的な経験

植田新総裁は、こうした重大な局面でバトンを受け取ったことになる。その最大の課題は、今後、日銀の財務事情の悪化が不可避であるなかで、その問題といかなる姿勢で向き合い、政府側と必要な政策調整を行い、国民に説明し、中長期的な物価の安定はもとより、経済・財政運営の中長期的な安定を実現させていくか、ということだろう。

くしくも植田総裁は審議委員であった 2003 年、「自己資本と中央銀行」と題し、中央銀行の財務悪化問題に関する講演を行っている。当時の福井俊彦総裁時代に日銀が実施していた「量的緩和政策」は、黒田総裁時代の「量的・質的金融緩和政策」に比較すれば、規模ははるかに小さかった。それでも植田氏を含む当時の当局者らは、量的緩和政策が将来的な日銀の財務悪化につながりかねないことを真剣に心配していたのだろう。その講演の中で植田氏は、債務超過に陥った中央銀行の例は中南米諸国に多い一方、先進国（ドイツ）にも例があること、債務超過に陥った原因は多岐にわたることなどを明らかにした上で、問題はこうした債務超過に陥った中央銀行の政策がそれによってゆがめられたか否かである、と述べている。そして植田氏は現実には、全てではないにせよ多くのケースで物価安定の目標追求が困難になり、高率のインフレーションが発生したこと。その理由は基本的に、①債務超過を中央銀行が自らのオペレーションで克服しようとするれば、多額の通貨発行益を稼ぐ必要があり、そのためには、高率の貨幣供給、インフレーションが必要になること ②中央銀行の債務超過を埋めるための財政措置が議論、発動される場合には、その規模、タイミング、是非等について財政当局等の裁量権や介入余地が強まり、物価安定とは必ずしも整合的ではない政策目標が中央銀行の行動を縛る可能性があること、という 2 点にあることを指摘している。

解決の道筋へ問われる 5 年間

その講演から 20 年が経過した今、植田氏は日銀総裁として、図らずもこの問題に向き合う立場に立たされることになった。しばしば指摘されているように、中央銀行は民間主体とは異なり、赤字や債務超過に転落したからといって、直ちに政策運営や業務運営が継続できなくなる訳ではなく、赤字自体が直ちに問題になる訳ではない。半面、赤字や債務超過をいくらでも膨らませて放置しても大丈夫というものでは決してなく、場合によっては通貨の信認維持に深刻なダメージを与えかねない重大な問題であることに留意する必要がある。大事なのは、こうした大規模な資産買い入れを実施してきた“後”の現在の局面において、中央銀行が赤字転落にひるまず、本来必要な金融政策運営を機動的に行い得るか、すなわちインフレ抑制のための利上げをできるかどうかと、赤字縮小のための正常化の努力を両立させられるか、という点にある。

とりわけ我が国の場合、日銀の「量的・質的金融緩和政策」や「YCC 政策」が、実態上は“事実上の財政ファイナンス”に該当する形で展開されてきてしまったことが、問題を一層深刻化させてしまっている。先行きの金融政策運営を展望すれば、世界の経済・金融情勢が“高インフレ・高金利”局面へと一変してしまっただけでなく、YCC の続行には必然的に、市場の金利先高観に抗する形での日銀のさらなる大規模な国債の買い入れを伴わざるを得ない。しかしながら、日銀のさらなる資産規模の増嵩は、日銀自身の財務をさらに悪化させることに直結し、とりわけ、円安が進行して円の

信認が問われるような局面では、国債の買入れ継続は困難になるであろうことは間違いない。YCC 政策は日銀自身の財務の健全性確保とは到底両立させ得ない—この点こそが、“事実上の財政ファイナンス”を展開してきた我が国が抱える最大の問題である。政府とも協調しつつ、この問題の解決に向けた道筋をいかにつけていくか、植田新総裁のもと、正面から取り組むべき課題といえよう。

河村 小百合（かわむら さゆり）

1988 年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て 1991 年（株）日本総合研究所入社、2019 年より現職。近著『日本銀行 我が国に迫る危機』（講談社、2023 年 3 月）のほか、財政・金融政策運営関連の著作・執筆論文等多数。財務省財政制度等審議会財制度分科会委員（現職）のほか、内閣官房行政改革推進会議民間議員、厚生労働省社会保障審議会委員、国税庁国税審議会委員等を歴任。