

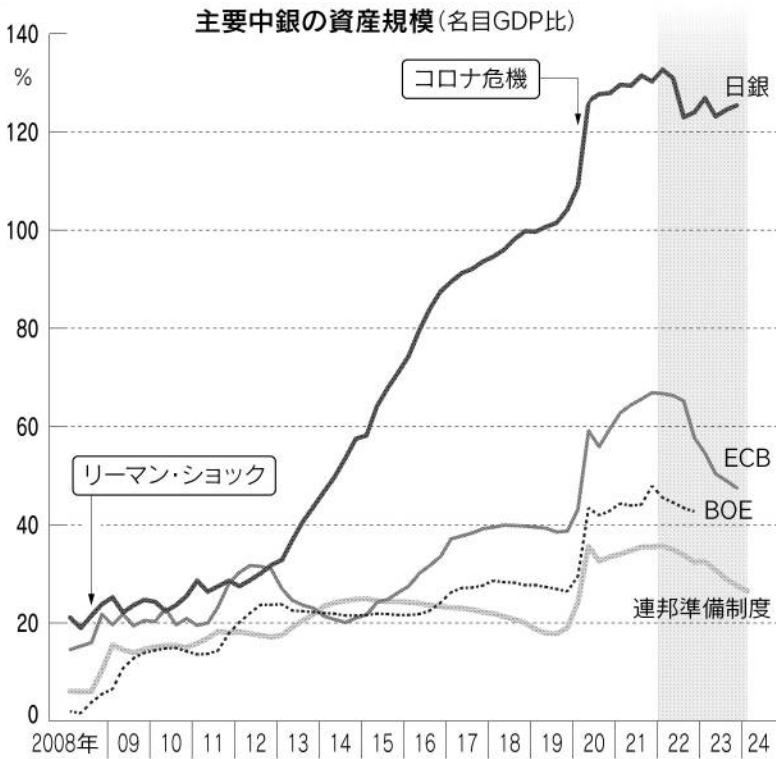
かわむら・さゆり
64年生まれ。京都大学
卒、日銀へ。91年日本
総合研究所入社。専門
は金融、公共政策



河村小百合 日本総合研究所主席研究員

金融政策正常化への道筋 ④

次なる危機に備え、猶予なし



(注)シャドー部分は、欧米主要中銀による金融引き締め転換以降の期間
(出所)各中銀の資料を基に日本総合研究所作成

ポイント

- 日銀の国債買い入れ継続は国際的に異質
- 米英中銀はあらかじめ資産縮小計画を示す
- 正常化に充てられる局面を無駄にするな

のであれば、併せて非伝統的な手段である国債買い入れも終了させるのが筋だろう。この点は4月の決定会合でも修正されなかった。

日銀が超低金利状態を維持することなしには、もはや日本の財政運営が回らない状態に陥っていることが背景にあるのではない。

他の中銀は今回以上に転じたタイミングで、国債などの買い入れを停止するとともに、中銀自身の資産を縮小する正常化の計画や方針を確定している。

他の主要中銀は今回以上に転じたタイミングで、国債などの買い入れを停止するとともに、中銀自身の資産を縮小する正常化の計画や方針を確定している。

その一方で、満期が到来した国債などを順次手放す方式(満期落ち)を中心に速やかに実施に移している。だが日銀のオペレーションの方向性はまるで逆だ。日銀の資産規模は主要中銀の中で突出して大きく、日本の財政事情は世界最悪であることも海外勢には自明だろう。

他の主要中銀が金融引き締め局面への転換のタイミングで中銀自身の資産縮小に取り組み背景には、政策正常化の必要性に関して共通認識があるとみられる。

第1に金融政策運営で、中長期的な物価安定よりも

目先の財政運営の継続を優先させる財政従属(フィスカルドミナンス)状態、換言すればマネタリーファイナンス(中銀による国債引き受け)状態に陥るのを回避する必要があることだ。

どの国でも、国民の痛みを伴う財政再建には後ろ向きだし、市場金利が上昇して初めて本腰を入れて財政再建に取り組みざるを得なくなる。放漫財政状態が続けば、いずれ高インフレ状態が抑えられなくなり、国民はインフレ税の形で重い負担を余儀なくされる。そつならないために中銀

は資産縮小による正常化を進め、市場の価格発見機能を最大限尊重する必要があるというのが共通する考え方だ。この点は各国の世論にも共有されており、「中銀が国債を手放したら市場金利が上昇して財政運営に支障が生じるから困る」といった意見は聞かれない。

第2に今回の利上げ局面で必然的に伴う中銀自身の財務悪化の度合いを軽減するうえで、中銀自身の資産縮小が必要という点だ。

中銀の財務が悪化すれば、国からの損失補填には至らざとも、国庫納付金の停止の長期化を通じて、財政運営上の実質的な国民負担が増える。この点は特に欧州で深刻に受け止められており、世論の風当たりは強い。

ドイツ連邦銀行は、会計検査院からそうした指摘を受け、財務改善に向けて外部コンサルティングを入れ、数百人規模での職員リストラを迫られている。

他の主要中銀の実際の政策運営をみてみよう。

米国の中央銀行である連邦準備制度は08年のリーマン・ショック後、初めて大規模な資産買い入れからの脱却を経験した。12年ごろから時間をかけて米連邦公開市場委員会(FOMC)で正常化の進め方を議論した。17年10月から実施した資産縮小オペレーションは19年夏に頓挫し、その後コロナ危機に見舞われた。現下の局面における正常化は、前回の検討や取り組みを土台に、まず利上げに転じる前の22年1月のFOMCで「バランスシート規模縮小の原則」を再確認している。続く3月のFOMCで利上げ開始を決めると同時に、今回の正常化の進め方の議論に着手し、次の5月のFOMCで「バランスシート規模縮小の計画」を決定・公表した。

そして22年6月から国債などの「満期落ち」オペレーションを開始した。そのペースはリーマン後の脱却時の約2倍の月950億ドル(約15兆円)で、24年4月末までにピーク時比で既に1.56兆ドル(約240兆円)もの資産を手放している。

イングランド銀行(BOE)では米国と異なる正常化アプローチが採られた。短期の政策金利が特定の水準に到達した時点で、資産を縮小する正常化オペレーションに着手するというものだ。21年8月に「新たな正常化ガイダンス」を決定し、21年末から利上げに転じると同時に国債買い入れを停止した。22年3月から国債の「満期落ち」オペレーションを始めた。22年11月には、直前に長期金利急騰を招いた「トラス・ショック」にもひるまず国債中途売却にも着手した。

欧州中央銀行(ECB)に関しては、ユーロ圏内に財政脆弱国を抱える点では日本に似た面があるが、22年6月の政策委員会では7月の利上げ転換を決定し、7月には国債買い入れを停止した。23年3月からは「満期落ち」方式での資産縮小にも着手している。

他の中銀は22年上半期ごろを境に資産縮小を進めている(図参照)。日銀のみ

がコロナオペの終了を除けば、国債買い入れを続け、資産規模を縮小しない状態を続けている。金融政策決定会合で正常化の方針や進め方に関して具体的に議論した形跡も見当たらない。

日銀は「目先の市場環境に波風を立てない」ことばかりを優先しているように見受けられる。確かにそれも大事だが、それにも増して重要なのは、国全体として先々の機動的な政策運営の土台を確保する中長期的なリスク管理ではないか。

ペイリーBOE総裁はコロナ危機下の20年夏時点で「次なる危機時にも量的緩和の手段を使えるように正常化を進めておく必要がある」と述べた。世界的な経済危機は近年、10年程度のサイクルで発生している。正常化に充てられる経済局面は限られ、無為に過ぎずわけではないはずだ。

日本は自然災害も多い。南海トラフ地震の経済被害額は約214兆円、首都直下地震は約95兆円と想定されている。突然の大地震で多額の国債発行が必要になった時に、日銀が買い支えられるのか。中銀の資産規模は無限に拡大できない。

同時に国の財政運営も問われる。内閣府の中期見通しで長期金利が超低水準で継続する非現実的な前提を置いたり、日銀から多額の国庫納付金を受け入れることを当然視したりする財政運営は改めるべきだ。金利上昇局面下でしかるべき財政再建の中長期計画を立て、日銀の金融政策運営の正常化とともに、実行していくことが求められる。