

2023/12/19 06:52

◎〔円債投資ガイド〕多角的レビューでの日銀の姿勢への疑問＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝日銀は去る12月4日、植田総裁が就任後、実施することを表明していた「金融政策の多角的レビュー」の一環として、第1回のワークショップを開催した。

黒田前総裁時代に日銀が実施した、2016年9月の『「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証』、および21年3月の『より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検』はともに、日銀自身のみによる総括作業であった。今回は、外部の研究者や金融市場の関係者、政府関係者等も交え、外部の視点を取り入れつつ検証すべく、議論が行われたことは評価できよう。

他方、いくつかの課題が残ったように見受けられる。

今回のワークショップでは、過去25年間にわたる金融緩和のプラスの側面ばかりでなく、マイナスの側面（副作用）にも目配りする形での問題意識が挙げられていた。しかしながら、フロアの参加者からも指摘が相次いでいたが、日銀のいう“副作用”は、金融市場で観察される“市場機能の歪み”の話ばかりで、現下の政府の財政運営からしても、その最たる副作用であることは誰の目にも明らかとあってよい“財政規律の緩み”は、どのセッションでもとり上げられてはいなかった。見方を変えれば、「財政運営への悪影響を取り上げずに済むように各セッションが組み立てられていた」ともいえなくもない。

さらに驚かされたのは、日銀のバランス・シート問題を扱う第3セッションでの日銀からの報告だ。その内容は、去る9月末に金融学会で植田総裁が行ったスピーチをほぼなぞったもので、中央銀行の財務が出口局面でなぜ悪化するのか、他の中央銀行はどのように対応しているのか、中央銀行の財務と金融政策運営との関係をどう考えるべきなのか、等について丁寧に説明するものだった。しかしながら日銀は、肝心の自らの財務の見通しに関して、日銀としての試算結果等は一切示さず、国内の民間ないし研究者による試算結果三つを報告資料の図表に引用して比較する、という発表を行ったのである。

日銀の財務の試算結果について、今後の長短市場金利動向や、銀行券の発行残高がどうなるか、といった前提の置き方で大きく振れるのであれば、いくつか前提を用意し、金利シナリオも複数用意して、それぞれに対応する試算結果を見せればよいはずで、海外の主要中銀はみな、そのような形で試算を実施し、公表している。ところが日銀は、「日銀として試算結果を示すことは難しい」の一点張りだった。当日の参加者から、「民間が外部の立場で出口の試算をするには、日銀が買い入れた国債のプロファイル等の入手可能なデータに制約があるため限界がある」という指摘も出ていたのに、「出口局面における日銀の財務の試算は日銀以外の民間がやってくればよい」との発言まであった。

ちなみに、米連邦準備制度（Fed）では、オペレーションをつかさどるニューヨーク連銀が、毎年の年次報告書で、オペを実施するシステム公開市場勘定の財務の先行きの試算結果を明らかにしている。そこで民間の見方が取り入れられるのは、あくまで、試算の前提としておく先行きの長短金利の見通しの部分に限られる。直近のプライマリー・ディーラー・サーベイの結果に基づく金利見通しをベースラインに、金利上振れ・下振れのシナリオをそれぞれ複数用意して、Fedの財務の試算はあくまで、全ての正確なデータを保有している当局であるNY連銀が責任を持って実施し、その結果は、グラフのみならずバックデータも含め、つまびらかに対外公表されている。中央銀行の財務の試算は、基になる情報やデータをどの程度入手できるかについて当局と民間との間で大きな差がない経済見通しなどとは全く性質の異なるもので、当局自身が責任を持って試算を実施し、公表するのが当然、と考えられているからだろう。

このほか、「他にも出口の試算を公表していない中銀もあるから」との言い訳もきかれた。しかしながら、それはおそらくユーロ圏の話で、複数国家にまたがる形で単一通貨を発行する中央銀行が、非伝統的な金融政策を大規模に展開した後に出口に向かう際、ユーロシステムを構成する各国中央銀行が被る財務コスト、ひいては当該国の財政運営に与えるコストは、加盟各国間で受ける影響の度合いが異なり得るため、政治問題化し

てしまう可能性がある、という特殊な事情のためと推測される。それ以外の主要中央銀行の多くは皆、出口局面における自らの財務状況の見通しや試算結果、時価評価の結果等を公表している。米Fed然り、イングランド銀行（BOE）然り、豪準備銀行然りだ。

なお、今回のワークショップは、招待者のみフロア参加、ないしオンライン視聴が可能、というもので、当日の議論について、発言者が特定できるような形での引用は禁じられるという、「チャタムハウス・ルール」のもとで行われていた。まるで、研究者が学術的な議論を行う学会のようでもあった。資料が公表されたのは、ワークショップから2日が経過した12月6日だった。後日、聞くところによると、今回のワークショップに関して、メディア関係者には一切案内は行われていなかった模様である。

とはいえ、主要なメディアの側も、この多角的レビュー、ワークショップは日銀の今後の金融政策運営にとって重要な意味を持つものだと考え、報道する必要があると判断したのだろう。NHKは12月4日当日の朝のニュースの時間帯で、レビューの時間割の1枚紙を画面に映し出し、同日、レビューが実施される、と報じていた。時事通信は4日当日の夜9時39分に、「○独自：物価1%程度押し上げ＝大規模金融緩和で分析一日銀」という記事を配信した。翌5日の主要紙の朝刊では、筆者が確認できた限りではあるが、レビューの記事を掲載したのは朝日新聞（「日銀総括 政策反映に市場警戒」）のみだった。しかしその内容は、当日の内容には触れられないためか、日銀の金融政策運営をめぐる問題点やレビューが政策運営に影響を与える可能性についての市場関係者の見方、といった点に終始していた。

現下の局面において、中央銀行としては本来、単に物価がどうなるかという点にとどまらず、国の経済全体の中長期的な先行きを考え、先々に生じ得る様々なリスクに備えて、国民にも説明を尽くしつつ、正常化を着々と進めていかなければならない局面のはずだ。先々のリスクとしては、次なる金融危機もあり得るほか、自然災害の多いわが国では、首都直下地震や南海トラフ地震もあり得る。しかしながら、今回のレビューでは日銀にはそうした姿勢は認められなかった。

今後、万一对応を誤れば、国民全体の経済・社会生活に禍根を残しかねない、世界的にみても異例の金融政策運営をこれまで展開してきてしまった以上、日銀には本来、国民に伝える仲介役であるメディアに対してまず説明を尽くし、国民に伝えてもらい、一緒に考えてもらわなければならない課題が多くあるはずだ。今は、日銀の金融政策運営について、経済学や金融論の分野の問題として、学術的な視点、長期的な振り返りの視点で研究しておけばよい、学者や市場関係者と議論しておけばよい、というような局面では決してないのではないか。多角的レビューのワークショップで議論するのであれば、その一部始終もメディアにみてもらって、各メディアとしての評価も加えながら、国民全体に伝えてもらう、というのが当局として本来、とるべきアプローチなのではないか。

最近、邦訳が刊行された『イングランド銀行公式 経済がよくわかる10章』が話題を呼んでいる。ペイリーBOE総裁は序文を寄せ、次のように述べている。「私たちイングランド銀行は、中央銀行の仕事、さらには広く経済のしくみを多くの人にわかりやすく説明する努力を続けており、本書はその一環と位置づけられる」「私たちは大勢の人と接するために別の方法も試みている。それが市民パネルだ。イングランド銀行の総裁と副総裁は、全国各地で開催されるパネルにほぼ毎回出席している。市民パネルには誰でも参加できる」。日銀もこうしたBOEの姿勢や取り組みを見習い、国民に対する説明責任を十分に果たしつつ、わが国経済の安定と持続的な発展を可能にするための金融政策運営を展開していくことが求められている。（了）

[/20231219NNN0030]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved