

2024/04/18 06:55

◎〔円債投資ガイド〕マイナス金利解除でも円安が止まらない理由＝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3月18～19日の金融政策決定会合で、2016年2月以降、8年余りに及んだマイナス金利政策を解除した。ところが、外国為替市場では円安が止まらない。本稿入稿時点（24年4月17日午後3時）では、円ドル相場は1ドル＝154円台で、実に34年振りの円安水準だ。それはなぜか。

今回、日銀は、「賃金と物価の好循環を確認し」、「2%の『物価安定の目標』が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した」としている。そして、日銀がかねてより掲げていたオーバーシュート型コミットメントに関してもその要件を充足したものと判断し、マイナス金利政策を解除するのみならず、3層の階層による付利方式も解除して、一気にプラス圏内（+0.1%）に付利水準を引き上げ、ETFやJ-REITの新規買い入れもきっぱりと終了させた点は大いに評価できる。

しかしながら、日銀が英訳もされて国内外に对外公表される正式な決定文書（「金融政策の枠組みの見直しについて」24年3月19日）の中で明確に言及しているのはここまでだ。日銀は、イールドカーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）政策に関しては「これまでの『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たしたと考えている」と記述するのみで「イールドカーブ・コントロール政策を終了する」とは一言も書いていない。決定会合当日の記者会見での質疑応答に関する日銀の公表資料をみても「YCCを撤廃」などと言っているのは記者の方ばかりで、植田総裁は「イールドカーブ・コントロール政策を終了させる」とか「YCCを撤廃する」という表現を決して用いてはいない。

それもそのはず、日銀の3月19日の公表文書には「これまでとおおむね同程度の金額（足もとの長期国債の月間買い入れ額は6兆円程度）で長期国債の買い入れを継続する」と明記されている。しかも、「長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」とまで書かれている。国際的な目線でみれば、これではとても「イールドカーブ・コントロール政策を終了させた」などとはいえないだろう。日銀もそれは百も承知の上で、「役割を果たした」とあいまいな表現をするのが精一杯だったのではないか。

コロナ危機後の高インフレ局面で、利上げに転じた他の主要中銀はいずれも、利上げと同時に、国債等の新規買い入れは完全に停止している。のみならず、利上げ転換の時点、もしくはその少し前の時点から中央銀行自身としての資産縮小オペレーションの計画を立てて公表し、順次実行に移している。それはなぜか。

一つには、中央銀行による国債買い入れが本来、禁じられているはずの“マネタリー・ファイナンス”（中央銀行による国債引き受け）状態に事実上陥る事態を断固として回避するためだろう。“財政優越”（フィスカル・ドミナンス）状態に陥ってしまった場合は、政府の側の財政規律はなおのこと緩み、財政再建はおぼつかなくなる。結果的にインフレが助長されることになり、中央銀行に課せられた本来のマンデートであるはずの「中長期的な物価安定」という目標は損なわれ、結果的に国民に“インフレ税”の形で重い負担が付け回されることになる。

もう一つには、中央銀行自身の財務が過度に悪化する事態を防ぐためだろう。国債等を巨額に買い入れた状態の中央銀行は、短期の政策金利を超低金利状態にしている間はよいが、ひとたび、利上げに転じざるを得なくなれば、自らが抱え込む赤字、ないしは債務超過の金額は、自らの資産規模に比例して増大することになる。危機の局面で買い入れてきた国債等を計画的に手放し、自らの資産規模の縮小を進めなければならないのは、先進各国の中央銀行に共通する必須の課題だ。

ところが今回、日銀はこの3月のマイナス金利政策解除という、歴史的な利上げ局面への転換に際して、先述のようにイールドカーブ・コントロール政策をきっぱりと終了させることもできず、国債の買入れも、経済・金融情勢の判断からはもはや続ける理由がないはずなのに、ダラダラと続ける形をとった。いわんや、他

の主要中央銀行が同様のタイミングで必ず実行に移してきた、中央銀行自身の資産規模の縮小の計画の策定には一切手を付けることすらできていない。決定会合当日の記者会見で、長期国債の買入れ額の縮小について問われた植田総裁の回答は「前々から申し上げておりますように、大規模緩和終了後はバランスシート縮小を視野に入れていくというつもりでおりますので、将来のどこかの時点で買入れ額を減らしていくということも考えたいと思いますが、今、具体的にそれについて申し上げられる段階ではございません」というものだった。

日銀の今後の財務状況を見る上での基礎的な条件は、他の主要中央銀行との比較では極端に悪い。資産規模の対名目GDP比は125%（23年10～12月期時点）と群を抜いて大きく、これまで8年間、イールドカーブ・コントロール政策を続けてきたことの裏返しで、買入れた国債につけられているクーポン（表面利率）の水準も極端に低い。安定的な政策運営が継続できるかどうかの土俵に在るはずの日銀が、資産規模縮小の計画の策定すら行おうとせず、買入れ額の減額についてすら“将来のどこかの時点”などとのんきなことを言っているのは、海外の当局や市場関係者にはさぞかし奇異に映ることだろう。

国債買入れを政策運営上の明確な根拠はもはやないのに、ダラダラと継続する。それはまさに、日銀とわが国が事実上の“財政ファイナンス”、“財政優越”状態に陥ってしまっているからではないのか。だから円安が止まらないのだ。（了）

[/20240418NNN0039]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved