2026/11/18 06:44

◎〔円債投資ガイド〕日銀ＥＴＦ売却益の行方＝日本総研・河村氏（１８日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝去る１１月６日（金）の衆議院財務金融委員会において、国民民主党の田中健議員からの質問に対する形で、高市早苗首相から次のような答弁が飛び出した。

「…（前略）…３０年近く続いたデフレ的な経済構造、今大きく転換しつつあります。こうした経済情勢を踏まえて、今般、日銀において、これまでのＥＴＦの処分実績などを勘案しつつ、ＥＴＦ売却の加速化を決定されたということです。今般の追加売却益、まさに日本の成長の果実でございますので、私は、これを危機管理投資、成長投資に再投資をしてさらなる成長につなげていくといった経済のこういう好循環を実現することが適切だと思っておりますので、今般の追加売却益については『「強く豊かな日本」投資枠』のうち、経済安全保障上、特に重要な分野などの事業を計上する新しい特別会計の財源と位置付けたいと思っております。特別会計においては、この追加売却益を償還財源とする「つなぎ国債」を発行することで、資金を前倒しで調達して計画的な公的支援にコミットするということで、投資の予見可能性を高め、民間投資を呼び込んでいくということでございます。…（後略）…」

時事通信は当日夕刻、主要紙は翌７日（土）の朝刊でこれを一斉に報じた。この答弁が、それだけ重く受け止められたからこそであろう。

日銀はこの答弁に先立つ１０月３０日（金）の金融政策決定会合で、政策金利を据え置いた一方、展望レポートで“基調的な物価上昇率は、２％の「物価安定の目標」とおおむね整合的な水準となっている”との判断を示した。それと合わせ、本年１月以降のＥＴＦ売却が市場に大きな影響を与えることなく円滑に進捗（しんちょく）し、株式市場全体の売買代金も拡大しているとして、ＥＴＦの年間の売却ペースを従前の３３００億円程度から８６００億円程度（いずれも簿価ベース）に加速させることを決定した。

その背後には、追加利上げで日銀自身の財務のさらなる悪化は必至であるなか、何としても日銀自身の赤字転落を回避したいとの思惑があったであろうことは想像に難くない。その前回の９月１８日の決定会合で政策金利を１．２５％に引き上げた日銀がこの先被る付利コストは、９月末時点の日銀当座預金残高（約４１７兆円）を基に計算すれば、年度当たりで５兆２千億円程度に達する。なお５００兆円を超える国債保有残高から得られるクーポン収入は、２０２５年度決算時点ではわずか２．５兆円。ＥＴＦの運用益も同１．７兆円にとどまるため、日銀は、それらでは当座預金への付利コストを埋め合わせきれない局面についに入ったわけだ。その追加利上げを決めた会合で同時にＥＴＦの売却加速をまで決定することは、さすがにはばかられた、ということか。

しかしながら、このような日銀の一連の金融政策運営や、それとほぼ時を一にしてきこえてくる政府側の発言や動きには、他の主要国の中央銀行や政府ではまずあり得ないであろうことがいくつも認められる。

まず中央銀行たる日銀について。他の主要中銀では、リスク性資産が金融政策オペレーションでの買い入れ対象となることはほとんどない。あるとしても、あくまで世界的な経済危機対応の一環として真にやむを得ない場合で、その対象は信用リスクの程度の低いもの、そして買い入れるとしてもごく小規模にとどめられる。そして、危機が過ぎれば中央銀行はそれらを真っ先に手放している。イングランド銀行（ＢＯＥ）しかり。連邦準備制度（Ｆｅｄ）しかりだ。

ＢＯＥはリーマン・ショック直後の２００９年に、社債を限定的な規模で買い入れたが、２０２２年に開始した量的引き締め（ＱＴ）の局面で真っ先に社債を手放した。Ｆｅｄはコロナ危機当初の２

０２０年中に、セカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ（ＳＭＣＣＦ）として社債や社債ＥＴＦを買い入れたが、翌２０２１年６月には早くもそれらの売却を開始し、同年末までに完了している。そのどちらも、危機が過ぎ去った以上、中央銀行がリスク性資産を保有し続ければ「市場の健全な価格形成や資源配分をゆがめてしまいかねないため」にほかならない。

ところが日銀は、２０２４年３月に遅まきながら利上げに転換したものの、買い入れた国債の残高削減に向けた取り組みはそれよりさらに３カ月以上遅れ、その時点ではＥＴＦの保有残高削減には取り組む姿勢はおよそ見せてはいなかった。ところが日銀は２０２５年９月の決定会合で突然、ＥＴＦの処分方針（２０２６年１月より年間３３００億円ペースで売却）を決定した。折りしも一部の野党等から、日銀保有のＥＴＦも念頭に、政府としてのソブリン・ウェルス・ファンドを設立し、その運用収益を国の政策運営の財源に充当しては、という声が大きくなっていた頃だ。以後の利上げペース次第では、日銀自身の財務運営が相当に危うくなるのに、貴重な運用収益を産み出す“金の卵”であるＥＴＦをそちらの方面にもっていかれてはたまらない、ということだったのか。そして日銀は、インフレ対応で本来はもっと早期に加速させておくべきであった利上げをさんざん先延ばしにしてきた挙句に、この１０月のＥＴＦの売却ペース加速の決定と相成った。

国際金融市場の眼にはさぞかし、このような金融政策運営は日銀の“ご都合主義”もはなはだしいものと映ることだろう。他の主要中央銀行はコロナ危機後の局面で軒並み、物価が上がれば、中央銀行自身の財務が大幅に悪化することは承知ながら、機動的に大幅な利上げに踏み切った。買い入れた国債等についても、危機脱却後の当初から目に見える形で資産規模を縮小できるペースを果敢に設定し、粛々と資産縮小を進めてきた。彼らの姿勢と日銀との差はあまりにも大きい。

そして政府について。一国の通貨の独占発行権を有する中央銀行が上げた収益が、当該国の政府の財政運営上の歳入に組み入れられるのは当然だ。しかしながら、それが入ってくる前からあてにして他の歳出に充当する予算を組むなど、他の主要国ではおよそ耳にしたことがない。何よりも他の主要国では、危機時であっても中央銀行がＥＴＦなど買い入れなかった以上、目下のところ彼らの財務は利上げ見合いで悪化し、正常化を進めてその改善に努めている局面にある。中央銀行として利益などとても計上できない以上、国庫納付はストップした状態が続いている。

高市首相が国会で明言したように、経済安全保障分野で新設する特別会計で、つなぎ国債の償還に充当する財源に日銀のＥＴＦの売却益を組み込むとして、その歳入は果たしてどのような形で計上するのか。「税外収入（日銀納付金）」とでも明記するのであろうか。同特会には他の財源も設定するのだろうか。もしそれがない場合、日銀はこの先、年８６００億円ペースでＥＴＦを売却していくとしても、先々の株式市況次第では、売却オペレーションを中断したり停止したりせざるを得なくなる時期が発生する可能性もある。また、そもそもの売却益の金額も、株式市況次第で変動し得る性質のものだ。さらに、今後の外国為替市況次第では、さらなる円安を食い止めるために、日銀が一段の大幅な利上げを余儀なくされ、その結果、日銀自身の赤字幅が大きく拡大し、ＥＴＦの売却益から充当せざるを得ない金額が膨らむ可能性も皆無ではない。この先、万が一、そうした事態が発生して、日銀からの納付金が予定通り入ってこない期間が発生したら、つなぎ国債の償還財源はどうなるのか。つなぎ国債といえども、日本国債の一種だ。対応を誤れば、デフォルトの引き金となりかねないのではないか。このように、日銀のＥＴＦの売却益は、安定財源などとは決して言えない筋合いのものであるはずだ。

そして今回の高市首相の国会での発言は、前月の日銀の決定とタイミングがあまりに一致しすぎている、と感じるのは筆者だけであろうか。日銀のこれまでの政策金利の引き上げペースは遅く、また国債保有残高の縮減ペースも遅々としたものにとどまっていることに加え、今回のＥＴＦの売却ペースの加速決定は、さらに日銀が“財政従属”状態に陥っていることを強くうかがわせる一件だといえよう。これでは、他の主要中央銀行の金融政策運営姿勢や、政府からの中央銀行の独立性が尊重されている他の主要国の状況との差は開く一方だ。

ちなみにイギリスでは、２００９年の量的緩和（ＱＥ）着手時点で、いずれＢＯＥの財務が悪化せざるを得ないことを見越し、当初からさまざまな枠組みや政策運営の方針が設けられていた。ＢＯＥも利上げ局面に入るまでは、ＱＥによって得られる利益は国庫に納付していたが、同国のオズボーン財務相（当時）は２０１２年、キングＢＯＥ総裁あての公開書簡のなかで、「ＢＯＥのＱＥによって得られる英国債のクーポン収入は、他の歳出の財源に充当してしまうことは許されず、ひとえに、国債残高を削減するために用いられなければならない」と述べ、英財務省は実際にそうした政策運営を行ってきた。危機対応の金融政策運営の結果、中央銀行を通じて政府が一時的に得られる利益について、先回りしてあてにしたり、実際に国庫納付される前から先に使ったりすることは決してせず、あくまで実際に納付された金額を、将来世代の負担を軽減するために国債発行額の削減ないしは国債残高の削減に充当する。これこそ、規律ある財政運営姿勢を堅持する国の対応といえるのではないか。

わが国も、日銀のＥＴＦの売却加速によって一時的に国庫納付金の金額が上振れることになった場合、“世界最悪”の規模にまで積み上がった国債残高の元本償還に充当します、ないしは今後の国債発行額の減額に充当します、と表明できれば、どんなによかったことか。少なくとも、このところ悪化の一途をたどっている通貨“円”に対する信認を多少なりとも改善させ、国民最大の懸念であるインフレ圧力を多少なりとも抑えることができるのではないか。

しかしながら、高市政権はそうした考え方はとらず、日銀のＥＴＦの売却益で既発国債の残高を減らすどころか、新たな歳出のために国債残高をさらに積み増すための財源に充当するようだ。それでわが国、そして“円”に対する市場の信認が、この先、果たしてどうなるのかが注目される。（了）

[/20261118NNN0028]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved