

2019/03/27 07:36

◎【円債投資ガイド】正常化に手つかずの1年＝日本総研・河村氏（27日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝黒田東彦日銀総裁の再任からはや1年が経過しようとしている。就任当初は「2年で2%」の物価目標を達成するはずだったものが、実現のめどは6年が過ぎようとしている現在も立っていない。黒田日銀は達成時期の見通しをこれまで6度にわたり先送りした上、再任直後の昨年4月には展望レポートの中で達成時期を明記することすら放棄してしまった。

そしてこの1年、日銀がどういう金融政策を行ってきたかといえば、昨年7月に、「長短金利操作」における長期金利の変動許容幅を若干拡大するのにとどまり、基本的に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を続行している。この間も、黒田総裁は記者会見などの度重なる機会を通じて、あくまで2%の物価目標達成にこだわり続ける姿勢を崩していない。日銀のバランスシートの推移をみると、昨年3月末に528兆円だったものが今年3月20日時点では564兆円に膨張し、同じ期間で見ると、短期国債は約22兆円から約10兆円に減ったものの、長期国債は427兆円から459兆円に、ETFは約19兆円から約25兆円に増えた。日銀が保有する利付国債の加重平均ベースの残存年数（デュレーション）は、2018年3月末に7.6年だったものが、19年1月末時点でもまったく横ばいの7.6年のままととなっている（風間直樹参議院議員向けの日銀の18年5月9日付、および19年3月6日付開示資料による）。

日銀自身が先行きに抱えるリスクの大きさ、言い換えれば正常化の困難さの度合いは、ごく単純化すれば、①買入れたそれぞれの資産の規模と、②利付国債であればデュレーションの長さ按比例する上、③それぞれの資産を買入れた時点の価格からも大きな影響を受ける（高値づかみをしているほど、後々の市況変動による影響を受けやすくなる）ことになる。要するにこの1年、日銀は、国債に限れば買入れペースをピーク時より落としているとはいえ、ETFの方は年6兆円を上回るハイペースでの買入れを続けており、正常化を展望するどころか、依然、自らが先行き抱えるリスクを膨張させる金融政策運営を続けていることになる。しかも、肝心の物価の押し上げ効果の方はもはや誰の目にも疑わしい状況だ。マイナス金利が民間銀行の金融仲介機能を低下させているほか、それも相まって実体経済が下押しされ、物価にも悪影響を及ぼしているのではないかとの指摘すらきかれるようになっている。

こうした中、麻生太郎財務大臣は、去る3月12日の国会答弁で、「（日銀は）2%を最初に目標に掲げたので、そればかり頭にこびりついているのではないか。もう少し柔軟にやっていた」と述べたと報じられているほか、続く15日の閣議後の記者会見でも、日銀が掲げる2%の物価目標について、「こだわり過ぎるとおかしくなるということは考えるべきだ」、「こだわっているのは、新聞記者と日銀とそういうことに詳しい人。上がらなかったからけしからんという国民は一人もいないように見える」と述べたと報じられている。これはまさに、世間の今の思いを言い当てているかのようだ。大方の国民の思いはおそらく「物価情勢が好転したのは確かによかった。今の物価の水準は、確かに2%には届かないかもしれないが、前年を若干上回る程度で安定している。自分の所得がインフレで目減りさせられる心配も当面なさそうで、これは心地よい“物価安定”の水準だ。日銀は危ないことばかりに手を広げ続けるのではなく、そろそろ少しは考えてほしい」というところではないか。麻生大臣のみならず、経済界では、金融界のみならず実業界からも、「2%の物価目標」に過度に拘泥しない柔軟な金融政策運営を求める声が、あちこちからきかれるようになっている。

また、ここへきて、Fedが正常化のペースを緩めることになったため、先行きの円高を懸念す

る声も出てきている。しかしながら、過去の類似する局面に比較すれば、意外なほど円高が進みにくくなっているように感じているのは筆者だけだろうか。それは、こういう財政・金融政策運営を長期間続けていることが大きいとみられるが、国全体として抱えるリスクが大きくなっていることの裏返しでもあるように思われる。あり得る追加緩和の手段などを声高に騒いでいるのも、「新聞記者と日銀とそういうことに詳しい人」が中心で、大方の国民はもっと冷めた目で見ているように思われてならない。

昨年は、国内では大きな選挙もなく、消費税率の引き上げもなく、海外では主要中銀が正常化を見据えた金融政策運営を進めるなど、本来、日銀にとっても正常化に取り組む絶好のタイミングだったはずだ。しかし日銀は、どうもそのチャンスを逸してしまったようだ。昨今の国際金融情勢もあって、欧米中銀の正常化はここでいったん足踏み状態となるようだが、彼らが曲がりなりにも正常化に向けた動きをここまで進めてこられたのは、中長期的に望ましい物価上昇率の水準（多くの主要中銀はそれを前年比2%と表現している）を、金融政策運営上の絶対的な目標という位置づけには決してせず、さまざまなリスクなども踏まえた総合的な判断により、正常化に向けて機会を逃さない金融政策運営を行ってきたからだろう。Fedがテーパリングを始めた14年1月前後は、米国の物価上昇率はいまだ安定的に2%に達しているとは言い難い状態だったほか、危機後初めてFFレートの引き上げに踏み切った15年末も、原油安で物価も前年を若干上回る程度と伸び悩んでいた時期だった。欧州中央銀行（ECB）も昨年末をもって、国債の買い入れを停止しているが、ユーロ圏全体の消費者物価上昇率は依然1%台半ばのままだ。「欧米中銀も、2%の物価目標に達してから正常化に取り組んでいる」わけでは決していないのだ。

黒田総裁の再任が決まった際、国内の主要メディアはこぞって「出口問題に取り組むことが次期任期中の最大の課題」と論じていた。再任の時点で日銀が抱えているリスクはすでに相当に巨大化しており、「その出口問題に取り組めるのは、量的・質的金融緩和を始めた黒田総裁自身以外にない」という声もあった。「何がなんでも2%の目標を達成すべきだ」という声は少なく、その頃から「物価目標の扱いは柔軟に」という声の方が多かったのではないか。しかしながら実際には、与えられた「もう5年」のうちの1年を、日銀は正常化に向けてはほとんど何もしないままに終えてしまった。このまま、日銀が“独り相撲”を続け、自らが抱えるリスクを膨張させる一方の金融政策運営を続けていくのであれば、将来のいずれかの時点で、その大きなツケを国民、およびこの国の経済全体が、長期間にわたり負わされることになるだろう。（了）

[/20190327NNN0037]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved