

世界経済「インフレ局面」転換で露呈する日銀の“不都合な真実”

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

連載 政策・マーケットラボ

2021.12.13 4:25 会員限定



インフレ加速でFedなどが金融政策正常化に動くなかで日銀は「出口戦略」を封印したまま。円安が加速すれば隠れていた深刻なリスクが一気に表面化する Photo:PIXTA

「インフレ局面での正常化」 困難なかじ取り迫られる中銀

バイデン米大統領は11月22日、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を再任し、ブレイナード理事を副議長に指名することを明らかにした。

正式な就任は米議会上院の承認を経てからだが、この先、新執行部を数多くの難題が待ち構える。

Fed（連邦準備制度）は11月の連邦公開市場委員会（FOMC）での決定を受け、大規模な資産買い入れを縮小に転じるオペレーション（テーパリング）に着手したが、原油価格などが急騰するなか、今回の金融政策正常化は、リーマン・ショック後と違う「インフレ局面の正常化」という困難を抱える。

一方で日本では岸田文雄新政権が、コロナ危機に陥ってから1年半余りが経過した今もなお、超大盤振る舞いの財政運営を続ける構えだ。

“事実上の財政ファイナンス”で財政を支えてきた日本銀行も正常化を検討するそぶりすら見せず、国全体として「出口戦略」に関する議論を完全に封印したままだ。

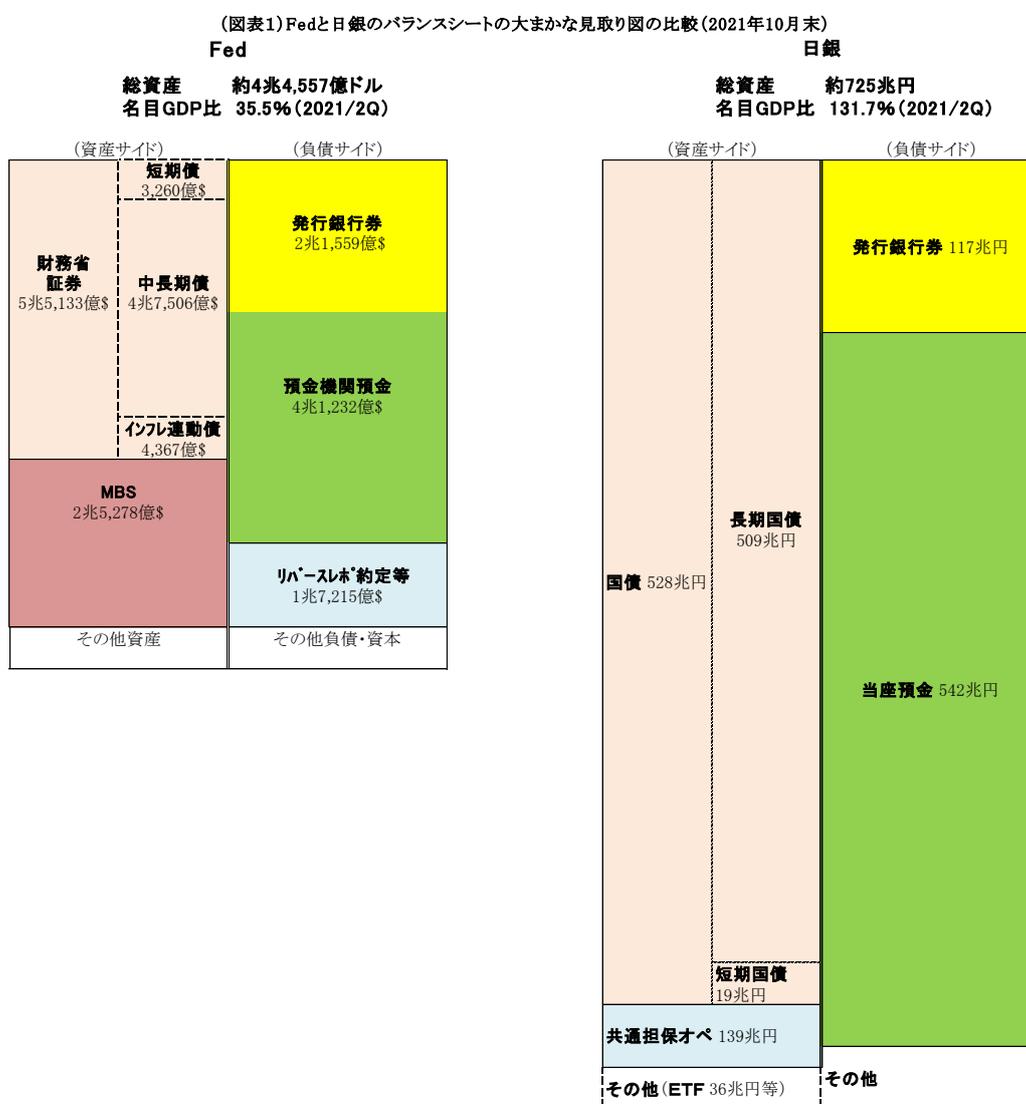
「コロナによる供給ショック局面」から「インフレ局面」へ世界経済が今まさに転換しつつある。

それは日本がこれまで目をそらし続けてきた、最も深刻かつ重大な問題点を一気に表面化させるリスクをはらんでいる。

付利引き上げ遅れるとインフレ加速 米でも正常化完了に最短で4年

前回（11月12日付）の拙稿『テーパリング開始でFedがいよいよ問われる「埋め合わせ戦略」の当否』で指摘したように、今回のコロナ危機でFedの資産規模は大きく拡大した。

そのFedのバランス・シート（以下BS）の内訳の現状を日銀と比較しつつ見たものが図表1だ。



(資料)FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, October 28, 2021、および日本銀行『金融経済統計月報』の計数を基に日本総合研究所作成。
(原資料注) Fedのインフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

Fedはこの先、事実上のゼロ金利政策を続けていくことは難しく、米国経済や金融情勢等の変化に応じて、短期金利を引き上げていかなければならない。

その際、民間銀行がFedに預ける当座預金（図表1中の「預金機関預金」）がこれほどまでに膨れ上がり、短期金融市場全体が“巨額のカネ余り”状態になっているもとでは、Fedがこの当座預金に対して付利を行い、その水準を上げていくしか、短期金融市場金利を引き上げ誘導できる方策はない。

実際、リーマン・ショック後の正常化局面でも、Fedはこのやり方でピーク時には2.5%にまでFFレートを引き上げ誘導していた。

問題は、Fedが抱える巨額の当座預金は、いわば市場における“過剰流動性”に相当するものでもあり、民間銀行にとっては付利の水準次第ではいつでも引き出せる性格のものであることだ。

民間銀行が、米国の経済や物価情勢次第に対してFedの付利水準は低すぎるとみれば、この当座預金を次々と引き出して、企業や家計向けの貸し出しに回し、インフレを加速させる火種ともなってしまうかねない。

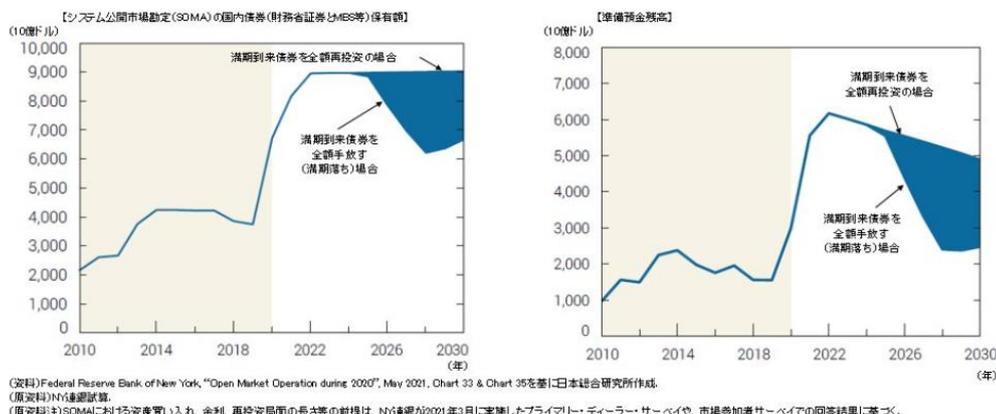
Fedは情勢変化に応じて金利の引き上げ誘導をしなければならないが、それにはFedにとって付利コストという財務運営上の負担が重くのしかかることになる。

したがって、Fedとしては時期を見計らって、資産規模の縮小も進めていかなければならない。

Fedの金融調節オペレーションは、システム公開市場勘定（SOMA）上で行われるが、実際のそのオペレーションは、ニューヨーク連邦準備銀行が担当している。

NY連銀は年1回、SOMAの運営状況に関する年次報告書を公表しているが、2021年5月に公表された20年の報告書（“Open Market Operations During 2020”）では、21年3月時点でNY連銀が調査した市場参加者による先行きの金利見通し等に基づく一定の前提のもとでNY連銀が機械的に試算した、SOMAの正常化の見通しが示されている（図表2）。

◆図表2:NY連銀が示すFedの正常化の見通し



それによれば、正常化の完了には実に4年間を要する、という結果が示されている。

しかもこれは、Fedが買い入れてきた債券（財務省証券やMBS）について、満期が到来した分（MBSの場合は正確には繰り上げ償還となった分）の全額を手放すという、リーマン・ショック後の正常化局面では長期市場金利への悪影響を懸念してそこまではやらなかったというほどの厳しいペースで実施した場合で、だ。

実際には、これほどのペースでFedが債券を手放せるとは考えにくく、正常化にはより長い年数が必要になるだろう。

バランスシートの規模拡大で 財務面で大きなコスト負担

もう一つの懸念は、正常化局面での金利の引き上げ誘導に伴う、Fedの財務面でのコスト負担だ。

図表1からも明らかのように、BSの右側のFedの負債サイドでの付利のレートが、BSの左側の資産サイドでFedが得られる利回りを超えるような事態になれば、Fedとして“逆ざや”状態に陥る。

その状態が長引けば、Fedとして会計の当期赤字や、ひいては債務超過にもつながりかねない。

NY連銀の報告書では、SOMAが保有する財務省証券の加重平均利回りは明らかにはされていないが、Fedが財務省証券の約5割弱の規模で保有しているMBSに関しては、全体のクーポンの加重平均利回りは2020年末時点で2.9%だったことが明らかにされている。

このように今回の正常化局面は、リーマン・ショック後とは、（1）FedのBSの規模、（2）経済が置かれた局面、という2つの点で大きな違いがあり、Fedにとって難易度ははるかに高いものと考えられる。

リーマン・ショック後の正常化局面は、いわば「低インフレ局面での正常化」だった（11月12日付『テーパリング開始でFedがいよいよ問われる「埋め合わせ戦略」の当否』の図表2参照）。これに対して今回の正常化局面は、「インフレ局面での正常化」になる可能性が高い。

インフレの加速がなかなか下火にならなければ、利上げの時期も前倒しにせざるを得なくなる可能性もある。そういう状況下ではテーパリングを早めに終わらせなければならない可能性も出てくる。

「放漫財政」支える日銀 国債などの運用利回りは低下一方

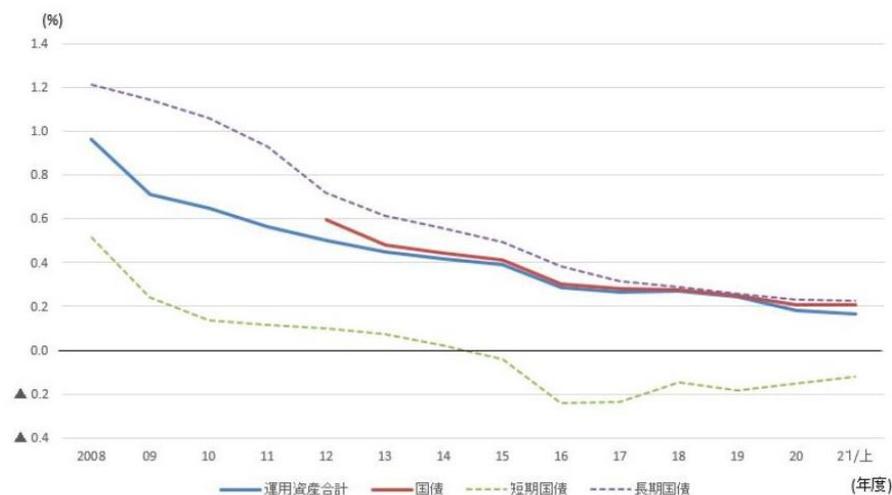
これに対して、日銀の最近の動きを見ると、主要国では日本だけが物価情勢の改善の兆しが認められないこともあって、細かいファイン・チューニングに相当するような点を除けば、金融政策決定会では毎回、金融政策の“現状維持”の決定が続いている状況だ。

コロナ禍を含めてこれまでの財政・金融政策運営での米国との大きな違いは、日本は（1）財政出動の際の財源の議論が完全に欠落している点と、（2）アベノミクス以来、日銀は“事実上の財政ファイナンス”で放漫財政に加担するばかりで、資産規模縮小に取り組んだことはこれまで一切なく、国全体としても正常化をめぐる議論にふたをしたままとなっていることだ。

そうしたなか日銀の近年の決算資料を見ると、日銀の運用資産利回りは、国債中心に低下の一途をたどっている（図表3）。

フ

◆図表3: 日銀の運用資産利回りの推移



（資料）日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。
（注）2021年度は上半期決算時点の計数。

日銀がマイナス金利政策を続けていることからすれば、短期国債の金利もマイナス圏内に沈むのは当然であり、イールド・カーブ・コントロール政策によって10年金利までゼロ%に抑えつけていることからすれば、長期国債の金利が低下するのもまた当然だ。

要するに日銀は、自らの金融政策運営の結果、自らの財務運営を傷めるといふ、いわば“自縄自縛”状態に陥っているといえよう。

そうした実態は、近年の日銀決算の経常利益の主な内訳の推移を見ればさらに明らかになる（図表4）。

◆図表4:日銀の近年の決算における経常利益の主な内訳の推移



(資料)日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。

日銀の資産の内訳は、その圧倒的なウエートが国債で占められているにもかかわらず、国債が生み出す収益はジリジリと縮小し続け、足元では事実上、ETF（信託財産指数連動型上場投資信託）の収益頼みになりつつある。

それも、株価が日銀の保有するETFの時価評価上の損益分岐点以上で推移していることが前提だ。コロナ危機の初期の2020年3月中に実際に見られたように、株価が急落して損益分岐点を下回るような事態になれば、日銀の足元のような収益構造は崩れてしまう。

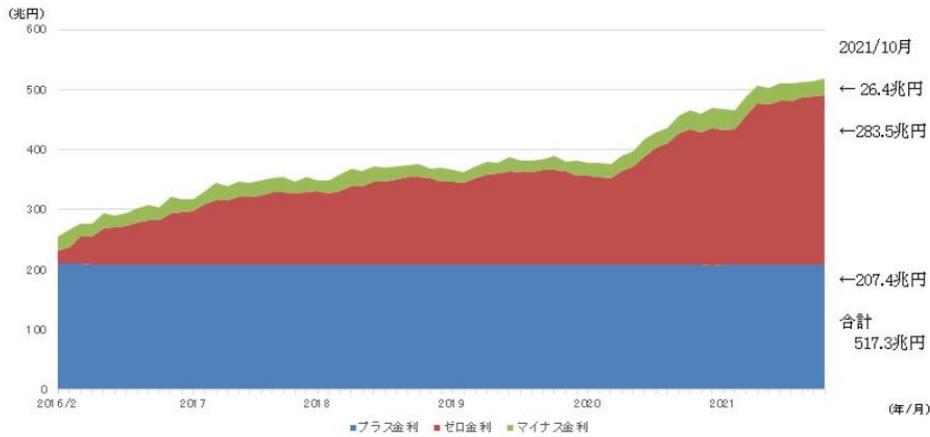
「株価が日銀の下支えもあって、現在の水準を維持できている」だけでなく、「日銀自身の財務運営も、現状の株価によってかろうじて成り立っている」のが、残念ながらこの国の現実といえる。

当座預金の付利1%上げると 日銀は年5兆円の負担増

この先、世界的にインフレの状況が進んだ場合に問題になりかねないのが、「補完当座預金制度利息」の部分だ。

これは、図表1で示した、日銀が民間銀行などから受け入れる当座預金への付利コストに相当するものだ。ただし日銀はこれまでのところ、当座預金を3つに区分した上で、そのうちの一部にだけマイナス金利を適用する“階層方式”によるマイナス金利政策を行っている（図表5）。

◆図表5:日銀当座預金の適用金利別残高の推移(補完当座預金制度適用先)



(資料)日本銀行『金融経済統計月報』、『時系列統計データ』
 (注)「補完当座預金制度」とは、日銀当座預金のうちのいわゆる「超過準備」(民間銀行等の剰余資金の預け入れ分)に利息を付す制度。日銀と当座取引のある金融機関のほとんど(銀行、証券会社、信託会社等)が対象となるが、政府系金融機関や清算機関等、日銀と当座取引があっても対象外となっている機関も一部にある。投資信託、保険会社等はそもそも、日銀に当座預金を有していないため、対象外である。

現状、日銀がプラスの0.1%の利息を払っているのは、このうちの5割弱にすぎず（「基礎残高」）、残りの大部分は「マクロ加算残高」として付利水準はゼロ%としたり、「政策金利残高」として民間銀行側から事実上の手数料に相当するマイナス金利を徴収したりしている。

しかしこの先の情勢変化によって、日銀が短期金利の引き上げ誘導を迫られるようになれば、これらの当座預金全額にプラスの付利を行い、しかもその金利水準を上げていかなければならない。

図表5で、補完当座預金の合計額が約517兆円あることからすれば、短期金利を仮にプラス1%に引き上げ誘導するだけで、日銀は年5兆円のコストを負担しなければならない。

そうなれば、日銀自身が当期赤字に転落したり、その状態が続けば債務超過に陥ったりすることも絵空事ではなくなる。

コロナ後、見据えず財政悪化に歯止めをかけようとする日本

このような日銀の“事実上の財政ファイナンス”に安易に便乗する形で行われているのが、足元の財政運営だ。

2013年以降のアベノミクスの「3本の矢」で機動的な財政運営が掲げられたのに続き、コロナ危機で2020年度は2度にわたる補正予算を組み、予算総額が176兆円規模にまで膨張した日本の財政の台所事情は、財源のかなりの部分を短期国債の増発でやりくりする“自転車操業”状態にある（図表6）。

◆図表6:わが国の国債発行計画(2021年度当初予算時点)



長期国債は市場での消化が難しくなってきた上、国債の大半を買い入れている日銀の先行きの財務への悪影響を勘案すれば、日銀の国債買い入れにこれ以上、依存することも事実上難しくなっている。

こうした事情もあってか、20年度の補正予算での増額分を長期国債で調達することは見送られた。財源のほぼ全額を満期1年以下の短期国債で調達し、毎年、借り換えを繰り返さなければならない状態に陥っている。

それに輪をかける形で、岸田政権は、11月26日に閣議決定した経済対策を盛り込んだ21年度補正予算案で、新発国債をさらに22兆円上積みする方針を明らかにした。

一方で、この補正予算案で、財投債の発行額が財政投融资計画の進捗などを踏まえ30兆円減額されることになったことから、カレンダー・ベースでの21年度の国債発行額は全体では約9兆円減額でき、全額が短期国債発行の減額にあてることになっている。

先行きの財政リスクを少しでも抑えたいという、財政当局の苦心の跡がにじみ出ているが、それでもなお、本年度の国債発行額の総額は212.2兆円、うち割引短期国債の発行額は74兆円という、異常ともいえる財政運営が続く。

“政策破綻”の鍵を握る為替相場 金利差拡大、円安加速に耐えられるか

だが、「日本はまだ金利を上げられる状態にはありません」と、超低金利政策を続けられるうちはいいが、Fedの動きに代表される昨今の主要国の経済・金融情勢の変化に鑑みれば、この先、果たしてそのまま済むものかどうかだ。

その鍵は、今後の外国為替相場が握ることになるだろう。

インフレが進行しているのは、米国に限った話ではなく、金融政策の正常化を進めたり、近々、進めようとしていたりしているのも、Fedだけではない。

先進国の中でも、カナダ中銀、オーストラリア準備銀行、ニュージーランド準備銀行、イングランド銀行（BOE）などに広がっている。

ポスト・コロナの局面で、金融政策の正常化をどう進めていくかという検討は、BOEが先進國中銀の中ではおそらく、最も先行している。

今年8月の金融政策委員会で資産縮小に段階的に着手するめどとなるタイミングをすでに決めてい
る。政策金利であるベース・レート（現在は0.1%）を0.5%にまで引き上げた時点で、買い入れた国債
などの満期到来分の再投資を停止する形で資産の縮小に着手し、さらに1.0%にまで引き上げたところ
で、国債の売却に着手するというのだ。

BOEの政策金利の引き上げは今年中に着手されるかもしれない、来年中にも0.5%まで引き上げられ
れば、資産縮小が開始されることになる。仮にそうなれば、先進國中銀の中では最も早いバランスシート
縮小開始の決定となるかもしれない。

それを機に先進國中銀の中での金融政策正常化のトレンドが一気に進む可能性もある。そのようにし
て日本との内外金利差が拡大していったとき、円の外国為替相場は変化に果たしてどこまで持ちこたえ
られるのかだ。

足元のような1ドル=110円台のうちはいいかもかもしれないが、1ドル=120円台の半ばくらいになれ
ば、おそらく当局者の顔色も変わってくるだろう。

日銀が、「金利は上げたくありません」「金利を上げることはできません」では済まない局面、それ
では円安を止められない局面になったとき、日本がこれまでふたをしたままで、本来必要な議論を一切
シャットアウトしていた問題が、一気に表面化する可能性はかなり高いとみたほうがいい。

（日本総合研究所 調査部 主席研究員 河村小百合）

DIAMOND online 2021年12月13日 4:25 公開から抽出し作成