

欧米中銀が金融正常化開始、取り残された日銀の「緩和維持リスク」

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

2022.4.1 4:35 会員限定



ウクライナ危機のもと欧米中央銀行は金融「正常化」に踏み出した。難しいかじ取りだが、取り残された日本銀行ははるかに大きい「緩和維持リスク」を抱える（写真はイメージです） Photo:PIXTA

欧米はインフレ抑制重視に転換 ウクライナ問題で高インフレ長期化？

欧州中央銀行（ECB）や米連邦準備制度（Fed）、イングランド銀行（BOE）が3月中旬にかけて開いた金融政策決定会合で軒並み、金融政策運営の正常化を加速させた。

ロシアによるウクライナ侵攻で原油をはじめとする資源価格の先高観が強まるなど、コロナ危機後の高インフレ局面が長引く可能性が高まる。

スタグフレーションを回避しながら、いかに利上げや資産圧縮を進めていくのが、難しいかじ取りだ。

一方で主要中銀のなかで日本銀行だけは超金融緩和の維持を決め、欧米中銀とのスタンスの相違は一段と際立っている。

折から金利差の拡大を見込んで円安が加速する。緩和を維持して結果的にさらなる円安を助長し、インフレ急騰の事態になることはないのか。

日銀の「緩和維持リスク」は欧米中銀の抱える「正常化リスク」よりはるかに大きい。

正常化で直面する「4つの課題」 資産規模縮小をどう進めるか

世界各国がコロナ危機に直面してから2年。世界経済の回復が本格化し始めた状況で起きたのが、ロシアのウクライナへの軍事侵攻だった。

冷戦終了後の世界的な安寧があっけなく崩壊したのと同時に、長らく続いてきた低成長・低インフレ局面に終止符が打たれつつあることが日増しに明白になっている。

こうした経済環境のもと、コロナ危機に対応する超金融緩和策で未曾有の規模にまで資産規模を拡大した主要中央銀行は正常化で難しい課題に直面する。

その第一は経済成長と両立する形で、とりわけ欧米主要国で高進している物価をいかに安定水準に軟着陸させるか。言い換えれば、いかにして「スタグフレーション化」を回避するかが大命題だ。

◆図表1:主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



第二は、金融政策の正常化を進める上で不可欠である、資産規模の縮小、つまり量的引き締め (QT: Quantitative Tightening) をどのように進めるかだ。

具体的には、(1) いつから、(2) どのようなペースで、(3) いかなる手法で (買い入れた国債などの満期到来分の元本の再投資を停止する「満期落ち」だけで行つか、それとも売却損を被ることを覚悟で満期到来前の「中途売却」も実施するか) 行うのかだ。

さらには、(4) どれほどの期間をかけて、(5) 資産がどれぐらい減るまで進めるか。(6) 景気の循環的な変動が避けられない長丁場の正常化局面で、QTを金融政策運営上、どのように位置付けるか——という問題を抱える。

長期金利への影響は必至 財政や国債管理政策とも連携必要

政策金利の引き上げだけでなく、QTも実施するとなれば、市場の長期金利への影響も必至だ。

政府の国債管理政策や財政運営（予算編成上の利払い費の確保）との関係をいかに取るか。

また、利上げとQTを合わせて実施する正常化局面では、中央銀行の財務の悪化が多かれ少なかれ避けられないなか、政府が関与するか否かを含めていかに乗り切るか、という課題もある。

先頭を走るイングランド銀行 インフレ高進前から周到な準備

リーマン・ショック後の前回の超金融緩和局面からの正常化で、主要中央銀行の先頭に立ったのは、バーナンキFRB（連邦準備制度理事会）議長やイエレン議長率いるFedだった。

しかしながら、コロナ危機後の今回の局面は異なる。Fedが後手に回るなか、先陣を切って正常化を進めているのはBOEだ。

英国も現在、米国ほどではないが、コロナ危機後の高インフレ局面に直面している。

ただしBOEとFedの大きな違いは、こうした高インフレが明確になる前の2021年初の段階から、金融政策委員会（MPC）でコロナ危機後の正常化の進め方を検討し、21年8月には具体的な正常化策をMPCで決定していたことだ。

その背景には、今や主要中銀のなかで唯一のエコノミスト出身総裁となったバイリー総裁の慧眼がある。

同総裁はコロナ危機局面に入った直後の20年夏から、次なる危機に備えてQT等の正常化を進めておく必要があることを同年8月のジャクソンホール・シンポジウム場などを通じて積極的に問題提起していた。

BOEが21年8月に決定した正常化策とは、主として次のような内容のものだ。

- ①基本的に、QTではなく、バンク・レート（政策金利）をアクティブな金融政策の手段として用いる。
- ②バンク・レートが0.5%に上昇し、経済環境が適切であれば、「満期落ち」によるQTを開始する。
- ③バンク・レートが少なくともひとたび1.0%に到達すれば、「中途売却」によるQTの実施を検討する。
- ④QTのプロセスは、物価目標の達成状況次第では、修正したり反転させたりすることがあり得る。

その後、21年後半にかけて高インフレ基調が明確になるなか、BOEは同年末に、主要中銀の先頭を切る形でコロナ危機後初の利上げを行い、22年入ってから2度の追加利上げを行った。

バンク・レートは同年2月に0.5%に達したことから、3月には最初の「満期落ち」によるQT（279億ポンド<約4.2兆円相当>規模）が早くも実施されている。

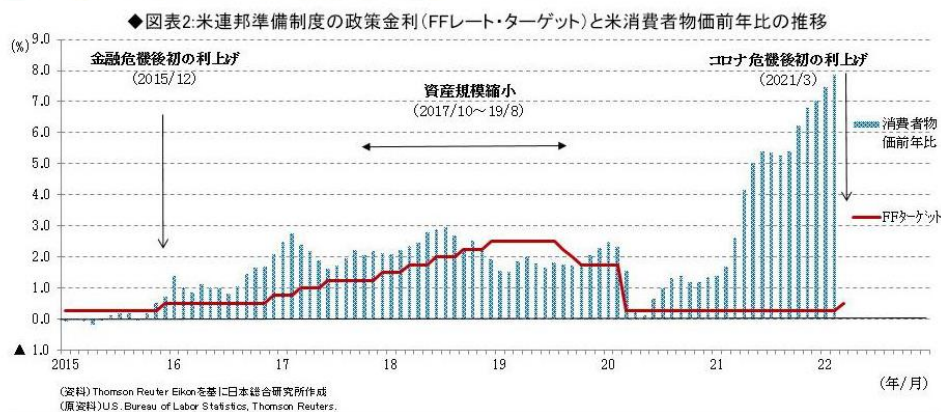
その後の利上げでバンク・レートは現在、0.75%に達しており、もう一段の利上げで「中途売却」によるQTも視野に入る。

英国の場合、拙稿『英国では中央銀行の損失は政府補填を約束、議論封じの日本』（2021年3月12日付）で書いたように、政府が、正常化に伴いBOEが被る損失を補償する枠組みが当初から構築されている。

このためBOEは財務の悪化を恐れず、機動的な金融政策運営を行うことができるのだ。

遅まきながら利上げに着手のFed 「取り戻し戦略」で出遅れ

米国ではFedが、遅まきながら3月にテーパリングを完了し、16日のFOMC（連邦公開市場委員会）でコロナ危機後初の利上げを決め正常化に踏み出した（図表2）。



しかしQTをいかに進めるかは、3月のFOMCでも最終的には固まらなかった。FedのQTへの着手は、早くとも5月初めに予定される次回会合以降とみられている。

米国が、主要国のなかで高インフレ基調が最も顕著であるにもかかわらず（前掲図表1）、Fedの政策運営がこれだけ後手に回る結果となった最大の原因は、2%の物価目標の上振れを容認する「平均物価目標」（いわゆる「取り戻し戦略」）を採用してしまったことにあるだろう。

採用を決めた2020年8月の時点で、リーマン・ショック後のような景気低迷状態の長期化をまっぴら恐れたからだ。

その後、21年春頃からインフレが顕著になるなか、パウエル議長は21年秋口までは、インフレは一時的な（transitory）ものとのスタンスを崩さなかった。

だが同年11月末に態度を一変させ、高インフレの抑制を最優先課題とする姿勢を明確にした。こうした動きは米国内で“pivot”（転向）とはやし立てられた。

米国民が一向に収まらない高インフレに不満を鬱積させるなか、「平均物価目標」や「取り戻し戦略」は、今やFedの“大失敗”を象徴する言葉となり、米国内ではもはや“死語”ないし“禁句”と化している。

最初からつまずいたFedには、この先、正常化で困難な課題がいくつも待ち構える。

まずはFFレートを、景気を過熱させも冷やしもしない「中立金利」水準まで引き上げることが必要になる。

つい先頃までの低インフレ時代では、米国の中立金利は2%程度とみられてきた。

しかし消費者物価の上昇率が7%台という現下の高インフレ下では、名目のFFレートを2%まで引き上げたところで、そこから物価上昇率を差し引いた実質金利は大幅なマイナスのままとなり、中立金利にはほど遠いことは明白だ（前掲図表2）。

政策対応の初動が後手に回った分、結果的にはより高い水準まで金利の引き上げ誘導を迫られる可能性がある。

また、Fedの財務運営への影響も懸念される。リーマン・ショック後の局面に比べて、量的緩和で、Fedが買い入れた国債やMBS（モーゲージ担保証券）の平均利回りが相当低下していることは間違いない。

NY連銀によれば、2020年末時点のMBSの加重平均利回りは2.9%しかない。財務省証券（米国債）については非公表だが、平均利回りはMBSを下回る可能性が高い。

となれば、FedがFFレートを3%まで引き上げれば、資産利回りが負債利回りを下回る“逆ざや”状態に陥ることになる。

財務運営への悪影響を抑えるには、利上げを進めていく前に資産規模を相当程度縮小させておくことが必要だ。Fedとしても、出遅れたからといって、QTへの着手を先延ばしにはできず、リーマン後の局面よりは相当に速いペースでQTを進めざるを得ない。

かといって利上げやQTを急ぎ過ぎると、景気を急減速させてスタグフレーションを招きかねない。

円安加速でも日銀は静観の構え 輸入物価や企業物価は急上昇

欧米の主要中銀が正常化に向けての取り組みを加速させるなかで、唯一、日銀だけが3月17～18日の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール（YCC、長短金利操作）による超金融緩和状態を継続することを決めた。

日銀では景気の回復基調が強まっているとしながら、消費者物価上昇率が欧米に比べて落ち着いていることを理由に挙げている。

しかし日本でも川上の輸入物価や企業物価が相当な上昇基調にある（図表3）。



さらに円ドル相場は直近（28日）で一時、約6年7カ月ぶりの1ドル125円台を付けるなど、円安が進んでいる。

決定会合後の記者会見では、円安に関する質問が相次いだ。

黒田東彦総裁は、4月には、携帯電話料金の引き下げ要因が剥落することなどから、消費者物価（CPI、生鮮食料品を除く）の上昇率が2%台に乗り、しばらく続く見通しを語った。

だがその一方で、「大半が国際商品市況、エネルギーや食料品の輸入価格の上昇による状況で、当然金融を引き締める必要もないし、適切でもない」「仮に2%程度になったとしても、日銀の考える2%目標の達成には当たらない」と語った。

円安のマイナス影響が大きくなった場合の対応についても、「日本銀行が為替を上下するような政策を取る必要もないし、そういう権限もない」と建前論に終始した。

為替介入の権限が財務省にあることは当然だが、あたかも金融政策の運営上、円安は度外視するとも受け取れるような発言だった。

コロナ危機後にウクライナ要因が加わり、先行きのスタグフレーション化の懸念にさらされているのは、日本を含め各国に共通する問題だ。

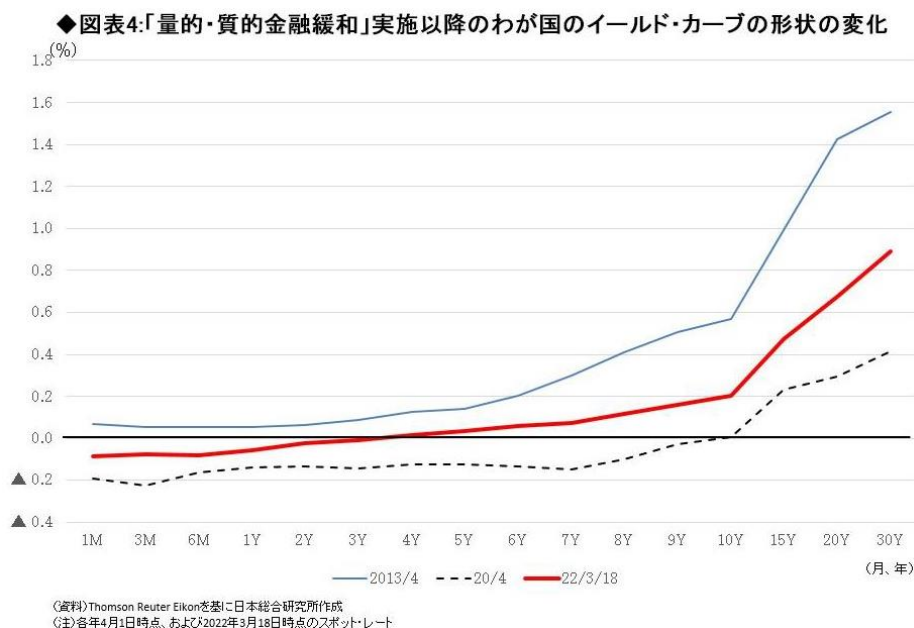
こうした現状の金融政策運営について、例えばバイラーBOE総裁は、「バンク・レートの引き上げが必要なのは、それなしにはインフレーションが目標に戻ることはなさそうだからだ。われわれは、一段と高い輸入インフレーションの一部が国内経済のなかに浸透してしまい、高インフレの期間がより長くなってしまいかねないリスクに直面している」と述べている。

こうした海外の主要中銀の認識と黒田総裁が説明する日銀の考え方は真逆に近い。

日銀がYCCを“死守”する本当の理由 利上げすれば財政利払い費に影響

これほどまでに、日銀が「緩和維持」、YCCの枠組みを“死守”しようとする理由は何か。日銀が表向き、説明している日本の経済や物価情勢だけが理由ではないように思われる。

日銀がYCCを継続するなか、日本のイールドカーブは図表4に示すように、10年年限付近までほぼゼロ%近辺という、異様な形状が継続している。



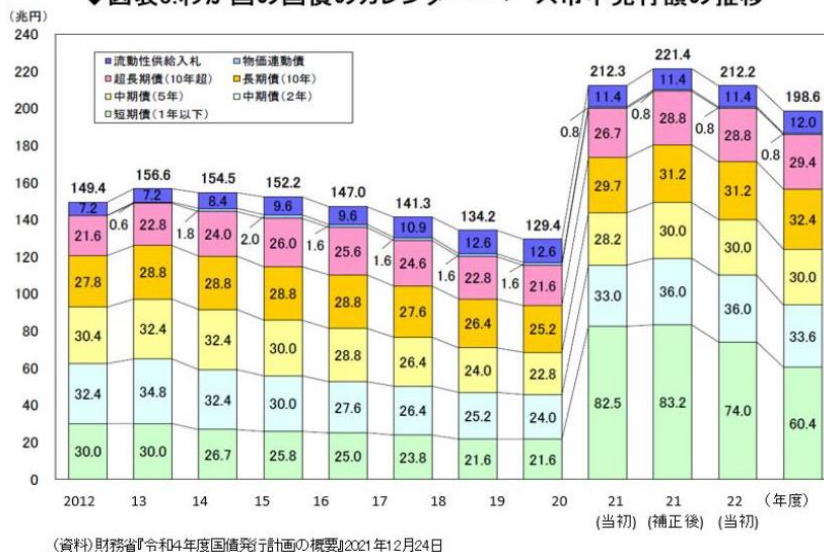
現在、短期金利をマイナス0.1%、長期金利をゼロ%程度としているYCCの枠組みを変更すればどうなるか。

短期のマイナス金利を解除すれば、日銀の財務事情はたちどころに悪化する。仮に短期金利を1%に引き上げるだけで、保有する国債などの運用利回りと日銀当座預金の付利が逆ざやになって年度当たり5兆円のコストが日銀にのしかかる。

日銀の赤字転落や債務超過の事態が現実になり、税金による補填を迫られる事態も絵空事ではなくなる。このことは、拙稿（2021年12月13日付）『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”』で明らかにした通りだ。

しかも、コロナ危機後の足元の政府の財政運営は、コロナ対策などの財源を短期国債の発行に大きく依存した状態にある（図表5）。

◆図表5:わが国の国債のカレンダー・ベース市中発行額の推移



これは日本の財政運営が、日銀が長期金利の固定を解除する場合のみならず、短期のマイナス金利を解除する、どちらの場合でも、利払い費の増加を通じて大きな影響を被らざるを得ないことを意味する。

財務悪化が問題視された時から “財政ファイナンス”は不可能に

そして、何よりも重要なのは、日銀の財務悪化が顕在化して問題視されるようになった時点からは、それ以上、日銀に国債を抱えさせるわけにはいかなくなるということだ。

これまで、“アベノミクス”以来、財政支出の膨張を安易な赤字国債の発行によって、そしてその国債のほとんどを日銀が購入するという、日銀の事実上の引き受けによって、超低金利で財政運営をすることができてきた。

「緩和維持」をやめれば、こうした財政と金融の持たれ合いの限界が一気に露呈する。われわれがこれまで目を背けてきたこの動かし難い現実が、もはや覆い隠すすべもなく、白日の下にさらされることになるのだ。

かといって「緩和維持」が長引くほど、日銀の財務の脆弱な構造は解消されず、放漫財政が続くなかで将来の“破綻”のマグマがたまる一方になる。

日銀は、このままでは正常化に動こうにも動けないのが実情といえる。

ウクライナ侵攻が勃発しても、過去の類似の局面で見られた“有事の円買い”は今回、一向に見られない。足元の円安には、経常収支要因ばかりではなく、こうした財政や金融政策運営の隠されたリスクが響いている可能性が大きいように思われる。

欧米各国が、コロナ後の財政再建に向けて、増税も含めて本腰を入れて取り組んでいるのに、日本はそのための議論にすら着手できていない。

「出口」の議論をいまだに封印したままの日銀の金融政策運営もまたしかりだ。

足元の円安は、日本の将来に対して無責任な財政運営や金融政策運営に対する、海外からの“冷ややかな目線”の裏返しだと、もっと謙虚に受け止めるべきだろう。

(日本総合研究所調査部主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2022年4月1日 4:35 公開から抽出し作成