

2022/06/23 06:53

◎【円債投資ガイド】正常化に臨む欧米各国の姿勢とわが国との差＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝6月中旬から相次いだ金融政策決定会合において、欧米の主要中央銀行は金融政策運営の正常化を加速させている。米Fed（連邦準備制度）やイングランド銀行（BOE）は追加利上げを行い、スイス国立銀行も利上げの輪に加わった。

中央銀行の資産を縮小させる「量的引き締め」（以下QT）も着々と進む。BOEはこの3月から、満期が到来したギルト債（英国債）の再投資を見送る「満期落ち」方式でのQTを開始しており、次回の金融政策報告を公表する8月の金融政策委員会で、ギルト債の「中途売却」の具体的な実施方針を決定し、さらに踏み込んだQTを実施する構えだ。Fedもこの6月から「満期落ち」方式での財務省証券（国債）とMBS（モーゲージ担保证券）のQTに着手した。今回、Fedは相当、後手に回る結果になってしまった分、そのペースはかなり急だ。前回のリーマン後の正常化局面で、4四半期（＝1年）をかけて到達させたのとほぼ同じペース（国債とMBSの合計で月当たり475億ドル）でいきなりQTを始め、3カ月後の9月にはその倍速の同月当たり950億ドルにギアを上げることになっている。

米英両国に比較すれば、当初、インフレ傾向は弱めとみられていたユーロ圏各国においても、本年春先以降、ロシアのウクライナ侵攻の影響もあって、インフレ率は抜き差しならぬ水準にまで上昇している。消費者物価の前年比は、この5月のユーロ圏全体の平均が8.1%に達したが、ユーロ圏加盟国のなかで一番低いフランスでも5.8%、一番高いエストニアで20.1%、19カ国中12カ国が前年比2ケタ台、という状態だ。様子見を続けていた欧州中央銀行（ECB）も、ついに正常化に向けて動き始めた。ラガルド総裁が5月に、ブログという異例の方法でそうした方針を明らかにしたのは、「インフレ対応で後手に回りたいくない」、「Fedの二の舞にはなりたくない」という一心で、とても次回の政策委員会まで待てなかったということだろう。そしてECBは6月の政策委員会で、翌7月に利上げに踏み切ることを決めた。現在マイナス0.5%の政策金利を2回の会合をかけて引き上げ、この9月にもマイナス金利を解除する見込みだ。

これに対して日銀は、6月17日の金融政策決定会合で、市場の一部に浮上してきた金融緩和政策の修正観測を一蹴し、超金融緩和政策を維持することを決めた。テーパスト銘柄に的を絞った国債買い入れの指し値オペも続行し、何が何でもイールド・カーブ・コントロール政策を死守する構えのようだ。今夏、ECBがマイナス金利政策を解除し、スイス国立銀行も続けば、主要中央銀行のなかでマイナス金利政策を採用し続けるのは日銀だけ、という事態に近々なるだろう。円安はますます進むのではないか。

このように、欧米の主要中央銀行が正常化を加速させるなか、各国の長期金利の最近の動きは急だ。今年の年始には、欧州ではまだ、ドイツやスイスのように、10年物金利（スポットレート・ベース。以下同じ）までマイナス圏内だった国があったのが今では嘘のように、財政事情が良好なドイツやスイスですら、足許（6月21日時点）の10年物金利はそれぞれ1.887%、1.459%にまで上昇している。米英両国をみても、10年物金利の年初来の上昇幅は+1.7%程度となっており、この両国の足許の水準はそれぞれ、3.305%、2.651%だ。

しかしながら、これらの欧米主要国では、金利上昇が景気に及ぼす悪影響を懸念する声はあっても、わが国のように「利払い費が増えると国の財政運営が困るから、金融政策の正常化はしなくてよい」「正常化はやめてほしい」「できなくても仕方ない」などといった甘えた議論は、世論からも一切聞かれない。ユーロ圏にはイタリアやギリシャのように、財政が悪い国もいくつかある。現

下の局面ではそうした国々の長期金利の上昇幅が増幅しており、ECBはそうした市場の動きが“分断”を招きかねない、として、今後の正常化過程でこれらの国々の国債の扱いに一定の配慮をする姿勢を示しているものの、ECBとして金融政策の正常化の手綱を緩めるつもりは毛頭なさそうだ。

コロナ危機対策で大規模な財政出動を、国民の総意のもとに実施し、その資金調達のために多額の国債を増発した以上、国民みんなで納めた税収でその元本を償還できるまでは、市場で決まる長期金利に基づいて利払い費を国全体として負担するのが当然、というコンセンサスが、欧米各国では間違いなく、国民全体、社会全体にある。そして彼らは今まさに、巨額に達したコロナ対策の財源を今後どう手当てするかを議論し、決定しつつある。バイデン米大統領は2023年度の予算教書で、今後10年間の法人税率の引き上げや富裕層の増税により、累計1兆ドル以上の財政赤字の削減を目指す。コロナ対策関連の債務を、ドイツでは2028年から30年かけて、フランスでは2022年から20年かけて、ともに国民の負担で償還する明確な計画を打ち出している。

長期金利上昇は、景気が回復し、物価の伸びが加速するなかでは当然の動きであり、欧米の中央銀行はそれを力づくで抑えつけるようなことは決してしない。彼らは市場参加者が決める市場金利の水準を尊重している。ところが日銀の現在の金融政策運営は、こうした彼らの考え方とは完全に逆行するものだ。そして、この矛盾に目を付けた海外勢の動きがマーケットにおいて日増しに強まっている。彼らは、日銀のこうした頑なな姿勢は、曲がりなりにも物価が上がり始めているという日本経済のファンダメンタルズにそぐわず、日銀もいずれ放棄せざるを得なくなるだろうと見越して、その矛盾を突く取引を大掛かりに仕掛けている。だからこそ、円安がこれだけ急に進む形になってしまっている。

国際金融市場の力は巨大だ。一国の政府や中央銀行が、経済の実力にそぐわない為替レートや金利水準を無理やり維持しようとしても、市場参加者が束になってそれに挑戦してくれば当局の側は勝てずに終わる、ということはこれまでの国際金融市場の幾多の歴史が証明している。当局に挑戦するファンド側は、この賭けに勝てば巨額の利益を手にし、そのコストは負けた国の側、国民が負担させられることになる。今の日銀に当てはめれば、いずれ必ずや来たるであろう、日銀が利上げを余儀なくされる局面において、指し値オペを連発してバランス・シートを安易に拡大した分だけ、日銀の赤字幅、ひいては債務超過幅が一段と膨らみ、国民にその負担がつけ回されることになるだろう。こうしたことをよくわかっているからこそ、欧米主要国の政府や中央銀行は、長期金利や為替レートを、当局の思い通りの水準に押さえ付けるような政策運営は決してしないのだ。

本稿を執筆している6月22日時点で、円ドル相場は1ドル＝136円台と、実に24年振りの円安水準に達している。最近の欧米主要紙の論調をみると、金融政策の正常化を頑なに拒む日銀の姿勢ばかりでなく、その背後にあるわが国の財政運営の深刻な問題に関する指摘が徐々に増えてきているように見受けられる。市場の関心が、現在の“金利差”から、“日本の財政問題”や“日銀の財務運営問題”に移っていくとすれば、本当に怖いのはこれからなのかもしれない。（了）

[/20220623NNN0026]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved