

2024/06/20 06:50

◎〔円債投資ガイド〕なぜ残高を正常化の目安にしないのか＝日本総研・河村氏（20日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝日銀が去る6月13～14日の金融政策決定会合で、金融市場調節方針の現状維持と合わせて決定したのは、「（次回の決定会合の後に）金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買い入れを減額していく方針」と、「市場参加者の意見も確認し、次回金融政策決定会合において、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定する」という点だった（カッコ内は筆者が補記）。

この決定の最大の問題点は、日銀が次回の決定会合以降、という条件付きで決めたのはあくまで、「国債の買い入れの減額」であって、「日銀が保有する国債残高の縮減」ないしは「日銀自身の資産（もしくはバランス・シート）規模の縮減」ではなかった、ということだろう。こうした内容の決定は、海外の先進各国の主要中央銀行の金融政策運営とは方針が大きく異なるもので、強い違和感を感じざるを得ない。だからこそ、今回の決定会合直後に円安がさらに進展し、本稿執筆時点（19日）でも円ドル相場は1ドル＝157円台と、円安基調に変化がないのではないのか。

日銀の決定内容があくまで「国債買い入れの減額」であって「残高の縮減」ではなかった点に、現在の日銀の金融政策運営が抱え込んでいる問題点が凝縮されている。今回の決定からは、以下のようないくつかの日銀の“本音”が透けて見える。

1つ目の“本音”は、日銀として国債買い入れを基本的にはやめたくない、ということだろう。そもそも、月6兆円の買い入れを停止するのに、なぜ、1～2年もの長い期間をかける必要があるのか。

市場メカニズムを尊重する中央銀行であれば、マイナス金利政策をやめた時点、ないしは“ゼロ金利制約”から脱却できた時点で、でスパッと国債買い入れはやめる。実際、海外の主要先進国の中央銀行はどこもみな、そのように国債の新規の買い入れを完全に停止している。その根底に共通するのは、市場メカニズムを尊重する立場をとり、もはや危機局面でもない以上、その後の長期金利がどうなろうと、中央銀行が関与する筋合いのものではない、という考え方だ。金融政策運営が与える影響は、短期の政策金利の調節が、長期金利の水準形成に部分的に影響するところまで。最終的な日々の長期金利の水準は実際の経済動向次第、財政運営の責任で、市場で決定される、ということで、他の主要中銀はみな、知らん顔だ。

ところが、日銀は国債買い入れをやめるつもりはないようだ。実際、植田総裁は14日の記者会見で、次のように述べている（カッコ内は筆者が補記）。

「3月以降申し上げてますように、（国債買い入れの減額を）能動的な金融政策の手段としては用いないようにしようということで考えております。そうしませんと、長期債あるいは長期金利に関わることで、政策的にこれの購入量を、短期的にどんどん動かすというようなことになりますと、市場において先読みの様々な投機的な動きを惹起させてしまうということで非常に運営が困難になるというリスクを抱えているものでありますので、なるべく予見可能な形で、金融政策的な色彩は無し、ないしきわめて最小化させた上で運営していきたい」

「ただ若干の柔軟性を持たせるといっても、マクロ的な金融政策として能動的に使うというところはなるべく避けようということですので、金融市場の構造とか仕組みでわれわれはみえていないことがあって、このペースでの減額はなかなか難しいというときに調整する余地をどれくらい残すかということになるかと思いません」

要するに、日銀は、何とか国債買い入れオペを“続けよう”としている、というわけだ。こうした植田総裁の発言は、海外先進国の主要中銀の首脳陣からは、絶対に出て来ないものだろう。

欧米の主要中銀では、非伝統的手段が金融政策運営の手段の一部と化して久しい今日、金融政策の運営戦略を、金融政策を決定する会合で改めて議論して整理し直し、わかりやすくまとめて対外公表している。米連邦準備制度（Fed）も、イングランド銀行（BOE）も、欧州中央銀行（ECB）も、豪準備銀行（RBA）も、みな然りだ。彼らの金融政策運営戦略の整理では、国債買い入れ等の非伝統的な手段は、ゼロ金利制約に直面した際に用いる例外的な手段、と位置づけられているのが通例だ。だからこそ、マイナス金利政策から脱却できたり、“ゼロ金利制約”状態から脱却できたりしたタイミングで、国債の買い入れはスパッとやめている。国債の新規買い入れの停止を躊躇（ちゅうちょ）なく決定して実行に移せるのは、そうすることをあらかじめ、きちんと金融政策運営戦略で決めているからだ。

ところが、日銀はこうした金融政策運営戦略の整理を、黒田前総裁時代から一切行ってはいない。植田総裁の就任以降も、すでに1年以上が経過しているのに、決定会合ではそうしたことについて何の議論にも着手しようとしていない。だから、短期の政策金利をプラス金利局面に引き上げたのに、ダラダラと国債買い入れを続けているわけだ。いや、本当のところは順序が逆で、ダラダラと国債買い入れを続けたいから、先進各国の主要中央銀行のような金融政策運営戦略の明快で理路整然とした整理にあえて取り組まず、日銀は避けて通っている、というのが事実に近いのではないか。

今回の決定から透けて見える日銀の“本音”の2点目は、本当のところは資産規模の縮減に取り組みたくないのだろう、という点だ。

他の主要中銀のこれまでの金融政策運営をみれば、まず①国債の新規買い入れを停止した後、②残高を横ばいで維持する満期到来分の再投資局面に入り、次に③残高の縮減に向けての具体的なオペレーション（いわゆる「満期落ち」や、BOEの場合は「中途売却」も）に入る、とするのが標準的な手順であり、アプローチだ。②の残高維持（満期到来分の再投資）局面の長さをどれくらいとるのは、その時々局面次第、各中央銀行が置かれた立場次第、ということで、リーマン・ショック後の正常化局面のFedや今回のコロナ危機後の局面でのECBのように、数カ月～数年で設定することもあれば、2022年のFedの例のように、①の局面からほとんど間を置かずに③の局面に入っていることもある。

国債の買い入れを停止すれば、あとは中央銀行としてのリスク管理の局面に入る。自らの財務状況を過度に悪化させないように、経済や金融情勢がその先いかに展開しようとも、国債買い入れ等を再開する可能性も含めて、柔軟に金融政策運営を展開できるように、これまで買い入れてきた国債等を計画的に手放してスリム化し、平常時の規模に戻すためのオペレーションを粛々と計画的に実施していく。この局面では、中央銀行自身の買い入れ資産残高の減少ペースで正常化の目安を示すのが筋で、対外的にもわかりやすい。

ところが日銀は今回の決定で、正常化の目安としてストックの“残高”ではなく、フローの“買い入れ額”を対象とするとした。それはなぜか。市場では国債の新規買い入れを数兆円減らせば、残高ベースでも減少局面に入る、云々の憶測も出ている。確かにその通りなのだろう。しかしながら、日銀はこれまで、これだけの巨額の国債を、しかも短期国債も中期国債も長期国債も超長期国債も、全ての年限について巨額の規模で買い入れており、毎月いったいどれだけの、どの年限の国債の満期が到来するのかは、極めて複雑で市場参加者にはわかりにくい。日銀は、次回の会合で「国債買い入れの減額」の計画を決定するというが、それによって、肝心の日銀の国債買い入れ残高、ひいてはバランス・シートの残高がどれほど減っていくのかは、このままでは極めてわかりにくい。毎月、どの年限のどの国債の満期がどれだけ到来するのかを把握するという、極めて手間暇のかかることこの上ない作業を各市場関係者に競ってやらせようというのか。そうしたデータは、中央銀行自身がきちんと整理して持っているはずのものだ。要するに日銀は、どれだけのペースで残高を縮減していくのかを、できるだけ対外的に明らかにしたくない、だから「“買い入れ金額の減額”を目安にする」。これが実態なのではないか。

日銀にとって、“ダラダラと財政ファイナンスを続行する”ことは、第二次安倍政権下での当初には、やらざるを得なかった金融政策なのであろう。しかしながら、途中からはまさに“共犯”と化し、政権の枠組みも大きく変わらず続いているからこそ、まともな正常化計画にも取り組まず、漫然と継続することが是とされて

きたものでもあるだろう。

日銀は、途中から“財政ファイナンス”の紛れもない“共犯”と化してしまったがために、他中銀のように潔く正常化に取り組むことができない、自縄自縛状態に陥っている。そこにあるのは、“独立性”を有するはずの中央銀行としてはまさに“地に落ちた”姿だ。そして、日銀が“共犯”と化す環境を形作ったのは、「金利は低ければ低いほど、金融は緩和されるほど良い」、「円安になりさえすれば、株高になりさえすれば良い」と黙認してきた世論でもある。日銀が次回の金融政策決定会合で出す結論が、大いに注目される。（了）

[/20240620NNN0006]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved