

## 海外中銀の「正常化」と大きな隔たりがある日銀の金融政策運営

### 後手に回る日銀に求められる責任ある対応

日本総合研究所 調査部 主席研究員  
河村 小百合

日本銀行は今年7月の金融政策決定会合で、政策金利の0.25%への追加利上げと国債買入れの減額計画を決定した。これにより金融政策運営の正常化と、資産縮小に向けた最初の一步を踏み出したといえる。だが日銀の対応と、海外の主要中央銀行が軒並み展開してきた政策運営との間には、相当な落差がある。日銀は主要中銀の中でも資産規模が突出しているにもかかわらず、国債の発行残高の約5割を保有し、買入れ資産の質の面でも深刻な問題を抱えているのが現状である。正常化に向けて、責任ある政策運営が求められる。

### 正常化への取り組みは周回遅れ

主要国の経済情勢を見れば、総じてコロナ危機後の高インフレ局面は峠を越しつつある。この先は、景気の急減速を回避して軟着陸させつつ、インフレ率を目標の2%近辺で安定させる上で、金融引き締めをどれだけ調整していくかが、日銀を除く主要中央銀行の課題だ。

他方、日本は前年比の消費者物価指数が2%を上回る状況が2年も継続するなか、日銀はマイナス金利政策をはじめとする大規模な金融緩和を続け、今年3月になって、ようやくマイナス金利政策を解除した。その後、外国為替市場における急激な円安の進行に追い込まれるかたちで、6月の金融政策決定会合で国債の買入れ額を減額する方針を決定している。さらに7月の会合では、国債の買入れ額を四半期ごとに4,000億円程度ずつ減額し、2026年1~3月期の時点で（従前と比べると半減に相当する）月当たり3兆円程度となる具体的な減額計画を発表した。

日銀のこの一連の決定には、他の主要中銀が行ってきた金融政策運営やその考え方とは相いれない点があくつも認められると筆者は考えている。

第一に指摘できるのが、資産縮小に取り組むタイミングの遅さだ。日銀の場合、マイナス金利政策の解除が遅れただけでなく、現在もなお国債の新規買入れを停止できていない。

これに対して、海外の主要先進国の中銀はどれもマイナス金利政策を解除した時点、ないしはゼロ金利制約から脱却できた時点で、国債の新規買い入れを完全に停止している。

海外の主要中銀は、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くなってから、金融政策を決定する会合であらためて金融政策の運営戦略を議論して整理し直し、対外公表している。米連邦準備制度（Fed）やイングランド銀行（BOE）、欧州中央銀行（ECB）のほか、豪準備銀行（RBA）なども同様だ。

その中では、国債買い入れ等の非伝統的な手段は、今後また用いることがあるとしても「危機等でゼロ金利制約に直面した際に用いる例外的な手段」と位置付けられているのが通例だ。だからこそ、マイナス金利政策の解除やゼロ金利制約状態からの脱却のタイミングで、国債の新規買い入れをきっぱりとやめることができている。

それを躊躇なく決定して実行に移せるのは、「そうする」と国内外にあらかじめ公表しているからこそである。いらぬ政治介入を招かず、中銀の独立性を確実に担保できるようにするための彼らの知恵ともいえよう。

ところが日銀の場合、植田和男総裁が着任してすでに1年半ほどが経過しても、金融政策運営戦略の再整理が決定会合の議題に上る気配はまったく認められない。「金融政策の多角的レビュー」においても、金融政策の運営戦略は論点に取り上げられることすらなかった。

## 重要なのは残高ベースでの正常化

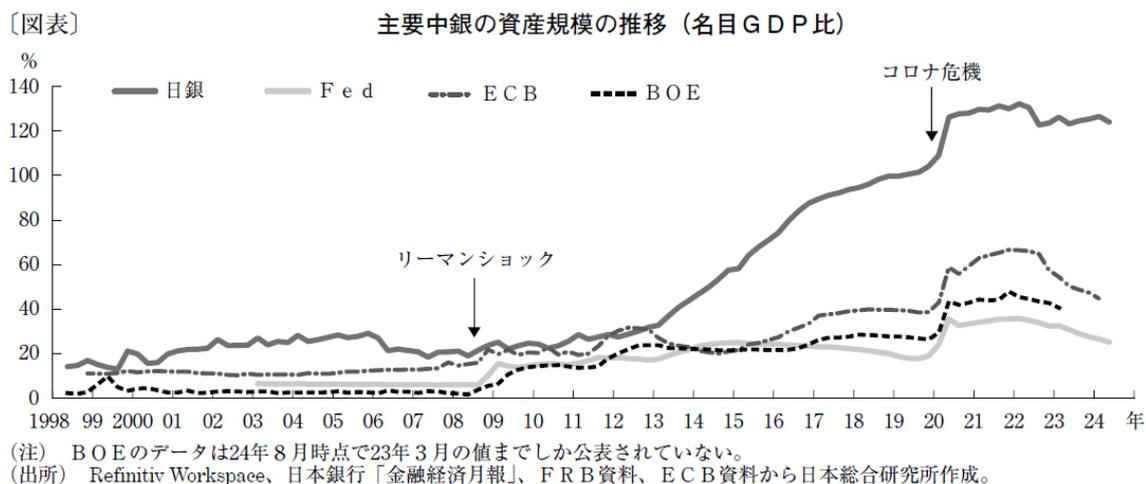
第二の大きな相違は、正常化の目安をいかに設定するかだ。他の主要中銀はバランスシート上の国債残高という「ストックベース」で示しているところが多い。これに対し、日銀は月々の国債買い入れ額という「フローベース」で示している。

他の主要中銀のこれまでの金融政策運営では、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る。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」。BOEの場合は「中途売却」も実施）に入るのが標準的なアプローチだ。

国債の買い入れを停止すれば、後は中銀としてのリスク管理の局面に入る。そこで念頭に置かれるのは、「自らの財務状況を過度に悪化させないようにする」ことと、「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する」ことである。故に海外の主要中銀は今まさに、買い入れてきた国債等を計画的に手放すオペレーションを粛々と実施している最中であり、資産規模は明確な縮小傾向にある（図表）。

この局面では、中銀自身の買い入れ資産残高というストックの減少ペースで正常化の目安を示すのが筋であり、対外的な分かりやすさという点においても適している。ところが日銀は、今回の決定でも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

示すにとどめている。これでは、肝心であるはずの日銀の国債買入れ残高、ひいてはバランスシートの資産／負債規模がどれほど縮小していくのかが見えにくい。うがった見方をすれば、あえて分かりにくくしているように見えなくもない。



## 自らの財務問題への対応を検討せず

第三の相違点は、利上げ局面に入った今もなお、日銀として自らの財務問題への対応について一切検討できていないことだ。

ゼロ金利制約の下でこれだけ大規模な資産買入れを実施すれば、インフレ対応で利上げが必要になる局面で、中銀の財務が悪化するのとは当然の成り行きである。こうしたなか、他の主要中銀は、利上げに転換する前までに自らの財務面の見通しを公表し対応を検討している（単一通貨を導入しているという特殊事情を抱えるユーロシステム傘下の中銀を除く）。

実際のアプローチでは、赤字ないし債務超過に転落している期間中は、国庫納付の停止と会計上の手当てで乗り切りつつ正常化のための資産縮小を進めるケースもある（Fed や RBA）。この場合、累積の赤字分は、黒字基調を回復した後に自力で埋め合わせることとなる。

そのほかに、政府が支援することをあらかじめ決めている例（BOE やニュージーランド準備銀行）や、政府に支援を要請する例（スウェーデン・リクスバンク）もある。手法は異なるが、どの中銀も健全な財務運営に努めることの重要性を認めつつ、先行きの財務運営において健全化を確実にする方向で、責任ある金融政策運営を行っている。

これらの主要中銀に共通するのは、各国の物価情勢に応じて必要な幅の利上げを躊躇なく実施すると同時に、計画的な資産縮小オペレーションを着実に実施している点だ。同じ資

産・負債利回りの逆ザヤ幅でも、資産規模が大きいほど中銀が被る赤字の金額は大きくなる。それを抑制するには当然の対応である。

## 情報開示がもたらす責任ある政策運営

他方で日銀は、植田総裁の就任後も、自行の財務見通しについては一切公表していない。利上げ局面への転換後に財務運営が赤字になることを認め、他の主要中銀の正常化に向けた取り組みを紹介するのみである。

23年12月に開催された多角的レビューの第1回ワークショップで日銀企画局が示した資料も、外部の大学や民間シンクタンク等の研究者による（過去の時点における）日銀の財務運営の三つの見通しを表で並べて掲載するのみで、日銀自身による財務見通しは示さないというお粗末な内容であった。外部による試算には入手可能なデータの制約や前提条件の設定の問題があるにもかかわらず、である。

日銀が今回決定した「四半期ごとに4,000億円程度ずつ」という国債買い入れの減額幅は、極めて緩やかなものだ。それを26年3月まで継続しても、日銀の国債保有残高はわずか7～8%しか減少しない。

政策金利は0.25%に引き上げられたが、23年度末時点における日銀の運用資産の加重平均利回りは0.298%で、逆ザヤへの転落は目前に迫っている。株式市場が不安定な中で、いつまでもETF（上場投資信託）の運用益頼みで赤字転落を回避するわけにもいかないだろう。

日銀が抱える財務問題に正面から向き合えば、国債買い入れの減額のペースはこの程度では到底済まないはずだ。海外中銀が断行しているように、国債保有残高ベースで、もっと思い切った減額に踏み込む必要があることは自明であろう。

今年8月23日に開催された衆議院の閉会中審査において、財務のシミュレーションを日銀自身が出してはどうかと問われた植田総裁は「将来の金融政策について思惑を呼び不測の事態を招く懸念がある」と答えた。残念なことだが、これでは黒田東彦前総裁の姿勢と何ら変わりはない。

本来、「シミュレーションを出したから市場が混乱して不測の事態を招く」のではない。「シミュレーションを出す以上、中銀が先行きの財務運営にも責任を持った金融政策運営を展開するようになる」はずである。他の主要中銀は皆、自らの財務見通しを公表している。

## 将来を見据えた政策運営を

日銀が今回決定した金融政策の正常化と資産縮小に関する方針は、日銀の金融政策運営

に関する姿勢や考え方が、他の主要中銀とは大きく異なっていることを明らかにしたといえる。

8月下旬に開催されたジャクソンホール経済政策シンポジウムのテーマは「金融政策の効果と伝播の再評価」であった。だが、そのプログラムの登壇者に日銀関係者の名前はなかった。その理由をよく考えるべきだ。

リーマンショックやコロナ危機で、かつては禁じ手であった領域の金融政策にまで踏み込むことになったのは、多くの主要中銀に共通する。しかし、日銀以外の主要中銀は、禁じ手であると強く認識しているからこそ、そうした金融政策運営からの脱却に懸命に取り組んでいる。その根底にあるのは、市場メカニズムを尊重し、かつ中銀が「事実上の財政ファイナンス」状態に陥ることは断固として回避すべきという考え方だ。

もはや危機局面ではない以上、金融政策の正常化でその後の長期金利がどうなろうと、中銀が関与する筋合いはないと彼らは考えている。それは各国の世論も理解しており、中銀の国債買い入れの停止に反発する声は少なくとも表立っては聞かれない。平時における金融政策運営は、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こととどまる。最終的な日々の長期金利の水準は、実際の経済動向と財政運営の在り方を反映して市場で決定されるというのが彼らの共通認識である。

いつまでも巨大な国債残高を抱え続けたままでは、中銀が巨額の赤字を被り続け、間接的にせよ先々の国民に財政負担を強いることになるか、適時適切な金融政策が採れなくなってしまう。だからこそ、彼らは粛々と資産縮小オペレーションに取り組んでいるのだ。日銀も目先の市場との駆け引きばかりを気にするのではなく、今こそ中銀として本来の姿をこの先どうやって取り戻していくかをしっかりと見据え、金融政策運営を展開していかなければならない。

市場における価格形成機能を維持する上で確たる正解があるわけではないが、一般的に、中銀としての保有シェアは国債残高全体の最大 3 割までにとどめておくべきという考え方があろう。少なくともその水準まで国債の保有比率を落としていかなければ、わが国の国債市場における市場機能の回復は見込めないと考えるべきだ。日銀自身の財務悪化の可能性を考えれば、国債保有残高をもっと減らしていく必要があるだろう。

国の財政運営との関係を見れば、現状はすでに金融政策運営を完全なフリーハンドで行うことができない“財政優越状態”に陥っているのが実態であろう。これを放置し、金融政策運営がさらに後手に回ることになれば、後に待つのはインフレの加速による国民負担の増大だ。日銀の金融政策運営の正常化と合わせて、政府も本腰を入れた増税や歳出カットといった財政再建に取り組むことが求められている。

かわむら さゆり

京都大学法学部卒。19 年から現職。財政制度等審議会財政制度分科会委員。近著に『日本

銀行 我が国に迫る危機』(講談社現代新書、23年)。