

2024/12/23 06:43

◎〔円債投資ガイド〕日銀の多角的レビューの限界＝日本総研・河村氏（23日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝日本銀行は去る12月19日、金融政策決定会合の結果と合わせて、『金融政策の多角的レビュー』の最終報告書を公表した。

日銀の金融政策運営に際しての関心事項はもっぱら「わが国の物価がどうなるか」。もっといえば、足許の実際の物価上昇率がどうなっているか、物価情勢から国民の生活にどう影響が及んでいるのか、ではなく、「わが国の中長期的な基調としての物価がどうなるか」である。黒田前総裁の時代から今日にいたるまで、毎回2日間もかけて開催される金融政策決定会合でも、公表資料や公表情報から判断する限り、議論のほとんどの時間はこの点、物価、物価、物価にばかり費やされているように見受けられる。これほど大規模かつ長期にわたる異例の金融政策運営が、財政をはじめわが国の経済全体の今後にいかなるリスクをもたらしているのか、いかにすればそのリスクを軽減していくことができるのか、わが国が今後も安定的な経済運営を継続できるようにするためには、日銀としてどのような金融政策運営を展開していく必要があるのか、といった議論はほとんど行われている形跡がない。

今回公表された『金融政策の多角的レビュー』の最終報告書は、残念ながら、日銀のこうした姿勢をそのまま忠実に反映するものにとどまった。200ページを超える大部となった今回の報告書の約3分の2を占める「補論」部分で示された詳細な分析のほとんどはこの物価に関するもの。大規模な金融緩和の副作用として日銀が点検してみせたのは、①金融機関の金融仲介機能への影響と、②国債市場の機能への影響のみで、この姿勢は2023年12月のワークショップにおける日銀側からの論点提示と何ら変わることはなかった。

そして日銀が【概要：基本的見解】で示した結論は次のようなものだった。

「これらを踏まえて、大規模な金融緩和について効果と副作用を評価すると、金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響をもたらしたと考えられる。」

この後に続く「ただし書き」でも、日銀が言及したのは、国債市場の機能回復が遅れる可能性や、金融仲介機能経由での悪影響が今後、タイムラグを伴って顕現化する可能性、という点にとどまった。

足許、これだけ円安が進展し、財政運営の面でも拡張志向に一向に歯止めがかからないなか、わが国の経済運営の先行きには、足許の平穏とは裏腹に暗雲が垂れ込める。頭上には青天が広がっていても、遠くに見える山々の背後には黒い雲が見え隠れしているような状態だ。そうしたなかで、わが国がいかにして市場主義経済国としてあり続けられるか、開放経済下にあり続けられるかは、日銀がどれだけ機に応じた金融政策運営を行い得るか、財政運営がどれだけ今後の持続可能性を回復できるかにかかっている。その意味で、日銀の財務問題を今後どうするのか、国の財政運営への金融政策運営からの悪影響があるのであれば、それをどのようにして段階的に取り除いていくのかは、わが国の今後にとって決定的に重要になるはずだ。

しかしながら、日銀は今回の最終報告書で、この二つの重要な問題を、第1章（過去25年間のわが国の経済・物価・金融情勢と金融政策運営）の第5節「大規模な金融緩和の効果と副作用の評価」でとりあげることはなかった。代わりに、いずれも第2章（先行きの金融政策運営への含意）のなかで言及はなされている。

日銀の財務問題に関しては、その第1節の「非伝統的な金融政策運営の考え方」のなかで次のように言及している。自らの財務運営が今後どうなる可能性があるのか、他の主要中央銀行が行っているような、中央銀行自身による試算結果を公表することは今回もなかった。

「また、バランスシートの拡大を伴う非伝統的な金融政策手段は、引き締め局面で中央銀行の財務に影響を及ぼしうる。中央銀行は、一時的に赤字または債務超過となっても政策運営能力に支障を生じないが、その財

務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。」

また、財政運営への影響に関しては、第3節の「財政政策と金融政策」のなかで次のように言及している。

「一方、多角的レビューの過程で行った意見交換等では、大規模な金融緩和が財政規律の弛緩につながったとの指摘もみられた。日本銀行が、これまで一貫して説明してきたように、金融政策の目的は物価の安定であり、政府による財政資金の調達支援が目的の「財政ファイナンス」ではないことを明確に示していくことは、通貨の信認を確保し、物価の安定を実現していくうえで、きわめて重要である。」

どちらの点も、日銀やわが国が潜在的に大きなリスクを抱えていながら、まるで“他人事”のようだ。これだけ外部から批判の声が上がっている問題を取りあえず第2章でとりあげたのは巧みな工夫といえなくもないが、その実は要するに、「他の主要中央銀行と比較すれば突出して大きな財務リスクを抱えている日銀自身の財務問題に今後、どう対処していくのかには一切触れない」、「これだけの国債を抱え込み、短期の政策金利をプラス圏内で動かし始めても未だに国債の買い入れをやめられずにいるのに、それでもなお“財政ファイナンスではない”と言い張り続ける」ということだった。

今回の報告書の最後には、有識者講評がつけられており、なかにはかなり厳しい内容も含まれる（以下はいずれも抄録）。

コロンビア大学の伊藤隆敏教授は次のように述べている。

「全体を通じての感想は、金融政策が経済やインフレ率にどのように影響を与えたかについては良く分析されている。結果もこれまでの研究の蓄積に沿うものが多く、金融政策効果や伝達経路についての実証分析としては優れている。ただし、その時々金融政策決定が、正しかったか、間違っていたか、という問題提起や政策分析は避けられている。これは組織内でのレビューとしてはいたしかたないものかもしれない。もうひとつ、国際比較の観点があまりないことだ。」

「第四の時期は、2016年以降現在に至る時期。2016年は、1月にNIRP、9月にYCCが導入された。しかし、これ以降の金融政策については、大きな批判がある。」

伊藤教授は、大きな批判として、①金融機関の収益圧迫により金融システムが不安定化した、という批判、②インフレ率が2%を超えて上昇する中で円安が進行、QQEの副作用が大きくなり、正常化のステップが遅い、という批判、③QQEによる国債購入が継続したために、政府の財政赤字抑制のタガがはずれた（モラルハザード）、という批判、の三つを指摘している。そのうえで、「2016年以降に導入した政策の効果については、レビューの中で、もう少し踏み込んだ評価があっても良かったのではないか。」と述べている。

星岳雄東京大学教授も伊藤教授と共通する論点を取りあげ、次のように述べている。

「第三に、大規模な金融緩和が財政規律の弛緩につながったかという点は、政治経済的な分析も含めてさらなる研究が急務だろう。」

また、吉川洋東京大学名誉教授からは、そもそもの日銀の全体の総括である「現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響をもたらした」という点に対して、「この結論に評者は同意できない」と、最も厳しい意見が述べられている。

黒田総裁時代には、日銀は外部からの批判に一切聞く耳を持たず、事実上シャットアウトしてきた。その日銀が、曲がりなりにもこうした異論や批判を抹殺せず、報告書にも掲載するようになったのは、植田総裁に代わったからこそその大きな変化、前進かもしれない。

しかしながら、それだけでわが国の経済運営が今後、改善方向に向かうことには決してならない。日銀は、そうした異論や批判も傾聴したうえで、肝心の今後の金融政策運営について変化させていこうとする姿勢を今回の報告書で示すことはなかった。おそらく、これまでの日銀の金融政策運営が一つの端緒となって、今後のわが国の財政や経済運営全体に重大な結末をもたらし、その責任を問われる事態ともなりかねないことを恐れているのだろう。

当事者によるレビューには限界がある。とりわけ現下のわが国のように、“事実上の財政ファイナンス”状態に陥っている国における、中央銀行自身によるレビューには限界があることを、今回の報告書は物語っている。（了）

[/20241223NNN0002]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved