

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 原 田 喜美枝

日銀は2024年3月18・19日開催の金融政策決定会合で、マイナス金利政策の解除を決定した。本特集号のゲラが完成し、印刷に入る数日前のことだった。関係者は文字通りlast minute(土壇場)での変更を迫られた。本特集号の各論文は大規模緩和が終わることを見込んで書かれていたものの、金融正常化へ向けて一步を踏み出したことを原稿に取り込むなど、対応に迫られた。

マイナス金利解除の一報を受けて各論文には加筆・修正が加えられているが、改めて思うのは、ようやく金融緩和の出口に立ったという事実である。まだまだこれから、なのである。待ち構える難題については各論文に目を通してもらうとよく分かる。ここまでの金融政策の運営より、これからの方が難路になるということも予測されている。今後の金融政策を理解するには、これまでの金融政策をしっかりと踏まえる必要がある。

金融政策の修正や金融政策に関するニュースは日々証券市場に影響しているので、証券市場の外の人たちからすれば、証券アナリストはすべからず金融政策に精通していると思われているかもしれない。証券の調査・分析を行い、投資判断のための情報などを提供する専門職が証券アナリストだからである。

しかし、17年間続いた「異次元緩和」や「大規模緩和」などと呼ばれる金融政策は複雑になりすぎたから、学部レベルのマクロ経済学や証券投資論を学んだだけでは十分に理解できない代物になっていた。そのため、学部卒業後ほどなく証券アナリストになった人たちなどにとって、昨今の金融政策は難解な面が多かっただろう。

ひと昔前までは、短期金利を上げることが金融引き締めで短期金利を下げることは金融緩和、金利にはゼロという下限があると大学では教えられていた。今春からは授業もようやく正常化に向けて動き出すのだろうか。それでも緩和環境は継続されるのだから、依然として、ここまでの異次元緩和について解説しないわけにはいかないだろう。金融に関連する講義を、教科書に沿って進めていけば、異次元緩和の解説に割ける時間はあまり多くない。かといって基礎を知らない学生に、異次元緩和から講義を始めてはいけないだろう。金融政策に関する授業であっても、理論的な解説も必要なので、依然として学生が異次元緩和の詳細を理解するのは容易ではないだろう。ひと昔前から、異次元緩和は学部より社会に出てから学ぶ要素が強いもの、といえるかもしれない。

それでも証券アナリストにとって、金融政策と市場への影響を考察することは大事であり、マイ

ナス金利が解除された2024年はとりわけ、その重要度合いは高いといえよう。なぜなら、マイナス金利が解除されたとはいえ、私たちはあまりにも長い間、金利のある日常から遠ざかっていたために、金利が企業や経済に与える影響について慎重に考察しなければならないからである。折しも、日銀の植田和男総裁就任1年という節目でもあるので、本誌では「グローバル金融緩和の終焉と日銀」と題する特集を組んだ。

この特集の意図はいくつかある。身動きがとれないほどバランスシートが肥大化した日銀だが、賃上げを伴うインフレ率が定着すれば動かざるを得なくなり、今回その一步を踏み出した。そうすると様々なひずみ、俗にいう副作用が生じる。本特集でまず重点を置いたのは、異次元緩和の修正が金融市場とりわけ株式市場に与える影響、金融機関経営に与える影響について考察してもらうことである。

世界的なインフレがあり、欧米の中央銀行は金利を引き上げてきた。先進国の中で日本だけが出遅れていて、いまだ緩和環境を維持し、大幅な円安を経験している。前総裁の置き土産はあまりに大きく、異次元緩和から通常緩和への修正でさえも容易ではない。この辺を分かりやすく説明し、マイナス金利解除後に備えることにも重点を置いている。各論文を紹介しよう。

中里透論文「物価高と異次元緩和と日銀は「出口」を出られるか」と左三川郁子論文「大規模緩和の修正に関する論点整理」は、ともに異次元緩和の歩みを振り返り、緩和修正に関する論点をまとめている。中里論文は異次元緩和の11年間を振り返り、左三川論文はYCC（イールドカーブ・コントロール）の導入以降に焦点を当てている。YCCは終了し、上場投資信託（ETF）などリスク

資産の新規買い入れも終了となったが、今まで実施してきた長短金利操作で買い入れてきた巨額の国債は残っているし、世界最大の日本株投資家という実績も残っている。新規に買い入れを終了するということは、大きな一歩ではあるものの、実際には今後変わりますという宣言でしかない。ここまでの状況を知り、今後生じ得る副作用について考え、備えなければならないことに変わりはない。

中里論文は、平易な言葉で金融政策を分かりやすくまとめている。お金を借りる側がお金を貸す側から金利を受け取るという不思議さもあって、マイナス金利政策の導入は大きな話題となったが、金融政策の運営枠組みの転換という点からすると、イールドカーブ・コントロールの導入がより大きな転換点であったとして、量と金利という一見比較が難しい数値目標の違いなどについて説明している。他にも、YCCについて、「これまで7年半にわたって同じ枠組みが維持されてきたことから分かるように、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は持続性の高い柔軟な枠組み」として説明し、それでも近年微修正が必要になった理由などについても解説している。

難解な金融政策について、かみ砕いて平易な言葉で解説し、黒田前総裁就任時以降の異次元緩和についてリニューアル方法を論じている中里論文に対し、各種の課題について具体的に論じているのが左三川論文である。左三川論文では、マイナス金利解除による市場機能への影響、マイナス金利解除後の短期金利のパス、YCCがもたらした副作用、リスク性資産の買い入れと日銀財務への影響という視点でまとめられている。

例えば、日銀財務への影響については次のような論点が挙げられている。日銀は赤字または債務超過に陥っても金融政策運営には影響は出ないと

しているものの、金融正常化の過程でそうなった場合に同じようにいえるのか、発生する損失や債務超過の幅を予測できたとしても、誰がどのように処理するのかは日銀法に規定がない、仮に日銀が単独で処理する場合には、具体的な処理の道筋を示しておくことは通貨の信認につながる、といった重要な論点である。

市場の関心が高いリスク性資産の買入れについて言及しているのも、左三川論文の特徴である。2020年3月のコロナショック時には巨額のETFとJ-REITを買入れた日銀だが、その後買入れ頻度は大幅に減っていた。日銀側からの「大規模緩和を修正する時には、この買入れもやめるのが自然です」とする発言も記録されていて、今回廃止になった。

加藤出論文「緩和修正と金融機関への影響」は、タイトルから分かるように、緩和修正のプロセスを推測し、緩和修正が金融機関にもたらす影響を考察することに主眼が置かれている。YCCからの出口がいかに難しいかを論じ、日銀幹部のいくつかの発言を参考にし、日銀の慎重なスタンスも勘案して「金融政策正常化ロードマップ」を作成している。このロードマップはスタート地点から始まり、ステップ①からステップ⑥までである。ステップ②が2023年10月の「マイナス金利継続」＋「YCC（上限1%を“めど”に変更）」で、ステップ③は2024年3月の「マイナス金利解除（翌日物金利0～0.1%）」＋「YCC的側面を残したQE」となっている。

日銀の緩和プロセスが緩やかなので、金融機関の保有する債券の評価損は限定的なものにとどまると予想されるものの、収益への影響は業態によってばらつきが出ると想定される。地域金融機関にとって、マイナス金利解除はしばらくの間コス

ト上昇が先行する可能性があるという予測である。

米国をはじめ、オーストラリアやドイツの事例が紹介されているのが加藤論文であるが、河野龍太郎論文「日銀は米欧の教訓を生かせるか」でも多くの中央銀行の経験を踏まえて議論が展開される。河野論文の主眼は、2021年以降の主要国の中央銀行が物価予測や金融政策運営で共通の失敗を繰り返したことに置かれている。注意しなければ、日本も同じ失敗をしてしまうかもしれないと警告している。

河野論文では、近年のグローバルインフレーションの動向を振り返り、高インフレは一時的と繰り返した主要国の中央銀行の間違いについて、関連研究を紹介する形で解説している。2022年後半から主要国の中央銀行は利上げを加速させ、中でも、米国では1年ちょっとで5%も政策金利が引き上げられた。その結果、一部の地方銀行が破綻したことは記憶に新しい。米国で地銀が破綻したことに関し日本への示唆もある。金融システムに大きなストレスとなる急激な利上げは避けるべきなのは当然だが、インフレが加速しても利上げが容易でなければ、円安インフレのスパイラルが生じるリスクがあると想定される。

河野論文では、政府・日銀にとって2023年の最大の誤算は個人消費の低迷で、第二の誤算は設備投資の低迷と述べられている。類似の指摘は中里論文にもあり、「消費者物価は2%を上回る上昇が続いているが、これは力強い需要の動きに牽引されたものではない。（中略）いずれの統計でも消費は実質的にコロナ前の水準に達していない」と記されている。河野論文では、この背景にあるのは人手不足に起因する供給制約であると考えられていて、需給ギャップがタイト化した結果、

円安インフレが長期化しているだけでなく、ホームメイドインフレ（賃金コストの上昇など国内要因による物価上昇のこと）が生じているとみる。

4本の論文に目を通すと、多くのメディア報道と同様に、2024年春にもマイナス金利は解除されるだろうという共通の見方が示されていたし、実際、2024年3月にマイナス金利は解除された。河野論文が予測するのは、マイナス金利が解除されても超低金利が長引き、欧米と同じように政策転換の遅れが生じるのではないかという見方である。一方、加藤論文は、日銀が利上げを継続して保有国債を積極的に減額するようなことは植田総裁の任期中には難しいとみている（正確には、不透明であると書かれている）。

マイナス金利解除後に緩和政策がどのような道をたどるのかは分からないし、状況次第で予想と違う結果になるかもしれない。各論文で言及されているように、日本政府の膨大な債務、日銀の肥大化したバランスシート、金融正常化の過程で日

銀財務に発生する損失など、考慮すべきことは多々ある。

日本経済は長い間、低インフレ、低金利、円高という環境にあったが、現在はインフレと円安に苦しんでいることから分かるように状況は変わりつつある。各論文で述べられているように、景気と物価の動向を慎重に見極めることは必要で、過去から学ぶことも、他国の事例から教訓を得ることも必要だろう。慎重になりすぎてもいけない。適時適切な判断がなされることが重要である。

日銀が金融正常化へ向けて一步を踏み出した時、本特集号は“あとは印刷を待つだけ”という状況にあった。その段階で、加筆・修正が押し寄せることとなった。マイナス金利の解除、17年ぶりの利上げというニュースに感慨深い感情を抱く余裕はなく、「ピンチをチャンスに！」変えるべく、限られた時間の中で関係者一同が力を合わせ、タイムリーな特集号を世に出せることに感謝する。