

金融政策の正常化を巡る諸問題



資本市場研究会 理事

湯本 雅士

1. はじめに

金融政策の「正常化」とは何か、
今なぜ必要なのか？

サブプライム問題を契機として米国経済全体を覆ったデフレへの恐怖と、それに対抗してFRBが打ち出した様々な政策措置…いわゆる「非伝統的金融政策」…については今さら繰り返す必要はあるまい。政策金利の操作を主体とするこれまでの伝統的な政策運営

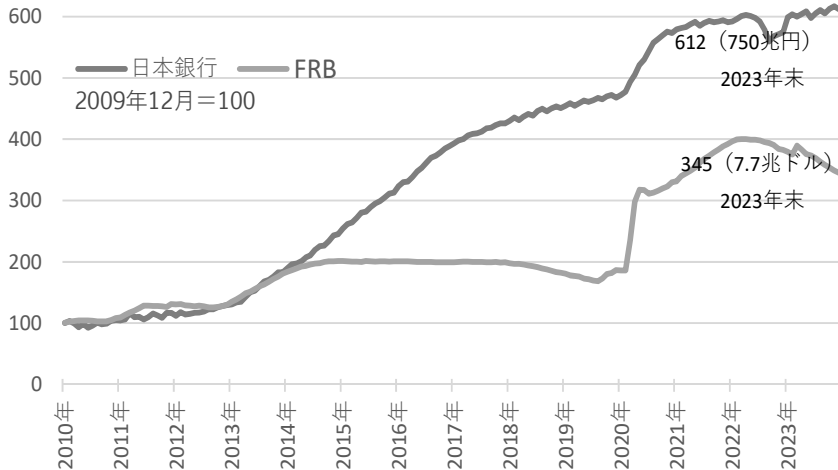
〈目 次〉

1. はじめに
2. 金融政策正常化の努力
(その一) FRBの場合
3. 金融政策正常化の努力
(その二) 日本銀行の場合
4. 金融政策の正常化と中央銀行の財務内容

は、ゼロ金利制約 (zero lower bound (ZLB)) に阻まれて、中央銀行のバランスシートを大幅に拡大する量的緩和政策 (quantitative easing (QE)) に取って代わられた。政策運営当局の意図を前広に人々に伝え、その行動に影響を及ぼそうとするフォワードガイダンスは、こうした量的緩和政策を側面から支持する役割を果たした。こうした新たな政策運営の枠組みは、時を置かずして他の中央銀行においても採用されたが、とりわけ黒田総裁下の日本銀行の「量的・質的金融緩和 (QQE)」は、本家のFRBをも顔色無からしめるほどのスケールで世間を瞠目させ、金融史上にその名を残すことになった。

それでは、こうした政策はどのような成果を挙げたのか。日本ではなお不安の声が聞かれるが、世界全体としてみれば、とりあえずはデフレ懸念からの脱却を果たすことに成功し、雇用環境も大幅に改善したというのが一般的な評価であろう。しかしながら、劇薬に

(図表 1) 日米中央銀行の総資産推移



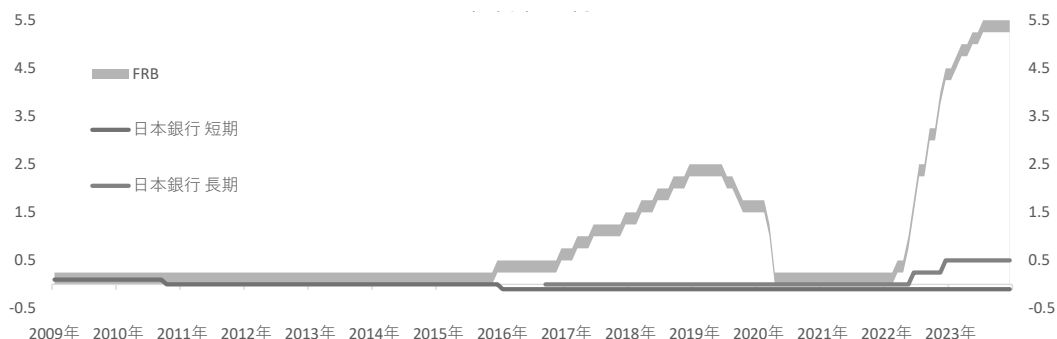
(出所) 日本銀行、FRB

は副作用が付きものである。物価の高騰を招き、消費者の実質所得を低下させた、株式・不動産市場ではバブルが発生し、所得・資産格差の拡大、階層分化の種をまいた、為替相場を下落させ、国力の低下を招いた、ゾンビ経営を温存させ経済全体の非効率化を招いた・・・批判の声は絶えることがない。しかしながら、最大の問題として指摘されるのは、何とんでも中央銀行による国債の大量吸収と国債費（利払費）の低下がもたらす財政規律の喪失であろう。そのことはとりわけ、量的緩和が徹底した日本について当てはまる。

学問的に見た場合の量的緩和政策の最大の問題は、それを支持する確たる理論的根拠を見出せないという点に尽きる。それがどのようなメカニズム、どのようなチャンネルで経済の活性化に貢献したのか。リスクの軽減ない

しはportfolio rebalance効果が指摘されているが、それはどの程度支持できるか。金融システムの安定化効果についてはある程度認めることができるとしても、それが金融機関経営に緩みをもたらしたことはないか・・・非伝統的金融政策の教祖的存在であるバーナンキ議長はかつて、「量的緩和策は現実には効く。しかし、理論的には上手くいかない (The problem with QE is that it works in practice, but it does not work in theory)」と述べたとされるが、まさに的をついた発言である。これに対して、伝統的な金利操作を主体とする伝統的な金融政策の背後には、曲がりなりにも「自然利子率仮説」という、今や大方の学者に受け入れられている理論体系 (Wicksellian regime) がある。経済生活の現実において、そして理論面でこのように多

(図表 2) 日米中央銀行の政策金利推移



(出所) 日本銀行、FRB

くの問題を抱えている非伝統的政策をこのま
まいつまでも続けていいはずがない・・・金
融政策の正常化を求める声の背後にあるのは
こうした問題意識である。

2. 金融政策正常化の努力 (その一) FRBの場合

非伝統的政策の権化とされているバーナン
キ議長であるが、その彼が、新たな政策の枠
組みが始動して数年を経ずして正常化に向
けての議論を主導していたことは余り世間
には知られていない。もう少し詳しく見てみ
よう。

FRBが金融政策の正常化のプロセスにつ
いての議論を開始したのは、サブプライムの
傷跡がまだ完全に癒えていない2011年春か
ら年央にかけてのことである。そして、まず
は買入れて保有している債券の期限到来分
の再投資を減額して残高の漸減を図るところ
から出発し、ある程度まで来たところで政策
金利(FFレート)の引き上げを開始すること、以

後は政策金利の水準が政策運営の主役とな
るが、その変更の際には準備への付利金利
の操作が補助手段となるということにつ
いてある程度のコンセンサスができつつあ
った。

このようにして内部で議論が進んでいる
中で、2013年央に突如発生したのが、いわ
ゆる“tapering tantrum”—FRBの買入資
産減額の噂に怯えた金融証券市場の混乱—
である。バーナンキ議長の不用意な発言
がそれを引き起こしたとされるが、彼は
当初金融資産の買い増しもあれば減額も
あり得ると述べており、それほどドラス
チックな発言をしたわけではない。ただ、
その後、記者会見で「資産の買入を翌年
央に停止する」と述べたことは完全な勇
み足である。この「事件」は、市場にと
って「正常化」という言葉が如何に鬼門
であるかを如実に示すものであり、後世
に大きな教訓を残した。その後FRBに限
らず、ECB、BOE、それに日本銀行も、
こと正常化という問題になると発言が極
度に慎重になるのはこの事件から学んだ
教訓である。

正常化への地道な努力は、バーナンキを継いだイエレン議長時代になっても続けられた。これまで内部で進められてきた議論は、“Policy Normalization Principles and Plans”としてまとめられ、2014年9月に公表された。そこでは、正常化の議論すなわち正常化の開始ではないことが繰り返し強調されており、市場はこれを平静に受け止めた。内容的には、政策金利の変更には準備への付利金利を活用すること、保有証券の減少は、償還分の再投資額を調整し（毎月定められたcapを超える部分のみ再投資—すなわち、保有残高は毎月cap分だけ減少することが、予め市場に知らされている）、やがて再投資を停止することによって実現すること、一時的な余剰資金吸収のためには逆レボ（買戻条件付証券売却）を活用すること等、記述がこれまでよりもより具体的になっていることが読み取れる。実際の政策金利の引き上げ（ゼロ金利からの脱却）は2015年の12月から、保有資産残高の漸減（バランスシートの圧縮）は2017年6月からそれぞれ開始された。

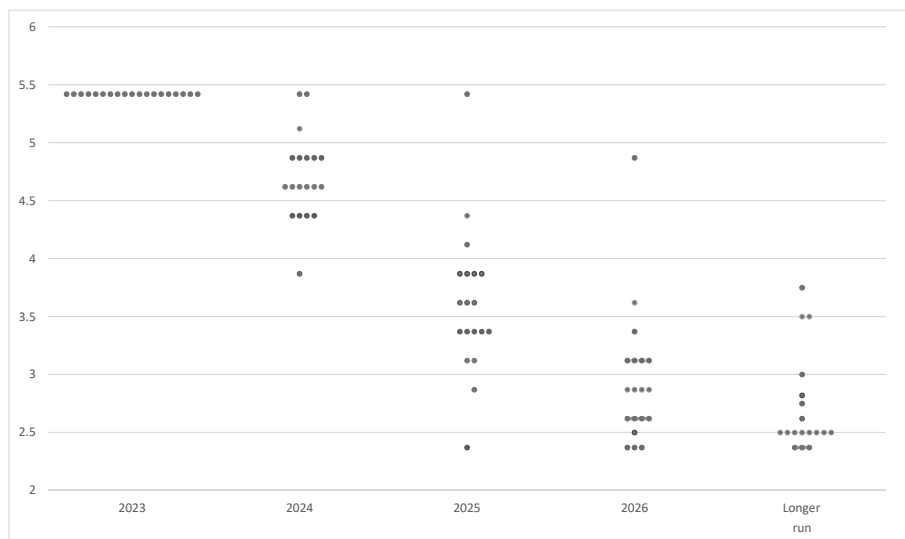
正常化への努力はイエレン議長からパウエル議長に引き継がれたが、これに冷水を浴びせたのがコロナである。FRBは直ちに正常化の作業を中断し、逆に政策金利の大幅引き下げと、証券等の大量買入れ（バランスシートの再拡大）に舵を切った。かくしてすべては再び振り出しに戻るようになった。

正常化の努力は、コロナ禍が一段落した2021年央に復活する。しかしながら、証券の

買入額の段階的縮小は行っても、償還分の再投資はそのまま続けて残高を維持する等、その足取りは極めて慎重であった。残高の圧縮は2022年の5月に再開されたが、それまでに十分のフォワードガイダンスが行われており、市場へのインパクトは最小限に止められた。政策金利の引き上げは2022年3月に再開されたが、ここで事態を複雑にしたのが、2021年秋口より顕著になった消費者物価の高騰である。その背景に、コロナによる供給面の制約とコロナ後の需要の急回復があるとすると、物価の高騰が果たして持続的なものであるかどうかを判断しなければならないという難問が発生する。この問題は、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻によってさらに複雑なものとなった。物価の高騰を抑えることを専一に考えて強力な引き締め策をとった結果、雇用面に悪影響を及ぼすようでは世間からの指弾を受けよう。難しい判断を求められる場面であったが、パウエル議長の物価目標達成重視の決意は固く、政策金利の連続大幅引き上げと資産残高の圧縮が続いた。これまでのところ、物価上昇率は顕著に低下する一方、国内経済活動は予想以上に堅調で、雇用面でも顕著な改善がみられ、格別の問題は生じていない。パウエル議長の決断はとりあえず正しかったということができよう。

しかしながら、（こうした努力の結果ということになるが）正常化問題は今や一段と複雑な様相を呈している。以前正常化とは、単純に、超緩和状態からより引き締めの状態

(図表 3) FOMCメンバーの政策金利見通し (dot chart)
(2023年12月現在)



(出所) FRB

への復帰を意味していた。ところが現在、正常化とは、現下の強い引き締め状態を如何にして適切な水準にまで緩めていくかという問題にすり替わってしまっている。かくして現在、市場の視線は四半期ごとに発表されるFOMC参加者の政策金利見通し—dot chart—に集中し、今後年内に何回政策金利の引き下げがあるか、などという「あてっこ競争」が盛んに行われている。しかしながら、もともとのdot chartの意味は、同時に発表されるSEP (Summary of Economic Projection) に示された経済情勢が実現すると仮定して、その場合には政策金利はどの水準にあるのが適切か、ということについてのFOMCメンバー各自の判断を示すものであって、FF金利の引き上げ、ないしは引き下げのスケジュー

ール表などではないはずである。

それでは、こうした正常化のプロセスはどのまで行けば完成ということになるのだろうか。まずは政策金利であるが、現在一般に受け入れられている理論体系においては、その水準とは、実質概念である自然利子率を名目値に換算したいわゆる「中立金利」ということになる (中立金利 = 自然利子率 + 目標物価上昇率)。したがって、「正常な」政策金利水準は、その時点での自然利子率の推計如何によることになるが、ここで問題になるのは、自然利子率なるものが完全に理論的存在であり、実際に計測することができないということである。したがってその値はモデルの形次第ということになり、それを巡っては様々な推計が並立する。先のdot chartによれば、

FOMCのメンバーの大方は、中立金利の水準を2.25%から3.00%の間、強いて言えば2.50%前後とみているようであり（2023年12月現在）、その意味では、FF金利は今後3%ポイント程度の方調整を必要とするということになりそうであるが、先述の通り、中立金利の水準はその時々を経済情勢の変化に応じて変わってくることに注意しなければならない。

政策金利よりももっと難しいのは、FRBのバランスシートの規模はどの程度が「正常」なのかという問題である。伝統的政策運営においては、法定準備率に基づいて計算された準備預金残高が政策金利を動かす際の梃子として機能しており、したがってバランスシートの規模は自ずから決まっていた（銀行券発行残高+金融機関当座預金残高〈法定準備〉+政府預金残高+資本勘定）。しかしながら、大規模量的緩和（QE）の時代を経て、法定準備は今や全く形骸化しており、法定準備の水準を頼りにすることはできない。すなわち、バランスシートの正常化とは、その規模をQE開始以前の状態に戻すことではない。永年にわたるQE実施の結果、市場や金融機関にとってはそれが「新常态」となっており、その急激な変更は大きな混乱と金融システムの不安定化を招くはずである。さらに付け加えるならば、義務的ではない準備残高が豊富に存在する中で、目標とする政策金利の水準をどのようにして維持するかという問題がある。このことはFRBも意識しており、その

ために準備に付利することとし、その水準を政策金利の変更に合わせて調整するとされている（事実、それが現在行われている方法である）。しかしながらそのことは、FRBの収支に、ひいては財務省への納付金に影響を及ぼすはずである。事実近年、地域連銀においては経常収支赤字を計上する先が増えているが、そのことはFRBの金融政策運営にどのような影響を与えるのであろうか。この問題については後にも触れる。

■ 3. 金融政策正常化の努力 （その二）日本銀行の場合

複雑で混み入った様相を呈しているFRBの正常化過程と比べると、日本銀行のそれは比較的単純である。日本銀行において正常化の努力とは、超金融緩和政策のデパートと称される黒田総裁が残した遺産を、如何にして市場に無用の混乱を起こすことなく、理論的に整合性のとれた体制にまでもっていくか、ということに尽きる。当面は、マイナス金利政策の残滓を取り除くと同時に、何かと問題含みなイールドカーブ・コントロールをなし崩し的に解消にまでもっていくことが課題であり、巷ではそのタイミングを巡って様々な憶測が飛び交っているが、日本銀行は慎重に市場の空気を読みながら一步一步進めていくことであろう。

日本銀行の当面の政策運営方針を知るために最も有益な手掛かりは、植田総裁が就任後

間もなく行った講演「金融政策の基本的な考え方と経済・物価情勢の今後の展望」（2023年5月19日）であろう。数多くのグラフを駆使した、如何にも学者総裁らしい講演で、聴衆も面食らったと思うが、その骨子は、日本銀行が今目指しているのは、様々な原因で低位に沈んでいるフィリップスカーブを上方にシフトさせることであり、それによって物価上昇率が目標とされる2%前後に安定的に定着することを目指している、というものであって、そのことは、その後事あるごとに繰り返されるに日本銀行の定番的発言—賃金の上昇を伴う形で、2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現する—につながっている。当時物価は2%を遥かに超える水準にまで上昇していたが、総裁は、フィリップスカーブの上方シフトと、同一カーブ上に生じたキンク（歪み）とを混同しないようにと繰り返し述べており、インフレを理由に性急な「正常化」を求める声に対しては極めて慎重な姿勢で臨むことが示唆されている。

なお、2月8日に内田副総裁が行った講演は、マイナス金利の解除（金利の引上げ）、YCCの枠組み変更、ETFの買入終了等について触れており、正常化に向けての具体的な手順を示したものとして注目されたが、2%目標の持続的・安定的な実現が見通せる状態になることがその前提となっており、その点ではこれまでの姿勢に変わることはない。

同講演では、今後とも緩和的な金融環境を続けていくことがとりわけ強調されており、

市場はこれを好感を持って受け止めた。いわゆるフォワードガイダンスの好例ともいうべきものであろう。ちなみに、同講演には次のような一節があり、総裁に比べ普段接する機会が少ない副総裁の本音とも受け止められて興味深いものがある。

「リーマンショック後多くの国が非伝統的政策を行った。中央銀行全体としてどこまで非伝統的政策を行うべきであったかは歴史的に問われるべき問題だと思っているが、個々の中央銀行としてはそれを前提に考えるしかない（それ以外の選択肢はなかった）。勿論、個々の手段が、効果と副作用とを比較して適切だったかは虚心坦懐に評価していきたい。」

■ 4. 金融政策の正常化と中央銀行の財務内容

正常化が実現した後に日本銀行が取り組まなければならない課題は、上に記したFRBと同様—すなわち、どのようにして政策金利の適正水準とバランスシートの適正規模を判断し、それを維持していくか—であるが、それに関連して、日本銀行の財務内容に係る問題について一言しておきたい（前述の通り、FRBも同様の問題を抱えている）。この問題は、出口が云々されるようになってにわかに注目されるようになってきたものであり、日本銀行も最近のホームページで、「中央銀行の財務と金融政策」という一文を掲載している（2023年12月）。内容は、日本銀行がどの

ような収益・財務構造を持ち、それが今後の金融政策の展開に従ってどのように変化するかを平易に解説したものであって、明らかに一般読者を意識したものである。ちなみに植田総裁は、2023年秋の金融学会において、全く同じテーマで講演を行っており、日本銀行もこの問題に並々ならぬ関心を寄せていることが窺われる。さらに付け加えれば、今から20年前、植田総裁が政策委員会審議委員であったころ、同じ金融学会で、「自己資本と中央銀行」というテーマで講演を行っており、この問題には個人的にも興味を寄せていることがわかる。

今さら言うまでもないことであるが、日本銀行の収益・支出構造は民間の一般企業とは全く異なる。それは、一言で言えば、ほぼ無

コストの資金で証券投資を行って利息収支を稼いでいる金融機関のようなものであって、通常ならばかなりの収益を上げることができるといえるような構造になっている。私企業と異なるのは、その収益のほぼすべてが国庫に帰属することになっている点であるが、通貨発行権が国権の重要な一部であるからには当然のことと言わなければならない。

しかしながら、膨大な準備が存在する中で金利を引き上げることが求められている出口段階では、上で述べたように準備に付利してそれを引き上げていく必要があり、その過程では一時的とはいえ収益にマイナスの影響が及ぶことは避けられない。そうした状況は金利の引き上げが浸透し、長期金利も上昇に向かう過程で次第に解消されてゆき、またもと

(参考1) FRBと日本銀行の政策金利とその補助手段 (2024年1月現在)

FRB	
政策金利—FFレート (Fed当座預金<準備>の貸借金利)	5.25~5.50%
補助手段—準備への付利 (IOR) …ただし対象はFRBメンバーバンク	5.40%
Repo (売戻条件付TB買入れによる短期資金供給)	5.50%
Reverse repo (買戻条件付TB売却による短期資金吸収)	5.30%
日本銀行	
政策金利—短期と長期の二段構え (Yield Curve Control<YCC>	
短期—基礎残高 (約206兆円)	0.10%
マクロ加算残高 (約285兆円)	0.00%
政策金利残高 (約22兆円)	マイナス0.1%
合計514兆円 (2023年10~11月平残)	
長期—10年物新発国債利回り	ゼロ±0.5
	(上限+1.0%まで許容)

(出所) 日本銀行、FRB

(参考2) FRBと日本銀行のバランスシート

FRB (2024.1.3—単位百万ドル)			
資産		負債	
長期国債	4,079,671	銀行券	2,347,775
MBS	2,431,773	リバースレポ*	1,273,049
貸出	139,229	政府預金	758,448
(うちBTFP	132,825)	銀行準備	3,262,895
		その他とも計	7,747,117
*買戻条件付短期証券売却 (FRBの余剰資金吸収手段) —FRBによる債券担保短期資金借入と観念			
日本銀行 (2023.12.31—単位兆円)			
資産		負債	
長期国債	588.4	銀行券	124.6
ETF	37.1	当座預金	543.6
貸付金	99.8	引当金	8.5
		準備金	3.5
		その他とも計	749.9
資本金1億円、法定資本準備金3兆5433億円、特別準備金131億円、外国為替等損失引当金2兆8,367億円、債券取引等損失引当金6兆3,500億円 (2023.9末)			
決算剰余金は所得税・法人事業税差引後国庫へ納付 (一般会計歳入—2021年度は1.2兆円)			
自己資本比率規定—銀行券発行残高に対し概ね8±2%程度を維持 (資本金+資本準備金+損失引当金)			

(出所) 日本銀行、FRB

(参考3) 日本銀行の会計規定 (抜粋)

- ・円貨建債券—償却原価法
- ・外貨建債券—時価法 (期末に為替差損益が発生)
- ・株式・ETF/REIT—原価法

(ETF/REITが追加されたのは2010年)。ただし、大幅な価格下落に際しては減損会計適用の可能性がある。

のような状態に戻るはずである (長期債のクーポンレートは、当然短期である当座預金付利金利より高水準となる)。また、バランスシートの圧縮が進行するに伴い、付利を要する当座預金残高も当然減少していくはずであ

る。資産サイドでも保有長期債券の残高が減少していくが、そこではこれまでの低クーポン物から高クーポン物への入れ替えが進み、収益に貢献するはずである。つまり、収益の悪化と言っても過渡期の一時的現象であり、

一部の論者が言うように、永続的な破綻とか政府による損失補償、あるいは資本注入などという事態が生ずることはあり得ない。ましてや、それによって金融政策の運営に支障が生ずるなどということが起こるはずはない。一時的な性格の損失に対しては、会計的な方法で処理すればよい。事実、FRBでは、経常収支の一時的な赤字に対しては同額の繰越資産（deferred assets）を計上しておき、後に利益が出た段階でそれを漸次取り崩していくという方法をとっている（資本勘定に影響を及ぼさない）。

なお、日本銀行の収益に関してしばしば話題になる（国会でも何度か取り上げられた）保有する長期債券にかかる「含み損」について一言しておきたい。保有債券の評価額は、市場金利の上下によって刻々と変化する（逆方向で）ため、前期末の簿価との間に差違が生ずる。これが「含み損益」であり、民間の企業のように時価会計をとっていれば、（期末の金利次第ではあるが）損益として現実化する可能性がある。しかしながら、保有債券の管理（売買を含む）を事業活動の一環とする民間企業とは異なり、中央銀行が保有する長期債券を売却することは（市場へのインパクトを考えた場合）まず考えられない。このため、FRB、ECBを始め多くの中央銀行では、長期債券について「償却原価法」という特別の会計処理を行っており、日本銀行も同様である。この手法では、ある期の途中で発生した含み損益は償還に至るまでの期間に分散さ

れ、それぞれの期の利息収支に計上される（含み損—支払利息増加要因、含み益—受取利息増加要因）。償還期に至るまでの間に含み損益は相殺されて消失するため、それに関連する利息収支も通算すればゼロとなる。したがって、結論としては、中央銀行に関する限り、その時々金利変動に伴って発生する含み損益を問題にする必要はないということになる。

それでは、「このままでは大変なことになる」と叫んでいる論者が言うことなど無視してしまえばいい、と言いたくなるころであるが、それがそうはいかないところに、マスメディアが極度に発達した現代社会の悩みがある。そうした土壌の下では、いわゆる「インフルエンサー」の一言はやがて大波となって世間を飲み込む…円という通貨に対する信認に傷がつき、それが国内のみならず海外にも波及する…可能性を完全に否定することができない。

日本銀行がこの問題に一方ならぬ神経を使っているのはこうしたことが念頭にあってのことと想像される。このため、日本銀行としては、剰余金が発生する都度十分に引当金を積み増して、いざという時に備え万全の策を講じていることを世間に印象付けるとともに、財務内容の一時的悪化の原因とその性格を簡潔明快に説明し、そのことが金融政策の運営に支障を来すようなものではないことを知らしめる努力を続けることが肝要である。日本銀行が現在行っているのはまさにそのことであると理解したい。 ▨