

マネー潮流

日銀の政策反応関数は極めて複雑に

異次元緩和から脱したものの「遺産」まみれの日銀は量的緩和から容易に抜け出せない。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



撮影：今井 康一

保有する大量の国債をどうするかは今後苦勞しそうな日銀

3 月19日、日本銀行は実に17年ぶりとなる利上げを決定すると同時に、2016年以来続けてきた長期金利を固定する政策、イールドカーブ・コントロール（YCC）政策を撤廃した。そのほかにもマネタリーベースの拡大を約束したオーバースhoot型コミットメントの撤廃や、ETF、REITの即時購入停止、社債、CPの段階的購入停止など、過去10年余の間、あまりにも複雑に積み上げられてきた多くの金融政策ツールをリセットし、伝統的な短期金利のコントロールによる金融政策に回帰した。

植田和男総裁は、新しい金融政策の枠組みにとくに名称はつけな」と述べ、あたかも「非伝統的金融政策」の完全終了を宣言したかのようだが、もちろんそうではない。日銀は、非伝統的金融緩和の代表

的な手法である「量的緩和政策」をまだ継続しているからである。

依然として日銀は、膨大な量の国債やリスク資産を含む、世界にも類例を見ない巨大なバランスシートを保持したままだ。今後の経済・物価情勢に応じて、短期金利をどのように引き上げていくのかということに加えて、この巨大なバランスシートをどのように圧縮していくのが、市場にとっても大きな関心事である。

中央銀行が何にどのように対応して政策を修正していくのかという関数を、「政策反応関数」という。実際にはインプット（変数）だけでも物価やインフレ予想、需給ギャップ、為替や資産価格などさまざまあり、それに対するアウトプットとしての政策金利やバランスシートの変化を1つの関数で表現することは困難だ。しかし、中銀は何らかの政策反応関数を漠然とではあっても持ちながら金融政策を実行していると考えられる。さまざまな経済変数と中銀が決定する短期金利との関係を表す代表的なモデルとしては、「テイラー・ルール」がある。インフレ率と需給ギャップという2つの変数から、中銀の設定すべき最も適切な短期金利を導き出す非常にシンプルな関数で、1990年代以降、

日銀も含む主要な中銀の政策決定に少なからず影響してきた。

しかし、このモデルは、2000年代以降に各国中銀がバランスシートの拡大、すなわち量的緩和政策を実施するようになる前に考案されたものである。何らかの経済変数とバランスシートの規模とを結び付けるような、「テイラー・ルール」に代わるシンプルなモデルは考案されていない。

各国中銀は、保有するバランスシートの変化1単位が短期金利の何%の変化に該当するのかがといった試算も、これまでさまざまに行ってきた。しかし、そのシンプルな答えがなかなか得られないのは、結局のところ、实体经济に影響を及ぼすのが債券であつたらその水準としての金利で株式などのリスク資産であつたらその価格で、中銀が保有している量あるいは規模そのものが实体经济に及ぼしている影響を直接的に計測することは困難だからである。

とくに各国中銀のバランスシートの中核を成す長期国債は、その市場価格である長期金利が影響を及ぼす主要な相手は、実は家計や企業などの民間経済主体ではなく政府だ。米国などでは、長期金利が住宅市場を通じて实体经济に及ぼす影響の度合いが大きく、金融

構造が資本市場中心であるため、長期金利の変動が株価などの資産価格を通じて間接的に家計や企業の行動に影響を及ぼしやすい。

そういった日米の違いに加え、何といつても、異次元緩和を通じて日銀が政府債務の約半分を保有するまでになっているという現実がある。そのため、日本における中銀のバランスシート政策の修正、変更は、直接的に家計や企業に及ぼす影響よりも、政府の行動変化に与える影響を通じたもののほうがはるかに大きいはずだ。

今後、短期金利をどのようなペースで引き上げていくのかという判断は、日銀にとって非常に難しいものになるだろう。しかし、それと同じくらい、あるいはそれ以

上に難しい判断を迫られるのが、バランスシート、とくに国債保有をどのように調節していくのかということになるように思われる。

財政に影響及ぼす日銀

仮に日銀の国債保有削減が長期金利の急激な上昇をもたらした場合、政府は予算編成上の制約を抱えることになり、歳出削減や増税を急ぐ必要に迫られる可能性がある。弛緩した日本の財政規律を正すため、政府に対してある程度懲罰的な長期金利の急上昇は、むしろ必要だと議論もあろう。しかし、それが景気後退期に起こってしまったえば、景気後退をより深刻化させることになる。

逆に、政府の財政規律が弛緩し

た状況をより助長してしまうほどに日銀の国債保有圧縮が緩慢であれば、そして、その状況で景気の過熱やインフレ進行が見られているようであれば、起こっているインフレを加速し、日本経済全体のパフォーマンスを大きく損なう可能性もある。

財政政策を決定するのは政府と国会であるという制度的な枠組みはあるが、日銀がバランスシート政策の変更を通じてその決定に大きな影響を及ぼしうる立場になつてしまつているという特殊な状況も、日銀は十分に認識したうえで金融政策を遂行していかなくてはならない。その意味でも、日銀の政策反応関数は極めて複雑なものになつていると言わざるをえない。

4月1～7日の経済日程

1日(月)

3月日銀短観発表

水道行政を厚生労働省から

国土交通省などに移管

自動車運転業務等の

時間外労働上限年960時間施行

2日(火)

米大統領予備選挙

ニューヨーク州など5州

(民主・共和両党)

韓国3月CPI発表

3日(水)

ユーロスタット2月失業率発表

4日(木)

米2月貿易収支発表

5日(金)

2月家計調査公表

米3月雇用統計発表

豪州2月貿易統計発表