

門間 一夫の
経済深読み 揺れる日銀の心
～最後に「異次元のマジック」を～



みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2023年1月30日

腹落ちしない1月会合の「現状維持」

日銀は1月17～18日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決めた。イールドカーブ・コントロール（YCC）における長期金利（10年物国債金利）をゼロ％程度に維持し、「ゼロ％程度」の具体的な幅も±0.5％に据え置いた。しかし、この決定は決してわかりやすいものではなかった。

1回前の12月19～20日の会合で、日銀は長期金利の変動幅を±0.25％から±0.5％に拡大した。国債市場の機能低下への対応というのが日銀の説明だった。国債市場に起きている問題として、①各年限間の金利の相対関係がゆがんでいる、②現物と先物の裁定が働きにくい、③国債金利の実勢がわかりにくくなりそれを基準とする社債の発行条件も決めにくい、などが挙げられていた。

これらの問題は1月会合の時点でさらに悪化していたのだから、1月会合ではもう一段の日銀の対応が必要だったはずである。市場の一部には、「長期金利の変動幅を±0.75％へと再拡大する」「YCCそのものを撤廃する」などの予想もあった。

「アプローチの変更」だとは言える

12月と1月の矛盾は、市場機能問題に対するアプローチの変更だと考えれば一応理解できる。国債市場の機能低下は、「日銀が遠くないうちに利上げを始める」という市場の予想と、YCCで長期金利を抑える日銀の力が、正面からぶつかり合うことで起きる。二つの力のどちらかが弱まれば問題は和らぐので、日銀がとりうるアプローチは、①日銀が長期金利のコントロールを弱める、②市場に金利上昇予想を弱めてもらう、の二つである。日銀は、12月は①にウエイトを置き、1月は②にウエイトを置いたのである。

日銀が1月にアプローチを変えたのは、12月のアプローチがうまくいかなかったからである。12月に日銀は、長期金利をもう少し自由にしてやれば、市場は満足しておとなしくなると考えたのだろう。ところが結果は逆だった。市場は12月の日銀の措置を「異次元緩和が出口に向かう合図」と受け止め、「ならばもっと金利は上がるはずだ」とますます色めき立った。

アプローチ①が成功するためには、「1回限りの技術的な修正であり、金融緩和をしばらく変え

るつもりはない」という日銀の意図が、市場に正確に伝わらなければならない。そこは日銀もわかっていたので、12月の措置は「出口戦略の一步ではない」と黒田総裁が記者会見で強調した。

問題は、12月の措置が日銀の過去の情報発信から予見できないサプライズであったため、未来に向けての言葉も信用を失ってしまったことである。黒田総裁が緩和継続を強調しても、市場はそれを信じる気にはならなくなってしまった。短期利益狙いの投資家はもっと単純に、「力勝負で日銀に勝ったのだから同じことをやれば次も勝てる」と自信を深めたかもしれない。かくして長期金利の上昇圧力はさらに強まり、国債市場の機能はますます壊れて、日銀は1月会合を迎えることになったのである。

事実上の「追加緩和」で日銀は逆襲するが

再び日銀の選択肢は論理的には二つあった。第一の選択肢は12月のアプローチをさらに進めることであり、その最も効果的なオプションがYCCの撤廃である。市場機能の低下を招く根源はYCCにあるのだから、それをやめればこの問題はきれいに解消する。しかし、長期金利の抑えが効かなくなるリスクを日銀は恐れたのであろう。日銀は第二の選択肢、すなわち市場の金利上昇予想を抑えるアプローチに軸足を移した。ただ、その手段として国債買い入れの増強はもはや有効ではなかった。12月会合以降、日銀は既に国債の「爆買い」を試みていた。そして、それが市場の機能をさらに破壊し、市場の金利上昇予想をむしろ強めてしまった現実を目にしていた。

そこで1月会合で繰り出されたのが、「共通担保資金供給オペ（共担オペ）の拡充」という新兵器である。共担オペは日銀の代表的な資金供給手段であり、普通は市場で資金が不足する時に市場を安定させる目的で使う。それを、金融機関に対する中長期かつ低利の資金供給手段にグレードアップしたのである。そこまで異例の使い方をするなら、このオペはそれなりの力を持ちうる。

第一に、金融機関が共担オペで得た低利資金を中長期の国債やスワップ市場で運用すれば、それらの金利の低下圧力になる。第二に、金融機関が中長期の資金を低利で調達できるなら、それ自体が金融環境の緩和だとも言える。第三に、ならばそれは事実上の「追加緩和」なので、そこまで行動で示せば言葉だけの場合に比べ、日銀の緩和継続メッセージが市場に届きやすくなる。

一方、共担オペがどの程度活用されるかは、金融機関側のニーズにも左右される。日銀から中長期の資金を得るのにどこまで担保を使うのか、どのくらいバランスシートを拡大させてもよいと考えるかなど、各金融機関の経営判断が絡む。

そして、より根本的には、インフレが4%台の時にいくら共担オペを大胆に用いても、市場の金利上昇予想を抑えることには限界がある。改めて整理すると、市場機能の低下に対し論理的には、①日銀が長期金利のコントロールを弱める、②市場に金利上昇予想を弱めてもらう、という二つのアプローチしかない。このうち、今の物価情勢でアプローチ②の選択は、そもそも「無いものねだり」なのではないかという疑問が残るのである。

「謎」は12月会合にあり

それでも全力を尽くして金利の上昇を抑えたい日銀の気持ちは、わからないわけではない。2%物価目標が安定的に達成できるかどうかはまだわからないし、景気の先行きには不透明感がある。政府・経済界による賃上げキャンペーンの最中に、金利の上昇で景気に水を差すわけにはいかない。「利上げで賃上げが進まなかった」などと後から言いがかりをつけられては、日銀もたまったものではない。

しかし、金利上昇の負の側面を重視するのであれば、日銀はなぜ12月に長期金利の上昇を許容したのだろうか。今にして思えば本当の「謎」はそこである。国債市場の機能が問題なら、最初から1月会合と同じアプローチで、長期金利の当時の上限+0.25%を守る姿勢を示すこともできた。それで実際に市場機能が改善したかどうかはわからないが、少なくとも日銀のコミュニケーションの一貫性は保たれ、その後の金利上昇予想もあれほどは高まらなかった可能性が十分にある。

謎なので真実は推測するしかないが、単に日銀が市場の反応を甘く見積もりすぎていた可能性はある。12月会合の後、市場が日銀の想定を超えて暴走したため、日銀は1月会合で慌ててそれを止めにいった、というのが最もシンプルな解釈である。

もうひとつ、12月の決定に、市場機能とは別の隠れた動機があった可能性もある。それは、あの時点では一定の「柔軟性」を示すことが政治的にプラスと日銀が判断した可能性である。振り返ると今年の夏から秋にかけて、円安と物価上昇が急速に進み、「かたくなに動かない日銀」が国民的な批判の的になった。政府との関係がぎくしゃくしたとの報道もあった。国債市場の問題しか日銀は語らなかったが、真の目的の少なくとも一部は「柔軟性のアピール」にあったのではないか。実際、12月の決定は円安修正の流れをより確かなものとし、円安関連の日銀批判は消えた。

このままでは動きにくい新総裁

市場を翻弄した12月と1月の会合を通じて、今後の金融政策の難しさが改めて見えてきた。その難しさの核心にある要素は「世の空気」である。

12月の措置は、「かたくなすぎる日銀」という批判を和らげることに役立った。しかし、その反作用で市場の「利上げムード」が高まり、それが今度は国民に不安を与える可能性も出てきた。日銀がそれを防ごうとしたのが1月会合だったと言える。金融市場には、「春に総裁が交代したらYCCやマイナス金利は早めに解除される」という予想もあるが、「世の空気」がそれを許す状況になるかどうかはわからない。

「世の空気」とは、それが正しいかどうかは別にして広く国民一般が抱く認識のことであり、ある程度の熱を帯びれば政治を動かす力になる。例えば昨年なら、「円安を放置し国民を苦しめているのは日銀だ」というイメージである。今年も「物価高なのに動かない日銀」が批判される方向で「世の空気」が強まるなら、日銀がYCCやマイナス金利の手直しに向かう可能性は高まる。逆に、ワイドショーなど一般向けメディアが「金利上昇」をさかんに取り上げ、利上げに対する国民の不

安が煽られる雰囲気になれば、よほど説得的な理由がない限り日銀は動きにくい。

国債市場の機能は重要だが、国民の関心事ではないので政治問題にはなりにくい。一方、日銀が一度でも「事実上の利上げ」に動き、あとから景気や賃上げが失速した場合、実際には日銀の責任ではなくても「早すぎた利上げ」のせいにされる。

2%物価目標達成の千載一遇のチャンスだからこそ、日銀は余計に慎重にならざるをえないという面もある。チャンスがないなら諦めもつくが、チャンスが少しでもあるのなら、引き締め方向の「政策ミス」は絶対許されない。「10年かけて黒田総裁がやっとチャンスを手繰り寄せたのに、次の総裁があっさりつぶしてしまった」と言われるリスクを、4月以降の日銀は意識するだろう。

だからこそ3月会合に期待したい

「あるべき論」で言えば、マイナス金利はともかく、YCCは早く撤廃した方が良い。YCCを引きずれば引きずるほど、あとで長期金利を一気に上げなければならなくなるリスクが高まる。長期金利を操作するという市場無視の手法は、日銀と市場との対話が成立しなくなった根本原因でもある。日銀はYCCのくびきから早くみずからを解放し、大事な局面に向かう今こそ、正常なコミュニケーションを取り戻すべきである。

さらに、1月会合後のここまでの状況を見ると、事実上の「追加緩和」にもかかわらず、市場の金利上昇予想は鎮まっていない。これでは国債市場の機能は修復されず、社債市場への影響も長引いてしまう。この状況をこれ以上放置することは、金融資本市場の健全な発展を支えるべき中央銀行として、無責任だと言われても仕方がない。

黒田総裁の下でもう一度だけ3月9~10日に金融政策決定会合がある。2%物価目標以外にも中央銀行には大事な役割があることを思い、新総裁が市場と対話しやすい状態で仕事を始めるべきだと考えるなら、YCCを上手に撤廃（あるいは事実上撤廃）する知恵を日銀は3月会合で出せるはずである。異次元づくしの10年間で「異次元のマジック」で大団円となるよう、筆者は淡い期待を寄せている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。