

みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 9 日)

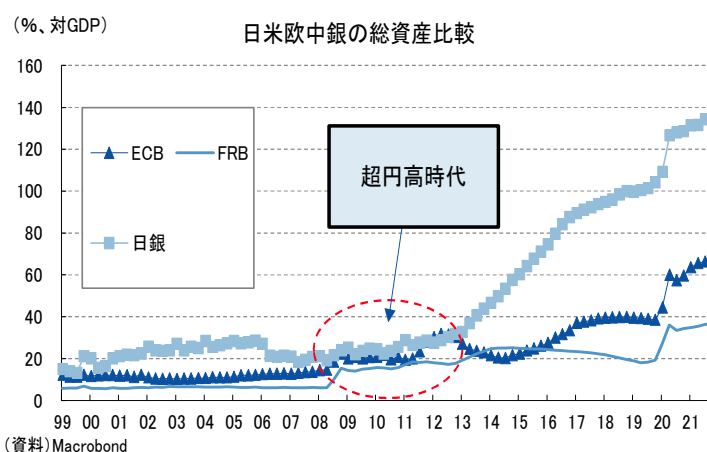
「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について

過去 1 年の円安に関して「日本売りの色合いを帯びている」と筆者が述べていることから、「インフレに伴う国債の暴落」ひいては「日銀の財務健全性」も円売りの背景なのかと聞かれることが増えている。結論から言えば、筆者はその点に関しては否定的だ。そもそも「中央銀行の財務健全性」と「通貨の信認」を直接的に結び付ける議論はそう単純なものではない。あくまで「中銀財務の健全性」は財政・金融政策の結果であり、債務超過の事実自体に(企業にとっての債務超過のような)決定的な意味があるわけではない。同時に債務超過が為替を含めた資産価格の原因になる筋合いもない。「健全であることに越したことはない」程度の話だろう。もっとも、為替市場で円売りをテーマにしたい短期筋にとって取引動機は「それっぽいもの」であれば何でもよい。しばしば批判の的になる日銀の財務健全性は利用しがいのあるテーマである。過去 2 年間のよう、自ら成長を諦めるかのような政策運営を今すぐにでも転換すべきであり、結果として要らぬ投機の円売りを防ぐこともできると考える。岸田政権の決断に期待したい。

～円安を「日銀の財務健全性」と結び付けたがる風潮について～

過去 1 年の円安に関して「日本売りの色合いを帯びている」と筆者が述べていることから、「インフレに伴う国債の暴落」ひいては「日銀の財務健全性」も円売りの背景なのかと聞かれることが増えている。結論から言えば、筆者はその点に関しては否定的である。そもそも「中央銀行の財務健全性」と「通貨の信認」を直接的に結び付ける議論はそう単純なものではない。

リーマンショック後、各国中銀では有事対応が常態化した。そのため中銀バランスシート(B/S)は規模・構成の両面から危うい運営を強いられてきた。日銀における ETF は世界的にも特殊だが、ECB における南欧債も欧州債務危機時(特に 2011～2012 年)に相当問題視された。しかし、その都度、「中銀の財務健全性」をテーマに通貨が売買されていたかと言えばそうではない。日米



欧三極の中銀 B/S の GDP 比を比較して見ると、2007～2012 年は団子状態にあった。敢えて言えば、日銀の水準が最も大きかったが、当時の為替市場で円全面高(対ドルでは 70 円台)が進行していたことは周知の通りである。「中銀の財務健全性」がテーマになるならばその動きは説明がつかない。確かに、黒田体制下の量的・質的金融緩和を受けて日銀の推移が突出しており、同時期の 2013～15 年は強烈な円安も進んでいた。しかし、その当時において「中銀の財務健全性」や「通

貨の信認」がテーマになっていたわけではなかった。基本的に「大規模緩和をする日銀 vs. 正常化プロセスに勤しむ FRB」という金融政策格差の方が取りざたされていたと記憶する。むしろ、前例のない政策運営に勤しむ黒田体制、またはそれに象徴されるアベノミクスに対して礼賛の声の方が大きかった。必然的に「中銀の財務健全性」という批判的視点をもって円安を解説することも主流ではなかった。「中銀の財務健全性」が「通貨の信認」に直結するほどの材料ならば当時から懸念する声が無ければおかしい。それほど日銀 B/S の膨張ペースは著しいものだった。

～スイスやドイツの事例～

「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」が必ずしもリンクしないと言える例は諸外国にもある。例えば自国通貨高抑止を目的として、無限通貨売り(スイスフラン売り)・外貨買い介入を続け、大量の外貨建て資産(外貨準備)を B/S の資産側に抱え込んだスイス国立銀行(SNB)の例を思い返したい。2009 年以降に勃発した欧州債務危機を背景に、当時、円やスイスフランが安全資産として騰勢を強めていた。スイスフランに関して言えば、地理的にユーロ圏からの逃避マネーが流入しやすいという事情もあった。対応に苦慮した SNB は 2011 年 9 月、スイスフランの対ユーロ相場に上限(1 ユーロ=1.20 スイスフラン)を設定し、無限のスイスフラン売り・外貨買い介入でこの水準を防衛する方針を決定した。2014 年 12 月にはユーロ圏金利との格差拡大を企図してマイナス金利も導入している。しかし、それでもスイスフラン高の流れには抗し切れず、2015 年 1 月、無制限介入による対ユーロ相場の上限防衛を放棄することを突如決定し、スイスフランは急騰した。当時、その急変動は欧州系金融機関のシステミックリスクに至る可能性まで囁かれるほど激烈なものだった。

当然、それまでに抱え込んだ大量の外貨(≡ユーロ)建て資産はスイスフラン高によって巨額の為替差損を計上することになる。具体的には資産側に計上されていた外貨準備がスイスフラン建てで目減りするため、会計上は債務超過という状態に陥る。要するに『通貨の信認』が強過ぎて債務超過が発生し、『中銀の財務健全性』が揺らいだ」という話になる。なお、ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)もマルク高によって外貨準備が減少し債務超過に陥ったことが知られている。

これらの例は「通貨の信認」が強過ぎて債務超過に陥った事例であり、「中銀の財務健全性→通貨の信認」ではなく「通貨の信認→中銀の財務健全性」という因果関係が成立していたことになる。日銀の財務健全性を訝しがる向きは大量の国債保有とその評価額低下を理由に債務超過を懸念し、「通貨の信認」低下(即ち円安)を懸念する向きが多い。だが、こうしたスイスやドイツの例を見る限り、中銀が多額の国債を購入したからといってそれが「バランスシートの健全性」を損ねるになるとはかぎらないし、損ねたからといって「通貨の信認」が毀損するという話に直結するとも限らない。

～怖い例もあるが・・・～

もちろん、債務超過が深刻視される例もある。植田和男・東大教授は日銀審議委員時代の 2003 年、『自己資本と中央銀行』と題した講演¹で「中央銀行にとって健全なバランスシートを保つことは、一般論としては、その責務を全うするための必要条件でも十分条件でもないが、必要条件に近いような状況もしばしば存在した」と論じている。同教授はベネズエラ、アルゼンチン、ジャマイカといった中南米の国々の中央銀行も過去に債務超過に陥り、そのタイミングで高率のインフレに悩まされ

¹ 植田和男『自己資本と中央銀行』日本金融学会 平成 15 年 10 月 25 日

ていたという事実を指摘する。例えばベネズエラ中銀は 1980 年代から 1990 年代にかけ、政府の拡張的な財政政策などを背景に加速したインフレ高進を止めるため、金融引き締めへ転じた。その際、流動性吸収のために使用された同行発行の高金利の手形が中銀収益を圧迫し、引き締めを断念するということがあった。このケースでは中銀財務を念頭にインフレが放置されている。

スイスやドイツは自国通貨高で、中南米は政府の誤った経済政策に付き合わされる格好で債務超過に陥っている。通貨高を通貨安にすることは(理論上は)容易なのでスイスやドイツの債務超過が一時的なものとして問題視されなかったことは理解できる。片や、中南米諸国の例に見るように、政府の誤った経済政策が不変ならば、高インフレは放置されるので、これに対応する過程で中銀が債務超過に陥ることもある。その場合、高インフレと中銀の債務超過が併存しやすくなる。しかし、あくまで「中銀財務の健全性」は財政・金融政策の結果であり、債務超過の事実自体に(企業にとつての債務超過のような)決定的な意味があるわけではない。同時に債務超過が為替を含めた資産価格の原因になる筋合いもない。「健全であることに越したことはない」程度の話と言える。

～将来的にテーマ視される可能性はある～

なお、足許の円安のドライバーが「中銀財務の健全性」であるとは思わないものの、為替市場の直情的で移り気な性格を思えば、「通貨の信認」が将来的にテーマ視される可能性がないとは言えない。為替はフェアバリューがない世界でもある。その時々テーマが流れを作るという側面は確かにあるため、スイスやドイツの例だけを取り上げて「円も大丈夫」と断言することも難しい。万が一、「中銀の財務健全性」がテーマ視される相場になれば、最もターゲットになりやすいのは前掲図を見る限り、恐らく円なのだろう。腐っても G7 の一角であり、世界の外貨準備の 5%以上を占める円は相応に取引量も多く、テーマ化すれば大相場に発展する可能性はある。

上述の講演で植田教授は「問題はこうした債務超過に陥った中央銀行の政策がそれ(=債務超過)によって歪められたかどうかである」と述べているが、換言すれば、「金融市場が中銀の金融政策を信用できる状況かどうか」が要諦という話である。中央銀行が債務超過に陥っても物価安定に資する政策を運営していると認められれば「通貨の信認」が揺らぐことはない。例えば、黒田体制の金融緩和も景気回復と共に物価が 2%を突破し、それを引き締める過程で債務超過を被る可能性はある。だが、それは「大事の前の小事」だろう。逆に債務超過を回避しても、高インフレの下で「通貨の信認」を蔑ろにする金融政策運営というケースもあり得る。例えば、トルコ中銀のように、大統領の独自理論に基づき「金融緩和でインフレを抑制する」という政策運営をしていれば債務超過でなくともインフレは急伸するし、通貨は暴落する。現状に目を移せば、「円安のデメリットが心配されながらも緩和路線を貫く」という日銀の姿勢はトルコ中銀のそれと類似性を感じなくはない。

しかし、繰り返しになるが、現時点で日銀の財務健全性が「通貨の信認」毀損という大きな話に繋がっていると筆者は考えていない。あくまで円安の背景は、貿易赤字と内外金融政策格差が拡大方向にあり、それに対する処方箋も講じられる気配がないという事実を指摘するのが王道だろう。

～財政要因のインフレに日銀は無力～

現状、「インフレに伴う国債の暴落」や「日銀の財務健全性」を円安と結び付ける主張の多くは政府債務残高の増大傾向を念頭に置いている。巨額の政府債務への懸念から円安や高インフレが

発生する場合、確かに景気改善を伴わない「悪いインフレ」の下、日銀も望まぬ引き締めを強いられ、その過程で国債価格の急落や付利引き上げによる(民間銀行への)利息支払い急増が債務超過という結果に至る可能性がある。しかし、それは野放図な財政政策の結果であって、金融政策を執行する日銀が解決できる問題ではない。その段階で求められる抜本策は政府の財政再建しかなく、そのほかの処方箋は全て補完的なものにとどまる。軟着陸のために日銀が国債購入をいくらか継続するだろうが、そういった政策姿勢も不信を助長するだろうから、あまり派手な介入はできない。結局、「中銀の財務健全性」は財政・金融政策の結果として数字上、付いて回るものであって、それ自身が何かの震源地として取りざたされるほど本質的なものとは言えない。断続的に話題になる日銀の自己資本比率も同様であり、その水準に着目しても本質的な話には発展しづらい。

～本当の問題は成長を放棄してきたこと～

現代の管理通貨制度における「通貨の信認」は文字通り、集めた「信用して認められた」結果が金融市場における為替や株、債券などの資産価格として表れる。「中銀の財務健全性」が重要ではないとは言わないが、実体経済が上手く回っている限りにおいて、誰も気にしないし、報道もされない。実際、最新の日銀の自己資本比率や決算状況を知る人は市場参加者でも稀だろう。日常生活においても、買い物する際に日銀の財務健全性を気にかけていることがある人はいないだろう。中銀B/Sは実体経済を支えた結果に過ぎない。

この点、パンデミック下の日本で懸念されるべきは自ら成長を放棄するような各種政策(過剰な防疫政策や原発利用をタブー視することなど)がほぼ無批判に採用され、実行されていることである。その結果として「日銀も債務超過のリスクに晒されている」という思考の順序を辿るべきである。原因は政府の政策、結果が「中銀の財務健全性」であり、その因果を取り違えてはならない。

もっとも、為替市場で円売りをテーマにしたい短期筋にとっては取引動機は「それっぽいもの」であれば何でもよく、しばしば批判の的になる日銀の財務健全性は利用しがいのあるテーマであることも確かである。そのような展開に至ると非常に厄介であるため、成長率を復元させる方向に転換するよう、岸田政権の機動的な政策運営を期待するばかりである。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子カグリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本今の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～