

2013/03/06 08:20

## ◎「やれることは何でも」の意味＝日本総研・河村氏【円債投資ガイド】（6日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主任研究員＝安倍晋三政権による日銀新総裁、副総裁の人事案が国会に提示され、衆議院での所信聴取が開始された。新総裁候補の黒田東彦氏は4日の衆議院議院運営委員会における所信表明の中で、「もし私が総裁に選任されたら、市場とのコミュニケーションを通じて、デフレ脱却に向けやれることは何でもやるという姿勢を明確に打ち出していきたいと思う」と述べた。

『やれることは何でもやる』—最近、どこかで耳にしたことがあるフレーズだ。

「われわれのマנדートの中で、欧州中央銀行（ECB）はユーロを守るためにやれることは何でもする。（Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.）」—これは、2012年7月26日、ドラギECB総裁の、ロンドンでのカンファレンスにおけるスピーチの一節である。当時は、スペインの金融システムや財政運営の先行きに対して厳しい見方が広がり、ギリシャについても、6月の再選挙を経て財政・経済運営の先行きが混沌（こんとん）とした状況であった。いわば、単一通貨ユーロが果たして持ちこたえられるのか、一つの「正念場」にあった時期だ。『やれることは何でもする』—このフレーズの威力は大きく、実際、この発言が内外に広く伝えられた翌日以降、スペインやイタリアの国債利回りは大きく低下した。

もっとも、ドラギ総裁のこの発言後、ほどなく開催された8月2日のECB理事会では、こうした政策運営の方向性に対して、ワイトマン総裁以下のドイツ連銀が公式に反対していることも明らかとなった。理事会メンバー間でのそうした温度差も踏まえた上で、9月6日の理事会でECBは、「短・中期国債の無制限買い入れプログラム（OMT）」を打ち出した。

OMTのプログラムには、厳格な条件がついている。同プログラムの利用に際しては、問題国はまず欧州安定メカニズム（ESM）に支援の申請をしなければならず、換言すればユーロ圏が要求する厳しいレベルの財政再建を、自ら身を切る形で実行しない限り、ECBに短・中期国債を無制限に買い入れてもらうことはできない。

では、どの程度の厳しさの財政再建を実行しなければならないか—シンプルな基準のラインが定量的に示されているわけではないが、これまでのユーロ圏の政策運営の実績に鑑みれば、実際に支援融資を受けるに至ったギリシャやアイルランド、ポルトガルに対してユーロ圏等から実行を求められたのと同レベルの厳しさの財政再建が要求されることは間違いない。

財政再建にどの程度取り組んでいるのかは、各国の毎年のフローの財政指標に表れる。上記3カ国とも、09年以降の債務危機で、国債費を控除したベースの「プライマ

リー収支」、トータルの「財政収支」とも一度は大幅に悪化した。しかし、その後12～13年の時点でプライマリー収支はすでに均衡を達成するか、もしくはそれにかかなり近づく方向にあり、財政収支も向こう数年で均衡にかかなり接近する方向で、再建に向けた財政運営が行われている。それと表裏として、実体経済の面では失業率が大幅に上昇するなど、相当なマイナス影響が及んでいる。

こうした状況を横目に見ているせい、OMTプログラムの利用申請に踏み切った国は、今のところ皆無だ。ECBのバランス・シート上の国債保有残高にも、増加は見られない。これが、財政危機とユーロ崩壊の危機に直面した欧州で、ドラギ総裁が打ち出した『やれることは何でも』の内容なのである。7月26日の発言が伝わった直後、市場の一部に広がった「ECBが無制限・無条件での国債買い入れをついに導入か」といった観測は見事に打ち消された。ECBは、中央銀行として、政府との関係で踏み越えてはいけぬ最後の一線を、ギリギリのところまで守っているように見える。中央銀行が対政府と信を安易に膨らませてしまえば、政府債務の膨張に歯止めがかからない結果となりかねない。その最終的な結末として、管理不能なインフレや、民間の金融資産を当てにした強制的な帳尻合わせが待ち構えることは、欧州やわが国の歴史が物語っている。

わが国が抱える課題は、ユーロ圏各国やECBのそれとは、少なくとも目下のところ、表面的には異なる。わが国の課題は「長年のデフレ状態」の克服であって、欧州が実際に直面している財政危機では、今のところはない。

日銀の新執行部への交代以降、実際の金融政策運営として、どのような形で金融緩和の強化が行われるのかについて、今のところ明確ではない。もっとも、安倍政権発足後の財政当局および日銀による、これまでの財政・金融政策運営の展開を見ると、今後、「プラス2%の物価上昇達成」の目標の下、日銀の非伝統的手段による金融緩和が、際限なく強化されていく懸念なしとしない。わが国は現段階では確かに、「財政危機」の状態にはない。ただし、先行きの政策運営いかんによっては、現在、表面化していない「財政の持続可能性」というテーマが、一気に最優先の問題として浮上する展開も十分にあり得よう。

日銀が今後、金融緩和をさらに強化するのであれば、実際にいかなる資産を買い入れて、ベース・マネーの供給を増やすのか。他のリスク性資産の買い入れも選択肢の一つではあるが、それらの資産のそもそもの市場規模からすれば、日銀が買い増せる金額は限られる。日銀による国債の買い入れ額が、事実上「無制限」に近いような形で膨らまされることはないのか、その際、政府の側では、どのような財政運営を行っていくのか。やや長い目でみたリスクにも目を配り、財政の規律を、単なる目標の「看板」かけのみにとどまらず、実効性ある財政構造改革によって確保しながら、金融緩和の政策効果を追求していかれるか、政府・日銀の政策運営が注目される。（了）

[/20130306NNN0067]

(c) Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved