

2020/11/18 06:39

◎〔円債投資ガイド〕割引短期国債発行83兆円の意味＝日本総研・河村氏（18日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝2020年度の新規国債発行額をみると、当初予算では32.6兆円だったものが2次補正後には90.2兆円に急増し、借換債を含めた国債発行総額も当初の153.4兆円から2次補正後には253.3兆円に跳ね上がった。この国の財政事情はもともと世界最悪の状態なのに、さらにこれほどの事態となれば、国民全体が真っ青になってもよさそうなものだが、実際には、そんな危機感はどこ吹く風、というところのようだ。

カレンダーベースの国債発行額の計画における各年限ゾーンの発行額の変化（2020年度当初→2次補正後）をみると、超長期債は22.2兆円→26.7兆円、長期債は25.2兆円→29.7兆円とそれぞれ4.5兆円の増額で済んでいるのに対し、中期債は46.8兆円→61.2兆円と3割増しの増額。さらに短期債（割引短期国債）は21.6兆円→82.5兆円と実に4倍近い増額になっている。超低金利状態が長期化するもとの、要するに、今回のコロナ対策のコストを含む今年度に必要な新規財源額の大部分を、期間1年以下の割引短期国債を発行して調達するという事は、これだけの財政資金がタダ同然で調達できるというわけだ。これでは危機感がおよそ生まれずに済んでしまうのも無理はないのかもしれない。

さらにいえば、今は日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）で10年以下の金利をゼロがマイナスに抑えつけている状況にある。折しも新型コロナ対策の一環として、日銀が買い入れる国債の年当たりの上限は撤廃されているゆえ、中期債や長期債、超長期債がいくら増発されても日銀がいくらでも買ってくれるから大丈夫、というのが現在の社会全体の受け止め方なのだろう。

しかし、一見うまく回っていきそうなこうした仕組みにも、いくつかの落とし穴がある。

第1には、毎年度のわが国の所要資金調達額が高止まりせざるを得なくなることだ。欧州債務危機の荒波を経て、IMF（国際通貨基金）はWorld Economic Outlookとは別にFiscal Monitorの公表を開始し、その中で、従前の財政指標の中心だった各国の公債残高や財政収支等の計数に加え、各国の所要資金調達額（Gross Financing Need）の計数を公表するようになった。一国が財政危機に直面した際、財政運営上開いてしまう“バケツの穴”の大きさは、公債残高や財政収支のみでは決まらず、「当該国がその年、新発債のみならず借換債をも含めて、果たしていくらの金額を市場から調達しなければならないか」で決まる、というのが、IMFのみならず欧州各国が身をもって悟った教訓だったからであろう。

そのIMFが去る10月に公表したFiscal Monitorによれば、わが国の名目GDP比でみた所要資金調達額の規模は本年4月時点の45.6%から52.8%へとさらに悪化。これは米国の41.2%や欧州の重債務国であるイタリアの32.9%、スペインの27.6%を大きく上回るレベルで、今後仮に金融情勢に変化が生じた場合、国の資金調達がその大きな影響の波をもろにかぶらざるを得ないことを意味する。

もう一つの落とし穴は、日銀がもはや国債発行額の過半を買い入れているという“事実上の財政ファイナンス”が日銀自身の財務運営、金融政策運営に先行き、いかなる影響を及ぼすことになるのか、という問題である。日銀はこれまでのところ、YCCによって期間10年までのゾーンの金利をゼロ%程度以下に抑えつける“金融抑圧”に成功しているが、それは同時に、日銀自身が超低金利のクーポンのついた国債、とりわけ長期債や超長期債を多額に抱え込んでいることを意味する。今後、経済・金融情勢が変化して、日銀が金融政策運営上、短期金利の引き上げ誘導を迫られ

る局面となった際、それは日銀の債務超過転落を意味する。それが小幅ないしは短期間で済むという保証はどこにもない。

国の資金調達のパターンは、国債は民間部門による引き受けが基本で、それをいかに低い固定金利で、かついかに長い期間調達できるか、という点がポイントとなる。一度、民間に国債を消化してもらえさえすれば、いわばこちら（国）のもので、先行きの金利変動リスクは民間に負担してもらえる。その後は流通市場で金利が上昇する（＝金利上昇時点以降の国債発行金利が上昇する）ことはあるかもしれないが、一度発行済みの固定利付国債のクーポンは当然ながら不変で、利払費を長期間固定することができる。英独といった、健全財政志向の根強い欧州の国々が、クーポンは高めになるのは承知の上で、民間部門による引き受けを大前提に長期国債や超長期国債中心の国債発行を行っているのは、こうした考え方に基づくものだろう。

ところが、いったん、民間金融機関が国から引き受けたはずの国債を中央銀行が買い入れてしまうと、話の展開は全く違うことになってしまう。言うまでもないが、中央銀行は政府と一体の存在であり、先行きの金利変動リスクは再び、政府＝中銀サイドに戻ってきてしまうことになるのだ。中銀が市場金利を超低水準に抑えつける“金融抑圧”に成功していればいるほど、物価や為替レートといった経済・金融情勢の先行きの変動を受けて金利の引き上げ誘導が必要な局面になったとき、中銀は債務超過に転落しやすくなり、それを穴埋めするには政府が国民の税金を原資に損失補填をするよりほかになくなる。行き着く先は、中銀による“事実上の財政ファイナンス”をせずに市場金利の上昇に見舞われて国（国民）の利払費負担が増加するのと大差ない事態に陥るのか、それでは済まず、もっとひどい事態となるのかは、金融市況の変化等の諸条件次第だろう。そしてわが国の場合、こうした2つの“落とし穴”があることを鑑みれば、日銀の財務運営や金融政策運営に問題が生じ、“事実上の財政ファイナンス”が続行できなくなった際に、財政運営上生じる“バケツの穴”は極めて大きいものにならざるを得ない。

現在の財政当局の真意が何処にあるのかは定かではない。コロナ危機で、わが国の国債発行額がこれほどにまで膨張してしまった現在、その多くを従前のような比率で長期債や超長期債で発行した場合、今は日銀が超低金利で事実上、引き受けてくれるかもしれない。当面はそれで何も不都合は起こらないかもしれないが、それは日銀自身、そしてわが国の財政・経済全体にとって、持続可能な道では決してない。それを理解しているがゆえに、少なくとも当面は割引短期国債の発行を調達の主力に据えてしのぐしかない、ということなのかもしれない。

私たちに求められているのは、このコロナ危機のコストをいつ誰がどう負担するのかについて、国全体として今、責任をもって議論したうえでその道筋を明確にし、割引短期国債の発行でなんとかしのいでいる間に、コロナ危機対策分を含め、国債の償還に従前よりも前向きに取り組み、財政再建の道筋を確固たるものにしていくことよりほかにならう。（了）

[/20201118NNN0025]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved