

2021/04/14 07:51

◎【円債投資ガイド】国庫納付金ゼロに転落した独連銀＝日本総研・河村氏（14日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝ドイツ連邦銀行は去る3月3日に発表した2020年決算で、当期利益を計上できず、「国庫納付金ゼロ」の事態に陥ったことを明らかにした。1979年以来、初めての事態だ。コロナ危機を受けてユーロシステム（ユーロ圏加盟の中央銀行の総称）が実施したPEPP（パンデミック緊急買い入れプログラム）によるバランス・シート（以下BS）の急膨張が、加盟各中銀の財務運営に大きな影響を及ぼし始めたことがみてとれる。

独連銀では、毎年の決算発表においては総裁が記者会見して説明するのが恒例だ。ワイトマン総裁は3月3日の会見で、2020年末時点で2.5兆ユーロに達した独連銀の資産は、ドイツの2019年のGDPの70%超に相当すること、そして、PEPPといった、コロナ危機に際して欧州中央銀行（ECB）の政策委員会が採った拡張的な金融政策運営の手段は、独連銀のBS上のリスクを押し上げ、それが年次決算に反映されることとなった、と述べている。

そのからくりは、同総裁が次のように分かりやすく説明している。一つは、大量の社債を買い入れたため、デフォルト・リスクが増加したこと、そしてもう一つは、金利リスクが増加したことであり、PEPPによる国債買い入れによって、独連銀の資産につく低金利が長期間固定されてしまう一方で、同連銀の負債（預金ファシリティによる民間銀行からの預金受け入れ等）に対する利払いは一般的に変化し得ることによる。要するに、独連銀のBSの資産・負債サイドにおける金利の固定期間に差が生じてしまう「デュレーション・ギャップ」が拡大してしまうというのだ。現在はマイナス金利によって、独連銀は民間銀行が預ける預金から金利収入を得ている。しかしながらこの金利収入は、ひとたび金利上昇局面に入れば、たちどころに独連銀から民間銀行に対する金利支払に転換してしまうことになる、と同総裁ははっきり述べている。

独連銀はモデル・ベースでの試算を含め評価した結果、こうしたリスク量が2020年に大幅に増加していることが明らかになったため、BS上でそれに見合う引き当てを積むことが必要になった。その第一歩として、独連銀は2020年決算において一般リスクの引き当てを24億ユーロ（1ユーロ＝130円で換算すれば、3,120億円相当）積み増すこととした。しかしながらこれは、昨年中に増加したリスク量の一部しかカバーすることにしかならず、2021年度も一般リスク向けの引き当てをさらに積み増すことが想定されている。こうしたリスク引当金の積み増しが、独連銀が2020年決算で当期利益ゼロとせざるを得なくなった主因である。同連銀が何の収益も計上できなかったのは1979年以来初の事態であり、コロナ危機対応での金融政策運営が、その規模および内容ともおよそ前例のない、いかに大がかりなものであったのかをまざまざと物語っているといえよう。

独連銀の近年の決算をみると、毎年20～30億ユーロの当期利益を計上し、そのほぼ全額を連邦政府に納付するのが通例であった。2019年決算では、2008年以来最高となる約58億ユーロの当期利益を計上し、国庫納付を行っていたことからすれば、コロナ危機でそうした情勢がいかに急転したかは一目瞭然だ。

ECB政策委員会による金融政策運営方針の決定に従い、ユーロシステム全体としてオペレーションを実施した結果は、このように各加盟中銀の財務状況にストレートに反映される。各加盟中銀のなかで、独連銀はおそらく、財務運営上もっともシビアな影響を受けることになると考えられるが、これは、加盟各国の国債のイールド・カーブの形状を比較すると、財政事情が最も良好なド

イットのイーロード・カーブが最も低水準に位置するにもかかわらず、ユーロシステムとしてのPEPP等による国債の買入れは、あくまで各国中銀の出資比率に準拠して行われるため、出資比率最大の独連銀としては、加盟各国の国債のなかで最も金利の低い独国債を、加盟中銀のなかで最も多額に買入れざるを得ないことによる。

リーマン・ショック以降、コロナ危機を経て、大規模な資産買入れを実施した中央銀行が、危機後にはいずれ、財務運営上深刻な課題を抱えることになるのは、ユーロシステムに限らず、日銀等他の中銀が共通して抱える重い課題だ。ECBは当初からそうした困難を見越し、2015年のPSPP（公共セクター買入れプログラム）実施に先立ってマイナス金利を導入するなど、工夫した金融政策運営を行っていた。正常化局面での金融政策運営の困難度は、中央銀行が抱える当座預金の規模に比例する。2019年末時点では、ユーロシステム全体の当座預金・預金ファシリティの金額は1兆8,500億ユーロ余りと、発行銀行券の1.4倍に抑えられていた。同時点の日銀の当座預金（401兆円）が発行銀行券の3.5倍に達していたのとはかなりの差があった。そのECBもコロナ危機でPEPPを実施したことに伴い、2021年3月末時点でのユーロシステム全体の当座預金・預金ファシリティの金額は4兆ユーロ余りと、発行銀行券の2.8倍にまで膨張している。ただし救いなのは、ユーロシステムの場合は、その見合いとなる資産が、各国の国債ばかりではないことだ。ECBはPEPPとともにTLTRO-Ⅲも拡張し、今やリファイナンス・オペの残高は約2.1兆ユーロと、各国債（約4.1兆ユーロ）の半分強に相当するが、こちらの方には欧州債務危機後に実証されたように、危機が過ぎ去ればあつという間に残高が縮小する仕掛けが織り込まれている。ゆえに、コロナ危機からの正常化の局面における金融政策運営の難易度のハードルは、ECBの方が日銀よりもはるかに低だろう。とはいうものの、それに安住してしまわず、独連銀では来るべき正常化局面での財務悪化を想定し、現段階でできる限りそれに備える措置が講じられることになった。それが今回の「国庫納付金ゼロ」だろう。

ひるがえって日銀の状況を見ると、他の主要中銀を凌駕する規模のBSを抱え、しかもその資産の大半を構成する国債につく金利が極めて低水準であるにもかかわらず、先行きの金利上昇局面で想定される財務運営上の問題にどう対処するか、という議論は進んではいない。日銀は2015年度から、買入れた国債から得られる利息収入の半額を「債券取引損失引当金」として積み立てることとしたが、コロナ危機到来直後に発表された2019年度決算では、あっさりとその取り決めは事実上“反故”にされ、同引当金の積立金を減額して、一般会計の2020年度当初予算政府案で想定されていたのよりも大幅に金額を積み増した国庫納付金を一般会計に“献上”させられることになってしまった。こうした点からも今の日銀の“財政従属”がいかに深刻かが垣間見える。

中央銀行の“財政従属”－これは、ワイトマン独連銀総裁が3月3日の決算発表の記者会見の際、合わせて言及したECBの金融政策運営面での課題として指摘していたことでもあり、ECBが今、行っている金融政策運営戦略の見直しのなかでも、一つの重要な焦点として検討されている模様で、その着地点がどうなるかが大いに注目される。そして、欧州よりもはるかに色濃い形で中央銀行の“財政従属”が進んでしまっているわが国は、このままの財政・金融政策運営では、行き着く先が果たしてどうなるのか、まったくもって定かではない。（了）

[/20210414NNN0047]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved