

2013/04/11 08:21

◎低金利が覆い隠すもの＝日本総研・河村氏【円債投資ガイド】（11日）

河村小百合・日本総合研究所主任研究員＝4月4日、黒田新総裁の下での初めての金融政策決定会合の結果、日銀が打ち出した「量的・質的金融緩和」の内容は、市場の予想を上回るものであった。とりわけ、長期国債を当面、毎月7.5兆円程度（4月は6.2兆円）買い入れる、とした点が目を引く。

「アベノミクス」を掲げる安倍晋三政権のもと、黒田新日銀が「量的・質的金融緩和」によって目指すのは、長年にわたる「デフレ経済からの脱却」、「2%の物価目標達成」である。ただ、その際、供給するベース・マネーを倍増させるのにあたり、日銀が買い入れる資産の主力は案の定、国債、とりわけ長期国債ということになった。

日銀が今回発表した国債買い入れのペースは、今年度としてみれば、約89兆円の長期国債を買い入れることを意味する。今年度当初予算案のもとでの国債発行計画をみると、一般会計の新規財源債は、年金特例国債を含めて45.5兆円、借換債は112.2兆円発行されることになっている。このうち、日銀がいうところの「長期国債」、すなわち年限2年以上の利付国債と物価連動債の発行、および流動性供給入札による市中発行分は126.6兆円だ。要するに日銀は、国債の政府からの直接の引き受けこそしないものの、今年度の新規財源債の全額相当にとどまらず、その2倍相当の額の国債を買い入れる、というのだ。その規模は、借換債をも含めた「長期国債」の市中発行額の実に7割相当に達する。

しかも今回の決定で日銀は、「国債売買基本要領」も一部改正し、従来の「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」という制約を外した。わが国の国債市場においては、直近の発行銘柄が指標銘柄として扱われ、市場金利の指標となる。日銀がこのような国債買い入れを行うのであれば、その間、政府としては、新規財源債の調達に何ら不安はない、ということになるだろう。同時に、わが国の国債市場金利は、日銀が極めて強く関与しつつ、形成されるものとなるだろう。わが国の財政運営を、国内外の市場参加者がどのように評価しようとも、その結果を金利形成で表現することは困難になるのではないか。

このような展開になると、持続可能性を問う声も多い財政状況を抱えたわが国当局の政策運営について、欧州と比較した際の考え方や取り組み姿勢の差がいよいよ大きくなってきたように見受けられる。

欧州においてもリーマン・ショック前の段階で、さまざまな形での「金融的な不均衡」が発生していた。低金利が持続している間は、問題は覆い隠されてしまい、実際に表面化することはなかったが、リーマン・ショックによって、その歯車が一気に狂い始めた。その後、ソブリン危機が立て続けに発生し、長期化する展開となっているが、当局は、市場メカニズムによる圧力を最大限に利用しつつ、各国が「不均衡」の是正に取り組み、経済・財政が持続可能な姿を取り戻せるように促す対応をとっている。

ソブリン危機に端を発する金融危機に際しても、民間金融機関の保有国債は時価評価継続を貫き、その財務内容をオフ・バランス分も含めて徹底的に開示させたうえで、自力増資ないし公的資金注入等で対応した。その過程では当然ながら、民間金融機関による資産売却や貸し渋りの動きもみられた。

中央銀行であるECBの政策運営をみても、危機の初期段階において、問題国の国債買い入れを一時期実施したものの、ごく小規模にとどめ、それをいったん打ち切った。その後、ギリシャやキプロスがユーロ圏内に残留できるか否かの瀬戸際に立たされた際にも、ECBは与信の条件を厳格化して大きく絞り込み、期限を切って、当該国をギリギリまで追い詰める形で、身を切る形での財政再建を断行させている。2012年9月に導入した短・中期国債の買い入れプログラムもまたしかりだ。問題国がこのプログラムの適用を申請してECBに短・中期国債を無制限で買い入れてもらうには、先にユーロ圏が要求するレベルでの厳しい財政再建策を実行することが条件であり、今のところ申請国は皆無だ。当該国が厳しい財政再建を実行するよりも先に、ECBが国債を買い入れることはない。また、市場金利は民間参加者に形成させ、ECBは極力関与を控えるのだ。

このような欧州当局の厳格な政策運営の結果、欧州各国には、実体経済に深刻な影響が及んでいる国が少なくない。しかしながら、各国の財政運営指標をみると、すでにプライマリー収支均衡ないし黒字化を達成した国も少なくなく、近年中に財政収支均衡が視野に入っている国も存在する。このように各国の財政運営には、間違いなく改善傾向が認められ、徐々にではあるが持続可能性が回復される状況となっている。不動産バブル等を含めた不均衡も、いや応なしに是正される過程にある。

これに対し、わが国では、財政運営の実情は欧州各国よりも数段悪いにもかかわらず、危機感は国全体としていまだに乏しい。安倍政権としても、中長期的な財政再建策が、6月に予定される「骨太の方針」にどこまで具体的に盛り込まれるのか、今夏の参院選挙後にどの程度、本格的に取り組まれることになるのかも、いまだよく見通せない状況にある。財政再建どころか、債務残高規模の増加傾向に歯止めをかける見通しすら立っていないのがわが国の現実だ。

そうした状況下で、日銀は今年度、新規財源債の発行額の2倍相当、借換債も含めた国債の市中発行額の7割相当の国債を買い入れることになった。「デフレ脱却」を目標に、財政再建よりも先に、多額の国債を中央銀行が買い入れるのだ。欧州の経験からもいえることではあるが、「低金利」はともすれば「不均衡」の問題を覆い隠しがちになる。今回の空前の規模での金融緩和がわが国の経済・財政にいかなる影響を及ぼすことになるのか、それはひとえに、安倍政権の今後の中長期的な財政再建への取り組みにかかっているととっても過言ではなからう。（了）

[/20130411NNN0048]

(c) Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved