

震災の復旧や復興の費用を日銀引き受けによる国債発行で賄うべきとの主張がある。その背景が金利上昇懸念であれば、政府は、国債増発を平準化しつつ、金融機関からの一時借入れを利用すれば、そうした懸念を払拭しつつ被災地の資金ニーズに機動的に対応しうる。長期金利抑制の役割を日銀が担う場合も、国債引き受けは、財政状況の短期的な好転が望みにくい状況で常態化しやすく、将来、高インフレだけでなく、格下げや海外投資家の離反による大きなコストを招くリスクがある。一方、国債買入れの強化は、増発される国債の条件との慎重な調整や時限性の明示等を伴えば、日銀の原則に対する例外として、国債市場の安定に寄与しうる。

はじめに

震災被災地の復旧と復興にむけた施策に関する議論が始まるとともに、その財源を巡って様々な意見が示されており、中には、日銀引き受けによる国債増発によって資金調達を行うべきという意見も聞かれる。そこで本稿では、こうした主張を検討した上で、政府と中央銀行の現実的で有効な連携を考えることとしたい。

日銀引き受けの主張の背景

今回の震災の復旧と復興の費用を賄うために何らかの形で国債が増発される可能性は高い。内閣府は直接的な経済的損失が最大25兆円に達するとしており、多くが10兆円台とみていた市場の見方より厳しい。これに対し、担当閣僚からは安易な国債依存を控えるとの意向が示され、既存の政策の見直しを通じて数兆円規模の財源を捻出するとの議論もある。しかし、これらを織り込んでも、国債の増発は、内閣府による上記の被害想定を考慮すれば、自らの被害想定をもとに市場関係者が見込んでいる5兆円前後の金額から上振れする可能性も否定できないようだ。

報道によれば、日銀による国債引き受けを主張する向きは、その理由として、増発される国債を市場で消化しようとするれば長期金利が上昇し、日本経済の復興を妨げるとの懸念を挙げている。

この点に関してまず確認すべき点は、この国債発行によって調達される資金は、既存の財政赤字の補填や国債の利払いに使われる訳ではなく、少なくともその大半は被災者の方々の生活支援や被災地のインフラ建設に直ちに支出されることである。これを受けて、民間事業者が商店や工場の再建を本格化することを考えれば、復旧や復興のための財政支出は、民間投資をクラウドイング・アウトするよりも、むしろクラウドイング・インする面が期待される。

民間投資をクラウドイング・アウトしなくても、短期的には金利上昇圧力が生ずる懸念があると主張することもできる。一般的には、国債発行が突如増加した場合—特にそれが歳出の無秩序な増加によると解釈された場合—、市場では財政規律に対する懸念が生じ、リスクプレミアムの増加によって長期金利に上昇圧力が生ずることが考えられる。これに対し、今回のケースで生じる結果をア prioriに決めつけることは難しい。国債増発によって調達する資金の用途やその時限性が明確であれば—上記のように財源の捻出努力がなされた場合はなおさら—、財政規律への懸念は抑制しうる面があるが、復興のための民間の資金需要が高まれば、長期金利にある程度の上昇圧力が生ずる可能性も排除できない。

金利上昇圧力に対する処方箋

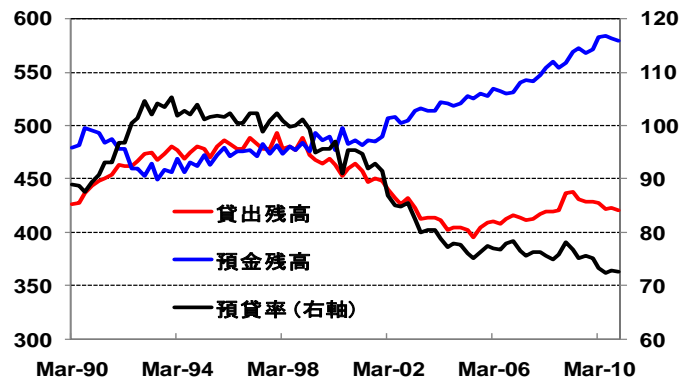
金利上昇圧力の生ずるリスクが否定できないとしても、直ちに日銀引き受けに踏み切らなくても、他に処方箋は存在する。

上に述べたように、今回の国債発行が財政規律への懸念によるリスクプレミアムの上昇を通じた金利上昇を招く可能性が必ずしも高くないとすれば、残された問題は国債市場の需給バランスを崩すリスクである。この点に関して懸念されるのは、増発される国債が通常のように年度内に平準化されるのではなく、一時期に集中する場合のインパクトであろう。政府では、被災地の復旧と復興と

いった段階的な補正予算を考えているようであるが、被災地のニーズをもとに国債増発の時期が集中することは考えられる。

これに伴う市場インパクトに対処するための最も単純な方法は、国債増発を年度を通じて平準化することである。これによって、機関投資家が毎四半期の資金運用計画を多少修正することで、増発された国債を比較的円滑に消化する可能性が拓かれる。同時に、被災地に機動的に資金を支出するために、政府が金融機関から一時的に資金を借りることが考えられる。つまり、金融機関側から見れば、国債発行を対岸とした「ブリッジ・ローン」の供与である。個別の特別会計にはこうした一時的な借入れの例もあるが、震災の復旧や復興の場合には一般会計を含む多くの会計が関係することも考えられるため、会計技術上は工夫や手当が必要となるかもしれない。もっとも、金融機関の側から見れば、少なくともマクロ的には預貸率の低下に苦しんでいる以上、こうした「ブリッジ・ローン」を供与する余力は十分に存在するし、日本のソブリン向け貸出として与信リスクの面でも特に大きな支障はないように思える。

(図表1) 銀行の預貸ギャップの推移(全銀ベース:兆円・%)



資料: 日本銀行

日銀による国債引き受け

それでも、長期金利の上昇リスクを抑制するのは日銀の仕事であると主張することもできる。例えば、金融危機の際や現在の「包括緩和」における社債の買入れは、リスクプレミアムの抑制が主眼であるが、結果として観察されるのは長期金利の抑制である。

そこで、日銀が今回の国債発行に伴う長期金利上昇を抑制する役割を担う場合、国債引き受けが適切な手段かどうかの問題となる。

広く知られているように、日本では、財政法第5条によって日銀による国債引き受けは原則として禁止されている。Davies and Green (2010)によれば、法律で明示的に禁止するケースは必ずしも多くないものの、中央銀行による国債引き受けを行うべきでないという考え方は新興国を含めて広く共有されている。これは、中央銀行による国債引き受けを行うことは、財政支出を文字通りに“printing money”でファイナンスすることであって、最終的には、財政規律の喪失による財政破綻やコントロールの効かない高率のインフレーションを招来し、民間の経済活動を破壊するという極めて深刻なリスクを有するという理解に基づいていることは言うまでもない。

今回増発される国債に関しては、先に述べたように財政規律への懸念が抑制される可能性もあるし、日本におけるデフレ圧力の強さを考えれば、高インフレのリスクは誇張しすぎであると反論されるかもしれない。また、白川総裁が強調する「中央銀行の信認」の喪失も、高インフレが常態化している途上国ではともかく、日本のような先進国にそう簡単に生ずることはないかもしれない。

それでも、日銀による国債引き受けにまつわる懸念を指摘することは容易である。それは、世界の中央銀行が国債引き受けを放棄する中で、日銀が不名誉になるだけでは決してない。仮に、今回の引き受けが大きな問題を生じなくても、前例となって国債引き受けが常態化しかねないリスクは残る。現在の関係閣僚が中央銀行による国債引き受けの深刻なリスクを適切に認識していても、日本の財政状況はそう簡単には好転しないとすれば、将来の政府がこうした政策に頼りたくなる誘因は長く存在し続ける。さらに、将来、海外投資家による国債消化への依存が高まった状況で、中央銀行による国債引き受けが行われれば、財政規律への懸念を背景とする格下げと海外投資家による日本国債離れが、長期金利により強い上昇圧力を招来することになる。

日本版QE2?

それでは、国債引き受け以外に、日銀が長期金利を安定させる対応はありうるだろうか。日銀からみれば、既に政策対応を行ってきたとも言える。例えば、震災後に「包括緩和」のための基金を増強し、国債の買い入れも増やしている。また、「物価安定の理解」の明確化や「包括緩和」実施の際の声明文などを通じて、いわゆる「時間軸政策」を先進国の中で最も明確な形で行っている。

その上で、議論の俎上に上りやすいのは国債買い入れの強化であろう。ここでの問題は、国債買い入れが長期金利の安定に資するか否かである。因みに、FRBが実施しているいわゆる「QE2」も、長期金利の抑制を通じて民間経済活動の刺激を主眼としていた。実際、QE2がアナウンスされた昨年8月から買い入れが開始された11月の間は長期金利が緩やかに低下した。もともと、その後は金利が上昇したために政策意図が実現しなかったとの解釈もある。しかし、株価が上昇しクレジット・スプレッドが縮小したので、実効金利の点では上昇を抑制したとも言える。

日銀は、2008年12月や2009年3月に国債買い入れ額を引き上げた際、資金供給における短期オペの負担軽減が趣旨であると、長期金利の抑制を狙うものでない点を強調している。しかし、2010年10月の「包括緩和」に関しては、長期国債の買い入れを通じて長めの市場金利の低下を狙うという趣旨を明らかにしている。この間、市場では、日銀による長年に亘る国債買い入れが国債の円滑な消化の上で有効であったとの見方がある。また、日銀による従来の国債買い入れでは、金融機関が市場流動性の観点から期近債を持ち込む傾向があった点を考えると、少なくとも結果的には、日銀による国債買い入れが、国債管理政策としての性格も帯びながら金融機関による国債保有をサポートし、結果的に長期金利の安定に寄与したと考えることもできる。

(図表2) 日銀による現在の国債買い入れスキーム

	買い入れ対象	買い入れ額	買い入れ上限額
既存の買い入れ	利付国債(2,4,5,6,10,20,30年債)	年間20.64兆円	
	変動利付債	年間0.72兆円	
	物価連動債	年間0.24兆円	
	(合計)年間21.6兆円	発行銀行券の残高	
包括緩和	長期国債(残存1~2年)	—	上限2.0兆円

資料: 日銀

仮に、国債買い入れを今回強化するとした場合に大切な点は、増発される国債との「距離感」であろう。極端な例として、日銀が、今回増発される国債を市中発行後に程なく買い入れるとすれば、財政法の問題は形式的にクリアされるが、経済的には国債引き受けと変わらなくなり、先に見たような様々なリスクを生じることになる。一方で、強化する国債買い入れの条件(金額や対象年限、買い入れペース等)を増発される国債の条件とは全く独立して裁量的に決めるとすれば、増発される国債による市場インパクトを緩和する効果が弱まるのが考えられる。長期金利の抑制を念頭に買い入れを強化するとした場合は、具体的な買い入れ条件は、これら双方の要求のバランスを採ることが求められる。

同じく重要な点は、国債引き受けのリスクに関する議論から明らかのように、今回の買い入れ強化が時限的なものであることを明確にすることであろう。この点は、国債買い入れを長期金利の抑制手段として使用しないという日銀の原則との関係でも、その例外であることを示すという意味も持っている。そのためには、「包括緩和」の際と同じく、今回の国債買い入れのために別な基金を設けたり、今回増発される国債の償還年限などを参照しながら、この基金による国債買い入れの期限や終了時に残存した国債の扱いなどを予め決定し公表したりすることも有効であろう。

なお、震災の復旧や復興に際して、保険会社が保険金支払のために国債を売却することが長期金利に上昇圧力を生ずるという思惑が生じるようであれば、国債買い入れの強化に際して保険会社からの買い入れの枠を別途に設けることも考えられる。これまでに公開されている情報によれば、こうした思惑は実際には行き過ぎである面が強いと思われるが、こうした対応を用意しておくことも、市場の期待を安定させ、長期金利の抑制に寄与する。

最後に、国債買い入れの副次的な効果として、円相場の安定へも寄与も含まれるかもしれない。為替市場には、中央銀行による資金供給量の相対関係に着目する向きが存在することは事実であり、国債買い入れの強化はその点で円安材料として意識されやすい。この点は米国の「QE2」で確認された通りである。さらに、上記のように保険会社に対する買い入れ枠を設定することも、為替市場でのリパトリの思惑を払拭することも期待される。

おわりに

迅速な経済復興を達成するためにも、また、復興を期待して日本株に投資している海外投資家を失望させないためにも、震災後の経済政策を巡って関係者の足並みが揃わなくなる事態は可能な限り避けるべきであろう。日銀は国債引き受けを行わなくても、金融機関と協力しつつ、長期金利の安定に貢献することができる。

(参照文献)

Davies, Howard and David Green (2010), "Banking on the Future—The Fall and Rise of Central Banking", Princeton University Press

文責: 井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著作者が保証するものではありません。記載された意見は著作者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。本稿は、著作者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします