

ECBと日銀で異なる国債買取りの事情

発表日：2012年9月7日（金）

～財政支援条件となるコンディショナリティ～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

ECBは、買入れの限度を決めずに、無制限に国債購入を開始することを決めた。そのサプライズによって、各国株価は上昇し、為替レートはユーロ高・円安へ向かった。欧米金融緩和は、それが株価・実体経済に好影響を及ぼすと理解され続ける限りは、円安に働く。ところで、同じように日銀が大規模な国債買入れをすれば好影響が得られるかという、それは事情が異なる。日銀は、量的緩和化する包括緩和政策ではなく、実体経済を刺激するルートを再構築しなくては機能不全から脱せられない。

円安に振れた ECB の国債買入れ

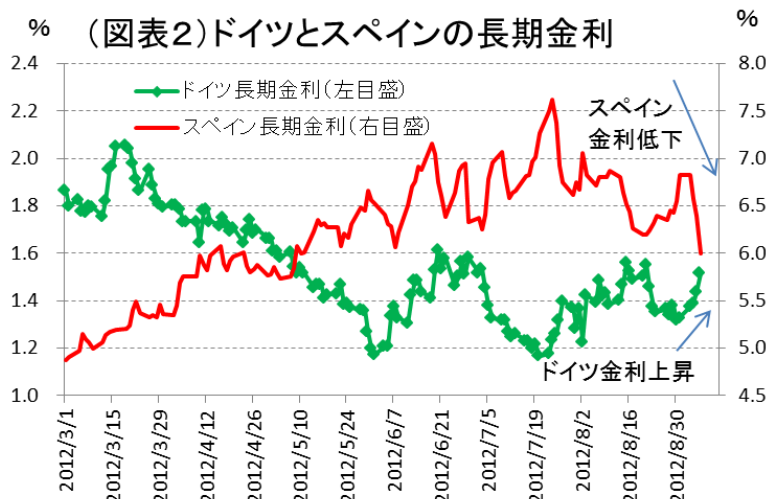
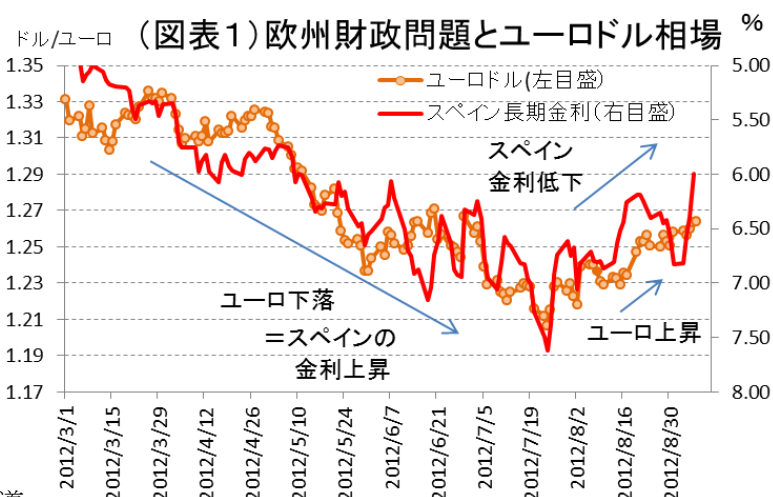
9月6日に ECB は無制限で国債を買い取ることを決めた。欧米の株価は一斉に上昇して、米・独の長期金利も上昇する。そして、為替レートはユーロ高、円安へと動かされている（図表1）。欧米金融緩和＝ユーロ安・ドル安という先入観が強いが、欧米の金融緩和効果が強く実体経済を刺激し続けるとみられれば、通貨は高くなる。日本円は、日米・日欧の長期金利差の拡大に伴って、ユーロ買い・ドル買い・円売り圧力が起こるという理屈である。

今回の ECB の金融緩和が、円安方向への変化を導

いた背景には、ECB の思い切った決断のみならず、米国の経済指標が思いのほか強かったことを見逃してはならない。ECB の国債購入の刺激によって、米金融緩和に対する QE3 観測を刺激して、米株式市場を喜ばせている面も多分にあるだろう。

今回の ECB の緩和は、アナウンスメント効果が大きく働いている特長がある。特に、ECB の緩和報道のヘッドラインにある「無制限（Open-Ended）」という言葉が、極めてセンセーショナルである。この言葉は、期間3年の LTRO の手法とイメージが重なって、長期金利の水準の上限を抑えるために、価格の下落した国債を買い支えて、一定の価格維持を目指す措置に錯覚する。実際は、そうではなく、国債購入の限度をあらかじめ決めずに、国債買取りプログラム（OMT）を使って満期1～3年国債の購入に取り組むということを指している。

今回の国債買取りは、長期金利水準の管理をター



ゲットにするものではないにしろ、同じような結果が導かれる。一時、事前観測として話題になった、スペイン国債とドイツ国債の乖離（スプレッド）を目標にしながら、乖離幅が広がらないようにする効果が、意図せざる結果としてもたらされているからだ。

従来の欧州の長期金利の推移をみると、南欧諸国の財政リスクが高まるとともに、「質への逃避」によってドイツの長期金利が低下している流れがある（図表2）。南欧諸国の長期金利が上昇して、金融機関や投資家に損失が生じ、政府の資金調達が悪くなるという展開が予想される。今回はその逆のことが起きた。つまり、意味合いとして南欧国債の購入をするということは、量的緩和ではなく、信用緩和の効果の方に近いのである。ECBはその分、欧州諸国の信用を支えるための損失リスクを抱え込むことになる。

ここで留意しなくてはいけないのは、ECBが全面的に国債価格維持を目指していることではないことだ。ECBの金融政策効果が、南欧諸国の長期金利の高止まりによって、波及しにくくなっている状況を改善しようとしていることである。これは、財政ファイナンスに当たらないという建前でもある。

重要なのはコンディショナリティ

ECBが国債買切りに動くと、次はFRB、そして日銀も、という連想が働きやすい。しかし、それぞれに事情が異なることはしっかりと理解しておかなくてはならない。

ECBの国債買切りは、後にESMの長期国債の買取り開始を控えていて、それと連携するものである。ECBは満期1～3年に限定されていて、イールドカーブの短中期ゾーンの押し下げに寄与する。そして、重要なのは、買取りの規律を守るために、コンディショナリティが設定されていることだ。コンディショナリティとは、IMFが財政悪化国の救済支援をするときに設定する融資条件としてよく使われる言葉である。ECBの国債買取りも、EFSF・ESMによる国債買取りのコンディショナリティの履行が前提条件となっていて、国債購入する相手国が、財政再建を計画通りに進捗させないと支援に応じられない仕組みになっている。この点は、ECBが財政ファイナンスにあらずと断っていても、悪しき財政ファイナンスに傾くリスクに歯止めをかける重要な規律付けになっている。

今回のECBの決断は、難しい調整を経て行われた英断だったと考えられる。フランス、イタリアはECBの独立性を脅かしかねない財政支援要望を口にして、反対にドイツはECBが安易な金融支援に流されることを警戒していた。ECBは、本来の財政支援の仕組みであるEFSF・ESMの役割を踏まえながら、3年以内という範囲で機動的に金融面での側面支援を行うことを決定した。そこには、南欧諸国がコンディショナリティの履行を遵守してもらいながら、財政再建を頓挫させないように、長期金利安定を促すということである。

もしも日銀ならば

さて、日銀の金融政策をみている人々には、ECBの緩和によって日銀も、という連想が働いたことだろう。現時点で、日銀の国債買取りは、流動性供給を目的に行っている。最近の包括緩和政策は、ますます信用緩和が止まって量的緩和だけの色彩が強まっている。国債買取りも、札割れ対策として買取り総額を嵩上げる目的からその必要性が語られるようになっていく。財政ファイナンスの防止という趣旨からは、辛うじて銀行券ルールが存在していて、資産買入基金はその対象外になっている。わが国の場合、政府の財政規律を守るための基軸として、日銀は特に役立っていない。

わかりやすい思考実験として、もしも、日銀が銀行券ルールを廃止する代わりに、ECBばりに政府に対するコンディショナリティの履行を求めたとしよう。本来、政府と日銀がアコード（協定）を結ぶのならば、日銀が政府にコンディショナリティを求めてもよいのではないか。しかし、それ実行したときに起こりそうな反応は、凄まじ

い反発だろう。それは財政の自由度を縛る行為、あるいは日銀の越権行為としてひどく糾弾されるだろう。

日本は、長期金利が低位安定していて、政府が資金調達コストの増加に苦しくという障害も今のところは目立っていない。政府も金融機関も積極的にそうした要求を声に出していない。だから、日銀は財政ファイナンスの弊害に目くじらを立てずに、自主的に資金供給の手段を選ぶことができています。

考えるべきは、日銀は量的緩和化している包括緩和をこのまま延長してよいか。それが、デフレ解消に資するのかという問題である。流動性供給を積極化して、長期金利が低下することで、民間資金需要が増えたのならばデフレ解消に貢献していると言えるのだが、必ずしもそうはなっていない。ECB は、ESM が本格的に立ち上がるまでに時間を買ひ、その機能を側面支援する役割を担っているが、日銀の場合、決められた時間を買うことにもなっていない。

大胆に考えると、もしも日銀が民間事業者の信用リスクを一部分肩代わりするかたちで、民間金融機関の融資拡大に貢献することができたとすれば、マネー供給が増えて需要拡大とともにインフレ率が上がっていくことだろう。しかし、そうした財政資金の援助を受けて日銀が資金供給をすることは許されていない。仮に、財政資金を日銀が使って民間信用を拡大させることができたとしても、その政策は財政資金の活用を止めた途端に効果が消えてしまうリスクを負う。日銀は、日本経済の潜在成長率を上げるとごく柔らかな表現を使うが、人為的にそれを実行することは難しいことだ。

外債購入はダメか？

今、日銀に突き付けられている積極的な政策対応としては、外債購入が遡上に上っている。これは、民間金融機関への資金供給というよりも、為替レートの日安誘導という願望を背景にしている。日安になれば、輸出産業が生産拡大をする後押しになるほか、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上げる効果が見込まれる。

しかし、日銀が外債購入をして日安誘導を試みることは、為替政策を担っている財務省を差し置いて、日銀が別に行動することになる。常識的にそれでは筋が通らない。日安誘導を試みるのならば、政府が為替介入を通じて日安誘導を行えばよい、という単純明快な回答が導かれる。政府がそう簡単に日安誘導ができないのは、為替操縦国として糾弾されるからである。米国政府が長く中国を為替操作国として非難してきたことはよく知られている。政府が外為特別会計を使わずに、日銀というルートで外債購入を通じた為替操作をやっても、日本が非難されないことにはならない。

また、日本が米国債やアジア諸国の国債を購入する場合、日銀資金を日本国民以外のためのファイナンスに用いることは許されるのだろうか。米国を始めとして外債の発行国の財政状況が将来悪化したときには、そのリスクを日本国民が負うことをどう解釈すべきだろうか。実は、外為特別会計を使った為替介入でも多かれ少なかれ同じような問題が生じる。

日安を通じたデフレ解消として作戦は、アイデアとしては決して間違っていない。ただし、その手法については実務的に慎重に臨む必要がある。例えば、ずばり日安を誘導したければ、理論的には海外の借り手が円で借り入れる金額を極端に増やせばよい。具体的には、海外の経営悪化した企業、あるいは財政悪化が極度に進んだ国の資金調達を日資金で行えば、円売り圧力を生じさせて日安に誘導できる。円建て外債（サムライ債）の発行を、日本政府・日本銀行の信用補完で行うという手法にもなるだろう。

しかし、その実行はやはり難しい。例えば、ECB の代わりに、南欧諸国の財政支援に日本が乗り出すようなものになる。その代償となる信用リスクは誰が負うことになるのか。大胆なアイデアの多くは、実務的には実行不可能である場合が多い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。