

アベノミクスと無制限の金融緩和政策 — ゆうちょ・かんぽの国債保有問題の周辺 —

中央大学 経済学部 教授

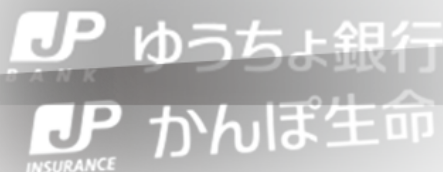
井村 進哉

はじめに

日本郵政公社の民営化直前の2007年9月、JPU 総合研究所から出された報告書(『社会的企業』への道程—民営郵政の経営課題とサービスのあり方—郵政民営化報告書)(田尻嗣夫先生座長)から5年が経った今年2月、日本郵政の株式上場に関わる研究会が発足し、筆者も再びゆうちょ・かんぽの国債保有と経営問題を分析するメンバーとして加わる事となった。

この5年の間に、政権は2度交代し、日本郵政の子会社、郵便事業会社と郵便局会社の統合など若干の手直しが行われた。また今次誕生した政権で注目されるのは、周知のように民主党の野田前首相が衆議院解散を表明した直後から、自民党の安倍総裁が選挙の争点とし、この政権下で日銀による無制限の金融緩和を断行しようとしており、これを契機に秋まで続いていた円高と株価低迷状態からの転換が始まったことにある。そして「アベノミクス」と呼ばれる経済政策に対する市場、経済界全体の期待感が高まり、現在もなおそれが継続している。

小論では、日本郵政の株式上場問題やゆうちょ・かんぽの国債保有と経営問題の検討に入る前に、アベノミクス、中でも日銀がこれから行なおうとしている未踏の金融緩和政策をどのように考えるべきか、いくつかの問題を考えることにしたい。



1. アベノミクスを契機とした 円高是正・株高

解散総選挙決定と同時に飛び出した安倍氏の無制限の金融緩和政策の主張に対して、市場は、選挙結果が出る前から反応し、円高是正、株価の上昇が始まった。

2月末現在、円は1ドル93円台、株価は1万1,600円台を付け、金融緩和の強化や国際収支の悪化を見込んで、円は100円台予想も増え、株価は1万3,000円超の声も上がっている。昨年11月以来の円相場は16%にも達し、株価は4割も上昇したことになる。

金融緩和→円安→株高のシナリオは解りやすい。金融緩和=金利低下が諸外国よりも進めば、円建資金は外貨建資金に移動するので円が売られ円安に向かう。また円安となれば輸出関連企業の収益が増えるので、株価は上昇する。

これが、日銀の具体的な政策発動も何もない段階から始まったのは、ひとつには後述のように11月の初旬には日本の経済基礎条件(ファンダメンタルズ)から見て円安に振れる条件が整っていたこと、今ひとつは、民主党政権下のデフレ経済に対する人々の閉塞感が極めて強かったために、市場も経済界も揃ってこの局面転換に乗ったということでもあ

る。そして選挙結果は自民党の圧勝をもたらした。

円安・株高トレンドは、1月に入ってから安倍政権の始動と体制固め、補正予算を含めると100兆円を超える財政出動、そして日銀人事での超金融緩和論者の起用を受けてますます力を得ているように見える。

しかしながらこうしたトレンドには、これから未踏の領域を踏むとされる金融緩和政策には、その副作用を含めて、乗り越えなければならぬ関門が待っており、その効果に関しては、必ずしも楽観的に考えることができない点が多々存在すると考えられる。

2. 無制限の金融緩和政策で 想定されていること

安倍自民党総裁は、解散総選挙が決まった直後、建設国債の日銀引受を通じた金融緩和政策に言及したが、財政法違反を指摘され、国債の日銀による買いオペ額を格段に拡大するという言い方へ変わった。またこれまでコマースーパー(CP、短期社債)等に加えて、株式、社債、外債等のリスク資産を直接に購入することで、資産価格の上昇を促し、人々のインフレ期待を巻き起こして、日本経済の浮上を図るというものである。

また安倍政権やそのブレイクは、日銀のこれまでのやり方は不徹底であり、より長期の国債に重点を置き、日銀券の発行残高を超えて資産を買い増し、これまでにない金融緩和を断行すべきであると主張する。そして政府と日銀の協定を締結し、政府の方針に沿った日銀人事に替えるとまで言い、受け入れない場合には日銀法を改正するとまで言明した。

金融緩和政策が効果を持つか否か、2%の物価目標が実現可能かどうかは、もちろん議

論の分かれるところである。しかし行われようとしていることは、すでに行ってきた「非伝統的な金融政策」を徹底的に行うこと、すなわち、中央銀行である日銀が大量の資金を市中銀行に供給して、金利をゼロに近くなるまで誘導し、この資金供給を、国債のみならず、株式、社債、さらには外債購入をも通じて、物価上昇率が2%になるまで徹底して続けるということである。

しかし日銀といえども、与えられた政策手段とそのルールに従ってこれを遂行する他ない。以下紙幅の関係上、国債保有問題に絞って考えてみよう。

3. ヘリコプターでは お金をばらまけない

無制限の金融緩和政策を断行する、市中銀行に大量の資金を供給する、といっても、日銀はお札(日銀券)や市中銀行勘定の当座預金をただ渡すことはできないし、市中銀行に強制して資金を受け取らせることはできない。あくまでも日銀も市場を通じた取引によって、市中銀行が資金を必要としている場合にこれを供給することができるのである。

日銀は、市中銀行のどのような資金需要に応え、またどのような政策手段でこれが可能となるのであろうか。金融政策のイロハに立ち返って考えてみよう。

4. 日銀は短期金利は ゼロにできる

景気が低迷しているときの金融緩和政策は、日銀の伝統的な政策手段としては、日銀が市中銀行に貸出す金利を引き下げて、それに連動させて銀行の預金金利や貸出金利を下



げ資金コストを引き下げ、企業や家計などがお金を借りやすいようにする金利の引き下げが行われる。

これは、かつては「公定歩合」と呼ばれたものだ。

高度成長期のように市中銀行が慢性的に資金不足にあり、日銀資金を常に必要としている時代には、公定歩合を引き上げる形での引き締めが可能で、この操作が有効性をもった。

しかし1990年代以降のように資金需要が低迷している中では、公定歩合を引き下げても借入需要が増えるわけではない。

馬を水辺に連れて行っても、馬は喉が渇いているわけではないので、金利が低い「美味そうな水」であっても飲んでくれるわけではないのである。

むしろ資金供給手段としては、まずは銀行や証券会社間の日常的な資金過不足を調整する市場であるコール市場に対する資金の供給金利をゼロにする形で行われるのが、今日の資金供給の主要手段となっている。

ここで日銀は、1997年11月の北海道拓殖銀行や山一証券などの破綻時のように、金融不安が深刻な時期には、銀行間の資金の過不

足を調整する市場であるコール市場で、唯一の資金供給者として市場に現れる。(これをシステムリスクに対応した「最後の貸し手機能」とも呼ぶ。)

またコール市場の金利(短期金利)については、ほぼゼロの水準で供給することによってコール市場に事実上無制限に資金が供給でき、それに伴ってこの市場での金利をコントロールすることもできる。そして日銀は、1990年代末以来、2度の解除を経て、2010年10月以来3度目のゼロ金利政策を続けている。

5. 今日の資金供給手段は国債の買いオペ

しかしそれ以外の市場、特に長期の資本市場、すなわち国債市場、株式市場を通じた資金供給は別のルートとなる。

伝統的な金融政策では、一応、貸倒のない政府の債務である国債が公開市場における操作の対象とされる。また今日、長期金利を操作したり、市中銀行に資金を供給するための主要な政策手段は、貸出よりも市中銀行が保有する国債を通じて売買する公開市場操作、つまり買いオペである。

問題は、国債の買いオペを通じて市中銀行に資金を供給するといっても、それに応じるかどうかは、市中銀行の側の事情によるということだ。これは日銀といえども、**市中銀行から強制的に国債を買い取ることはできないことを意味する。**

市中銀行が買いオペに応じるかどうかは、日銀の国債購入価格(利回り)にもよるし、また市中銀行

自身に、保有している国債を売却して無制限の他の資金需要に応えるニーズがあるかどうかという資金運用政策(ポートフォリオ政策)にも関わっている。

6. 市中銀行が買いオペに応じる条件: その1 高価格=低利回りの買い指値

市中銀行が買いオペに応じる条件の大前提は、国債を売却することによって収益を得られるからである。例えば日銀が市中銀行の保有する100円の国債を101円で買うように入札を入れれば市中銀行は1円の利益が出るから応札するということになる。

ここで市中銀行が保有する額面100円の長期国債が1%の発行時の金利がついていて、例えば1年後にも評価額で100円であるということは、長期金利が変わらず1%であるということだが、101円で売却できるということは、市場では101分の1という利回りが成立したこととなり、長期金利は1%から0.99%に低下したことになる。

つまり市中銀行が保有する国債をその時の取得価格よりも高い価格で購入すれば、したがって金利が低下するように買い指値を入れれば、したがって国債の利回りを低下させることができれば買いオペを通じて長期金利を引き下げることができ、同時に市中銀行に資金が供給できることになる。

金融緩和とは金利を引き下げながら、資金を供給することなのである。

7. 買いオペに応じる条件: その2 市中銀行の代替収益資産の存在

だが目先の1円の利益を得られたとして

も、日銀の買いオペに応じた結果として、市中銀行が手にするのは、日銀における利子のつかない当座預金勘定やその振替によるお札(日本銀行券)である。

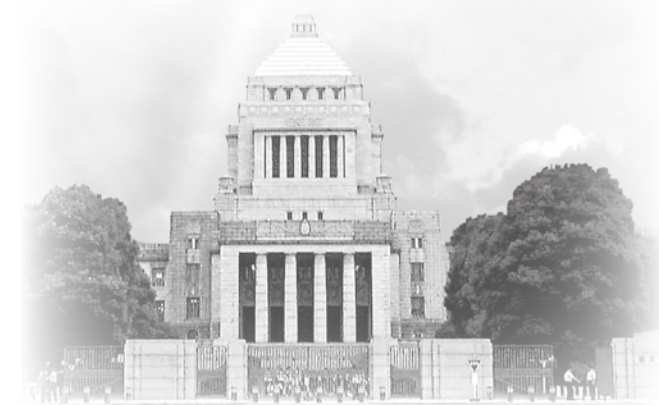
通常この当座預金勘定は、市中銀行が自己の負債である預金の一定部分を準備預金として保持しなければならないもので、それを超える部分は超過準備となって、得べかりし収益を生まない資産となってしまうのであるから、国債に替わる貸出金などの資金需要がない限り、買いオペに応札することは、国債保有による利子収益という得べかりし収益機会を失う資産運用となりかねないものである。

8. 市中銀行の資産運用の国債シフト

2000年代に06年までに継続された日銀の量的緩和政策では、日銀がいくら買いオペを行うための入札を繰り返しても、応札額が予定に達しない「未達」(札割れ)状態となる事態が続いてきた。日銀の国債買いオペ=市中銀行への資金供給には限界があることを意味している。(買いオペ無理論)

これは、水辺に連れて行った馬が、すでに国債という栄養を含んだ餌をたらふく食べており、いくら餌を吐き出させて水を飲ませようとしても、馬は水を飲んだらますます体力を疲弊させることを本能的に知っているのだから、言うことを聞いてくれないのと同じである。

このような現象は、東日本大震災後の東北地方の地方銀行で、被災地に支払われた保険金や義援金は、預金として集まってきても、貸出需要がないので、国債を買うしかなくなって預金に対する貸出の比率(預貸率)は低下し、証券(国債)の比率(預証率)だけが上昇し、国債の買い需要だけが高まり、長期金



利(長期国債の流通利回り)がどんどん下がるといって進んできた。

9. ゼロ金利・量的緩和政策はミレニアム景気を主導しなかった

それでも2000年代の日銀の量的緩和政策では、日銀に市中銀行勘定で30兆円を超える当座預金残高が累積した。(マネタリーベース供給の増加)

この2006年頃までの日銀の当座預金勘定の累積は、中国需要を契機にした緩やかな景気回復と金利の上昇、市中銀行保有の国債の借換、そして邦銀の外貨資金調達でのスワップ利用と外銀資金の日銀当座預金勘定での運用など、いくつかの理由があるが、少なくとも日銀の当座預金勘定に収益を生まない資産が累積したので、買いオペ政策が主導し、市中銀行が日銀の当座預金勘定を収益を生む資産に振り替えるという動き(ポートフォリオ・リバランス)は顕在化したとは言えない。

マネタリーベースを増やすことができても、これを基礎に、市中銀行の信用創造が拡大し、マネーサプライ(マネーストック)が増えるという事態には至らなかったのである。

だから2006年までの実感無き景気回復と言われた「いざなぎ景気」は、日銀の金融緩和政策が主導したとはとても言えず、その政策が持続すること自体に意味があるという議論(「時間軸効果」論)がゼロ金利と量的緩和政策の正当化の根拠とされた。

日銀の金融緩和政策が景気回復を主導できないといっても金融緩和が不要という意味ではない。ゼロ金利も量的緩和政策も景気回復のための政策手段としては、限界があり、また各種の副作用があるということだが、そ

の限界を超えた政策発動は、さらに新たな問題を引き起こしかねないものとなる。

10. 新たな政策とそれに付随する難関

さらなる政策発動は、リーマンショックを経た日本経済のデフレ状態の深刻化の中ですでに始まっている。

これまで国債に限定してきた政策対象が大きく拡大され、国債以外のリスク資産の買取りが始まり、短期の社債(CP)を始め、リスク資産の典型でもある不動産投資信託(REIT)株等も加えられ、さらに企業向けの貸出を行う市中銀行に対する低利融資まで加えられている。

これら一連の政策は、2010年10月からの3度目のゼロ金利政策とともに採用され、12年2月の白川総裁の下で始まった事実上の物価目標の設定を交えた非伝統的金融緩和政策と呼ばれるものであり、決して目新しいものではない。アベノミクスでは、これらの政策を無制限にやろうとしているのである。問題点を国債に限定して見てみよう。

日銀に基金を設定しながら、銀行券発行額に国債保有額を限定する銀行券ルールを踏み超えて国債の大量買取りを断行する政策の行き着く先は、理論的には長期国債の利回りがゼロとなる地点だ。

国債利回りは、一時的にはマイナスにもなりうるが、長期的にはそのような状態は持続し得ない。その下限はもちろんゼロだ。ここに近づいてくると、これ以上金利が下がらない状態に陥り、金融政策もその効果が失われてしまう。ケインズの「流動性の罠」状態である。

このような状況下では、単に金融緩和政策

が効かないばかりではなく、何らかの要因を契機とする金利上昇で、投資家が一齐に国債の売却に走り、金利が一時的に急上昇する事態が生じうる。

何らかの要因とは、1,000兆円を超える累積国債が1,500兆円の個人金融資産残高に近づく中で、日本国内の国債保有能力が限界に達した場合だ。ギリシャなどと違って外国保有が9%程度しかなく、日銀をはじめ、ゆうちょ・かんぼ、年金を含めた巨大な機関投資が事実上、満期保有を中心に市場隔離の形で国内の国債保有機関が市場を支えているが、国債の需給が逼迫すると、国債の価格は下落し、利回り・金利は上昇して、ヘッジファンドのカラ売りアタックで国債暴落=金利高騰の危険性も顕在化する。

このような中で、それまで四苦八苦して金融緩和政策を推進し、国債バブルを作ってきた日銀に、無制限の国債買い入れという「本当の出番」がやってくる。しかし日銀といえどもヘッジファンドのアタックに勝てる保証はない。

金利の乱高下は覚悟しなければならないが、すでに運用対象を短期・中期国債にシフトしているメガバンクに比べて、長期国債中心の地銀以下の下位行や年金基金などのキャピタルロスで巨額な損失がでる可能性がある。

これに加えて経常収支黒字等の急速な縮小による対外バランスの悪化の下で、円安→輸入価格上昇によってインフレ傾向が顕在化すると、皮肉にも「物価目標政策」が「悪性インフレ」の形で「達成」されてしまうことになりかねない。

2%の物価目標達成まで無制限に行われる金融緩和政策によって、「チキンレース」とも言うべき国債バブルや過度の円安が進み、

「流動性の罠」状態で、国債需給の逼迫が起こると、対外バランスの急速な悪化やファンドのアタックの中で、コントロールできない市場の反乱が起こりかねない。

これらを回避する最重要課題は、無制限の金融緩和政策を推進することではなく、内需を中心とする日本の成長力の維持と強化、対外収支を維持する日本の産業競争力、悪性インフレを起こさないような対外収支維持、そして国債管理政策である。むやみな金融緩和政策は、破滅への道に突き進むことになりかねない。

そしてマクロ政策としても、上記の最後の関門である国債管理政策の一翼を担わざるを得ないのが、ゆうちょ・かんぼの満期保有を原則とする国債保有政策である。

アベノミクスの無制限の金融緩和政策が直面しうる関門を乗り越えるためには、単なるゆうちょ・かんぼの国債の塩漬け機関からの脱却を言うだけでは済まない現実があると言えよう。



井村 進哉
(いむら しんや)

中央大学大学院後期中退。小樽商科大学短期大学部講師、助教授、小樽商科大学商学部教授を経て、1996年より現職。経済学博士(東京大学)。主な著書に「日米の福祉国家システム」(日本経済評論社、1997年)、「アメリカ型経済社会の二面性」(東京大学出版会、2001年)、「コーポレート・ガバナンスの社会的視座」(日本経済評論社、2004年)＝以上共編著、「現代アメリカの住宅金融システム」(東京大学出版会、2002年)。訳書に、ゲイリー・ディムスキ「バンク・マネージャー・ウェーブ銀行合併の波」(日本経済評論社、2004年)等。