

国債累増をめぐる諸問題

渡 瀬 義 男

- ① 現代の国債には、景気変動に伴う財源不足を補う機能、公共投資の財源としての機能、金融調節手段としての機能がある。しかし国債は同時に、税金の先送りであるがゆえに安易に用いられ、インフレを招きやすいという特質をもっている。
- ② 国債は、ひとたび累増を始めると、様々な問題を噴出させる。財政の硬直化、将来世代への負担転嫁、民間資金の押しのけによる金利上昇（クラウディング・アウト）、中央銀行の信認低下、拡張的政策への反作用（非ケインズ効果の発現）などがそれである。
- ③ 戦後のわが国初の国債は昭和 40（1965）年度の赤字国債であった。翌 41 年度からは建設国債の発行が本格化した。石油ショック後の昭和 50（1975）年度には大量発行が定着し、その主力が 10 年物国債であったために、昭和 60（1985）年度以降は大量借り換えの時代を迎えることとなった。財政当局は、国債の多様化や流動化、公募入札の拡大を迫られ、さらに赤字国債の満期時現金償還を断念するに至った。
- ④ 1990 年代の「平成不況」の深刻化に伴い、平成 10（1998）年度からは国債発行量が激増した。日銀は国債の買い切りオペ拡大に踏み出し、財政当局は市場との対話、外国人投資の導入に力を注いだ。それでも、綱渡りの局面を迎えることを余儀なくされた。
- ⑤ わが国で、これほど長期の大量発行を可能にした背景の一つに、公的部門による国債保有が調節装置として働いた事実がある。とりわけ日銀の役割は大きかった。その日銀は、現下の不況対策において一層の貢献を求められている。しかし、資産の劣化が日銀の信認と通貨価値を崩落させる危険性については注視が必要である。
- ⑥ 国債の発行上、持続可能な限界値を一義的に決めることはできない。しかし、国民経済の成長力と規模、家計貯蓄率の高さ、企業金融の状況、資本市場における大衆化・国際化の進展具合、国債と国債政策に対する内外の信認等の諸条件から割り出される限度＝「危険水位」は存在する。その手前で財政改革を実行すること、また非常時にあっても長期的視点から財政規律と財政再建ビジョンを堅持することが求められる。

国債累増をめぐる諸問題

財政金融調査室 渡瀬 義男

目 次

はじめに

I 現代の国債

- 1 国債の現代的機能
- 2 国債の今日の問題点

II 国債累増の問題点

- 1 財政の硬直化
- 2 後世代の負担
- 3 クラウディング・アウト
- 4 中央銀行の信認低下
- 5 非ケインズ効果の発現

III わが国における国債の大量発行と国債市場政策の進展

- 1 国債の本格発行期（1965 - 1975 年度）
- 2 国債の大量発行期（1975 - 1983 年度）
- 3 国債の大量発行・大量借換期（1983 - 1998 年度）
- 4 国債の激増・市場整備期（1998 年度以降）

IV わが国における国債保有構造の特質

- 1 国債保有構造の推移
- 2 日銀信用膨張の行方

おわりに一歯止めなき国債依存の将来リスク

はじめに

わが国の国債⁽¹⁾の累増が止まらない。昭和40(1965)年度の発行を起点にして連年積み上げたその残高は、平成21(2009)年度末で約581兆円、名目GDPの114%に達することが見込まれ(当初予算)、さらに補正予算によって10.8兆円が上乘せされる。にもかかわらず、その中心指標である10年物国債の応募者利回りは、平成9(1997)年以降2%以下の超低金利状態を続けている⁽²⁾。これは、財政の長期健全性に対する市場の信認が厚いためであろうか、グローバル経済における不確実性から「質への逃避」(国債という優良商品への避難)が生じているせいであろうか、それとも人為的・政策的な管理・誘導が働いているせいであろうか。本稿の目的は、多少なりともこの謎に迫ることにある。

ところで、国庫にとって僥倖ともいえるべきこの低利・安定発行は、平成20(2008)年の途中から揺らぎ始めている。世界的金融危機に直面して、外国人投資家が国外に引き揚げ、個人

投資家も国債購入を手控える状況で、国債の安定消化に赤信号が灯っているからである⁽³⁾。大規模な国債増発が不可避とされる今日、その価格低落、金利上昇の圧力は着実に高まっているといえよう。そのリスクを見定めることも本稿の目的である。

本稿は、まず手始めとして、国債の現代的な機能と問題点を整理する。次に、国債が累増していくときの悪影響と危険性について素描する。以上を踏まえて、わが国戦後の大量発行とそれに伴う国債市場政策⁽⁴⁾の進展状況を振り返る。さらに、現状の問題点を、とくに保有構造の特徴と財政当局・日銀による操作の中に探ろうとする。最後に、国債依存の将来リスクについて概括する。

I 現代の国債

1 国債の現代的機能

国債は一般に、将来の税収を担保にした国の借金であり、租税収入を補完するものである⁽⁵⁾。国債の現代的な特質を大括みに列挙すれば、以下のようにまとめられる。

(1) 最広義の「国債」は、普通国債(新規債と借換債を合した歳入債)、財政投融资特別会計国債=財投債、交付国債、出資国債、抛出国債、日本高速道路保有・債務返済機構債券承継国債、国庫短期証券(旧割引短期国債、旧政府短期証券)、借入金、一時借入金の総称であるが、本稿はこのうちの普通国債を「国債」として取り扱うこととする。

(2) 1997年末から2008年末まで12年連続であり、その間の平均値は1.463%であった(日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2009.1)。この金利動向については、中島将隆「拡大する日本国債市場の危機」『証券経済研究』41号、2003.3、pp.39-67参照。本稿の問題意識は、この中島論文と同誌石田論文によって触発されている(石田定夫「国債残高の累増をめぐって」同上、pp.17-37)。

(3) 具体例を挙げれば、平成20年10月、物価連動国債(10年物)の入札が中止された。その後、変動利付国債(15年物)の入札中止もあって、20年度における両国債の発行規模は大幅に削減された(5兆4千億円→2兆1千億円)。個人向け国債の販売額も著しく減少している(「国債入札 初の中止」『毎日新聞』2008.10.8;「国債安定消化へ かり取り難しく」『日本経済新聞』2008.12.22;「個人向け国債 販売額最低に」同、2009.4.12)。

(4) 財政当局・中央銀行両者による発行市場と流通市場を併せた環境整備全般に係る政策として、この用語を用いる。本稿では「国債管理政策」という語法を避けている。その理由は、後掲注(7)に見られるように、その主体(財政当局の専管か、それとも中央銀行も関与するか)、目標・内容(国庫資金の確実・安価な調達以外にインフレの抑制や満期構成の操作なども含むかどうか)をめぐる見解が、論者によって異なるからである。

(5) 国債問題の包括的な理解のためには、池田浩太郎「公債」大川政三編『財政論—理論・制度・政策の総合』有斐閣、1975、pp.217-259が有益である。なお、国債の中には国営事業等に振り向けられて収入を生み出す自償的・収益的性格のものもある。この場合は「税金の先借り」には当たらない(鈴木武雄『日本公債論』金融財政事情研究会、1976、pp.121-122)。今日の財投債も一部を除き自償的である。

- ① 租税と並ぶ収入源でありながら、租税と異なって国民に引き受けを強制することはできない（市場で発行される。引き受けは国民の自由意思に基づく）。
- ② 将来に負担を引き延ばすことができるゆえ安易に発行されやすく、通貨の膨張からインフレを招きやすい。
- ③ 有期の債券なので、保有者に対する満期までの利払いと満期時の元本償還が国に義務づけられる（途中で売買されるから流通市場も必要である）。
- ④ 国民の可処分所得を直接的に減ずることがないため、当面の負担感を伴わない財源になりうる（政府にとって便利な手段であるが、国民に「錯覚」も与える）。

このような性格をもつ国債は、現代の経済において重要な機能を果たしている。

第一は、景気変動に伴う財源不足を補う機能である。眼前に進行している世界不況を見れば明らかなように、市場経済は常に変動し続けている。1990年代後半に一時アメリカでもてはやされた、「ニューエコノミー」による景気循環の克服などは幻想にすぎない。循環は資本主義の活力の証であり、それは不可避的に進行するのである。この循環の下降局面では、税収が減少する一方で社会保障支出などは自動的に増加する⁽⁶⁾。財政収支は直ちに悪化するわけである。このとき、均衡財政に固執すれば、増税により、または支出削減により、企業・家計の経済活動を一層収縮させてしまうだろう。これに対し、財政赤字を国債発行で穴埋めすれば、国内需要を維持・創出することで経済活動の下落が抑えられる。国債のこの機能は、短期的な

経済安定化機能と言い換えることができる。

ただし、以上の評価は、現代のフィスカル・ポリシー（景気調整的財政政策）を肯定する立場からのものである。経済混乱とスタグフレーションに見舞われた1970年代一金とドルとの交換を停止したニクソン・ショックと二度の石油ショックに代表される激動の10年一を通じ、ケインズ経済学とフィスカル・ポリシー論が通用力を失うと、代わって台頭したのが①マネタリズム・合理的期待形成論、②サプライサイド経済学、③公共選択論である。それぞれの主張のポイントは、国家による介入への反発（もしくは介入効果の否定）であり、減税・規制緩和による成長であり、均衡予算のルール化であった。

第二は、上記の当面の対策とは別に、市場に委ねれば不十分になる社会的基盤＝インフラストラクチャーの整備に向けた公共投資の財源としての機能である。公共の交通・通信網、学校、病院などの整備・建設は一時的に巨額の経費を要し、そのすべてを税収に頼ることは難しい。そこで、これらのインフラ建設費の負担を長期に分散させる必要が生じる。すなわち、長期国債の発行により、インフラの耐用年数に応じて便益を享受する将来世代に償還の負担を分任させるわけである。この場合の国債が投資目的の建設国債（わが国国税法の4条国債）を意味することはいうまでもない。国債のこの機能は、資源配分的、経済成長促進的である。

第三は、金融調節手段としての機能である。中央銀行は、市場から国債を購入（買いオペ）することによって金融を緩め、逆に市場に売却（売りオペ）することによって金融を引き締めることができる。この公開市場操作は、金利政策

(6) 累進税率のように所得の減少に伴って税負担を急減させ、失業保険給付のように失業の衝撃を和らげるシステムを、経済の「自動安定装置」（ビルトイン・スタビライザー）という。赤字によって経済の急変を抑制する役割を果たすが、これをもってしても設備投資の減退、消費支出の委縮が避けられるわけではない。なお、国債という資産それ自体にも、不況期に消費支出を支えるビルトイン・スタビライザー機能が認められる（P. サミュエルソン（都留重人訳）『経済学（上）』（原書第10版）岩波書店、1977、pp.584-588, 618; 砂川良和・菅寿一『現代公債理論』新評論、1974、pp.77-78）。

と並ぶ重要な政策手段である。ただし、第2次大戦直後の米国のように、中央銀行が財政に従属するような場合には金融政策の効果は上がらない。引き締めが必要なきに買いオペを行えば、低金利の誘導に手を貸すことによって物価の安定と通貨への信認が保ちがたくなるからである⁽⁷⁾。

2 国債の今日的問題点

では、こうした機能を有する国債は、今日いかなる問題を抱えているであろうか。

まず第一は、ひとたび生じた財政赤字と国債残高が、景気の好転による増収で直ちに減少に向かうとは限らない、ということである。むしろ、現代史を振り返ればJ. ブキャナンらの指摘が当たっている。すなわち、民主政治の下では、政治家は(ケインズ派の教えに従うことなく)「不況期の赤字を好況期の黒字で釣り合わせることをしなかった⁽⁸⁾」のである。経済理論の限界と、現代国家における財政規律維持の難しさを明らかにした論点といえよう。要するに、国債とは累積傾向を免れがたいものである。

第二は、国債の種類と発行方法如何によっては、甚大な国民負担を引き起こす可能性がある、ということである。その最たるものがインフレであろう。とくに、経常的な経費(戦費を含む)に用いられる赤字国債(わが国の特例国債)の場合は、長期の生産性向上に結びつかないため、潜在的なインフレ要因になりやすい。まし

て、それが中央銀行引き受けで発行されるときの危険性は、史実に照らして明らかである。

近年、世界経済のグローバル化と資金過剰の下で、全般的なインフレが生じにくい状況が続いていることは確かである。しかし、大量の国債発行が中央銀行によって買い支えられる(金融調節に必要なオペレーションの域を越えた価格支持のための買い切り)状態が続くならば、すなわち、巨額の財政赤字と劇的な金融緩和が組み合わされば、通貨の信認はいつ崩壊しても不思議ではなくなる。国債発行をめぐる歯止め装置の議論を疎かにしてはならない。

II 国債累増の問題点

大量発行された国債が累増を続けると、事態はさらに深刻の度を増す。そのとき、現実にはどのような問題点が生ずるであろうか。以下はその素描である。

1 財政の硬直化

国債の元本償還費と利払い費の合計=国債費が歳出全体に占める割合を高め、予算配分の自由度を狭める現象を財政硬直化という。国債費は保有者=債権者に国が返済を約した義務的経費であるゆえ、最優先の経費である。したがって、それは、必要性の高い政策の実現を妨げるとともに、機動的・弾力的な財政運営の手をも縛る。すなわち、財政の資源配分機能と景気調

(7) サミュエルソン 同上, p.618. この点では、中島将隆・甲南大学教授による米国のアコード研究が参考になる。教授によれば、1951年3月(朝鮮戦争)当時、利子費用を抑えて大量の国債発行を続けたい財務省と、インフレ期には金融引き締めを行いたい連邦準備制度(FRB)がアコードで対立に終止符を打ったが、これによって、「大量・安価な調達」と「インフレ抑制」とを目標・内容とする国債管理政策が、財政政策・金融政策と並ぶ領域として確立したという(中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社, 1977, pp.9-12)。

なお、国債管理政策の定義は論者によって様々である(富田俊基「国債管理政策の再定義」『経済政策の課題—経済改革からデフレ出口戦略まで』野村総合研究所広報部, 2004, pp.261-288; 小宮隆太郎「日銀批判の論点の検討」小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社, 2002, pp.274-284; 須藤時仁『国債管理政策の新展開: 日米英の制度比較』日本経済評論社, 2007, pp.3-7, 65-66, 108 参照)。わが国の財務省はいえ、国債管理政策の基本的な目標を、確実・円滑な国債発行と中長期的な調達コスト抑制の2点に置いている(財務省『日本国債ガイドブック 2004』p.4)。

(8) J. ブキャナン, R. ワグナー(深沢実・菊池威訳)『赤字財政の政治経済学—ケインズの政治的遺産—』文眞堂, 1979, p.109.

整機能を抑制するのである。過去の意思決定が将来世代の裁量を拘束するという点では、世代間の不公平とみなしてよいかもしれない。硬直化の度合いの許容限度を数値化するのには難しいが、今日のわが国のように国債費の対予算総額(国債費比率)が20%を超える場合には、硬直化の著しい国と判定することができる(後掲表1参照)⁽⁹⁾。

ちなみに「ドーマーの定理」では、名目成長率が利子率より高ければ、国債残高の対国民所得比も利払い費のそれも一定値に収束するから財政破綻とはならないといわれる⁽¹⁰⁾。しかし、成長率よりも利子率が高ければ、その数値は拡散して財政破綻を招来するし、幸いに利子率の方が低くても、国債費比率が異常な高さで収束すれば、財政運営が行き詰まることに変わりはない。たとえば国債費が今の倍の水準(40%台)に張り付いたとき、義務的経費でがんじがらめになった予算に将来の国民は果たして耐えられるであろうか。

2 後世代の負担

この問題をめぐっては、国債の負担に警鐘を鳴らした古典派経済学以来、論争は連綿と続いている。代表的論者の一人である A. ラーナーは、前提条件をつけながらも、国債の後世代への負担を否定した。内国債においては

「われわれは自らに借金している⁽¹¹⁾」、というのがその論拠である。しかし、F. モジリアーニはこれに異を唱え、国債の負担は後代に転嫁されるとした。その発行によって本来なら生産的投資に回ったはずの資金が国に吸収され、民間資本ストックの減少から所得減が生じる形で将来世代に負担をかける、という論旨である⁽¹²⁾。後者の説得力に比べ、前者の説は国際化の進んだ今日には適合しない、きわめて限定的な議論といえよう。外資による引き受けが多くなればなるほど、返済のための所得流出は将来世代の重荷となることが自明だからである。ただし、同一世代内での国債保有者と一般納税者という再分配問題に着目する議論を提出した前者の意義は、決して小さくない。

3 クラウディング・アウト

これは、国債発行が経済、とくに金利面に与える影響に着目した論点である。金利が様々な要因によって変動することは確かである。しかし、大量発行が続くなら、金融情勢の好条件(たとえば、国内において家計貯蓄率が高い、あるいは国内外で資金過剰の状態が続くというような場合)に恵まれない限り、公的資金需要による民間資金需要の「押しつけ」(クラウディング・アウト)が生じて金利は上昇し、企業の設備投

(9) 日本経済調査協議会編『国債の累増と日本経済』東洋経済新報社, 1985, pp.47-48 参照。

(10) E. ドーマー(宇野健吾訳)『経済成長の理論』東洋経済新報社, 1959, pp.43-80 参照。ちなみに、ドーマー説においては利払い費は税収で賄うとされており、今日風に言えば基礎的財政収支(プライマリー・バランス)は赤字ではない。

(11) A. Lerner, "The Burden of the National Debt," J. Ferguson ed., *Public Debt and Future Generations*, The University of North Carolina Press, 1964, p.17. サミュエルソンもまた条件つきながら、内国債においては、「われわれはそれこそ『皆で自分に借金している』状態にある」と論じている(サミュエルソン 前掲書, p.616)。

(12) F. Modigliani, "Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt," Ferguson ed., *ibid.*, pp.114-118. さきのブキャナンは、公共支出の生産性の有無にかかわらず、将来世代の納税者に負担がかかることを強調している(J. Buchanan, "Concerning Future Generations," *ibid.*, pp.56-63)。

このほか、バローのように、将来の税負担増に備える民間の行動によって国債の効果が制約されるという「中立命題」を用いて、世代間の負担転嫁を否定する議論もある(R. バロー(仁平和夫訳)『経済学の正しい使用方法—政府は経済に手を出すな』日本経済新聞社, 1997, pp.121-132)。近年では、将来世代への負担のツケ回しを論証するコトリコフらの世代会計が注目されている(L. コトリコフ(香西泰監訳)『世代の経済学: 誰が得をし、誰が損をするか』日本経済新聞社, 1993)。

資と家計の住宅購入等を抑えるであろう。これは、短期的には景気回復を妨げ、長期的にも上述のように生産性の低下を通じて将来世代の負担となつてのしかかる。

4 中央銀行の信認低下

国債の大量発行が続くと、その安定消化のために中央銀行信用の出番を求める要請が強まらざるをえない。中央銀行の保有する国債が増えれば増えるほど、価格変動によって多額の評価損を生じる可能性も高まるであろう⁽¹³⁾。その場合は、国への納付金が減るばかりか国による補償・支援という事態にも陥りかねない。国民負担に直結すると同時に、中央銀行の独立性の侵食が進むわけである。それは、中央銀行の発行する通貨、ひいては中央銀行と国家そのものに対する内外の信認が失われゆく経路となる。

5 非ケインズ効果の発現

国債累増の状況に国債頼みの景気対策が上乘せされる場合、国民が近い将来の税負担増を予想して消費を手控える、また政府への信認が低下して国債相場が下落する（利回りが上昇する）、という形で対策の効果が打ち消される事態を「非ケインズ効果⁽¹⁴⁾」と称する。民間部門の予想（または信頼感）が政策効果に与える影響を重視する視点からの議論である。

国債の大量発行と累積が持続不可能なことは、以上の問題点からも明白である。では、わが国において、なぜこれほど長期の大量発行が可能なのであろうか。問題はすでにどこかで発現しているであろうか。それとも、問題の表面化が何らかの力で抑制されているのであろうか。次節では、主に大量発行以後の歩みを振り返り、現状の把握に努めることとしたい。

III わが国における国債の大量発行と国債市場政策の進展

1 国債の本格発行期（1965－1975年度）

昭和22（1947）年の財政法制定以降、わが国では「公債不発行主義」が貫かれた。ただし、その意味はやや限定的である。本稿にいう国債以外の、政府短期証券、外債、交付国債、地方債、公社・公庫・公団債は発行されていたからである⁽¹⁵⁾。非募債の原則が破られ、財政法の枠外の特例として歳入補填＝赤字国債が発行されたのが、「昭和40年不況」に直面した昭和41（1966）年1月のことであった。翌41年度からは、財政法第4条（但し書き）に基づく建設国債の発行が本格的に開始された。昭和41（1966）年は「均衡財政から国債を抱いた財政⁽¹⁶⁾」への画期となったわけである。

ただし、この時点では国債発行の「歯止め」、財政節度が真剣に論じられ、政府の対応も堅実であった⁽¹⁷⁾。その証左となるのが表1である。

(13) もっとも、国債の市場価格の低下を評価損として表面化させない手段がないわけではない。わが国の高橋財政期（1932＝昭和7年）の「国債標準価格」制度がそれであり、近年（2004＝平成16年度）の償却原価法も、毎期ごとの時価評価を回避できるという点では同根である（日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行史 第四巻』日本銀行、1984、pp.48-49；日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」『日本銀行調査季報』2004年秋（10月）号、pp.75-77；大島通義・井手英策『中央銀行の財政社会学』知泉書館、2006、pp.21-22）。

(14) 富田俊基・中央大学教授は、近年のスウェーデンとイタリアの実例を挙げてこれを力説している（富田「景気対策では景気は回復しない—注目すべき非ケインズ効果」前掲書、pp.93-109；富田『日本国債の研究』東洋経済新報社、2001、pp.324-328）。須藤時仁・日本証券経済研究所主任研究員も、非ケインズ効果をめぐると実証研究を広く紹介している（須藤 前掲書、pp.12-18）。なお、増税を含む財政再建努力が長期利子率の低下を導いた90年代の米国の事例については、A. プラインダー、J. イェレン（山岡洋一訳）『良い政策 悪い政策—1990年代アメリカの教訓』日経BP社、2002、pp.38-44 参照。

(15) 鈴木 前掲書、pp.58-62、85-94。

(16) 同上、p.100。

表1 国債発行額および残高推移

(単位：億円、%)

| 年度 | 国債発行額 | | | | 国債 依存度 (%) | 国債残高 | 対GDP比 国債残高 (%) | 国債費 比率 (%) | |
|-----------|---------|---------|---------------------|-----------|------------------|------|----------------------|------------------|------|
| | 新規債 | 4条債 | 特別債 | 借換債 | | | | | 合計 |
| 1947～64 | 国債不発行 | | | | | | | | |
| 1965(昭40) | 1,972 | - | 1,972 | - | 1,972 | 5.3 | 2,000 | 0.6 | 0.3 |
| 1966(昭41) | 6,656 | 6,656 | - | - | 6,656 | 14.9 | 8,750 | 2.2 | 0.9 |
| 1967(昭42) | 7,094 | 7,094 | - | - | 7,094 | 13.9 | 15,950 | 3.4 | 2.1 |
| 1968(昭43) | 4,621 | 4,621 | - | - | 4,621 | 7.8 | 20,544 | 3.7 | 3.2 |
| 1969(昭44) | 4,126 | 4,126 | - | - | 4,126 | 6.0 | 24,634 | 3.8 | 4.0 |
| 1970(昭45) | 3,472 | 3,472 | - | - | 3,472 | 4.2 | 28,112 | 3.7 | 3.5 |
| 1971(昭46) | 11,871 | 11,871 | - | - | 11,871 | 12.4 | 39,521 | 4.8 | 3.4 |
| 1972(昭47) | 19,500 | 19,500 | - | - | 19,500 | 16.3 | 58,186 | 6.0 | 3.8 |
| 1973(昭48) | 17,662 | 17,662 | - | 5,958 | 23,620 | 12.0 | 75,504 | 6.5 | 4.6 |
| 1974(昭49) | 21,600 | 21,600 | - | 6,358 | 27,958 | 11.3 | 96,584 | 7.0 | 4.4 |
| 1975(昭50) | 52,805 | 31,900 | 20,905 | 4,156 | 56,961 | 25.3 | 149,731 | 9.8 | 5.3 |
| 1976(昭51) | 71,982 | 37,250 | 34,732 | 3,712 | 75,694 | 29.4 | 220,767 | 12.9 | 7.5 |
| 1977(昭52) | 95,612 | 50,280 | 45,333 | 3,128 | 98,741 | 32.9 | 319,024 | 16.8 | 8.0 |
| 1978(昭53) | 106,740 | 63,300 | 43,440 | 6,326 | 113,066 | 31.3 | 426,158 | 20.4 | 9.5 |
| 1979(昭54) | 134,720 | 71,330 | 63,390 | - | 134,720 | 34.7 | 562,513 | 25.0 | 11.3 |
| 1980(昭55) | 141,702 | 69,550 | 72,152 | 2,903 | 144,605 | 32.6 | 705,098 | 28.6 | 12.7 |
| 1981(昭56) | 128,999 | 70,399 | 58,600 | 8,952 | 137,951 | 27.5 | 822,734 | 31.4 | 14.2 |
| 1982(昭57) | 140,447 | 70,360 | 70,087 | 32,727 | 173,175 | 29.7 | 964,822 | 35.1 | 14.6 |
| 1983(昭58) | 134,863 | 68,099 | 66,765 | 45,145 | 180,009 | 26.6 | 1,096,947 | 38.3 | 16.1 |
| 1984(昭59) | 127,813 | 64,099 | 63,714 | 53,603 | 181,417 | 24.8 | 1,216,936 | 39.7 | 17.9 |
| 1985(昭60) | 123,080 | 63,030 | 60,050 | 89,573 | 212,653 | 23.2 | 1,344,314 | 41.1 | 19.2 |
| 1986(昭61) | 112,549 | 62,489 | 50,060 | 114,886 | 227,435 | 21.0 | 1,451,267 | 42.4 | 19.9 |
| 1987(昭62) | 94,181 | 68,800 | 25,382 | 154,490 | 248,672 | 16.3 | 1,518,093 | 42.2 | 20.5 |
| 1988(昭63) | 71,525 | 61,960 | 9,565 | 139,461 | 210,986 | 11.6 | 1,567,803 | 40.5 | 19.6 |
| 1989(平01) | 66,385 | 64,300 | 2,085 | 150,798 | 217,183 | 10.1 | 1,609,100 | 38.8 | 18.4 |
| 1990(平02) | 73,120 | 63,432 | (9,689) | 186,532 | 259,652 | 10.6 | 1,663,379 | 37.0 | 20.7 |
| 1991(平03) | 67,300 | 67,300 | - | 188,757 | 256,057 | 9.5 | 1,716,473 | 36.3 | 22.0 |
| 1992(平04) | 95,360 | 95,360 | - | 214,969 | 310,329 | 13.5 | 1,783,681 | 36.9 | 20.8 |
| 1993(平05) | 161,740 | 161,740 | - | 218,129 | 379,869 | 21.5 | 1,925,393 | 40.1 | 18.3 |
| 1994(平06) | 164,900 | 123,457 | <33,337> (8,106) | 228,817 | 393,717 | 22.4 | 2,066,046 | 42.4 | 18.2 |
| 1995(平07) | 212,470 | 164,401 | <28,511> 19,558 | 253,767 | 466,238 | 28.0 | 2,251,847 | 45.4 | 16.9 |
| 1996(平08) | 217,483 | 107,070 | <18,796> 91,617 | 265,524 | 483,007 | 27.6 | 2,446,581 | 48.1 | 20.4 |
| 1997(平09) | 184,580 | 99,400 | 85,180 | 314,320 | 498,900 | 23.5 | 2,579,875 | 50.3 | 20.3 |
| 1998(平10) | 340,000 | 170,500 | 169,500 | 424,310 | 764,310 | 40.3 | 2,952,491 | 58.7 | 21.0 |
| 1999(平11) | 375,136 | 131,660 | 243,476 | 400,844 | 775,979 | 42.1 | 3,316,687 | 66.4 | 22.8 |
| 2000(平12) | 330,040 | 111,380 | 218,660 | 532,697 | 862,737 | 36.9 | 3,675,547 | 72.9 | 24.0 |
| 2001(平13) | 300,000 | 90,760 | 209,240 | 593,296 | 893,296 | 35.4 | 3,924,341 | 79.5 | 18.7 |
| | | | | | (1,332,127) | | | | |
| 2002(平14) | 349,680 | 91,480 | 258,200 | 696,155 | 1,045,835 | 41.8 | 4,210,991 | 86.0 | 18.6 |
| | | | | | (1,364,271) | | | | |
| 2003(平15) | 353,450 | 66,930 | 286,520 | 749,489 | 1,102,939 | 42.9 | 4,569,736 | 92.6 | 18.9 |
| | | | | | (1,388,025) | | | | |
| 2004(平16) | 354,900 | 87,040 | 267,860 | 844,505 | 1,199,405 | 41.8 | 4,990,137 | 100.1 | 20.6 |
| | | | | | (1,600,702) | | | | |
| 2005(平17) | 312,690 | 77,620 | 235,070 | 1,055,195 | 1,367,885 | 36.6 | 5,269,279 | 104.7 | 21.9 |
| | | | | | (1,650,379) | | | | |
| 2006(平18) | 274,700 | 64,150 | 210,550 | 1,081,206 | 1,355,906 | 33.7 | 5,317,015 | 104.1 | 22.1 |
| | | | | | (1,611,502) | | | | |
| 2007(平19) | 253,820 | 60,440 | 193,380 | 995,785 | 1,249,605 | 31.0 | 5,414,584 | 105.0 | 23.6 |
| | | | | | (1,435,605) | | | | |
| 2008(平20) | 331,680 | 69,750 | 261,930 | 940,937 | 1,272,617 | 37.3 | 5,459,358 | 107.2 | 22.4 |
| | | | | | (1,379,617) | | | | |
| 2009(平21) | 441,130 | 149,110 | 292,020 | 909,914 | 1,351,044 | 43.0 | 5,919,321 | 116.0 | 19.8 |
| | | | | | (1,492,044) | | | | |

(注1) 国債発行額は収入金ベース、国債残高は普通国債の額面ベースである(国債発行額合計の2001年度以降の下段は財投債との合計額)。
(注2) 数字は2007年度までは実績、2008年度は補正後、2009年度は1次補正ベース。なお、2008、2009両年度のGDP予測値は、2009年1月19日閣議決定の数値を用いた。その後の落ち込みで分母が小さくなるので、対GDP比国債残高の値はさらに上昇すると見込まれる。
(注3) 特別債の()書きは臨時特別公債、< >書きは減税特別公債、[]書きは震災特別公債であり、すべて外数。
(出典) 財務省HP <<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/hakkou01.pdf>> ;
<<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/zandaka01.pdf>> ;
参議院予算委員会調査室『平成21年度財政関係資料集』2009.2; 財務省主計局『平成21年度補正予算(第1号、特第1号及び機第1号)等の説明』2009.4等より筆者作成。

新規債の発行額を見れば、昭和 42 (1967) 年度を境として 3 年連続で減少していることがわかる (国債依存度は同年度から 4 年連続で減少)。また表 2 からは、この時期に国債引受シンジケート団 (国債募集引受団、以下「シ団」)⁽¹⁸⁾ が大蔵省資金運用部とともに引き受けを開始したこと、減債制度⁽¹⁹⁾ が確立したことが見て取れる。

昭和 46 (1971) 年度、ニクソン・ショックによる円高への対策として景気浮揚を迫られた政府は、一転して国債の増発に踏み切った。表 1 に見るように、発行額は兆円規模に増え、国債依存度も二桁台に乗せた。この大量増発を、故・鈴木武雄教授は「国債に抱かれた財政⁽²⁰⁾」と名づけ、発行にかかる歯止めの崩壊に警鐘を鳴らしている。しかし、これはまだ序曲にすぎなかった。その直後の昭和 48 (1973) 年秋、石油ショックがすでに過熱状態にあったわが国経済を痛撃したからである。激しいインフレと不況を伴う窮境を打開するために、また大幅な税収不足を補うために、政府は昭和 50 (1975) 年度、建設国債の増発と赤字国債の大量発行を余儀なくされた。戦後の大量発行時代の幕開けである。

2 国債の大量発行期 (1975 - 1983 年度)

低成長時代に入って建設国債と赤字国債の恒常化が進んだため、国債の発行・流通市場整

備の必要性は一層強く意識されるようになった。表 2 は、この時期以後、国債種類の多様化 (割引国債の発行等)、中期債の公募入札 (3 年物、2 年物、4 年物)、金融機関の取得した国債の流動化が始まったことを示している。ここで、三つ目の「流動化」とは、シ団の構成員として金融機関の引き受けた国債が、発行後 1 年を経過すると日銀に全額買い取られていた仕組みから、大量発行の圧力により市中での売却が可能になる仕組みへと転換したことを指す。すなわち、昭和 52 (1977) 年 4 月から国債に市場価格が成立し、相場変動が金融機関経営に影響を与える局面に入ったわけである⁽²¹⁾。2 年後、利率 6.1% の国債 (通称ロクイチ債) が暴落した際、不満を募らせた金融機関は市場実勢の尊重を財政当局に要請した。その後、発行条件が折り合わないとき、当局はしばしば「休債」という発行停止に追い込まれることになる⁽²²⁾。表 2 に登場する「直接発行」という私募形式の国債 (6 年物、15 年物、20 年物) は、その窮状を打開する応急措置に他ならない。

なお、当初 7 年物として発行してきた長期債の満期は、昭和 47 (1972) 年 1 月から 10 年へと延長されていた (表 2)。これは、50 年度に発行された 10 年債が、昭和 60 (1985) 年度に大量の借り換えと償還を迎えるということ

(17) 政府は、①建設国債への限定、②市中消化の原則 (財政法第 5 条: 日銀引き受けの原則禁止)、③経済状況に応じての弾力的発行という、三つの歯止め装置を設けた (同上, pp.115-118, 139-142; 大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和 27 ~ 48 年度』第 7 巻・国債, 東洋経済新報社, 1997, pp.348-352)。なお、歯止め装置の先行研究として、田中信孝『「国債歯止め装置」と財政問題』『政府債務と公的金融の研究』敬文堂, 2008, pp.19-33 がある。

(18) 明治期以来わが国に馴染んできた「統制的引受機構」で、銀行界を中心に資金力に応じた分担率で割り当て発行がなされる方式である。国債の安定発行と金利の低位安定にとって不可欠の装置であった (中島将隆「シ団引受発行の廃止と国債市場特別参加者制度の創設」『証券経済研究』57 号, 2007.3, pp.22-23, 27-29 参照)。

(19) ①国債残高の 1.6% を繰り入れる「定率繰り入れ」、②剰余金の 2 分の 1 を繰り入れる「剰余金繰り入れ」、③必要に応じて行われる「予算繰り入れ」の 3 ルートで、一般会計から国債整理基金特別会計に資金を繰り入れ、この減債基金の活用で国民からの信頼、膨張への歯止め、財政負担の平準化、国債相場の安定を確保しようとした (大蔵省財政史室 前掲書, pp.554-565)。根拠法は、①・③が「特別会計に関する法律」(第 2 章第 3 節: 国債整理基金特別会計) 第 42 条、②が財政法第 6 条である。

(20) 鈴木 前掲書, pp.164-172。

(21) 中島 前掲論文 (18), pp.28-29。

(22) 中島教授は、休債の日常化が国債の発行条件 (応募者利回り) を市場実勢 (流通利回り) に従わせる契機になったとし、これを経た昭和 50 年代末に金融政策が財政政策から独立した (すなわち「日本版アコード」の成立) と評価している (同上, pp.29-30)。

意味するものであった。

3 国債の大量発行・大量借換期（1983－1998年度）

第2次石油ショックに襲われたわが国は、第二臨調を梃子に行財政改革に突き進んだ。マイナス・シーリングによる予算編成、補助金の大幅削減、三公社の民営化などはその代表例である。財政再建努力の只中であって、大量借り換えを目前にした昭和59（1984）年末、政府は赤字国債の償還ルールを変更した（表2）。それまでは、51（1976）年度以降毎年の「公債発行特例法」（もしくは「財源確保法」）により、赤字国債を借り換ええない（10年満期で現金償還する）ことを定めていたが、昭和60年度の財政がこれに耐えられない見通しの中で、赤字国債を建設国債と同じ60年償還とすることに切り替えたのである。建設国債の場合、資産の耐用年数が60年として、毎年60分の1、すなわち残高の100分の1.6を国債整理基金に繰り入れる定率繰り入れに合理性が見られるが、赤字国債は全く異なる。いかにやむをえない「現実的選択⁽²³⁾」だったとはいえ、これによって建設国債と赤字国債との垣根を取り払い、建設国債の原則という「歯止め」自体を突き崩したことは否めない⁽²⁴⁾。

表1によれば、借換債を含めて昭和53（1978）年度から10兆円の大台に乗せた国債発行額は、昭和60（1985）年度の借換債急増を受けて20兆円を突破した。また翌61年度からは、借換

債が発行額全体の過半を占める時代へと突入したことが浮き彫りになる。一方、表2は、この時期に金融機関による新発債の募集（窓口販売、58年4月）と既発債の売買（ディーリング、59年6月）が始まったことを示している。昭和60年10月からは国債の先物取引も開始された。さらにこの時期以降を特徴づけるのは、10年物国債での入札方式の本格的導入である（価格競争入札、平成元（1989）年4月）。これを突き動かした要因として日米間の金融摩擦があったことも、ここで付け加えておきたい⁽²⁵⁾。

昭和60（1985）年はまた、わが国経済にとって一時期を画する年となった。この年9月のプラザ合意を契機に空前の円高が進行し始め、これに対応すべく超低金利政策が継続された。しかし、それはバブル経済への道でもあった。税の自然増収を受けて、平成3（1991）年度から同5（1993）年度まで赤字国債への依存を免れたが⁽²⁶⁾、目標としていた「特例公債依存体質からの脱却」は東の間であった。バブル崩壊による不良債権の激増と金融システムの機能不全により、わが国は後に「平成不況」ともいわれる長期不況に陥り、1990年代を通して大型景気対策と減税の連発を余儀なくされた⁽²⁷⁾。その総額は、1992年8月から2000年10月までの計10回で136兆円⁽²⁸⁾を数えることになる。

4 国債の激増・市場整備期（1998年度以降）

(1) 概況

金融危機に見舞われた平成9（1997）年12月、

(23) 財政制度審議会「国債の償還等に関する諸問題についての中間報告」1984.12.21.

(24) 中島 前掲論文(2), pp.44-45 参照。

(25) 中島 前掲論文(18), pp.30-31. また、「特集：変貌する国債発行市場」『金融財政事情』39巻36号, 1988.9.26, pp.18-27 参照。この中で、新たにシ団幹事入りするゴールドマン・サックスのG. シーバース東京支店長は、「外資系証券会社にとっては、将来にわたって一段と飛躍できるチャンス」と本音を語っている（p.25）。

(26) 平成2（1990）年度は湾岸戦費協力のために約1兆円の「臨時特別公債」＝特例債が発行された。これを外的要因からの例外とみなせば、4年連続で赤字国債依存から免れたことになる。

(27) その過程では、平成9（1997）年4月の消費税率引き上げがあり、金融危機と相まって景気を沈滞させる要因となった。

(28) 富田 前掲書『日本国債の研究』pp.161-162. なお、計算方法によっては総額129兆円という説もある（田中隆之「総額129兆円の経済対策はなぜ効かなかったのか」『エコノミスト』87巻10号, 2009.2.17, pp.31-32）。

表2 国債市場政策の推移

| 年度 | 事 項 | | |
|-------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| 1965 (昭 40) | 66.1 66.3 | シ団引受開始 (7年債) 資金運用部引受開始 | |
| 1968 (昭 43) | 68.4 68.5 | 特別マル優 (国債の別枠非課税) 制度の導入 減債制度の確立 | |
| 1971 (昭 46) | 72.1 | 国債の償還期限延長 (7年→10年) | |
| 1976 (昭 51) | 77.1 | 割引国債 (5年) 発行開始 | |
| 1977 (昭 52) | 77.4 | 金融機関の取得した国債の流動化開始 (保有国債の売買規制緩和) | |
| 1978 (昭 53) | 78.6 | 中期国債 (3年) の公募入札開始 | |
| 1979 (昭 54) | 79.6 80.1 | 中期国債 (2年) の公募入札開始 中期国債ファンド発売 | |
| 1980 (昭 55) | 80.6 | 中期国債 (4年) の公募入札開始 | |
| 1981 (昭 56) | 81.9 | 6年債の直接 (= 私募) 発行 | |
| 1982 (昭 57) | 83.2 | 変動利付債 (15年) の直接発行 | |
| 1983 (昭 58) | 83.4 83.9 | 金融機関による国債募集の取扱い開始 (窓口販売) 20年債の直接発行 | |
| 1984 (昭 59) | 84.6 84.12 | 金融機関による国債 (既発債) デーリング開始 赤字国債の償還ルール変更 | * 日米円ドル委員会 |
| 1985 (昭 60) | 85.6 85.10 86.2 | 国債整理基金特別会計法の改正 (短期国債の前倒し発行、電電株等の帰属) 国債先物取引開始 (東証) 短期国債の公募入札開始 | |
| 1986 (昭 61) | 86.10 | 20年債のシ団引受開始 | |
| 1987 (昭 62) | 87.9 87.11 | 20年債の公募入札開始 シ団10年債引受に引受額入札方式導入 (割当分100%→80%、入札分0→20%) | |
| 1988 (昭 63) | 88.4 | 郵便局における国債募集の取扱い開始 | |
| 1989 (平 01) | 89.4 | シ団10年債引受に価格競争入札方式導入 (入札20%→40%)、米英証券4社シ団幹事入り | |
| 1990 (平 02) | 90.10 | シ団の入札割合拡大 (40%→60%) | |
| 1991 (平 03) | 91.4 | 10年債入札結果の即日発表 | |
| 1993 (平 05) | 94.2 | 6年債の公募入札開始 | |
| 1996 (平 08) | 96.4 | 20年債の四半期毎入札の導入 | |
| 1998 (平 10) | 98.4 99.1 99.3 | 中期国債の非競争入札開始 繰上償還条項の撤廃 入札日程・発行額の事前公表 有価証券取引税・取引所税の廃止 | *ムーディーズによる 日本国債格下げ *ゼロ金利政策 |
| 1999 (平 11) | 99.4 99.9 00.2 | TB1年物・FB3か月物の公募入札開始、外国法人が保有するTB・FBの償還差益の源泉徴収免除 30年債公募入札開始、非居住者等の利子課税を一定条件下で免除 5年利付債導入 | |

| | |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2000 (平 12) | 00.4 FBの全額公募入札化、入札結果発表時間の繰上げ (14:30 → 14:00) 00.6 15年変動利付債の公募入札開始 00.9 国債市場懇談会の開催開始 00.11 3年割引債の公募入札開始 01.3 即時銘柄統合 (リオープン) 方式の導入 *量的緩和政策 |
| 2001 (平 13) | 01.4 非居住者が保有する国債の利子非課税制度の適用対象拡大 01.5 入札結果発表時間の繰上げ (14:00 → 13:30) 01.6 TB・FBの応募価格の単位変更 (TB:5厘 → 1厘、FB:1厘 → 5毛) 01.10 入札日程の公表拡充 (翌3か月分) 02.1 日銀による買いオペ対象債の拡大 |
| 2002 (平 14) | 02.4 非居住者が保有する国債の利子非課税制度の適用対象拡大、国債投資家懇談会の開催開始、シ団の入札割合拡大 (60% → 62%) 02.5 シ団の入札割合拡大 (62% → 75%)、シ団の引受手数料引下げ (63銭 → 39銭) 入札結果発表時刻の繰上げ (13:30 → 13:00) 02.6 証券決済システム改革法の成立 03.1 10年債の入札日から発行日までの期間短縮、新振替決済制度の導入、ストリップス債 (元本・利息それぞれの割引債商品) の導入 03.2 買入消却の入札開始 03.3 個人向け国債の導入 |
| 2003 (平 15) | 03.4 事業法人 (資本金1億円以上) が保有する国債の利子の源泉徴収免除 03.5 シ団の入札割合拡大 (75% → 80%) 03.12 「国債管理政策の新たな展開」公表 04.2 WI取引 (入札前取引) の開始 04.3 物価連動国債 (10年) の発行 |
| 2004 (平 16) | 04.4 外国法人が特定手段で保有するTB・FBの償還差益の源泉徴収免除 04.5 シ団の入札割合拡大 (80% → 85%)、シ団の引受手数料引下げ (39銭 → 23銭) 04.7 「債務管理レポート2004」発行、国債管理体制の強化 (国債担当審議官等の新設) 04.10 国債市場特別参加者制度の導入 04.11 国の債務管理の在り方に関する懇談会の開催開始 05.1 国債に係る第1回海外説明会 (IR) の実施 |
| 2005 (平 17) | 05.4 第1非価格競争入札開始、シ団の入札割合拡大 (85% → 90%)、物価連動国債に係る譲渡制限の緩和 (外国法人等の追加)、海外投資家が日本国債を非課税で保有する際の手続・書類等の簡素化 05.7 入札に関するルール等の見直し (15年変動利付債の入札方式変更・価格コンベンショナル方式へ) 06.1 新型個人向け国債 (固定利付型) の導入、金利スワップ取引に関する契約の締結、買入消却の対象拡大 (全銘柄へ) 06.3 シ団の廃止 |
| 2006 (平 18) | 06.4 流動性供給入札の導入 06.12 入札結果発表時刻の繰上げ (利付債:13:00 → 12:45、TB・TF:12:40 → 12:35)、 物価連動国債・30年債の原則リオープン化を公表 07.1 FB6か月物導入 (TB6か月物からの振替え) |
| 2007 (平 19) | 07.4 特別会計に関する法律施行 (スワップオプション取引等の規定整備)、30年債の入札方式変更・価格コンベンショナル方式へ 07.9 15年変動利付債の原則リオープン化を公表 07.10 新型窓口販売方式の導入 07.11 40年債の公募入札開始 |
| 2008 (平 20) | 08.4 利付国債の発行日を原則 (入札日 + 3日) に設定、流動性供給入札制度の対象銘柄拡大 08.10 物価連動国債の入札中止 (国債市場特別参加者制度発足以来初めて)、変動利付国債の時価会計緩和 *世界金融危機の深化 08.12 個人向け国債の販売不振深刻化 09.2 TB・FBの統合 (国庫短期証券:T-Bill) |
| 2009 (平 21) | |

(注) *印は特徴的な背景事情を表す。

(出典) 財務省 HP <<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/hakkou01.pdf>> ;

日本銀行金融市場局「国債市場と日本銀行」『日本銀行調査月報』2004.5, p.117; 中島将隆「シ団引受発行の廃止と国債市場特別参加者制度の創設」『証券経済研究』57号, 2007.3, p.26等より筆者作成。

「財政構造改革推進法」(平成9年法律第109号)が慌ただしく制定された。しかし同法は不況の深化を受けて立ち往生し、わずか1年で凍結された。金融システムと経済の崩壊を防ぐには、国債の大量発行を裏づけに関係諸法の整備と景気対策の実行を急ぐしかなかった。こうして、平成10(1998)年度の国債発行は前年比で倍増する勢いを見せると同時に、国債依存度も40%台に伸長する(表1)。

折しも、平成11(1999)年度予算の編成をめぐって「事件」が起きた。それまで、財政投融资計画の外で国債を大量に引き受けてきた資金運用部が、郵便貯金の集中満期(による返済)を目前に控える一方、政策金融機関への融資拡大を迫られて11年度の国債引き受け額を大幅に減らさざるをえなくなったのである。その事態に、宮沢喜一蔵相(当時)の「運用部の買入れ停止」発言が重なって、国債相場は暴落した(金利は急騰した)⁽²⁹⁾。世に言う「資金運用部ショック」であった。政府資金の存在なしには国債の安定的発行が不可能なほどの綱渡り状態にあることが、ここに露呈したわけである⁽³⁰⁾。

さらにこの間、発行される国債の構成にも重大な変化が生じていた。表1によれば、平成6(1994)年度から再開された赤字国債は、90年代末には急膨張して建設国債を上回るようになり、以後2000年代初頭からは桁違いの金額差で発行が続けられている。借換債も同じく2000年代以降、新規債の2倍から4倍に達す

るほどの規模で発行されている。端的に言えば、赤字国債がさらなる赤字国債の発行を招くという、赤字国債主導のサイクルが「確立」されたということである。財政法の形骸化が極まった感を抱かざるをえない。

そして平成16(2004)年度、国債残高の対GDP比はついに100%を突破した。平成9年度からわずか7年での比率倍増であった。

(2) 日銀の政策対応

新しい日本銀行法(平成9年法律第89号、同10年4月施行)の下で独立性を強めた日銀は、金融システムの安定とデフレの防止という難題を背負わされていた。日銀は平成11(1999)年2月、短期金利の引き下げを目標に、無担保コールレート(翌日物)⁽³¹⁾をゼロに近づける「ゼロ金利政策」を開始した。ゼロ金利政策は平成12(2000)年8月まで1年半にわたって続けられた。一旦それを解除したもののデフレの深刻化に直面した日銀は、平成13(2001)年3月、さらに空前の「量的緩和政策」に踏み込んだ。これは、操作目標を短期金利から日銀の当座預金残高へと転換するもので、時間的には生鮮食料品を除く(コアの)消費者物価が前年比で安定的にゼロ%以上になるまで継続すること、手段としては日銀券発行残高の範囲内で長期国債の買い切りを増額することを主内容としていた⁽³²⁾。

新たな操作目標となった日銀当座預金(準備

(29) 富田 前掲書『日本国債の研究』, pp.126-128.

(30) 岩田規久男「長期国債買い切りオペを増額すべき」岩田規久男編著『金融政策の論点：検証・ゼロ金利政策』東洋経済新報社, 2000, p.86 参照。

(31) 民間金融機関同士で資金を融通し合うコール市場のレートで、これはその代表格。オーバーナイト物ともいう。

(32) ゼロ金利政策解除後、日銀は貸出金利である公定歩合をさらに段階的に引き下げ、量的緩和政策の始まっていた平成13(2001)年9月には最低の0.1%にまで低下させた(白川方明「『量的緩和』採用後1年間の経験」小宮・日経センター編 前掲書, p.168)。一方、上記の無担保コールレートは最低で0.001%にまで低下し、ゼロ金利政策時の0.02~0.03%をも下回った。まさに世界史上も類を見ないゼロ金利下の量的緩和政策であった。ちなみに日銀は、平成14(2002)年12月から16年9月までに、銀行保有株式を約2兆円買い入れ、翌15(2003)年7月からは18年3月までの時限措置として、1兆円を限度とする資産担保証券の買い入れを実施した(鶴飼博史「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.06-J-14, 2006.7, p.2; 日銀企画室 前掲論文, pp.81, 83-85; 「参議院予算委員会要求資料(日本銀行分)」2009.2.13, p.29 参照)。

預金)とは、民間銀行が預金の一定割合を無利子で日銀に預ける制度で、所要準備=法定準備と超過準備から成っている。それは、銀行が企業や家計に貸し出すベースになるという意味で、現金(日銀券プラス流通貨幣)と併せてマネタリーベースとも、ベースマネー(ハイ・パワード・マネー)とも呼ばれる。日銀は、長期国債の購入によって積み上げさせた超過準備を媒介に通貨供給量(マネーサプライ⁽³³⁾)を増やし、導出された低金利を梃子として、企業の金利負担軽減、銀行等の株価維持、円安による輸出増など、多角的なデフレ脱却効果を狙っていた。もちろん、国債の買い切り増額は価格維持に通じ(銀行には国債の売却益が保証され)、国債利回りの引き下げ要因にもなる⁽³⁴⁾。

平成14(2002)年1月、日銀は買いオペ対象国債の制約を撤廃した。発行後1年経過国債から、さらに直近発行2銘柄を除く国債へとオペ対象を広げたのである⁽³⁵⁾。日銀の(新規発行)国債引き受けに限りなく近づいた一策といえよう。日銀はこの時点で経済・財政政策と一体化し、危機脱出へとフル回転したわけである。量的緩和政策は、平成18(2006)年3月まで5年間続けられ、日銀当座預金目標は最

大時30~35兆円とされた⁽³⁶⁾。

(3) 財務省の政策対応

一方、財務省は国債消化に危機感を強めていた。「資金運用部ショック」が生々しかった上、当面の大量発行に加えて、平成13(2001)年度からの財政投融资改革により新たに財投債の発行が予定されていたからである。市場との対話、海外投資家による購入の拡大が焦眉の急であった。表2からは、平成11(1999)年、有価証券取引税・取引所税の廃止、入札日程・発行額の事前公表、外国法人が保有する短期国債(TB⁽³⁷⁾)・短期証券(FB)の償還差益⁽³⁸⁾の源泉徴収免除、TB・FBの公募入札開始、30年物利付債の公募入札開始(20年物は昭和62年から公募入札が始まっていた)、非居住者等の利子課税免除など、矢継ぎ早の市場対策が講じられたことがわかる。翌12(2000)年には、5年物利付債⁽³⁹⁾、15年物変動利付債の公募入札が開始され、国債市場懇談会が開催された。

平成13(2001)年度、財投債を加えた国債発行額は100兆円を大きく上回った。財務省は平成14(2002)年、非居住者の保有する国債の利子非課税制度を拡大し、国債投資家懇談会を開催した。また翌15年、借り換えの集中す

33) 企業や家計など民間非金融部門が保有する現金(通貨)と預金(通貨)を合したもので、代表的な指標は、預金の中に流動性預金とともに定期性預金を含むM2+CDである。銀行は、預金口座を通じて企業や家計に貸し出す(または債券・株式等の代金を払い込む)ので、貸出増加=預金増(マネーサプライ増)の関係にある。マネタリズムが、このマネーサプライの安定的供給を最重要視した学説であることはよく知られている。

34) 中島 前掲論文(2), pp.49-55 参照。なお、市場規模対比で金利への効果を微小とする研究もある(白川 前掲論文, pp.212-214; 小宮 前掲論文, pp.262, 276-277; 翁邦雄ほか「ゼロ金利下の量的緩和政策」岩田編著 前掲書, pp.158-160, 171-172)。

35) 日銀金融市場局「国債市場と日本銀行」『日本銀行調査月報』2004.5, pp.108-109; 中島 同上, pp.43-44。

36) 以後も長期国債の買い入れは月額1.2兆円規模で続けられた(小池拓自「『ゼロ金利』時代の金融政策—政策推移とその論点—」『調査と情報-ISSUE BRIEF-』550号, 2006.10.6, pp.4-5)。

37) 国債の借り換えのために発行される1年以下の割引短期国債で、Treasury Billの略称。資金繰りのための政府短期証券(Financing Bill=FB)とは異なる。なお、両者は平成20(2008)年度に統合され、21年2月から国庫短期証券(T-Bill)として発行され始めた。

38) この2種類の証券は割引債であって、額面価格と発行価格との差が利付債の利子に相当する償還差益である。

39) 長期信用銀行が破綻して5年物利付金融債が退場したため、国が同種の国債発行に乗り出した。なお、国は昭和52(1977)年から平成12(2000)年まで、5年物割引債をシ団引き受けで限定的に発行してきたが、これ以後、公募発行によるこの5年利付債を急増させていく(中島 前掲論文(18), pp.24-26; 富田 前掲書『日本国債の研究』, pp.149-151)。

る平成 20 (2008) 年度に備えて満期前買い入れ消却の入札を開始したほか、個人向け国債 (5 年物、10 年物) を導入し、平成 16 (2004) 年には物価連動国債 (10 年物) を発行した。さらに平成 19 (2007) 年には、新たに 40 年物利付債を登場させた。

ところで、平成元 (1989) 年 4 月シ団引受の 10 年債に価格競争入札制度が導入されて以来、競争入札比率は段階的に高められてきたが、平成 18 (2006) 年 3 月をもってシ団は廃止された (表 2)。これ以後は、すべての国債が公募入札によって発行されることになる。役目を終えたシ団に代わり、欧米諸国には顔なじみのプライマリー・ディーラー制度をモデルにした「国債市場特別参加者制度⁽⁴⁰⁾」が発足した。わが国の「発行市場の枠組みにおいて英米に遜色のない⁽⁴¹⁾」ところまで整備が進んだと評価される所以である。しかし、財政法上の歯止めがほとんど崩れ去った現実を直視するとき、全く異なる様相が立ち現れるのではないだろうか。譬えるならそれは、国債の大河が決壊するのを防ぐべく、堤防拡張・補修のためのあらゆる市場対策を講じながらも、なお増え続ける水量に追いつかない切迫した光景である。

IV わが国における国債保有構造の特質

前節では、国債の累増と市場対策とのせめぎ合いの実相を略述した。本節では角度を変えて、累積国債の氾濫を防いでいると考えられるもう一つの「調節装置」、すなわち公的部門による国債保有について概観することとしたい。

1 国債保有構造の推移

表 3 は、大量発行期以降における国債保有の状況をフォローしたものである。本稿にいう普通国債以外の国債をも含んだ数値ではあるが、おおよその傾向はこれによって把握することができる (これを図示したのが図 1 である)。最大の特徴は、わが国の累積国債の相当部分が広義の公的部門によって保有されている点に見られる。「広義の公的部門」とは、日銀、旧・郵便貯金、旧・簡易保険、公的金融 (旧・資金運用部資金 = 現・財政融資資金と政府系金融機関との合計)、公的非金融法人、一般政府 (中央・地方政府と社会保障基金との合計) を指す。その保有シェアは、1980 年代の 40% 前後から、1990 年代には 40% 台後半へと上昇し、2000 年代には一時 50% 台を記録した。ここに浮かび上がるのは、国債市場政策によって民間部門が引き受けやすい環境を整備しながら、公的部門で補完する、または公的部門が大量に買い取り保有して市場圧力を降下させる、という構図に他ならない。

もっとも、日銀を公的部門に含めることについては異論もある。政府から独立した日銀が、金融政策として (経済成長に伴う通貨需要の範囲内において) 既発債を買いオペで吸収しており、価格支持を行っているわけではない、というのがその論拠である⁽⁴²⁾。しかし、実態・実質は形式とは別に捉えなければならない。たとえば、表 3 において、日銀等の各保有主体による平成 12 (2000) 年度末と同 17 (2005) 年度末の両時点の保有額に注目してみよう。それによれば、日銀が 39 兆円、郵便貯金が 100 兆円、簡易保険が 27 兆円、社会保障基金が 51 兆円それぞれ

(40) 同制度は平成 16 (2004) 年 10 月導入済みであった。国債の安定消化と国債市場の流動性の確保に向け、特別参加者には特典とともに義務が課されている。当初の指定企業 25 社の中には、平成 20 (2008) 年に破綻し又は吸収されたリーマン・ブラザーズとメリルリンチのほか、内外の有力証券・銀行が含まれていた (中島 同上, pp.30-39)。

(41) 須藤 前掲書, p.68.

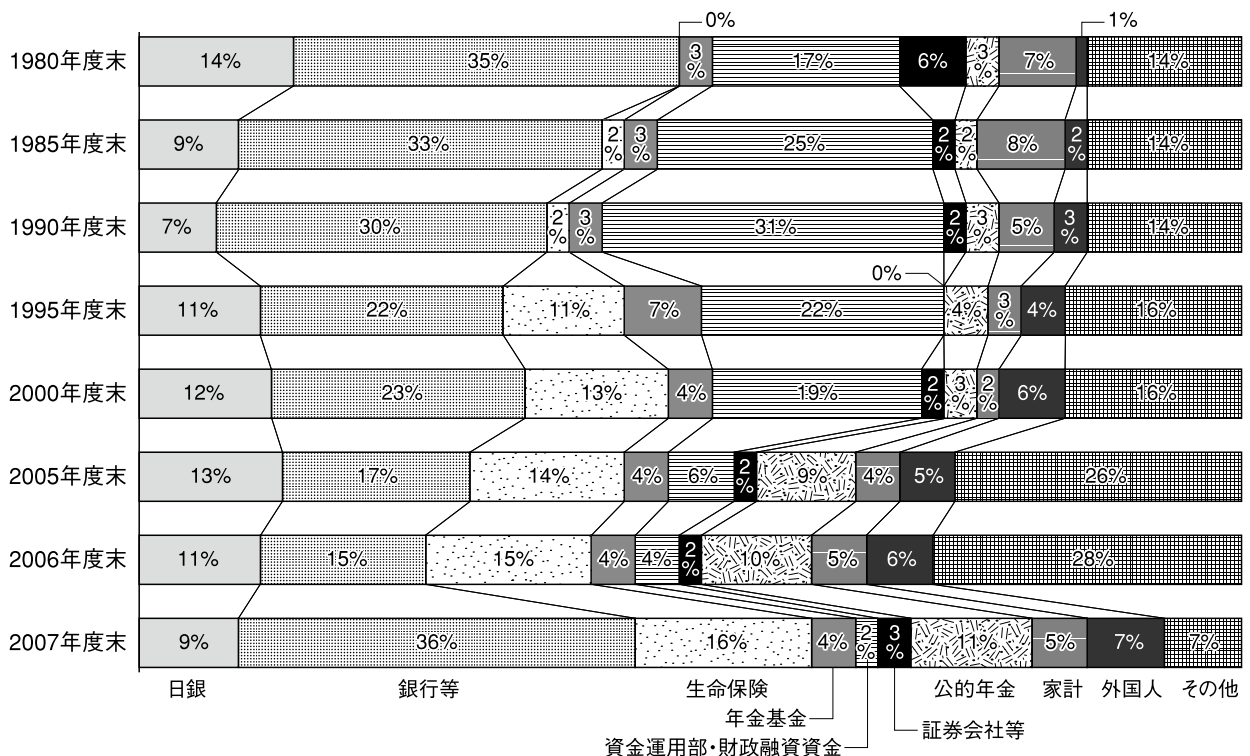
(42) 中島将隆「資金循環統計にみる国債保有構造の変化 (再論)」『証研レポート』1649 号, 2008.8, p.14 参照。これに対して、日銀を公的部門に含めた以下の研究書が参考になる。代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』税務経理協会, 2007, pp.23-25; 須藤 前掲書, pp.104-105, 228, 245-247.

表3 国債保有構造の推移

| | | (単位：億円) | | | | | | | |
|------------|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年度末 | | 1980 (1981.3) | 1985 (1986.3) | 1990 (1991.3) | 1995 (1996.3) | 2000 (2001.3) | 2005 (2006.3) | 2006 (2007.3) | 2007 (2008.3) |
| 保有主体 | 金融機関 | 499,980 | 1,232,556 | 1,342,250 | 2,089,697 | 3,544,708 | 5,274,485 | 5,116,851 | 5,138,708 |
| | 日本銀行* | 90,512 | 125,687 | 110,911 | 273,400 | 476,995 | 866,971 | 710,240 | 636,520 |
| | 預金取扱機関 | 231,122 | 535,774 | 565,211 | 736,252 | 1,224,968 | 2,406,496 | 2,414,192 | 2,464,303 |
| | 銀行等 | 226,039 | 477,490 | 469,339 | 537,265 | 958,926 | 1,142,482 | 1,012,914 | 2,463,952 |
| | 国内銀行 | 144,194 | 282,309 | 320,367 | 319,584 | 636,273 | 619,979 | 531,225 | 466,057 |
| | 中小企業金融機関 | 33,498 | 76,450 | 48,907 | 57,078 | 102,403 | 226,422 | 197,075 | 1,738,227 |
| | 郵便貯金* | 0 | 0 | 55,185 | 170,225 | 265,366 | 1,262,417 | 1,400,238 | - |
| | 保険・年金基金 | 27,190 | 94,268 | 90,275 | 479,261 | 831,219 | 1,393,072 | 1,489,263 | 1,557,426 |
| | 保険 | 7,027 | 46,151 | 42,075 | 308,525 | 645,516 | 1,154,523 | 1,228,760 | 1,291,856 |
| | 生命保険 | 1,814 | 29,193 | 30,323 | 251,112 | 515,529 | 947,495 | 1,021,003 | 1,083,501 |
| | 簡易保険* | 78 | 5,476 | 7,834 | 92,138 | 300,277 | 570,213 | 609,557 | - |
| | 民間生保 | 1,736 | 23,717 | 22,489 | 158,974 | 215,252 | 377,282 | 411,446 | 1,083,501 |
| | 年金基金 | 20,163 | 48,117 | 48,200 | 170,736 | 185,703 | 238,549 | 260,503 | 265,570 |
| | その他金融仲介機関 | 150,607 | 474,863 | 573,218 | 596,964 | 1,007,316 | 605,304 | 488,615 | 466,050 |
| | 公的金融* | 108,759 | 371,735 | 500,666 | 556,358 | 808,352 | 938,095 | 246,936 | 115,492 |
| | 資金運用部・財政融資資金 | 106,922 | 365,551 | 489,547 | 527,341 | 772,659 | 393,589 | 239,338 | 108,974 |
| | 政府系金融機関 | 1,837 | 6,184 | 11,119 | 29,017 | 35,693 | 4,506 | 7,598 | 6,518 |
| | ディーラー・ブローカー (証券会社等) | 35,260 | 33,319 | 36,227 | 8,606 | 71,718 | 116,755 | 139,958 | 234,389 |
| | 非金融法人企業 | 8,562 | 22,177 | 22,725 | 23,659 | 41,552 | 24,620 | 35,678 | 22,973 |
| | 民間非金融法人 | 1,385 | 15,568 | 18,869 | 21,633 | 38,596 | 16,038 | 24,642 | 10,453 |
| | 公的非金融法人* | 7,177 | 6,609 | 3,856 | 2,026 | 2,956 | 8,582 | 11,036 | 12,520 |
| | 一般政府* | 63,349 | 46,714 | 54,011 | 95,444 | 121,527 | 687,300 | 717,896 | 802,455 |
| | 社会保障基金 (公的年金) | 21,569 | 31,661 | 40,136 | 94,174 | 118,350 | 625,215 | 695,038 | 790,872 |
| 家計 | 46,618 | 111,447 | 76,155 | 73,095 | 101,398 | 279,550 | 333,795 | 362,843 | |
| 対家計民間非営利団体 | 16,424 | 16,675 | 20,941 | 38,493 | 36,555 | 98,797 | 114,194 | 124,947 | |
| 海外 (外国人) | 7,944 | 20,217 | 45,343 | 93,501 | 242,874 | 304,916 | 416,370 | 500,972 | |
| 公的部門合計 (A) | 269,875 | 556,221 | 732,463 | 1,189,591 | 1,975,473 | 3,793,578 | 3,695,903 | 1,566,987 | |
| 総計 (B) | 642,877 | 1,449,786 | 1,561,425 | 2,413,889 | 4,088,614 | 6,669,668 | 6,734,784 | 6,952,898 | |
| A / B (%) | | 42.0 | 38.4 | 46.9 | 49.3 | 48.3 | 56.9 | 54.9 | 22.5 |

(注1) 国債は中長期国債 (時価ベース)。2001年度からは財投債が発行されたので、2005年度以降分はその財投債を含む。
 (注2) 2007年10月、ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険は民間会社として業務を開始したため、分類が次のように変更された。
 ゆうちょ：郵便貯金→預金取扱機関 / 銀行等 / 中小企業金融機関。かんぽ：(生命保険マイナス民間生保) →民間生保
 (注3) *印は公的部門を表す。
 (出典) 日銀 HP 資金循環統計 <http://www.boj.or.jp/type/release/nt_cr08/nts29.htm>; 中島将隆「資金循環統計にみる国債保有構造の変化 (再論)」『証研レポート』1649号, 2008.8を参考に筆者作成。

図1 国債保有構造の推移 (百分比)



(出典) 表3のデータより筆者作成。

増額したのに対し、旧資金運用部が財投改革により 38 兆円減額している。国内銀行保有額の微減と照らし合わせるなら、これの意味するところは明瞭である。すなわち、この 5 年間は政府部門が・出動した上に、量的緩和政策の下、銀行等の一旦引き受けた国債を日銀が買いオペで大量に吸収したということである。日銀は政府と一体となってデフレ脱却に邁進したのであり、国債引き受けの原則禁止という「最後の線」を守る以外のあらゆる手立てを講じたといっても過言ではない。日銀は公的部門に組み入れられてしかるべきものである。

同様の議論は旧・郵貯と旧・簡保にも当てはまる。平成 19 (2007) 年 10 月から日本郵政公社が民間化されたため、郵便貯金の保有国債が民間銀行 (中小企業金融機関) の保有に、簡易保険の保有国債が民間生命保険の保有に、それぞれ区分換えされた。その結果、表 3 の示すごとく、平成 19 (2007) 年度末には公的部門の保有率が 20% 台に急落している。しかし、統計上の形式的な取扱いに捕らわれると物事の本質を見誤ることになりかねない⁽⁴³⁾。筆者は、平成 29 (2017) 年度の完全民間化までは、すなわち政府が株式を所有する限りは、ゆうちょ銀行・かんぽ生命ともに政府系と見なすべきと考える。そこで、この両機関を公的部門に含めて再計算したところ (ゆうちょ銀行の保有国債が 156.8 兆円、かんぽ生命の保有国債は 69.0 兆円)⁽⁴⁴⁾、公的部門の比率は 22.5% から約 55% へと跳ね上がった。国債保有における公的部門の実質的シェアの大きさは歴然としているのである。

もう一つの問題は、近年、社会保障基金 (公的年金) のシェアが急伸していることである。将来の年金給付の原資が、金利 = 価格変動の生じうる市場債を大量に保有することの危うさは論ずるまでもあるまい⁽⁴⁵⁾。

保有構造の以上の問題点は、国際的にも際立っている。表 4 は、直近時点で比較可能な日米英 3 国における市場性国債の保有シェアを一覧したものである。米英両国における非市場性国債規模の大きさ、そこに占める政府部門の保有率の高さを考慮すれば、両国の公的保有の実質は高まるが、日本が特異な位置にあることに変わりはない⁽⁴⁶⁾。すなわち、非居住者の保有比率の小ささと対照的な公的部門のそれの大きさである。わが国の公的部門はまさに、洪水を防ぎ水量を調節する巨大な「ダム」そのものといえよう。

2 日銀信用膨張の行方

表 3 によれば、量的緩和政策が打ち切られた平成 18 (2006) 年 3 月、日銀の保有国債は 86 兆 7 千億円のピークを記録したが、以後、保有額は減少しつつある。反転の契機は、平成 11 (1999) 年 3 月に行われた借換方式の変更にあった。それまでは、満期を迎えた長期国債は同じ長期国債で借り換えられてきた。すなわち、「乗り換え」であった。ところが、これ以後は、「割引短期国債をもって借換引受を行う⁽⁴⁷⁾」ことになり、長期国債が 1 年物 TB に振り替わっていく。しかも、この TB について日銀は、「2002 年度以降は全額現金償還を受けている⁽⁴⁸⁾」と説明している。量的緩和政策の解除後も毎月 1

(43) 中島教授はここでも形式的な分類に拠っている (中島 同上, pp.13-14 参照)。

(44) ゆうちょ HP <<http://www.jp-bank.japanpost.jp/aboutus/financial/pdf/kessan200803.pdf>> ;

かんぽ HP <<http://www.jp-life.japanpost.jp/aboutus/financial/pdf/200331.pdf>>

(45) 須藤 前掲書, pp.227-254; 中島 前掲論文(42), p.14; 代田 前掲書, p.23 参照。

(46) 米英両国とも非市場性国債の割合が大きい。米国が国債残高総額の約 2 分の 1、英国が 4 分の 1 である。その大半を政府部門が保有しているため、国債全体の中に占める公的部門の実質的シェアは両国とも大幅に上昇する (須藤 同上, pp.245-250)。

(47) 中島 前掲論文(42), p.5; 日銀企画室 前掲論文, p.87。

(48) 日銀企画室 同上, p.87。

表 4 市場性国債の保有構造 (2006年9月末：日米英比較)

(単位：%)

| 日本 | | 米国 | | 英国 | |
|----------------|-------|---------|-------|----------------|-------|
| 保有者 | 構成比 | 保有者 | 構成比 | 保有者 | 構成比 |
| 公的部門 | 56.3 | 公的部門 | 23.3 | 公的部門 | 7.4 |
| 中央政府等 | 21.5 | 中央銀行・政府 | 18.0 | 中央政府 | 7.2 |
| 中央政府 | 0.7 | | | | |
| 社会保障基金 | 9.0 | | | 公的企業 | 0.1 |
| 中央銀行 | 11.8 | | | | |
| 地方公共団体・公的非金融法人 | 0.2 | 地方公共団体 | 5.3 | 地方公共団体 | 0.1 |
| 公的金融機関 | 34.5 | | | | |
| 郵便貯金 | 20.4 | | | | |
| 簡易保険 | 9.1 | | | | |
| 財政融資資金 | 4.8 | | | | |
| 政府系金融機関 | 0.2 | | | | |
| 銀行等 | 18.6 | 預金金融機関 | 2.7 | 銀行(中銀を含む) | 1.6 |
| 機関投資家 | 14.1 | 機関投資家 | 15.1 | 機関投資家 | 55.0 |
| 保険会社 | 9.2 | 保険会社 | 3.9 | 保険会社 | 28.1 |
| 年金基金 | 3.7 | 年金基金 | 5.7 | 年金基金 | 20.8 |
| 投資信託 | 1.1 | 民間 | 4.5 | 投資信託 | 6.1 |
| その他民間金融機関 | 2.4 | 地方公共団体 | 1.2 | 住宅金融組合 | 0.2 |
| | | 投資信託 | 5.5 | 個人・信託 | 6.1 |
| 家計・対家計民間非営利団体 | 3.2 | 家計等 | 8.8 | 非金融事業法人・その他居住者 | 4.6 |
| 民間非金融法人 | 0.1 | その他 | 0.3 | | |
| 非居住者 | 5.3 | 非居住者 | 49.9 | 非居住者 | 25.2 |
| 合計 | 100.0 | 合計 | 100.0 | 合計 | 100.0 |

(注1) 日本は時価ベース、財投債を含む。その他民間金融機関は、ディーラー・ブローカー(証券会社)やノンバンク等を指す。

(注2) 米国は額面ベース。市場性国債は推計値である。家計等は対家計非営利団体を含む。一方、その他にはブローカー・ディーラー、公的企業、事業会社が含まれる。

(注3) 英国は時価ベース。市場性国債は推計値である。中央銀行は銀行部門に含まれる。また、非金融事業法人・その他居住者には、証券ディーラー、ノンバンクが含まれる。

(出典) 須藤時仁『国債管理政策の新展開：日米英の制度比較』日本経済評論社, 2007, pp.98, 100, 105, 245-247 から筆者抜粋して作成。

表 5 日銀の総資産と国債

| 年月 | 総資産 (A) | 国債保有額 (B) | うち長期国債 (C) | B/A | C/A | 日銀券発行高 兆円 |
|----------|---------|-----------|------------|------|------|--------------|
| | 兆円 | 兆円 | 兆円 | % | % | |
| 2001年12月 | 117.5 | 75.6 | 48.7 | 64.3 | 41.4 | 69.0 |
| 2002年12月 | 125.1 | 83.1 | 56.1 | 66.4 | 44.8 | 75.5 |
| 2003年12月 | 131.4 | 93.5 | 64.4 | 71.2 | 49.0 | 76.9 |
| 2004年12月 | 144.5 | 95.0 | 65.4 | 65.7 | 45.3 | 78.0 |
| 2005年12月 | 155.6 | 98.9 | 63.1 | 63.6 | 40.6 | 79.3 |
| 2006年12月 | 115.5 | 80.6 | 51.5 | 69.8 | 44.6 | 79.8 |
| 2007年12月 | 111.3 | 70.5 | 48.2 | 63.3 | 43.3 | 81.3 |
| 2008年12月 | 122.8 | 63.1 | 41.3 | 51.4 | 33.6 | 81.5 |

(出典) 日本銀行・時系列統計データ検索サイト <<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>>から筆者作成。

兆2千億円の長期国債買い切りを実施しながら、その長期国債保有額が減少する理由はここにある。表5からは、日銀の長期国債保有額が平成16(2004)年末を頂点に下げ足を速め、その総資産比率も平成15(2003)年末の約5割から平成20(2008)年末の3分の1へと低下している状況が読み取れる⁽⁴⁹⁾。

このように信用膨張の回避に努める日銀ではあるが、現下の世界金融危機と同時不況は再び日銀を矢面に立たせている。日銀もまた、主要国の中央銀行と歩調を合わせ、考えられる限りの政策を総動員している。平成21(2009)年3月時点における政策を列挙すれば以下のようである。

- ①平成21(2009)年1月に始めた「企業金融支援特別オペ」の期限を3月末から9月末まで6か月延長する。金額は無制限である。金融機関はこれにより、日銀から3か月物を0.1%の低金利で調達できるので、短期金利の低下が促進される。
- ②同21年3月に導入した社債の買い取り期間を9月末までとする。発行企業が倒産して日銀に損失が発生するおそれがあるため、1兆円を上限とし、対象を残存期間1年以内のシングルA以上の格付けのものに限定する。
- ③同21年1月に開始したコマーシャルペーパー(CP)買い取り期間を9月末までとする。3兆円を上限とした、企業の資金繰り支援策である。
- ④同21年2月銀行保有株の買い取りを4年半ぶりに再開、22年4月までの間に1兆円を上限として実施する。保有株式の下落による自己資本減少から融資圧縮へと銀行が走るのを防ぐ狙いをもっている。さらに21年3月には、銀行の劣後ローンを引き受けることで

資本増強を支援する対策を発表している(規模1兆円)。

- ⑤同20(2008)年9月から米国連邦準備制度理事会(FRB)など15の主要中央銀行が実施しているドル資金供給の期限を、21年4月末から10月末まで6か月延長する。凍りついた市場にドル資金を無制限に注ぐ方策である。
- ⑥同20年11月から始めた日銀当座預金への0.1%の金利付与(補完当座預金制度)期間を、4月中旬までから6か月さらに延長する。
- ⑦同21年2月、従来よりも月額で2千億円多い1兆4千億円の長期国債買い切りを実施し、3月にはさらに1兆8千億円への増額を決定している。年間14兆4千億円ペースから21兆6千億円ペースへの増額であり、長期国債金利の上昇を抑える目的をもつことは明らかである。しかし、このペースが、4年程度で日銀券発行高の天井に達する可能性を秘めていることも確かである⁽⁵⁰⁾。

こうして今や、日銀の信用は再膨張を始めている。さきの表5における2008年末の数値はその兆候に他ならない。しかし、問題は金額=量だけではない。その中身=質の不健全化が急速に進行しそうな点にこそある。上記の社債、コマーシャルペーパー、銀行保有株などは、信用力の点では長期国債に到底及ばない証券である。それを数兆円の規模で購入しようという。長期国債の方は数十兆円の規模が予定されている。発行企業等が破綻した場合(信用リスク)、国債価格が変動した場合(金利リスク)、日銀の損失はいずれ表面化せざるをえない。そのとき納付金が減れば、それは国民の負担に直結する。さらにもし、日銀が債務超過に陥れば政府から

(49) なお、翁ほか 前掲論文には、1999年3月時点の総資産、国債保有額、長期国債が、それぞれ79.7兆円、49.1兆円、29.7兆円と表示されている(p.149)。量的緩和政策以後の長期国債を中心とする資産の急膨張は、これによっても明らかである。

(50) 「日銀 企業の資金繰り支援強化」『日本経済新聞』2009.2.20;「日銀、相次ぎ危機対策実行」同、2009.2.24;「日銀、異例の銀行支援策」同、2009.3.18;「日銀 狭まる政策手段：国債買い切り額限界に」『読売新聞』2009.3.19。

の財政支援が必要となり、それは日銀の従属を意味するのである。

今後、景況悪化への対策で、大規模な財政出動と財源としての国債増発が一層強く要請されよう。その国債の有力な引き受け手であった、資金運用部・財政融資資金はその座を降り、郵貯・簡保は民営化されて政府の意のままの「便利な財布⁽⁵¹⁾」ではなくなった。公的年金も、過去の預託金の償還が終わって購入原資に行き詰まる。外資は国外に流出し、家計も手控え始めている。民間銀行が「質への逃避」を図るにも限界がある。となれば、頼みの綱は日銀しかない。日銀の直接引き受けの圧力はいよいよ高まる気配である⁽⁵²⁾。それが最高潮に達するのは、おそらく10年物国債の利回りが2%に接近するときであろう。

おわりに一歯止めなき国債依存の将来リスク

わが国の歩みが示すように、大量発行下であっても、そのインパクトを緩和する制度・環境を政策的に整備することは不可能ではない⁽⁵³⁾。低成長期や不況期にあって資金余力のある金融機関が貸出よりも国債投資に活路を見出す場合、しかもその余力を生み出すような潤沢な資金供給を中央銀行が続ける場合、また、財政当局の国債政策が精緻化されて公募発行が広く浸透している場合、さらに家計貯蓄の豊かさがそれらの根底にあり、公的部門が大きな受

け皿を提供しているような場合、一国における「国債消化力」が弾力に富むことは確かである。ただ、それが無限大でないことは改めて強調しておかなければならない。

国債発行において持続不可能な地点・状況を一義的に特定することはもちろんできない。しかし、①国民経済の成長力と規模、②家計貯蓄率の高さ、③企業金融の状況、④資本市場における大衆化・国際化の進展具合、⑤当該国債および国債政策に対する内外からの信認・評価・格付け等、諸々の条件で決められる限度、いわば「危険水位」は存在するはずである⁽⁵⁴⁾。

この危険水位に近づいたとき、政策対応によって遅速はあっても国債にリスク・プレミアムが生じることは避けられない。償還能力に疑問符が付けられ、将来におけるインフレ昂進が予想されて、金利への上乗せが生ずるからである。そうなると、市場の安定を泥縄式に確保するのは難しい。それゆえにこそ、その手前の時点で、財政規律と歯止め装置を機能させ発行量の削減を図る、着実に残高を減らす、これを可能にする経済基盤作りと財政改革を行う、という基本姿勢が肝要なのである。現状に当てはめるなら、景気回復最優先の「非常時」にあって長期の視点から財政規律と財政再建ビジョンを堅持する、ということである⁽⁵⁵⁾。

最後に付け加えておきたいのは、日銀引き受けのような「禁じ手」に手を染めないことの重要性である。財政と中央銀行への国民の信頼はそこから生まれるのではないだろうか。想起

(51) 「ゆうちょ銀行の運用資金」『日本経済新聞』2009.3.11.

(52) 一例として、野口悠紀雄「日本でケインズ政策は戦後初めて必要になった」『東洋経済』6187号, 2009.2.14, p.52 参照。

(53) 「政府や中央銀行の金融政策のあり方によって、その限界（起債限界—引用者注）を若干遠くにおしやることも可能といえよう」（池田 前掲論文, p.258）。

(54) 井堀利宏・東京大学教授も「公債消化能力」をめぐる指標を整理し、①プライマリー財政赤字の小ささ、②貯蓄率の高さ、③成長率の高さ、④老年世代からの移転の大きさ、の4点はその能力を高めるとしている（「財政赤字の累増とその問題点」井堀利宏編『日本の財政赤字』岩波書店, 2004, p.14）。

(55) 最近の論調の中では、鈴木準「〈特集・政策総動員の間検証〉『悪い金利上昇』を招来しない成長戦略と財政健全化の道筋を示せ」『金融財政事情』60巻21号, 2009.6.1, pp.10-15が注目される。なお、政府においても、長期債務残高（国・地方）の対GDP比率引き下げが新たな財政再建目標として浮上している（「政府新目標：債務残高削減など重視」『日本経済新聞』2009.5.31）。

されるのは戦前の高橋是清蔵相である。昭和7（1932）年11月、日銀引き受け発行を創始した高橋蔵相は、これを「一時の便法⁽⁵⁶⁾」としていた。すなわち、国債発行の漸減方針とセット

であった。しかし、ひとたび開かれた水門からの奔流は2・26事件の弾雨となって蔵相をなぎ倒し、最終的には戦後インフレと化して国民に惨害をもたらしたのであった⁽⁵⁷⁾。

（わたらせ よしお）

(56) 深井英五『回顧七十年』岩波書店, 1941, p.270.

(57) 故・大内兵衛教授は、戦争直後「高橋さんの写真」なる一文を草し、「ダマスクス（原文のまま）の剣をつつたが如き細い」公債限度の糸を死守しようとして斃れた高橋蔵相を、「日本財政の最後の守護者」として称え追想している。教授は襲い来る財政インフレを「ダモクレスの剣」にたとえたのであった（『財政』10巻5号, 1945.11, p.43）。なお、松元崇・内閣府政策統括官も、「不退転の決意で軍事予算削減のために軍部と戦い、そして暗殺された」高橋蔵相の事績を詳論している（『大恐慌を駆け抜けた男 高橋是清』中央公論新社, 2009, p.335）。