

〔論 説〕

近年における日本の金融政策と財政ファイナンス

齊 藤 壽 彦

目 次

はじめに——財政ファイナンスについて

I 日本銀行による異次元の金融緩和——金融政策から金融政策・財政ファイナンスへ

II 量的・質的金融緩和の金融政策としての効果と限界

III 国債市場の流動性の低下

IV 日本銀行の異次元の国債保有の日銀券信認に及ぼす影響

V 日本銀行の異次元の金融緩和からの出口戦略

むすび

はじめに——財政ファイナンスについて

税収不足と歳出膨張の下で1998年度(平成10年度)以降、我が国は国債の無制限的発行体制に移行した。この国債発行に関してはこれまで私は「近年における日本国債発行—信用と財政信認の視点から—」, 「無制限的発行下における日本国債の消化構造」 「日本銀行券に対する信認問題—日本国債の無制限的発行との関係を中心として—」という論文を発表してきた⁽¹⁾。

今日、日本銀行が国債を大量に買入れている。異次元的な金融緩和政策が採用されるに至っている。これが、マネタリゼーション、中央銀行の財政ファイナンスの段階に入っており、日本銀行の国債買入れは出口のない段階に入っているのではないかということがいわれるようになってきている。

最初に財政ファイナンスの概念について検討しておこう。

「財政ファイナンス」は、財政資金不足を補填するために政府が借入あるいは国債発行を行うことである。特に中央銀行による財政ファイナンスをさす。これは政府が資金調達のために中央銀行から借入れまたは中央銀行に国債を売却することである。この歴史的事例として有名なのが1923年のドイツのハイパーインフレーションである⁽²⁾。これは不換銀行券の発行による財政ファイナンスが、人々のインフレ予想を一挙に高めるような形で行われたケースである。

財政ファイナンスと類似した言葉としてマネタイゼーション(monetization, 貨幣化)という概念がある。「国債の貨幣化」のことで、新規貨幣の発行により国債の資金調達を行うことである⁽³⁾。換言すれば、中央銀行が国債を購入することを通じて赤字財政をやりやす

(1) これらについては参考文献を参照されたい。

(2) アダム・ファーガソン著、黒輪篤嗣・桐谷知未訳[2011]等を参照されたい。

(3) ジョン・ダウングズ、ジョーダン・エリオット・グッドマン編『バロンズ金融用語辞典』第7版、日経BP社、

くすることである。

これは「中央銀行による財政ファイナンス」であるということが出来る⁽⁴⁾。

財政ファイナンスの典型例は中央銀行による国債の引受発行である。

このようなマネタイゼーション、中央銀行による財政ファイナンスは財政節度の喪失、インフレ惹起などさまざまな経済問題をもたらすことが指摘されている。中央銀行の直接引受による国債発行は、政府が市場の信認を考慮せずに国債を発行することを可能にし(財政規律の喪失)、また中央銀行にある政府預金が振込まれた後にただちに引出されて政府需要を生み出す(インフレーションを惹起)する可能性が高い。

中央銀行が通貨を増発して新規発行国債を引き受けることを主張する者が少なからず存在する。長期国債の日本銀行引受発行を行うべきであるという議論はしばしばなされている⁽⁵⁾。だが財政ファイナンスには多くの批判が存在する⁽⁶⁾。

財政法(第5条)および日本銀行法(第34条)は、日本銀行による国債の引受および政府に対する貸付を原則として禁止している。

かつて日銀の国債購入には発行から1年以内の銘柄はかつてはいけないという「1年ルール」があった。日銀が長期国債を買い始めた1967年以後のこのルールは、量的緩和を進めていた2002年1月に変更され、直近の2銘柄を除けば発行1年以内の国債でも買えるようにした。この時点で市場には「国債引き受けとの区別がつかなくなる」との声もあった⁽⁷⁾。2013年4月の異次元緩和の導入に伴って、その買入制限ルールは消えた。2013年9月末の日本銀行の保有銘柄リストに「330回、7895億円」という同月20日に出たばかりの10年債の記載がある。入札直前に、新発債を安く落札するために手持ちの国債を売って債権相場を押し下げようとする動きも目立った。ある市場参加者は、「日銀に売るところに相場が戻れば、もうけが出やすい」ということを明かしている。発行直後の国債が金融機関を経由して最近では事実上の日銀引受けによる国債発行のような状態がみられるようになってい⁽⁸⁾。

現在では国家財政歳入の半ばを新規国債発行による収入が占めるが、この新規国債発行額全額以上の金額の国債を日本銀行が買い上げているのである。

それでは日本銀行の国債買入れは財政ファイナンスといえるような段階に入っているといえるのであろうか。

野口悠紀雄[2014]は、異次元金融緩和の真の目的は財政ファイナンスである、それは「市中から国債を買い上げること」それ自体のためによって行われており、それによって金利

2009年、646ページ。

(4) 野口悠紀雄「国債の貨幣化はどこまで続くか?」『週刊ダイヤモンド』2014年5月24日号、134ページ。野口悠紀雄氏は、現在の日本では、まだ「貨幣化」には至っていないとされる。これは国債購入の代金が日銀当座預金という形で止まっており、日銀券にはなっていないからである。日銀当座預金はベースマネー(ハイパワードマネー)にはいるが、マネーストックには入らない(野口悠紀雄[2014]187、198ページ)。

中島将隆氏は、国債の中央銀行引受がただちに財政ファイナンスであるとはいえず、高橋財政期の日銀国債引受発行とその後の日銀引受発行とは峻別される必要があると私に指摘されている(2014年11月1日)。

(5) 岩下有司[2010]。同[2012]66～67ページ。

(6) 白川浩道[2010]36～37ページ等。白川方明[2011]11ページ。齊藤壽彦[2014]74～75ページ

(7) 『日本経済新聞』2013年10月6日付。

(8) 『日本経済新聞』2013年10月6日付。

高騰を防ぎ、政府の赤字財政を容易にしている、この措置によって日銀の国債購入が「国債増発を支える」財政ファイナンスの性格が明白になった、金融政策は財政政策のしもべになった、と論じている⁽⁹⁾。

これに対して日本銀行は、量的・質的金融緩和の導入にあたって、「長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない」ことを明示している。黒田日銀総裁も、物価安定の目標を達成するために行う金融緩和の方策として長期国債の買入れを行うのであり、財政ファイナンスの意図はないと発言している。ひとたび「財政ファイナンス」と受け取られれば、国債市場は不安定化し、長期金利が実態から乖離して上昇していく可能性があり、これは、金融政策の効果を減殺するだけでなく、金融システムや経済全体に悪影響を及ぼしかねないと述べている⁽¹⁰⁾。

異次元金融緩和政策と財政ファイナンスとの関係をどのように考えればよいであろうか。本論文ではこのことについて検討したい。

I 日本銀行による異次元金融緩和—金融政策から金融政策・財政ファイナンスへ

1 金融政策としての日本銀行の国債買オペレーション

日本銀行は物価の安定と金融システムの安定を目的とする日本の中央銀行である。前者は金融政策、後者は信用秩序維持政策（プルーデンス政策）を通じて達成されることとなっている。

金融政策は経済の発展を図ることも課題としており、金融政策において物価安定・通貨価値安定と経済成長のどちらを優先するかで論争があったが、あらゆる経済活動、国民経済、経済発展は物価の安定を基盤としている。したがって、日本銀行は金融政策の理念を「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」としている。

金融政策目的を達成するために金融の調節が中央銀行を通じて実施されている。その手段としては一般に公定歩合操作、オープン・マーケット・オペレーション（公開市場操作）、支払準備率操作があるとされている。現在日本銀行が最も重視しているのはオペレーションである。このオペレーションは国債などの証券の売買や基準金利でない金利での資金貸付によって金融を調節しようとするものである。その中心は国債の売買である。国債のオ

(9) 野口悠紀雄 [2014] 187～191 ページ。井村進哉 [2014] は「異次元金融緩和」政策の目的は2%の物価目標の達成であるが、この政策のもとで「国債のマネタイゼーション」、「財政ファイナンス」が進行していることを認めている（56-57 ページ）。高田創 [2013] は、日本銀行の異次元緩和政策が事実上の財政ファイナンスであることを認めている。だが、国債の安定発行を可能にする、財政規律に対する姿勢への市場の信頼を確保するために、「財政ファイナンス」について「そうである」と容認してはいけない、という「不都合な真実」を指摘している（171～172 ページ）。森田長太郎 [2014] は、政府が中央銀行の国債買入れによって財政支出を賄っているという感覚を持ち始め、その結果として財政支出が過剰になった場合に「マネタイゼーション」の領域に足を踏み入れ始めたかと理解すべきであると述べている（227 ページ）。

(10) 日本銀行「『量的・質的金融緩和』の導入について」2013年4月4日。黒田東彦「量的・質的金融緩和——読売国際経済懇話会における講演——」日本銀行ホームページ掲載。国立国会図書館調査及び立法考査局財政金融課（吉鶴祐亮）[2013] 9 ページ。中島将隆も異次元緩和政策の目標はデフレ脱却と円高是正である、この政策は物価目標2%を実現するためのものであると述べ、金融政策の財政ファイナンス化を否定している（中島将隆 [2013b] 4, 13 ページ）。

ペレーションは国債の売りと買いの両方を含むが、近年ではデフレ対策が重視されて、国債のオペレーションにおいてはもっぱら買オペレーションが行われている。

日本銀行が現在実施している国債買入れは、名目上は金融政策の一環をなしている。同行は金融調節に当たり、国債を活用しており、今日の同行の国債買入オペレーションは、同行の立場上は金融政策のために行われているものであり、建前としては「財政ファイナンス」(財政支援)や国債金利の安定を目的として行われているものではないということとなる。

経済の悪化やデフレに直面して、従来行われなかった規模での金融緩和政策が、1999年2月のゼロ金利政策の導入以降、非伝統的金融政策として行われるようになった。「国債買入オペレーション」が1999年や2000年代には「ゼロ金利政策」、「量的金融緩和」、「包括的金融緩和政策」などの非伝統的金融緩和政策によるデフレ対策として実施された⁽¹¹⁾。

日本銀行の国債保有額は2000年代に入り膨張過程をたどっていった。

2 異次元金融緩和の導入と展開

2012年12月に第2次安倍内閣が発足し、アベノミクスと呼ばれる政策が実施されることとなり、その「第1の矢」として大胆な金融緩和が行われることとなった。

日本銀行は金融政策の一環をなすものとして、政府と十分な意思疎通を図ることが求められている(同法第4条)。これは金融政策に対する政府の権限を認めたものではないが、近年、日本銀行に対する政府の影響力が増大している。2012年11月16日、安倍晋三自由民主党総裁は「日銀法の改正も視野に入れた、・・・大胆な金融緩和を行っていく」ということを記者会見で発言した。同月21日に公表された選挙公約にも、日銀法の改正も視野に入れて、「政府・日銀の連携強化の仕組みを整える」ということが明記された。このような政府・自民党の日本銀行に対する圧力の下で、第2次安倍内閣成立直後の2013年1月22日、消費者物価の対前年比上昇率を2%とするという「物価安定の目標」が政府・日本銀行の共同声明の中に盛り込まれたのである。

第2次安倍政権は、経済再生に向けて、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略という「3本の矢」の同時展開打ち出した。このアベノミクスの第1の矢の「大胆な金融政策」の一環として、1月22日に「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」を内閣府・財務省・日本銀行が公表したのであった。すでに白川方明日本銀行総裁のもとで日本銀行は物価上昇1%を目指して金融緩和政策を実施していたが、麻生副総理、甘利経済財政政策担当大臣、白川日本銀行総裁が安倍総理大臣から報告を受けて出されたその共同声明では、安倍内閣の意向を汲んで、初めて2%の物価安定の目標が導入され、これをできるだけ早期に実現することを目指すとしてされており、これは従来の金融政策の枠組みを大きく見直した画期的なものであった⁽¹²⁾。

とはいえ、将来におけるインフレの発生を懸念する白川総裁の下で、国債買入れにおける「日銀券ルール」は残っており、日本銀行の国債買入れには歯止めがかけられていた。

日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、「通貨及び金融の調

(11) 非伝統的金融政策については竹田陽介・矢嶋康次[2013]等を参照されたい。

(12) 「大胆な金融政策に向けて～日本銀行と共同声明」首相官邸ホームページ。

節」(金融政策)を行うことを目的としている(「日本銀行法」第1条)。日本銀行は自主的に金融政策を決めることができるとされている(「日本銀行法」第3条)。金融政策の決定は日本銀行政策委員会が行う。日本銀行総裁、副総裁(2人)、6名の審議委員(国会の同意を得て内閣が任命)からなる同委員会委員が多数決で決定する。日本銀行総裁は、在任中、その意に反して解任されることはない(「日本銀行法」第25条)⁽¹³⁾。

2013年3月に日本銀行副総裁2人の任期が満了することとなり、また総裁の任期が同年5月に満了することが予定されており、白川方明日銀総裁が3月に辞表を提出し、3月20日に、元財務官で、量的質的にさらなる金融緩和が必要であると主張していた黒田東彦氏が第31代日本銀行総裁に就任した。また、リフレ派経済学者(緩慢なインフレによって経済の安定成長を図ることを主張)として知られていた岩田規久男教授が、日本銀行理事であった中曾宏氏とともに同行副総裁に就任した。

日本銀行は、2013年4月4日に、「量的・質的金融緩和」という、異次元金融緩和政策を採用することを決定した(マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長)。黒田東彦日銀総裁は、2013年4月初めに消費者物価上昇率を2015年初めまでに2%(前年比)に引き上げる(消費税増税を除いて)と宣言した。以後この政策が強力に推進されていった。

その政策の採用により、日本銀行の長期国債保有が急増したのである。

今日、国債消化による日本銀行の役割が極めて大きくなっている。日本銀行の国債保有残高は、2014年12月末に250兆円に達し、2015年6月30日時点では291兆円に及んでいる(後掲第2表)。日銀の保有国債は8月には300兆円を突破するに至った。

日本銀行の国債保有額を国内総生産(GDP)との対比で見ると、2013年4月の量的・質的金融緩和の導入時は3割弱であったが、2015年8月には6割に達した。2割前後の欧米中央銀行に比べてそれは突出しているのである(『日本経済新聞』2015年8月25日付)。

国債の所有者構造は大きく変化した。2014年3月には日銀の国債保有は発行残高の約2割に及んだ。日銀の長期国債保有額は、2013年には日本銀行券発行残高を凌駕するに至った国債の保有額の増大を反映して、日本銀行の総資産は、2008年末の122.8兆円から2012年末の158.4兆円へと増大し、2013年に激増し、同年末には224.2兆円に及んでいる。2013年末の同行資産の80%以上を国債が占めている(長期国債は63.2%)。日本銀行保有国債は、2014年末には日本銀行資産のうちの83.4%を占めている。(長期国債は67.2%)。

これまで日本国債の主な保有者であった金融機関は、最近ではその保有が減少している。資金循環統計で示されているように、国債の最大の保有者は日本銀行となるに至ったのである。国債等の保有者内訳をみると、日本銀行の保有額は、2012年末には国債等合計960兆円の12.0%を占めていたが、2014年6月末には国債等合計額1013兆円の21.2%と最大の保有比率を占めるようになり、2015年3月末には合計額1038兆円の26.5%にあたる275兆円となっている。国債等の残高の約3割を日本銀行が保有しているのである。

日銀による国債買入れは、グロスでは新発債の7割程度であったが、償還を考慮したネット・ベースでは、日本銀行は100%を超える買入れを実施した。海外投資家からマネタイゼーションと呼ばれる強烈な買入れを日本銀行は実施した⁽¹⁴⁾。黒田金融緩和は、形式上は

(13) 山家悠紀夫 [2014] 22 ~ 23ページ。

(14) 馬場直彦 [2014]。

「直接引受」は行っていないが、売オペを実施していない。バランスシート上、国債の大量の積上がりとなっている⁽¹⁵⁾。

日本銀行は、デフレ脱却、景気刺激の要請に応じて、1999年2月に「ゼロ金利政策」を導入し、いわゆる非伝統的金融政策を開始した。

建部正義 [2014] は、量的・質的緩和政策に基づく日本銀行による年間50兆円におよぶ国債保有額の積み増しは、約43兆円にのぼる政府の2013年度当初国債発行予定額を上回るという意味において、日本銀行はすでに財政ファイナンスないし財政マネタイゼーションの領域に踏み込むに至った、と述べている⁽¹⁶⁾。加藤出 [2014] も、「もはや事実上の財政ファイナンス」であることを認めている⁽¹⁷⁾。

このように日本銀行の金融政策は財政ファイナンスとしての性格を持つようになったとの見解があらわれるようになったのである。

3 追加的な量的・質的金融緩和

日本銀行は、2014年10月31日に「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。

これは、第1に、マネタリーベースの増加額を拡大するというものであった。マネタリーベースが、年間約80兆円(約10～20兆円追加)に相当するよう金融調節を行うこととなった。

第2に、資産買入額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化が決められた。長期国債については、保有残高が年間約80兆円(約30億円追加)に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととなった。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営することとされた。買入れの平均残存期間は7年～10年程度に延長された(最大3年程度延長)。

年間約80兆円という額は、政府の新規財源債の発行額を大幅に上回る。これは最終投資家の国債保有残高の減少を意味する。日本銀行は2015年2月初め頃には、グロスベースで見た市中発行額の約9割の国債を買い上げていた⁽¹⁸⁾。財務省による国債の対市中発行額の8割を買い入れている。また、ストックでも、2015年末には国債の対市中発行残高の約3分の1を保有すると予想されている。

かくして、井上哲也 [2015] は、日本銀行の国債買入れが「財政ファイナンス」の状況にあることは事実として否定しがたい、と述べている⁽¹⁹⁾。

すでに量的・質的金融緩和以前から日本銀行の民間金融機関を相手とした国債買オペレーションによって供給された巨額の資金が、実体経済を担う生産に向かわず、政府財政を通して民間銀行の国債消化資金として充用されていた⁽²⁰⁾。また民間銀行は、財務省の国債入札で安く国債を仕入れ(ロットが大)、この数日後に、日銀が実施する買オペで、入手した国債を日銀に売って短期間に売却益を得ることができた(金利が安定している場合)。

(15) 同上。

(16) 建部正義 [2014] 104ページ。

(17) 加藤出 [2014] 199ページ。

(18) 日本銀行政策委員会審議委員佐藤健浩「デフレ脱却に向けた日本銀行の取り組み」2015年2月11日、日本銀行ホームページ掲載。

(19) 井上哲也 [2015] 38ページ。

(20) 山田博文 [2012] 29～40ページ参照。

この財務省から日銀へと国債を「右から左へ」流す仕組みを「日銀トレード」という⁽²¹⁾。低金利下で国債相場が上昇してきている場合には、銀行は市場で購入した国債を日銀に売却して利益を上げることができた。売却資金を日銀当座預金として預け、超過準備について利子(0.1%)をかせぐこともできた。こういった事情もあり、銀行は国債の入札発行に応じた。かくして日銀資金が民間銀行を通じて国債の消化を可能としたのであった。これが政府の国債増発を下支えした。すなわち、日銀資金を起点とした多額の資金が無制限的国債発行を容易化し、財政資金を補充したといえるのである。

日銀の国債買オペは名目的には金融政策として行われたものであり、その機能がなかったわけではないが、日銀の国債買入実態を見ると、それは財政ファイナンスとしての機能を併せ持つものであったといえよう。日本では少子高齢化を背景とする社会保障のための財政支出の増大が社会的に求められていた。日本銀行の異次元的国債買入れは、デフレ脱却のための金融政策的要請にとどまらず、財政ファイナンスのための極めて強力な社会的な要請の結果であったということもできよう。民間の国債保有を日銀の国債買入れが支え、巨額の国債の最大の保有者が日本銀行となったということを見れば、日本銀行が国家財政を支えているということは疑いのない事実であるといえるのである。

II 量的・質的金融緩和の金融政策としての効果と限界

黒田日本銀行総裁は、量的・質的金融緩和政策が2%の物価安定目標の早期実現と日本経済の持続的な経済成長のための金融政策であると繰り返し述べている。だがその政策意図が現実に貫かれたかどうかは、実態に即して分析しなければならない。本稿では紙面の都合上、要点を指摘するにとどめたい。

量的・質的金融緩和には金融政策としての効果があったと主張する人がかなりいる。それに金利低下機能があったことは日本銀行企画局や馬場直彦氏によって立証されている⁽²²⁾。量的・質的金融緩和に金融政策としての機能がなかったことは確かである。

だがそれが設備投資の増大には必ずしも結びつかなかった。2013年度には企業の資金需要は、全体としては徐々に増加した。だがそれは力強いものとはなっていなかった。これは金融機関の融資姿勢の緩和化がみられたものの、設備投資の低さが貸出残高の伸びをおさえていたためである⁽²³⁾。2014年に入り、金融機関の国内貸出が前年下期に比べ高めの伸びを示し、金融機関の融資姿勢がさらに積極化し、景気の回復とともに資金需要が増加したが、企業部門が全体として潤沢な手元資金を抱えていたために、資金需要の増加は引き続き緩やかなものにとどまっていた。地域銀行と中心として、銀行の設備向け貸出の増加も見られた。だがそれは不動産や医療福祉を中心とするものであり、製造業ではこの傾向はみられなかった⁽²⁴⁾。2013年度下期から2014年度下期にかけて、金融機関の国内貸出は2%台前半の伸びを続け、金融機関の融資姿勢は積極性を維持している。資金需要は、企業

(21) 「焦点：乱高下始めた円金利、安易な「日銀トレード」に警鐘の声」ロイター、2015年1月30日付。「日銀トレード」『日本経済新聞』電子版、2015年2月23日付。「『日銀トレード』再び」『日本経済新聞』2015年8月6日付。

(22) 日本銀行企画局 [2015] 1～5ページ。馬場直彦 [2014]。

(23) 日本銀行 [2013] 15～17ページ。

(24) 日本銀行 [2014] 10～17ページ。

部門を中心に、緩やかに増加した。しかし、企業部門が全体として潤沢な手元資金を抱えている状況には変わりがなかった。金融機関の業種別貸出をみると、不動産や金融の部門が貸出増加の中心となっており、製造業ではその増加比率は低く、前年比マイナスとなった時期もあった⁽²⁵⁾。

金利低下は国債の暴落を阻止した。それは国債の利払増加を抑制し、新規国債発行を容易化することにより、財政上の資金調達に寄与してきた（内閣府『平成22年度年次経済財政報告』112～118ページ等参照）。その意味では金利低下の一因をなす日本銀行の異次元の金融緩和政策は財政ファイナンスとして機能したともいえる。

一般会計国債費の推移を見れば、国債の利払いは2012年度から2014年度にかけて、8.0兆円から8.6兆円へと増大しているが、この間に公債残高は705兆円から778兆円に増大しているのであるから、金融市場の低金利のおかげで国家の利払いは抑制されていたといえる。財務省[2015]は「毎年度多額の国債が発行され、国債残高が累増し続けているにもかかわらず、国債金利は低下傾向にあり、多額の国債を低金利で発行できています」と明言しているのである（28ページ）。

日銀の国債買入れが国債価格の暴落を阻止したことは、大量の国債を保有する民間金融機関の財務状態の悪化・巨額の損失の発生を防止させ、個別金融機関の経営破綻を回避させた。これがひいては金融システムの安定化、信用秩序の維持に寄与した。日本銀行は金融システムの安定性を非常に重視していた。この意味では日本銀行の異次元の金融緩和政策（金融政策）は、さらに、信用秩序維持政策（ブルーデンス政策）として機能したともいえる。

このような信用秩序維持政策は金融不安に対する財政上の救済策を抑制し、財政の信認低下を防止した。この意味では異次元の金融緩和政策は、財政ファイナンスによる財政信認毀損の惹起の可能性と国債価格低落阻止による財政信認維持の二面的性格を有していたといえる。

『平成27年度年次経済財政報告』はデフレ脱却に向けた動きが着実に進んでいることを認めている。だが需要不足は解消せず、物価は期待通りには上昇しなかった。この意味では、量的・質的金融緩和は採用後2年以上たっても、金融政策として期待通りの成果を発揮しなかったといえる。

将来インフレーションが発生する可能性があるが、日銀の大量国債保有がそれを抑制する売りオペの実施を困難とする情勢を招いている。この意味では、異次元の金融緩和政策は、金融政策としては大きな問題、副作用を有していたといえる。

円相場の低落・株価上昇が量的・質的金融緩和によってもたらされ、これがデフレ脱却に一定の効果があつたことが指摘されている。それは量的・質的金融緩和政策の期待働きかけるといふ心理的効果の影響を一時的、部分的に受けていたかもしれない。だがそれらが量的・質的金融緩和のみによつて生じたとは必ずしも言えない。また、国際的な批判を招かないようにとの配慮から、円安による輸出奨励は、量的・質的金融緩和の目的には掲げられていなかった。株価操縦という批判を招かないためにも、株価の引上げは量的・質的金融緩和の目的には掲げられていなかった。

(25) 日本銀行[2015]8～14ページ。

量的・質的金融緩和がそれをもたらしたとしても、円相場の低落・株価上昇が経済の成長を促進する機能を果たしたとは必ずしも言えない。円相場の低落は日本企業のグローバル化が進んでいる状況下では、輸出量が大きく増大することはなく、原材料輸入に依存する企業には打撃をあたえた。株価の上昇は資産家の消費の増大を通じて生産に一定の効果を及ぼしたことは認められるが、多くの国民の所得と消費の増大には結びつかず、経済成長をもたらす効果があまりなかった。

機動的財政出動が政府需要の増大を通じて景気回復に一定の役割を果たしたことは認められる。この財源が国債発行であったとすれば、日銀の国債買入れが生産刺激効果を果たしたといえることになる。だが公共投資の生産波及効果には限界があった。また、国債の多くは建設国債、第4条公債ではなくて赤字国債、特例公債として発行されたものであった。したがって、日銀の国債買入れが公共投資に振り向けられたとは必ずしも言えない。財政歳出の中心は公共投資ではなくて社会保障費であった。この意味では異次元金融緩和政策は景気回復策としての金融緩和施策としての効果には限界を有していたといえる。

アベノミクスの第3の矢としての成長戦略は、構想内容は多岐にわたるが、それを実行することが容易ではなく、その効果が発揮されるには相当の時間がかかるものであった。期待に働きかけるといえる量的・質的金融緩和政策は、成長戦略が効果を発揮するまでの一時的な景気回復政策としての性格を有するものであった。それが成長戦略による経済成長に接続されるならば、それが日本経済の成長助長の一環をなしたものとして評価されることになる。だが成長戦略による経済成長によってバックアップされなかったならば、それは単なる一時的な景気対策にすぎず、金融政策としてのその効果が乏しかったということになる。

このように量的・質的金融緩和の金融政策的効果には限界があったといえるのである。

一方、一般会計の歳出の40%前後は国債発行によって支えられ(2014年度補正後予算の40.9%は国債発行額が占めていた)、普通国債残高は2012年度末から2014年度末にかけて705兆円から807兆円へと累増し(財務省『日本の財政関係資料』2015年3月)、日本銀行の国債等の保有額は2014年度末に国債等の発行残高の26.5%に達していた。日銀資金が財政資金を支えるものとして機能したことは確かである。

Ⅲ 国債市場の流動性の低下

国債市場の安定化のためには国債市場の流動性を維持・向上させることが大切である。

「市場流動性が高い」状況とは、「その時々で観察される『市場価格』に近い価格で、市場参加者が売りたい(あるいは買いたい)量を、すみやかに売れる(あるいは買える)」状況を指すと考えられる⁽²⁶⁾。

流動性の高い国債市場の存在は、国内外の多様な投資家による国債保有を誘引する要素となる。このため、国債管理政策の基本目標である国債の確実かつ円滑な発行と中長期的な資金調達コストの抑制にも資する。国債流通市場を構成するのはプライマリー・ディーラー等の仲介業者と投資家であり、流動性の維持・向上については、そうした市場参加者

(26) 日本銀行金融市場局(黒崎哲夫・熊野雄介・岡部恒多・長野哲平)[2015]1ページ。

の取引の活発化を通じた市場の自律的機能によることが基本である⁽²⁷⁾。

だがそれは政府や中央銀行にとっても必要なことである。我が国では国債市場の流動性には限界があったが、1998年度の国債の無制限的発行への移行後、大蔵省、その後の財務省や日本銀行は積極的に国債の流動化対策に取り組んだ。このため、国債市場の流動性はかなり向上した。高橋是清が日銀引受国債発行を行った時期とは異なり、多額の国債を速やかに、かつ円滑に消化することのできる、十分に発達した国債流通市場が登場することとなった⁽²⁸⁾。

だが、日本銀行の量的・質的金融緩和の下、国債の流通市場において、取引量が減少して流動性が低下しているとの指摘が登場するようになった。国債市場の流動性が低下した場合、市場金利が変動しやすくなり、国の資金調達コストも上昇する可能性がある。仮に国債市場の価格形成機能が正常に働かなくなれば、財政運営等に対する市場のチェック機能が低下するほか、将来の価格変動リスクが増大する⁽²⁹⁾。

日本銀行にとっても国債市場の流動性の低下による金利の不安定化は金利高騰のリスクを抱え込むこととなり、金融緩和政策の目的が達成されなくなる恐れが生じることとなる。それが量的・質的金融緩和政策から生じているとすれば、その政策の継続に困難が生じることとなる。

日本銀行の黒田東彦総裁は、2014年5月21日の記者会見で、国債市場の流動性が非常に低下して、国債の取引がスムーズに行われていないとか、価格付けが適切に行われていないといったことはない⁽³⁰⁾。また、2015年3月19日の記者会見で、国債市場の流動性に関して「現時点で重大な問題は生じていない」との立場を示した⁽³¹⁾。

実際には、異次元金融緩和のもとで、財務省による国債発行の翌日に、日本銀行はほぼ必ず大規模な国債買入れオペを実施した。全体として金融機関や機関投資家が日本国債を買う意欲は弱くなり、証券会社の債券ディーラーは、翌日に日銀が買ってくれることを前提にして、国債発行の入札に応札した。国債を財務省から日銀に機械的作業のように「横流し」したのである。国債市場から金融機関や投資家が追い払われるようになり、結果として、国債市場の最大の買い手としての日銀の存在感が日に日に強くなっていった⁽³²⁾。

戦後施行された財政法第5条は、一部の例外を除いて日銀による国債直接引受を禁じているが(市中消化の原則)、日本銀行が民間銀行から国債を買い入れて、同行のバランスシートに多額の国債を計上するという点で、同行は事実上の国債直接引受を行っているといえる。それで日本銀行の国債買入れオペが財政法第5条に抵触しなかったのは、国債発行時に価格メカニズムが適正に働き、その後、流通市場で決定された価格に沿って日銀が国債を購入するなら問題はない、という考えがあったからである。しかし、現状は、日銀の国債買入れオペは直接引受と変わらなくなってきている⁽³³⁾。

(27) (第23回) 国の債務管理の在り方に関する懇談会 [2009]。

(28) 齊藤壽彦 [2014] 61～62ページ。

(29) (第31回) 国の債務管理の在り方に関する懇談会 [2014]。

(30) 加藤出 [2014] 205ページ。

(31) 『日本経済新聞』電子版、同日付。

(32) 加藤出 [2014] 203～204ページ。

(33) 加藤出 [2014] 204ページ。

財務省理財局や日本銀行は長い時間をかけて国債流通市場を整備してきた。これが国債の大量消化と国債信用維持を支えていた⁽³⁴⁾。これが量的・質的緩和策の下で壊れてきた。この状態が長期化すれば、日本銀行が金融緩和からの出口戦略を採用することが困難となる⁽³⁵⁾。

日本銀行が大量の国債買入れを続け、同行が長期新発債の全額に匹敵する金額の国債を買い入れるようになり、また短期中期の国債の多くを買い入れ、その結果、市場金利を低位に誘導しつつも、日本銀行の国債売買操作の動向によって国債の利回り、市場金利が上下に変動するリスクが生じることとなっている。日本銀行が市場から国債を大量に買い続ける中で、短期及び中期の国債流通市場が徐々に麻痺状態に陥っている。2014年秋の追加的金融緩和後、国債金利（利回り）の変動幅が拡大している。日本銀行による異次元の金融緩和および追加緩和によって、全般的な金利水準そのものは低下したが、その安定性は損なわれ、金利の変動率が追加緩和以降上昇した⁽³⁶⁾。

2015年2月に開催された日本銀行金融政策決定会合で、複数の委員は、当時生じていた金利上昇は、国債市場参加者のリスク許容度の低下や市場機能の低下を反映している可能性がある、と指摘した⁽³⁷⁾。

日本銀行金融市場局が国債売買オペ対象先を調査対象として2015年2月に実施した債券市場の機能度の状況調査（長期国債の流通市場を念頭においたもの）によれば、債券市場の機能度が高いと回答した回答先は2社（5.0%）にとどまり、さほど高くないと回答した先が26先（65.0%）と回答数の半数以上を占め、低いと回答した先が12先（30.0%）もあった。本調査では、ビッド・アスク・スプレッド（証券の買いたい値段と売りたい値段の差）、市場参加者の注文量、取引頻度の変化、取引相手の数、取引ロット、価格などが調査項目となっており、3か月前との比較では、市場参加者の注文量が減少し、ビッド・アスク・スプレッドが拡大（流動性が悪化）したとの見方が多くなっている。この調査によれば、当時の状況は長期国債の流通市場の機能度が高くはなかったといえる⁽³⁸⁾。

日本銀行金融市場局の数名の職員は、2015年3月19日に、「国債市場の流動性」と題するレポートを公表した（日本銀行金融市場局[2015]）。この中で国債市場で取引が細る流動性の低下について取引データによる検証が行われている。同レポートは、市場の流動性を図るために、国債先物と現物国債、SCレポ市場（現物と先物との相関や担保となる証券の銘柄を特定して行うレポ取引市場）のそれぞれについて、①値幅の狭さ、②取引数量、③市場の厚み、④価格が異常に動いた直後にすみやかに戻る市場の弾力性を検証した。同レポートは、国債先物の出来高・取引サイズや、現物国債のディーラー間取引の水準、現物・先物の価格連動性などには問題はないが、国債先物の市場の厚みや弾力性がやや低下が増加し、現物国債の対顧客取引が低迷し、SCレポ市場で賃借料が上昇している銘柄が増加していることを指摘している。すなわち、2014年10月末の追加緩和以降、国債市場の流動性が極端に低下しているわけではないが、複数の指標が市場流動性の低下を示唆していると

(34) 齊藤壽彦 [2014] 60～63 ページ。

(35) 加藤出 [2014] 204 ページ。

(36) 湯本健治 [2014] 2 ページ。徳島勝幸 [2015a]。徳島勝幸 [2015b] 11 ページ。

(37) 日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」2015年2月17、18日開催分、同年3月20日公表、11 ページ。

(38) 日本銀行金融市場局「債券市場サーベイ <2015年2月調査>」2015年3月9日。野口雄浩「国債市場の不安定化と金融政策 市場の流動性低下と国債買入れの持続性」みずほインサイト、みずほ総合研究所、2015年3月31日。

論じたのである⁽³⁹⁾。同レポートは、この背景として、国内投資家の一時的な売買手控えの可能性だけでなく、日本銀行による国債買入れの増加に基づく現物国債需給のタイト化の可能性が考えられる、と述べている。

日本が大量の国債を購入するようになった結果、国債流通市場の流動性機能が低下してきて、その機能マヒが懸念されている。2013年4～5月には、金融緩和政策の採用にもかかわらず、国内長期金利の変動や上昇が生じている。この一因は、日本銀行への国債消化の過度の依存構造（日銀を除けば限定された市場）の下で、同行が将来国債買入れを制限した場合の国債相場に及ぼす悪影響を国内投資家が警戒したことであろう。国債の流動性の低下の恐れが生じたのである（中島将隆 [2013b] 9～11 ページ）。

こうした国債流動性の低下とそのおそれは、民間資金による国債買入を困難とし、日本銀行の国債売却が国債価格の低落、金利上昇を招く危険性を強め、同行の国債買入れの継続を余儀なくさせ、同行が保有国債売却による超金融緩和政策からの出口戦略の遂行を困

第1表 日本銀行の国債保有額

(単位：千億円)

年末	国債保有額	うち長期国債	日銀券発行残高
2008	631	413	815
2009	720	482	810
2010	767	569	823
2011	902	661	840
2012	1137	892	867
2013	1814	1416	901
2014	2504	2018	931

(出所) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、日本銀行「営業毎旬報告」から作成。

第2表 日本銀行の資産に占める国債の比率

(単位：千億円)

	資産総額	国債保有額	うち長期国債
2012年12月31日	1584 (100%)	1137 (71.8%)	892 (56.3%)
2013年12月31日	2242 (100%)	1814 (80.9%)	1416 (63.2%)
2014年12月31日	3002 (100%)	2504 (83.4%)	2018 (67.2%)
2015年6月30日	3454 (100%)	2912 (84.3%)	2411 (69.8%)

(注) 2012年末の長期国債中、「資産買入等の基金」(2013年4月4日をもって廃止)の運営による国債保有額は241千億円である。

(出所) 日本銀行「営業毎旬報告」から作成。

(39) 「国債市場の流動性低下、定量的にも検証＝日銀」ロイター、2015年3月19日付。

難にすると考えられるのである。このことは同行の財政ファイナンスからの離脱が困難になっていることをも意味する。

IV 日本銀行の異次元の国債保有の日銀券信認に及ぼす影響

量的・質的金融緩和による日銀の異次元の国債保有は日本銀行券の信認に悪影響を及ぼすのではないかという議論がある。これは財政ファイナンスのもたらす問題点ということとなる。この問題については齊藤壽彦[2014]で論じておいたが、財政ファイナンスとかわりが多いので、本稿でも略述しておきたい。

近年日本銀行の国債保有額は第1表や第2表にみられるように激増している。国債等を中央銀行が大量に購入する政策が続くと、「財政赤字のマネタイゼーション(現金化)が大規模に行われているのではないか」との疑念が市場で高まって長期金利が上昇する恐れがある⁽⁴⁰⁾。

長期金利が上昇すれば、日銀が保有する国債価格は相当下落し、日本銀行の資産が劣化し(同行の財務の健全性が悪化)、日銀は損失をこうむる。中央銀行の保有する国債が増えれば増えるほど、価格変動によって日本銀行に多額の評価損が生じる可能性が高まる。

金利が2%上昇すれば、平均残存機関7年の保有国債の時価は約14%低下する。この場合、日銀保有国債の平均残存機関を7年と仮定すると、日銀の損失は26兆円になる⁽⁴¹⁾。国債相場の低落や金利の上昇は、日本銀行保有国債の含み損をもたらして、同行の信認を毀損する恐れがあるのである。

金利が上昇して現金需要が減退している状態の下で、銀行券の増発によって日銀が損失をカバーしようとするれば、過剰発行が現実化し、銀行券の減価、インフレーション、銀行券信認の低下が生じるおそれがある。

償却減価法を採用しておれば、会計処理上は国債価格が低落しても財務上損失は計上されないから日本銀行の信認が毀損されないという見方もある。だが償却減価法という方策は日本銀行の財務の健全性の悪化を糊塗するものであって、財務の健全性を維持する方策ではない。会計学上は損失を表面化させなくても、中央銀行が償還期限の長い国債を大量に保有している中央銀行が市場金利の上昇によって実質的には巨額の損失(評価損)を被っていると、金融市場が判断した場合、中央銀行の財務の健全性に対する市場の信認が毀損される恐れがあると考えられる。

市場金利の上昇は今後の景気回復によって民間部門の資金需要が増大した場合、起こりうることである。

国債償還期限前に国債価格低落が生じて時価会計からみて日本銀行の財務の健全性が毀損したとしても、同行が国債を満期まで保有しようとするれば、額面金額での償還を受けることができるから、その損失の実現を回避することができる。

だがそのことは、償還前にインフレーションが発生した場合に、売りオペレーションによってそれを制御することが阻害される。つまり、中央銀行が本来の金融政策(物価安定)を展開することが困難になる。これは一般的な支払い不能による破綻ではないにせよ、中

(40) 加藤出[2014]17ページ。

(41) 『日本経済新聞』2014年3月20日付。

中央銀行としての破綻を意味する。

このように財政ファイナンスを想起させるほどの日本銀行の異次元の国債保有は、長期的にみて日本銀行に対する信認や日銀券信認の毀損、インフレーションを生じさせる恐れを生じさせているのである。

日本銀行が財政ファイナンスを行っているからといって、財政健全化努力が放棄されたとみなされて国債に対する信認が崩壊し、国債が暴落する、日本銀行の信認が毀損するとただちにいえるであろうか。

中央銀行による「財政ファイナンス」がとくに問題となるのは、結果として財政において中央銀行への歳入面での依存が高まり、財政健全化に向けた規律が損なわれ、財政信認が喪失する場合である。

問題の本質は財政信認の確保にある。このために必要となる財政規律が失われれば国債への市場の信認が喪失して国債は暴落する。これにより日銀への信認も毀損される。「財政ファイナンス」の回避は財政規律・財政信認、日銀券信認の維持にとって必要な条件の一つである。財政信認、日銀への信認の維持のためには「財政ファイナンス」を行うべきではない。

もっとも、「財政ファイナンス」が行われていても、経済成長を背景とした税収の増大により財政の改善が進められ、また有効な財政ガバナンスの仕組みが別に機能しており、財政健全化が実現すれば問題を回避することは可能である。「財政ファイナンス」が直ちに財政に対する信認を毀損するとは言えない⁽⁴²⁾。

問題は経済成長により税収が増大し、また財政規律が守られ、財政信認が維持出来るかどうかにかかっている。前者の場合には民間金融機関による国債消化を困難にするという問題を生じさせるから、財政信認確保のためには特に財政規律の確保が重要である。すでに日本財政は政府債務の対GDP比率が200%を超え、プライマリーバランスが赤字となり、危機的状況にある。持続的な経済成長による財政改善は容易ではないし、現在の小選挙区制のもとでは財政の健全化は困難となっている。この状況下での財政ファイナンス化はそれを著しく困難にしているといえよう。

V 日本銀行の異次元の金融緩和からの出口戦略

1 異次元の金融緩和からの出口戦略の成否の基準

将来国債暴落やインフレが生じる恐れがあるとすれば、今後異次元の金融緩和を脱却する政策を採用することが考えられる。これが可能であれば、財政ファイナンスは一時的であるということになる。

だが、日本銀行の国債買入れの規模が、無制限的なものとなり、新発債の全額を超えるものとなり、日本銀行の国債保有高が国債発行残高の約3割に達することとなるということは、同行がこの国債大量買入れから脱却することを困難にしている。

黒田総裁は、2%の物価安定の目標の早期実現に向けての努力を払っているが、まだ道半ばという段階では、出口戦略について具体的に議論することは時期尚早であると述べている⁽⁴³⁾。

(42) 井上哲也 [2015] 39ページ。

(43) 衆議院財務金融委員会, 2014年4月16日。

それでは時期が来ればこの出口戦略を将来採用することが可能なのであろうか。

この出口戦略は、「物価の安定」、通貨価値の安定、これを通じた国民経済への健全な発展を図るために、膨張したマネーを日本銀行が吸収する操作ということになる。

だが、この方策として、日本銀行が国債買いオペを中止し、国債の売りオペを断行すれば、国債の市場価格が下落して、多額の国債を有する金融機関が多額の損失を被る。このようなことは「金融システムの安定性」（信用秩序の維持）を崩す。日本銀行に対しても、国債買入停止は経常利益を減少させ、長期国債売却は売却損を発生させ、経常利益や剰余金を減少させ、日本銀行の国庫納付金を減少させる⁽⁴⁴⁾。金利の上騰が、借入を行っている企業の金利負担を増大させて、その企業の経営を悪化させる。これは経済の成長に打撃を与える。それは財政にも深刻な打撃を与えるのであり、金利の上騰は新発、借換国債の利払いを増大させて、財政状態の悪化をもたらす。国債利払いの増大は国債発行を困難にし、財政を維持できなくする。国債価格の低落は財政の信認を喪失させ、国債の暴落を招く。

国債の量的・質的緩和政策をやめた途端、あるいは国債の売りオペを始めた途端にこのようなことが生ずる恐れがあるとすれば、この金融緩和政策の「出口戦略」を採用することが実際上困難となる。

「異次元の金融緩和」の出口戦略は、インフレを抑制することや経済の成長を図ることという金融政策目的、金融システムの安定というブルーデンス政策の目的、財政に悪影響を及ぼさないということが同時に実現できるものであることが望まれる。このような政策の実現は可能であろうか⁽⁴⁵⁾。

2 金融緩和からの脱却の成功例と失敗例

金融緩和からの脱却に成功した過去の事例としては、第2次世界大戦後のアメリカの事例が挙げられる⁽⁴⁶⁾。

アメリカは国債価格支持政策をうまく終結することができた。この背景には、国債価格支持政策により銀行が保有する長期国債が減少し、金利上昇による金融システムへの影響が和らいだこと、景気拡大とインフレタックスによる税収増で、公的債務が圧縮されたこ

(44) 岩田一政・日本経済研究センター編 [2014] 136～151ページ。

(45) 深澤映司 [2014] では、「異次元の金融緩和」の出口戦略が成功を取めたとの評価が下されるためには、日銀が、物価の安定を保つことと、金融システムの安定を維持するという2つの条件をともに満たしたうえで、国内経済をソフトランディングに導くことが欠かせない、と述べられている（70～72ページ）。

(46) 連邦準備理事会（FRB）は、1942年3月に短期金利を0.375%以下に抑制するために短期国債を買い支える「釘付政策」を開始した。このもとで、長期国債の利回りは2.5%以内に抑制されていた。FRBの国債価格支持政策は、金利上昇による金融システムの悪影響への回避とスムーズな戦費調達のために行われた（河野龍太郎「戦前の米金融政策と黒田日銀の不吉な共通点」ロイター、2013年6月24日付）。戦後も国債の円滑消化と金融システムへの悪影響回避のために、国債価格支持政策が継続され、物価安定が犠牲となった。1948年には連邦準備制度は長期国債を大々的にするとともに、国債買入れによりその利回りを2.5%以内に維持していた。朝鮮戦争が始まって米国経済が過熱を始め、インフレが大きな問題となると、1951年3月にFRBと財務省との間でアコードが締結され、FRBによる金融政策の国債価格支持政策からの独立（国債買支えの停止）が承認された。また、アコード締結とほぼ同時期に、1945年に発行された市場性の長期国債を表面利率2.75%の非市場性国債（満期まで保有されて、長期金利が上昇局面で、評価損が発生しない）との交換も行われた（深澤映司 [2014] 72～74ページ）。

と、インフレが大きな問題となったことという事情があった⁽⁴⁷⁾。

連邦準備銀行の長期国債の保有残高は1950年末には総資産全体の36%にも達したが、日本銀行の長期国債保有額は2013年末には60%を超えていた。また、日本の中小の金融機関が国債暴落によって生ずる打撃は大きい。日本の公的債務の圧縮は困難である。インフレが現時点では深刻な問題として認識されていない。したがって、アメリカの成功事例をそのまま、日本に適用することはできないのである。

米国のケースは、米経済・財政に対する信認が市場に存在していたからこそ実現できたソフトランディングである。将来の税収増加によって政府は借金をいずれ返済できるはずである、という信認が市場に存在したからこそ、長期金利は跳ね上がらず、また中央銀行が国債を大規模に購入してもインフレは生じなかったのである⁽⁴⁸⁾。この教訓に学ぶべきである。

金融緩和からの脱却に失敗した過去の事例としては、中央銀行がインフレを制御できなくなったケースと、中央銀行による金融引締めが国債価格の暴落を惹起したケースとが挙げられる。前者は中央銀行が利払費の増大を背景として財務状況を悪化させるなかで、インフレ制御能力の低下を余儀なくされた国々（ジャマイカ、フィリピン、アルゼンチン、チリ）の事例である。後者の金融引締めが金融機関の財務に悪影響を及ぼした事例は、1979度の日本においてみられる。1979年度にインフレ懸念の台頭から日銀が公定歩合を大幅に引き上げ、「ロクイチ」国債の価格が暴落したのである⁽⁴⁹⁾。

異次元金融緩和の出口戦略が失敗する可能性がないとはいえないのである。

3 異次元金融緩和からの出口戦略の方策

日銀が出口戦略を採用するとすれば、その選択肢としては、大きく分けて2通りが考えられる。第1は、バランスシートの縮小を伴う方法である。これは、日本銀行が保有している資産を市場に売却することによって、負債である日銀当座預金の残高を減らすというものである。この方法では、短期国債や長期国債および手形の買入停止とそれらの売却が考えられる。ことに長期国保有資産の中で最大のウエイトを占める長期国債を売却の対象とせざるを得なくなる公算が大きい。その場合には、長期金利の上昇（国債価格の下落）を惹き起すことを通じて、前述の悪影響をもたらすこととなる⁽⁵⁰⁾。このような国債売りオペによる資金吸収という出口戦略の採用は困難である⁽⁵¹⁾。

長期国債は民間銀行のみならず、日本銀行によっても大量に保有されているから、場合によっては、日本銀行自身がキャピタル・ロスに見舞われて、自己資本を毀損する可能性も否定できない。バランスシートが毀損した中央銀行は、インフレーションを制御する能力を著しく低下させたり、政府からの独立性に低下を余儀なくされる可能性が大きい⁽⁵²⁾。

中央銀行は、バランスシートが毀損したとしても、銀行券発行や中央銀行当座預金の増

(47) 上掲河野龍太郎「戦前の米金融政策と黒田日銀の不吉な共通点」。

(48) 加藤出 [2014] 212 ページ。

(49) 深澤映司 [2014] 74 ~ 76 ページ。

(50) 深澤映司 [2014] 77 ~ 78 ページ等。

(51) 翁邦雄 [2015] 187 ページ。

(52) 深澤映司 [2014] 78 ~ 79 ページ。

加を図って支払いを継続することができる。だがこの場合、通貨価値を維持するための適切な金融引締め政策を中央銀行が行うことができなくなり、中央銀行券の信認維持を困難にする⁽⁵³⁾。通貨発行益に頼って債務超過を脱しようとするれば、物価安定の目標を犠牲にして高いインフレ率をめざさなければならない⁽⁵⁴⁾。中央銀行の自己資本が減少し、政府の財政的な支援に依存せざるを得なくなれば、中央銀行が自らの判断で適切な政策や業務を行うことが困難となり、通貨の信認維持がむずかしくなる可能性がある⁽⁵⁵⁾。

日銀の損失に対しては政府がコストを負担すればよいという議論がある⁽⁵⁶⁾。だが財政危機の状況ではこれにも問題がある。

第2は、日本銀行のバランスシートの縮小を伴わない方法である。これには「売出手形による超過準備吸収」、「日銀当座預金への付利の引上げ」、「預金準備率の引上げ」がある。これらの方法によれば国債価格の下落を通じた金融システムの動揺を直接に回避することが避けられる⁽⁵⁷⁾。

売出手形による超過準備吸収は、日本銀行が売出手形を売却して資金を吸収する方法である。これは超過準備付利よりも高い売出手形利子の支払いの増大を通じて日本銀行の収益悪化を招くこととなる⁽⁵⁸⁾。

「日銀当座預金への付利の引上げ」によって、経済状況の好転に伴い予想される民間銀行等による超過準備の取り崩しに歯止めをかけることができる。しかし、これによって民間短期市場金利が上昇に向かう公算が大きい。これがひいては長期金利を上昇させて、長期国債を大量に抱えた民間銀行や日銀がキャピタル・ロスに見舞われる可能性を否定できない⁽⁵⁹⁾。

日銀当預付利の引上げに伴う影響として、日本銀行による民間銀行に対する利払いが増加に向かう点も見逃せない。日本銀行の損失が拡大し、バランスシートに傷がつき、自己資本が毀損される場合には、日本銀行がインフレの高進を許容しやすい状況におかれる可能性がある。また、日銀による利払いが増加する結果、日銀から国庫への納付金の減少という形で、納税者に実質的な負担が生じるという問題もある⁽⁶⁰⁾。岡田哲郎氏の推計によれば、超過準備が減少していったとしても、2015年から出口戦略に着手した場合、日銀当座預金超過準備付利率0.1%を2016年から1.0%に引き上げ、これを2020年までこれを据え置いた場合には、2020年までの日銀の支払利息は累計で4.6兆円となる。2016年まで金融緩和拡大を継続し、2017年から出口戦略に着手し、2018年から段階的に1%ずつ金利を引き上げ、2020年に3.0%とし、2024年までこの利率を据え置いた場合、2024年日銀の支払利息は累計で27・6兆円となる⁽⁶¹⁾。日本銀行の収益悪化は国庫納付金の減少による財政悪化をもたらす。平成26年度の日銀国庫納付金は7567億円であった⁽⁶²⁾。国庫納付金がゼロに

(53) 齊藤壽彦 [2014] 69～70ページ。

(54) 植田和男 [2003]。

(55) 福井俊彦 [2003]。「金融政策運営の課題」日本金融学会講演。

(56) 岩田一政・日本経済研究センター編 [2014] 39～45ページ。深澤映司 [2014] 81～82ページ。

(57) 深澤映司 [2014] 79ページ。

(58) 翁邦雄 [2015] 188, 191ページ。

(59) 深澤映司 [2014] 79～80ページ。

(60) 深澤映司 [2014] 80ページ。

(61) 岡田哲郎 [2013] 43～45ページ。

(62) 日本銀行「第130回事業年度(平成26年度)決算」による。

なった時点で日銀の国庫納付金支払いの必要はなくなるが、日銀の経常収支の赤字は日本銀行の自己資本、同行の信託を毀損するおそれがある⁽⁶³⁾。その赤字分を国家が補填するとすれば財政信託を毀損するおそれを生ずる。

「預金準備率の引上げ」は、法律上必要とされる日銀当座預金（法定準備預金）の残高をふやし、民間銀行の貸出を抑制しようとするものである。現在の預金の準備率は、大手金融機関の預金準備率については1%程度である。「準備預金制度に関する法律」では原則として、20%以内の預金準備率を認めている。したがって、この準備率を引き上げる余地はある⁽⁶⁴⁾。日本銀行の時系列データ表示によれば、2015年5月において法定準備預金平均残高は8兆7026億円であり、準備預金平均残高は192兆5460億円であるから、超過準備額は183兆8434億円に及んでいる。預金準備率の引上げはこれをかなり拘束できる。だが、預金準備率の引上げには金融機関の貸出状況を問わずに効果が一律に及ぶという問題点がある。また金融機関これによって現在の巨額の超過準備を吸収することに限界がある。しかし付利しない法定支払準備を大幅に引き上げることは、民間金融機関の利子収入を減少させ、金融機関の収益に打撃を与える。また、支払準備率を引き上げた場合、民間銀行は、保有国債市中に売却することによって、貸出に必要な資金を得ようとするかもしれない。この場合にはやはり国債価格の下落に伴う銀行のキャピタル・ロスの発生という問題が生じる⁽⁶⁵⁾。

このようなことを考えると、支払い準備率の引上げにも問題があるといえる。

4 出口戦略実施の困難性

このように、出口政策の実施には、さまざまな困難があるのである。現在日本銀行は出口論を時期尚早としているが、そもそも金融緩和の出口がなくなっているのではないかと。1976年にリリースした世界的ヒット曲である「ホテルカリフォルニア」では、ホテルに入ってから出るに出られなくなる状況が歌われている。日本銀行が行っている質的・量的緩和政策はホテルカリフォルニア化してそれから出られなくなる状況に直面している⁽⁶⁶⁾。

異次元緩和の出口は訪れない。デフレから脱却し、インフレになって物価安定の観点から利上げや国債売却が必要となっても、財政や金融システムへの配慮から、公的債務が圧縮されるまで、日銀はゼロ金利政策や国債の大量購入政策を継続せざるを得ない⁽⁶⁷⁾。日銀は目標達成まで半永久的に国債を購入し続ける可能性が高い。

異次元金融緩和がなかった場合の潜在金利を推計すれば、5年金利、10年金利、20年金利でそれぞれ最大0.55%、0.6%、0.4%程度、日銀の国債大量購入によって人工的に金利が引き下げられている可能性がある⁽⁶⁸⁾。

潜在金利シミュレーションを行うと、日銀が「予定通り」物価目標を達成し、異次元緩和を停止（正常化）すると、5、10、20年金利は、それぞれ1.1%、1.5%、2.0%まで上昇する可能性がある。万一物価目標を達成できたとしても、金融抑圧、人為的な金利引下げの必要

(63) 久後翔太郎 [2013]。

(64) 翁邦雄 [2015] 189 ページ。

(65) 深澤映司 [2014] 80 ページ。66)

(66) 加藤出 [2014] 12 ~ 14 ページ。

(67) 河野龍太郎「アベノミクス Q & A : 景気シナリオ編」。

(68) 馬場直彦 [2014]。

性から、国債の大量購入を継続する可能性が高い⁽⁶⁹⁾。

かくして日本銀行の財政ファイナンスは一時的な現象でなく、今後とも継続されていくといえよう。

デフレから脱却し、インフレになって物価安定の観点から利上げや国債売却が必要となっても、財政や金融システムへの配慮から、公的債務が圧縮されるまで、日本銀行はゼロ金利政策や国債の大量購入政策を継続せざるを得ない。その先にあるのはインフレーションであろう。

5 将来における物価騰貴、インフレーションの可能性

現状においては、財政ファイナンスが事実上生じているとしても、財政信認や日銀信認の毀損、大幅な物価騰貴、インフレーションが生じていない。だが金融政策の財政ファイナンス化はその可能性を一段と高めていることを意味する。ここではとくに物価騰貴、インフレーション発生の可能性について述べてみよう。

これまで日本経済の大きな懸案事項は、需要不足であるとされてきたが、日本経済は需要不足経済から脱し、供給不足経済に移行しつつある。この背景には生産年齢人口の減少と生産設備の老朽化である。この下で将来、供給不足に伴う（賃金上昇などに伴う）物価騰貴が生じる可能性が高い⁽⁷⁰⁾。財政ファイナンスによって歳入を気にすることなく歳出を増大していく可能性が強い。政府が国債に依存して財・サービスを購入していけば、政府支出による有効需要の増大の波及効果には今日、限界があるとはいえ、経済全体の支出が増える傾向はある。まず建設労働者の賃金が増え、これが賃金一般に及び、建設資材や建設用機械などの需要が増え、一般の商品に対する需要が増大する。生産、供給が需要の増大にこれに追いつかなければ、価格が上昇する⁽⁷¹⁾。前述の供給制約が需要増大による価格上昇を招く可能性が高い。日銀の国債買入による、生産奨励と結びつかない社会保障等への財政支出の増大は、需要の増大を通じた物価騰貴、インフレーションを招く可能性が高い。財政歳出の増大に支えられて企業や家計の借入需要の増加速度が財・サービスの生産ないし供給速度を上まわり、しかも、市中銀行がそれに貸し応じた場合、従来日本銀行に滞留していた銀行の資金（巨額の日本銀行当座預金超過準備）が引き出されて市場に出回り、かくして通貨の過剰発行に基づく通貨価値減価に伴う物価騰貴としてのインフレーションが生じる可能性もある⁽⁷²⁾。財政の維持可能性に対する危惧から国債の信用度・信認度が低下し、国債を大量に保有日本銀行に対する信認が毀損されれば、日本銀行券に対する信認度が低下し、これによりインフレーションが生ずる可能性もある。

国家破綻の回避、公的債務負担の圧縮を目的とする方策としては、中央銀行が国債を大量に買い入れて、低金利と緩やかなインフレを醸成したうえで、規制などの公的関与によって低い金利の国債を金融機関に半ば強制的に購入させることによって、マイナスの実質金利となる債券を金融機関に保有させ、最終的には預金者や保険契約者、年金契約者を犠牲にする方策が考えられる。この方策は資金を成長分野から排除することにより、潜在

(69) 馬場直彦 [2014]。

(70) 白川浩道 [2012] 78～87ページ。

(71) 野口悠紀雄 [2014] 200～201ページ、等参照。

(72) 建部正義 [2010]、72～73ページ等参照。

成長率を低下させる。また資本移動自由化のもとでは国外への資金流出を招来する。このような政策を「金融抑圧」(Financial Repression)という⁽⁷³⁾。

このような実質金利をマイナスに抑え込む「金融抑圧」政策は、金融自由化のもとでは規制を通じての採用は困難である。だが日銀が景気浮揚により民間の資金需要が増大したのちにも金融緩和の出口戦略を実施しないとすれば、物価上昇と低金利が併存して事実上の金融抑圧政策が実施されることとなる。このような政策の下で、国民が消費者物価の増大、預金の目減り、年金生活者の生活困難という国民生活の犠牲を強いられる一方で、大量の国債を発行している国家の破綻は回避される可能性が強い。

むすび

現在無制限的に日本国債が発行されている。最近では日本銀行が国債の保有の中心となるようになった。日本銀行は金融政策の一環として国債買入れを行っているのであり、財政ファイナンスを目的としたものではなかった。だが、異次元の金融緩和下で、国債買オペ額は巨額に達し、それは事実上財政ファイナンスとしての性格もあわせもつようになったのである。

異次元の金融緩和は金融政策としての効果もあった。だがそれには大きな限界があったのである。それは財政ファイナンスとしても機能したというべきである。

異次元の金融緩和のもとで、国債市場の流動性の低下という問題が生じている。このことはこの政策からの脱却、財政ファイナンスからの脱却を難しくしている。

財政ファイナンスとしての性格を有するようになった日本銀行の異次元の国債保有は、財政規律の喪失による財政信認毀損のおそれを一段と高めている。2016年度の予算規模は100兆円を突破すると予想されているのである(『日本経済新聞』2015年8月25日付)。またそれは日本銀行や日本銀行券に対する信認に悪影響を及ぼす恐れを生じさせている。

異次元の金融緩和から脱却するために日本銀行以外でさまざまな出口戦略が構想されている。だが、日本銀行がそれから脱却することは困難である。金融政策と財政ファイナンスという日本銀行の政策の二面性は今後とも継続されると考えられる。

景気が回復すれば、民間金融機関は国債買入れを抑制し、日本銀行当座預金を引出し、これが需要を増大させていく。今後はインフレーション問題がいよいよ現実化してくるのではないか。財政ファイナンスは政府が歳入を気にすることなく歳出を増やすリスクを高めているのである。これが財政規律や日銀信認の喪失、インフレーションを招くおそれがあるのである⁽⁷⁴⁾。

「財政ファイナンス」が行われていても、経済成長により財政収入が増大し、また有効な財政ガバナンスの仕組みが別に機能していれば問題を回避することは可能であるという見解もある。だが景気回復は国債の市中消化を困難とする。また財政ファイナンスが行われている状況下で、小選挙区制のもとで、国会議員が国民、選挙民の抵抗が大きい緊縮財政を推進することが極めて困難となっている。こうしたことについては別稿で論じたい。

(73) 河野龍太郎 [2013] 12～20ページ。同 [2014] 8～17ページ。齊藤壽彦 [2014] 72ページ。金融抑圧については高田創 [2013] 175～177ページも参照されたい。

(74) 井上哲也 [2013] 136～139ページ、等を参照されたい。

参考文献

- 井上哲也 [2013] 『異次元緩和 黒田日銀の戦略を読み解く』日本経済新聞出版社。
- 井上哲也 [2015] 「日本銀行による『量的・質的金融緩和』—「2年で2%」を超えて」『CUC View & Vision』No.39, 3月。
- 井村進哉 [2014] 「2年目のアベノミクス = 「『異次元の金融緩和』の現況とその課題」『JP 総研 Research』Vol.24, 3月。
- 岩下有司 [2010] 『日本の景気循環と低利・百年国債の日銀引き受け』中京大学経済学部。
- 岩下有司 [2012] 「震災復興と財政再建は0.1%百年国債の日銀引き受けで」『政経研究』第98号, 6月。
- 岩田一政・日本経済研究センター編 [2014] 『量的・質的金融緩和』日本経済新聞出版社。
- 植田和男 [2003] 「自己資本と中央銀行」日本金融学会報告, 10月, 日本銀行ホームページ掲載。
- 岡田哲郎 [2013] 「『異次元緩和』の中間評価と今後の展望」『JRI レビュー』Vol.8, No.9, 8月。
- 翁邦雄 [2015] 『経済の大転換と日本銀行』岩波書店。
- 加藤出 [2014] 『日銀, 「出口」なし!』朝日新聞出版。
- 久後翔太郎 [2013] 「量的・質的金融緩和～異次元の運営, 異次元の出口」大和総研『経済分析レポート』9月11日, 大和総研ホームページ掲載。
- 国の債務管理の在り方に関する懇談会 [2009] 「国債管理政策の現状と課題—論点整理—」同懇談会 (第23回), 12月16日, 財務省ホームページ掲載。
- 国の債務管理の在り方に関する懇談会 [2014] 「議論の整理 骨子(案)」同懇談会 (第31回), 5月30日。
- 河野龍太郎 [2013] 「金融抑圧政策が始まったのか」『月刊資本市場』No.334, 6月。
- 河野龍太郎 [2014] 「アベノミクスの帰結～金融抑圧はさけられないのか」『地銀協月報』3月号。
- 国立国会図書館調査及び立法考査局財政金融課 (吉鶴祐亮) [2013] 「量的・質的金融緩和の効果とその評価」『調査と情報』No. 809, 12月3日。
- 齊藤壽彦 [2013a] 「近年における日本国債発行—信用と財政信認の視点から—」『政経研究』第100号, 6月。
- 齊藤壽彦 [2013b] 「無制限的発行下における日本国債の消化構造」『千葉商大論叢』第51巻第1号, 9月。
- 齊藤壽彦 [2014] 「日本銀行券に対する信認問題—日本国債の無制限的発行との関係を中心として—」関西学院大学『経済学論究』第68巻第1号, 6月。
- 財務省 [2015] 『日本の財政関係資料』3月。
- 財務省理財局 [2014] 『債務管理レポート2014』。
- 白川浩道 [2010] 「財政の維持可能性とマネタリゼーション」『CUC Policy Studies Review』千葉商科大学院, No.27, 10月。
- 白川浩道 [2012] 『日本は赤字国家に転落するか』日本経済出版社。
- 白川方明 [2011] 「通貨, 国債, 中央銀行—信認の相互依存性—」日本金融学会2011年度春季大会における特別講演, 5月28日, 日本銀行ホームページ掲載。

鈴木克洋 [2014] 「異次元緩和の効果と出口の課題～日銀のバランスシートを用いた整理～」『経済のプリズム』No.129, 9月。

高田創 [2013] 『国債暴落——日本は生き残れるか』中央公論新社。

竹田陽介・矢嶋康次 [2013] 『非伝統的金融政策の経済分析』日本経済新聞出版社。

建部正義 [2010] 『金融危機下の日銀の金融政策』中央大学出版部。

建部正義 [2014] 「日・米の金融緩和政策の比較検討」『経済』, 1月。

徳島勝幸 [2015a] 「国債の金利低下で生じていること」(「研究員の眼」2月23日), ニッセイ基礎研究所ホームページ掲載。

徳島勝幸 [2015b] 「金融緩和による債券市場の機能低下に対する危惧」『月刊資本市場』No. 356, 4月。

中島将隆 [2011] 「1990年以降の財政膨張と国債発行の特徴」『証券経済研究』第73号, 3月。

中島将隆 [2011] 「復興債発行の政治経済学」『証研レポート』1667号, 8月。

中島将隆 [2013a] 「なぜ赤字国債の無制限発行が可能になったか」『証券経済研究』第81号, 3月。

中島将隆 [2013b] 「長期金利の変動はなぜ生じたか」『証券レポート』1679号, 8月。

日本銀行 [2013] 『金融システムレポート』10月。

日本銀行 [2014] 『金融システムレポート』10月。

日本銀行 [2015] 『金融システムレポート』4月。

日本銀行企画局 [2015] 「『量的・質的金融緩和』: 2年間の効果の検証」『日銀レビュー』2015-J-8, 5月, 1～6ページ。

日本銀行企画室 [2004] 「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』年秋号, 同年10月。

日本銀行金融市場局(黒崎哲夫・熊野雄介・岡部恒多・長野哲平) [2015] 「国債市場の流動性: 取引データによる検証」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.15-J-2, 3月。

野口悠紀雄 [2014] 『金融政策の死 金利で見る世界と日本の経済』日本経済新聞社。

馬場直彦 [2014] 「異次元緩和は、長期金利をどれだけ押し下げているのか?」日本金融学会, 中央銀行部会報告, 9月16日。

アダム・ファーガソン著, 黒輪篤嗣・桐谷知未訳 [2011] 『ハイパーインフレの悪夢——ドイツ「国家破綻の歴史」は警告する——』新潮社。

深澤映司 [2014] 「異次元金融緩和の出口戦略」『レファレンス』, 9月号。

福井俊彦 [2003] 「金融政策運営の課題」日本金融学会講演, 6月1日, 日本銀行ホームページ掲載。

森田長太郎 [2014] 『国債リスク 金利が上昇するとき』東洋経済新報社。

山田博文 [2012] 「国債の累増と超金融緩和政策——日銀信用に支えられた国債バブル市場の構造——」『高橋経済大学論集』第54巻第4号, 29～40ページ参照。

湯本健治 [2014] 「湯本健治の視点【2年目に入った異次元緩和と長期金利急騰リスク】」4月7日, 株式会社日本総合研究所ホームページ掲載。

山家悠紀夫 [2014] 『アベノミクスと暮らしの行方』岩波書店。

そのほか上記齊藤論文掲載文献を参照されたい。

(2015.7.31 受稿, 2015.9.3 受理)

〔抄 録〕

現在無制限的に日本国債が発行されており、最近では日本銀行が国債の保有の中心となった。同行は名目上は金融政策の一環として国債買入れを行っているのであり、財政ファイナンスを目的としたものではなかった。だが、異次元金融緩和下で、国債買入額は巨額に達し、それは財政ファイナンスとしての性格もあわせもつようになったといえるのである。

異次元金融緩和は金融政策としての効果もあったが、それには大きな限界があった。それは財政拡張を支えていたのであり、財政ファイナンスとしても機能したというべきである。それは財政規律の喪失による財政信認の毀損のおそれを一段と高めている。

日銀の大規模な国債買入れによる異次元金融緩和のもとで、国債市場の流動性の低下という問題が生じた。このことは民間資金の国債への投資を困難にする要因となるものである。これは日本銀行が財政ファイナンスからの脱却することを難しくするものであるといえる。

日本銀行の異次元国債保有は、国債相場下落に伴う日銀財務の健全性の毀損、損失回避のための国債の満期保有が償還前に生じたインフレーションを制御することの阻害、実態は財政ファイナンスではないかとみなされることを通じて日本銀行や日本銀行券に対する信認の毀損のおそれを生じさせている。

このような異次元金融緩和から脱却するためにさまざまな出口戦略が構想されている。だが、日本銀行がそれから脱却することは困難であり、金融政策と財政ファイナンスという同行の政策の二面性は今後とも継続されると考えられるのである。

景気が回復すれば、民間金融機関は国債買入れを抑制し、日銀当座預金を引き出し、また、財政ファイナンスによって政府が歳入を気にすることなく歳出を増やすことを通じて、今後はインフレーション問題がいよいよ現実化してくるおそれがある。「財政ファイナンス」が行われていても、有効な財政ガバナンスの仕組みが別に機能していれば財政規律が保たれるという見解もあるが、これは実際には、困難であろう。