

# わが国の公的部門における国債保有の現状について

— 財政投融资と日本銀行による国債買入を中心に —

森 山 茂 樹

## 1. はじめに

現在、わが国政府の国債等の長期債務残高は1年間のGDPを大きく上回っている。このように政府部門が多額の債務を抱えた場合、通常、高い物価上昇を引き起こす。たとえば、第一次世界大戦後、敗戦国ドイツでは、巨額の賠償金支払のための負債により、ハイパーインフレーションを引き起こしている。あるいは、第二次世界戦後のわが国経済においても、同様である。戦前、戦中の軍備費増大により、巨額の政府債務を抱えた。このため、戦後わが国でも高い物価上昇を引き起こすこととなった。

現在のわが国政府の長期債務残高は、第二次世界大戦期を上回る水準となっている。ところが、第二次世界大戦後に発生したような物価上昇は生じていない。また、物価の安定を背景に、金利も安定している。その理由の一つとして、郵便貯金や公的年金積立金等を利用した政府等、あるいは日本銀行といった公的部門が多く国債を保有していることが考えられる。

このような公的部門による国債保有は、通常、物価上昇を引き起こすこととなる。たとえば、中央銀行である日本銀行が大量の国債を引き受ける場合、通常、貨幣供給量の増大や財政規律の欠如等の理由により、物価上昇をもたらす。同様に、国債発行を伴う積極的な財政政策は、有効需要を拡大させることにより、物価上昇圧力をもたらすが、現在のわが国経済においては、物価はきわめて安定している。

この逆説に対しては、現下のわが国経済において、日本銀行による国債購入によつ貨幣供給量の増加と物価水準が、古典派経済学のいう貨幣数量説による安定的な関係が成立しなくなっていることが考えられる。また、財政政策面で

は、GDPを上回った長期債務残高をもつといった状況にまで悪化したわが国財政による国債発行は、将来の増税を想起させ、逆に消費抑制につながるいわゆる非ケインズ効果がみられることにより、物価が上昇していない可能性もある。

このような国債発行に関する逆説的な現状及びその背景等を分析することにより、今後、公的部門の国債保有状況が変化する場合の影響を検討することとしたい。

これまで財政投融资制度の下で、多額の国債を保有することとなった郵便貯金は、2007年10月には民営化が予定されており、最長10年間の移行期はあるものの、最終的には民間金融機関と同様に自由な資金運用を行うこととなる。現在、民間金融機関も資金運用の一環として国債を保有していることから、郵便貯金も民営化されたとしても、直ちに国債運用やめるわけではない。しかしながら、公的部門の一部として、財政投融资制度を通じて国債消化に協力してきた郵便貯金の役割は今後変化していくことが予想される。また、このような変化は、「官から民へ」資金の流れを変えようとする郵政民営化の趣旨にも沿うものである。

郵便貯金と同様、厚生年金積立金等もその資金の一部を国債に運用している。厚生年金積立金は、勤労所得者や雇用主からの拠出金を、高齢時の年金に充てるものである。現在の勤労者等が、その時点での年金給付費を負担するいわゆる賦課方式を採用しているわが国では、原則として手元に運用資金が残らないはずである。また、現時点で積立金があるにしても、今後、戦後のベビーブームにより多く出生したいわゆる団塊の世代が大量に定年を迎え、年金受給者

となる一方、資金を拠出する勤労者が少子化等の影響で減少すると、これまでに蓄えられてきた厚生年金積立金等が年金給付財源として使用されることとなる。このような事態となると、厚生年金積立金等の資金により運用されていた国債が売却されるおそれがある。

これまで郵便貯金、厚生年金積立金等の預託を受けて、その資金を運用してきた資金運用部は、2001年度の改革により、必要な資金を金融市場から財投債と呼ばれる国債を発行することで調達されることとなった。上述のとおり、政府部門である郵便貯金は民営化により、また、公的年金は少子高齢化に伴う年金積立金の減少により将来的に国債への運用額が減少する可能性はあるが、まだ現実には国債の運用額は減少していない。一方、同じ政府部門のうち、かつての資金運用部、現在の財政融資資金は、既にこの改革により原則として国債を引き受けなくなった。

このような政府部門と並び、日本銀行が保有する国債の比率も高い。これは、1970年代以降、財政赤字を背景に大量の国債が発行され、これにより経済に必要な貨幣供給の手段として日本銀行により長期国債が買入れられたことに始まる。これに加え、バブル経済崩壊後のわが国経済の状況にかんがみ、潤沢な資金を供給するため、量的緩和政策と呼ばれる、従来にない金融政策が採られ、その金融政策の目標である日銀当座預金残高を積み上げるため、日本銀行による毎月の長期国債買入オペレーションの金額を増大させたことによる。2006年3月、日本銀行は、消費者物価指数が安定的にゼロ%以上となったとして、この量的緩和政策を解除し、金利をターゲットとした金融政策に変更している。

このように財政投融資改革や日本銀行の量的緩和政策の解除により、これらの公的部門の国債保有状況が今後変わっていく可能性がある。公的部門の国債保有状況が変わることにより、わが国経済にどのような影響を及ぼすおそれがあるのか、また、今後、わが国経済の健全な発展のため、公的部門が果たすべき役割について

検討したい。

## 2. フローベースで見た国債発行の現状

国債発行の現状に関する直近のフローベースのデータとして、2007年度予算に基づく国債発行計画がある。これによると、2007年度に発行すべき国債の総額は、前年度当初計画から過去最大の21.6兆円を減額したものの、143.8兆円と依然高い水準に留まっている。2007年1月に閣議決定された「平成19年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」の別添に示された2007年度の国内総生産見通しは521.9兆円であることから、国債発行総額のGDPに占める割合は27.5%に及ぶこととなる。

この国債発行総額は、その発行根拠法により、建設国債及び特例国債の新規財源債、借換債、財投債の3種類に分類される。借換債は、償還する国債を、満期ごとに規則的に一部を借り換え、全体として60年間で完全に償還するいわゆる「60年償還ルール」が適用されているために発行される。たとえば、10年債が満期となった場合、その6分の1が償還され、残額については借換債の発行が行われる。このようにして60年で償還されるようになっている。したがって、毎年度発行される借換債の額は、過去に発行した国債の満期到来額により自動的に決まってくる。また、借換債は国債整理基金特別会計の歳入として計上され、予算本体である一般会計予算とは別に経理される。一般会計における国債費としては、60年償還ルールに基づく債務償還費として、前年度期首国債残高の100分の1.6に相当する額（定率繰入れ分）及び国債の利子等の費用が計上される。

財投債は、国の投融資活動である財政投融資の資金ニーズに応じて発行され、財政融資特別会計の歳入となるものである。財投債により調達された資金は、政策金融機関等に融資されることから、見合いの資産が計上されることとなる。したがって、財投債は国の純債務とはならない。このため、財投債は経済指標の国際的な標準である国民経済計算（SNA）において、

公的企業に分類され、一般政府の債務とは分類されない。

上記のとおり、借換債は過去の債務のロールオーバーであり、財投債は一般会計の債務とは分類されないことから、国の債務を増加させるのは、一般会計歳入に繰り入れられる建設国債及び特例国債の新規財源債のみとなる。ただし、これらの国債は区分されることなく金融市場で発行され、また、国債を購入する投資家も、購入した国債の財源が一般会計歳入として繰り入れられるのか、借換債となるのか、あるいは財投債として財政投融資計画の原資となるのか意識されることはない。同じ国債として、国の信用に基づき発行され、流通し、満期となれば償還されることとなる。

2007年度国債発行総額143.8兆円のうち各々の発行額は、新規財源債25.4兆円、借換債99.8兆円、財投債18.6兆円となっている。新規財源債はその分債務を増加させる一方、借り換えされずに満期償還となる国債もある。したがって、新規財源債発行額から、満期償還分を除いた額が、ストックベースで新たな国の債務となる。

### 3. 持続的な財政の構築のための目標

このように新たに債務が増加することは、ある年度の歳出はその年度の歳入で賄う均衡予算主義の観点から望ましくはない。しかし、過去の経済対策等により大量の赤字国債を発行し、国の長期債務残高が1年間のGDPを上回る現状にかんがみると、直ちに均衡予算主義に戻ることは現実的ではない。たとえば、2007年度予算の場合、政策経費にあたる一般歳出、国債の償還・利払のための国債費、地方自治体間の財政不均衡を是正するための地方交付税を合計した一般会計歳出は、82.9兆円であるのに対し、税収等は57.5兆円にとどまっている。このため、差額の25.4兆円の国債を発行し、財源を確保する予定となっている。これは、一般会計歳入の30.7%にも達する。均衡財政とするためには、この額を税収等で調達するか、歳出の削減、あるいは歳入歳出両方を見直すかしなければなら

ない。25.4兆円の歳出・歳入の見直しは、GDPの4.9%であり、これを一気に実施することになると、わが国経済に大きな影響を及ぼすおそれがある。

一方、巨額の財政赤字に手をつかないと、戦後のわが国経済のように物価上昇や金利高騰を招くおそれがある。このため、財政健全化のため、ストックベースでの債務が増加したとしても、持続的な財政が可能であるための一つの目標として、現在、財政当局は基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の黒字化を目指している。基礎的財政収支とは、「新規財源債等による借入れを除く税収等の歳入」と、「過去の借入れに対する元利払い、すなわち国債費に相当する額を差し引いた歳出」との差額のことをいう。この基礎的財政収支が均衡している場合、借入に頼らず、その財政年度の税収等により、政策的支出が賄われていることとなる。債務残高は、新規財源債等の借入れの額が増大する一方、満期償還となった国債額が減少する。したがって、基礎的財政収支が均衡している場合、総額の債務残高は、国債費から債務償還費を除いた利払費相当額が増加することとなる。

以上のとおり、基礎的財政収支が均衡した場合でも、絶対額としては国の債務残高は増加する。しかしながら、GDPが増大すれば、国の債務残高の対GDP比はその分低下する。たとえば、債務残高に対する利払費、すなわち金利相当の増加割合が、GDPの成長率と等しい場合、両者は同じ割合で増加するため、債務残高の対GDP比は変化しないこととなる。このため、現在、財政当局が持続可能な財政の構築のための第一歩として、基礎的収支の黒字化を目指している。このように金利と成長率が等しい場合には、債務残高の対GDP比は一定である一方、金利が成長率を上回る場合には、基礎的財政収支が均衡したとしても債務残高の対GDP比は増加することとなる。この場合、財政が持続可能である、すなわち債務残高の対GDP比が拡大しないためには、基礎的財政収支は均衡するだけでは不十分である。債務残高

の対 GDP 比を一定に保つためには、金利と成長率の差と債務残高の積の額の基礎的財政収支の黒字が必要となり、金利と成長率の差の大きさにしたが、また、債務残高の大きさにしたが、必要となる基礎的財政収支の黒字額は大きくなる。

将来の金利と成長率の予想は困難であるが、債務残高については四半期ごとに国債発行当局が統計を公表している。直近の統計である2006年12月末現在の財投債をのぞく長期債務残高は543.5兆円である。仮に金利が成長率を0.1%上回った場合、債務残高の対 GDP 比を一定に保つために必要となる基礎的収支黒字額は、これと債務残高の積である5435億円となる。今後の金利と成長率の関係、債務残高の額に応じて、必要となる基礎的財政黒字額は増減することとなる。

#### 4. 国債保有の現状

上記のように持続可能な財政の構築のため、ストックベースの債務残高の対 GDP 比が一定範囲に収まることだけでなく、国の負債であると同時に保有者にとって資産である国債が、バランスのとれた形で保有されることが重要で

ある。上述のとおり、2006年12月末現在のわが国政府の長期債務残高は543.5兆円であるが、国債の保有者別内訳は下記資料1. のとおりである。

上記資料1. のとおり、国債の4割程度は、財政融資資金、郵便貯金、簡易生命保険及び公的年金の政府等が保有し、日本銀行も15%程度保有している。ある意味で、わが国政府は一方で多額の国債を発行すると同時に、その国債を自らの資金で購入していることとなる。ただし、そのうちの財政融資資金の国債保有は、公的金融活動によるものであり、国の債務とは分類されない。この財政融資資金は2001年度の改革により、必要な資金は金融市場から国債の一種である財投債を発行して調達することとされた改革以降は、日々の余裕資金の運用等を除いて、原則として新規に国債で運用することはなくなった。このため、00年度末に資金運用部（現在の財政融資資金）は国債全体の18.9%を保有していたが、その保有割合は、01年度の改革以降次第に低下し、05年末には6.4%となっている。

財政融資資金が国債の保有割合を低下させたにもかかわらず、政府等全体の国債保有割合が低下していない理由は、下記資料2. のとおり

資料1. 国債の保有者別内訳

(単位：%)

所有者	00年度末	01年度末	02年度末	03年度末	04年度末	05年末
政府等	35.4	40.9	41.6	41.2	42.0	41.8
日本銀行	11.6	14.9	15.0	14.9	14.3	14.0
市中金融機関	38.6	32.8	32.6	34.2	31.8	31.9
海外	6.0	3.6	3.4	3.5	4.2	4.7
家計	2.5	2.6	2.4	2.6	3.3	3.9
その他	5.8	5.2	5.1	3.6	4.5	3.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

政府等の内訳は、財政融資資金（00年度末までは資金運用部）、郵便貯金、簡易生命保険及び公的年金である。

市中金融機関の内訳は、国内銀行、民間生命保険会社及び民間損害保険会社であり、証券投資信託及び証券会社はその他に含まれる。

出所：資金循環統計（日本銀行）財務省「日本国債レポート2006」より作成

## 資料2. 国債所有者のうち政府等による保有の内訳

(単位：%)

所有者	00年度末	01年度末	02年度末	03年度末	04年度末	05年末
財政融資資金	18.9	15.1	12.2	9.4	7.6	6.4
郵便貯金	6.4	11.5	14.2	15.4	17.1	18.0
簡易生命保険	5.3	5.1	5.1	5.0	5.5	8.4
公的年金	2.5	5.5	5.9	7.4	8.4	8.7
小計(政府等)	35.4	40.9	41.6	41.2	42.0	41.8

出所：前掲

郵便貯金、簡易生命保険、公的年金が保有する国債の割合が高まったからである。郵便貯金の国債保有割合は、00年度末の6.4%から05年末には18.0%に、簡易生命保険は同5.3%から8.4%に、公的年金は同2.5%から8.7%に増大している。

同じ公的金融あるいは資金であるにもかかわらず、簡易生命保険の国債保有割合は、郵便貯金及び公的年金に比べて、その拡大の比率は小さい。これは、財政投融資制度改革と関連している。財政投融資とは、国の信用により集められた資金等を財源として、国の政策目的実現のための投融資活動である。この財政投融資の財源は、01年度の改革以前まで郵便貯金、簡易生命保険及び厚生年金等の公的年金積立金等が使用された。このように財政投融資の財源であったという意味では、簡易生命保険も、郵便貯金及び公的年金と同様であったが、郵便貯金及び公的年金は財政投融資のための財源として、当時の資金運用部資金に預託することが義務付けられていた一方、簡易生命保険は資金運用部からは分離して運用され、毎年度、財政投融資計画作成の際、簡易生命保険積立金の一部を財投協力として、財政投融資に使用されていたのである。

このように郵便貯金及び公的年金積立金は、資金運用部に預託することが義務付けられていたが、01年度の財政投融資制度改革に伴い、これらの資金は資金運用部への預託義務が廃止され、自主運用するようになった。この資金で

郵便貯金及び公的年金は国債を購入したのである。一方、簡易生命保険については、その運用資金は01年度以降も変更がなかったため、従来と同様自らの判断で国債を購入した。その結果、簡易生命保険の国債保有割合に比べ、預託義務が廃止された郵便貯金及び公的年金の国債保有割合が大きく増加したのである。

## 5. 財政投融資資金による国債引受け

公的な信用により集められた資金を、公共的な政策目的に使用する投融資制度として財政投融資制度は、明治時代初期にさかのぼることができる。国の財政のように無償資金として費消される資金とは異なり、財政投融資は、資金を貸付け、金利を付して返済してもらう有償資金である。

この財政投融資制度は、資金が公的部門に集められたことを契機に始まった。具体的には、1872年(明治5年)に創設された準備金制度までさかのぼる。その後、1878年(明治11年)、大蔵省国債局で、現在の郵便貯金(当時は郵便局貯金と呼ばれていた)の受入れを始め、これを運用するようになった。1885年(明治18年)には、「預金規則」が制定され、大蔵省に預金局(現在の理財局)が設置された。「預金規則」には、具体的な運用に関する規定はなかった。実際には、ほとんど国債証券に対する運用であった。また、資金の原資の8割は、郵便局貯金が占めていた。財政投融資資金の創設期には、郵便貯金として集められた資金が、国債に運用さ

れるといった実態であった。

「預金規則」については、上述のとおり資金運用方法が規定されていなかったため、大正期に入り、中国借款に使用された資金が回収不能となる問題が生じた。このような問題を背景に、1924年（大正14年）、「預金部預金法」が制定され、大蔵省預金部特別会計に集められた「預金部資金」は、「有利確実ナル方法ヲ以テ」、「国家公共ノ利益ノ為ニ」運用すべきものという基本原則が定められた。「確実な」運用対象として、国債、地方債のほか特別な法律に基づき設立された会社等への運用が規定された。第二次世界大戦後には、戦中の運用で多くの損失が発生したこと、ドッジ・ラインに基づく緊縮的な財政運営方針により、しばらく、地方債を中心とした運営に限られてきた。

このように財政融資資金の前身である預金部預金ないし資金運用部は、確実な運用対象として従来から国債で資金運用を行っていた。しかし、戦後の高度成長期の資金需要に対応するため、社会資本整備等の公共的な目的のために設立された公社公団や、政策金融機関への融資も行うようになった<sup>1</sup>。

90年代のバブル経済崩壊後のわが国経済において、金融機関の倒産が発生し、国民の金融システムに対する信頼が低下した。このような金融システムに対する信頼の低下に伴い、国の信用に裏付けられた郵便貯金に資金が集まるようになった。こうして集められた資金は、当時の資金運用部に預託することが義務付けられており、資金運用部は受動的に集められた資金を運用する必要があった。このため、資金ニーズではなく、受動的に集められた資金を運用するため、非効率な資金運用が行われたのではないかとする批判が、財政投融資を改革する契機となった。

このような批判を踏まえ、郵便貯金、あるいは公的年金といった国の信用により集められた資金は、自ら運用することとされ、資金運用部

への預託の義務は廃止された。資金運用部は財政融資資金に改められ、財政投融資のために必要な資金は自ら金融市場で国債の一種である財投債を発行して調達されることとされた。

財政投融資に必要な資金が国債の一種である財投債で調達されるような改革が実施されたことを受けて、財政投融資による国債引受は原則として廃止されることとされた。一方、資金運用部への預託義務が廃止された郵便貯金、公的年金積立金は、激変緩和のため、それまでの資金運用部に代わり国債引受を行うこととされた。ただし、経過措置とされ、徐々にその額は引き下げられることとされた。

## 6. 日本銀行による国債買入

### (1) 成長通貨ルールによる国債買入

財政投融資により政府等の国債引受額が4割近くを占めていることに加え、日本銀行の保有する国債の割合も15%程度となっている。わが国財政法上、日本銀行は国債を直接引き受けることができないが、一旦、金融市場で発行された国債は、日本銀行によって買い入れることができる。むしろ、国債は日本銀行にとって、銀行券発行量を確保するための重要な資産であるともいえる。

日本銀行は、わが国の中央銀行として銀行券を発行するが、日本銀行の発行する銀行券は、日本銀行にとって負債であり、これを発行するために資産を購入する必要がある。理論的には日本銀行が資産を購入すれば、それがどのような資産であっても日本銀行券が発行されるが、日本銀行の財務の健全性の観点からリスクの低い資産を購入することが適当である。戦後、均衡予算主義が採用されていた時期には、リスクの低い資産としての国債は存在しなかったが、60年代の不況や、70年代の2度にわたる石油ショックによる景気低迷のため発行された国債は、日本銀行が通貨を発行するために購入する資産として重要な地位を占めることとなった。

しかし、日本銀行が買い入れる国債の量が多すぎると、日本銀行券が過剰に流通し、物価上

1 中川1994年、P81～95参照。

昇を引き起こすおそれがある。あるいは、日本銀行による国債買入が赤字財政のファイナンスとみられると、市場に悪影響を及ぼすおそれもある。このため、日本銀行は、国債を購入するに当たって一定のルールを設けている。具体的には日本銀行は、従来は成長通貨ルールと呼ばれるルールに基づき、国債の購入を行ってきた<sup>2</sup>。これは、GDPの規模とその規模に応じた取引等のために必要な日本銀行券の比率が中長期的には安定的であるとの観点から、GDPの成長に応じて日本銀行券の流通を増加させ、そのための手段として長期国債を買い入れるというものである。したがって、一旦購入された国債が満期償還を迎えた場合、日本銀行券の流通量を維持するために、再び別の国債の購入する必要がある。この場合、日本銀行券の流通量を増加させるものではなく、物価上昇を引き起こすおそれがないことから、事務効率に資するため市場を通さずに国債発行当局から直接国債を購入する場合がある。これは日本銀行による公債引受を原則として禁じている財政法第5条のただし書で、「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない」として認められているケースである。日銀が保有する公債の借換え（いわゆる乗換え）のために発行する公債の金額については、この要件に該当するものとして、特別会計の予算総則に記載され、国会の議決を経ている<sup>3</sup>。いずれにせよ、日本銀行のバランス・シート上は、資産として長期保有国債が計上され、経済に流通する日本銀行券は日本銀行の長期の負債として計上され、双方がバランスすることとなる。このような成長通貨ルールにより日本銀行による国債引受に歯止めがかけられ、物価上昇圧力を防ぐこととされていた。

(2) 量的緩和政策導入にともなう日銀券ルールによる国債買入

①量的緩和政策の導入

このように成長通貨ルールは、毎年のフローの日本銀行券を一定のルールに従い増加させるのに対し、現在は、日本銀行が資産として保有する長期国債の量が、日本銀行にとって長期負債である日本銀行券の残高を越えないようにするといったストック・ベースを基準とする日銀券ルールへと変更されている。これは、2001年3月、日本銀行が金融市場調節方針の目標を従来の金利から、日銀当座預金残高に変更するいわゆる量的緩和政策を導入したことに伴うものである。

量的緩和政策を導入するまでは、伝統的な金利を政策目標とする金融市場調節方針が採られていた。たとえば、バブル経済崩壊後、デフレが深刻化するわが国経済において、金融政策面から経済を支えるため、政策金利をできるだけ低めに誘導するいわゆるゼロ金利政策が採られた。日本銀行は、2000年7月にはデフレ懸念が払拭されたとして、一旦はゼロ金利政策が解除され、政策金利が引き上げられた。しかしながら、2001年3月、過去10年にわたり、「財政面からは、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた」にもかかわらず、再び経済情勢が悪化したため、「通常では行われなような、思い切った金融緩和」として、日銀当座預金残高を主たる政策目標とし、潤沢な資金を供給する量的緩和政策を導入した。これにより通常4兆円程度であった日銀当座預金残高を5兆円程度に上乘せされることとなり、その後、この日銀当座預金残高目標は累次にわたって引き上げられ、最終的には35兆円にまで引き上げられた。

中央銀行は、市場金利を調節することにより、物価の安定を図る。景気が過熱し、物価上昇圧力がある場合には、市場金利を引き上げ、逆に景気が低迷し、物価上昇の懸念がない場合には、市場金利を引き下げ、景気を刺激する。バブル経済崩壊後、長期にわたり低迷していたわが国

2 日本銀行金融研究所2004年、P127参照。

3 小村2002年、P134～135参照。

経済は、物価が下落するデフレ状況にあった。このため、日本銀行は、1年以内の短期金融市場のうち、日本銀行に当座預金口座を有する金融機関間の取引市場であるインターバンクのコール市場において<sup>4</sup>、政策誘導目標である無担保コールレート（オーバーナイト物。すなわち翌日物）を「内外の中央銀行の歴史にない低金利」とする政策を継続した。このため、日本銀行は潤沢な資金供給を行ってきたが、量的緩和政策では、金融機関が無利子の日銀当座預金を、必要以上に預けるまでさらに潤沢な資金供給を実施することが必要となった。

## ②量的緩和政策の目標達成のための手段

日本銀行は、日銀当座預金残高を目標の額とするため、日本銀行に当座預金資金を有する金融機関に対して資金を供給しなければならない。そのための手段として、金融機関から手形や債券を購入する、あるいは、債券を担保とした資金融通である現先取引による資金供給オペレーションを実施する<sup>5</sup>。このような資金供給オペレーションとして、金融機関以外で十分な信用力のある者が振り出した手形や国債等の有価証券を担保にし、その担保を裏づけに金融機関が振り出した1年以内の手形を買い入れる手形買入オペレーションがある。手形買入オペレーションは、成長通貨供給のための資金供給とは異なり、通常金融市場調節方針のもとで、政策目標金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）を調節するものである。したがって、日本銀行が定めた基準では1年以内までの手形を買い入れることができるが、量的緩和政策の目標とする日銀当座預金残高を達成できる限りにおいて、なるべく短期間のオペレーションが実施された。

あるいは、金融機関が保有する満期が1年以内の短期国債を買い入れる短国買入オペレーションがある。政府が発行する広義の短期国債として、政府短期証券（Financing Bills, FB）<sup>6</sup>、

狭義の短期国債（Treasury Bills, TB）<sup>7</sup>がある。政府短期証券とは、国庫の一時的な資金不足を補うために発行される短期の債券で、原則満期は13週間である。政府短期証券の発行・償還は予算上の歳入・歳出として扱われない。政府短期証券も国の信用を背景に発行される債券であるため、広義の短期国債に含め、日本銀行の短国買入オペレーションの対象となっている。また、狭義の短期国債は、国債の借換を円滑にするために発行され、満期は6ヶ月と1年の2種類である。金融機関が保有するこれらの短期国債を買い入れるのが短国買入オペレーションである。したがって、日本銀行が買い入れる短期国債の満期は最大で1年であり、実際には、金融機関が保有していた時期があるため、それよりも短くなる。

日本銀行はこれらの手段により量的緩和政策の目標とする日銀当座預金残高を達成することに努めるが、金融機関は、金利のつく債券を日本銀行に売却し、その資金を金利のつかない日銀当座預金口座に預金するような資金供給オペレーションは難しく、場合によっては日本銀行の提供する金額の資金供給オペレーションに対し、それ以下の金額しか申込みがないおそれがある。このような日本銀行が提供する資金供給オペレーションの金額に到達しない未達を「札割れ」とよび、この札割れが多発し、量的緩和政策の政策目標である金額の日銀当座預金残高を達成することが困難な場合に備え、成長通貨ルールに基づく長期国債の買入額以上に、国債買入れの増額を行うことができるとされた。

手形買入オペレーションや短国買入オペレーションでは札割れが発生するおそれがある一方、長期国債買入オペレーションでは札割れが発生しにくい理由は以下のとおりである。満期償還期間と利回りの関係を結んだ利回り曲線（イールドカーブ）は、通常、償還期間が長くなるにしたがい金利が高くなる右上がりの曲線として

4 短期金融市場及びコール市場の概要については、日本銀行金融研究所編2004、P130～131参照。

5 日本銀行金融研究所編2004、P134～140参照。

6 大内2005年、P56参照。

7 財務省理財局2006年、P9～10参照。

描かれる。したがって、手形や国債等の有価証券の満期が短くなると、これに応じて利回りが低下する。特に、デフレ下のわが国経済では、1年以内の短期金融市場ではほとんど金利がつかない状況であった。このような状況下では、短期金融市場で資金を調達する場合の金利と日本銀行の資金供給オペレーションに応じて資金を調達する場合の金利の双方がゼロ金利に近くなる。金融機関としては、いつでも短期金融市場で低金利の資金が調達される状況では、日本銀行の資金供給オペレーションに応じる必要はない。

これに対して、長期国債の場合、30年の超長期国債まで発行されている。短期ではゼロ金利に近い国債金利も、償還期間が長くなるにしたがい金利が上昇する。仮に金融市場において、10年満期の国債金利が1.5%だったとし、日本銀行の長期国債買入オペレーションに1.4%の金利で応じた場合、その金利差分だけ金融機関にとって有利となる。

これは国債金利ではなく、国債価格の観点からも説明することができる。金融市場で10年満期、年利1.5%の国債が100円で売買されていた場合、金融機関はこの国債を、たとえば101円で日本銀行に買ってもらえばその差分益を受けることとなる。101円で購入された国債は、10年後の満期には100円で償還され、1円分の償還差損が発生することとなる。これを10年間で均等に償却すると、1年平均0.1円、すなわち額面価格100円に対して0.1%分利回りが低下することとなる。

逆に、満期までの期間が短くなり、市場金利がゼロ金利に近づくと、この市場金利よりもさらに低い金利で日本銀行に手形ないし短期国債を売却できる余地が小さくなる、あるいは仮に売却益が発生してもその額は限られることとなる。

以上の理由から、1年以内の手形買入オペレーションや1年以内の満期の短期国債買入オペレーションよりも、長期国債買入オペレーションの方が金融機関にとって魅力的であり、札割

れる可能性が小さいのである。このような理由から、量的緩和政策が導入された際、その目標を達成するために、場合によっては長期国債の買入を増額するとされたのである。

量的緩和政策が導入されるまでは、成長通貨ルールによりおおよそ月4000億円程度の長期国債が買入れられていた。量的緩和政策の導入後、日銀当座預金残高目標が引き上げられるにしたがい、日本銀行による長期国債買入額も増額され、最終的には月1兆2000億円にまで増額された。この日本銀行による長期国債買入の増額は、あくまでも量的緩和政策の目標である日銀当座預金残高を達成するためであり、国際価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではない。その趣旨を明らかにするため導入されたのが前述の日銀券残高ルールである。

### ③日銀券ルールによる国債買入

このような経緯から日本銀行が買入れる長期国債の月額がフローベースでは、3倍に引き上げられたが、新たな日銀券ルールの下で、実際に日本銀行が保有する長期国債のストックベースの残高が最終的に3倍となるわけではない。その理由は、成長通貨ルールの下では、日本銀行が一旦買入れた長期国債は、満期償還を迎えるたびに借り換えられてきた一方、日銀券ルールの下では、日本銀行が保有する国債は、満期を迎えるたびに原則として償還することとされたからである。日本銀行が買入れる長期国債は、発行時点での満期が1年超の国債を対象としているが、発行から時間が経過した国債を買入れることもある。日本銀行は、買入れる国債の種類や満期償還までの期間は指定せず、市場での流通価格と比較して価格の低いものから競争入札で買入れているのである。このため、日本銀行が買入れた時点での満期は1年以下の場合もありうる。あるいは、日本銀行が買入れた時点では満期まで1年超の国債であっても、買入れてから時間が経過するに応じてその分満期までの期間が短くなる。金融機関が保有する国債の満期構成を長期化したいとの方針から、日本銀行に対し満期までの期間が短

い国債を積極的に売却した場合、一旦日本銀行は短期間に満期償還を迎える国債を多く抱えることとなる。このため、仮に1ヶ月に満期償還を迎える国債の額が、日銀券ルールの下で日本銀行が新たに買い入れる月1兆2000億円を上回る場合、日本銀行が保有する長期国債の残高は減少することとなる。

実際には日本銀行が保有する国債の残高は増加しており、前述の国債の所有者別内訳でみた場合、全体の15%程度を保有している状況にある。一方、量的緩和政策は、2006年3月に解除されたが、日銀券ルールに基づく日本銀行の長期国債買入オペレーションは継続しており、月間買入額の1兆2000億円も維持されている。現時点では、日本銀行が保有する長期国債の残高は、日銀券の流通量を下回って推移しており、日銀ルールに基づく長期国債買入オペレーションの月額額は当分現状のままでも問題はないものと予想される。

このように残高ベースでみた場合、成長通貨ルールも日銀券ルールも大きく変わらない一方、日銀券ルールによる長期国債買入の月額が3倍あるため、国債を保有する金融機関は、日本銀行のオペレーションに応じることにより国債の満期構成を容易に変更することができると考えられる。この点から、日本銀行の政策も国債の安定的な消化、流通に貢献しているものと考えられる。

### (3) 量的緩和政策の効果

#### ①量的緩和政策の物価に対する影響

郵便貯金及び公的年金積立金等と同様、日本銀行が国債を保有したことは、国債の安定的な消化、流通に貢献し、その結果、巨額の財政赤字を抱えているにもかかわらず、国債金利を中心としたわが国の金融市場における金利が比較的低位に安定したと考えられる。

他方、中央銀行である日本銀行が大量に国債を保有することは、通常、貨幣供給量を増大させ、物価上昇を引き起こすおそれがある。実際、日本銀行による長期国債買い切りオペの増額は、

デフレから脱却するため、すなわち物価を上昇させるための量的緩和政策の目標を達成するための手段として導入された。

量的緩和政策が物価上昇を引き起こすメカニズムとして、中央銀行である日本銀行が、貨幣供給量を増大させ、これを通じて物価をコントロールするチャンネルがある。貨幣は市場で取引される財に対し、名目的な価格を与えるペールの役割を果たすものであり、ある経済において、市場で取引される財の量が一定であるところに、貨幣供給量が増加すれば、その増加した割合に応じて財全般の価格、すなわち物価が上昇するというものであり、貨幣数量説と呼ばれる。

わが国の高度成長期のように民間部門における資金需要が旺盛な場合、貨幣供給量の増大が、経済成長ないし物価の上昇につながったが、バブル崩壊後、民間部門における資金需要が低迷している状況では、貨幣供給を増加させても、資金貸出の増大にはつながらず、物価の上昇はもたらされなかった。また、デフレ下において金利が極めて低い状況において、金利がつかない貨幣であってもその他の金融資産の代替性が高く、貨幣供給量の増大は、貨幣の保蔵につながり、物価の上昇をもたらさなかった。このため、日本銀行の長期国債買い切りオペによる貨幣供給量の増大は、貨幣数量説の示すような形での物価の上昇をもたらさなかった<sup>8</sup>。

上記の理由から、量的緩和政策導入後も物価下落が継続すると、将来の期待物価上昇率も低下することとなる。このことは、名目金利は、実質金利と予想インフレ率の合計であるフィッシャー方程式から、名目金利の低位安定につながることとなる。また、貨幣はそれ自体価値を持たないが、将来、流通することにより価値を持ち、その価値がデフレにより実質的に増大するとの期待は、貨幣の保蔵を助長することとなったと考えられる<sup>9</sup>。

このような理由から民間部門における資金需要が欠如する中で量的緩和政策による日本銀

8 齊藤2006年、P63～110参照。

9 貨幣についての考え方は岩井1993年参照。

行の資金供給オペは、財政資金の変動にともなう資金収支を補うものとなった。たとえば、国債発行や法人税の納税が行われると、民間部門、すなわち最終的には日銀当座預金から国庫に資金が移動することとなる。量的緩和政策の元では低下した日銀当座預金残高を維持する必要がある、このように財政資金対民収支が揚げ超のときには、民間資金需要の有無を問わず、資金供給オペを実施した<sup>10</sup>。

このような観点から、量的緩和政策の効果に否定的な意見がある一方、デフレが深刻化する中で、量的緩和政策の目標である日銀当座預金残高を引き上げたにもかかわらず、そのための手段である長期国債買い入れ額を据え置いたことに問題があるとの意見もある。

また、量的緩和政策により期待される効果の一つとして、ポートフォリオ・リバランス効果がある。これは、様々なリスク・リターンをもつ資産を組み合わせるにより、適切なリスクの下での最大のリターンを得るポートフォリオをもつ場合、その資産のうち、リスクはないが、リターンもゼロである貨幣の量が、量的緩和政策により増大することにより、リスクはあるもののリターンが期待できるリスク資産の割合を拡大するように組み替えられ、これにより経済の活性化、物価の上昇をもたらそうというものである。量的緩和政策の終わりの時期には、投資信託、外貨預金等のリスク資産に対する投資が増加してきており、徐々にではあるが、ポートフォリオ・リバランス効果も現れてきた可能性もある。

## ②金融システムの安定

量的緩和政策が目指したデフレ脱却の効果については、限られた成果しか得られなかった一方、日本銀行は、「潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、経済活動の収縮を回避することに大きな効果を

発揮した。」とし、金融システムの安定について効果があったとしている<sup>11</sup>。金融システムが不安定な時期に危険なことは、金融機関が破綻することにより、預金が保障されないとの不安から取り付け騒ぎが発生することである。金融機関は、財務内容が健全であったとしても、すべての預金引き出しに応じるための流動性は持っていない。このような観点から、量的緩和政策により、金融機関がゼロ金利で潤沢な資金を持ち、十分な流動性を保有していたことは、金融システムの安定に寄与したといえる。

また、量的緩和政策により日本銀行が長期間超低金利政策を実施することを約束したため、大手銀行は金利スワップ市場の投機で莫大な収益を稼いだとの指摘もある<sup>12</sup>。

もともと量的緩和政策は、物価の安定を通じてわが国経済の健全な発展を目指す日本銀行が、デフレという物価が安定していない状況から脱却するために導入した政策である。デフレの要因は様々であるが、金融システムに対する不安感もデフレの要因の一つであると考えられる。したがって、量的緩和政策が金融システムの安定に寄与したということは、同政策の主目的ではないものの、間接的にデフレからの脱却を支えたといえる。

日本銀行の目的として、物価の安定と同時に金融システムの安定があり、そのため日銀特融等の手段がある。したがって、物価の安定を目指す金融政策の一つとしての量的緩和政策により金融システムの安定を図ることは適当ではなく、あくまでも副次的な効果として認めるべきものと考えられる。

## 7. おわりに

わが国の財政状況は、わが国財政の歴史から見ても、あるいは国際的な比較からも危機的な状況にある。このような危機的な財政状況にもかかわらず、物価上昇やクラウドイングアウトによる金利上昇といった副作用が生じていない

10 財政収支の変動等については我孫子2006年を、国庫制度の概要については大内2005年を参照。

11 経済・物価情勢の展望(2005年10月)参照。

12 斉藤2006年、P129~134参照。

大きな理由の一つとして、財政投融资や日本銀行の金融政策手段としての国債買入が考えられる。

しかし、このような状況は大きく変化した。財政投融资は、2001年度の改革により原則として国債を引き受けなくなった。日本銀行も、2001年に導入した量的緩和政策の手段として国債買入を増額してきたが、2006年に量的緩和政策が解除された。

さらに、2001年からわが国経済は景気回復局面に入り、既に戦後最長のいざなぎ景気を抜く長期にわたっている。このため、これまで慎重だった企業部門の資金需要も徐々に回復するようになった。

このような公的部門の変化、民間経済を取り巻く状況の変化から、巨額の財政赤字をファイナンスしてきた前提条件が失われつつあり、これまでのデフレないし物価が安定した中で、金利が低位で安定していた状況から、物価高騰や金利上昇が生じるおそれがある。

このような物価高騰や金利上昇の要因が財政赤字である場合、歳出・歳入両面からの改革による財政再建が重要である。しかしながら、90年代の長期の景気低迷のため、累次の経済対策が実施され、そのために大量の国債が発行されたことから、直ちに国債発行を止めることは現実的ではない。

したがって、当面、国債発行を前提とした経済運営を実施していく必要がある。ようやく景気が回復してきたわが国経済の発展のためには、物価の高騰や金利上昇が景気回復の阻害要因となってはならない。

物価の安定に関しては、量的緩和政策解除後、日本銀行としての物価の安定についての基本的な考え方を整理し、金融政策運営に当たり、日銀政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）として消費者物価指数が0～2%であることを示した。これは、将来の期待インフレ率の安定に資するものと考えられる。同時に、量的緩和解除後も、当面、長期国債買切

りオペを同じ額で継続することを明らかにし、国債市場の安定を図っている。財政健全化が図られるまでの間、引き続き、日本銀行が国債の円滑な流通に果たす役割は大きいと考えられる。

また、金融システムの安定を目的とする立場からも、日本銀行は国債市場の安定に留意する必要がある。民間金融機関が保有する国債は、金利上昇により評価損が発生するおそれがある。景気回復等による今後の金利上昇によるリスクを回避するため、民間金融機関は、その債務である短期の預金と債権である国債等の運用資産との期間バランスに十分留意した運用を行うとともに、日本銀行も審査を通じて、民間金融機関が潜在的に保有するリスクについて十分注意を払う必要がある。

2005年にはりそな銀行問題が発生した際、安全資産への運用として国債に資金が流入したため、国債金利が低下したが、同問題の解決を受け、株価が上昇し始めると、国債金利が急騰した。その結果、保有国債の評価損が生じた民間金融機関が国債を売却し、これが更に国債金利を高騰させるといったことが発生した。

国債保有が民間金融機関といった特定の主体に保有されることは、価格の変動を大きくするおそれがある。このため、国債発行当局は既に行っているように、国債保有者の多様化を図り、個人や海外投資家にも国債を購入してもらう努力が必要である。

郵便貯金については、将来的には他の金融機関と同様、資金仲介機関として民間資金需要に応じた貸し出しを行っていくこととなると考えられる。しかしながら、最長10年間は国が株式を保有することとなり、資金運用のリスクは国が負うこととなる。このため、ある程度は安全資産としての国債での運用を継続する必要があると考えられる。安全な資金運用という面では、公的年金積立金も同様である。

このような点から、日本銀行、国債発行当局、公的金融部門は、国債の円滑な発行、流通、償還において、今後とも重要な役割を果たす必要があると考えられる。

参考文献

- 我孫子善一郎著 「我が国の国庫制度—対民収支編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課, 2006年1月号
- 岩井克人著 『貨幣論』 筑摩書房, 1993年  
『資本主義から市民主義へ』 新書館, 2006年
- 内堀節夫著 『公的金融論』 白桃書房, 1999年
- 大内聡著 「我が国の国庫制度—入門編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課, 2005年6月号
- 鎌田修著 「我が国の国庫制度—補足編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課, 2006年5月号
- 木下康司編 『図説 日本の財政』 東洋経済新報社, 2006年
- コトリコフ, リーレンス 『世代の経済学』 日本経済社, 1993年
- 小宮淳史著 「国債発行計画について」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課, 2007年2月号
- 小村武著 『予算と財政法』 三訂版 新日本法規, 2002年
- 齊藤誠著 『成長信仰の桎梏消費重視のマクロ経済学』 勁草書房, 2006年
- 財務省理財局 『財政投融资レポート2006』 財務省ホームページ, 2006年  
『日本国債ガイドブック2006』 財務省ホームページ, 2006年
- 下鶴毅著 「我が国の国庫制度—出納経理編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課, 2005年11月号
- 高野寿也著 「我が国の国庫制度—応用編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課, 2006年4月号
- 竹野秀樹著 『GDP とは何か』 中央経済社, 2004年
- 辻村和佑・溝口雅子著 『資金循環分析』 慶應義塾大学出版, 2002年
- 富田俊基著 『国債累増のつけを誰が払うのか』 東洋経済新報社, 1999年  
『日本国債の研究』 東洋経済新報社, 2001年  
『国債の歴史』 東洋経済新報社, 2006年
- 中川雅治・乾文男・原田有造著 『財政投融资』 大蔵財務協会, 1994年
- 日本銀行金融研究所編 『新しい日本銀行』 有斐閣, 2004年
- 日本銀行調査統計局 『資金循環勘定』 日本銀行, 1982年～
- 日本銀行調査統計局経済統計課 『資金循環』 東洋経済新報社, 2001年
- 真壁昭夫・玉木伸介・平山賢一著 『国債と金利をめぐる300年史』 東洋経済新報社, 2005年
- 宮脇淳著 『財政投融资と行政改革』 PHP新書, 2001年
- 村松功著 『日本の財務再構築』 東洋経済新報社, 2004年

(受付日 2007年5月27日)

(受理日 2007年7月13日)