

# 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 —

## Arguments on the Credibility of Bank of Japan Notes — In Regards to the Unlimited Issue of Japanese Government Bonds

齊藤 壽彦

This paper examines whether there is any possibility that the large amount of government bonds purchased by the Bank of Japan in recent years may have damaged the credibility of Bank of Japan notes. The general credibility of currency, and the conditions for its formation are considered. The principle of market absorption of long term government bonds after the Second World War, and the promotion of the market liquidity policy after the 1998 fiscal year are presented. Private-sector financial institutions, etc. increased their investments in government bonds between the 1998 and the 2012 fiscal year. The Bank of Japan purchased government bonds as a part of its monetary policy. Its possession increased rapidly after the 2013 fiscal year. So this paper points out that the concern that the bond market may regard the Bank as the financier to the national finance, and that the credibility of Bank of Japan notes may be damaged is arising. This paper also examines the issue of the underwriting of government bonds by the Bank, and it is argued that this should not be done.

Hisahiko Saito

JEL : E52, E58, H6

キーワード : 日本銀行券、中央銀行、信認、日本国債、引受

Keywords : Bank of Japan note, central bank, credibility, government bond, underwriting

## はじめに

近年、世界的に国債の増発がその暴落をもたらすのではないかということが大きな問題となっており、日本においてもこのことを回避することが喫緊の課題となっている。この問題に関して、私はこれまでに「近年における日本国債発行——信用と財政信認の視点から——」という論文と「無制限的発行下における日本国債の消化構造」という論文を発表している<sup>1)</sup>。前者は、国債の発行市場を考察したものであり、国債の信用を維持するためには国債の発行をもたらす国家の財政信認を維持しなければならないということを論じている。後者は、国債の流通市場を考察したものであり、国債の信用は、国債の消化をもたらす個々の投資家の国債に対する信用、国債流通市場の国債に対する信認に大きく依存していることから、その市場構造の現状と将来見通しを論じたものである<sup>2)</sup>。

日本国債保有は最近では日本銀行に大きく依存するようになってきている。日本銀行が国債買入制限を行えば、国債の信用が低落し、この信用を維持するために日本銀行が無制限的に国債を買い入れれば、日本銀行券の信認に傷がつく恐れがある。これについてはその恐れに否定的な見解もある。日銀券の信認問題は日銀券の根幹にかかわる問題であるが、この問題についての十分な考察がなされていない。

本論文では、近年の日本銀行の多額の国債買入が日本券の信認を毀損する恐れがあるかどうかについて、理論的、歴史的、実証的について検討してみたい。

## 第 1 章 通貨に対する一般的信認とその成立条件

### 第 1 節 通貨の一般的受容性、一般的信認

貨幣、通貨は、誰にでも受け取られるということが社会のすべての人々に認められている。このようなことを一般的受容性 (general receivability) という。貨幣、通貨は、このような性質をもつということが社会において一般的に信認されて (credible なものとして認められて)、一般的信認 (general credibility)

1) 齊藤壽彦 [2013b] 44~59 ページ。齊藤壽彦 [2013c] 19~39 ページ。

2) 国債の保有構造については、金子定吉 [2013] 162~171 ページも参照されたい。

を得て、初めて貨幣として通用する。

このような貨幣、通貨に対する一般的信認は貨幣を用いる人々の慣習、慣行となっているが、これを支える経済的、法的条件がその存続を可能としている。

金本位制の時代には、貨幣としてふさわしい属性をもち、素材的価値を有する金、またはこのような金と兌換される銀行券が、社会で一般的に貨幣、通貨として信認された。国家が法に基づき、流通する貨幣である通貨に強制通用力を付与したことがそれを補強した。

管理通貨制の時代には、不換銀行券が社会から一般的信認を与えられて通貨として機能した。

日本銀行券は素材としての価値を有しているから通貨として受け取られるわけではなく、その受領者がそれを通貨として信認するからそれが一般的に通貨として受け取られるのである。その信認の基礎は、一つには国民がその発行主体としての日銀を信認していることである。通貨に対する信認は、平時は誰もその存在を疑わないが、信認を守る努力をしなければ、非連続的に変化しうるものである。いったん、信認が崩れると、経済に与える影響は計り知れない<sup>3)</sup>。

通貨の信認が動揺する恐れがあることは通貨の歴史を見れば明らかである。19世紀末に世界の基軸通貨であったイギリスの通貨ポンドは、戦間期にスターリング地域（ポンド決済地域）の基軸通貨へと後退し、第2次大戦後はその地位すらも喪失して、単なる一国の国民通貨へと戻った。その間、たびたびポンド危機が発生し、通貨の信認が問われる事態が生じている。この信認喪失問題に政府債務問題が深く関わっていた。1923年にドイツでハイパー・インフレが発生した。これは不換銀行券発行による財政ファイナンスが通貨の信認を失わせ、人々のインフレ予想を一挙に高めたケースであった<sup>4)</sup>。

---

3) 白川方明 [2011] 2～3、5～6、14 ページ。

4) 上川孝夫 [2011] 39～40 ページ。1920年代には、ドイツにおいて、当時のドイツの中央銀行であるライヒスバンクが政府の発行する短期証券を大量に引き受けたことから、天文学的なインフレーションが発生したといわれている（森田長太郎 [2011] 185 ページ）。これは財政ファイナンスの事例である。

## 第 2 節 通貨の一般的受容性の成立条件

通貨が一般的信認を得るためには様々な条件が必要である。不換銀行券の流通の根拠は以下のとおりである<sup>5)</sup>。

第 1 は、従来から、人々が貨幣を受け取り、これを支払いに充当してきたという、社会の**慣習**が存在するということである。

第 2 は、流通過程に一時的に表れては消えるという**流通手段の機能**を果たすためには素材的価値を有しなくてもよいということである。

第 3 に、不換銀行券は、国家から法律に基づき、いつでもどこでも通貨として用いることができるという**強制通用力**を与えられていることである。

第 4 に、**通貨価値が安定**していることである。通貨価値の極端な低落、これによる大幅な物価上昇（インフレーション）は通貨に対する信認を揺るがす。通貨価値の維持は日銀券の信認を支えるきわめて大きな条件となる。管理通貨制下における通貨価値の安定は、次のような条件に支えられている。① 不換銀行券が政府歳出の手段としてではなく貸出という取引手段として流通過程に入っていく、返済を通じて発行銀行に還流するという還流メカニズムが存在する。② 中央銀行が通貨価値の安定を図るという通貨政策、金融政策を採用していることである。中央銀行の最も重要な役割は通貨の信認を維持することである。このためには、通貨価値維持のための適切な金融政策を実施することがきわめて重要である。歴史的経験から、中央銀行が政府からの独立性を保持することがこれに寄与するとされている。日本経済の成長を図ることも中央銀行の役割の一つであるが、これは通貨価値の維持を前提としていることが明記されるべきである。

---

5) 以下については次の文献を参照。齊藤壽彦 [2003b] 27～40 ページ。齊藤壽彦 [2013a] 65～88 ページ。白川方明 [2011] 1～14 ページ。鎮目雅人 [2001] 243～245 ページ。深澤映司 [2003] 42～46 ページ。植田和男 [2003]。田中敦 [2013] 143～170 ページ。北岡孝義 [2013] 2013 年) も、「マネーを支えるのはマネーの信認」であると述べている (107～108 ページ)。柴崎健 [2014] も、不換銀行券の価値の裏付けは信認であるということを確認している (10～13 ページ)。貨幣、金融政策と信認に関する研究史については、齊藤壽彦 [2003b] 37～40 ページ等を参照されたい。日本銀行の株式買入れが同行信認に及ぼす影響については齊藤壽彦 [2003a] 97～103 ページを参照されたい。

第5に、**中央銀行に対する社会の意識上の信認**も重要である。これには、中央銀行、金融政策当局者が通貨価値安定の政策目標を掲げていること、これを実現できる能力・手腕（art）を有すること、中央銀行、金融政策当局が通貨価値安定の実績をあげていること、またこの政策の一貫性を保持すること、中央銀行が国民に対して金融政策についての説明責任（アカウントビリティ）をきちんと果たすこと、金融業務をしっかりと行うこと、などが重要である。中央銀行に対する信認は中央銀行の努力だけで達成されるものではなく、中央銀行の信認の重要性に対する政府や国民の支持や理解が不可欠であり、財政の信認や日銀の信認を維持しようとする国民の意思（民意）、輿論（合理的な多数意見）、これらの支持が重要である。このために中央銀行の国民に対する説明責任が求められるのである。中央銀行の信認は、政府や国民が中央銀行の判断を尊重するかどうかによっても大きな影響を受ける<sup>6)</sup>。

第6に、中央銀行券に対する信認、金融政策の有効性確保のためには中央銀行の財務の健全性を保持することが求められる。このために、中央銀行が自己資本を十分に保有すること、十分に流動性資産を保有すること、信用度の高い資産を保有し、リスク資産、不良債権の買取りは抑制（資産の健全性確保）すること、銀行券の発行の裏付けとして金準備や有価証券準備（保証準備）を保有すること、などが必要である。貨幣の信認において重要なのは中央銀行の保有資産そのものではなくて、適切な金融政策の運営であって、このためにバランスシートが健全であり、ある程度資本を保有することが大切となる（田中敦[2013]）。

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というベースマネーの増加を図って支払いを維持し続けることができるから、直ちに破綻、支払不能に陥ることはない。だが、この場合、通貨価値を

---

6) 福井俊彦元日本銀行総裁は、中央銀行自身が自律性を欠いていると人々が認識した途端、通貨に対する信認は一挙に崩壊する、「中央銀行が政府の申し出通りに国債を引受なければならないとすると、財政規律が失われ、中央銀行は、自律性はおろか存在価値そのものに疑念を抱かせることとなろう」と述べている（福井俊彦「打ち出の小槌はない」キャノングローバル戦略研究所ホームページ、2012年11月21日）。白川方明[2011]2、5、14ページも参照されたい。

維持するための適切な金融引締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のである。

短期間に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目指さなければならない(植田和男 [2003])。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(あるいは困難を来たすのではないかとの見方が広がり)、結局通貨の信認を維持することが難しくなる可能性がある(福井俊彦 [2003])。

第 7 に、しっかりとした**通貨偽造防止対策**を採用することである。

第 8 に、銀行券の支払いに応じて商品を提供することができる**経済力**が発券国に存在することも銀行券の信認を維持するために必要である。経常収支や財政収支の均衡もこれに関係する。アメリカの通貨ドルが国際通貨としての信認を維持している一因は、同国の巨大な経済力の存在である。

中央銀行券に対する信認の程度を計量的に正確に把握することは困難である。だが中央銀行券の生命ともいべき信認の重要性が認識されなければならない。また、中央銀行券が増発されており、大部分の商品の価格が上昇しており、商品の取引量に変化がなく、個別商品に特別な価格上昇要因がない時に、中央銀行券の減価や信認の毀損を推定することはできる。

## 第 2 章 戦後日本の国債市中消化政策と国債市中消化の推移概観

### 第 1 節 国債の無制限的発行以前の国債管理政策

#### 1 国債発行の再開と国債売却制限

国債管理政策とは、できるかぎり財政負担(利子負担)の軽減を図りながら国債を発行し、しかも国債が消化できるようにする政策のことである。この政策は財政政策と関係が深く、大蔵省・財務省(2001年1月設立)が主として国債の発行、消化、流通、償還の各方面にわたりこの政策を展開してきた。戦後におけるこの政策の推移を、国債消化政策を中心に考察する<sup>7)</sup>。また、この

7) 国債管理政策の推移については、中島将隆 [1977]、財務省「戦後の国債管理政策の推移」(財務省のホームページに掲載)、北村行伸 [2011] 2~13 ページ、吉田博光 [2009 年] 1~16 ページ、等を参照されたい。

政策のもとでの金融機関、とくに市中銀行の国債への資金運用の推移についても概観しておきたい。

戦後においては、戦前の教訓から、戦後の財政法において健全財政主義が採用され、一般会計において長期国債発行（赤字国債発行）が行われなくなった<sup>8)</sup>。財政法第5条は「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない」と規定している。もともと、「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」という例外規定はあった。

長期国債は1966年に発行が再開された。1965年度補正予算で特例公債法に基づく赤字国債が発行され、1966年度から財政法に基づく建設国債（4条債）の形態で長期国債が発行されることとなった。1973年度からは、借換債の発行も開始されている。

戦後の長期国債は市中消化を原則としていた<sup>9)</sup>。これは主として国債シンジケート団引受という形態で行われており、1966年1月にシンジケート団による引受けが開始された<sup>10)</sup>。3月には資金運用部引受けも開始された。1968年5月には減債制度が確立した。1972年1月には国債償還期限が7年から10年に延長された。

1960年代後半から1970年代前半にかけては、国債発行後景気が回復し、高度成長下で税収が増加したことなどにより国債発行が抑制されていた。当時は、財政負担軽減のために国債利率が市場実勢、市場の需給を反映しない低利の水準に抑えられていた。このため、1974年度までは市中銀行の国債保有額は低水準にとどまっていたのである。

銀行が引き受けた低利の国債は、その転売を自由にすれば、その相場が低落するおそれがあった。このため、国債が有価証券として本来売買自由であるに

8) これは財政インフレーションからの反省とともに、戦争危険の防止を狙いとしたものであった。これらについては、日本銀行百年史編纂委員会編 [1985] 108 ページ、平井平治 [1947] 37、40 ページ、渡辺佐平編著 [1947] 62～63 ページを参照されたい。

9) 日銀引受発行が反対されたのは、これによる発行には限度が存在しないからであった（渡辺佐平 [1965] 12～13 ページ）。

10) これは2005年度末まで実施された。2006年度以降公募入札発行が基本とされている。

もかわらず、その値下がり回避のために、国債発行再開後の 10 年間は、その売却が大蔵省の行政指導により制限されていた。その結果、市中消化としてシンジケート銀行団が引き受けた低利の国債は、そのほとんどすべてが、発行後 1 年後に日本銀行の国債買オペレーションによって日本銀行によって吸収され保有されていったのであった。結局、発行された国債のほとんどは日本銀行の保有に帰着したのである。この意味では事実上の日本銀行引受が行われていたともいえる。

だが、この段階の国債の発行額は制限されていたから、日銀の国債保有額は多くはなかった。当時においては、買オペによって供給された資金は成長に必要な資金として市場に吸収されていたのである。

## 2 国債の大量発行と国債売却制限の緩和

1973 年秋の第 1 次オイルショックの後、日本経済は高度経済成長から安定成長経済へ移行する。このような状況下で国家財政は資金不足に陥り、1966 年度以降はなかった赤字国債（特例債）の発行が 1975 年 12 月に再開された。1975 年度以降、国債大量発行が行われるようになる。日本の財政は、鈴木武雄氏が指摘されたように「国債を抱いた財政」から「国債に抱かれた財政」に移行する<sup>11)</sup>。

1985 年度以降は大量借換えの時代を迎えることとなった。この準備として 1984 年末に、政府は赤字国債の償還ルールを変更している。赤字国債の 10 年満期、現金償還を建設国債と同じ 60 年償還に変更したのである<sup>12)</sup>。

バブル崩壊期の 1990～1993 年度には特例債の発行が行われなくなった。だが、これは一時的にすぎなかったのである。

国債の大量発行のもとで、インフレを恐れた日本銀行は、従来のように無制限に市中銀行から国債を買入れることが困難となり、その国債買入れを制限するようになる。このような状態では、市中銀行は、低利の国債を無制限に引き受け、これを保有するわけにはいかなくなる。かくして大蔵省は、従来のよ

11) 鈴木武雄 [1976] 84～124、164～181、218 ページ。

12) 中島将隆 [2003] 44～45 ページ。渡瀬義男 [2009] 11 ページ。



うな市場隔離型銀行行政を継続することができなくなり、市場機能重視型国債管理政策をとらざるをえなくなったのである。1977年4月から国債に市場価格が成立し、金融機関が取得した国債の流動化が開始された。これ以降大蔵省は国債売却制限を緩和していったのである。国債が大量発行されるようになった同年以降になると、市中金融機関の買入れた国債の市中売却制限が緩和され、国債流通市場が成立したのであった<sup>13)</sup>。

1995年には金融機関引受国債の売却自粛措置は撤廃された<sup>14)</sup>。これは国債を銀行に残存させない側面も有したが、国債金利の自由化を進めるものでもあった。1983年には銀行等による公債の窓口販売、1984年には金融機関による国債ディーリング業務が開始され、国債の流動化が進んでいったのである<sup>15)</sup>。

だが1980年(昭和55年)から1995年(平成7年)までは、都市銀行の国債保有残高は6～10兆円程度で、安定的に推移していた。当時においては銀行にとって国債への投資は付随的な業務にすぎなかったのであった<sup>16)</sup>。

### 3 国債の無制限的発行期の国債管理政策

1990年度から1993年度までは赤字国債の発行はなかったが、1994年度にその発行が再開され現在にいたっている。バブル崩壊後の1990年代以降、国内経済低迷下で、国債発行残高が増大した。税収不足と歳出膨脹の下で1998年度(平成10年度)から国債の無制限的発行体制に移行する<sup>17)</sup>。

この時期に国債の確実かつ円滑な発行および中長期的な調達コストの抑制という基本目標の下、国債管理政策が急速に整備され、取引手法の拡大や市場

13) 中島将隆 [2007] 28～29 ページ。渡瀬義男 [2009] 10 ページ。山田博文 [2013] 66～67 ページ。

14) 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部 [2012] 76～78 ページ。

15) 同上書、345～346 ページ。

16) 同上書、345 ページ。

17) 中島将隆 [2011a] 18 ページ。(1990年度に湾岸戦争負担金の臨時特別公債金分の赤字国債発行はある)。1991年2月にピークを付けた後、後退していた景気は、93年10月に底を打って回復し始めていたが、95年には急激な円高と株安のために一時的な挫折があった。その後再び景気は上昇していたが、それはきわめて弱いものであった。このような状況下で財政再建に手を付けたために、97年春から景気は急速に後退し始めていた(岩下有司 [2010] 109 ページ)。

インフラ整備が進んだ。この政策は、市場との対話、国債の商品性・保有者層の多様化、国債市場の流通性の向上、債務管理の高度化を基本的な考え方としている<sup>18)</sup>。

## 第 2 節 国債無制限的発行期の国債市場流動化政策の展開

### 1 国債の市場流動性の意義

国債管理政策の一環をなす国債市場流動化政策について立ち入って検討することとする。売買の執行の容易さの程度、市場での取引のし易さを市場流動性という。この高さは市場の効率性と安定性のための必要条件である。流動性が高い市場ほど、情報が集約されて新しい情報に基づく取引が迅速に執行されるから、情報が価格に織り込まれる効率やスピードが高くなる。また、平時において流動性の高い市場では、そこで成立している価格でいつでも売買ができるという市場参加者の信頼感が高くなり、何らかのショックが生じた場合にも市場機能が維持される可能性が高いと考えられる<sup>19)</sup>。

このような流動的な国債市場の存在、国債の市場流動性を高めていくことは、政府、日本銀行、投資家にとって重要であった<sup>20)</sup>。

さらに、国債市場という信用リスクがきわめて少ない資産市場の機能は、一

18) 金融調査研究会 [2012] 10～13 ページ。

19) 日本銀行副総裁藤原作弥、講演「市場流動性と国債市場（わが国の国債市場の改革に向けて）」1999年6月19日。市場流動性を規定する要因の第1は、商品特性に関するものであり、発行量つまり市場規模が大きく、その商品性が均一となっているかということである。第2は、市場構造（マーケット・マイクロストラクチャー）に関するものであり、具体的な取引執行の方法、手数料体系、価格や取引ボリュームといった市場情報の開示状況、税制、取引規制について、コストが高かったり、厳しい取引規制が課せられて市場機能が十分発達しなかったりして、その機能が制約されていないかということである。第3は、市場参加者の行動特性に関するものであり、市場参加者がどの程度のリスク回避度をもっているか、投資家の目的が短期売買か長期保有かということである。このような観点から重要なことは、市場参加者が多様であるということである。これにより取引が一方に偏る事態が発生しにくくなり、市場の流動性が向上する（藤原作弥、同上講演）。

20) 国債市場の機能向上は政府の安定的、低利の資金調達、円滑な財政運営にとって不可欠であり、投資家にとっての国債市場の魅力を高め、中央銀行にとってはオペレーション効果の迅速な波及を通じる金融政策の円滑な実行を可能にするからである（同上。日本銀行金融市場局 [2004] 103～104 ページ）。

国の金融市場や金融システム全体のパフォーマンスと密接な関連をもっているのである<sup>21)</sup>。

## 2 国債市場改革—国債市場の流動性の進展

国債の「無制限発行体制」移行以前においては日本の国債市場の流動性には限界があった<sup>22)</sup>。日本の国債市場は十分な機能を発揮していなかった。だが国債の「無制限発行体制」への移行する段階になると、巨額に発行される国債の消化を確実かつ円滑化なものとするために、国債市場の整備・国債市場の流動化が著しく促進されている。

国債市場の流動性が低かった理由としては税制や発行市場（発行期間や銘柄のサイズ等）や国債保有決済システム上の制度的阻害要因を挙げることができるが、本質的な理由は、金融機関等の破綻を意識しなくても良い状態が長くつづいたため、国債というリスク・フリーと考えられる資産の市場の重要性について現実的な形で理解がなかったことにあった<sup>23)</sup>。

日本銀行の白川方明審議役は日本の国債市場の機能向上策の実施を提起した<sup>24)</sup>。大蔵省、そのあとの財務省が国債市場改革、国債市場流動化に取り組んだ<sup>25)</sup>。日本銀行も国債市場流動化政策に取り組んだ<sup>26)</sup>。

21) 第 1 に、この市場は、投資家や資金調達者に対してリスクヘッジ手段を提供し、さらに 1 国の金融システムの安定的機能に寄与する。第 2 に、流動性の高い国債市場は、それ以外の金融市場が発達するためのインフとしても機能する。第 3 に、国債市場は将来予測にとって高い情報価値をもつ（藤原作弥、前掲講演）。

22) すなわち、第 1 に、それは G7 諸国と比べて低かった。第 2 に、現物国債の流動性が特定のゾーン（10 年という長期債への偏重）に集中していた。第 3 に、国債の現物市場の流動性が低く、先物市場で流動性を補っていた（井上広隆 [1999] 31～32 ページ。藤原作弥、上掲講演。富田俊基 [2004] 170～171 ページ）。

23) 白川方明 [1999] 16～21 ページ。

24) 同上、26～28 ページ。

25) 1999 年以降、有価証券取引税・取引所税の廃止等の税制改革が行われ、5 年物という中期債の発行（2000 年 2 月に 5 年物を発行し、2001 年に 4・6 年債を 5 年債に統合してこれをベンチマーク化）、超長期債の発行増大等の国債発行の多様化、2001 年 3 月にリオープン方式の導入（統合による銘柄統合化）、2003 年 1 月にストリップス制度の導入（利付債の元本部分と利息部分の分離、投資家にとっての選択肢の増加）、2001 年からの決済の即時グロス決済（Real Time Gross Settlement）の開始（2004 年 1 月に RTGS 化完了）の発行条件等が実施され

一連の市場改革の結果、国債市場の流動性はかなり向上した<sup>27)</sup>。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、かつ円滑に消化することのできる、十分に発達した国債市場が登場することとなったのである<sup>28)</sup>。

その後も国債市場化改革、国債市場流動化政策が続行されている<sup>29)</sup>。

政府は国債管理政策を実施しており、国家の中長期的な調達コストの抑制を図るとともに、国債の確実かつ円滑な発行に努めている。このために、市場に配慮している<sup>30)</sup>。

---

などの改革が行われた。2003 年の急速な金利上昇期においても、市場流動性を維持していた。2004 年 4 月 9 日に開催した金融政策決定会合において「国債の補完供給制度」（日銀保有国債の買戻条件付売却、いわゆる「品貸」）も国債市場の流動性の維持、向上を意識したものである（富田俊基 [2004] 172～177 ページ。種村知樹他 [2003] 5 ページ。日本銀行金融市場局 [2004] 104～105、111 ページ）。流通市場の進展とともにシンジケート団引受方式が市場機能を阻害しているのではないかという問題が指摘されるようになった（富田俊基 [2004] 177～178 ページ）。国債の発行方法に関しては、2006 年度以降シンジケート団引受方式が廃止され、価格競争による公募入札が基本となった（日本証券経済研究所編・発行 [2012] 70 ページ。三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部 [2012] 88～90 ページ）。福井日銀総裁は、2006 年 4 月 3 日の「財務省『国債市場関係者との意見交換会』における総裁挨拶」において、シ団が廃止され、国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー）制度の下で、国債のプライマリー市場（新規発行市場）がマーケット・メカニズムを一層活用する方向に踏み出したことは、わが国の金融資本市場の発展にとって望ましいことであると述べている（日本銀行ホームページ）。

26) 同行は国債買オペの実行方式の見直しを行い、買入対象銘柄の拡大、個別銘柄毎の市中での残存流通量の勘案、オファー先の拡大、オペのオファーバック（落札結果を示す）の迅速化を行った。また、新しいタイプの国債を適格担保化した。さらに国債市場に関する情報を整備した。国債の補完供給制度を導入した。新現先制度も導入した。国債売買の RTGS 化も推進した（日本銀行金融市場局 [2004] 104～113 ページ）。

27) 日本銀行金融市場局 [2004] 4 ページ。福井日銀総裁は、2006 年 4 月 3 日の前述の挨拶の中で（注 25）、わが国の国債市場は、政府に安定的な資金調達の間を提供するというだけでなく、金融資本市場全体の基準となるリスク・フリーの金利を形成することを通じて、幅広い金融資産の価格形成の基礎を提供し、民間部門の円滑な経済活動、ひいては我が国経済の自立的な成長の実現にも大きな役割を果たしています、と述べている。

28) 白川方明 [2011] 12 ページ。

29) 財務省「戦後の国債管理政策の推移」、同「国債関連の最近の主な施設」（財務省のホームページに掲載）、金融調査研究会 [2012] 11～13 ページ。

30) 財務省理財局 [2012] 68 ページ。日本銀行金融市場局金融市場課市場企画グループ「国債市場の情報整備—オペ対象先との意見交換会での議論の概要—」『マーケット・レビュー』2000 - J - 2、2000 年 11 月、1～6 ページ。

また、市場のニーズに応じた商品構成の多様化と国債保有者層の多様化を図っており、超長期債市場の育成や、個人向け国債の発行を行っている。平均償還年限の長期化も日本国債の安定消化の一因を担うものである<sup>31)</sup>。

さらに国債市場の流動性向上に努めており、買入消却や流動性供給入札の実施規模拡大を実施している<sup>32)</sup>。

国債発行計画策定に当たっても市場が基本的に考えられている<sup>33)</sup>。

このような国債市場の流動化促進、消化推進政策が、金融機関の国債の大量国債の消化、国家への信用・公信用を支えていたのである。

### 第3節 国債の無制限的発行下の銀行の国債への本格的資金運用

国債の無制限的発行体制に移行した時期には、預金残高が増大する一方で企業の資金需要が減退した<sup>34)</sup>。国内銀行全体でみると、2000年（平成12年）に預金総額全体で、預金総額が貸出総額を上回るいわゆる「預金超過（預超）」状態に転じた。中小企業に資金需要はあったが、銀行は信用リスクを考慮せざるを得ず、その貸出先を選別せざるをえなかった。1999年度以降、国債発行の多様化、国債市場の流通性向上、市場との対話などの国債市場改革が急速に進められた。国債発行はシンジケート団引受から入札発行に移行した<sup>35)</sup>。このような状況のもとで国債の流動化とリスクフリーと考えられた公信用の銀行保有の増大が進んだ。

こうして多くの銀行が国債投資を主体とする有価証券運用を強化するように

31) 財務省大臣官房審議官美並義人「日本国債市場と国債管理政策」世界銀行、日本証券業協会主催「資本市場セミナー」報告資料、2012年10月12日。

32) 財務省理財局 [2012] 66～67 ページ。

33) 第1に、予見可能性が考慮されており、国債発行計画は、市場に対して今後1年間の国債発行予定を明示することにより、市場の予見可能性や安定性を高める役割をはたしている。第2に透明性が配慮されており、国債発行計画の策定にあたっては、市場のニーズを適切に反映するため、国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会等の場を通じた市場との対話をきめ細かく行ってきた。第3に柔軟性が考えられており、市場のニーズ・動向等が変化した場合には、市場との対話を重ねながら、必要に応じて柔軟に計画を持直すことが必要であるとされている（内閣官房国家戦略室「財政に対する市場の信認確保に関する検討会」（第1回）（2009年10月30日）における財務省提出資料「最近の国債管理政策について」）。

34) 都市銀行の貸出残高は1993年をピークにその後減少傾向に転じた。

35) 三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部 [2012] 84～90、344 ページ。

なった。実際、1995 年（平成 7 年）頃を境に都市銀行の国債保有残高は急増している。これは長期金利低迷の下で、国債運用による金利収益（インカムゲイン）と国債売却益（キャピタルゲイン）の両方の確保をねらったものであった<sup>36)</sup>。2006 年 7 月に日本銀行がゼロ金利政策を解除した後、銀行の国債投資は抑えられていたが、2008 年 9 月のリーマン・ショックの後、銀行の国債投資は再度拡大した<sup>37)</sup>。2000 年代前半に銀行の貸出が減少する一方で、銀行の国債保有が増え始め、2008 年前後から銀行部門の国債保有が本格的に増え始めたのであった<sup>38)</sup>。国内預金残高から国内貸出残高を差し引いた「預超額」は、2008 年 9 月から 2010 年 9 月にかけて、ほぼ一本調子に拡大し、これに歩を一にするかたちで国債保有残高も増加傾向をたどったのであった<sup>39)</sup>。

銀行の ALM 戦略において、国債運用は、従来は預超部分の余資運用という部分最適的な位置づけであったが、預金・貸出を中心とした経常資産負債の動態分析をふまえてバランスシート全体のリスク・リターン最適化を実現させる金利リスクコントロール手段としての位置づけに変化したのであった<sup>40)</sup>。

### 第 3 章 日本銀行による国債保有の展開

#### 第 1 節 金融政策における国債の活用

日本銀行は金融調節に当たり、国債を活用している。同行の国債買入オペレーションは、銀行券の供給や金融政策（物価安定や経済成長を目的とする）の運営のために行われているものであり、「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<sup>41)</sup>。

「国債買入オペレーション」が 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」がデフレ対策

36) 同上書、346～347 ページ。

37) 同上書、352 ページ。

38) 土屋貴裕 [2012] 2、8 ページ。

39) 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部 [2012] 352 ページ。

40) 同上書、354～367 ページ。

41) 中央銀行による国債買入オペが財政ファイナンスや国債金利の安定を目的として行われていると市場が受け止めるようになると、国債のリスク・プレミアムが高まり、長期金利は上昇する。このような金利上昇は实体经济や金融機関経営にも悪影響を及ぼす。

として実施された<sup>42)</sup>。

「国債買入オペレーション」は毎月一定のペースで行われ、2000年代初頭以後長期国債の月別買入額が段階的に引き上げられた<sup>43)</sup>。日銀は定例の国債買入オペレーションにおいて、国債保有残高を日本銀行券発行残高以内に抑えるという、いわゆる「日銀券ルール」を定めていた。白川日銀総裁時代の日本銀行は、まさに原則として、銀行券の発行残高を上限として、保有長期国債が将来にわたってその範囲に収まるように、買入を行っていたのである<sup>44)</sup>。

日銀は定例の国債買入オペレーション以外に「資産買入等の基金」によるオペレーションも行っている<sup>45)</sup>。

日本銀行の国債保有額は2000年代に入り膨張過程をたどり、2004年末には95.0兆円に達した（長期国債は65.4兆円）。2003年12月には、同行総資産（131.4兆円）に占める国債（93.5兆円）の比率は71.2%に達している（長期国債については49.0%）。

長期国債の保有額は2005年以後減少傾向をたどっている。これは長期国債

42) 日銀は1999年2月に「ゼロ金利政策」を開始し、2000年8月までこれを続け、2001年3月には量的緩和政策を開始し、2006年3月までこれを続けた（実質的なゼロ金利）。その後ゼロ金利政策が一時的に復活した。同年7月にはゼロ金利政策は解除されたが、2008年9月のリーマン・ショック後の金融緩和政策を経て、2010年10月から「包括的金融緩和」が採用された。このような金融緩和政策の手段として採用されたのが1996年以来金融政策の主流となっていた公開市場操作（オープン・マーケット・オペレーション）であり、国債買入オペレーションがこの手段として用いられた。1999年2月の日本銀行によるゼロ金利政策の導入以来、「非伝統的金融政策」が導入され、量的緩和政策等もこの政策の一環として実施された。「非伝統的金融政策」については、翁邦雄 [2011] 第7～第9章、同 [2013]、竹田陽介・矢島康次 [2013]、内田真人 [2013] 等を参照されたい。

43) 三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部 [2012] 210～211 ページ。

44) 白川総裁は、銀行券ルールを撤廃すると、財政ファイナンスに焦点が絞られてきて、長期金利が上昇するとして、この撤廃に反対した（「銀行券ルール撤廃、かえって財政ファイナンスなどに悪影響」ロイター、2009年4月7日）。このルールは、2013年4月4日の黒田東彦総裁の「量的・質的金融緩和」の導入に伴い、一時適用停止となった。

45) 2010年10月～2013年3月に、「包括的金融緩和政策」の一環として実施された。日本銀行金融市場局『2012年度の金融市場調節』同行、2013年5月、2～4 ページ。齊藤壽彦 [2013c] 27～30 ページ。日本銀行はあらかじめ差し入れている担保を見合いに金融機関に資金を貸し付ける共通担保資金供給オペレーションと呼ばれる金融調節手段も2006年6月から採用しており、この担保しても国債が活用されている。

借換方式が 1999 年 3 月に変更され、満期国債の長期国債への「乗り換え」が「割引短期国債」への振替えとなったためである。「割引短期国債」が 2002 年度以降は全額現金償還となっており、長期国債の買入額の増加にもかかわらず、日本銀行の国債保有額は 2006 年以後、2008 年まで減少している<sup>46)</sup>。国債保有期間の短縮と国債償還による国債保有額の減少を通じて通貨膨張抑制への配慮が払われたのである。とはいえ、多額の国債の買い切りは続けられている。

## 第 2 節 日本銀行による大胆な（異次元の）国債買入

2012 年 12 月に第 2 次安倍内閣が成立し、金融超緩和政策がアベノミクスの一環として実施されることとなった<sup>47)</sup>。2013 年 1 月 22 日に政府および日本銀行の政策連携に関する共同声明において、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価対前年度比 2%上昇するとともに、金融緩和政策を推進して、早期にこの実現を目指すこととした。

日本銀行は、2013 年 4 月 4 日に、「量的・質的金融緩和」という、大胆な、異次元の金融緩和政策を採用することを決定した<sup>48)</sup>。これにより日本銀行の長期国債保有が急増することとなった<sup>49)</sup>。

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。2013 年 4 月から長期国債を大量に買う質的・量的金融緩和を続けた結果、この異次元金融緩和が導入された同月の月末から 2014 年 2 月末までの間に日本銀行の国債

46) 中島将隆 [2008] 5 ページ。渡瀬義男 [2009] 18、20 ページ。日本銀行企画室 [2004] 87 ページ。国債整理基金が 2002 年度以降、2008 年度に大量償還を迎える 10 年利付国債および 20 年利付国債を対象に買入消却を実施した（償還の平準化のため）ことも日本銀行の長期国債保有の減少をもたらした。この場合、借換えのために日本銀行が TB（短期国債）引受けを行った場合は日銀の「短期国債」保有が増加した（日本銀行企画室、上掲論文、88 ページ）。

47) アベノミクスについては、齊藤壽彦 [2014] 6～11 ページ等を参照されたい。アベノミクス下の金融政策については、井上哲也 [2013]、建部正義 [2013] 第 5 章、等を参照されたい。

48) デフレ脱却のために、消費者物価の前年度比上昇率 2%を 2 年以内に実現することとし、このために、①マネタリーベース・コントロールを採用することとし（金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート・オーバーナイト物からマネタリーベースに変更し、ベースマネーを年間約 60～70 兆円増加させる）、②長期国債買入の拡大と長期化を実現し（長期国債の保有残高を年間 50 兆円増加）、③ ETF、J-REIT の買入れを拡大することとした。

49) 齊藤壽彦 [2013c] 30～31 ページ。



保有残高は 54 兆円も増加し、2014 年 2 月末に 152 兆円に達し、同年 3 月 10 日時点では 199 兆円とほぼ 200 兆円に及んだのである（第 1 表、第 2 表参照）。

国債の所有者構造は大きく変化するに至った。日本銀行は長期国債を毎月 6 兆～7 兆円ほど買い入れた。国債保有比率は 2013 年 9 月に発行残高の 17.4%にまで上昇した。これは 2008 年秋から量的緩和を行っていた米連邦準備制度理事會（FRB）の国債保有比率を 0.1 ポイント上回っている。2014 年 3 月には日銀の国債保有は発行残高の約 2 割に及んだのである（『日本経済新聞』2014 年 3 月 17 日付）。

第 1 表から明らかなように、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。日本銀行の資産は、必ずしもリスク・フリーとは言えない国債に依拠する度合がますます高まっているのである。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（第 2 表等を参照）。第 2 表から明らかなように、2013 年末の同行資産の 80%以上を国債が占めているのである（長期国債は 63%）。

**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

（出所） 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」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 3 月 10 日	2409 (100%)	1996 (82.9%)	1543 (64.1%)

（注）2012 年末の長期国債中、「資産買入等の基金」に掲げられたものの金額は 241 千億円である。

（出所）日本銀行「営業毎旬報告」から作成。

これまで日本国債の主な保有者であった金融機関（日本銀行以外）は、最近ではその保有を減らしている。最大の保有者であった日本郵政（ゆうちょ銀行を傘下に持つ）の保有残高は 2013 年末時点で約 185 兆円となり、ピークの 5 年前から約 40 兆円ほど減っている。民間銀行もメガバンクを中心に 1 年前から国債保有を減らしている。120 兆円の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人は国債中心の運用を見直し、株式などの比率を高める方針である<sup>50)</sup>。国債市場は、多様な参加者によってバランスを保っていたが、日本銀行の存在感が突出して不安定になってきているのである<sup>51)</sup>。このような国債保有状況が続けば、事実上の日銀引受国債発行状態に陥ることとなろう。

## 2 日本銀行の多額の国債保有の日銀券信認に及ぼす影響

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%に引き上げる（消費税増税を除いて）と宣言した。市場関係者はこの引上げ達成に懐疑的であった<sup>52)</sup>。

だがもしも消費者物価上昇率が継続的に 2%前後まで上昇すれば、長期金利も 2%以上上昇して 3%台に乗ることを覚悟すべきであろう。長期金利が上昇すれば、日銀が保有する国債価格は事実上相当下落し、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ことになる。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。日銀は 2013 年 4 月初めの「量的・質的金融緩和」政策採用に際して、長期国債保有額（2012 年末実績：89 兆円）を 2014 年末までに 190 兆円に引き上げ、買入れの平均残存機関を、3 年弱から国債の平均発行残高の平均並みの 7 年程度に延長すると発表した。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<sup>53)</sup>。

50) 「日本国債の持ち主、日銀と海外勢の比重高まる」『日本経済新聞』2014 年 3 月 17 日付。

51) 同上。

52) 『日本経済新聞』2014 年 3 月 20 日付。

53) 同上。

2014年2月末時点で日銀の引当金、資本金（1億円）、準備金・引当金勘定の合計額は6.3兆円しかない。一方、銀行発行残高が86兆円ある。これが銀行券需要によって支えられているとすれば、この日銀券の減価は生じない。だが、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。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。銀行券の増発による日銀の損失（バランスシートの毀損）回避は、インフレを助長して本来の中央銀行の役割を放棄させることとなる。

もともと、国債の市場価値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。我が国の高橋財政期に採用された「国債標準価格制度」（1937年7月）や2004年の償却減価法がこれである<sup>54</sup>。だがこの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。

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ことになる。つまり、中央銀行が本来の金融政策（物価安定）を迅速に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、中央銀行としての事実

---

54) 渡瀬義男 [2009] 8 ページ。「国債ノ価額計算ニ関スル法律」によって、国債所有者は国債の市場価格が下がっても、評価損を計上する必要がなくなった（日本銀行百年史編纂委員会編 [1984] 48～49 ページ。荒井誠一郎 [1977] 55～59 ページ）。日本銀行は2003年度までは長期国債の評価方法として低価法（期末時点で時価評価を行い、含み損を計上）を採用していたが、2004年度からは償却原価法（取得原価と額面との差額を、償却期限までの間、每期均等に償却）を採用することとした。この結果、金利上昇により保有長期国債の時価が低下しても、金利上昇に伴う会計上の評価損失は発生しないこととなった（日本銀行企画室 [2004] 75～77 ページ）。

上の破綻とすることができる<sup>55)</sup>。

将来インフレが生じたときに、日本銀行が国債買入を抑制し、逆に保有国債を売却しようとするれば、流動性の低下した国債の価格が低落し、金利が跳ね上がる恐れが高まっている。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。これ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売買市場）の下で、同行が将来国債買入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ためであろう。その後市場金利は日銀の国債大量買入れにより低下したが、現在、その買入れの結果として、民間金融機関相互の国債取引が減少している。日銀が国債発行額の 7 割も買い上げたために、国債市場の機能不全、国債の流動性の低下、これらによる金利の乱高下の危険性が生じているということ、現在、黒田日銀総裁が否定しているにもかかわらず、専門家によって指摘されている（『朝日新聞』2014 年 5 月 21 日、22 日付。『日本経済新聞』（夕刊）同月 22 日付）。

1 年超の長期国債では海外勢が保有する比率は 4%に過ぎない。だが 2008 年の世界的な金融危機後に海外資金が日本に流入してきて、発行残高 162 兆円の短期国債に限れば、2013 年 9 月末時点で 45 兆円と約 3 割近くを海外勢が持つに至っている。国債先物取引においては海外投資家の占める比重が高く、2013 年に 43.8%を占めるようになっている<sup>56)</sup>。何かのはずみで海外投資家が

55) Vaez-Zadeh は、中央銀行は通常は利益をあげるべきであると述べている (Vaez-Zadeh [1991] p.69)。Vaez-Zadeh は、中央銀行は無利子のベースマネーを増やしつつ収益性のある資産を購入することができる、金融引締政策はベースマネーの減少や収益性のある資産の減少等を通じて、経常利益を減らす可能性がある、と論じており、「金融引締め政策への機動的・弾力的な転換」と「中央銀行による利益確保」とには対立関係があるとしてらえている (深澤映司 [2003] 45 ページ)。中央銀行の損失は物価安定と経済成長という経済目的の達成を妨げる (Vaez-Zadeh [1991] p.87)。Vaez-Zadeh は、「中央銀行にとっては、インフレの加速ないし [高金利での通貨膨張がもたらす] 経済成長の抑制によってしか債務の元利返済が続けられなくなった場合を実質的な返済不能 (insolvent) と考えるべきである」としている (Vaez-Zadeh [1991] p.77。鎮目雅人 [2001] 244 ページ)。Stella (1997) は、中央銀行がバランスシートの毀損 (継続的な損失の発生) に直面した場合、①物価安定目標の放棄、②金融システムの効率性と健全性を犠牲にした金融面の抑圧、財政資金の継続的投入 (中央銀行の政策運営の独立性放棄) を余儀なくされると述べている (鎮目雅人 [2001] 245 ページ)。

56) 『日本経済新聞』2014 年 3 月 17 日付。

一斉に売りに回ることがあれば、先物主導で国債が売られ、日本の国債相場が低落し、金利が上昇するリスクがあるのである。

日本の公的債務は国内総生産の 2.4 倍と、主要国でも群を抜く。日本銀行が未曾有の国債保有へと突き進むと、これが日銀券の価値の減価、信認の低下をもたらす。また、「実態は財政赤字の穴埋め」(財政ファイナンス)ではないかとの懸念が海外で出やすい<sup>57)</sup>。これは日本銀行や同行の政策に対する信認の低下の可能性を意味する。

日本銀行はデフレ脱却、景気刺激の要請に応じて 2001 年から量的緩和政策など、いわゆる「非伝統的金融政策」を導入した。非伝統的金融政策である量的緩和政策については、これが、中央銀行の資本を毀損し、中央銀行、中央銀行券の信認を傷つける可能性が議論されている<sup>58)</sup>。このような政策の一環として、2002 年 11 月に銀行保有株式の買取りを開始した。2003 年 7 月から 2006 年 3 月までは資産担保証券の買入れも行い、2009 年 1 月に CP 買入れを導入し、同年 2 月には社債買入れを導入した。2010 年 10 月には包括的な金融緩和政策として日銀のバランスシート上に資産買入等の基金を創設し、リスク資産の買入れを積極化させた。この基金は国債、CP、社債に加えて ETF (指数連動型上場投資信託)、REIT (不動産投資信託) を含んでいる。

中央銀行の本来業務は流動性の供給であり、個別の資源配分には通常は介入しない。それを強めると最終的には中央銀行の信認を傷つける恐れがある<sup>59)</sup>。経済の厳しい状況に照らして、中央銀行が持てる手段を使って経済の安定を図るために、同行はリスク資産を買い取る、という非伝統的政策の採用に踏み切った。このような状況下でさらに同行が 2 年以内の物価 2% 上昇達成を目指して大量の赤字国債買入れを継続するという事は、同行の財務の健全性を阻害する可能性をより高めることとなるのである<sup>60)</sup>。

57) 同上。

58) 田中 敦 [2013] 144 ページ。

59) 白川方明「総裁記者会見要旨」(2011 年 4 月 7 日) 日本銀行ホームページ掲載、2011 年 4 月 8 日、17 ページ。

60) もっとも、中央銀行が信認維持のためにリスク資産を保有すべきであるという議論もある。すなわち、日本銀行の 2012 年 9 月 18~19 日の金融政策決定会合では、日本経済の回復が遅れる

日本銀行の国債買入れに限度がなくなると、国債に対する信認が失われ、デフレは脱却できないのに、国債金利だけが上昇するという最悪の事態に直面する恐れもある<sup>61)</sup>。

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。このような政策は「**金融抑圧**」(Financial Repression)と呼ばれている。河野龍太郎氏は、金利上昇による政府の利払い費の増大を考慮すると、今後日本は金融抑圧を採用せざるを得ないと述べられている。だが、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、資金を成長分野から排除(非成長分野である国債への資金運用)することにより、潜在成長率を低下させることとなる<sup>62)</sup>。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ととなるのである<sup>63)</sup>。

質的・量的緩和政策をやめた途端に国債暴落、金利上昇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」を採用することが困難であるということになる<sup>64)</sup>。

今後、金融抑圧の実行が困難となり、物価上昇、景気回復に伴い金利が上

---

という見方で意見の一致をみつつ、これに対する対応の遅れが日本銀行の信認低下につながるという意見も出て、一部の委員はリスク資産の買入れ増額に言及している(『日本経済新聞』夕刊、2012年10月11日付)。

61) 中島将隆 [2012a] 28 ページ。

62) 「コラム:『金融抑圧』という陰惨なシナリオ=河野龍太郎氏」ロイター日本サイト記事、2013年5月23日。河野龍太郎 [2013] 12~20 ページ。同 [2014] 8~17 ページ。インフレーションによって政務債務を削減するという方策も考えられるが、終戦直後の日本におけるハイパー・インフレーションと戦時債務保証の切り捨てによる国の債務削減は、預金者・企業等の犠牲を伴うものであった(藤木裕 [2000] 21~60 ページ)。

63) 『『金融抑圧』は可能か=日本総研・河村氏』<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/other/pdf/7064.pdf>、2013年、10月10日。

64) 現在日本銀行は出口論を時期尚早としており、これは中川洋氏のように、異次元緩和が必然的にもたらず金利上昇のインパクトに関心が集まるのを嫌うからであろう(『日本経済新聞』2014年4月17日付)ということもできよう。だがそもそも出口がなくなっているのではない

昇局面を迎えると、国債の暴落の危険性は高まる。国債暴落懸念はある。財政ファイナンス、マネタリゼーションの領域に日本銀行が入り始めつつある。このことは、国債の信用、信認の低下、その暴落への段階への移行が始まりつつあることを意味するといえることができる。

もちろん日本国債への市場の信認が存在し続けている限り、国債暴落という事態はそう簡単に生じるとは考えられない<sup>65)</sup>。だが万一日本国債価格が急落するという恐れが現実が生じた場合には、日本銀行が前例にとらわれずに思い切った潤沢な資金供給を図り、国債の買い切りオペ額の大幅な増額を図る、という方策が現実味を帯びてこよう<sup>66)</sup>。これを実施した場合に、日銀がその信認維持のためにこの超金融緩和政策から抜け出すことは、さらに困難となろう。

---

かということを指摘しておきたい。イーグルスのヒット曲「ホテル・カリフォルニア」に例えれば、「いつでもチェックアウトできるが、決して出ることはできない」という状態に陥って来ている（池田信夫（コラム&ブログ）「黒田日銀の『金融抑圧』に出口はない」2013年11月5日）。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（河野龍太郎「アベノミクス Q&A：景気シナリオ編」『Economic Spotlight』BNP Paribas、2013年5月15日号、9ページ）。量的・質的金融緩和の出口オプションには①長期国債購入停止、②短期国債購入停止、③貸出支援資金の停止、④資金吸収オペ、⑤日銀当座預金付利引上げ、⑥保有資産売却があるが、民間の資金需要が回復した場合に、米国と違って日本ではベースマネーのコントロール（抑制・圧縮）が難しい（内田和人「量的・質的金融緩和の効果検証とリスク」日本金融学会2014年度春季大会報告資料、2014年5月24日）。

65) 高田創 [2013] は、国債暴落が近づいてきたが、この回避は日本国債への「国民の信認」に依存すると論じている（241～243ページ）。森田長太郎 [2014] は、まだ「マネタイゼーション」の領域には達していないが、政府の行動が中央銀行の国債買入れによって変化し、政府が財政支出を紙幣の発行で賄っているという感覚を持ち始めた場合、「マネタイゼーション」の領域に足を踏み入れ始めたことになるとしている（227ページ）。建部正義 [2014] は、「量的・質的金融緩和」政策にもとづく日本銀行による年間約 50 兆円におよぶ国債保有残高の積み増しは、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（金融政策の下支え）の領域に踏み込むに至ったと述べている（104ページ）。

66) 自由民主党政務調査会財務金融部会 X - day プロジェクト「X - day プロジェクト報告書」2011年6月1日。7ページ。

## 第 4 章 日本国債の日本銀行引受問題

### 第 1 節 中央銀行による国債引受けについての賛成論

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<sup>67)</sup>。中央銀行引受けによる国債発行を「マネタイゼーション」(monetization)ともいう。これは中央銀行が政府に対して資金を供給するものであり、財政赤字の支援策となるものであって、「財政ファイナンス」とも呼ばれている。

戦後日本においては長期国債の日本銀行引受発行は行われなくなったが、これを行うべきであるという議論はしばしばなされている<sup>68)</sup>。景気回復、恐慌予防のために、岩下有司氏は、1999 年以来、年 0.1%、国会議決のもとで、100 年償還国債の発行とそれの日本銀行引受けを行うことを提唱されている<sup>69)</sup>。

### 第 2 節 中央銀行による国債引受制限の根拠

中央銀行の国債引受、マネタイゼーション、財政ファイナンスは、その国の政府の財政節度を失わせる。また中央銀行による通貨の増発に歯止めがかからなくなるおそれがあり、市場や人々のインフレ予想を増大させる。これは、通貨価値減価・国内物価高、国内長期金利の上昇、金利上昇による国債をはじめとする債券の相場の低落・大量の国債を保有する国内銀行部門の債券評価損の発生、インフレ予想による円相場的大幅な低落、金利の上昇による景気へのマ

67) 岩下有司 [2012] 66~67 ページ。

68) 中島将隆 [2012b] 1~20 ページ。

69) 岩下有司 [2010]。岩下氏は、景気回復策としてこれ以外の手段がないとされる。この方策のメリットとして次の 4 点を挙げている。①経済再建の財源を国民に負わせて経済を弱体化させることを回避できる。②国債利払いが少ない。③大きな財源が確保され、思い切った構造改革と景気回復が同時に追求できる。④累積した国債の負担を解消するのに超インフレを必要としない。これに対する反対論に対しては、次のように反論している。①日銀引受けを行ったからといって、海外からの信用は失われない。②国債発行の歯止めをきかせることはできる。③この歯止めによって、国債価格の急落、金利急騰を防止できる。④日本は輸出競争力が強く、円安にはならない。⑤大幅な需給ギャップがあるので、大きなインフレは生じない。⑥日銀引受けは亡国の陰謀ではなく、救国の政策である。以上については、岩下有司、上掲書、第 6 章~第 8 章を参照されたい。同氏は震災復興と財政再建についても日銀引受発行方式を採用すべきであるとされている(岩下有司 [2012] 66~77 ページ)。



イナスの影響の発生、景気浮揚抑制による税収増大困難による財政の維持可能性の低下、国内通貨価値や円相場的大幅な低落に伴う資本の海外流失、これによる円相場低落の促進、円相場低落による原材料輸入価格の上昇・原材料輸入依存産業への打撃・輸入品需要者の負担の増大、国債相場の低落・評価損に伴う国内金融システムの動揺、経済財政運営に対する国内外からの信認の低落などさまざまな経済問題を生じさせる恐れがある<sup>70)</sup>。

日本では、普通国債の発行は、主として、金融機関や個人などの一般投資家に向けた市中消化によって行われている。これは、国債の市中消化の原則といわれるものである<sup>71)</sup>。

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。このように中央銀行

70) 白川浩道 [2010] 36～37 ページ等。白川方明氏は日銀総裁時に次のように述べられている。「日本銀行による国債引受けが行われると、通貨への信認自体を毀損することとなります。こうした通貨への信認の毀損は、長期金利の上昇や金融市場の不安定化を招き、現在は円滑に行われている国債発行が困難になる恐れもあります」（白川方明 [2011] 11 ページ）。IMF は、発展途上国に対して中央銀行に関する助言を行う際に、行ってはならない項目リストの最上位に、「中央銀行による財政ファイナンス、あるいはそれを端的に表した国債の引受け」を掲げている。日本銀行による大量の長期国債の買入れが、財政ファイナンスであるという誤解が生じると、長期金利が上昇し、財政再建だけでなく、実体経済にも大きな悪影響を与えることになる（日本銀行「総裁記者会見要旨」（2012年11月20日）同行ホームページ、2012年11月21日、5～6 ページ）。日銀の白川方明総裁は、2011年3月22日の衆議院財務金融委員会で、「日銀による国債引き受けは通貨への信認を損なう」と述べている（『日本経済新聞』電子版、2011年3月22日）。国債日銀引受発行は国債に対する市場の信認を低下させる。政府債務残高の膨張の歯止めに疑問符が付けば、担税能力に対する信頼が失われ、国債価格は引き下げられ、国債市場価格の暴落は避けられない。国債日銀引受けは「禁じ手」であり「劇薬」である（中島将隆 [2011b] 8 ページ）。岩本康志「日本銀行は国債引き受けをすべきか」（2000年1月25日）（「岩本康志のブログ」）、同「国債の日銀引き受けについて」（2011年10月7日）経済社会構造に関する有識者会議 財政・社会保障の持続可能性に関する「経済分析ワーキング・グループ」提出資料、2011年10月12日、池尾和人「財政ファイナンスをやってはいけない」2012年12月5日、東洋経済 ONLINE、等も参照。Scobie [2000] は、中央銀行が財政機能の一部を肩代わりすることの危険性を指摘している（鎮目雅人 [2001] 48 ページ）。

71) 市中消化による国債の具体的な発行方法をみると、1965年度に戦後初めて国債の発行が再開された時点では、銀行、証券会社などからなる引受シンジケート団による引受（シ団引受）のみが行われていたが、その後、金融市場の実勢を発行条件により良く反映させることを狙いとして、1978年度より公募入札が導入された。公募入札はその後国債の発行方法の主流となり、シ団引受は最終的に2005年度末をもって廃止された（日本銀行金融研究所編 [2011] 223 ページ）。

による政府への信用供与を禁止することは、わが国を含む主要国の歴史から得られた教訓によっている。すなわち、中央銀行がいったん国債の引受などによって政府への資金の供与を始めてしまうと、その国の政府の財政節度（歳入金と歳入金のバランスに関する自己規律）を失わせ、中央銀行通貨の増発に歯止めが利かなくなり、将来、悪性のインフレーションを招くおそれが生ずる。そうなると、その国の通貨や経済運営そのものに対する国内外からの信認も失われてしまう<sup>72)</sup>。

わが国を含め、主要国が中央による政府への信用供与を厳しく制限しているのは、そうした考えに基づくものである。例えば、米国では、連邦準備法により、連邦準備銀行は国債を市場から購入する（引受は行わない）ことが定められている。また、1951年の連邦準備制度理事会と財務省との間での合意により、連邦準備銀行は、国債の市中消化を助けるための国債買入オペ（国債の価格支持）も行わないこととなった。欧州では、1993年に発効したマーストリヒト条約およびこれに基づく欧州中央銀行法により、当該国が中央銀行による対政府与信を禁止する規定を置くことが、単一通貨制度と欧州中央銀行への加盟条件の一つとなっている<sup>73)</sup>。

国債の日銀引受発行の弊害がまったく杞憂であるとはいえない。今、日本経済は、高齢化と資本設備老朽化による供給不足という新たな経済現象に直面している。2018年には供給不足を背景にした悪いインフレが到来する恐れがある<sup>74)</sup>。

日本の金融政策は事実上の日本銀行引き受け、事実上のマネタイゼーション

---

72) 日本銀行金融研究所編 [2011] 上掲書、220、223 ページ。日本銀行は、財政法（第 5 条但書）に基づき、特別の事由がある場合には、国会の議決を経た金額の範囲内で、政府に対し資金の供与を行いうることとされている。この特別な事由に基づき実際に行っているものとしては、日本銀行が、金融調節の結果として保有している国債の償還に際して、その借換えのために国債を引き受ける場合に限定されている（同上書、223 ページ）。ただし、短期国債については、年度内償還を条件として、日銀引受け発行が認められている（財政法第 7 条）。

73) 日本銀行金融研究所編 [2011] 223 ページ。中央銀行による市中買入れと直接引受けとの違いについては「エコノミストの視点～中央銀行による国債の『市中買入』と『直接引受』はどう違うのか？～」三菱東京 UFJ 銀行資料、2012 年 6 月 8 日も参照されたい。

74) 白川浩道 [2012] 78～85、131、137 ページ。同 [2014] 2～3 ページ。

の領域に入りつつある。このことはすでに BNP パリバ証券の河野龍太郎氏によって警告されているのである<sup>75)</sup>。

かつて日銀の国債購入には発行から 1 年以内の銘柄は買っ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 年以内のこのルールは、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。2010 年に「資産買入等の基金」が創設された際には、基金で買う残存機関の短い長期国債に限り、発行直後の銘柄も買入対象にした。2013 年 4 月の異次元緩和の導入に伴って、前記のルールは消えた。銀行などに「財務省の新規発行入札で落札した国債を、すぐに日銀に売る」取引が増えており、日銀引受けとの境がなくなってきたのである<sup>76)</sup>。

### 第 3 節 1930 年代における日本国債の日銀引受発行の教訓

日銀信用に依存した国債発行システムは、明治時代以来、その時代に対応した多様な方式を取りながら、きわめて長期間に及んでいた<sup>77)</sup>。

わが国では、1930 年代において日本国債の日銀引受発行が行われていた。これについては多くの研究がある<sup>78)</sup>。本節では現代の日本国債の日本銀行引

75) 「コラム：『金融抑圧』という陰惨なシナリオ＝河野龍太郎氏」ロイター、2013 年 5 月 23 日。  
日銀は現在、長期国債の新規発行額の約 7 割を買い入れている。そのうえ、短期国債も毎月数兆円単位で市場から買っている。日銀の国債大量買入れのために国債流通量が不足しており、市場では「日銀は国債を買い過ぎている」との声が聞こえる（『日本経済新聞』2014 年 3 月 29 日付）。

76) 「日銀、消えた国債購入ルール 引受けとの境どこに」『日本経済新聞』2013 年 10 月 6 日付。

77) 渡辺佐平 [1965] 13～15 ページ。山田博文 [2013] 71～85 ページ。

78) 大蔵省大臣官房調査企画課 [1977]。後藤新一 [1978] 35～45 ページ。同 [1979] 16～28 ページ。日本銀行百年史編纂委員会編 [1984] 19～29、239～255、267～274 ページ。森七郎 [1986] 173～222 ページ。伊藤正直 [1989] 322～345 ページ。岩田規久男編 [2004] 137～142、173～185 ページ。井出英策 [2006]。松本崇 [2009] 332～336 ページ。鎮目雅人 [2009] 20～27、139～204、243～246 ページ。スメサースト著、鎮目雅人他訳 [2010] 327～376 ページ。佐藤政則・永廣顕 [2013] 1～50 ページ。島謹三 [1983] 83～124 ページ。永廣顕 [1991] 127～156 ページ。同 [1994] 57～77 ページ。同 [1995] 25～56 ページ。武田勝 [1999] 57～74 ページ。同 [2000] 107～120 ページ。同 [2003] 101～114 ページ。富田俊基 [2005] 4～33 ページ。井手英策 [2010] 35～53 ページ。永廣顕 [2011] 1～27 ページ。

受発行の是非を考える上で必要なその発行の教訓に限って論ずることとする。

1937 年に高橋是清蔵相は経済対策費や軍事費の調達のために、「一時の便法」として日銀の直接引受による国債発行を開始した<sup>79)</sup>。

この方式の導入については高橋是清が財界や政治家から信頼されていたことによるところが大きい<sup>80)</sup>。

高橋是清が導入した日銀引受での国債発行については、海外から高く評価されていた、この再開が外国からの信用を失うことはない、という議論がある<sup>81)</sup>。だがこれについては、1933 年当時、フランス銀行のモレー (Moret) 総裁がこれに賛成しなかったということが看過されるべきではない<sup>82)</sup>。

いったん中央銀行による国債引き受けを始めると、やがて、これが一時的なものにとどまらなかった。高橋が軍部の予算膨張に歯止めをかけようとして凶弾に倒れ、政府は軍部の予算膨張を抑えられなくなった。通貨の増発に歯止めが効かなくなり、激しいインフレを招き、国民生活や経済活動に大きな打撃を与えた。このようなことを歴史は示している。人間は誘惑に弱い存在である。これが歴史の教訓である。日銀引受けによる国債発行に歯止めをかけることができるという議論があるが、現在は社会保障の膨張という重圧がある。いったん日銀引受けという安易な道を開けば、財政膨張と国債増発に歯止めがかから

79) 深井英五 [1941]。高橋是清「昭和八年度予算案説明中の公債政策に関する演説」1933 年 1 月 21 日、第 64 議会衆議院本会議、大蔵省編『昭和財政史』第 6 巻。後藤新一 [1977]。

80) 津島寿一によれば、「もともと、財政経済の政策というものは、信頼、信用の上に築き上げ、実行して行つてはじめてよい結果を齎らすのである。高橋蔵相は、人徳があり、『高橋さんが出た』というだけで、国民に安心感を生じた」(津島寿一「国家財政—高橋是清翁と福田蔵相—」京都商工会議所議員懇談会における講演、1966 年 5 月 4 日、16 ページ)。1927 年の金融恐慌に際し、弱った銀行を救済する法案を高橋是清が提出したが、貴族院で紛糾した。5 月 8 日の会期終了間際に、貴族院委員会で阪谷芳郎が、本案に不満の点があつても、「われわれは高橋蔵相の人格と徳望とに信頼して」本案に賛成したいと発言し、議場に大きな影響を与え、法案が委員会を通過し、同日に本会議で可決された(高橋義夫 [1998] 115~116 ページ。津島寿一は「日銀引き受け—日銀売出という操作も、また順調に運びましたが、これも高橋翁に対する財界からの信頼、高橋さんがやるのだから大丈夫といった信用に基くものだと思うのであります」と述べている(津島寿一、上掲講演、10 ページ)。

81) 岩下有司、前掲書、125、129 ページ。岩下有司、前掲論文、71 ページ。

82) 深井英五 [1941] 313 ページ。西村淳一郎「高橋財政と国債政策 (その二)」大蔵省大臣官房調査企画課 [1977] 92 ページ。

なくなるおそれがあるのである<sup>83)</sup>。

高橋は清蔵相（第 31、33 代）の時代に国債の日銀引受発行が行われ、戦時にこれが継続されていたが、当時の金融経済情勢は現在と大きく異なっていた<sup>84)</sup>。したがって、戦前に国債の日本銀行引受発行が行われていたことは、戦前とは状況の違う今日、同行が国債の引受発行を行うことを正当化する根拠とはならないのである。

## むすび

本論文は、近年の日本銀行の多額の日本国債買入れが日本銀行券の信認を毀損する恐れがあるかどうかについて検討したものである。

経済の成長のためには通貨や金融システムに対する信認が不可欠である。信認を維持するためには、政府や中央銀行、民間金融機関それぞれが自らの信認をしっかりと守る努力をすることが必要である。政府は中長期的な財政バランスの維持に努め、中央銀行は金融政策や最後の貸し手機能を適切に遂行することを通じて、物価や金融システムの安定をはからなければならない。民間金融機関は決済サービスや信用仲介機能を適切に遂行しなければならない。信認を維持するためには政府、中央銀行、民間金融機それぞれがみずからの信認をしっかりと守る努力をしなければならない。信認は空気のようなもので、平時

83) 白川方明 [2011] 12～13 ページ。日本銀行「総裁記者会見要旨」2011 年 4 月 8 日、日本銀行ホームページ掲載、6 ページ。

84) 1. 国債引受けの始まる前は金融引締め期であった。当時の金利は高い水準にあった。2. 高橋財政が始まる前の財政は健全財政の状態であった。3. 国債は資本移動規制の強化を伴うものであった。現在は金融政策が通貨の信認を壊すような方向で運営されると、長期金利にすぐに跳ね返る状態になっている。4. 当時の国内金融市場は現在に比べて規模が小さく、国債市場が発達していなかった。当時の国債発行は、民間金融機関が引受けシンジケート団を組成して引き受けるか、郵便貯金等を原資とする預金部が引き受けるかたちを中心であり、多額の国債を速やか、かつ円滑に消化する方法はなかった。当時、日本銀行は国債を引き受けても最初の数年間、すなわち高橋は清蔵相の存命中は速やかに売却をしており、日本銀行による国債の保有残高やマネタリーベースが大きく増加した訳ではなかった。現在は十分に発達した国債の発行市場が存在している。戦前の国債膨張は単に軍部の要求が強かったというだけでなく、市場によるチェックを受けない引受という行為自体が最終的な予算膨張、インフレという帰結をもたらした面があった。引受けという「入り口」が予算膨張の抑制失敗という「出口」をもたらしたと解釈すべきである（白川方明 [2011] 11～12 ページ）。

は誰もその存在を疑わないが、いったん、信認が崩れると、経済に及ぼす悪影響は図りしれない<sup>85)</sup>。

本論文の第 1 章では、特に、通貨に対する一般的信認とその成立条件について考察した。通貨の信認を維持するために特に重要なことは、中央銀行が通貨価値を維持するための適切な金融政策を実施し、国民がこのような政策を支持することである。この中央銀行の信認、通貨価値の維持にとって重要なことは、将来経済環境が変化し、金利引き上げの必要があると判断された時に、必要な行動を速やかにとることができるかということである。何らかの理由（金利上げがもたらすであろう「民間金融機関の保有する国債のキャピタル・ロスや政府の発行する国債の金利上昇に対する懸念」等）により金利上げが行われなくなると、インフレが抑制できなくなる。金利上げ反対論は、国債の発行残高が多いほど、また、低金利が長く続くほど、強くなる<sup>86)</sup>。

第 2 章で論じたように、戦後日本では市中消化原則のもとに 1965 年以降、長期国債発行が再開された。1975 年度以降、多額の国債が発行されるようになり、日本銀行の国債買入れを抑制するために、国債市場の流動化政策が推進され、国債の市中消化が進展した。だが、1998 年度以来日本で無制限的国債の発行が行われるようになると、流動化政策が促進された。デフレ対策として日本銀行の国債買入れとその保有が増大したが、民間金融機関（預金取扱金融機関）や旧資金運用部や保険・年金基金が国債への投資を増大させたから、1998～2012 年度には、日本銀行が国債保有を集中させるといった事態には立ち入っていなかった<sup>87)</sup>。

第 3 章では、日本銀行が金融政策として長期国債を買入れ、2013 年度以降、同行の政策スタンスが変化し、日本銀行の国債保有は激増し、同行が財政ファイナンスを行っているのではないかとの疑心を起こさせるような状況が生じていることを指摘した。このような状況が続けば、日本銀行、日本銀行券に

85) 白川方明、上掲講演、3、14 ページ。

86) 白川方明、上掲講演、5～6 ページ。

87) 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部 [2012] 209～210 ページ。齊藤壽彦 [2013c] 20～27、32～36 ページ。

対する信認が毀損する可能性が現実化するといえよう。日本銀行は、将来インフレーションが発生しても国債を売却して金融引締政策を採用するという出口戦略を実施することができない段階に入りつつあるとも考えられる。これは同行に対する信認の失墜を招来する恐れがあるのである。日本銀行が新規発行国債のほとんどすべてを買い入れるようになれば、国債の日銀引受けを行っていても、市場からは同行が事実上国債の引受けを行っているとみなされることとなるのである。

第4章では、日本銀行の国債引受発行問題を検討した。同行の国債引受けは中央銀行が財政ファイナンスを行うようになったとの疑心を招くから、これは回避すべきである、戦前の日本で日銀引受国債発行が行われていたことは状況の違う今日、それを復活させる政策の論拠とはならない。むしろその政策の帰結から学ぶべきである、ということ論述した。

日本銀行は通貨の信認を維持するとの立場を堅持し、財政の信認の維持を財政当局に求め、国債の無制限的買入れを抑制すべきである。急激にこれを行えば、経済成長や社会保障の充実に影響が出る。経済成長や社会保障の充実に配慮しながら、正規の金融政策に復帰する努力を行うことが肝要であろう。

#### 参考文献

- 荒井誠一郎 [1977] 「高橋財政と国債政策（その一）」大蔵省大臣官房調査課『大蔵大臣の思い出』同課、1977年。
- 井手英策 [2006] 『高橋財政の研究』有斐閣。
- [2010] 「マクロ・バジェットिंगと増税なき財政再建—高橋財政の歴史の教訓—」『成城大学 経済研究所年報』第23号、4月。
- 伊藤正直 [1989] 『日本の対外金融と金融政策』名古屋大学出版会。
- 井上哲也『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。
- 井上広隆 [1999] 「G7 諸国の国債市場—市場流動性の観点からみた日本市場の特徴点」『金融市場ワーキングペーパーシリーズ』99 - J - 2、5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。

- [2012] 「震災復興と財政再建は 0.1%百年国債の日銀引き受けて」『政経研究』第 98 号、6 月。
- 岩田規久男編 [2004] 『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社。
- 植田和男 [2003] 「自己資本と中央銀行」日本金融学会報告、10 月 25 日（日本銀行ホームページ掲載）。
- 内田真人 [2013] 「非伝統的金融政策の効果と限界：デフレ脱却と金融政策」成城大学経済研究所『経済研究所年報』第 26 号、4 月。
- 永廣 顕 [1991] 「国債発行方法の転換過程」『証券経済』177 号、9 月。
- [1994] 「国債管理と預金部資金—馬場財政期の国債管理政策—」『甲南経済学論集』第 35 巻第 1 号、6 月。
- [1995] 「統制的国債管理政策の展開過程—日中戦争期の国債管理政策—」『甲南経済学論集』第 36 巻第 2 号、9 月。
- [2011] 「第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革」『金融研究』第 30 巻第 2 号、4 月。
- 大蔵省大臣官房調査企画課 [1977] 『大蔵大臣の思い出』同課作成資料。
- 翁 邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。
- [2013] 『金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策』日本評論社。
- 上川孝夫 [2011] 「英ポンドの歴史に見る通貨の信認を失わせる政府債務とマネタイゼーション」『エコノミスト』8 月 9 日号。
- 金子定吉 [2013] 『現代不況の実像とマネー経済』新日本出版社、2013 年。
- 北岡孝義 [2013] 『アベノミクスの危険な罫』PHP 研究所。
- 北村行伸 [2011] 「我が国の国債管理政策の現状と課題」ゆうちょ財団『個人金融』第 6 巻第 1 号、春。
- 金融調査研究会 [2012] 『国債市場の持続可能性』同研究会。
- 河野龍太郎 [2013] 「金融抑圧政策が始まったのか：『異次元緩和』のもう一つの意味」『月刊資本市場』No.334、6 月。
- [2014] 「アベノミクスの帰結—金融抑圧は避けられないのか」『地銀協月報』3 月号。
- 後藤新一 [1977] 『高橋是清—日本の“ケインズ”』日本経済新聞社。
- 齊藤壽彦 [2003a] 「日本銀行の銀行保有株式買入」『千葉商大論叢』第 40 巻第 4 号、3 月。
- [2003b] 「貨幣、金融政策と社会的信認」『政経研究』第 81 号、11 月。
- [2013a] 『信頼・信認・信用の構造—金融核心論—』第 3 版第 4 刷、泉文堂。
- [2013b] 「近年における日本国債発行—信用と財政信認の視点から—」公益財団法人『政経研究』第 100 号、6 月。



- [2013c] 「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。
- [2014] 「アベノミクス 1 年」千葉商科大学経済研究所中小企業研究・支援機構『中小企業支援研究』No.1、3 月。
- 財務省理財局 [2012] 『債務管理レポート 2012』。
- 佐藤政則・永廣顕 [2013] 「1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか—大蔵省・日本銀行・シンジケート銀行からの考察—」『麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper』N0.55、3 月。
- 鎮目雅人 [2001] 「財政規律と中央銀行のバランスシート—金本位制～国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察—」『金融研究』第 20 巻第 3 号、9 月。
- [2009] 『世界恐慌と経済政策』日本経済新聞社。
- 柴崎健 [2014] 『金融緩和のもとでの国債リスク』中央経済社。
- 島 謹三 [1983] 「いわゆる『高橋財政』について」日本銀行『金融研究』第 2 巻第 2 号、7 月。
- 白川浩道 [2010] 「財政の維持可能性とマネタイゼーション」『CUC Policy Studies Review』第 27 号、10 月。
- [2012] 『日本は赤字国家に転落するか』日本経済新聞出版社。
- [2014] 「アベノミクスは潜在成長率を押し上げているか？」『地銀協月報』2 月号。
- 白川方明 [1999] 「日本の国債市場の機能向上に向けて」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』99-J-3、6 月。
- [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）。
- 鈴木武雄 [1976] 『日本公債論』金融財政事情研究会。
- 高田 創 [2013] 『国債暴落—日本は生き残れるのか』中央公論新社。
- 高橋義夫 [1998] 『金融恐慌 蔵相高橋是清の四十四日』ダイヤモンド社。
- 武田 勝 [1999] 「1937 年度における国債のシ団引受問題」中央大学大学院『論究』第 32 巻第 1 号、12 月。
- [2000] 「1932 年における国債の日銀引受問題の検討—日銀引受方式と政府貸上金先行方式の選択問題—」中央大学『大学院研究年報』第 29 号、2 月。
- [2003] 「第一次大戦後における借換債の日銀引受」『証券経済研究』第 43 号、9 月。
- 竹田陽介・矢島康次 [2013] 『非伝統的金融政策の経済分析』日本経済出版社。
- 建部正義 [2013] 『21 世紀型世界経済危機と金融政策』新日本出版社。
- [2014] 「日・米の金融緩和政策の比較検討」『経済』1 月。

- 田中 敦 [2013]「日本銀行の資本と信認：展望」『甲南経済学論集』第 53 巻第 3・4 号、3 月。
- 種村知樹、稲村保成、西岡慎一、平田英明、清水季子 [2003]「国債市場の流動性に関する考察」『マーケット・レビュー』2003 - J - 10、12 月。
- 土屋貴裕 [2012]「銀行の国債保有が預金を増やす」大和総研『Economic Report』年 3 月 15 日号。
- 富田俊基 [2004]「金融資本市場から見た国債市場のあり方—国債市場の流動性と信用リスク・フリーのステータスについて—」『フィナンシャル・レビュー』2004 年第 4 号（通巻第 73 号）、9 月。
- [2005]「1930 年代における国債の日本銀行引き受け」『知的資産創造』2005 年 7 月号。
- 中島将隆 [1977]『日本の国債管理政策』東洋経済新報社。
- [2003]「拡大する日本国債市場の危機」『証券経済研究』第 41 号、3 月。
- [2007]「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、3 月。
- [2008]「資金循環統計に見る国債保有構造の変化（再論）」証券経済研究所『証券レポート』1649 号、8 月。
- [2011a]「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。
- [2011b]「復興債発行の政治経済学」『証券レポート』1667 号、2011 年 8 月。
- [2012a]「日本の国債相場を支えているものは何か」『証券レポート』1673 号、8 月。
- [2012b]「繰り返される国債日銀引受発行の議論」『証券レポート』1675 号、12 月。
- 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」（6 月）『日本銀行調査月報』10 月号。
- 日本銀行金融研究所編 [2011]『日本銀行の機能と業務』有斐閣。
- 日本銀行金融市場局 [2004]「国債市場と日本銀行」（4 月）『日本銀行調査月報』5 月号。
- 日本銀行百年史編纂委員会編 [1984]『日本銀行百年史』第 4 巻、日本銀行。
- [1985]『日本銀行百年史』第 5 巻、日本銀行。
- 日本証券経済研究所編・発行 [2012]『図説 日本の証券市場』2012 年版、
- 平井平治 [1947]『財政法逐条解説』一洋社。
- 深井英五 [1941]『回顧七十年』岩波書店。
- 深澤映司 [2003]「日本銀行のバランスシート劣化は何か問題か」『金融ジャーナル』8 月号。

- 福井俊彦 [2003] 「金融政策運営の課題」(2003 年度日本金融学会春季大会における総裁講演要旨) 6 月 1 日 (日本銀行ホームページ掲載)。
- 藤木裕 [2000] 「財政赤字とインフレーション—歴史・理論的整理—」『金融研究』第 19 巻第 2 号、6 月。
- 松本 崇 [2009] 『大恐慌を駆け抜けた男 高橋是清』中央公論新社。
- 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部 [2012] 『国債のすべて』きんざい。
- 森 七郎 [1986] 『日本通貨制度論』文人書房。
- 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 [2013] 『国債がわかる本 政府保証の金融ビジネスと債務危機』大月書店。
- 吉田博光 [2009] 「国債管理政策の根幹を問い直す～60 年償還ルールを中心として～」『経済のプリズム』第 74 号、12 月。
- 渡瀬義男 [2009] 「国債累増をめぐる諸問題」国立国会図書館及び立法考査局『レファレンス』第 59 巻第 6 号、6 月。
- 渡辺佐平 [1965] 「公債発行とインフレーション論議」『経済評論』第 14 巻第 12 号、11 月。
- 渡辺佐平編著 [1975] 『インフレと暮し』新日本出版社。
- Scobie, H. M. [2000] *Reserve Policy and Management : A Global Perspective*, European Economics and Financial Centre.
- Smethurst, R. J. [2007] *From Foot Soldier to Finance Minister TAKAHASHI KOREKIYO, JAPAN'S KEYNES*, The Harvard University Asia Center.  
(リチャード・J・スメサースト著、鎮目雅人・早川大介・大貫摩里訳 [2010] 『高橋是清』東洋経済新報社)。
- Stella, P. [1997] “Do Central Banks Need Capital?,” IMF Working Paper, 97/83, July.
- Vaez-Zadeh R. [1991] “Implications and Remedies of Central Bank Losses,” in Patrick Downers and Reza Vaez-Zadeh eds., *The Evolving Role of Central Banks*, IMF, 1991.