

国債問題と内生的貨幣供給理論

建 部 正 義

目 次

- 1 問題の限定
- 2 通説的説明の代表的实例
- 3 銀行による国債購入のメカニズム
- 4 本稿が含意するもの

1 問題の限定

国債にかんする著作に目を通すと、一様に、銀行は、貸出が伸び悩むなかで、受け入れた預金を基礎に、ALM（資産・負債の総合管理・運営）の一環として、国債を購入するにいたると説明されている。

はたして、そうであろうか。

内生的貨幣供給論は、銀行は預金を基礎に貸出を行うのではなく、その逆に、銀行の貸出から預金生まれるのだと主張する。というのは、銀行は、借り手の口座に預金額を貸記することによって貸出を行うことができるからであり、また、この預金は、現金（日本銀行券、硬貨）支払約束であるという事実を背景に、みずから決済手段として機能しうるからである。じっさい、大口の資金決済にあたっては、預金によるそれが主体的であり、現金によるそれは副次的なものにすぎない。ここで、貸記とは、銀行の立場から事態を眺めることから得られた表現である。すなわち、貸出をつうじて、銀行のバランスシートの借方には貸出金という資産が生まれ、

他方、貸方には預金（貸出の見返りとしてのそれ）という負債が生まれることになる。同じ事態を借り手の立場から眺めれば、借り手のバランスシートの借方には預金（借入の見返りとしてのそれ）という資産が生まれ、他方、貸方には借入金という負債が生まれることになるわけである。

こうした銀行による預金創造いいかえれば信用創造のプロセスは、企業が発行する株式や社債を銀行が購入する場合にも、そのままあてはまる。すなわち、株式・社債の購入をつうじて、銀行のバランスシートの借方には株式・社債という資産が生まれ、貸方には預金（株式・社債の購入の見返りとしてのそれ）という負債が生まれることになる。そして、企業のバランスシートの借方には預金（株式・社債という資産の売却の見返りとしてのそれ）という資産が生まれることになるわけである。

ここまでは何の問題もない。なぜならば、貸出も借入も、株式・社債の購入も売却も、銀行と企業という民間の機関のあいだでの取引にすぎないからである。民間機関相互間ということであれば、民間銀行が創り出した預金という民間貨幣によってことの処理が足りるのであろう。民間企業もとくに異を唱えることなくこれを受け入れ、他の企業にたいする決済手段としてこれを利用する。しかし、銀行は、政府が発行する国債を、自身の預金創造＝信用創造、すなわち、自身が創り出した貨幣を介して、購入することができるであろうか。政府が中央銀行ばかりではなく民間銀行にも預金口座を保有し、銀行への国債の売却代金を銀行が創り出す預金というかたちでその口座に振り込んでもらうケースを想定するならばともかく、もちろん、そんなことは不可能である。周知のように、わが国では、政府は、円貨にかんする預金口座にかんしては、唯一、日本銀行にだけそれを開設しているというのが現実である。

そうであるとするならば、銀行が国債を購入するにあたって利用しうる資金源泉は、結局のところ、銀行が日本銀行に保有する当座預金残高以外

には見出しえないということになるであろう。

つまり、こういう次第である。すなわち、① 銀行が国債（新発債）を購入すると、銀行保有の日銀当座預金は、政府が開設する日銀当座預金勘定に振り替えられる、② 政府は、たとえば公共事業の発注にあたり、請負企業に政府小切手によってその代金を支払う、③ 企業は、政府小切手を自己の取引銀行に持ち込み、代金の取立を依頼する、④ 取立を依頼された銀行は、それに相当する金額を企業の口座に記帳する（ここで新たな民間預金生まれる）と同時に、代金の取立を日本銀行に依頼する、⑤ この結果、政府保有の日銀当座預金（これは国債の銀行への売却によって入手されたものである）が、銀行が開設する日銀当座預金勘定に振り替えられる、⑥ 銀行は戻ってきた日銀当座預金でふたたび国債を（新発債）を購入することができる、⑦ したがって、銀行の国債消化ないし購入能力は、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りによって規定されているのだ、と。ところで、このうち、②～⑤のプロセスについては、赤字国債の発行にもとづく政府支出の場合であれ、建設国債の発行にもとづく政府支出の場合であれ、ともに妥当することは多言するまでもないであろう。

要するに、銀行は受け入れた預金を基礎に国債を購入するわけではなく、逆に、政府が国債を発行し、銀行がそれを購入することによって、預金が生み出されるというわけである。これは、預金→国債購入という捉え方を国債購入→預金という方向に、問題を捉える視点を180度転換するという意味において、まさに、コペルニクス的ないしアインシュタイン的な発想法の転回と呼びうるものである。

こうして、本稿の課題は、内生的貨幣供給論の見地にたちつつ、預金と銀行による国債購入との関係をめぐり、既存の通説では看過されてきた、いくつかの新たな論点を提示することに求められるであろう。

なお、公平のために言及するならば、筆者が読んだかぎりでは、三菱東

京 UFJ 銀行円貨資金証券部『国債のすべて——その実像と最新 ALM によるリスクマネジメント——』のただ一書だけが、日銀による国債買入れオペ→銀行による国債購入→預金の増加という観点に触れている。筆者の問題関心に即しながら、夾雑物を取り除きつつ要点を抜き出すと、以下のとおりである。

「政府が公共投資……など財政支出を行う場合、その資金は〔日銀内の〕政府預金から〔民間銀行の〕日銀当座預金へ振り替られ、同時に民間銀行と〔企業・家計という〕民間の預金を増加させることになる。つまり、財政支出を行った金額と同額分、民間銀行預金は増加し、〔民間銀行の〕貸出動態に変化がないとすると〔預金にたいする貸出の比率としての〕預貸バランスを拡大させることになる」¹⁾。

「日銀は金融調節（オペ）を行うことにより資金需給のプレを調整している。通常の資金供給オペについては、オペの満期時に実行時と反対の資金フローが起こるため、中長期的な資金需給バランスにおいて中立である。一方、国債買入れオペ等については民間から資産を購入した資金を民間に拠出したままなので……。ここで日銀が国債買入れを実施する場合のマネーフローをみてみよう。実際に国債買入れオペに入札する多くは民間金融機関である。民間金融機関は買入れオペを通じて自身が保有する国債を売却するが、その代金は日銀当座預金を通じて受け取るため、民間金融機関の預金・貸出に変化は生じない。民間金融機関は売却代金として受け取った資金によって、……新規発行国債を購入する場合、購入時には預貸バランスの変化は生じないが、その後、政府が国債発行によって調達した資金でもって財政支出を行う場合は、前述の財政

1) 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部『国債のすべて——その実像と最新 ALM によるリスクマネジメント——』きんざい、2012年、30ページ。

要因〔政府が公共投資など財政支出を行う場合〕と同様、預金は増加し預貸バランスは変化する。したがって、日銀による国債買入れ要因自体は直接預貸バランスを変化させるものではないものの、民間金融機関の国債保有復元と相まって結果的に預金を増加させ、預貸バランスを変化させる」²⁾。

しかし、同書は、この箇所を除いては、やはり、通説に依拠するにとどまっている。次の記述がそれを実証する。

「預超構造は、銀行 ALM の課題を、低利かつ安定的な資金調達から効率的な資金運用へ変化させた。すなわち、〔企業・家計からの〕十分な預金の流入により、資金流動性リスクが低減する一方、貸出金の減少と預貸利鞘の縮小による収益力低下を国債を主体とした有価証券投資の運用でいかにカバーするかが、喫緊の課題となっているのである」³⁾。

「邦銀の預超構造が進行するなか、その余剰資金の運用は、国内においては、信用度が高く、かつ市場流動性の高い国債に集中する傾向がある」⁴⁾。

これでは、預金→国債購入という守旧的な外生的貨幣供給論への逆戻りである。いまもし、内生的貨幣供給論が想定するように、「よく『銀行の本体は受信業務にあるのか、授信業務にあるのか』という、古くて新しい問題が論じられる」⁵⁾、「マクロの全銀行組織（信用創造機構全体）をとって

2) 同上、31ページ。

3) 同、384-385ページ。

4) 同、385ページ。

5) 横山昭雄『現代の金融構造——新しい金融理論を求めて——』日本経済新

考察するときには、あくまで『銀行が貸せば、というより貸すときのみ、それと見合いに預金ができる』ということの本質・論理を見失ってはなるまい⁶⁾、との考え方が正当であるとするならば、「マクロの全銀行組織（信用機構全体）」を考察の対象とするかぎり、そもそも、「預超構造」などといった事態が発生する余地はなんら存在しえないはずである。それにもかかわらず、「預超構造」が発生するとすれば、その理由は、すでに説明した、政府による国債発行→日銀当座預金を引当てとする民間への支払い→民間預金の増加というルートによるものか、あるいは、銀行の貸出が不良債権化するが、預金は切り捨てることができず、バランスシート上、資本項目を充当することによってそれを処理するケースに相当するかの、いずれかの原因にもとづくものである。

2 通説的説明の代表的実例

全国銀行協会金融調査部が事務局となっている「金融調査研究会」は、2012年2月に「国債市場の接続可能性」という提言（座長、貝塚啓明氏）を公表するにいたった。

そこでは、国債市場の現況と予想される情勢変化という問題が、以下のように整理されている。

まず、わが国の国債市場の現状について。

① 増加する国債発行額と国債残高

国債発行額は、1990年から2010年までの20年間で6倍以上に増加している。1990年代初頭は、赤字国債の発行を行わずに借換債と建設国債の発行のみを行っていたことから、発行額は30兆円を下回る規模で推移し

聞社、1977年、31ページ。

6) 同上、31ページ。

ていた。しかし、景気の停滞に伴う歳出拡大と税収の減少を受けて赤字国債の発行額が増大し、2000年代に入ると借換債の発行額も増大した。2011年度の発行総額（3次補正後）は約181兆円で、うち新規発行額は56兆円でその大半が赤字国債となっている。

こうした発行額の増加に伴い、国債残高も累増しており、2011年9月現在で普通国債と財投債を合わせると約770兆円となっている。このため2011年度の公的債務残高の対GDP比は211.7%の高水準となっており、先進國中、最も高い水準である。

② 大半を占める国内保有者

わが国の国債保有者の内訳を見ると、国内の保有者が全体の約95%を占めていることがわかる。この構成は諸外国の構成とは大きく異なっており、米国をはじめ、英国、フランスならびにドイツといった国々では、3割以上を国外の投資家が保有している。わが国特有の保有構造の背景には、わが国が多額の個人金融資産を抱えており、これら金融資産が銀行等の間接金融を通じて、国債に投資されていることがある。

③ 低水準で安定する国債利回り

債務残高の増加は、一般的に国債のリスクを増大させ、利回りの上昇要因となりうるが、わが国の国債利回りは1990年代末から低水準で安定している。これは、景気刺激のための日銀の低金利政策が長期に亘り継続していること、また家計部門の資産や企業の内部留保等を背景とする国内金融機関による国内保有割合が高いことによるところが大きいと言われている。

つぎに、今後の国債市場に想定される情勢変化とその影響について。

① 国内の国債吸収余力の低下

現在、わが国の国債は、その発行額および発行残高の大きさにも関わらず、国内保有割合の高さと金融機関を経由して消化に利用される個人金融資産の規模を背景として、安定かつ低利で消化されている。

しかし、今後、少子高齢化の進行に伴い、個人金融資産が減少し、国債市場の持続可能性に影響を与えることが想定されている。

総務省によれば、二人以上世帯のうち、高齢者世帯（世帯主が60歳以上の世帯）の割合は45.2%であるが、これらの世帯の貯蓄額は全体の62.4%を占めており、高齢者世帯に貯蓄が偏っていることがわかる。世帯主の年齢階級別の1世帯当たり貯蓄現在高（二人以上世帯のうち勤労者世帯）は、世帯主の年齢階級が高くなるに従って高くなっており、60歳以上の世帯は2,173万円となっている。また、純貯蓄額についても、60歳以上の世帯が最も多く1,939万円となっている。

しかし、高齢者世帯は社会保障給付等の収入とともに、現役時代に貯蓄したこれら貯蓄の取崩しにより生計を維持することになる。高齢者世帯の家計収支を見ると、高齢者世帯のうち約7割を占める無職世帯では、1か月平均の消費支出が約21万円であるのに対し、可処分所得は約16万円となっており、毎月の収支不足分は金融資産の取崩し等により賄われている。

家計貯蓄率は、雇用や所得に対する不透明感が景気後退により強まったこと等を背景に2009年度以降、上昇傾向に転じているが、上記の世帯構成の変化を踏まえると、中期的には家計貯蓄率に掛かる低下圧力は強まる方向にある。わが国の国債保有者のうち、銀行や保険会社等の金融機関が大きな割合を占めているが、その背景には各機関で預けられている多くの家計資産が国債の購入に充てられていることがあげられる。そのため、今後、家計貯蓄率が再び低下傾向に転じ、水準を切り下げている。

った場合には、徐々に金融機関が現在の保有割合を維持することが難しくなっていくリスクがある。

さらに、東日本大震災や急速に進む円高による国内生産拠点の海外移転が勢いを増すなか2011年の貿易収支は31年ぶりに赤字（貿易統計（通関ベース））となり、今後もこの傾向が続く場合には、長期にわたる経常収支の黒字構造についても磐石なものではなくなっていく可能性がある。こうした構造的な変化が現実のものとなれば、超低金利の国債による国内での調達という仕組みが崩れ、資金不足分を海外から調達することが必要となることが考えられ、現在の国債をめぐる環境が大きく変化する可能性がある。

② 海外投資家を意識した情報発信等の必要性

現時点での海外投資家の保有割合は低い水準にとどまっているが、国内における国債吸収余力の将来的な低下を考慮すると、安定的に国債を保有する傾向が強い海外の年金基金、生命保険、中央銀行等を中心に、海外投資家の保有を高めることが重要になってくる。このため、政府も国債保有者層の多様化を進める観点から、海外IRを実施する等、海外投資家を意識した情報発信を行い、海外での国債消化を進めているところである。

海外投資家は、国債の保有割合は低いものの、先物取引を含む流通市場では相応の規模の取引を行うなど、国債の価格形成に一定の影響を持っている。また、国債等への投資判断にあたっては、投資対象国の国債発行残高、財政状況および成長率等を総合的に勘案し、これに、見合った利回り水準を求めることになる。したがって、わが国の国債保有構造の多様化のなかで、海外投資家の国債保有割合が上昇する場合には、国債発行計画の策定や国債管理政策に係る情報発信を機動的に実施する等、海外投資家を意識した対応の重要性が従来以上に高まることになる

と考えられる。

みられるように、ここには、「わが国特有の保有構造の背景には、わが国が多額の個人金融資産を抱えており、これら金融資産が銀行等の間接金融を通じて、国債に投資されていることがある」、「わが国の国債保有者のうち、銀行や保険会社等の金融機関が大きな割合を占めているが、その背景には各機関で預けられている多くの家計資産が国債の購入に充てられていることがあげられる」と誌されている。これは、まさに、銀行を信用創造機関として捉えるのではなく、保険会社等と同様に金融仲介機関として捉える外生的貨幣供給論の見地にたつ記述以外の何ものでもありえない。

なるほど、本提言の奥付には、「本書は研究会としての提言であり、全銀協としての意見を表明したものではありません」と記されている。しかし、「金融調査研究会」の事務局とされる全国銀行協会金融調査部の前身は全国銀行協会調査部にさかのぼり、その調査部はといえば、内生的貨幣供給論の見地にたつ調査部長をほうはいと輩出してきた実績を有することと知られている。

たとえば、その代表的な一人である吉田暁氏は、『決算システムと銀行・中央銀行』のなかで、次のように論定する。

「さて、預金、貸付という金融仲介とペイメントサービスの関係であるが、往時の発券銀行が貸し付けたのは、支払手段である銀行券（銀行の債務）であった。これに対し今日の銀行は、自らの債務である預金口座に記帳することで貸付を行なうのである。借手は支払いの必要があるから借りるのであるから、設定された預金は引き出される運命にある。引出しの具体的姿が現金、小切手、手形、クレジットカード、振込、振

替等々であるが、振込や振替の場合はただちに支払い先の預金に移ることがはっきりしているが、他の手段の場合も結局はどこかの銀行に、どれかの預金として還流していく。

貸付にあたって創出された預金は取引を媒介しつつ——つまりペイメントにあてられて——基本的には消滅することがない（マネーサプライの増加）。しかし個別銀行、個別支店の立場からみると、自ら創出した預金が出流していくのははっきりわかるが、他行が創出した預金をそれ以上に吸収できるという保証はない。個別銀行の立場からは、預金集めは自らの行動とは無関係にすでに存在する『おかね』を吸収することと観念されやすいが、実は銀行組織が全体として創出した預金の還流をめぐって争っているのである。そしてこの還流してくる預金が、当初創出された貸出の資金源として見合うのである。

以上をまとめてみると、預金と貸出とは当初同時に創出される（マネーサプライの考え方）。創出された預金はペイメントの手段として使用され持ち手をかえる（預金通貨の観念、そしてこのために手形交換、為替決済等の制度が存在し、それを行なうインターバンク・システムがつくられ、そのエレクトロニクス化が進んでいる）。そして最後には預金が出出の原資としてバランスする（金融仲介はこの段階でとらえたものであり統計ではマネーフロー表がこれを示している）⁷⁾。

なるほど、ここには、「金融仲介」という言葉も登場する。しかし、この用語は、銀行が、「すでに存在する『おかね』」を預金として集め、これを貸出に充当するという通説的な意味で使用されているのではなく、組織全体としての銀行および個々の銀行を基本的に信用創造機関として捉える

7) 吉田暁『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社、2002年、7ページ。

なかで、個々の銀行が信用創造活動を自己完結させる（貸出によって創出され他行に流出した預金を取り戻す）うえでの不可欠の側面をなすという、それぞれ独自の意味を付与したうえで使用されていることが理解されなければならない。上記の説明の力点は、あくまでも、「今日の銀行は、自らの債務である預金口座に記帳することで貸付を行なう」こと、「預金と貸出とは当初同時に創出される」こと、これらの側面に置かれている。

はたして、銀行による国債購入能力とその限界という問題を考察するにあたって、こうした内生的貨幣供給論の見地は、無用の代物として排除されてよいのであろうか。

さて、ことはこれにとどまらない。というのは、2013年5月の財政制度等審議会「財政健全化に向けた考え方」という報告（座長、吉川洋氏）もまた、「金融調査研究会」の見解とまったくといってよいほどの同一の基盤にたった説明を与えているからである。

同報告は、以下のように述べる。

『『バブル経済』が崩壊した1990年代初頭以来、日本経済は、グローバル競争の激化や少子高齢化など、内外の経済環境が構造的に大きく変化する中で、長期にわたって需要が低迷し、企業の債務・設備・雇用の『3つの過剰』や金融機関の不良債権問題に苦しんだ。2000年代に入ると、企業の『3つの過剰』の問題の解消、不良債権処理の進捗や世界経済の拡大等を背景として、長期にわたる景気回復期が続いたが、企業の新規投資は依然キャッシュフローの範囲内にとどまり、賃金も伸び悩むなど、国民全体が景気拡大を実感できるには至らなかった。その後、2008年のリーマン・ショックにより、日本経済は大きく落ち込み、さらには2011年の東日本大震災の影響もあって、足元の名目GDPはバブル崩壊後の水準を下回るなど、長期にわたり経済低迷に陥っている。この

間、消費者物価指数（CPI）は、1999年からほぼ一貫して下落を続けるなど、日本経済はデフレ基調にあり、国内の成長機会の縮小や賃金の下落等により国民の間には閉塞感が漂っている。

また、経済の下支えのための累次の財政出動等により公的債務は先進国中最悪の水準にまで累積しているにもかかわらず、企業の設備投資の伸び悩みにより民間部門に余剰資金が生じ、その余剰資金が銀行を通じて国債に回ったこともあり、長期金利は低い水準にとどまるという奇妙な安定も生じている」。

「日本の財政の現状は、一般会計歳入の約半分を国債発行に依存しており（公債依存度：46.3%（25年度予算）、借換債（112.2兆円（25年度予算））等も含めれば政府は、更に多額の資金を国債市場から調達する必要がある。財政健全化の取組を進めるとしても、当面、大量の国債発行は避けられず、政府の財政運営は自ずと市場における国債の確実かつ円滑な消化が前提となる。

これまで国債は、大量発行されてきたにもかかわらず、家計の潤沢な金融資産と企業部門の負債の圧縮を背景として、極めて低金利で消化されてきた。このような国債市場を巡る環境がGIIPS 諸国と日本の違いとして挙げられることもある。しかし、このような日本の民間資金による安定的な国債消化という構造がこのまま将来も続くと考えことは許されない。今後、高齢化の進行により家計の貯蓄率が低下し、家計の金融資産が伸び悩むことを考慮すると、政府部門の債務の増大をこのまま放置すれば、企業部門の資金調達を圧迫する恐れがある。

実際、国内の貯蓄で国内の投資が賄えているかを表す貯蓄投資バランスを見ると、2012年度の経常収支黒字（貯蓄投資バランスの黒字幅）は2012年度の貿易収支が2011年度に続き2年連続の赤字となったこともあり、大幅に減少している（2012年度の経常収支黒字額は4.3兆円、ピーク時

(2007年度)の24.7兆円から20.4兆円減少)。足元の貿易赤字の増加は、原発事故に伴う鉱物性燃料の輸入増加、歴史的な円高による影響も大きく、今後経常収支が赤字化していくかどうかについては見解の分かれるところではあるが、仮に経常収支が赤字となった場合、国内の貯蓄では政府・民間を合計した投資額を賄いきれず、国債の消化も海外部門の資金に依存する構造となる」。

みられるように、ここでも、「企業の設備投資の伸び悩みにより民間部門に余剰資金が生じ、その余剰資金が銀行を通じて国債に回った」と誌され、同時に、高齢化の進行にともなう家計の貯蓄率の低下ならびに経常収支の赤字化にともなう貯蓄投資バランスへの影響にたいする懸念が示されている。

否、そればかりではない。日本銀行『金融システムレポート』(2012年4月)でさえ、企業、家計の預金の増加傾向→貸出の伸びの低位→銀行預証率の上昇という立場にたちつつ、次のように述べる仕末である。

「リーマン・ショック以降、貯蓄超過主体である企業、家計の預金は増加傾向にある。銀行では、貸出の伸びが低位にとどまっており、貸出を上回る預金流入額は、主に債券投資に振り向けられている。とりわけ、大手行では証券投資が大幅に増加しており、預証率(預金残高に対する有価証券残高の比率)が、足もと50%近くまで上昇している。また、地域銀行や信用金庫の預証率も過去の水準と比べ高めとなっている」。

しかし、すでに触れたように、銀行の預証率の上昇は、日本銀行による銀行にたいする日銀当座預金の供給の仕振り→銀行による国債の購入→政府による民間への払出し→民間預金の増加、という事態の結果であり、そ

れを反映するものにすぎない。

要するに、全国銀行協会も、財政制度等審議会も、日本銀行も、通説にどっぷりと浸りきっているというわけである。もって、通説の社会的・理論的影響力の大きさを窮い知ることができるであろう。

K. マルクスは、『資本論』第三巻のなかで、「もし事物の現象形態と本質とが直接に一致するなら、あらゆる科学は余計なものになるであろう⁸⁾」と断じている。われわれは、この名言を心底かつ肝に銘じるべきである。

3 銀行による国債購入のメカニズム

日本銀行によって2013年4月4日に導入された「量的・質的金融緩和」政策によれば、「2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ことを目標に、マネタリーベース（日銀券発行高プラス金融機関保有日銀当座預金額）を年間60～70兆円の規模で増加させること（2年間で2倍に）、長期国債の保有残高を年間約50兆円の規模で増加させること（2年間で2倍以上に）が謳われている。一般には看過されているが、じつは、この施策には、銀行が政府から新発債を無制限に購入しうるメカニズムが埋め込まれていることが見逃がされてはならない。その理由は、以下のとおりである。いま、銀行が、たとえば5兆円の既発債を日本銀行に売却し、それによって得た当座預金で新発債を購入することにより、国債保有額を復元したとする。ちなみに、こうしたことが可能となるためには、銀行にとって既発債の売却と新発債の購入とのあいだに差益が生ずること、いいかえれば、日本銀行が銀行にたいして「補助金」を供与することが、その前提条件となる。それはともかく、以後のプロセス

8) K. マルクス『資本論』第三巻b（社会科学研究所監修・資本論翻訳委員会訳）、新日本出版社、1997年、1436ページ。

は、次のように進行する。すなわち、① 銀行が追加的に入手した当座預金は、政府保有の当座預金勘定に振り替えられる、② 政府は、たとえば公共事業の発注にあたり、請負企業に政府小切手によってその代金を支払う、③ 企業は、政府小切手を自己の取引銀行に持ち込み、代金の取立を依頼する、④ 取立を依頼された銀行は、それに相当する金額を企業の口座に記帳する（ここで新たな民間預金生まれる）と同時に、代金の取立を日本銀行に依頼する、⑤ 政府保有の日銀当座預金（これは新発債の銀行への売却によって入手したものである）が、銀行が開設する日銀当座預金勘定に振り替えられ、この結果、銀行は、最初に日本銀行に既発債を売却して得た5兆円という追加的な日銀当座預金を取り戻すことになる、⑥ 銀行は、これを利用して新発債をふたたび購入することが可能になる、と。そして、このプロセスがひとたび始動し始めるならば、この過程は原理的には無限につづきうることになると考えてよいであろう。

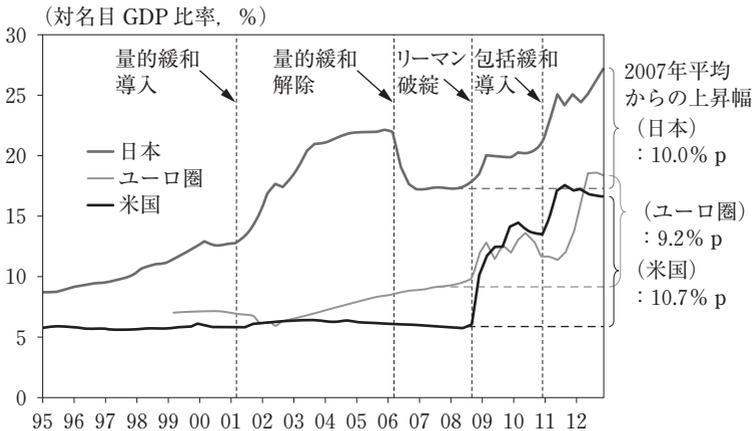
さきに、銀行の国債消化ないし購入能力は、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りによって規定されると指摘した含意は、まさにこうした内容を指すものであった。

くわえて、「量的・質的金融緩和」政策には、ETF（株価指数連動型上場投資信託）の保有残高を年間1兆円の規模で増加させること（2年間で2倍以上に）、J-REIT（不動産投資信託）の保有残高を年間300億円の規模で増加させることも謳われている。否、そればかりではない。「量的・質的金融緩和」政策導入以前に決定された、「成長基盤強化を支援するための資金供給」（2010年6月導入、総枠5.5兆円）、「貸出増加を支援するための資金供給」（2012年12月導入、総枠無制限）なる施策も依然として効力を有している。前者は、医療・介護、環境・エネルギー、農林水産、観光など、成長力強化に資する分野への融資・投資を行う金融機関にたいして、長期かつ低利の資金を供給する措置であり、後者は、金融機関の一段の積極的な行動と

企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその金額を低利・長期で無制限に資金供給しようとする措置である。これら以外にも、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（金融機関から日本銀行に差し入れられた国債・社債・CPなどの共通担保を裏づけとして日本銀行が対象先である金融機関に資金を貸し付けるオペのこ、2009年12月導入、資金規模25兆円）、ならびに、銀行券発行高に見合う年間21.6兆円におよぶ長期国債の買入れという方策も講じられている。まさに、いたれりつくせりとといったところである。

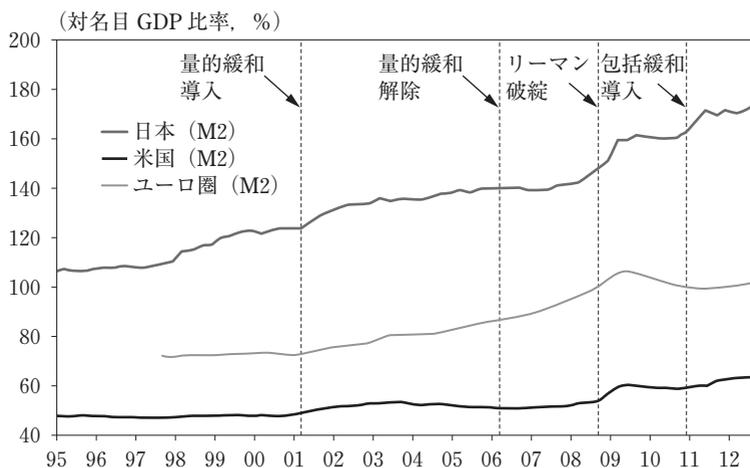
じっさい、白川方明日本銀行前総裁は、「物価安定のもとでの接続的成長に向けて」と題する2012年12月のきさらぎ会における講演のなかで、図1および図2を揚げつつ、以下のように論じているほどである。

図1 主要国のマネタリーベース



(注) 1. マネタリーベースは、銀行券発行高、貨幣流通高および中央銀行当座預金の合計。
 2. ユーロ圏の2012/3Q、4Qの名目GDPは2012/2Qの値、日本、米国の2012/4Qの名目GDPは2012/3Qの値として計算。
 (資料) 内閣府、日本銀行、FRB、ECB、Eurostat

図2 主要国のマネーストック



(注) ユーロ圏の2012/3Q、4Qの名目GDPは2012/2Qの値、日本、米国の2012/4Qの名目GDPは2012/3Qの値として計算。

(資料) 内閣府、日本銀行、FRB、ECB、Eurostat

「マネーには様々な指標がありますが、中央銀行の負債項目であるマネタリーベース、すなわち、銀行券と金融機関の中央銀行預け金の合計金額をみますと、日本における対GDP比率は米欧の規模を上回っています。米欧の場合、この比率が上昇したのはリーマン・ショック後のことに過ぎないのに対し、わが国の場合は、それよりもずっと前からこの比率が上昇しているため、リーマン・ショック後の増加状況が目立ちにくい印象を与えます。しかし、リーマン・ショック後に限定しても、マネタリーベースの増加金額の対名目GDP比は、日本は米国やユーロ圏と同規模です。また、マネーのもうひとつの概念、すなわち、民間経済主体の手元資金に相当するマネーストック〔日銀券発行高プラス企業・家計の銀行預金額〕を、やはり対名目GDP比率で見ますと、これも日本は米欧を上回っているほか、現在も明確な上方トレンドにあります」。

もとより、銀行は、日本銀行に国債を売却して得た日銀当座預金については、ただちに新発債の購入に充当することが義務づけられているわけではない。日本銀行による国債買オペのオファーに応じるか否かも、また、応じることによって得た日銀当座預金を新発債の購入に充当するか否かも、銀行の自由に委ねられている（だからこそ、応募額がオファー額に達しない「札割れ」という事態も生じうるのである）。しかし、銀行にとっては、新発債の購入以外という意味では、日銀当座預金を金融機関相互間の資金決済に利用はできても、この点は誤解されているところであるが、企業や家計への貸出に直接には利用することはできない。銀行が日銀当座預金を日銀券で引き出し、それが企業や家計に貸し出されるというのであればともかく（現実にはそんなことはありえない）、日銀当座預金を企業や家計の預金口座に振り替えるルートは現実には存在しない。要するに、企業や家計への貸出にあたっては、銀行による預金創造＝信用創造でことが済むというのが実際の姿である。

以上では、銀行は日本銀行に国債を売却することによって得た日銀当座預金を新発債の購入に充当するものと想定してきたが、財務省理財局「債務管理レポート2013——国の債務管理と公的債務の現状——」によれば、2012年度の国債の業態別引受実績は、証券会社が81.1%であるのにたいして、銀行は17.6%を占めているにすぎない。他方、2012年12月末（速報）の国債および国庫短期証券（T-Bill）の保有者別内訳は、銀行等（ゆうちょ銀行を含む）が37.5%、その他市中金融機関（証券投資信託および証券会社を含む）が5.2%となっている（それ以外の大口所有者の比率は、かんぽ生命を含む生損保等が19.2%、日本銀行が12.0%、公的年金が7.1%）。したがって、銀行は、流通市場をつうじて、証券会社から多額の既発債を購入しているものと判断される。

それでは、この場合の資金の流れはどのように考えればよいのであろう

か。答は簡単である。銀行が新発債を購入するケースに準じて問題を整理すればよいわけである。すなわち、① 銀行は日銀当座預金のうちの超過準備を利用して証券会社から既発債を購入する、② わが国ではアメリカと異なり証券会社も日本銀行に口座を開設しているから、銀行の当座預金は証券会社保有の当座預金勘定に振り替えられる、③ 証券会社はこの当座預金を利用して新発債を購入する、④ すでにみたプロセスを経て、銀行は政府から日銀当座預金を取り戻すことになる、⑤ 銀行はこれを利用して証券会社から既発債をふたたび購入することが可能になる、と。ここでもまた、銀行の既発債の購入能力は、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りによって規定されていることについては説明を繰り返すまでもない。

最後に、原点にもどるとして、そもそも、1965年度の補正予算において、戦後初めて国債発行が再開された時点では、国債はどのような経緯をたどって消化されたと位置づけられるべきであろうか。

前掲『国債のすべて』は、当時の状況を次のように説明する。

「当時の国債は、市中消化の原則のもと、その大部分は民間金融機関や証券会社からなる国債引受シンジケート団と資金運用部の引受けによって行われた。国債の発行条件（金額、……金利等）に関しては、大蔵大臣招聘のもと、国債発行等懇談会が開催され、協議のうえで決められた。

国債引受シ団メンバーは、政保債のシ団メンバー（都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行、証券会社）に相互銀行、信用金庫、農林中央金庫、生命保険会社を加えられた。一方、資金運用部資金については公的な資金の位置づけではあるが、原資となる郵便貯金や簡易保険、厚生年金掛金の資金的性格にかんがみれば、安全な運用資産として国債は適切

であり、市中消化の原則に沿っていると解釈された。こうして戦後初となる国債発行は、赤字国債として発行され、初回は昭和41年1月28日に700億円の規模で実施された（ただし、赤字国債の発行は昭和40年度だけで、昭和50年度まで発行されていない）。年度ベースの総合計では額面2,000億円に達し、その過半（約1,100億円）が国債引受シ団引受け、残り（約900億円）が資金運用部引受けによって消化された。

昭和41年度以降は建設国債の発行が本格化するなかで、国債引受シ団と資金運用部による国債消化構造が定着した。同時に、円滑な国債発行を持続的に行うという視点から、公社債流通市場の整備が進められた。昭和41年には、東京証券取引所および大阪証券取引所で国債、政保債、地方債、金融債、社債等が上場され、4年ぶりに公社債の取引所取引が再開した。また、日本銀行の金融調節においても長期国債の組入れが検討され、昭和42年には、日本銀行による無条件買入れ（買切り）がスタートした。ただし、市中消化の原則に基づき、発行後1年以内の国債は買入れの対象外となった⁹⁾。

なお、第1回国債発行等懇談会のメンバーは、大蔵大臣、日本銀行総裁、銀行協会連合会会長、財政制度等審議会会長、金融制度調査会会長、証券取引審議会会長、日本証券業協会連合会会長、金融機関資金審議会会長によって構成されていた。

つまり、銀行についてはこういうことであろう。すなわち、銀行は、この場合にも、国債を購入するにあたって、日銀当座預金を充当する以外に方途はない。ところが、当時、今日とは異なり、日本銀行は、銀行にたいして必要準備しか供給しておらず、超過準備は供給していなかった。した

9) 三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部前掲書、73-74ページ。

がって、購入の時点で銀行は準備不足に陥る。そこで、日本銀行は、貸出政策や手形オペレーションを介して、銀行の準備不足を埋め合わせていたのだ、と。そして、1967年以降、銀行には、発行後1年を経過した国債を日本銀行に売却し、それで得た日銀当座預金でもって新発債を購入する途が新たに開かれることになったというわけである。

4 本稿が含意するもの

本稿の結論は、内生的貨幣供給結論の見地にたちつつ、さしあたり、第1に、外生的貨幣供給論が想定するように銀行は受け入れた預金を基礎に国債を購入するのではなく、逆に、銀行が国債を購入することによって預金が生まれるということ、第2に、銀行が国債を購入するにあたっての資金源泉はといえば、日銀当座預金以外には考えられず、したがって、銀行の国債消化ないし購入能力は、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りによって規定されるということ、こういうものであった。ところで、ここから、われわれはいまひとつの結論を導き出すことができるであろう。それは、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給は、日本銀行による預金創造＝信用創造をつうじてなされるのであるから、結局のところ、銀行の国債消化ないし購入能力は、日本銀行による銀行への預金創造額＝信用創造額に規定されるというものである。しかも、そうなれば、銀行が国債を購入することによって預金が生まれるという場合の預金は、じつは、日本銀行による預金創造＝信用創造の結果ないしその反映であったということになる。

否、それにとどまらない。この結論は、さらに転じて、今日のわが国の国債発行システムは、市中消化という形式をとりながらも、その内実は、日本銀行による国債の直接引受と事実上異なるところがないというさらに衝撃的な理論的帰結につながる。つまり、市中消化のケースでは、日本銀

行の信用創造の方向は銀行にむけられ、直接引受のケースでは、その方向は政府にむけられるという差異はあるにせよ、日本銀行の信用創造をとまなうという側面では両者とも同断であるというわけである。（直接引受のケースでも、日本銀行による信用創造分だけ、民間預金が増加することになる）。

ちなみに、こうした理論的帰結を承認するか否かにかかわらず、日本銀行による国債買いオペの現状は、すでにかぎりなく直接引受に近いものになっているという認識は、一部の市場関係者や、経済記者にとって共有財産となっている。たとえば、2013年10月6日付の『日本経済新聞』は、以下のように報じる。

「日銀が異次元の金融緩和に乗り出してから半年」。

「気になる動きもある。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広がっている』（パークレイズ証券の丹治倫敦債権ストラテジスト）。9月末の日銀の保有銘柄リストに『330回債、7895億円』とある。同月20日に出たばかりの10年債だ。発行額の3割近くを日銀が握る」。

「発行直後の国債が金融機関を經由し、すぐに日銀に——。昔の市場関係者が知ったら、こう言うかもしれない。『それは国債の直接引き受けと、どこが違うのか』」

かつて日銀の国債購入には『1年ルール』があった。発行から1年以内の銘柄は買ってはいけないという決まりだ。つくられたのは日銀が長期国債を買い始めた1967年。国債の流通市場が未整備だったためだが、いつしか『国債引き受けと区別するため』と説明されるようになった。

ルールが変わったのは、量的緩和政策を進めていた2002年1月。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。

10年10月には基金〔「資産買入等の基金」〕をつくり、様々な資産を買う包括緩和策を決定。基金で買う残存期間の短い長期国債に限り、発行直後の銘柄も対象にした。そして13年4月4日。異次元緩和の導入に伴ってルールは消えた」。

これらの点に照らすならば、やはり、日本銀行は、「量的・質的金融緩和」政策などといった、異例中の異例の金融政策を導入すべきではなかったということになるであろう。

ついでながら、筆者は、「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高の積増しは、約43兆円（建設国債6兆円、特例国債37兆円）にのぼる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、また、同じく、「量的・質的金融緩和」政策のなかで、「日銀券ルール」（日本銀行のバランスシート上、長期負債である銀行券に見合う資産は長期国債が最適であるという考え方から、逆に、長期国債の保有額は日銀券発行額を上限とすると定めた日本銀行の内部的ルール）が一時的に廃止された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いたっていると判断している。つまり、「ルビコン河を渡った」というわけである。

くわえて、銀行が保有国債を日本銀行に売却し、それによって得た日銀当座預金で新発債を購入する場合には、政府支出にともなってこの当座預金が銀行にもどり、銀行はいわば同じ資金で何度でも新発債を購入することができる——したがって、企業に預金が累積する——ということであったが、これは、日本銀行によって最初に創造された当座預金が繰り返して利用される（回転率の上昇）という意味であり、日本銀行による信用創造を前提とするものであっても、これ自体を信用創造と呼ぶことはできない点にも留意が必要であろう。

さて、上述のように、銀行は、高齢化にともなう預金の動向あるいは貿易収支の赤字化にともなう経常収支の動向いかににかかわらず、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りにより、いいかえれば、日本銀行による銀行にたいする信用創造の供与の姿勢により、原理的にはいくらかでも国債を購入することができるはずであると主張したからといって、もちろん、銀行が現実は無制限に国債を購入するというわけのものではない。というのは、国債保有には、国債価格の下落にともなう市場リスクがつきまとうからである。最近では、「金融抑圧（financial repression）」——翁邦雄氏によれば、これは、「中央銀行の金融政策と規制的手段による国債購入奨励（強制）の組合せで低金利を実現することにより、政府債務の持続性を高めようとする」¹⁰⁾政策のことを指す——という言葉も耳にすることが多いが、現在のところ、銀行は自己の意思にしたがうかたちで国債を任意に購入・売却することができる。ちなみに、前掲「金融システムレポート」（2012年4月）には、「債権投資における全年限の金利が同時に1%pt上昇する場合の金利リスク量は、2011年12月末時点で、大手行〔ゆうちょ銀行を除く〕で3.4兆円、地域銀行で3.0兆円となっている」という数字が挙げられている。じっさい、都市銀行が、2013年4月から5月にかけて、国債を市中に売却したことから、10年物国債流通利回りが上昇し、関係者をあわてさせるという事態が発生したことも記憶に新しい。というのは、「量的・質的金融緩和」政策には、長期国債買入れの平均残存期間を、従来の3年以下から7年程度に延長（2年間で2倍以上）することによって、長期金利の低下を促すという内容が含まれていたからである。

わが国におけるソブリン・リスクの顕在化の可能性という問題を考える

10) 翁邦雄『金融政策のフロンティア——国際的潮流と非伝統的金融政策——』日本評論社、2013年、214ページ。

にあたって、いまひとつ軽視できないのは、外国人投資家の動向である。「債務管理レポート2013」によれば、2012年12月末（速報）の海外投資家による国債および国庫短期証券（T-Bill）の保有比率は8.7%にすぎないが、他方、「金融システムレポート」（2012年4月）によれば、「東京証券取引所が公表している国債先物取引状況によると、2011年中の先物取引高（中・長・超長期国債標準物）に占める外国人投資家の割合は約38%となっている」との由である。後者の割合は、現時点では、より高いものになっているにちがいない。こうした状況下では、もし外国人投資家が国債先物を売り浴びせることになれば、わが国の国債現物市場にも大きな影響が及ぶことは避けがたい。筆者は、つねづね、バブルの崩壊とソブリン・リスクの顕在化との類似性という点に留意をはらってきた。すなわち、ひとたび、バブルが発生し、また、財政赤字が累積するならば、バブルの崩壊とソブリン・リスクの顕在化は必然的なものとなる。しかし、過去のバブルの事例が示すように、いつ、何を契機としてそれらが発現するかは、経済学的には予測することが不可能である、と。いずれにしても、わが国についていえば、外国人投資家の動向から目を離せないことだけは、どうやら確実な事実だと断言できそうである。