

日本の財政赤字の政治的要因

—「大蔵省統制」から「首相官邸統制」へ—

上川 龍之進

(大阪大学大学院法学研究科准教授)

【要約】

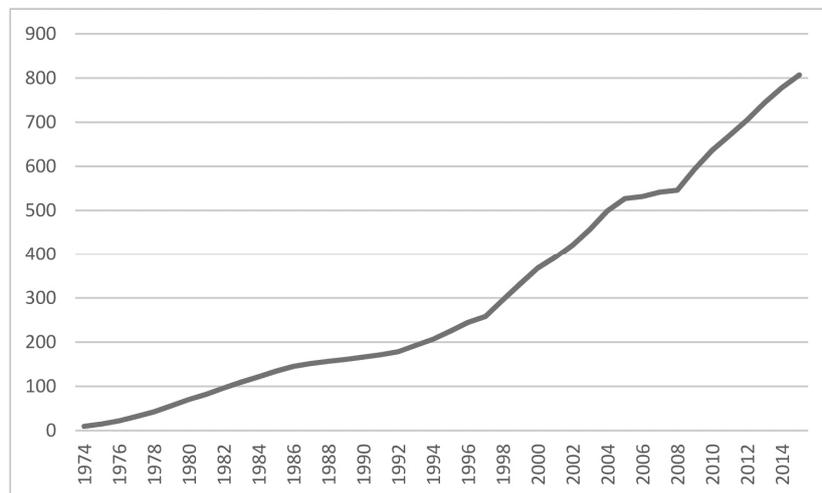
本稿は、日本の公債依存度の変動について政治的要因から説明を行うものである。真淵勝は、1970年代後半の公債依存度の急激な高まりを、財政と金融の一体性という政治制度から説明した。だが1990年代後半以降、財政と金融の分離が進められたにもかかわらず、公債依存度は急激に高まっており、一見すると、この変化は政治的要因によっては説明できないように思われる。だが本稿では、法制度的に政府から独立したはずの日本銀行が、政府・大蔵省（財務省）の圧力を受け、もしくは自発的に判断して、長期金利を抑制する政策を実施し、国債の大量発行を容易にしていた事例を確認する。さらに第2次・第3次安倍内閣では、日本銀行が首相官邸の統制下に置かれ、大規模な金融緩和が実施された結果、国債の大量発行が容易になり、財政規律が失われつつあることも確認する。1990年代後半以降の国債の大量発行についても、政治的要因によって説明することが可能なのである。

キーワード：財政赤字、財務省（大蔵省）、日本銀行、国債、金融政策

一 はじめに

1970 年代後半以降、日本の政府公債残高は増え続け、2015 年度末で 800 兆円を超える（図表 1）。地方政府や社会保障基金も含めた一般政府ベースで見ると、2016 年度の日本の債務残高は対 GDP 比で 230%を超え、債務危機に陥っているギリシャの 200%をも上回っている（図表 2）。歳出を収支尻で除した公債依存率を他の主要国と比較してみても、日本の財政の公債依存度は群を抜いている。2008 年のリーマン・ショック後は、フランスは一時的に日本を追い抜くほど、またアメリカも日本に迫るレベルまで公債依存率を高めた。だが、その後は公債依存率を低下させ、公債依存率が高止まりしている日本との差を広げている（図表 3）。

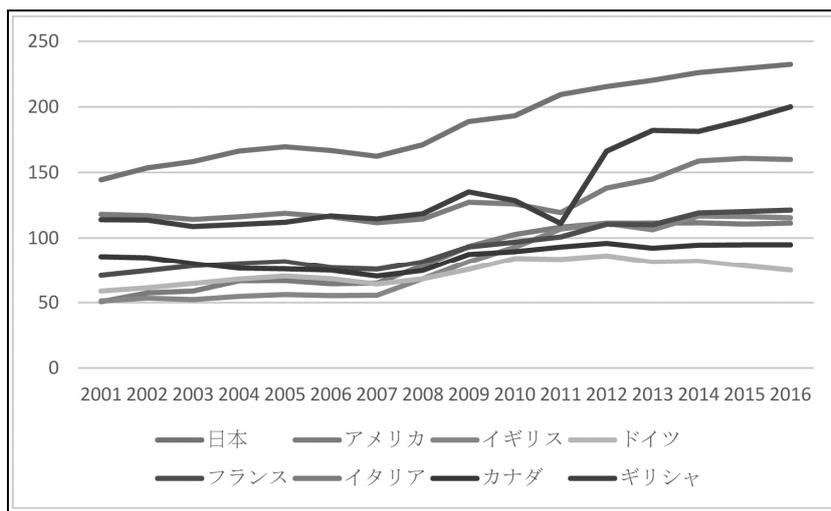
図表 1 政府公債残高



（注）単位：兆円

（出典）総務省統計局ウェブサイト、http://www.stat.go.jp/naruhodo/c1data/13_03_stt.htmのデータを筆者が加工。

図表2 債務残高の対GDP比



(注1) 数値は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベースである。

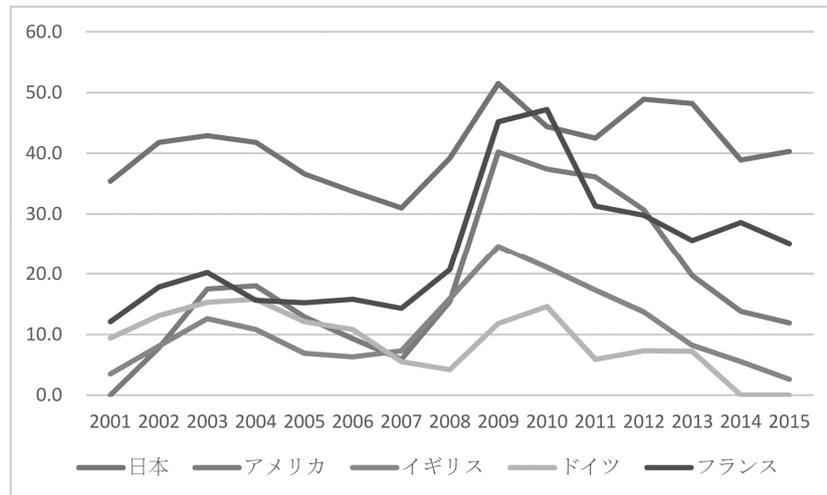
(注2) 単位：%

(出典) 財務省ウェブサイト、http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/007.htm のデータを筆者が加工。

他の先進国に比べて日本の公債依存度が顕著に高いのはなぜか。この問いに対し、政治学の立場から明晰な解答を提示したのが真淵勝である¹。だが、真淵が分析対象とした時期は1970年代後半に限られており、それ以降の日本の公債依存度の動向については、一見したところ真淵の分析枠組みでは説明できないように思える。本稿は、真淵の議論を踏まえつつ、真淵が研究対象とした時期以降における日本の公債依存度の変動について、政治的要因によって説明することが可能なのか、検討を行うものである。

¹ 真淵勝『大蔵省統制の政治経済学』（中央公論社、1994年）。

図表3 主要国の公債依存度



(注1) 各国の会計年度は、日本・イギリス（4月～翌年3月）、アメリカ（前年10月～9月）、ドイツ・フランス（1月～12月）である。

(注2) 各国の公債依存度は、日本の公債依存度に対応させて収支尻／歳出として算出した数値。

(注3) 単位：%

(出典) 財務省ウェブサイト、

https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201604/sy2804l.pdf;

https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201502/sy2702m.pdf;

https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201204/sy2404l.pdf;

https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201003/sy2203m.pdf;

https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/200703/sy1903m.pdf;

https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/200303/sy1503m.pdf のデータを筆者が加工。

本稿の構成は以下の通りである。まず次章では、1970年代後半の公債依存度の増大を説明した真淵の議論を紹介する。次に第3章では、1980年代に財政再建が進み、公債依存度が低下していった理由を説明する。第4章では、1990年代後半以降に、財政と金融の分離

が進んだにもかかわらず、公債依存度が急激に高まったことを示す。第5章では、1990年代後半以降において、大蔵省統制から脱したはずの民間銀行と日本銀行が国債を大量に購入することで、国債の大量発行が可能になったことを確認する。第6章では、国債の大量発行により長期金利の上昇が見込まれたり、実際に長期金利が上昇したりした際に、日本銀行が長期金利を抑制する政策を実施した事例をみる。第7章では、第2次・第3次安倍内閣で日本銀行に対する首相官邸の統制が強まり、財政規律が失われつつあることを論じる。第8章では、これまで円滑な国債発行を可能にしてきた財務省・日本銀行・債券市場参加者の協調関係が、皮肉にも国債発行を容易にした日本銀行の「異次元緩和」によって崩れつつあることを示す。最後に第9章で、本稿の議論をまとめる。

二 大蔵省統制説

本章では、1970年代後半に日本の公債依存度が、他の先進国に比べて顕著に高くなった原因を説明した真淵勝の議論を紹介する。

1970年代に入ると先進国の経済成長は停滞し、どの国も歳入不足を補うために大量の国債発行を余儀なくされる。ただ日本の国債依存率は、他の国に比べて際立って高く、1970年代後半には政府債務残高の国内総生産（GDP）比は先進国の中で最大となる。

財政拡張政策がとられた原因は、自民党が選挙対策として、公共事業費や社会保障費などの財政支出拡大を求めたことから説明できる。しかし、政治家が選挙対策として財政拡張政策を求めるのは、民主主義国では共通してみられる現象である。なぜ日本が、他の先進国と比べて巨額の財政赤字を抱えることになったのかは、これだけでは説明できない。

そこで真淵は、財政と金融の一体性という制度配置に、その原因

があると論じる。財政赤字は国債発行によって賄われるが、国債があまりに大量に発行されると、通常は市場がそれを消化できなくなるという「金融の論理」によって国債発行は制限される。その場合、政府は中央銀行に国債を引き受けさせようとする。けれども、政府からの独立性が高い中央銀行であれば、通貨価値の安定を脅かす国債の大量発行に反対し、国債の引き受けを拒否すると考えられる。そのため政府の国債発行は、市中消化が可能な範囲内に抑えられるのである。

ところが 1970 年代の日本では、財政当局の大蔵省が金融部門も担当していた。大蔵省は金融機関の検査・監督や金融行政の企画・立案を担当しており、金融機関に対して強い立場であった。そこで大蔵省は、銀行や証券会社に国債引き受けシンジケート団を組織させ、一括で国債を引き受けさせた。当時は規制金利の時代であり、大蔵省は金融機関に低い金利（すなわち、高い価格）で国債を買わせることができたのである。

これでは金融機関には損失が出てしまう。しかし金融機関が、国債を高価格で購入することに我慢できたのは、発行後 1 年が経過すると、日本銀行が買いオペによって国債の大部分を購入してくれたからである。つまり実態は、日本銀行引き受けと違いはなかったというのである。日本銀行の国債直接引き受けは財政法第 5 条で禁止されている²。だが、発行後 1 年以上経過すれば、国債を金融調節のために購入することは禁じられてはいなかった³。しかも当時の日本

² もっとも第 5 条但し書きには、国会の議決を経た金額の範囲内では日本銀行引き受けは可能と記されている。

³ 1967 年 1 月に日本銀行は、発行後 1 年を経過した国債を買いオペの対象に加えることを決めた。発行後 1 年未満の国債は、日本銀行引き受けという見方を避けるために、買入れ対象から除いたのである（1 年ルール）。だが 2002 年 1 月に日本銀行は、

銀行法は、大蔵省が日本銀行に対して一般監督権、業務命令権を持ち、内閣が総裁を解任することができるなど、政府に対する日本銀行の従属を規定したものであった。

つまり財政当局として、政治に対して弱くなった大蔵省は、金融当局としては、金融機関や日本銀行に対して強い立場にあった。この大蔵省の強さと弱さが、国債の大量発行を可能にし、財政赤字を膨張させることになったというのが、真淵の主張である⁴。

三 大蔵省統制の終焉と財政再建

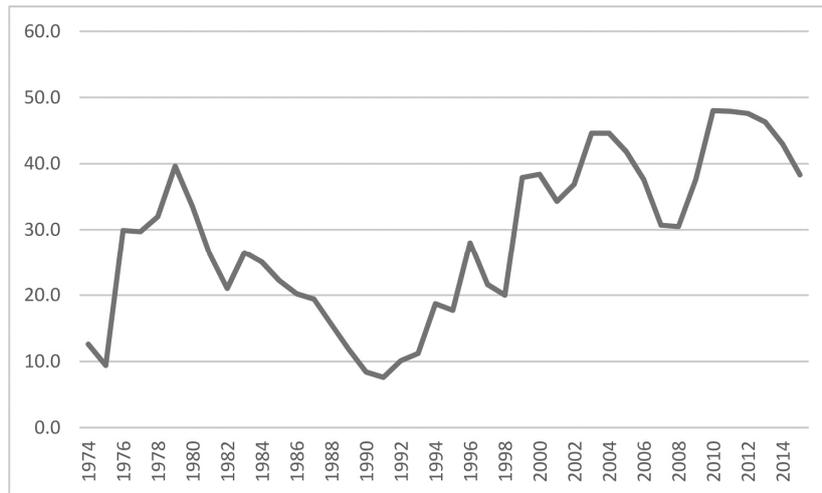
ところが1980年代に入ると、日本の公債依存率は低下していく(図表4)。これは鈴木善幸、中曽根康弘内閣で「増税なき財政再建」政策がとられたためである。1981年から1983年にかけて第2次臨時行政調査会(第2臨調)が設置され、3公社の民営化など行財政改革が進められた。1982年度予算編成では、概算要求基準で初めてゼロ・シーリングが、1983年度予算編成からはマイナス・シーリングが設定された。

1970年代後半には財政と金融の一体性により国債発行に歯止めがかからない状態であった。それにもかかわらず、なぜ1980年代前半には財政再建政策がとられ、国債発行に歯止めがかけられたのであろうか。

国債買入れの対象銘柄を拡大し、「発行年限別の直近発行2銘柄を除く」国債を買入れ対象とすることを決めた。久保田博幸「議事録にみる日銀が国債買入れオペ対象を拡大した理由」牛さん熊さんブログ、<http://bullbear.exblog.jp/18524770/>、同「日銀による国債買入の歴史」牛さん熊さんブログ、<http://bullbear.exblog.jp/24609924/>。

⁴ 真淵勝、前掲『大蔵省統制の政治経済学』。

図表4 日本政府の公債依存率



(注) 単位：%

(出典) 総務省統計局ウェブサイト、http://www.stat.go.jp/naruhodo/c1data/13_03_stt.htmのデータを筆者が加工。

真淵によると、1974年の時点では銀行引き受け分の国債の100%近くが、証券会社引き受け分を含めた市場消化分全体でみても約85%が、日本銀行によって買い取られていたという。だが買いオペ実施率は、1974年をピークに低下していく(図表5)。真淵は、その理由として、国債が大量に発行されたため、日本銀行が買い支えられなくなったこと、そしてこれ以上の国債の貨幣化が物価対策の面から無理になったことを挙げている⁵。

⁵ 真淵勝、前掲『大蔵省統制の政治経済学』、353～354ページ。

図表5 日本銀行の長期国債買いオペ（売Δ）

年	実施額（億円）	実施率（％）
1966	653	59.4
1967	5,639	80.2
1968	2,693	64.0
1969	2,447	61.8
1970	7,018	82.3
1971	Δ1,000	68.0
1972	Δ885	47.3
1973	24,962	79.6
1974	15,863	85.4
1975	5,991	74.7
1976	8,989	55.7
1977	10,245	43.4
1978	11,842	34.2
1979	3,639	26.7
1980	8,059	22.9
1981	—	19.4
1982	—	17.4
1983	7,215	16.6

（出典）松本和日子「国債累積下の金融政策と国債管理」武田隆夫・林健久編『現代日本の財政金融Ⅲ——昭和五〇年代』（東京大学出版会、1986年）、308ページ。

しかしながら、1970年代のイタリアおよびフランスの事例を考えると、この説明では不十分である。国債が大量に発行された際に、法制度的に独立性の低いイタリア銀行は、国債を直接引き受けた。同じく独立性の低いフランス銀行も、国債が大量発行された際には、そのことに配慮して、当初よりも高い水準にマネーサプライ・ターゲットを設定し直している⁶。その結果、両国ともインフレの抑制に失敗した。これに対し日本銀行は、物価安定を優先させ、マネーサプライの抑制を重視する政策をとり続けた。松本和日子は、国債の買いオペ実施額・実施率の著しい低下傾向の「原因は一般に昭

⁶ John B. Goodman, *Monetary Sovereignty: The Politics of Central Banking in Western Europe* (Ithaca: Cornell University Press, 1992), pp. 131, 154-155.

和五〇年代に発行された大量の国債を日銀が買い支えられなくなったからだといわれている。しかしその絶対的減少はそれだけでは説明がつかない。マネーサプライ重視政策がこのような結果をもたらしたとしか考えられない」と論じている⁷。

なぜ大蔵省に従属しているはずの日本銀行が、インフレ抑制のためにマネーサプライの伸び率に注意を払うマネーサプライ重視政策をとることができたのか。かつて筆者は、1970年代前半における狂乱物価の反省から、日本銀行が1970年代後半以降、政府・大蔵省からの金融緩和圧力に屈することなく、インフレ抑制を最優先とした金融政策を実施したことを論証した。つまり、法制度的には日本銀行の政府・大蔵省に対する従属性に変化はなかったものの、日本銀行は実質的な独立性を高めたのである⁸。真淵は、制度を「公式の法令およびそれに基づく慣行によって示された行為規範」と、狭い範囲で定義している⁹。このため、法制度の変化なしに日本銀行の独立性が向上したことは説明できないのである。

もっとも真淵は、大蔵省統制の終焉により財政再建が進んだことを論じている。真淵によると、国債が大量に発行されるようになる一方で、日本銀行が国債を買いオペで十分に買い取らなくなった結果、国債管理政策も変化せざるを得なくなったという。1977年4月には発行後1年が経過した赤字国債の市場売却が認められ、1979年4月からは証券取引所で国債の大口取引市場が開始された。こうした流通市場の自由化は、日本銀行による買いオペに部分的に代替する

⁷ 松本和日子「国債累積下の金融政策と国債管理」武田隆夫・林健久編『現代日本の財政金融Ⅲ——昭和五〇年代』（東京大学出版会、1986年）、309ページ。

⁸ 上川龍之進『経済政策の政治学——90年代経済危機をもたらした「制度配置」の解明』（東洋経済新報社、2005年）、第2章。

⁹ 真淵勝、前掲『大蔵省統制の政治経済学』、53～54ページ。

措置であり、これにより国債の流通利回りが市場で形成されるようになった。また1978年6月からは、中期国債について公募入札方式が採用されるなど、起債市場でも発行様式が多様化し、市場での需給実勢が発行条件に反映されるようになった。その帰結が、1979年の6.1%（10年物）国債、いわゆるロクイチ国債の暴落である。規制緩和により、市場の実勢を無視した低利割当方式を継続することは難しくなったのである¹⁰。

さらに1979年には、国債管理政策の見直しにつながる、もうひとつの大きな事件が起きる。一般消費税の導入が争点となった10月の衆議院総選挙で自民党が議席数を減らし、一般消費税の導入が当分の間、困難になったのである。この結果、第一に、財政再建は歳出削減によって行わなければならなくなった。これが第2臨調による行財政改革につながる。第二に、国債の大部分の引き受けを銀行に依存する状況が続くことになり、大蔵省の金融機関に対する立場は弱くなった。大蔵省は、国債の流通市場の発展を抑制することで低利の国債を銀行に割り当てることはできなくなり、流通市場での売却規制はさらに緩和され、国債発行条件も市場実勢を反映せざるを得なくなったのである¹¹。

ただ、ここでも大蔵省の金融行政に関する法的権限は変化してはいない。大蔵省が金融機関に対して立場を弱めたのは、法制度の変化ではなく実質的な力関係の変化によるものであり、「制度」を公式の法令に限定している限り、この変化を説明することはできない。

とはいえ、財政部局の大蔵省が金融当局も兼ね、金融機関と日本銀行を統制することで、国債の大量発行が可能になったものの、日

¹⁰ 真淵勝、前掲『大蔵省統制の政治経済学』、353～356ページ。

¹¹ 真淵勝、前掲『大蔵省統制の政治経済学』、356～359ページ。

本銀行や金融機関に対する統制力が低下することで、国債の大量発行を続けることは困難になり、財政再建政策がとられるようになったとする真淵の説明は、きわめて説得的であった。

四 財政と金融の分離と財政赤字の増大

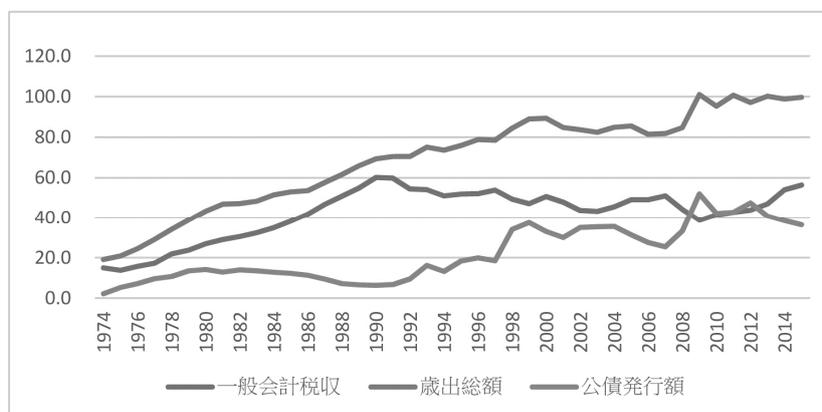
真淵の主張は多くの政治学者によって高い説得力を持つと受け取られ、日本でも制度論ブームが起こった。だが、真淵の研究が公刊されて、すでに20年以上が経過した。村松岐夫・北村亘は、真淵の研究について「1980年代後半以降の債務膨張の伸び率の鈍化や1990年代後半からの急激な増加はその分析の対象とはされていない」と指摘する¹²。それでは、その後の日本の公債依存度の変化は、真淵の理論によって説明することができるのであろうか。

その後の公債発行額・公債依存度の変化を、簡単に概観しておこう（図表4、図表6）。1980年代後半には、バブルによる好況で税収が急増したため、公債依存率は急激に低下した。1991年から1993年には、特例公債（赤字国債）の発行額ゼロが実現された。その後、バブル崩壊後の景気悪化により税収は伸びず、財政出動による景気対策がとられたことから、再び公債発行額・公債依存率は上昇する。1997年には橋本龍太郎内閣で行われた財政構造改革による歳出削減や、消費税率5%への引き上げにより、公債依存率は一時的に低下する。ところが、1997年11月に大型金融機関が連鎖破綻して以降、景気は急激に悪化する。そこで小渕恵三内閣では、大規模な財政出動と減税が行われ、公債発行額・公債依存率は急激に上昇する。その後、小泉純一郎内閣での財政緊縮と景気の回復により、公

¹² 村松岐夫・北村亘「財政赤字の政治学」寺西重郎編『構造問題と規制緩和——バブル/デフレ期の日本経済と経済政策』（慶應義塾大学出版会、2010年）、154ページ。

債発行額・公債依存率は低下する。ところが、2008年のリーマン・ショックを契機とする景気の急激な悪化に際して、麻生太郎内閣は大規模な財政出動に踏み切り、大量の国債を発行したため、再び公債依存率は急上昇する。2012年以降、景気が回復し税収が伸びたこともあり、公債発行額・公債依存率は低下の傾向をみせつつある。

図表6 一般会計税収、歳出総額、公債発行額



(注) 単位：兆円

(出所) 財務省ウェブサイト、http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/003.htm、
総務省統計局ウェブサイト、<http://www.stat.go.jp/data/chouki/05.htm> のデータを筆者が加工。

このようにみていくと、1990年代後半以降の公債依存度の変化については、真淵の主張では説明できないように思える。まず、1980年代後半における公債依存率の低下は、1980年代前半の財政再建政策の成果ともとらえられ、それは真淵の議論と整合的である。だが、この時期の公債依存率の低下は、バブル経済のため税収が急増したことによる部分が圧倒的に大きい。これは政治制度というよりは経済状況により説明される。

もっとも真淵の議論は、日本では他の国とは異なる政治的要因により国債発行に市場の規律が働かないため、財政赤字に歯止めがかからなかったというものであり、好景気による税収の増加のため、公債依存度が低下しても、そのこと自体、真淵の議論とは矛盾しない。問題となってくるのは、1990年代中盤以降、公債依存度が高まることについてである。

これは直接的には、バブル崩壊による景気の悪化に伴い税収が減ったことと、景気対策として財政出動がなされたこと、さらに高齢化が進み社会保障費が増大したことなどに求められる¹³。しかし政治制度的にみると、真淵の理論的予測とは逆のことが起きている。1990年代後半は、財政と金融の分離が進められた時期である。1998年には、大蔵省から金融検査・監督部門が分離され金融監督庁が発足し、2000年には金融行政の企画・立案部門も分離され、金融庁が設置された。また1998年には改正日本銀行法が施行され、日本銀行の独立性は格段に強化された。それに対し公債依存率は、1999年度に前年度の20.0%から37.9%に急上昇したあと、2001年度を除いて上昇を続け、2004年度には44.6%に達する。その後、低下し始め、2008年度には30.5%まで下がるのだが、2009年度には37.6%、2010年度には48.0%にまで上昇する（図表4）。

つまり法制度的に財政と金融の分離がなされ、大蔵省の金融統制

¹³ 1990年代の不況に対して、不良債権処理を先送りして財政出動による景気対策で対応しようとしたことが、日本の公債依存度を高めた原因だと考えることもできる。これは当時の政府による政治的判断によるもので、これも「政治的要因」と言える。ただ、こうした政策がとられた際に、長期金利が上昇するなどして国債のそれ以上の発行が難しくなれば、政府は財政再建へと政策を転換しなければならなかったはずである。本稿は真淵説に従い、大量発行された国債が市場で円滑に消化されたことが公債依存度の急増を可能にした原因と考え、そのことを「政治的要因」から説明できるかどうかを検討している。

が終わって以降、公債発行額・公債依存率は急激に高まっているのである。なぜ大蔵省の金融統制が終わったにもかかわらず、大量の国債が市場で順調に消化され続けたのであろうか。

五 民間銀行と日本銀行による国債の大量購入

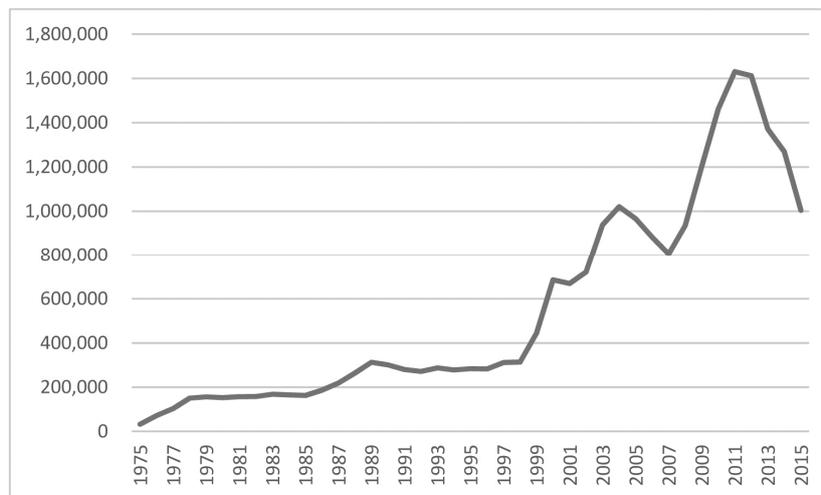
2016年6月末の国債等(国庫短期証券および国債・財投債の合計)の保有者内訳を日本銀行の資料でみると、国債等1105兆円のうち、日本銀行が398兆円(36.0%)、預金取扱機関が233兆円(21.1%)、保険・年金基金が253兆円(22.9%)、公的年金が52兆円(4.7%)、家計が14兆円(1.3%)、海外が111兆円(10.0%)、その他が45兆円(4.1%)となっている¹⁴。保険・年金基金や公的年金は、長期資金を運用するという特性上、国債での資金運用が多くなる。預金取扱機関のうち郵便貯金は、民業圧迫を避けるため(2007年の郵政民営化後も、ゆうちょ銀行の株式の大半<2016年3月31日時点で88.99%>は日本郵政が保有しており、日本郵政の株式の大半<2016年3月31日時点で80.49%>は政府が保有している)、また貯金保護の観点からリスク資産への投資が望ましくないと考えられてきたため、やはり国債での資金運用が多くなる。そこで検討すべきは、民間銀行および日本銀行の国債保有ということになる。これは真淵説で、大蔵省が民間銀行と日本銀行に国債の買い取りを強制することで、国債の消化が可能になったと主張されていたからでもある。

そこでまず国内銀行の国債保有額をみると(図表7)、1990年代後半から急激に増加していることがわかる。1997年に31兆1243億円(年末の額、以下同様)であったのが、1999年には44兆4478

¹⁴ 日本銀行調査統計局「参考図表 2016年第2四半期の資金循環(速報)」(2016年9月26日)日本銀行ウェブサイト(<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>)。

億円、2000年には68兆5768億円と急速に増大する。2002年には72兆1847億円、2003年には93兆8625億円となり、2004年には102兆586億円に達する。2005年以降は減っていき、2007年には80兆6570億円にまで減る。だが、2008年には93兆5127億円に増え、その後、2009年に120兆2105億円、2010年に146兆2547億円、2011年に163兆608億円と膨れ上がっていく。しかし、2012年には161兆2224億円と微減し、2013年に日本銀行が量的・質的金融緩和を導入した後は急激に減少する。2015年には100兆4681億円にまで低下した。

図表7 国内銀行の国債保有額



(注) 単位：億円

(出典) 日本銀行時系列統計データ検索サイト、<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>、総務省統計局ウェブサイト、<http://www.stat.go.jp/data/chouki/14.htm> のデータを筆者が加工。

一方、日本銀行の国債保有額をみてみると（図表8）、1990年代後

半以降、その額が増大していることがわかる。1996年には、前年の37兆5358億円から46兆3422億円（年末の額、以下同様）に、1998年には前年の47兆3660億円から52兆22億円の増え、1999年には69兆2362億円に増え、量的緩和が始まった2001年には、前年の56兆2943億円から75兆5911億円に増加した。その後、国債保有額は急速に増え、2005年には98兆9175億円にまで増大する。だが、量的緩和が解除された2006年には80兆5964億円に減り、2008年には63兆1255億円にまで減少する。ところが世界金融危機による不況に対して、再び金融緩和が実施されたことから、国債保有額は再び増加に転じ、2011年には前年の76兆7382億円から90兆1964億円に増え、2012年には113兆6768億円に増大する。日本銀行が量的・質的金融緩和を導入した2013年には181兆3958億円に急増し、2014年には250兆4394億円、2015年には325兆19億円の増大と年間70兆円近く増大し続け、2016年10月10日には400兆3092億円と、初めて400兆円を突破した¹⁵。

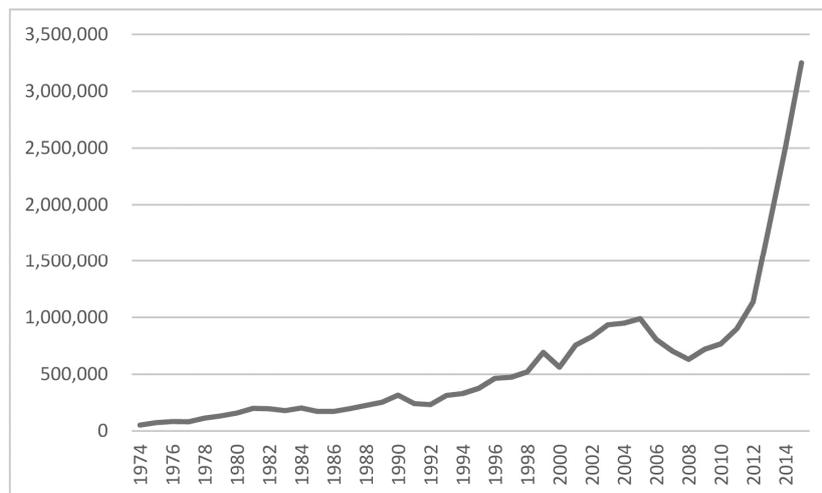
このことから1990年代後半以降の国債の大量発行が可能になったのは、民間銀行と日本銀行が国債を大量に購入したからだということがわかる。それでは財政と金融が分離されたにもかかわらず、なぜ民間銀行と日本銀行は国債を大量に購入し続けたのであろうか。

まず民間銀行については、政府・大蔵省から強制されたわけではなく、自らの判断で国債を大量に購入したと考えられる。バブル経済崩壊後、民間企業は設備投資を控えるようになった。その理由としては、バブル期に過剰な設備投資を行ったため、余剰設備が発生したことや、巨額の債務を抱え、その返済を優先したこと、また今

¹⁵ 「日銀、国債保有400兆円超 10日時点、大量買入れで」『日本経済新聞（電子版）』2016年10月12日。

後、低成長が見込まれたことが挙げられる。これに対し金融機関の側も、1993年3月末からBIS規制（自己資本比率規制）が導入される一方で、不良債権の発生や資産価格の低下により自己資本比率が低下したことから、自己資本比率の向上を目指し、リスクウェイト100%の企業向け融資を減らしてリスクウェイト0%の国債の購入を増やした。すなわち、企業の資金需要が減少し、銀行の企業に対する貸し出し意欲も低下した結果、銀行の国債購入が増えたのである。マクロ経済的にみると、日本は貯蓄超過の国であり、かつ民間投資が減ったため、民間貯蓄は財政赤字の穴埋めに回されたと考えることができる。

図表8 日本銀行の国債保有額



(注) 単位：億円

(出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイト、<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>、総務省統計局ウェブサイト、<http://www.stat.go.jp/data/chouki/14.htm> のデータを筆者が加工。

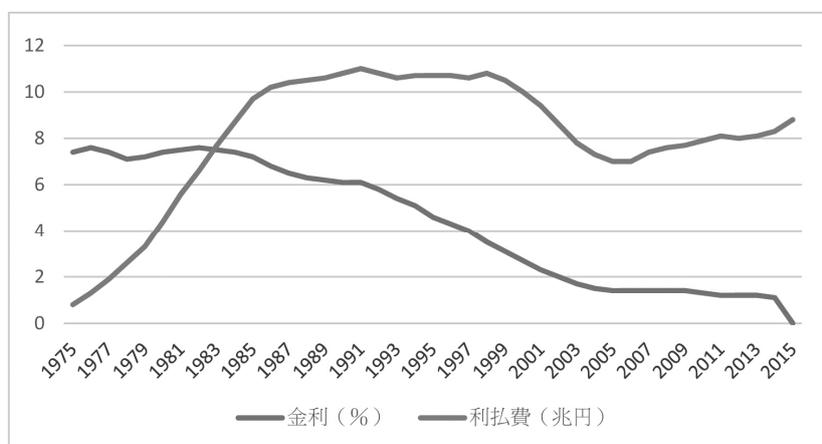
一方、日本銀行は、バブル崩壊後の長期不況に対して金融緩和政策を実施した。1991年7月以降、日本銀行は金利を下げ続け、1999年2月にはゼロ金利政策の導入を決定した。その後、2000年8月にはゼロ金利の解除を決めるものの、景気が悪化したため2001年3月には量的緩和の導入を決定し、国債の大量購入を実施した。その後、景気が回復したことから2006年3月に量的緩和が解除され、7月にはゼロ金利政策も解除された。しかし、リーマン・ショック後の景気後退に直面し、2008年10月以降、日本銀行は再び金融緩和への政策転換を行った。2010年10月には「包括的金融緩和政策」の実施を決定した。「資産買入等の基金」を創設して、国債、CP、社債の買い入れを増やすとともに、指数連動型上場投資信託（ETF）と不動産投資信託（J-REIT）の買い入れまで始めたのである。さらに2013年4月には、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。日本銀行は、年間約60～70兆円に相当するペースでマネタリーベースが増加するよう、金融調節を行うことにし、長期国債の保有残高が年間50兆円に相当するペースで買い入れを行うことにした。2014年10月には、追加緩和が決定された。マネタリーベースの増加額を年間80兆円に引き上げ、長期国債の保有残高は年間80兆円に相当するペースで増加するよう買い入れを行うことにした。このように1990年代以降、日本銀行は一時的な景気回復期を除いては金融緩和をやり続けた。金融緩和は、日本銀行の国債購入によって実現されるものである。

ここで注意すべきは、日本銀行は財政ファイナンスのためではなく、景気回復を目的として金融緩和を行ったということである（金融機関の経営支援や円高抑制を目的とした場合もあったのだが、それも究極的には景気回復を目的としている）。確かに金融を緩和するために日本銀行が国債を大量に購入することで、国債の市場消化は円滑に進む。そのうえ、金融緩和により長期金利が低下すると政府

の利払費は減るため、国債発行は容易になる。各年度の決算でみた国債金利と利払費（2015年度は補正後予算）をみると、1980年代後半以降、金利は下がり続け、政府債務残高が増大しているにもかかわらず、利払費は1990年代には10～11兆円の範囲で安定し、2001年以降は減少する。2007年以降は増加に転じるものの、それほど大きい伸びではなかった（図表9）。

要するに、1990年代後半以降、日本銀行の金融緩和は国債の大量発行に貢献はしたものの、日本銀行は国債発行を容易にするために金融緩和を行ったわけではなく、主目的は景気の回復であった。したがって、政府・大蔵省（財務省）が日本銀行に国債購入を強要することで、国債発行を容易にしたとまでは言えないように思われる。

図表9 金利と利払費の推移



（出典）財務省ウェブサイト、http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/005.htmのデータを筆者が加工。

六 日本銀行による長期金利の抑制

しかしながら、自発的とはいえ、日本銀行と民間銀行が国債を購入してくれるため、国債の大量発行に歯止めがかからなかったという点では、1970年代後半と同じであり、真淵説には一定の有効性があるように思われる。さらに日本銀行の金融緩和については、景気回復を目的にしていたとはいえ、政府が金融緩和を求め、日本銀行がその圧力に押される形で金融緩和に踏み切ったケースが何度もみられる¹⁶。筆者のみるところ、1998年に日本銀行法が改正され、日本銀行の政府からの独立性が強化されたにもかかわらず、日本銀行の金融緩和が不十分だからデフレになり、日本経済は不況に陥っているという主張がリフレ論者によって喧伝されたこともあって、日本銀行に対する政府・与党の圧力は強まっていった。すなわち、法制度的には日本銀行の政府からの独立性は強化されたものの、実質的な独立性はかえって低下したのである。

さらに、ここで注目したいのは、国債の大量発行により長期金利の上昇が懸念された場合や、実際に長期金利が上昇した場合に、日本銀行が長期金利を抑制するための政策をとっていることである。もちろん、こうした事例の中には、長期金利の上昇が企業の設備投資意欲を減退させたり、円高を引き起こしたりして、景気に悪影響をもたらすと考えた日本銀行が、そうした事態を防ぐために自発的に長期金利を抑制する政策をとった場合もある。しかし、政府・大蔵省（財務省）が長期金利の上昇に直面して、日本銀行に長期金利

¹⁶ こうしたケースについては、紙幅の都合により十分に論述することができない。上川龍之進『日本銀行と政治——金融政策決定の軌跡』（中央公論新社、2014年）を参照されたい。

を抑制するための政策を行うよう圧力をかけ、それに日本銀行が従ったように見える事例もある。こうした結果、国債利払費が削減され、国債がさらに発行されても市中消化が円滑に進み、国債発行に歯止めがかからなくなったとみることもできる¹⁷。とすると真淵説の枠組みは、1990年代後半以降においても部分的にあてはまるのではないだろうか。以下、3つの事例をみておこう（図表10）。

図表10 10年物国債金利の推移



(注) 単位：%

(出所) 財務省ウェブサイト、http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm のデータを筆者が加工。

¹⁷ このことについては、2016年8月24日に開催されたPHP総研「新国家経営研究会」での河村小百合氏の報告「わが国の歳出と財政運営全体の流れ」から示唆を得た。ここに記して感謝申し上げる。

1 資金運用部ショック

1998年9月には、長期金利の指標となる新発10年物国債利回りは0.6%台にまで下がっていた。デフレがさらに深刻化すると考えられたからである。また、銀行が自己資本比率を維持するために、企業への融資を減らして国債購入を増やしたからでもあった。

ところが、小渕恵三内閣が大型の補正予算を編成し、国債発行額を大幅に増額するとみられたため、さらに大蔵省が12月22日に、郵便貯金資金を原資とする資金運用部での国債買い入れを1999年1月から停止すると発表したため、長期金利が上昇し始めた。いわゆる「資金運用部ショック」である。

長期金利は年末には2%台となり、さらに1999年に入っても上昇を続けた。この金利上昇が景気に悪影響を与えるとみられたため、株価は下落した。一方、為替市場では、アメリカとの金利差が縮小するという見方から円高が進み、政府・日本銀行は1年半ばに、約3年ぶりの円売り介入を行う¹⁸。

このため、日本銀行に対応を求める声が高まった。1月29日には世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）で、アメリカのロバート・ルービン財務長官とローレンス・サマーズ財務副長官が、加藤紘一前自民党幹事長に、「日銀による国債引き受けの議論はどうなっているのか」と質問するなど、日本銀行の国債引き受けに期待感を示すような発言を行った¹⁹。これを受けて政府・自民党の幹部からも、日本銀行に新発国債の引き受けや長期国債の買い切りオペの増額を求める声が上がった。

¹⁸ 清水功哉『日銀はこうして金融政策を決めている——記者が見た政策決定の現場』（日本経済新聞社、2004年）、90ページ。

¹⁹ 藤井良広『縛られた金融政策——検証 日本銀行』（日本経済新聞社、2004年）、106～107ページ。

2月8日には、堺屋太一経済企画庁長官の具申を受けた野中広務官房長官が、日本銀行に長期国債の買い増しを求める発言を行う²⁰。大蔵省も、国債の大量発行が将来の財政に及ぼす悪影響を緩和するために、既発の長期国債を中期国債に振り替えることを検討しており、長期国債買い切りオペの増額を期待していた²¹。

日本銀行は、国債を引き受ければ中央銀行の信認を失うことになるとして、また長期国債買い切りオペについても、政府の要求に従えば、日本銀行が国債価格を支えることを公言するに等しく、財政規律を失わせることになるとして、絶対に反対であった。金融政策の企画・立案を担当する企画室（2004年7月より企画局）は、長期国債を購入しても長期金利が低下するかどうかはわからず、長期金利を直接操作するのは不可能だという立場であった。けれども、「こんな長期金利と円高が続けば、日本経済はもたない」という危機感も抱いていた。そこで企画室は、短期金利をさらに低くすれば、長期金利も必ず下がると考え、短期金利の誘導目標を限りなくゼロ%に近づけることを決めた²²。

2月12日の金融政策決定会合では、これまで0.25%前後としてきた無担保コール翌日物金利の誘導目標を引き下げ、当初0.15%前後を目指し、その後、市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促すことが決められた。

この決定について報道機関の多くは、日本銀行が政治の圧力に屈して政策変更を行ったのではないかと疑っていた。長期買い切りオペの増額は認められない。しかし、政府との関係悪化は回避したい。

²⁰ 軽部謙介『ドキュメント ゼロ金利——日銀 vs 政府 なぜ対立するのか』（岩波書店、2004年）、76～78ページ。

²¹ 藤井良広、前掲『縛られた金融政策』、107～108ページ。

²² 軽部謙介、前掲『ドキュメント ゼロ金利』、72～80ページ。

そこでゼロ金利を導入したというのである²³。

この日本銀行の一段の金融緩和を待っていたかのように、大蔵省は2月16日に資金運用部の国債買い入れ再開を発表した²⁴。こうした政策対応を受け、長期金利は低下した。大蔵省が日本銀行を政策変更に進め込んだのである。

2 VaR ショック

2003年6月以降、「VaR ショック」と呼ばれる、長期金利の上昇が起きた。「VaR とは金融機関が市場リスクの管理に使っている指標で、ある資産を一定期間保有していると市場の変動によってどの程度の損失を被る可能性があるのかを計測したもの」である。当時は多くの銀行が債券投資に過度に傾斜していた。ところが、アメリカの長期金利の上昇や、日本の経済指標の好転により、日本銀行の量的緩和が予想以上に早く解除されるという思惑が生じたことなどを契機として、VaR を指標に使っている金融機関が、保有債券の含み損拡大を回避するために一斉に売りに出た。このため、売りが売りを呼ぶ展開となり、長期金利が史上最低の0.43%から、わずか2カ月で1.5%に迫るまで急騰したのである²⁵。

福井俊彦総裁は、長期金利の上昇を牽制するため、量的緩和を維持する考えを講演や記者会見で表明した。さらに10月10日の金融政策決定会合では、量的緩和の解除条件について、これまでよりも具体的に示すことで、量的緩和が長期化することを市場に伝えるこ

²³ 軽部謙介、前掲『ドキュメント ゼロ金利』、95～96ページ。

²⁴ 藤井良広、前掲『縛られた金融政策』、115ページ。

²⁵ 森田長太郎「日本国債の暴落はないのか」『週刊東洋経済』2016年10月1日号、42～44ページ、清水功哉、前掲『日銀はこうして金融政策を決めている』、74～82ページ。

とにした。そのうえ、10月31日に公表された「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で、8人の政策委員が来年度の消費者物価についてマイナスの見通しを出した。このため、量的緩和が長期化することが確実視されるようになり、長期金利は低下していく²⁶。

なお、これに先立つ2003年5月1日の政策委員会・通常会合では、日本銀行が保有する国債の会計上の評価方法を変更することが決められている。日本銀行は従来、国債を買ったときの価格(簿価)と国債の時価のうち、低い方で評価する低価法をとっており、相場が下落した場合、決算期ごとに評価損を計上することになっていた。それを償却原価法に変えることにしたのである。償却原価法とは、簿価と国債の額面価格の差を満期まで毎年均等にならして会計上処理する方法で、相場下落による評価損を計上しなくて済む。これにより日本銀行は、評価損を気にすることなく国債を買い入れることが可能になったのである²⁷。

3 2009年の長期国債買い入れ額の増額

リーマン・ショック後の急速な景気後退に直面して、麻生太郎内閣は大規模な財政出動を行う。2008年10月16日に第1次補正予算、2009年1月27日に第2次補正予算が成立した後、3月13日に麻生首相は、追加の経済対策の検討を指示した。市場では、これにより政府が国債を大量発行して、長期金利が上昇することが懸念され、日本銀行が長期国債の買い入れ額を増やすという見方が広がった。

はたして3月18日の金融政策決定会合では、長期国債の買い入れ額を4000億円増額し、毎月1兆8000億円とすることが決められた。

²⁶ 清水功哉、前掲『日銀はこうして金融政策を決めている』、82～89ページ。

²⁷ 清水功哉、前掲『日銀はこうして金融政策を決めている』、73～74ページ。

これは1000億～2000億円の増額とみていた市場の予想を大幅に上回る増額で、これにより長期金利の上昇は抑えられた²⁸。

七 首相官邸統制と財政規律の喪失

前章では、長期金利が上昇した、もしくは国債の大量発行により長期金利が上昇するという懸念が生じた際には、日本銀行が長期金利の抑制に努めることで、国債の円滑な市場消化に協力してきたことを論じた。だが日本銀行は、財政赤字を穴埋めしている（財政ファイナンス）と受け取られると、国債の信用が落ち、国債価格が暴落する（長期金利が上昇する）との考えから、財政ファイナンスと受け取られることを警戒していた。その歯止めとして2001年3月に量的緩和を導入した際に設けられたのが、「銀行券ルール」である。「銀行券ルール」とは、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とするというものである²⁹。

この「銀行券ルール」は、2012年8月10日に事実上、破られる。日本銀行が資産として保有する長期国債の残高が66兆4709億円、2010年10月に決定された「包括型金融緩和政策」で導入された「資産買入等の基金」にある長期国債の残高が14兆4988億円で、総額80兆9697億円となり、紙幣発行残高80兆7876億円を上回ったのである。だが、「資産買入等の基金」での買い入れは「銀行券ルール」の別枠とされており、長期国債の保有残高は増え続けた³⁰。「銀行券ルール」は形骸化していたのである。だが、それでも財政ファイナンスへの歯止めとして「銀行券ルール」は残されていた。

²⁸ 上川龍之進、前掲『日本銀行と政治』、177ページ。

²⁹ 上川龍之進、前掲『日本銀行と政治』、178ページ。

³⁰ 上川龍之進、前掲『日本銀行と政治』、230ページ。

2012年12月の衆議院総選挙で自民党・公明党が大勝し、安倍晋三が首相に返り咲いた。リフレ論者を政策ブレーンとした安倍は、選挙中から金融緩和によるデフレ脱却を主張し、首相就任後、白川方明総裁に2%のインフレ目標を受け入れさせた。さらに2013年3月に任期切れとなった日本銀行総裁・副総裁人事では、リフレ派の黒田東彦元財務官を総裁に、岩田規久男学習院大学教授を副総裁に任命した。首相が自らと同じ考えの人物を日本銀行の執行部に送り込むことで、日本銀行が首相官邸の統制下に入ったのである。

4月4日の金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」（いわゆる「異次元緩和」）の導入が決められた。具体的な内容は以下の通りである。金利誘導目標を放棄してマネタリーベース・コントロール方式を採用し、今後2年間でマネタリーベースを年間約60兆～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う（2012年末実績は138兆円で、2013年末に200兆円、2014年末に270兆円になる見込み）。イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう長期国債の買入れを行う（毎月の長期国債のグロスの買入れ額は7兆円強の見通し）。長期国債の買入れ対象を、40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れる国債の平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う³¹。「銀行券ルール」は、一時適用停止とされた。

加藤出によると、債券市場関係者は、「量的・質的金融緩和」が事

³¹ 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）日本銀行ウェブサイト(http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)。

実上、国債の直接引き受けになっているとみているという。「現在、財務省による国債発行の入札の翌日に、日銀はほぼ必ず大規模な国債買入れオペを実施している。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っているため、証券会社の債券ディーラーは、国債を財務省から購入しても他に転売するあてがなく、翌日、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ている」。「このため、現時点では債券市場参加者の大半は、『今の日銀の国債購入と直接引受は実質的に違いがない』と感じている」というのである³²。

だが「異次元緩和」にもかかわらず、物価は2%まで上昇せず、实体经济も十分に回復することはなく、日本銀行は追加緩和に追い込まれる。2014年10月31日の金融政策決定会合では、以下の内容の追加緩和が決定された。マネタリーベースが年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融調節を行う。長期国債は、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで買入れを行う。買入れる国債の平均残存期間を、7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。ETF、J-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う³³。2015年12月18日の金融政策決定会合では、買入れる長期国債の平均残存期間を、2016年からは7年～12年程度とする補完措置が決められた³⁴。

³² 加藤出『日銀、「出口」なし！——異次元緩和の次に来る危機』（朝日新聞出版、2014年）、173～174、203ページ。

³³ 日本銀行『『量的・質的金融緩和』の拡大』（2014年10月31日）日本銀行ウェブサイト（https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf）。

³⁴ 日本銀行「当面の金融政策運営について」（2015年12月18日）日本銀行ウェブサイト（https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/k151218a.pdf）。

2016年1月29日の金融政策決定会合では、日本銀行当座預金を3段階に分け、(1)基礎残高(金融機関が量的・質的金融緩和のもとで積み上げた既往の残高)については、これまで通りプラス0.1%の金利を付与し、(2)マクロ加算残高(①所要準備額に相当する残高、②貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合、その残高、③日本銀行当座預金がマクロ的に増加することを勘案して、適宜のタイミングでマクロ加算額<(1)の基礎残高に掛目を掛けて算出>を加算していく、以上①~③の合計額)については、金利はゼロ%とし、(3)政策金利残高((1)と(2)を上回る部分)にはマイナス0.1%の金利を適用すること(いわゆる「マイナス金利政策」)を決定した³⁵。7月29日には、ETFの保有残高が年間約6兆円(現行は約3.3兆円)に相当するペースで増加するよう買入れを行うことにした³⁶。

しかし、2年程度で2%の物価上昇率を実現するという公約は達成されなかった。しかも日本銀行は、2016年6月末には日本国債全体の36.0%を保有することになり、銀行は取引の担保として国債を一定量保有するニーズがあることから、これまでのペースで長期国債を買入れることは、今後1~2年で難しくなるという見方も強まっていた。そこで日本銀行も、国債買入れによる資金供給量の拡大から、金利調節に政策の軸足を移さざるを得なくなる。実は2016年1月に、それまで黒田総裁が明確に否定してきたマイナス金利政策を導入したのは、その布石であったと考えられる³⁷。

³⁵ 日本銀行「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」(2016年1月29日)日本銀行ウェブサイト(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf)。

³⁶ 日本銀行「金融緩和の強化について」(2016年7月29日)日本銀行ウェブサイト(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160729a.pdf)。

³⁷ 「日銀 緩和枠組み修正 長期金利をより重視 マイナス金利0.1%維持」『朝日新聞』

9月21日の金融政策決定会合で日本銀行は、これまでの「異次元緩和」の政策効果について総括的な検証を行い、そのうえで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決めた。その内容は、第一に、短期金利については、政策金利残高にマイナス0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利については、10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう長期国債の買入れを行うことで、長短金利の操作を行うというものである（「イールドカーブ・コントロール」）。国債の買入対象は、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止された。また、日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）を導入することと、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を、現在の1年から10年に延長することも決められた。第二に、2%の物価安定の目標を目指し、これが安定的に持続するために必要な時点まで、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を継続するというものである（「オーバーシュート型コミットメント」）。これにより、消費者物価指数（生鮮食品を除く）の前年度上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの残高を拡大させる方針を継続することとした³⁸。

このように日本銀行が「異次元緩和」に踏み出し、国債を大量に購入することで、国債金利は急激に低下し、さらにはマイナス金利まで導入されてしまった。これにより2016年以降、政府が国債を発行すると、金融機関が額面価格と利息の合計よりも高い値段で国債

デジタル』2016年9月21日、「経済の新常識——日本経済の今を『総括検証』」『週刊東洋経済』2016年10月1日号、22～25ページ。

³⁸ 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み：『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」（2016年9月21日）日本銀行ウェブサイト（https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf）。

を買い取り、借金する側の国が儲かるという異常事態が生じている。日本銀行が、より高い値段で国債を買い取ってくれるため、金融機関は購入した国債を日本銀行に転売することで利益が得られる。結果として、日本銀行が巨額の損失を抱え込むことになり、日本銀行が購入する国債の額面価格と買い取り価格の差は、2016年度だけで約10兆円に上る見通しだという³⁹。この「異次元緩和」により、安倍内閣では財政規律が緩んでいると思われる事象が起きている。消費増税の2度にわたる延期と、大規模な経済対策である。

安倍首相は2014年11月18日に、2015年10月に予定されていた消費税率の10%への引き上げを2017年4月まで延期し、消費増税延期で国民の信を問うため衆議院を解散すると表明した。その際には、経済情勢に関わらず消費増税の再延期はしないと明言した。しかし、その後は、リーマン・ショックや大震災のような事態が起こらない限り、増税方針は変えないと説明していた。ところが、2016年5月26、27日の主要国首脳会議（G7）で安倍首相は、リーマン・ショック並みの危機が再発してもおかしくないほど世界経済が脆弱になっているなどと主張して各国に財政出動を促し、日本が先陣を切って財政出動に乗り出すと表明する⁴⁰。そして6月1日には、新興国経済の落ち込みなど世界経済の下振れリスクを挙げ、消費増税を2019年10月まで再延期することを表明し、7月の参議院選挙で国民の信を問うとした⁴¹。

³⁹ 「国債発行『儲け』600億円 マイナス金利で10年債7月2.6倍」『日本経済新聞(電子版)』2016年7月6日。

⁴⁰ 「世界経済に下振れリスク、G7一致 首相『政策対応』を伊勢志摩サミット」『日本経済新聞(電子版)』2016年5月26日、「首相『リーマン前に似る』消費増税延期へ地ならし 危機認識、首脳に差も」『日本経済新聞(電子版)』2016年5月26日。

⁴¹ 「首相、消費増税延期を表明 19年10月に10% 『世界経済リスクに備え』参院

安倍内閣は2014年11月に消費増税を延期した際、財政健全化計画を策定し、2020年度の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字化を目標と決め、G20でも繰り返し、その目標を達成すると表明していた。しかし、2016年7月に内閣府が行った試算では、2020年度時点のプライマリーバランスは5兆円台の赤字になるというものであった（1月の試算では6.5兆円の赤字であった）。しかも、この試算は、成長戦略が成功して中長期的に経済成長率が実質で2%以上、名目では3%以上になり、税収が伸びる一方、物価上昇率については原油安を反映して下方修正することで、歳出の伸びは減るといふ、極めて都合のよい、甘い想定によるものであった⁴²。それでも5兆円台の赤字ということで、黒字化は絶望視されている。

だが安倍内閣は、発足当初からデフレ脱却のため「機動的な財政出動」を打ち出し、毎年度、景気対策の補正予算を編成してきた。2016年度も7月の参議院選挙後、総額28兆円超の経済対策をとりまとめ、その第1弾として一般会計総額3兆2869億円の第2次補正予算を10月11日に成立させた。その柱は、大型クルーズ船の着岸を可能にする港湾の改良や、空港の整備、農地の大規模化など「21世紀型のインフラ整備」や、個人消費喚起のため低所得者に1万5千円を配る「簡素な給付」などであった。補正予算では、政権発足直後の2012年度を除けば、毎年度、税収の上振れ分を充ててきたのだが、今回は税収の上振れ分は2500億円程度にとどまり、建設国債2兆7500億円を発行した。これに対し自民党内からは、「マイナス金利の時に赤字国債を出さないのはなぜか」、赤字国債を見送ったのは

選で信問う』『日本経済新聞（電子版）』2016年6月2日。

⁴² 「基礎的収支 黒字化遠く 20年度の赤字5兆円と試算 内閣府」『日本経済新聞（電子版）』2016年7月16日。

「バカな決定だ」(いずれも山本幸三衆議院議員)といった声まで上がっていた。さらに与党内からは、年明けの衆議院解散を念頭に、第3次補正予算に期待する声も上がっていた。

くわえて経済対策の規模を膨らませるため、財政投融资の活用も決められ、リニア中央新幹線の建設に1.5兆円など、計3.6兆円を追加した。財政投融资は、国が財投債を発行して資金を集め、それを貸し出す仕組みだが、日本銀行のマイナス金利政策により低利で資金を集められるため、活用しようということになったのである⁴³。

財務省は2012年春以降、首相就任前の安倍が大規模な金融緩和を訴えていたのに対し、何度も「長期金利が高騰して日本経済が混乱とする」と説明しに行ったという。だが、安倍が首相になってリフレ論者の黒田を日本銀行総裁に任命し、円安・株高を実現した。このため首相周辺は、「財務省の言うことを聞かないからアベノミクスは成功した」と強調し、安倍は自信を深めたという。日本銀行が国債を購入し続ける限り、財政危機は顕在化しにくい。ある経済官庁の幹部は、「いつ来るかわからない金利上昇のリスクを訴える限り、財政再建などできない」、金利上昇・国債暴落を唱え続けた財務省は、「いまの首相にはオオカミ少年に映るはず」と語っている⁴⁴。日本銀行が首相統制下に置かれたことで、財政規律が失われてしまったのである。

⁴³ 「3.2兆円補正案、閣議決定 国債発行、前年度超え」『朝日新聞デジタル』2016年8月25日、「(漂う緩和マネー 日銀検証を前に：下) 国債大量購入、緩む規律」『朝日新聞デジタル』2016年9月15日、「国債増発、財政議論は低調 3.2兆円補正予算成立」『朝日新聞デジタル』2016年10月12日。

⁴⁴ 「首相が恨む財務省の原罪 日本国債 見えざる手を冒す(5)」『日本経済新聞(電子版)』2016年10月12日。

八 異次元緩和による国債管理政策の綻び

他方、量的・質的金融緩和により、国債管理政策には綻びが生じるようになった。これまで国債が市場で円滑に消化されてきたのは、余剰貯蓄の存在だけでなく、財務省理財局と日本銀行業務局が、債券市場参加者の協力を得て、国債価格を安定させてきたからでもあった。

量的・質的金融緩和が決定された翌日の4月5日午前には、10年物国債金利は0.315%となり、2012年12月にスイスで記録された0.36%を下回る史上最低記録を更新した。ところが同日午後には、一時0.620%に上昇する。

日本銀行が、国債を売買する市場参加者から事情を聞くと、「日銀が大規模緩和で、国債を一度に買う量が多すぎ、不安心理をあおっている」との意見が出された。そこで日本銀行は、購入回数を増やして、1回当たりの購入量を減らすことを決める。4月18日に、国債買いオペの回数を月6回から8回に増やし、1回当たりの購入額を減らすと表明したのである。これを受け、4月後半には市場は落ち着く。

ところが5月の連休明けにアメリカの長期金利が景気回復期待から上昇したことを受け、5月10日に10年物国債金利は0.590%から0.700%に上昇する。15日には0.920%に、23日には一時1.00%に達した。日本銀行幹部は、「思った通り金利が下がらず正直あせった」という。5月30日に日本銀行は、国債買いオペの回数を月8～10回程度に増やすことを表明する。

債券市場参加者からは、「黒田緩和が債券市場を壊した」という日本銀行批判が噴出する。日本銀行は国債を大量に購入して金利を低下させたものの、その一方で、2年で2%のインフレ率が実現される

とした。それならば、それを見込んで金利は上昇することになるはずである。このため債券市場参加者は、金利の方向感をつかめなくなった。また、岩田規久男副総裁の長年の持論を汲んだためか、金融調節の操作目標をマネタリーベースとし、金利を金融調節の操作目標から外してしまったため、金利が不安定化することになった。さらに、日本銀行が国債を買い占めることで、国債市場の流動性が極端に低下した。この結果、まとまった売りが出ると金利は上昇し、これが、さらなる売りを招くことになってしまったのである。実のところ、長期金利が急上昇（国債価格が急落）したのは、金利上昇による評価損の拡大を懸念した銀行が、リスク圧縮のために国債を売却したことが原因であった⁴⁵。

最終的に金利を落ち着かせたのは、日本銀行幹部から大手銀行首脳への電話であった。「抜け駆けはしないしてほしい。長期的な観点から、国債を売らないほしい」。6月以降、長期金利はようやく落ち着き始める⁴⁶。

実は国債市場は、「半ば『市場』とは言い難い、閉鎖的な“談合”とも呼べるムラ社会が定着していた。だからこそ、安定が保たれ、暴落が起きなかったともいえる」。「談合にもさまざまな形がある。例えば、売れ残れば国債暴落のトリガーとされる国債の入札。ここでは『メガバンクと財務省の密な関係』（債券ストラテジスト）が存在し、売れ残りが出にくい仕組みになっている」。「日銀もまた、銀行・証券会社とコミュニケーションを取りながら、『きめ細かい国債買

⁴⁵ 大崎明子「金利急騰！債券市場を破壊した黒田緩和——日銀は管理不能、高まるリスク」東洋経済オンライン、2013年5月16日（<http://toyokeizai.net/articles/-/13984>）、
「(けいざい深話)黒田日銀の半年：1 トラウマ、国債急落 異例の増税要請」『朝日新聞(朝刊)』2013年9月25日、7面。

⁴⁶ 前掲、「(けいざい深話)黒田日銀の半年：1 トラウマ、国債急落 異例の増税要請」。

いオペ』（市場関係者）を実施してきた」。「財務省の職人芸的な『国債発行計画』もあって、投資家同士では、決して国債の取り合いになることもなかった」。「特に生保や年金基金、ゆうちょ銀行といったプレーヤーに限っていえば、安定的に買う量が決まっており、『いわば配給制度に近い』（市場関係者）とやゆされるほど。かくして内輪の需給ではほぼ決まるのが、日本国債ムラの特徴なのだ」。

債券の場合、「各証券会社が『債券ディーラー』として取引所の代わりを務める」。「各証券会社は、国債を入札で仕入れて在庫として抱え、投資家からの注文に応じる。ディーラーの役目は、どんなに相場が乱高下しても在庫を確保し、その価格変動リスクを管理しながら流通市場で売値・買値を出すことだ」。だが日本では、「流通市場で役目をはたしていない銀行が、発行市場だけでディーラーとして入札に参加している」。「安定消化のために銀行が」、「財務省から優遇されて」おり、「投資家としても巨額の取引を行うメガバンクが、おのずと国債ムラでの存在感を高めてきた」のである。

ところが、日本銀行が国債を大量に買い占めるようになり、「長らく続いてきたムラ社会の均衡」が「突如破壊」されてしまった。市場参加者からは「ボラティリティ（価格の振れ幅）が高過ぎる」という「不満が噴出する」。国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー、PD）⁴⁷「各社は、それぞれ取れるリスク量の範囲内では在庫を抱えられない。リスク量はボラティリティ（価格の振れ幅）

⁴⁷ PD制度とは、入札に際して国債の発行予定額の4%以上に応札するなどの義務を負う一方、国債を追加購入したり、財務省との会合に参加したりすることができる権利を与えられる仕組みであり、証券会社19社、メガバンク3行（2016年7月に三菱UFJ東京銀行が資格を返上してからは2行）が認定されている。国債発行額の84%以上はPDが応札している。「三菱UFJ『PD』返上の影響度」『週刊東洋経済』2016年10月1日号、44ページ。

で計算する」。このため、「相場の乱高下」により、「在庫を抱えられないディーラーが続出した」。市場関係者は、「黒田さんはよそ者だから、ムラ社会を理解していなかったんですよ」と語る。

さらに、「PD が財務省から仕入れた国債を、そのまま日銀に渡す取引が常態化しているために、流通市場への供給量が激減している」。「干上がった国債市場では取引が減少しており、商売上がったりのディーラーの撤退も現実味を増す」。実際のところ、「特に『欧州系のディーラーは、本社から日本国債ビジネスで取れるリスクを減らされている』（市場関係者）といい、体力を弱めている。『そのうち撤退するのでは』との声すら聞こえてくる」。このため、「大きな売り買い注文が出れば、『一気に価格が一方向に振れかねない』（市場関係者）」というのである⁴⁸。

2016年7月には、三菱UFJ東京銀行がPDの資格を返上するという事態が起こる。三菱UFJは幹部が「国のメインバンクになる」「うちも、ただもうかればいいわけではない。意味のないプライドと満足感を持っているんですよ、国を支えているというポジションに、ね」と述べており、自身の財務が傷ついても「外国人投資家の売り買いを支えたこともある」ほどの銀行であった⁴⁹。アベノミクスによる株価上昇で一部の銀行が株式投資を増やす中でも、三菱UFJは国債購入を継続し、国債保有額は他の2メガバンクを引き離す28.3兆円に達していた。だが三菱UFJも、国債入札で得た国債を日本銀行に高値で売り渡して利益を稼ぐ「日銀トレード」を視野に入れ始めたところ、公認会計士から次のような指摘を受ける。国債をすぐに

⁴⁸ 「日本国債という談合市場」『週刊ダイヤモンド』2013年10月19日号、34～37ページ。

⁴⁹ 「国のメインバンク 三菱UFJ」『週刊ダイヤモンド』2013年10月19日号、30～31ページ。

日本銀行に売るつもりであれば、短期売買を目的とした勘定に分類し直すべきで、長期保有を前提とした現在の会計処理では不適切だということである。短期売買のための勘定に移せば、債券価格は時価で評価しなければならず、金利上昇が銀行収益に影響するようになる。三菱UFJは、「落札義務を利回りプラスの銘柄に絞ってもらえませんか」と理財局に訴えたものの、「落札義務を果たさなければ行政処分の対象になる」と言われ、PDとして落札義務すべてを履行していくことは困難だと考えたということである。ある銀行の幹部は、三菱UFJのPD資格返上を「銀行収益を圧迫するマイナス金利政策を突如始めた日銀への抗議だ」と受け止めたという⁵⁰。

このことから、1990年代後半以降、国債が円滑に消化された一因として、財務省統制ではなく、財務省・日本銀行・民間金融機関の協調関係があったことがわかる。日本銀行に対する首相官邸統制は、国債の発行を容易にし、財政規律を緩めたものの、そのことが皮肉にも、これまで国債の発行を容易にしてきた財務省・日本銀行・民間金融機関の協調関係を崩そうとしているのである。

九 おわりに

以上、本稿では、日本の公債依存度の変動を政治的要因から説明できるかどうか検討してきた。1970年代後半の公債依存度の急激な高まりと、1980年代における公債依存度の低下は、真淵勝の大蔵省統制説によって説明可能であった。だが、1990年代後半以降の公債依存度の急激な高まりは、同時期に財政と金融の分離が進んだことから、大蔵省統制説では説明できず、政治的要因よりも経済的要因によって説明可能と考えられた。

⁵⁰ 「綻ぶ『鉄の三角形』 日本国債(1)」『日本経済新聞(電子版)』2016年8月7日。

しかしながら本稿では、法制度的に独立したはずの日本銀行に対して、政府・大蔵省が金融緩和や長期金利の抑制を求めて圧力をかけ、そうした政策が実施されたケースがあることを論じた。また、国債の大量発行により長期金利の上昇が懸念されたり、実際に長期金利が上昇したりしたときには、日本銀行が政府・大蔵省（財務省）の圧力を受けて、もしくは自発的に、長期金利を抑制する政策をとることで、国債の発行を容易にしていたケースがあることも示した。さらに第2次・第3次安倍内閣では、日本銀行が首相官邸の統制下に置かれ、大規模な金融緩和が実施された結果、国債の大量発行が容易になり、財政規律が失われつつあることを説明した。日本で国債の大量発行が可能になったのは、こうした政治的要因もその一因だというのが、本稿の主張である。他方、異次元緩和やマイナス金利により、これまで円滑な国債発行を可能にしてきた財務省・日本銀行・債券市場参加者の協調関係が、皮肉にも崩れつつあることも指摘した。

要するに、1990年代後半以降の日本の公債依存度の増大は、一見すると政治的要因では説明できないように見えるものの、実は法制度的に独立したはずの日本銀行に対する政府・大蔵省の圧力により、さらに第2次・第3次安倍内閣では、法制度ではなく人事を通じての首相官邸による日本銀行への統制により、国債発行を容易にする政策がとられたことが、その一因であるというのが本稿の結論である。真淵説では法制度を独立変数と考えていたのだが、1990年代後半以降の公債依存度の高まりを説明するには、法制度だけではなく、政治アクター間の実質的な影響力関係を考慮に入れる必要があるということが、本稿の分析から得られる知見である。

【追記】本研究は、2015～2018年度日本学術振興会科学研究費・基

盤研究（B）「先進民主主義諸国における恒常的緊縮の政策過程と政治的効果に関する比較研究」（研究代表者 横田正顕、課題番号 15H03307）、2013～2016年度日本学術振興会科学研究費・基盤研究（C）「金融危機管理政策の政治経済学：欧米諸国との比較の観点から」（研究代表者 上川龍之進、課題番号 25380155）、2015～2016年度日本学術振興会科学研究費・挑戦的萌芽研究「リスク管理のプラットフォーム」（研究代表者 真淵勝、課題番号 15K12989）による研究成果の一部である。

（寄稿：2016年10月25日、採用：2016年11月30日）

引發日本財政赤字之政治因素

—自「大藏省主導體制」至「首相官邸主導體制」 之流變—

上川龍之進

(日本國立大阪大學大學院法學研究科准教授)

【摘要】

本文擬探討政治因素對日本中央公債依存度的變動情況之影響。真淵勝教授主張，造成日本公債依存度在 1970 年代後期急遽攀升的原因是日本財政部同時是金融政策與財政的主管機構。然而，自 1990 年代後期，儘管日本著手進行財政和金融分離的制度改革，其中央公債依存度依然急遽攀升，概約而談，這樣的陡升變化似乎不全然可歸結於政治因素。因此，本文欲探討，就法律角度言，從 1998 年起，理應獨立於政府之外，且長期實施低利率政策的日本銀行，抑或是因自發性判斷而實施長期壓低利息政策的日本銀行，仍可能受到政府・大藏省（即財務省）施壓，因而輕易地大量發行國債。本文是探討政治因素對於日本的中央公債依存度變動所造成之影響的實證分析。其次，本文也分析在第二次、第三次安倍內閣執政時期，日本銀行遭安倍政府施壓，採取大規模的貨幣寬鬆政策，造成寬鬆的國債發行政策，進而影響財政紀律。總結來說，以政治因素解析日本自 1990 年代後期以來，大量發行國債的政策，具有合理性。

關鍵字：財政赤字、財務省（大藏省）、日本銀行、國債、金融政策

The Political Analysis of Fiscal Deficit in Japan: From “Ministry of Finance’s Control” to “Prime Minister’s Office’s Control”

Ryunoshin Kamikawa

Associate Professor, Graduate School of Law and Politics, Osaka University

[Abstract]

This article analyzes the change of the ratio of government bond dependency in Japan by political factors. Masaru Mabuchi examined the sharp rise in the rate of government bond dependency in the late 1970s under the influence of political institution, that is, the Ministry of Finance’s jurisdiction over both the fiscal policy and the financial administration. However, the ratio of government bond issues to total government expenditures has increased sharply since the late 1990s—when the administrative authorities over fiscal and financial affairs were separated. At a glance, this sharp rise of the ratio cannot be fully attributed to political factors. Nevertheless, this article points that lowering long-term interest rates by the Bank of Japan, which was given legal independence from the government in 1998, has facilitated the large-scale government bond issues. Sometimes the Bank of Japan received pressure from the government and the Ministry of Finance and lowered long-term interest rates; at other times the Bank lowered them on its own initiative. This article also shows that the Prime Minister’s office has forced the Bank of Japan to ease monetary policy aggressively during the second and third Abe Administration and that the large-scale monetary easing policy has facilitated large-scale government bond issues and harmed the fiscal discipline. The large-scale government

bond issues since the late 1990s can also be attributed to political factors.

Keywords: fiscal deficit, Ministry of Finance, Bank of Japan, government bonds, monetary policy

〈参考文献〉

- 〔(けいざい深話) 黒田日銀の半年：1 トラウマ、国債急落 異例の増税要請〕『朝日新聞(朝刊)』2013年9月25日、7面。
- 〔国債増発、財政議論は低調 3.2兆円補正予算成立〕『朝日新聞デジタル』2016年10月12日。
- 〔日銀、緩和枠組み修正 長期金利をより重視 マイナス金利0.1%維持〕『朝日新聞デジタル』2016年9月21日。
- 〔(漂う緩和マネー 日銀検証を前に：下) 国債大量購入、緩む規律〕『朝日新聞デジタル』2016年9月15日。
- 〔3.2兆円補正案、閣議決定 国債発行、前年度超え〕『朝日新聞デジタル』2016年8月25日。
- 〔国のメインバンク 三菱UFJ〕『週刊ダイヤモンド』2013年10月19日号、30～31ページ。
- 〔日本国債という談合市場〕『週刊ダイヤモンド』2013年10月19日号、34～37ページ。
- 〔経済の新常識——日本経済の今を『総括検証』〕『週刊東洋経済』2016年10月1日号、22～25ページ。
- 〔三菱UFJ『PD』返上の影響度〕『週刊東洋経済』2016年10月1日号、44ページ。
- 〔首相が恨む財務省の原罪 日本国債 見えざる手を冒す(5)〕『日本経済新聞(電子版)』2016年10月12日。
- 〔日銀、国債保有400兆円超 10日時点、大量買入れで〕『日本経済新聞(電子版)』2016年10月12日。
- 〔綻ぶ『鉄の三角形』 日本国債(1)〕『日本経済新聞(電子版)』2016年8月7日。
- 〔基礎的収支、黒字化遠く 20年度の赤字5兆円と試算 内閣府〕『日本経済新聞(電子版)』2016年7月16日。
- 〔国債発行『儲け』600億円 マイナス金利で10年債7月2.6倍〕『日本経済新聞(電子版)』2016年7月6日。
- 〔首相、消費増税延期を表明 19年10月に10% 』『世界経済リスクに備え』『参院選で信問う』』『日本経済新聞(電子版)』2016年6月2日。
- 〔首相『リーマン前に似る』 消費増税延期へ地ならし 危機認識、首脳に差も』『日本経済新聞(電子版)』2016年5月26日。
- 〔世界経済に下振れリスク、G7一致 首相『政策対応』を 伊勢志摩サミット』』『日本経済新聞(電子版)』2016年5月26日。
- 大崎明子「金利急騰！債券市場を破壊した黒田緩和——日銀は管理不能、高まるリスク」東洋経済オンライン、2013年5月16日 (<http://toyokeizai.net/articles/-/13984>)。
- 加藤出『日銀、「出口」なし！——異次元緩和の次に来る危機』(朝日新聞出版、2014年)。
- 上川龍之進『経済政策の政治学——90年代経済危機をもたらした「制度配置」の解明』

- (東洋経済新報社、2005年)。
- 上川龍之進『日本銀行と政治——金融政策決定の軌跡』(中央公論新社、2014年)。
- 軽部謙介『ドキュメント ゼロ金利——日銀 vs 政府 なぜ対立するのか』(岩波書店、2004年)。
- 久保田博幸「議事録にみる日銀が国債買入れオペ対象を拡大した理由」牛さん熊さんブログ (<http://bullbear.exblog.jp/18524770/>)。
- 久保田博幸「日銀による国債買入の歴史」牛さん熊さんブログ (<http://bullbear.exblog.jp/24609924/>)。
- 清水功哉『日銀はこうして金融政策を決めている——記者が見た政策決定の現場』(日本経済新聞社、2004年)。
- 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み：『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」(2016年9月21日)日本銀行ウェブサイト (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf)。
- 日本銀行「金融緩和の強化について」(2016年7月29日)日本銀行ウェブサイト (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160729a.pdf)。
- 日本銀行『『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入』(2016年1月29日)日本銀行ウェブサイト (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf)。
- 日本銀行「当面の金融政策運営について」(2015年12月18日)日本銀行ウェブサイト (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/k151218a.pdf)。
- 日本銀行『『量的・質的金融緩和』の拡大』(2014年10月31日)日本銀行ウェブサイト (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf)。
- 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)日本銀行ウェブサイト (http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)。
- 日本銀行調査統計局「参考図表 2016年第2四半期の資金循環(速報)」(2016年9月26日)日本銀行ウェブサイト (<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>)。
- 藤井良広『縛られた金融政策——検証 日本銀行』(日本経済新聞社、2004年)。
- 松本和日子「国債累積下の金融政策と国債管理」武田隆夫・林健久編『現代日本の財政金融Ⅲ——昭和五〇年代』(東京大学出版会、1986年)、297～326ページ。
- 真淵勝『大蔵省統制の政治経済学』(中央公論社、1994年)。
- 村松岐夫・北村巨「財政赤字の政治学」寺西重郎編『構造問題と規制緩和——バブル／デフレ期の日本経済と経済政策』(慶應義塾大学出版会、2010年)、149～185ページ。
- 森田長太郎「日本国債の暴落はないのか」『週刊東洋経済』2016年10月1日号、42～44ページ。
- John B. Goodman, *Monetary Sovereignty: The Politics of Central Banking in Western Europe* (Ithaca: Cornell University Press, 1992).