

No.13

中央銀行の「バランスシートの膨張と劣化」

1999年7月

名古屋市立大学経済経済学部

根津 永二

中央銀行の「バランスシートの膨張と劣化」*

名古屋市立大学経済学部 根津 永二

[1] はじめに

金融機関は、資金の流れを円滑にし、経済に流動性を供給するという役割をはたしている。しかし、北海道拓殖銀行、山一証券の経営が破綻した1997年秋以降はその役割は十分には果たされていなかった。1998年秋に日本長期信用銀行が、やや遅れて日本債券銀行が一時国有化（公的管理銀行）されるにいたって、年末から年度末にかけての経済全体の流動性問題が緊急の課題となった。

日本銀行はこのような流動性危機にたいして緊急避難的な対応として、短期金利を引き下げて、金融調整を弾力的に行った。その結果、無担保翌日もののコールレートは0.03%となり、実質ゼロにまで低下した。

日銀は、従来からの貸出、買入手形、買入CP等の金融調節手段の他に、97年11月からはレポ・オペ（債券貸借オペ）を行い、流動性の不足に対処した。その結果、日銀券は98年12月は6兆594億円の発行増になった。日銀のバランスシートの総資産負債残高は12月末で、91兆円強に膨張した。

景気対策や公的資金の手当のために、今後の国債の増発が見込まれる時期に、大蔵省からは資金運用部資金での国債の買入れは継続できないとの発言があったことなども原因となって、98年12月から2月にかけて、長期金利が上昇した。長期金利の上昇は景気のを引っ張る。この状況で、日銀に対して、「買切りオペの増額」や「国債の日銀引受」など積極的な金融政策の展開を求める声も強くなった。

同時に、毎月4000億円にのぼる「国債の買切オペ」、日銀貸出、レポ・オペ等による流動性の供給と破綻金融機関に対する特融の増加などから、日銀のバランスシートの「膨張と劣化」が懸念されるようになった。

また、この問題は、日銀のバランスシートのみでなく、「目標インフレ率」や「調整インフレ率」論にも密接な関係がある。昨年5月、手詰まり感のある日本の景気対策に対して、ポール・クルグマンは実質金利をマイナスにするような（恒常的）インフレを誘発的する程度の通貨の供給をすべきであると云う意見を表明した。この議論はそれまで日本でもくすぶっていた「調整インフレ論」を活発にした。

ところで、今回（昨年11月以降）の流動性の供給に対する日銀の政策スタンスは明白で、新日銀法の目的と理念に述べられているように、信用秩序の維持、と云う観点からの対応

* 「金融システム研究会」のメンバーの方々（荒井好昭（南山大学））、奥野博幸（愛知大学）、鐘ヶ江毅、小林毅（中京大学）、千田純一（名古屋大学）敬称略）からは本稿の草稿にさまざまなコメント頂きました、お礼申し上げます。

であって、いわゆる、バブル時代の負の遺産を償却するためのインフレ政策や長期金利の上昇を抑えるための「長期国債の買い切りオペの増額」や「長期国債の日銀引受け」は強く否定している。

本稿は、昨年11月の政策決定会議で採用された、日本銀行の緊急避難的対応をもとに、日銀のバランスシートの膨張や劣化問題、中央銀行の通貨発行のあり方を検討してみた。この問題は、中央銀行の通貨の発行や流動性の供給にたいする姿勢、スタンス、あるいは理念にかかわる問題でもある。

結論として、(1) 一般的に云って、「日銀のバランスシートの膨張と劣化」の問題は、①経済の不況の程度、②信用不安の程度、③破綻処理機構の整備や預金保険機構の資金調達の方式、④金融システム安定のための日銀の「最後の貸手」機能の発動の範囲（緊急な日銀特融の範囲）、⑤政府の日銀特融に対する債務保証、等に依存する。

(2) 今回でも、破綻処理機構の整備も遅く、すべての緊急措置が日銀に依存せざるをえなかったため、「バランスシートの膨張と劣化」が危惧されたのである。しかし、①日銀が、「信用秩序の維持」ために、「最後の貸し手」としての機能を発揮するには、今回の日銀の流動性の供給は当然の措置手あり、「日銀のバランスシートの膨張」は余り問題ではない。②「資産の劣化」について、担保資産の適格基準をゆるめているわけでもなく、また、特融等の返済が履行されなかった場合の「資産の劣化」もやむを得ない範囲である（特融の焦げ付きを全額政府保証としても、それは国民の負担である点では変わりはない。しかし、今後、ペイオフの解禁や地方銀行の破綻の増加も予想されるので、危惧されるケースは一層増える可能性はある）。

(3) いわゆる「調整インフレーション」問題については、日銀の「目的」や「理念」からインフレーションを是認する政策は採用し難く、また、インフレをコントロールできない以上、インフレを誘発するような通貨政策は採るべきではない。（この問題は、金融政策は所得分配について中立的であるべきか否かの問題を含んでいる）

[2] 日本銀行の緊急避難的対応

1 98年の流動性危機

まずはじめに、98年の信用不安と企業と金融機関の流動性への対応をみておこう。昨年来の経済主体の流動性をみると、企業は依然として資金手当に苦慮している。その主な原因は、銀行の貸し渋りによる企業の流動性の低下である（ここで問題になっている貸し渋りは、設備投資などプロジェクト融資の貸し渋りではなく、いわゆる資金繰り問題である。前者の問題は、資金需要の減退による貸出の減少で説明される部分が多いと思われる）。

企業の流動性危機は深刻になると予想された平成10年の年末は、①企業側も早めに流動性を確保する動きにでたこと、②日銀が、市中銀行の企業への貸出の50%は面倒を見るといふ、平時では考えられないような特別な措置を講じて、企業へ流動性を供給する姿勢を

示したこと（この点は後でふれる）、さらに、③中小企業に対する政府の信用保証枠が新たに 20 兆円設定されたことなどで、年末の流動性危機は乗り切ることができた⁴。信用保証制度では、銀行は従来の貸出を保証付きの債務に切り替えるような行動に出て、保証制度にもさまざまな問題のあることが明らかになったが、中小企業の流動性不足による倒産も相当減少したことも確かである。

つぎに、市中銀行であるが、不良債権の償却がなかなか進まず、更に、98 年は株式市場の低迷で、日経平均が 14000 円台をきる水準では、大半の大手行は株式の含み損をかかえることになり、BIS 規制をクリアすることに精一杯で、企業に流動性を供給する機能は働かなくなっていた（当時の各銀行の株式の保有を前提にすると、日経平均が 1000 円変動すると、BIS 比率が 0.2 ポイント程度変動すると試算されている『金融財政事情』1999,3,1p21：平成 10 年『経済白書』）。

また、昨年の秋から年末にかけては、銀行自体が、短期金融市場で流動性を確保することが困難になっていた。短期市場では、不良債権の償却が遅れている特定の銀行に対しては貸出を躊躇する金融機関も出てきていた。さらに、外貨の調達も、ユーロ市場で行われるが、日本の銀行の格付けは軒並み低下しており、銀行のドル資金の手当では、いわゆる、ジャパン・プレミアムで日本の銀行の調達コストは高くなっている。金融不安が深刻な時期には、金利の如何に関わらず、外貨調達は困難になっていた。公的資金の注入が可能になって、危機感は薄れたが、不良債権の償却が進み、銀行のバランスシートが健全にならなくては、この傾向は続くと言われている。（最近では、邦銀の海外業務からの撤退がかなり進んで、外貨調達の必要性も小さくなってきていること、公的資金の注入が具体化して金融システムの不安が幾分払拭されたことなどで、3 月にはジャパンプレミアムはほぼ解消されたと報じられている）。さて、このような流動性不足の最後のよりどころは中央銀行である。

2 緊急避難的対応

通常、中央銀行は、市中銀行と取り引きし、市中銀行の行動をコントロールすることで経済全体の流動性をコントロールする。直接、企業の資金繰りに関与することはない。

しかし、当時の日本の金融不安も相当深刻であった。そこで、日本銀行は 1998 年 11 月末から 99 年 3 月の年度末越えの企業金融の円滑化に資することをねらいとして、日本銀行の貸出・オペレーションについて、以下の措置を 11 月 16 日から講ずることを決定をした。この措置は、企業金融の情勢が年末から年度末にかけて、一層厳しさを増す可能性があり、日銀は日銀の資産の健全性を留意しつつ、企業金融の円滑化に資することをねらいとしたものである。

(i) CP オペの積極的活用

(1) 買い入れ対象となる CP の残存期間を 3 か月から 1 年に拡大する。

(2) CP発行企業の適格審査事務を迅速化すること、11月16日から実施する。なお、適格CPの信用リスクに関する基準や、OP期間（3か月間）は変更しない

(ii) 企業金融支援のための臨時貸出制度の創設

金融機関が企業向け貸出を増加させるインセンティブとなりうるかたちで、日銀貸出を活用する。具体的には10-12月における金融機関の貸出増加額の一定割合（50%）を対象に、リファイナンスのための日銀貸出制度を設ける。担保は国債のほか、日本銀行が適格と認める民間企業債務とするが、その際、原則として担保価額の50%以上は、民間企業債務とする。貸出期間は原則として、年度末を越える4月までとし、金利は0.5%とする。

(iii) 社債等を担保とするオペレーションの導入

金融市場調節の中で、社債及び証券貸付債権を活用していく。最も、これら民間の債務を直接買い入れ対象とするのは実務的に難しいため、これらを根担保として金融機関が振り出す手形を、金利入札方式で買い入れることとする。

以上3つの措置には、信用リスクに関する審査基準自体を緩めたり、日本銀行が民間企業に直接与信するといった要素は、含まれていない。いずれも中央銀行資産の健全性を維持するという筋を通した上で、民間企業金融の円滑化に資するというマクロ政策上の要請にできるだけ応えるという観点から、工夫した措置である。

この措置について、その後様々な意見が出されている。

この措置に賛成の委員からは、(1)これらの措置の下での日本銀行の与信期間は3ヶ月程度であり、資産の長期固定化という問題を大きく引き起こすようなものではないこと、(2)現在よりもリスクの高い資産をあらたに購入するというわけでもなく、現在の基準でも受け入れ可能な担保を効率的に動員して、その利用を図るという性格の措置であること、そしてそれらは、日本銀行資産の健全性を損なうものでないとの見解が示された¹²。

否定的な意見も政策委員会の場に出されている。

すなわち、この措置は、(1)臨時貸出制度については、金融機関に対する日銀貸出がどんどん増加する危険性があるほか、かつての貸出制度が復活するのではないかとの印象を与えるなど、問題がいくつかあること、(2)社債等を担保としたオペについては、臨時措置ではなく恒久的な措置になるので、もう少し詰めて検討すべきこと、(3)これらの措置は中央銀行が民間金融機関の領域に踏み込むものとの印象を世に与えかねないと同時に、日本銀行への要求がよりリスクの高いオペレーションとエスカレートしていく可能性を秘めていること、(4)日本銀行は、必要があれば正統的な金融政策で一層金融緩和をはかるべき出ること、といった理由で上記議長案に反対している。

[3] 日銀のバランスシート

1 日銀のバランスシートの膨張

さて、以上のような経緯からも容易に予想されることではあるが、1997-99では、日

本銀行のバランスシートが通常の姿からは乖離し始めている。この点を見るために、表1に最近の日銀のバランスシートを示しておこう。

(1) 表の1に示したように、日銀の資産総額は、97年3月には62.4兆円であったが、1年後の98年3月には91.5兆円と29.1兆円増大している。このような急激な増加は、過去には見られない。しかし、99年3月末には、79兆円まで縮小している。これは、97年秋から98年末までの期間は不況が深刻化して、日銀は、市中銀行のみならず、企業の資金繰りをも手当せざるを得ない状況になっていることを示している。

表1：日銀のバランスシート (単位：10億円)

資産	96/12	97/3	97/12	98/3	98/12	99/3
1 買入手形	9,040	5,400	9,500	10,598	13,722	5,175
2 保管国債	-	-	2,313	6,126	5,027	3,898
3 国債	46,342	46,447	47,366	52,826	52,002	49,469
4 貸付金	1,983	1,087	4,634	5,226	1,861	1,302
5 預金保険機構	33	53	293	1,777	8,047	6,652
6 その他	4,565	9,438	7,352	14,944	10,579	12,888
7 合計	61,963	62,425	71,458	91,497	91,238	79,384

ここで、その他は合計と1から5までの項目のと差額である。また、この中には97/12以降、国債借入担保金が含まれている(その数値は、97/12は2,5722、98/3は6,854、98/12は5,483、99/3は4,101である)

負債	96/12	97/3	97/12	98/3	98/12	99/3
1 銀行券発行	50,671	45,284	54,669	49,000	55,864	51,286
2 金融機関預金	3,462	3,671	3,499	5,810	4,378	6,167
3 売出手形	2,529	5,690	5,154	20,3299	19,585	9,999
4 借入国債	0	0	2,313	6,126	5,027	3,898
5 その他	5,301	7,770	5,823	10,232	6,384	8,034
6 合計	61,963	62,425	71,458	91,497	91,238	79,384

ここで、その他は合計と1から4までの項目のと差額である。

(2) 表2は1994年から99年3月末までの総資産・負債と日銀券、国債残高等の動きを示している。総資産と日銀券の関係では、日銀券/総資産比率の平均値(1965年—98年)は0.82、97年、98年および98年3月の値は、それぞれ、0.76,0.61,0.64と減少している。バランスシートの他の項目の比率が大きくなっている。

表2で、③銀行券/②日銀資産が減少しているのは、銀行券以外の項目の比率が大きくなっていることを示している。また、⑤国債残高/③銀行券比率が上昇しているのは、国債見合いの銀行券発行が増大していることを示している。

銀行券は、金地金や国債を担保に発行されるが、ほとんどは国債である。銀行券と国債残高の関係は、次のようになっている（ ）内の値はt値である。

$$\text{日銀券} = 496.23(5.12) + 1.086(25.16) (\text{国債}) \quad \text{補正済み重相関係数 } 0.95$$

1996年以降は、国債／銀行券比率は、0.91, 0.87, 0.93, 0.96で平均値0.615(65-98年), 0.741(75-98年)よりかなり高い。国債引き受けによる銀行券の発行が多くなっているのである。

ちなみに、国債、銀行券と日銀の総資産の相関係数は1965-1998の34年間では；銀行券発行と国債は(0.975)、銀行券発行と日銀総資産(0.985)、国債と銀行券発行(0.977)である¹³。アメリカでは連邦準備銀行券の担保は95%は国債である¹⁴

表2：総資産、銀行券および国債残高の関係

	1994	1995	1996	1997	1998	1999/3 (単位：千億)
① GDP	4,792	4,832	5,003	5,078	4,952	-
② 日銀資産	504	542	619	714	912	793
③ 銀行券	428	462	506	546	558	512 (末残高)
④ 現金通貨	356	375	408	440	477	495 (平均残)
⑤ 国債残高	330	375	463	473	520	494 (末残高)
②／①	0.105	0.112	0.124	0.14	0.184	-
③／②	0.85	0.85	0.82	0.76	0.61	0.64
④／②	0.71	0.69	0.66	0.62	0.52	0.62
⑤／③	0.77	0.81	0.91	0.87	0.93	0.96

(3) 国債に次いで大きな項目になっているのは買入手形である。これは流動性の供給のための手形買いオペの結果であり、97年3月の5兆4千億円から10兆6千億円、98年には13兆7千億円に膨らんでいる。

(4) しかし、同時に、資金の吸収のための売出手形が5兆7千億円から20兆3千億円に増加している。これは、余資をかかえる金融機関から資金の引き上げであり、運用先の提供でもある。(売出手形オペは、1972年膨大な経常黒字による過剰流動性を吸収するために行われたが1983年以後、1993年までは行っていない)。

これは、資金の出し手が、信用不安を恐れて相手を選別した結果、運用先のない余資が増大し、それを日本銀行が吸収したことを示している。すなわち、短期金融市場では、金融機関同士の選別が進んできたことを示している。また、外国銀行の余資も吸収している。

(5) 資産側の保管国債と負債側の借入国債は見合いの勘定項目であるが、これは、資金供給のために行った国債レポ・オペである(現金担保付き国債の借入)。これは97年11月に始まったが(3184億円)、12月に2兆3134億円に増加し、98年3月には6兆1千億円

に増加している。日本銀行が説明しているようにこの勘定は、2重に記帳されるため、バランスシートを膨張させる原因になっている。この点は脚注で日銀の説明を紹介する¹⁵。

(6) 経済は流動性不足に悩まされているが、他方で、市中銀行の日本銀行へ預け金(当座預金, 準備預金)が、必要以上に積まれている。98年3月の法定準備預金額は3兆5千363億円であるが、末残高は5兆7千338億円である。通常、日本銀行は、金融政策の有効性を勘案して、必要以上の準備の積み上げを好まず、通常は両者はほぼバランスしている。しかるに、金融機関間の信用不安が広がり、いつ自らのも資金手当に窮する事態になりかねないことから各銀行は防衛的になり、法定準備以上の準備を積むことになり中央銀行もそれを認めているのである¹⁶。

以上、日銀行のバランスシートが1997年から1998年にかけて、急速に膨張しが、99年には収縮してきている。97年から98年末までの期間が経済全体の流動性については異常な時期であたとも言えるであろう。

2 日銀の説明：会計処理等の特殊事情

以上のようにバランスシートの膨張にたいして、日銀側からは次のような説明がある。たしかに、日銀のバランスシートは増大している。しかし、①買入手形(買入れCPを含む)と同時に、流動性を吸収するために、売出手形(手形売りオペ)を行っている結果である(参考文献[植田15]p10:日本銀行は、これら期末を跨いだターム物(1-6か月)の資金需要に対しCP, 手形, レポ・オペといった手段を用いて出来るだけ厚めに資金を供給して不安心理に対応した。... その際、日本銀行は資金吸収のために用いた手段は、FBの売却等ではなく、売出手形の売却という方法であったため、日本銀行のバランスシートは急拡大を示し、しかも時期によってはマネタリーベースの伸びを上回って拡大するという事態に至った。②また、技術的には、レポオペの増加に伴い、その取引の会計記帳上の特殊性を持ってバランスシートは更に拡大した。従ってバランスシートの拡大は、基本的にはマネタリーベースが高い伸びを示していたことに加え、これらの特殊事情によって発生したのもであり、日本銀行資産が急激に悪化したことの反映ではない。つまり、「日銀が非常に危ない資産をどんどん買ったためにバランスシートが膨張した」との指摘は誤った捉え方である)。

③日本銀行は平成9年11月より新たな金融調節手段として、現金担保付き債券貸借によるオペレーション(いわゆるレポ・オペ)を導入した¹⁷。これは金融機関から国債を借入れ、その際担保として金銭を金融機関等に差し入れることにより資金を供給するもので、このオペレーションの経理処理は以下のようなになるため、日本銀行のバランスシート上では資産、負債ともその実行額が二重に計上(ダブルカウント)する。

レポ・オペの経理処理

資産		負債
国債の動き	保管国債	借入国債
資金の動き	国債借入担保金	当座預金

* なお、国債は額面金額で計上するため、日本銀行の資金供給額を計上する国債借入担保金額とは一致しない。

さらに、③平成10年度予算の成立が4月入り後となったことにもない、資金繰りのために3月末に政府短期証券が発行され、この結果、日本銀行が保有する政府短期証券（国債）が増加した。（<http://www.boj.or.jp/faq/faqbs.htm> 1998/4/22）

以上のような事情で日銀のバランスシートは膨張したが、信用不安に基づく流動性の減少に対応したものであり、「信用秩序の維持」のための当然の結果と見なすべきであろう。

〔4〕 資金需給実績表

1 98-98年の資金需給実績の動向

次に、資金需給実績の動きについても少し見ておこう。資金需給実績は日銀のバランスシートから導出される。

表3：資金需給実績表（単位：億円）

	1995	1996	1997	1998	1998/1-3	1999/1-3
銀行券要因	△ 33,636	△ 44,269	△ 39,984	△ 11,953	△ 37,156	△ 22,859
財政等要因	△ 54,874	54,689	△ 45,597	121,064	△ 12,607	33,802
一般財政	62,069	171,313	84,408	187,290	66,913	213,624
国債	△ 164,456	△ 144,254	△ 114,850	△ 152,623	△ 89,710	△ 225,093
外国為替	47,499	27,212	△ 22,131	△ 9,433	△ 4,116	△ 16,207
その他	14	418	6,976	95,830	14,306	61,478
資金過不足	△ 88,510	10,420	△ 85,581	109,111	△ 49,763	10,943
金融調節	93,311	△ 9,126	86,124	△ 100,474	70,758	△ 10,302
貸出	△ 36,012	△ 4,076	26,509	△ 27,559	41,545	△ 39,269
買入手形	20,689	△ 11,086	△ 35,455	11,655	△ 781	△ 41,319
売出手形	3,003	△ 25,298	△ 26,247	△ 144,311	△ 146,097	103,006
購入CP	8,665	△ 2,845	40,056	30,566	52,766	△ 21,917
TB売却	13,521	1,220	△ 4,156	△ 24,152	△ 6,933	△ 2,185
FB売却	8,967	△ 2,998	8,994	0	23,983	△ 38,923
償還						
債券貸借	-	-	25,722	29,111	68,542	△ 27,530
債券短期売買	33,502	△ 15,743	17,164	△ 34,923	△ 3,218	△ 9,381

債券売買	40,976	51,700	33,537	59,139	40,951	58,216
準備預金	4,801	1,294	543	8,637	20,995	641

ここで、△は銀行券要因では、発行超過、財政要因は受取超過、金融調節計では信用減。また、資金過不足では不足を示している。

なお、資金過不足＝財政要因－銀行券要因＝準備預金－金融調節である。

まず、(1) 1995年から1998年12月までの大雑把な資金需給の特徴をまとめると；

①銀行券要因は発行超になっている。民間部門の現金需要は活発なのである。90年代に入ってから、92年以外はすべて発行超になっている（この部分は、資金の需要部分と解することができる）。②逆に、財政等要因（この部分は、資金の供給部分と解することができる。需要と供給の差が資金不足である）の一般財政は散超である。他方、国債については、（毎月20日は）国債発行、償還、利払いの関係で資金余剰、不足のいずれにもなるが、この期間は景気対策としての国債の大量発行が続いているので、国債は発行され、資金不足要因になっている。準備預金はこの期間中積み増されているが、日銀は準備と資金不足の差を金融調節で対応することになっている。

(2) 1998年12月の資金需給実績については次のように説明できる。①政府部門の拡張的な政策の結果、財政等要因は12兆1064億円の散超になっているが（景気対策としての国債の結果、15兆2623億円資金吸収（不足）になっている）、金融機関は、期末の流動性不足に対処するために、準備預金を多く積んで対応している。この分が、8637億円にもなる。また、非銀行部門の現金需要の結果、銀行券は1兆1953億円増発されている。これだけ、資金が市中に流出したことになる。その結果、日銀は10兆474億円の余剰資金の回収を行うかたちで、金融調節をおこなっていることになる。

②金融調節の最も大きい項目は、売出手形（手形の売却）で、14兆4311億円にのぼっている。これは、余資をかかえる金融機関からの余資の吸収である。

③債券貸借（レポ・オペ）は、97年から行われ、金融機関の短期的な資金繰りを支援して、資金供給を行ったが、99年の1－3月期には、回収している。

(3) 1999年3月では、財政が21兆3624億円の散超になっている。また、国債は22兆5093億円の上げ超になっている（発行額は、68兆4767億円、償還は45兆9674億円である）。市場の貨幣需要が増加して、2兆2859億円の銀行券が増発されている。これらの合計が資金余剰で、1兆943億円になっている。民間金融機関は、準備の積増は641億円である。それらの資金調整として1兆302億円の資金の吸収を行っている。

(4) 98年度では、それらを手当するために、日銀は7兆758億円の金融緩和を行っているから、99年度末では、公的資金の注入などで、資金繰りはゆるくなっているのである。

2 金融調節と銀行券要因等の動き

資金需給実績は、ある一定期間の経済の各部門の資金需給の状況ととその結果としての資金過不足を日銀がどのように調整しているかを示したものである。通貨関係の統計としてはかなり分かりにくい表である。その項目は大きく4つの項目（財政等要因、金融調節、銀行券要因、準備預金）に分けられる。それらの関係は、次のようにバランスシートで表される（1998年度末）¹⁸。

資産		負債	
財政等要因(B)	33,802	銀行券要因(A)	△ 22,859
金融調節(FAJ)	△ 10,302	準備預金(RSD)	641
合計	23,500	合計	23,500

これらのうちで、日銀にとって、外生と見なされる項目は、財政等要因がまずあげられる。この項目の外生性は比較的わかりやすいが、他は解釈が難しい。準備預金は、市中銀行の判断で決まるとは云え、準備預金の積みの進捗状況は、通常日銀がコントロールしようとしている項目である。したがって、完全な外生性ではないであろうが、これを決定する主体はあくまでも市中銀行である。日銀にとって外生と見なすべきであろう。

金融調節は、完全に日銀の政策手段である。日銀の金融調節によってハイワードマネーが変動するが、金融調節の手段は、手形オペレーション、日銀貸出、債券オペレーション（国債、TB）である。

問題は、銀行券要因である。日銀の解釈では、銀行券に対する需要は、民間が決定し、日銀は需要を満たしているに過ぎないと考えている。つまり政策変数ではないと見るのである。学者の意見とこの点では対立が多い（翁[1993]、根津[1995]の参考文献を参照のこと）。

この点について、金融調節と銀行券要因の因果分析で確かめてみる。推計期間は1977-1998。

	A (-1)	A (-2)	FAJ (-1)	FAJ (-2)	C	B	RSD
金融調節 =	-0.485	+0.429	0.085	0.121	12762	-1.06	1.72
(FAJ)	(-1.84)	(1.35)	(0.79)	(1.35)	(2.27)	(-11.24)	(2.25)
R-squared=0.943		ADJ>R-squared=0.92					
銀行券要因 =	0.485	-0.429	-0.085	-0.121	-12762	0.05	-0.72
(A)	(1.84)	(-1.35)	(-0.79)	(-1.35)	(-2.27)	(0.6)	(-0.94)
R-squared=0.34		ADJ>R-squared=0.08					

この式で、FAJは金融調節、Aは銀行券要因 A(-1)、A(-2)等はそれぞれ一期、2期のラグ、Cは定数項、Bは財政要因、RSDは銀行準備である¹⁹。

時系列の長さが少ないので、はっきりした結論は得られないが、推計結果からは金融調節は一期前の銀行券要因 A、財政要因 B および準備 RSD によって説明されるが、銀行券

要因Aは他の変数 (FAJ, B,C) では説明されない。すなわち、独立な変数とみなされる。

ちなみに、FAJ (金融調節) を RSD (銀行準備金) と B (財政変数) とで説明すると、次のような推定結果が得られ、金融調節は、準備金や財政要因の動きを相殺するように変動することが分かる⁽¹⁰⁾：

$$\text{金融調節 (FAJ)} = 18119.42 + 1.919\text{RSD (準備預金)} - 0.964 \text{ B (財政要因)} \quad R\text{-squared}=0.9$$

(6.27) (3.19) (13.37) DW=1.28

もちろん、このことは日銀は市場の動きに対して受動的に行動していて、何ら積極的な行動をとらないことを意味するものではない。日銀は、短期金融市場の金利を誘導することによって、民間の資金需要や準備預金に影響することができるし、積極的な貸出行動をとれば、マネーサプライに直接影響することができると思われる。従って、ある程度の期間をとって考えれば、ベースマネーもマネーサプライもコントロール可能となろう。

[5] 中央銀行の役割とバランスシート

1 通貨発行と「バランスシートの膨張と劣化」：国債の貨幣化

中央銀行は、そのバランスシートにおいて、負債である銀行券とそれに見合う資産とを増加させる。しかし、銀行券発行の担保 (保証物件) になる資産はどのような資産であるべきかは古くから大きな問題であった。担保に何を認めるかによって、場合によっては、いくらでも通貨を発行することが出来るからである。古くはイギリスの地金論争および通貨主義と銀行主義の論争がある。通貨主義と銀行主義の論争では、銀行券発行の準備として、正貨準備 (金) と商業手形の割引のいずれが適当かということが問題であった。通貨主義は保守的で、「バランスシートの膨張と劣化」の歯止めとして正貨準備を求めた。他方、銀行主義は経済のニーズに応えることを重視して商業手形の割引による流動性の供給を主張した。正貨準備では機動的な流動性の供給は難しいし、銀行主義では、満期時に商業手形が環流しなければ、手形は不良債権化する。特に不況期には、その可能性は少なくない。

このように、「バランスシートの膨張と劣化」は中央銀行をめぐる問題でも極めて重要な問題であった (ちなみに、日本の場合、地金銀、手形、貸付金、国債その他の債券、外貨資産などが保証物件として認められている [旧日本銀行法] 『新版 わが国の金融制度』、新日本銀行法では、保証物件についての項が削除されている)。

(1) 戦前、「バランスシートの膨張と劣化」の例として次の2つをあげておこう。

①一つは、1923年の日銀による震災手形の割引である。そのために日本銀行が損失を受ける場合は1億円を限度として政府が保証するというものであった。

もう一つは、②戦費調達のために国債の日銀引受けによる「国債の貨幣化」とインフレーションである (戦費調達のための公債のうち預金部その他政府の引受けた部分以外の大部分は日銀に引受けさせ、マーケットオペレーションにより金融調節を行うことになった。金融が緩和すると、日銀が公債を売却して資金を吸収するという一種の公開市場政策が採

られていた。高橋財政の功績は、任期中の 1932-1935 年公債の動向は、日銀引受は 27 億円
で 24 億円は売却した。消化率は 90%近くに達した。高橋蔵相時代の通貨増加率は 6.8%, 1936
年から 41 年までは 26.1%, 42 年— 48 年までは 87.6%であった[朝倉 1991]。

(2) 終戦直後の混乱期には、日銀の「バランスシートの膨張と劣化」は一層激しくな
った。軍人軍属への退職金の支払いや注文打ち切りによる損失、補償金支払いなどで、日
銀券は洪水のように流出した(国債、政府への貸出、復興金融債、市中貸出等による通貨
の増加であった)。これを収束させるために、1946 年 2 月 17 日に金融緊急措置令で預金封
鎖をし、新円との切り替えで、市中銀行の中央銀行借入の返済等で銀行券は収束に向かっ
た。政府の支払い超過の最大のものは、食糧買い上げのための食糧証券と復興金融債券の
政府の手持ち、であった。1949,50 年超均衡予算で財政インフレの転換がなされ、インフレ
は収束に向かった[朝倉 1991]。

(3) 戦後の日本では、戦時中の日銀の国債引き受けや政府への貸付によって通貨を供
給せざるを得なかったが反省されて、1966 年までは国債は発行されなかった。この頃の、
(成長) 通貨の供給としては、日銀の対市中銀行信用によっていた。「低金利政策」「信用
割当」「オーバーローン」「金融正常化」がこの当時の金融のキーワードであった。

1966 年、国債の発行が認められたが、このとき戦前に苦い経験から「国債の貨幣化」の
可能性を危惧する意見も少なくなかった。当初発行された国債は、シンジケート団を形成
した金融機関に保有された。国債市場は未整備であったので、日銀は、既発国債の大半を
「債券オペレーション」で買い、銀行や金融機関に流動性を供給した。すなわち、「国債の
貨幣化」である。

1970 年代半から国債の大量発行時代にはいるが、国債市場は徐々に整備されて、銀行や
金融機関は流通市場で売買することにより、自らの流動性ポジションを調整できるよう
になった。

(4) 現在、日本銀行は金融市場において国債等の債券や手形の売買取引(公開市場操作)
を行い、資金の需給を調整している。標準的な金融調節の方式は、次のようにまとめるこ
とができる([新版 わが国の金融制度 1995; pp277-279][翁 1993: pp33-35])。

①短期:「ごく短期的な資金の過不足」の調整には対民間銀行貸出が用いられる。都市
銀行はインターバンク市場の大口取り手であるが、通常、公定歩合はインターバンク市場
の中心レートであるコール手形レートを下回っている。都市銀行には日銀貸出を利用した
いインセンティブがある。

短期的な資金調節の手段として、ほかに、金融市場に一時的な資金供給を目的とする、
長期利付国債の売戻条件付買入(国債現先オペ)または、TB の売戻条件付買入(TB オペ)、
資金吸収する場合の FB の買戻条件付売却(FB オペ)がある。

② 2-3 か月のいわば中期の「季節的な資金過不足」にたいしては手形オペ(買入手形

および売出手形), 政府短期証券 (FB) オペ, CD オペ等を用いる。

③「長期的な資金不足」の趨勢的拡大 (成長通貨の供給) に対しては, 国債の買切オペ (Outright Purchase) を用いる。最近, 買切オペは毎月 4000 億円のペースで行われている。

1998 年秋以降現在まで, 日銀の政策は①短期金利を低めに誘導する (目標値は 0.15%。その後, 翌日物の無担保コールレートは 0.03% (実質金利はゼロ) にまで低下している) こと, および②国債を対象とするレポ・オペ (国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション) については従来以上に, 積極的に活用していくことが決められた。また, 「国債の買切オペ」の増額や「国債引受」は採用しないことが確認されている (1999 年 2 月 12 日金融政策決定委員会)。

1997 年以降の「バランスシートの膨張と資産の劣化」の問題は日銀自身が説明しているように, 危険な状況にあるとは言えない。

しかし, 「日銀のバランスシートの膨張と劣化」の問題は, ①経済の不況の程度, ②信用不安の程度, ③破綻処理機構の整備や預金保険機構の資金調達的方式, ④金融システム安定のための日銀の「最後の貸手」機能の発動の範囲 (緊急な日銀特融の範囲), ⑤政府の日銀特融に対する債務保証, 等に依存する。今回でも, 破綻処理機構の整備も遅く, すべての緊急措置が日銀に依存せざるをえなかったため, 「バランスシートの膨張と劣化」が危惧されたのであるが, 今後, ペイオフの解禁や地方銀行の破綻の増加も予想されるので, 危惧されるケースは一層増える可能性はある¹¹⁾。

2 中央銀行の「目的と理念」および金融政策の目標

さて, 日銀による国債の「国債引受」や「買切オペの増額」問題が, ①長期金利の上昇を抑制するため, および, 「調整インフレ」との関係で, 注目されている。この問題を考えるために, 始めに, 金融政策の手段と政策目標の関係を整理しておこう。

中央銀行は量的金融政策手段 {公定歩合政策, 公開市場操作, 預金準備率政策} を用いて, 最終目標を達成しようとする。どのような経済変数が最終目標となるかは意見の分かれるところであるが, さしあたっては, 最終目標として, {物価の安定 (インフレ率), 失業率, 経済成長率, 対外通貨価値の安定 (為替レート), ...} が考えられる (新日銀法では「信用秩序の維持」に資することを目的とし, 物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって, その理念とする)。

ところで, 手段と最終目標の関係はそのメカニズムは複雑であり, 効果発現までのタイムラグが長いので, その間に, 操作目標 {短期金利 i_s (コールレート), 銀行準備 R , あるいはベースマネー BM } や中間目標 {長期債金利 i_l , マネーサプライ M } を置いて, 手段の発動と効果の波及過程を確認しつつ金融調節を行っている。

さて, 中央銀行が金融調整する場合には, 基本的には次のいずれかに基づいて行うであ

ろう；すなわち、

- (1) $\Delta M/M = \kappa\%$, $\Delta BM/BM = \kappa\%$, あるいは $M, BM =$ 政策変数
- (2) ①操作目標や中間目標の変数の目標値を定めて金融調整を行う
 $\Delta M/M = \alpha_1(i - i^*)$, $\Delta BM/BM = \alpha_2(i - i^*)$, $i^* =$ 目標金利（操作目標の短期金利や中間目標の長期金利の目標値）
 $\Delta BM/BM = \alpha_3(R^* - R)$, $R^* =$ 必要準備, 等
- ②最終目標の変数（インフレ率や失業率）の目標値を定めて金融調整を行う
 $\Delta M/M$, $\Delta BM/BM = \beta ((\Delta p/p)^* - (\Delta p/p))$, $(\Delta p/p)^* =$ 目標インフレ率。あるいは,
 $M = g ((\Delta p/p)^* - (\Delta p/p), (u^* - u))$, $u^* =$ 目標失業率, 等。

(1) では、 $\kappa\%$ には許容範囲があり、 M や BM は外生変数であるが、周知のように、 M や BM がコントロール可能か、内生変数かについては長い論争がある。1970年代後半から80年代半までは、マネタリズムの影響で、マネーを重視し、マネーサプライの目標値（予想値）を上げて、それを達成しようとする試みはかなりの先進国で見られた。

しかし、その後、マネーサプライは所得にたいして外生変数であるとも言えないし、マネーサプライの目標値の達成も困難であり、マネーサプライとGNPやインフレ率との相関も弱くなった、等から、再び、利子率を重視し、マネーはその結果として弾力的（内生的に）に決める方式が支配的になっている。この傾向は、リアル・ビジネス・サイクル・モデル（景気循環は主として実態的要因、生産性ショック、で引き起こされると云う考え方）の発展で、実態経済から貨幣への影響が重視されるにいたって強まったようである。

(2) の①では、操作目標の短期金利や中間目標の長期金利の目標値を定め、マネーサプライやベースマネーの供給はそれに応じて決定される。ここでは、金利が政策変数であり、マネーは内政変数である。現在の日銀はこの方式でマネーを供給していることになる。金利とマネーはコインの表裏でしかないが、マネーの量はどの程度になるかは経済の状況次第である。「バランスシートの膨張」を招くようなマネーサプライの増発が必要となるかもしれない。また、目標金利が達成されても、その目標金利の水準が、最終目標の変数の目標値にちょうど適当であるか否かの問題は残る。

(2) の②の方式（最終目標の変数の目標値を決めて、それを達成するまで金融調整をする方式）でも、マネーサプライの量は目標値やその他の経済の状況に依存しており、その値が実行可能な範囲にあるか否かは決定できない。

「買切オペ」や「国債引受（これは選択肢にはならないが）」において、その額を決定し、この方式のみでマネーを供給する場合は(1)のケースにあたる。買切オペの増額が大幅になれば、「国債の貨幣化」が発生し、日本の財政・金融システムに対する信任が低下し、それが国債に対するリスクプレミアムを増加させ、長期金利を上昇させる可能性も少なくな

3 実質金利、名目金利とマネーサプライ

さて、調整インフレ論は、バブルの崩壊後しばしば話題になった。98年中頃、MITのポール・クルグマンも「調整インフレ論」を展開した。クルグマンは簡単なモデルを用いて、不況の脱出には実質金利をマイナスにする必要があることを示して、かなり長期にわたって4%程度の期待インフレーションを引き起こし、実質金利を引き下げようとする政策を採るべきであると提言している。(クルグマンの日銀の金融政策にたいするコメントでは、彼は依然として量的緩和の必要性を強調して折り、ゼロ%に誘導する低金利政策でもデフレ脱却には力不足と見なしているのである。量的緩和のめどとしては、「デフレに直面している日本としては、3-4%のインフレ率または10%以上のベースマネー（市中に流通する現金と民間銀行の準備預金の総額）の伸び率を目標に設定し、インフレ期待を高める必要がある、と主張している」¹²

日本でも、調整インフレ、あるいは「目標インフレ率」と量的緩和にかんする議論は活発になっている。ただ、現在、日本で問題になっている目標インフレ率は、インフレを誘発するためのものであり、高インフレで悩まされた国、たとえば、かつてのニュージーランドが、そのインフレ率を2%以内に抑えるためにとった引締め政策の場合とは異なっている。

さて、クルグマンの理論は、名目金利と実質金利の次の関係において、

$$r(\text{実質金利}) = i(\text{名目金利}) - \pi(\text{期待インフレ率})$$

名目金利 i は、金融政策のほぼゼロ金利に誘導して、さらに、期待インフレを引き起こすに十分な通貨供給をおこなって、実質金利 r をマイナスにするべきだという提言である。

しかし、この提言にはいろいろ問題がある。

1. 実質金利が名目金利と期待インフレ率の残余として決まるという考え方にしたがっても、高インフレ国でよく見られるように、名目金利は、期待インフレ率にも依存 ($i=i(\pi)$) するので、実質金利 r (=名目インフレ率 i (ある水準に固定) - 期待インフレ率 π) を期待インフレ率分だけ引き下げることができるか否かは疑問である。名目利子率 ($i=i(\pi)$) の期待インフレ率に対する弾力性は、通常は1以下と思われるが、1になるとしよう。名目インフレ率 i は π だけ上昇するとすれば、実質利子率 $r=0$ となる、2つの経済：経済 A ($i=\pi>0, r=0$) と経済 B ($i=0, \pi=0, r=0$) では、債務の実質価値を軽減する経済 A のほうが不況克服には有利と思われる。しかし、インフレ率は、貨幣供給以外の多くの変数に依存するので、コントロールが難しい。その上、中央銀行は $\pi=0$ の経済を、 $\pi>0$ の経済にする政策は採りにくい。
2. この問題は、中央銀行は「物価の安定」および「信用秩序の維持」以外の、たとえば、経済成長や失業、対外通貨価値（為替相場）等にどの程度コミットすべきかという問題にもかかわってくる。そして、このような政策の副次的な効果は複雑で、

対応しにくい。とくに、所得再分配への効果は、中央銀行は中立的であることが望ましいし、アカウントビリティの範囲を超える問題に発展する。

3. 実質金利 r は資本の限界生産力で決定され、その水準に、期待インフレ率を加えて名目金利 i が決定されるという古典派的な考え方では、クルグマンの主張は成り立たない。

このような議論において問題になるのは、①実質金利とインフレ率との間の明確な関係、や②経済全体に対する影響の把握、といった基本的な問題の他にも、③インフレ率やマネーサプライなどの量的指標（ここで、量的指標といているのは、準備やベースマネー（流通現金と準備預金）、マネーサプライのことである）のコントローラビリティの問題、④この政策と中央銀行の「目的と理念」の関係などの問題があり、選択肢にはなり得ないであろう。（たとえば、経済全体では、フィリップス曲線上の4%のインフレと3%の失業率が望ましい状況にあるとして、①マネーサプライをコントロールして、その点を達成することが出来るかという問題と、物価の安定を目的とする日銀がそのような金融調整を行えるか、という問題である。中央銀行は、物価安定と両立する程度のインフレ率を越えて、インフレを誘発するための緩和政策を選択することはないであろう。）

4 「国債買切オペの増額」問題：内外の賛否両論

日本の国債の格付けの引き下げが話題になるほど、国債残高は急増している。昨年来の景気対策、99年度以降の減税、さらに、金融機関の再生および健全化のための60兆の資金も国債あるいは政府保証による債券の発行で調達される。

国債の大量発行が不可避の状態、長期金利の上昇を抑制する対策としては¹³⁾、

- 1 中央銀行が国債を引受ける
- 2 中央銀行が国債の買い切りオペを増加する
- 3 資金運用部が長期債を購入する
- 4 国債の発行を多様化して、長期債の発行額を引き下げる、等が考えられる。

これらのうち、日銀に関係する項目は1と2である。しかし、市場を通さない資金を供給することになり、財政と金融の未分化状態に逆戻りすることになる。もちろん、中央銀行の独立性とも抵触する¹⁴⁾。

2 については、一旦市場で売却した国債を買い切りオペで貨幣化することなので、中央銀行の裁量の範囲にある。しかし、余り大量になると、「国債の貨幣化」が問題になる。どのくらいの規模が最適であるかを定めることはむづかしい。日銀は月4000億円ペースで実施している「国債の買い切りオペ」の増額のほか公定歩合や市場金利の低め誘導強化の必要性について検討したが、日銀は短期金利には影響を与えるが、長期金利は市場で決定されるべきもので、日銀のコントロール下にはないし、コントロールすべきではない、ま

た、通貨の膨張につながるような政策は採るべきではない、として「国債買切りオペ」の増額には消極的であった。

したがって、一層の金融緩和のために、①短期金利を低めに誘導する（目標値は0.15%。その後、翌日物の無担保コールレートは0.02%（実質金利はゼロ）にまで低下している）こと、および②国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）については従来以上に、積極的に活用していくことが決められた。

3について、大蔵省は、期間十年の長期国債に偏っている99年度の国債発行計画を見直し⁴⁵、期間4年、6年を中心に中期国債の発行を増やす方針であるが、利付5年国債の公募入札による発行も年内に予定されている（従来、5年もの国債発行は、金融債との競合を配慮して、発行額も控えてきたが（5年もの割引国債は全額シ団引き受けであり、発行額も2000億円程度である）、国債の大量発行が続く見通しの中で、発行条件を市場にゆだねる必要性から入札方式が予定されている）。また、資金運用部が引き受けも引き続き行っていく⁴⁶。

なお、この問題では、政治家、エコノミストなど各方面からさまざまな意見が出され、新聞雑誌でも頻繁に取り上げられた。そのいくつかを脚注にまとめておく⁴⁷。

これらの意見に対して、日銀は、引受け賛成論に対して、日銀はお札をばらまくようなもので、国の信用にかかわる大問題、と強く反発している。「政策として、選択肢にはなり得ない」というのが日銀の立場である。自民党の債券市場問題検討小委員会に、国債増発に伴う長期金利上昇を抑制するための日銀の「国債引受」や「買切オペの拡大」については反対の考え方を提出した（990621日経新聞）。財政節度がなくなり長期金利は逆に上昇する。

脚注

1) 現在の信用保証協会の保証状況は以下の通りである。平成10年、特に10-12月期に急増していることがわかる。信用保証協会の保証財務残高『金融経済統計月報』平成11年4月、日本銀行調査統計局

	保証承諾		保証債務残高	
	件数	金額	件数	金額
1995	1,545,584	153,343	3,593,347	285,244
1996	1,559,130	152,139	3,762,107	292,559
1997	1,570,709	148,925	3,891,566	293,699
1998	2,163,161	271,596	4,323,622	395,390
1998 1-3	378,918	39,105	3,928,782	295,589
1998 4-6	402,745	37,266	3,924,824	294,883
1998 7-9	431,119	42,626	3,980,827	298,896

2) こうした議論の中で、CPオペの積極的活用を除き、反対意見を述べた委員もいた。それらについては、金融政策決定会合議事録要旨

(<http://www.boj.or.jp/seisaku/pb/g981113.htm>) を参照。その委員からは、(1)企業向け証書貸付を支援するような措置は、結局企業にリストラや再編成を遅らせる結果になりかねないこと、(2)信用の最後の砦たる日本銀行が、「何でも行う」という印象を対外的に与えることは望ましくないこと、(3)対外公表は直ちに実施に移すCPオペの積極的活用のみにとどめるべきこと、.....。

このほか、同じ委員から、証書貸付債権を担保とするスキームよりも、まず印紙税を引き下げて証書貸付債権から手形貸付へのシフトをはかり、手形市場を活性化した上で手形オペを拡充する法が望ましいと言う意見も述べられた。

3) 3つの変数の増加率は以下のようにになっている(1965年-98年)、

銀行券の増加率 : 0.038%(t値=22.16)

国債の増加率 : 0.054%(t値=15.46)

日銀の総資産増加率 : 0.039%(t値=22.5)

日銀券と国債の関係は:

日銀券 = 496.23(5.12) + 1.086(25.16) (国債) 補正済み重相関係数 0.95

日銀券 = 198.16(2.35) + 0.734(31.85) (日銀総資産残高) 補正済み重相関係数 0.968

Log(銀行券) = 1.256(14.17) + 0.664(22.76) Log(国債) 補正済み重相関係数 0.94

ここに、()内の数値はt値である。

4) アメリカの連歩準備銀行銀行券は、その95.8%は国債担保での発行である(1997)。

(Treasury and agency securities (国債等)の額は、461,197、銀行券は481,438、したがって比率は、461,197/481,438=0.958、である。

5) 日本銀行貸出のうち、旧日本銀行法第25条(新日銀法第38条)に基づく貸出の平成9年度中の増加額は2.9兆円

平成9年度中の日本銀行のバランス・シートの主な動き(単位:兆円)

資産		負債	
1. オペ等の拡大	+16.2	1. オペ等の拡大	+14.6
うち貸付金	+ 4.2	うち売出手形	+14.6
買入手形	+ 5.2		
(CP オペを含む)			

レポ・オペ (国債借入担保金)	+ 6.9		
2. レポ・オペの二重計上 (保管国債への計上分)	+ 6.1	2. レポ・オペの二重計上	+ 6.1 (国債借入への計上分)
3. 保有国債の増加	+ 6.4		
その他とも合計	+29.1	その他とも合計	+29.1

(<http://www.boj.or.jp/faq/faqbs.htm> 1998/ 4/ 22)

6) 参考までに、法定準備と実際の準備預金額を表3にあげておこう。

表2：法定準備と準備預金額の状況

	法定準備 預金額	準備預金額	
		平均残高	末残高
平成9年 9月	34,203	34,306	39,464
12月	35,538	36,029	34,861
平成10年 3月	35,363	35,746	<u>57,338</u>
6月	35,962	36,800	39,254
9月	36,116	39,982	<u>56,492</u>
12月	37,529	38,220	43,498
平成11年 1月	37,610	38,050	43,666
3月	-	-	<u>57,979</u>

『経済統計月報』平成11年4月号、日本銀行調査統計局

7) 債権レポ取引は現金を担保にした債券の貸借取引という形を取って現金と債券を交換する。債券の保有者が債券を出し、代わりに資金を調達したり、投資家が債券を受け取って資金を運用したりする。日本の債券レポ市場が欧米で主流の売買方式でなく貸借方式をとっているのは、株式や債券の売買に有価証券取引税があったことが主因である。しかし、4月から有価証券取引税が撤廃されたため、貸借方式を続ける必要性が薄れている。また、債券レポ取引では海外投資家が債券の受け手となって資金を出した場合、貸付金と見なされて、利子は20%源泉徴収される。9月から海外投資家に対する国債利子の源泉徴収が廃止される。売買方式の債券レポ取引でも源泉徴収を廃止する方針と伝えられている（日経新聞 19990609）

8) これら4変数と資金過不足の間の相関係数を計測すると次のような値になっている。

表3：銀行券要因 財政要因 金融調節 準備預金の相関係数表

	銀行券要因	財政要因	金融調節	準備預金
財政要因	-0.24	1		
金融調節	-0.13	-0.92	1	
準備預金	-0.38	0.38	-0.14	1
資金過不足	-0.08	0.95	-0.99	0.26

9) タイムラグを1期にした場合の結果は次のようになる、参考までに示しておく。

	A (-1)	FAJ (-1)	C	B	RSD
金融調節 =	-0.383	-0.033	11749	-0.96	1.32
(FAJ)	(-1.68)	(-0.41)	(2.37)	(-12.76)	(1.90)

R-squared=0.93 ADJ>R-squared=0.92

	A	FAJ	C	B	RSD
銀行券要因 =	0.383	0.033	-1749	-0.04	-0.32
(A)	(1.68)	(0.41)	(-2.37)	(0.48)	(-0.46)

R-squared=0.22 ADJ>R-squared=0.05

金融調節 (FAJ) =	17567	+ 1.857RSD (準備預金)	-0.999 B (財政要因)	R=squared=0.92
	(6.13)	(3.08)	(-15.22)	DW=1.52

10) 1999年2月2日の金融市場で債券相場が急落、国債指定銘柄利回りが一年半振りの2.3%台に上昇したことで、銀行の収益に打撃を与える懸念が広がっている。大手17行ベースの保有債券含み損益は約2000億円台の含み損（メリルリンチの資産では、1998年9月では、債券保有の損益分岐点は1.8%程度、しかし、平均残存期間の短縮などで、分岐点は2%程度と予想されている。また、証券会社のシンクタンクの試算では、指標銘柄利回りが2.0%に乗ると含み損は710億円、2.4%に下落すると含み損は3700億円。投資勘定で保有する国債は評価損を償却しなくてもよいが、市場では、大手行の有価証券含み損益を含めた財務内容を重視する空気が強いと見られている（日経金融990203）。

11) 日銀の資産の劣化については、①預金保険機構への貸付は、98年末の8兆477億円から99年3月末では6兆6527億円と減少傾向にあるが、②山一証券の債務超過額1600億円で特融の返済の目処は立っていない。預金保険機構の財源は、預金者保護のために17兆円（交付国債7兆円、政府保証債10兆円）、金融再生勘定のために（ブリッジバンク、特別公的管理、整理回収機構；政府補償18兆円）、金融機能早期健全化勘定（金融機関の資本増強、政府保証債25兆円）であるが、資金不足分は、民間銀行借入に依存。それでもまかなえない場合は、日銀の貸出に頼ることになる。③拓殖銀行、日本長期信用銀行等の預金者保護にも資金が必要。長銀等への特融の償還の問題、などセフティーネットの資金手当は、日銀依存体質である。

12) クルグマン教授：日銀の金融政策に失望 量的緩和の必要性を強調。コールレートを事実上、ゼロ%に誘導する低金利政策でもデフレ脱却には力不足。

量的緩和のめどとしては、「デフレに直面している日本としては、3-4%のインフレ率または10%以上のベースマネー（市中に流通する現金と民間銀行の準備預金の総額）の伸び率を目標に設定し、インフレ期待を高める必要がある。又、\$ 1 = ¥ 150 以上の円安が望ましいという」（日経新聞 990414）

13) 長期国債が大量に発行による長期金利の上昇で、①民間投資や住宅投資が減少する（クラウディング・アウト効果）。10年債の発行金利は長期金利の指標であり、住宅金融公庫の貸出金利など政策金利を左右し、景気への影響は大きい。次に、②金融機関は大量の国債を保有しているので、その直接的な効果は、金融機関の保有債券の評価損である¹⁰。更に、③株価や地価等の資産価格および④為替相場等への影響も考えられる。最も懸念されるのは、⑤財政の不健全化、すなわち、国債残高 / GDP 比率、財政赤字 / GDP 比率の急増である。日本の国債の格付けにも影響する。

金利水準が低いことの影響としては、家計部門の資産運用で預貯金の比率が大きいわが国では、利子収入の減少は消費にマイナスの効果をおよぼす。また、企業の厚生年金基金の積み立て不足や生命保険の個人年金型保険の積み不足も企業経営にかなりの負担になっている。名目金利が、極めて低い状態では、タンス預金などが増えて資金効率は低下する

14) 主要銀行では中銀の国債引き受けは禁止されている

日本： 財政法第5条により、特別の場合を除き、日本銀行による国債引き受け、政府への貸付けを禁止

米国： FRB は「公開市場操作でのみ」国債を売買することが出来る（国債の直接引き受けを禁止）

EU： 国債の直接引き受け、政府への貸付けを禁止

ドイツ： ブンデスバンクは、「公開市場で市場金利により」公的機関発行の債券を売買するものと規定されており、直接引き受けは禁止（94年7月ブンデスバンク法改正により、ごく一時的な信用供与も含め、対政府信用を全面的に禁止）。

フランス：「フランス銀行は、国庫等に対していかなる形の信用も供与してはならない。国庫等の直接取引もまた禁止する」（93年12月のフランス銀行法改正により、ごく一時的な信用供与も含め、対政府信用供与を全面的に禁止）。

英国： 国債の直接取引は禁止されており、現在存在している政府への貸付制度についても本年度中に廃止の予定（93年のマーストリヒト条約の国内法化以後、国債に引き受けは、価格競争入札の募残引き受けを含め、行われなくなっている）

15) 99年当初計画の国債発行額は以下の通りである。

30年債	4,000億円(新規)	20年債	24,000億円(0.0)
10年債	200,000億円(51.5%)	6年債	50,000億円(66.7%)
5年債	2,000億円(0.0)	4年債	50,000億円(66.7%)
2年債	228,035億円(61.3)	合計	610,000億円(63.2)

市中消化、億円、カッコ内は前年度当初比増加率(990209日経新聞)

16) 蔵相が、①長期金利の上昇を抑制するために、期間十年の長期国債の発行額を減額する、②1月から中止していた資金運用部による既発国債の買い入れを再開することにした。3月発行の10年もの国債の発行額を2月債よりも4千億円少ない1兆4000億円とし、減額分は中期の2年債に3千億円、6年債に1千億円振り替える。運用部による買い入れは2月と3月に限り、合計4千億円の規模で再開する(990216日経新聞)。

17) 日銀の国債についての対応については、国内外から賛否両論が出されている。日銀の国債引き受けなどで一層の金融緩和を求める意見としては、

①米国のルービン財務長官が、日本の景気対策として、日本銀行の「国債引受」などによって通貨供給量の増大を目指すべきだと、日本側に非公式に要請したことについて、大蔵省は3日、小淵恵三首相に報告した。米国はこれまで、日本に対して大幅な財政支出による内需拡大を要求してきたが、財源となる国債が大量発行でだぶつき気味になっていることから、市場だけで消化させるのは難しいと判断、異例の政策対応を求めたと見られる。

ルービン財務長官の非公式要請は、先月末から今月にかけてスイスのダボスで開かれていた「世界経済フォーラム」で、日本側に伝えられた。大蔵省では、土地などの資産価格が下落している日本を軽いインフレに誘導しようとする「調整インフレ論」に、米財務省傾いている、との見方が広がっている。政府日銀にはインフレ防止と財政規律の面のほか、景気対策としての実効性からも抵抗感が強い。(朝日新聞990204)

また、日銀の国債引き受けについては、ルービン財務長官は「そのような発表は知らない」と具体的な言及を避けながらも、「政策担当者が景気後退から脱する手法を決める祭に明らかに金融政策は検討分野だ」と述べ、米国として日本の金融政策に強い関心を抱いていることを明らかにした。速水日銀総裁は「悪性インフレを招くし、国債の格下げされる可能性が全くないとは言えない。長期金利が上昇する可能性もある」と述べた上で、「中央銀行への信任が失われる」と述べている(990204日経新聞)。

次に、②99年1月20日の英国ファイナンシャルタイムズの「日銀は金利上昇を抑えるためになぜ、十分な量の国債を引受けしないのか」という見解が紹介されている。これは、日銀の「国債引受」による銀行券の増発である(990204朝日新聞)。

また、③自民党内でも、需給悪化懸念を解消するために、2年間に限定して、日本銀行

が国債を引き受けてはどうかという意見が浮上していると紹介している（産経新聞 990203）。

更に、④国際経済研究所のポーゼン主任研究員が、国債の日銀買い入れは必要である、ただし、一回限り。また、国債増発による金利上昇は日本経済に悪影響をもたらすことはないと主張した。その理由として、

- ① 80年代の米国とは異なり、日本は海外から資金調達するわけではなく、外国の支払い要求に直面することはない。
- ② 日本の実質金利水準の3%は欧米よりまだ低い
- ③ 現在、投資が低水準なのは金利以外の理由による
- ④ 日本自身の70-80年代の経験や米国など先進国の例でも、政府の赤字を10年以上の長期にかけて返済していくことは十分可能
- ⑤ 日本政府は年金・社会保障の運用資産を十分持っており、赤字は実は仏独と変わらない水準にある
- ⑥ 高金利は金融機関が不良さ意見処分のため国債を売ったためで肯定的要素
- ⑦ 構造的な問題だった不良企業の過剰投資が不可能になる、など

そして、このような大規模なインフレ政策は「金融機関にも国債購入の余裕を与えるために、来年度一回限りとすることが肝要」

⑧ （13 990214 産経 国際経済研究所のポーゼン主任研究員）

これに対して反対論は、①有力格付け会社フィッチ I B C Aは5日、日本の長期金利を低下させるために日銀が国債を引き受けるのは（<http://www.boj.or.jp/faq/faqbs.htm> 1998/4/22）危険である、というレポートを発表した。レポートでは、長期金利は実態経済の状況によって決定されるものであり、「中央銀行が影響を与えることはできない」と指摘。日銀引き受けが実施されれば、政府に対する信用リスクが高まり、後戻りできない状態に陥ると見ている。流通市場で日銀が国債を買うについても、「それで金利が低下するとの期待を抱いている人々は失望する結果になるであろう」との見方を示した。一方、日銀が短期金利を引き下げること、市場の流動性を高めることは可能だと指摘（990206 日経新聞）。

文献

- 1 朝倉孝吉 1991『新編 日本金融史』日本経済評論社
- 2 石山嘉英 1999「特集デフレの憂鬱 物価上昇するまで金融を緩和する定性的議論を」『金融財政事情』1999,3,8 金融財政事情研究会
- 3 植田和男「流動性需要・リスクプレミアムと中央銀行」『日本銀行調査月報』1999年3月号(pp7-14)
- 4 翁 邦雄 1993『金融政策』東洋経済 1993
- 5 鐘ヶ江毅『新しい日本銀行』一改正日本銀行法の研究—ケイ草書房 1993年3月
- 6 霧島和孝 1999「特集デフレの憂鬱 国債の日銀引き受けも検討すべきだ」『金融財政事情』1999,3,8 金融財政事情研究会
- 7 黒田あき生「日銀、「ゼロインフレ目標」を」経済教室, 日本経済新聞, 1999,3,18
- 8 重原久美春「金融政策の運営」『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣, 1992
- 9 篠原英子「金融政策決定会合の運営・最近の金融経済情勢および日本銀行のバランスシート問題について」『日本銀行調査月報』1999年3月号(pp1-6)
- 10 館龍一郎・浜田宏一『金融』岩波書店, 1972
- 11 根津永二 1995「日銀信用, ハイパワード・マネーおよびマネーサプライ」『オイコノミカ』第31巻 第2・3・4合併号 pp281-295
- 12 根津永二 1992「金融の自由化と金融政策」『オイコノミカ』第28巻 第3・4合併号 pp147-169
- 13 藤原作弥「真に必要な資本基盤が求められている」『金融ビジネス』東洋経済, 1999,1
- 14 堀内昭義 1990『金融論』東京大学出版会
- 15 吉川 洋 1996『金融政策と日本経済』日本経済新聞社
- 16 吉川洋「マクロ経済理論と金融政策」『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣, 1992
- 17 Paul Krugman's Trap 1998, May "Japan's Trap" PK Hpme Page (<http://mit.edu/krugman/japtrap.html>, May 1998)
- 18 「日本におけるマネーサプライの重要性について」『調査月報』日本銀行調査局, 昭和50年7月号
- 19 日銀政策委員会「金融政策決定会合議事要旨」日経金融新聞 1999,3,31
- 20『新版 わが国の金融制度』日本銀行金融研究所, 1995
- 21 浪川孜「マクロ政策の限界報いなき日銀の孤闘」『金融ビジネス』pp10-13, 1999,6 東洋経済新報社
- 22 「自らを危うくさせる日銀の財政への沈黙」『金融ビジネス』1999, 4月号, (pp12-15) 東洋経済新報社
- 23 「日銀の苦悩映し出す流動性供給の残照」『金融ビジネス』東洋経済, 1999.1
- 24『経済統計年報』『金融経済統計月報』日本銀行調査統計局, 日経新聞, 朝日新聞等

Paul.Krugman " Japan's Trap",May,1998,pp1-16

Model: One-good economy.

$$U = \ln(c_1) + D \ln(c_2) + D^2 \ln(c_3) + \dots \quad c_t = \text{consumption in period } t : D < 1 = \text{discount factor}$$

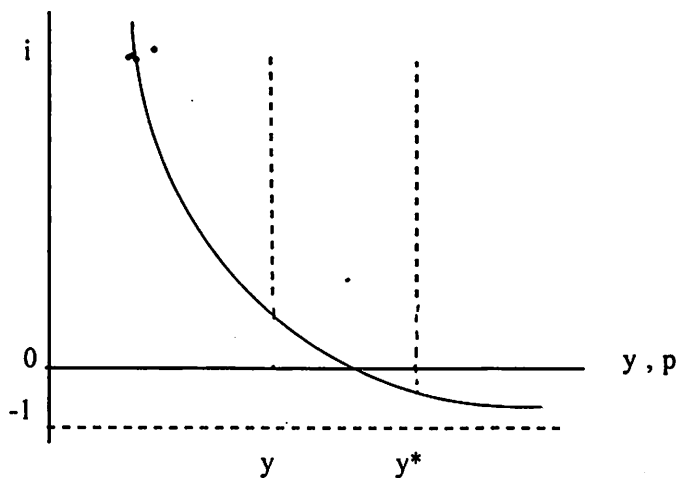
$$y_t = \text{endowment at } t, \quad i_t = \text{nominal interest rate}, \quad M_t \geq p_t c_t$$

Money is created or destroyed by the government via open market operations each period.

$$\text{Simplifying assumptions; } p_1 = p \quad y_1 = y \quad c_1 = c \quad M_1 = M \quad \text{and} \quad p_2 = p^* \quad y_2 = y^* \quad c_2 = c^* \quad M_2 = M^*$$

$$i = (y^*/y) (p^*/p) / D - 1 \quad \textcircled{1}$$

$$pc = py = M \quad \textcircled{2}$$



クルグマンの理論は、名目金利と実質金利の次の関係において、

$$r \text{ (実質金利)} = i \text{ (名目金利)} - \pi \text{ (期待インフレ率)}$$

名目金利 i は金融政策のほぼゼロ金利に誘導して、さらに、期待インフレを引き起こすに十分な通貨供給をおこなって、実質金利 r をマイナスにするべきだという提言である。

この提言の問題点。

1. 実質金利が名目金利と期待インフレ率の残余として決まるという考え方にしたがっても、高インフレ国でよく見られるように、名目金利は、期待インフレ率にも依存 ($i = i(\pi)$) するので、実質金利 $r (= \text{名目インフレ率 } i \text{ (ある水準に固定)} - \text{期待インフレ率 } \pi)$ を期待インフレ率分だけ引き下げることができるか否かは疑問。

名目利子率 ($i = i(\pi)$) の期待インフレ率に対する弾力性は、通常は1以下と思われるが、1になると使用。名目インフレ率 i は π だけ上昇するとすれば、実質利子率 $r = 0$ となる、2つの経済：経済 A ($i = \pi > 0, r = 0$) と経済 B ($i = 0, \pi = 0, r = 0$) では、債務の実質価値を軽減する経済 A のほうが不況克服には有利と思われる。しかし、インフレ率は、貨幣供給以外の多くの変数に依存するので、コントロールが難しい。

その上、中央銀行は $\pi = 0$ の経済を、 $\pi > 0$ の経済にする政策は採りにくい。

2. この問題は、中央銀行は「物価の安定」および「信用秩序の維持」以外の、たとえば、経済成長や失業、対外通貨価値（為替相場）等にどの程度コミットすべきかという問題にもかかわってくる。そして、このような政策の副次的な効果は複雑で、対応しにくい。とくに、所得再分配への効果は、中央銀行は中立的であることが望ましいし、アカウントビリティーの範囲を超える問題に発展する。
3. 実質金利 r は資本の限界生産力で決定され、その水準に、期待インフレ率を加えて名目金利 i が決定されるというフィッシャーや新古典派的な考え方では、クルグマンの主張は成り立たない。