

# 拡大傾向を続ける日銀による国債保有 ～求められる功罪両面からの評価～

企画調整室（調査情報室）柿沼 重志

## 1. 急速に膨張する日銀のバランスシート

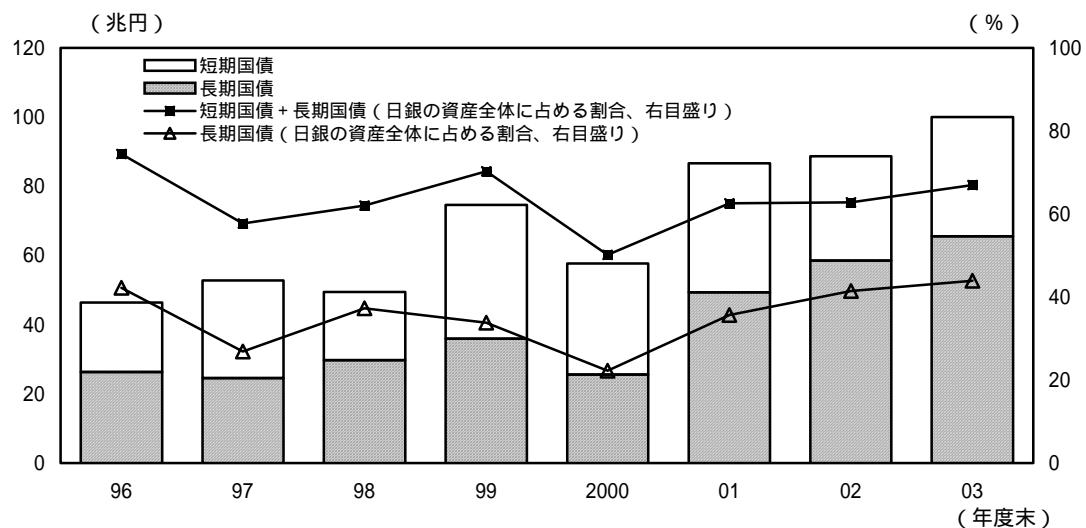
1990年代後半以降、信用秩序の維持やデフレからの脱却という大義名分の下で、日銀による国債保有は急速に増加を続けた。その後、さらなるデフレ対策への要請から、日銀は、2001年3月に量的緩和政策に転換、従前は毎月4,000億円だった日銀による長期国債の買入額も累次にわたり引き上げられ、2002年11月には毎月1兆2,000億円にまで拡大された（図表1）。その結果、国債保有の増加傾向はより顕著になり、2003年度末における日銀の国債保有残高は、短期国債まで含めると100兆円にまで到達し、資産の67%を国債が占めるに至った（図表2）。

図表1 日銀による長期国債の買入額（毎月）

2001年7月まで	4,000 億円
8月～	6,000 億円
2002年1月～	8,000 億円
3月～	1兆円
11月～	1兆2,000 億円

（出所）日銀資料

図表2 日銀による国債保有の推移



（出所）『金融経済統計月報』（日銀）より作成

こうした国債保有の増加を主因として、日銀のバランスシートは急速に膨張し、他の先進主要国の中央銀行との比較でも突出したものとなっている（図表3）。

図表3 主要中央銀行のバランスシート規模の比較

		日本銀行	米国・連邦準備銀行 ( F R B )	欧州中央銀行 ( E C B )
98年度	バランスシート 規模 ( A )	80兆円	54百億ドル ( 63兆円 )	69百億ユーロ ( 92兆円 )
	名目 G D P ( B )	512兆円	875百億ドル ( 1,008兆円 )	599百億ユーロ ( 796兆円 )
	( A ) / ( B )	16%	6 %	12%
03年度	バランスシート 規模 ( A )	149兆円	77百億ドル ( 83兆円 )	83百億ユーロ ( 112兆円 )
	名目 G D P ( B )	501兆円	1,099百億ドル ( 1,177兆円 )	725百億ユーロ ( 975兆円 )
	( A ) / ( B )	30%	7 %	12%

(注1) F R B は 12 地区連銀の連結ベース。 E C B はユーロ参加国の中央銀行の連結ベース。

(注2) バランスシートの作成時点は、日本銀行：99年3月末、04年3月末、F R B : 98年12月末、03年12月末、

E C B : 99年1月初日、03年12月末。

(注3) 円換算額は、各時点の為替レートを使用。

(出所) 日銀資料

この点について、福井日銀総裁は、「流動性を多く供給することをバネにして緩和政策を浸透させていくという展開になっており、今の時点で断面図を取ると、経済実体の大きさに比べて日銀のバランスシートが必然的に大きくなるを得ない。したがって、望ましい将来の姿と比較すると、日銀のバランスシートは膨れ過ぎている」との見解を示している<sup>1</sup>。自国通貨の独占的な発行権を有する中央銀行の場合、返済不能、あるいは、流動性不足といった事態に陥ることは想定しにくいため、バランスシートの拡大のみをもって、過度な警鐘を鳴らすことは適当ではないが、保有資産の健全性が毀損した場合には、国庫納付金の減少等を通じて、最終的には国民負担となるほか、中央銀行に対する信認の低下、ひいては通貨に対する信認の低下までも招来しかねず、注視を要する<sup>2</sup>。特に、量的緩和政策から転換する局面では、長期金利の上昇は不可避であり、そうした副作用をいかに最小限に食い止めるのか、日銀の舵取りが注目されよう。

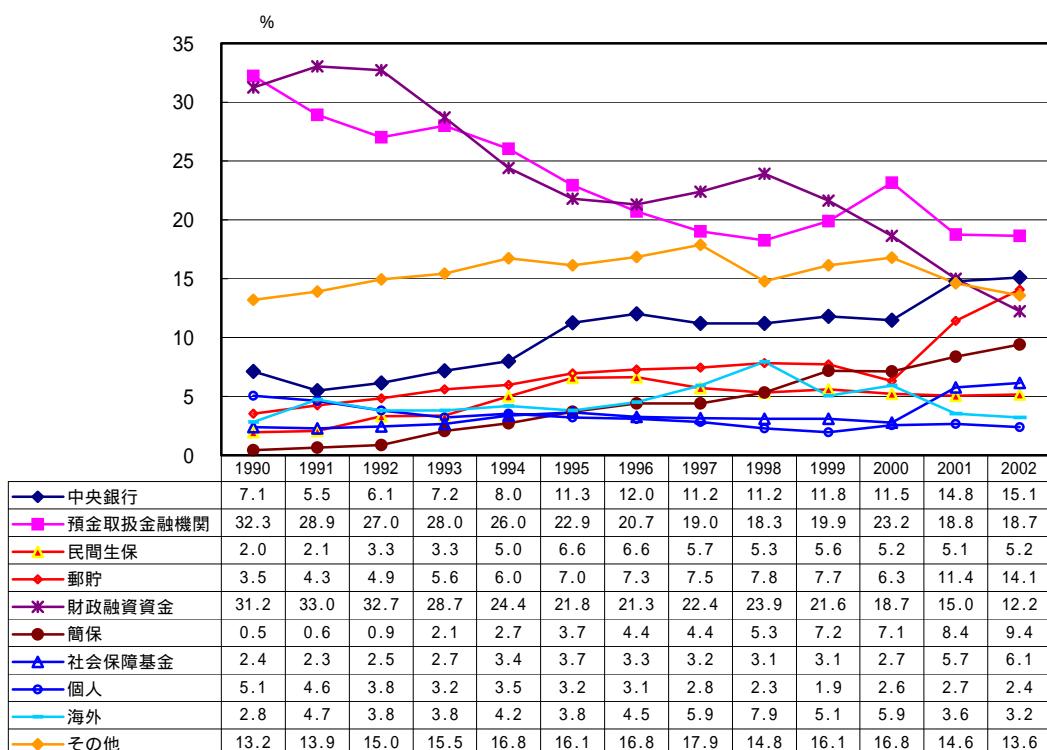
<sup>1</sup> 156 国会参財政金融委員会会議録 4号 35 頁 ( 2003.3.25 )

<sup>2</sup> 長期金利の上昇による国債関係損益の悪化や、円高に伴う為替差損の発生等により、2003 年度決算において、日銀は 1971 年度以来、32 年ぶりとなる経常赤字 ( 222 億円 ) を計上した。

## 2. 懸念される財政規律への影響

中央銀行による国債の保有については、財政規律の観点からも検討が求められる。財政規律の弛緩を回避する観点から、財政法第5条<sup>3</sup>は、日銀による新規国債の保有を禁止している。但し、実際には、1967年から国債の買いオペが開始され、発行後1年を経過した長期国債については、日銀券発行残高を上限として購入することが可能となっており、財政法第5条の理念が実質的には形骸化するリスクも否定し得ない。この点に関して、福井日銀総裁は、「あくまでも、成長通貨の供給であり、財政負担を軽減するため、または国債価格を維持するために買いオペをするわけではない」ことを強調する<sup>4</sup>。しかしながら、財務省との政策協調という名目で、国債のファイナンスにおける日銀の存在感が増大していることは事実であり（図表4）、その功罪両面を冷静に評価する必要がある。

図表4 我が国における国債の保有構造（構成比、年度末）



（注）国債には財投債を含む。

（出所）内閣府『国民経済計算年報』より作成

<sup>3</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。但し、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」と規定している。

<sup>4</sup> 161 国会参政財政金融委員会会議録3号8頁(2004.11.2)

まず功の面としては、日銀による国債買いオペを通じた流動性の供給が、金融システム安定化に資したほか、国債市場の安定化、それに伴う長期金利の低位安定を醸成した等が挙げられよう。その一方で、国債価格がファンダメンタルズから乖離するといった歪みが生じる可能性も指摘されている<sup>5</sup>。

さらには、こうした長期金利の低位安定は、利払い等の財政負担の軽減に資する一方で、国債発行や借換えを容易にさせる結果、財政節度を喪失させる誘因となったとは考えられないか。もちろん、現実的な政策対応として、日銀による買いオペ増額が選択されたことを単純に否定することは困難であるが、2005年度には、国債償還の平準化を目的に、償還期限を迎えた保有国債のうち、2004年度中に短期国債に切り替えて引き受けた「乗り換え<sup>6</sup>」分の半分強にあたる6兆8,000億円程度を、再度、短期国債として引き受ける予定であり<sup>7</sup>、財政法第5条はますます空文化の危機にさらされている。国債償還の平準化という目的があるにせよ、今回のような複数年度にまたがる「乗り換え」が恒常化すれば、中長期国債の日銀引受けとほぼ同質となり、財政規律への影響について、より一層の目配りが求められる。

#### 【参考文献】

- 井手英策「財政と中央銀行政策」『財政と公共政策』財政学研究会、2004年2月  
井堀利宏ほか「財政赤字と経済活動」『経済分析』内閣府経済社会総合研究所、2002年3月  
中島将隆「拡大する日本国債市場の危機」『証券経済研究』日本証券経済研究所、2003年3月  
櫻浩一、矢嶋康次「日銀は国債バブルの膨張を回避せよ」『金融ビジネス』東洋経済新報社、2003年9月  
みずほ総合研究所『日本経済の進路』中央公論新社、2004年3月

(内線 3297)

<sup>5</sup> 民間主体に政府の国債に関する誤ったシグナルを与えるからである。井堀利宏ほか「財政赤字と経済活動」『経済分析』内閣府経済社会総合研究所、2002年3月、172-173頁を参照。

<sup>6</sup> 従前から、日銀は保有する中長期の国債が満期を迎えた場合、短期国債を1回だけ引き受け償還を先延ばしする「乗り換え」に応じてきた。2005年度に実施される「再乗り換え」は、2001年度に9,000億円分を実施して以来、4年ぶりとなる。

<sup>7</sup> 2005年度の日銀乗り換えは、2004年度よりも9兆円超拡大し、23兆436億円となった。