

繰り返される国債日銀引受発行の議論

中島 将隆

はじめに

安倍自民党総裁は、一月一七日、熊本市の講演で「建設国債を日銀に全部買ってもらおう。新しいマネーが強制的に市場に出ていく」と述べ、国債の日銀引受発行に言及した。⁽¹⁾ また、「政権を取ったら日銀と政策協調し、二%、三%のインフレ目標を設定する（一五日都内で）、輪転機をぐるぐる回し、無制限にお札を刷る（一七日山口市で）、日銀総裁はインフレ目標に賛成してくれる人を選ぶ（一七日熊本市で）、日銀には雇用に対して責任を負わせる」と述べた。⁽²⁾

安倍総裁の国債日銀引受発行の言及、大胆な金融緩和政策、更には日銀法改正の言及は衆院選挙を目前に控え、選挙公約の大きな焦点となってきた。これに対して、日本銀行は直ちに反論し、一月二〇日の記者会見、一月二六日の名古屋での講演で、日銀総裁は「日銀の独立性尊重」を強調した。⁽³⁾ また、国債の日銀引受発行については、民主党をはじめ公明党も一斉に反発した。

振り返ってみると、国債日銀引受発行の議論は、古くて新しい議論である。この議論は、過去三〇年余りの間に、四回も繰り返されている。国債発行が困難になると、また、財政資金が不足すると、何時もこの議論が持ち出されてくる。

以下では、これまで如何なる議論が繰り返されてきたか、議論の結末はどうなったか、なぜ同じ議論が繰り返

されるのか、今回は異なるのか、以上の論点を検討してみたい。

1 「国債消化難で窮余の一策 日銀が直接引き受け」

—毎日新聞 昭和五六年九月六日 トップ記事—

(1) シ団金融機関の国債引受拒否

昭和五六年九月六日、毎日新聞のトップ記事で金融界に激震が走った。「国債消化難で窮余の一策、日銀が直接引き受け、大蔵省検討」というタイトルがどどり、次のように報じている。

「市況の暴落で国債消化難に頭を痛める大蔵省は、窮余の一策」として、日本銀行直接引き受けによる国債発行について検討を始めた。これは中長期的な国債発行対策として五日、同省が明らかにしたもの。日銀直接引き受けによる国債発行は戦前実施されたが、発行の歯止めを失い、財政恐慌に陥った苦い経験があるだけに日銀などから強い抵抗が予想されるが、大蔵省は「戦前とは事情が違うし、発行の歯止めをきちんとかける」として、あくまで国債発行方式の一環として導入を図りたい意向。：五七年度国債発行の一部を日銀引き受け方式にした⁽⁴⁾い考えである」。

昭和五〇年度から国債大量発行の時代を迎えるが、この時点まで、日銀引受発行が議論されることは全くなかった。この時点で議論が出てきたのは、シ団引受による国債発行が困難になったからだ。昭和五六年六月から八月まで、政府はシ団引受で国債を発行することが不可能になった。シ団金融機関が国債の引受を拒否したからである。

金融機関が国債引受を拒否したのは、国債応募者利回りが市場実勢を無視して低利で発行されていること、引

受額が巨額で預金純増額を上回るようになったこと、この二点に尽きる。改めて述べるまでもなく、シ団引受発行は金融機関に対する国債強制割当発行であり、国債金利を政府の意のまま市場実勢を無視して低利で発行することが可能である。シ団引受発行は政府にとって極めて都合の良い発行形式で、低利発行によって財政負担を軽減することが可能であり、かつ、全額を市中消化できる。このメリットがあるため、政府はシ団引受によって国債を発行してきた。

国債が市場実勢を無視して低利で発行されてきたから、国債応募者利回りと流通利回りの乖離が常態化していた。低利で発行される国債の市場価格は額面価格を割る。特に、昭和五四年から五五年にかけて「ロクイチ国債」が大暴落し、金融機関は巨額の国債評価損を計上せざるを得なくなった。

こうした事態に直面して、全銀協の会長は記者会見で「かかる低利の国債を引受けることは預金者に対する背徳行為である」と言わざるを得なくなった。

従来の国債発行方式は限界に直面した。国債を市場実勢に基づいて発行するか、それとも、人為的な市場で発行を継続するか、この選択を迫られたのである。国債日銀引受発行の議論は、こうした現実を背景にしていた。⁽⁵⁾

(2) 日本版アコードの成立

昭和五六年六月から八月まで休債となったが、休債はその後、常態化していった。国債の応募者利回りと流通利回りの乖離幅が少しでも拡大すると、シ団金融機関は国債の引受を拒否するようになった。

休債が常態化する過程で、政府は次第に市場実勢を尊重して国債発行条件を決定するようになる。国債を継続的に発行するためには、しぶしぶ、シ団金融機関の要求を反映せざるを得ない。乖離幅は次第に縮小し、昭和五

○年代末になると、国債発行条件は市場実勢を尊重して決定されるようになる。

どの時点で国債発行条件の自由化が完了したか、明確ではない。アメリカでは一九五一年のアコードの成立、イギリスでは一九七一年の新金融調節方式とオープン・バック・ドアの廃止によって、国債金利の自由化は完了する。国債発行条件を巡る対立は政府と中央銀行であったから、アコードの成立時点は明白である。日本の場合、政府と中央銀行の対立ではなく、政府と金融機関との対立であった。従って、英米とは異なる方式で国債金利の自由化が徐々に進んでいった。日本版アコードの特徴といふべきであろう。

国債金利の自由化と財政負担軽減要求について、昭和五八年に公開された大蔵省理財局「国債問題研究会」秘密議事録で、大蔵省は次のように述べている。

「座長が指摘された「財政負担論」については、私はもはや諦めの心境である。主計局でも、理財局が「上げざるを得ない」と言えば「（その結果、財政負担が増えても）仕方がない」という感じになっている。したがって、最近では金融機関の垣根間の利害関係とか、金融政策等との関係といった点についてむしろ気を配ることの方が多い」⁽⁶⁾。

国債が市場実勢を尊重して発行されるようになってから、シ団引受の国債発行額は次第に減額されていった。国債発行額が圧縮され、平成二年の当初予算では、赤字国債発行がゼロとなり、ついに赤字国債依存体制から脱却することができた。

国債日銀引受発行の議論は、毎日新聞のトップ記事以外、表立って議論されることは無くなった。その理由として、まず、昭和五六年の議論は全額日銀発行ではなく発行形式の多様化の一環として検討されたこと、次に、国債発行条件の自由化によって従来の国債管理と金融政策が一大転換をとげ、金融自由化が進展するようになった

たこと、その結果、日銀引受の議論が消滅していった、と推測できる。

2 「戦時財政を知っている者として、短期国債の日銀引受発行は絶対やらせません」

—昭和五九年二月 財政制度審議会会長の記者会見—

(1) 短期国債の発行を巡る議論の対立

昭和五〇年度から始まった国債大量発行は、昭和六〇年度から国債大量償還の時代を迎えることになった。六〇年償還ルールによって国債償還が行われるが、借換を円滑に進めるためには短期国債の発行が必要となる。

そこで、短期国債の発行方法を巡って、日銀引受か、公募発行か、議論が真っ向から対立した。大蔵省は短期国債の日銀引受発行を強く主張した。当時、政府短期証券は、事実上、日銀引受で発行されていた。形式上は定率公募発行であったが、定率は公定歩合以下の水準で発行されていたから市中消化は進まず、残額を全て日銀が引受けていた。このため、新たに短期国債を発行することになっても、大蔵省は日銀引受発行を主張したのである。

銀行も大蔵省と同じく、公募発行に反対した。公募発行となれば、銀行の定期預金と競合し、預金金利の自由化に波及するからである。資金不足の時代には、対顧客預金金利の低利固定化は、銀行の超過利潤を獲得する重要な装置である。国債金利は自由化しても、預金金利の自由化は何とか阻止したい、これが銀行の要求であった。

他方、日本銀行は、短期国債の公募発行を強く求めた。金利メカニズムが機能する短期国債市場を育成し、この市場を通じて短期資金の調節を行う、これは長年にわたる日銀の悲願でもあった。前川日銀総裁は、昭和五九

年二月一日、衆院予算委員会に参考人として出席し、昭和六〇年度から始まる国債の借換発行に関連して、次のように述べている。

「国債の日銀引受発行は財政法で禁じられており、償還期限が一年未満の借換債が発行された場合でも、引き受ける考えはない」と明言した。⁽⁷⁾

(2) 短期国債の公募発行が実現したのは何故か

短期国債は、昭和六一年二月から公募で発行されることになった。日銀引受ではなく公募発行が実現したのは、二つの理由による。

まず、財政制度審議会の中間報告である。中間報告書は昭和五九年一二月に公表され、六〇年以降の国債の大量償還、借換を円滑にするためには、償還期間が一年未満の短期国債の発行が必要であること、翌年度の国債の償還に充てるため、借換債を年度をまたいで前倒し発行が必要だとした。その上で、財政制度審議会の桜田会長は記者会見で「戦時財政を知っている者として、国債の日銀引受発行は絶対にやらせません」と言明した。⁽⁸⁾この考え方が中間報告書の理念となっていたからである。

もう一つの理由は、短期国債市場を育成せよ、という日米円ドル会議の圧力である。昭和五九年五月、日米円ドル委員会報告書が出され、短期国債市場が検討課題となった。この報告書に基づいて、昭和六〇年七月、「金融資本市場に係るアクションプログラム骨格」で「短期金融市場について引き続きその整備を推進する」として短期国債市場の整備を約束した。

二つの圧力を受け、短期国債の日銀引受発行は断念せざるを得なくなる。山口大蔵次官は昭和五九年一月一

六日の記者会見で、「借換えをスムーズに行うため短期国債を発行する場合があっても、国債の日銀引受発行を禁じた財政法の原則を守る必要がある、日銀信用を新たに拡大する考えはない」と言明せざるを得なくなった。⁽⁹⁾

短期国債の公募発行は、その後、預金金利の自由化、政府短期証券の市中公募入札発行へと連動していく。戦時財政の経験、財政法の規定、そして、アメリカの自由化要求が契機となって短期国債の日銀引受発行は阻止されたと言えよう。

3 「復興財源は国債日銀引受発行で調達せよ」

—平成二三年六月 超党派の国会議員による声明文—

(1) 日銀引受による復興債発行の提案

平成二三年三月二一日、三陸沖を震源地とする国内観測史上最大のマグニチュード九の大地震が発生した。この規模は、過去一一〇年間に地球上で発生した地震の四番目の大きさと言われている。同時に、大規模な津波が発生し、最高潮位九・三メートル、津波の遡上高は国内観測史上最大の四〇・五メートルに達した。加えて、福島原発事故である。津波と同時に発生したチェルノブイリ級の原発事故は、今なお終息の見通しも立っていない。今回の大災害は大地震、大津波、チェルノブイリ級の原発事故と三重の災害であり、複合災害の様相を呈している。⁽¹⁰⁾

大災害によって生じた被害額は、内閣府の推定によると約一六兆九〇〇億円に達する。⁽¹¹⁾ 復旧・復興費の総額は、七月二四日の政府案によると二三兆円となっている。復旧・復興費の財源を如何にして調達するか、大きな問題となってきた。

財源調達的手段として、復興債の日銀引受発行が提案された。まず、衆議院の山本幸三議員は、平成二三年三月一七日、「今こそ二〇兆円規模の日銀引き受けによる救助・復興支援を」とホームページで主張した。山本議員の提案は大きな反響をよび、多くの国会議員はこの提案に賛成した。

平成二三年六月一六日、党派を超えた国会議員で構成される「増税によらない復興財源を求める会」（幹事長山本議員）が声明文を発表した。声明文では、次のように述べられている。

「大震災から三ヶ月を過ぎ、復興財源の在り方が問われ始めています。増税で賄おうという案もありますが、その場合国民一人当たり数十万円にも上る大増税になる可能性があり、これでは一〇年以上もデフレが続いている日本経済へのダメージは計り知れません。：今は、国債や埋蔵金など増税によらない復興財源を見出すべきです。：よって我々は、まず第一歩として、政府と日銀の間で政策協定（アコード）を締結し、必要な財源調達として政府が発行する震災国債を日銀が原則全額買い切りオペするよう求めます」。

この声明決議文は超党派の国会議員二二一名が署名した。ねじれ国会の中で党派を超えて二二一名が署名したこと、与党の民主党が署名の過半を占めていた点が注目される。

学問の世界でも、復興債の日銀引受発行に共鳴する著名学者が続出した。岩田規久男『経済復興』（筑摩書房二〇一一年五月）は、復興債の日銀引受発行を提案している。

（２）復興構想会議の提言

復興債の日銀引受発行を明確に否定したのは、復興構想会議の提言である。平成二三年四月一日、管内閣が「東日本大震災復興構想会議」を設置した。議長は五百旗頭真・防衛大学校長、議長代理は建築家の安藤忠雄氏

と御厨貴・東大教授、特別顧問に哲学者の梅原猛氏が就任した。構想会議のメンバーは一五名、検討部会は一九名で構成され、異なる多様な分野から復興青写真を作成するに相応しいメンバーが選出された。

復興構想会議は、平成二三年六月二五日、「復興への提言―悲惨のなかの希望―」を公表した。提言の中で、復興のための財源確保について、次のように提言している。

「財源の議論なくして復興は語れないし、復興の姿なくして財源の議論も語れない。未曾有の被害をもたらした今回の震災からの復興を考える時、この考えが基本となる。…

わが国の財政を巡る状況は、阪神・淡路大震災当時よりも著しく悪化し、社会保障支出の増加等による巨額の債務も、これからの世代に負の遺産として残されている。さらに、わが国の生産年齢人口は今後一〇年で一割も減少するなど大幅な減少が見込まれており、次の世代の一人当たりの負担には著しい増加が見込まれている。海外の格付け会社も、復興のあり方とわが国の財政健全化の取組に懸念を示している。

こうした状況を鑑みれば、復旧・復興のための財源については、次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し、負担の分かち合いにより確保しなければならない。政府は、復興支援策の具体化にあわせて、既存歳出の見直しなどととも、国・地方の復興需要が高まる間の臨時増税措置として、基幹税を中心に多角的な検討をすみやかにを行い、具体的な措置を講ずるべきである。この点は、先行する需要を賄う一時的なつなぎとして『復興債』を発行する場合には、日本国債に対する市場の信認を維持する観点から、特に重要である」(提言本文 第二章)。

復興財源の確保に関する提言は、極めて明瞭である。まず、復興財源は次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で負担を分かち合わねばならない、と強調している。復興財源は既存歳出の見直し、基幹税を中心とする臨時増税、償還財源に裏付けられた復興債の三つを明示し、かつ、復興財源を限定しているのである。

三つの財源調達について、具体的な方策の言及はない。基本的な方針だけを明示し、具体的な方策については、政府の決定に委ねている。そして、最後に「政府が、この『提言』を真摯に受け止め、誠実に、速やかに実行することを強く求める」と結んでいる。

復興構想会議の提言は、広く世論に受け入れられた。日本経済新聞とテレビ東京が七月二九日から三一日に実施した世論調査では、復興財源を臨時増税で賄うことに五九%が賛成し、反対の三二%を大幅に上回った。⁽¹²⁾ 前回の五月二七日から二九日に実施した世論調査では、増税に反対が四六%と賛成の四四%を上回っていた。⁽¹³⁾ 七月の調査で賛成が反対を大幅に上回ったのは、構想会議の提言に国民が共感したからである。

かくして、復興財源は臨時増税によって調達することになり、復興債は臨時増税を担保として、つなぎ資金として発行されることになった。⁽¹⁴⁾

復興債の特徴を列記すると、次のようになる。⁽¹⁵⁾

① 復興債の発行はつなぎ資金

・発行期間 平成二三年度から平成二七年度まで

・復興財源は復興特別税の収入等を確保し、復興債はこれらの財源が入るまでのつなぎとして発行

② 復興債の償還方法

・平成四九年までに償還

・復興特別税収等の特定の償還財源が確保されているので六〇年償還ルールは適用されない

・各年度に償還を迎える復興債のうち、その年度に償還財源として繰り入れられる復興特別税収や政府保有株式の売却益等に相当する額については現金償還。それを超える部分については借換債を発行。現金償還と借換を繰り返しながら、平成四九年度までに全体として償還を終了

③ 復興債の償還財源

〈税外収入〉

・財政投融资特別会計の剰余金

復興債の償還財源として国債整理基金特別会計へ繰り入れ（平成二四年度から二七年度まで）

・政府保有株式の売却益

〈復興特別税収〉

・復興特別所得税

平成二五年一月から平成四九年一二月までの時限措置として、二・一%の付加税が創設

・復興特別法人税

平成二四年度から平成二六年度までの時限措置として、法人税額に対して一〇%の付加税

(3) 復興債発行から学ぶもの

復興債の日銀引受発行を阻止したものは何であったか。日銀引受発行の議論が高まる中で財政規律を維持でき

たのは、まず、復興構想会議の明確な青写真とビジョンであろう。国債発行は租税収入の先取りである。だからこそ、負担を先送りすることなく、今の世代が負担を分かち合おうではないか、と格調高く呼びかけている。提言は多くの人の琴線に触れ説得力を持っていた。

説得力のある青写真を提示すると、国民は納得する。世論の賛成があれば、ねじれ国会であっても、財政規律を維持することが可能である。また、テレビ中継などによってリアルタイムで悲惨な状況を知ることができた。更に、ツイッターなどインターネットを通じて多くの人が様々の提案を全国に発信することができた。復興債発行から学ぶもの、それは明確な青写真と説得力のあるビジョンの提示、リアルタイムの情報公開、インターネットの活用、世論の賛成であろう。

4 「建設国債の日銀引受発行と物価目標の設定」

—日銀信用の膨張によるデフレ脱却論—

(1) 「建設国債の日銀引受発行」の議論

安倍自民党総裁は、平成二四年一月一七日、熊本市の講演で「建設国債を日銀に全部買ってもらう」と述べ、国債の日銀引受発行に言及した。

安倍発言は民主党や公明党の反発を招いたので、その後、表現を修正した。「安倍氏は二一日の記者会見で自ら発言を求め「日銀が建設国債を『買いオペ』で市場から買っていく。じかに買ってと言ってははいない」と説明。「直接引き受けは財政法に抵触する」といった批判の火消しに努めた⁽¹⁶⁾。「自民党の安倍晋三総裁は二四日の民放放送で、日銀に建設国債の引受けを求めるとした自らの発言に関して「国債をどう買っていくかは、日銀が独立

しているので、彼らが決めていくことだ」と述べ、これまでより慎重な言い回しをみせた⁽¹⁷⁾。

直接引受という表現は注意深く避けただけれど、国債を増発していくこと、国債消化は日銀信用に依存すること、この点については何らの変化もない。日本銀行は現在、新規国債発行額に相当する国債を買上げている。

まず、長期国債買いオペによって、年間、二一・六兆円の国債を買入れている。国債買いオペは量的緩和政策が導入された時点から始まったが、留意すべきは、平成一四年一月一七日から買いオペ対象銘柄の国債が、事実上、新規発行国債となった点である。従来までは、買いオペ対象の国債は「発行後一年以上経過した国債」に限定されていた。ところが、この限定が緩和され、「発行年限別の直近発行二銘柄を除いた分」に変更された。すなわち、直近発行二銘柄を除けば新規発行の国債も買いオペの対象になる、ということである⁽¹⁸⁾。

次に、資産買入基金による国債買入である。平成二四年一〇月の買入基金増額によって、来年末に向けて、長期国債を一七・四兆円、短期国債を一二・一兆円買入れることになっている。基金による長期国債の対象は、国債買いオペとは異なり、残存期間一〜三年未満の国債に限定されている。限定されているが、注目すべきは、基金の国債買入には「銀行券ルール」が適用されない、という点である。国債の貨幣化を防ぐため、長期国債の買いオペ額は銀行券発行高を超えてはならない、というルールを定めている。ところが、このルールは基金には適用されない。この結果、平成二四年八月から、「銀行券ルール」は破られた。長期国債の買いオペ額と基金の長期国債買入額は、銀行券発行額を上回り、一〇月には銀行券発行高を四・八兆円上回っている⁽¹⁹⁾。日銀が危機感を持つのは十分な根拠がある。

安倍発言は日銀引受という言葉回避したが、現実には、国債は日銀信用の膨張によって支えられている。では、安倍発言の真意はどこにあるのか。安倍発言では、単に国債とは言わず、「建設国債の発行」と強調してい

る。つまり、公共事業を拡大するための資金を国債発行によって調達する、この点に発言の意図があると思われる。

国債増発による公共事業の拡大は日本の財政と経済に如何なる影響を与えるか、この点については、平成一〇年度から始まった小渕内閣の経験を想起する必要がある。悪しきケインズ主義が、今日の財政危機を招いたことを忘れてはならない、と思う。

(2) 「明確な物価目標の設定」と大胆な金融緩和政策

国債日銀引受発行はデフレ対策として登場してきたが、もう一つのデフレ対策は「明確な物価目標の設定」である。

自民党の衆院選公約をみると、「明確な物価目標（二％）を設定、その達成に向け、日銀法改正も視野に政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融政策を行う」と記されている⁽²⁰⁾。物価目標については、公明党も「目標年次を定めて一〜二％程度の物価水準を達成することを要求」となっている。

政府と日銀の政策協定については自民党だけでなく、日本維新の会は「政府と日銀の間で物価安定目標等に関する政策協定（アコード）を締結」、みんなの党は「政府・日銀間で日銀の目標と責務を定めた協定を締結」とアコードを要求している⁽²¹⁾。

物価目標に関する選挙公約をみると、自民党の公約が一番ラジカルで、物価目標を二％と明示し、目標達成のため無制限に金融緩和を行い、目標を達成できなければ日銀法を改正する、という論理構造となっている。

日銀の物価目標は一％で、この目標を実現するため基金増額など金融緩和政策を相次いで打ち出しているが、

この目標を二%とすれば、更なる大胆な金融緩和政策が必要となる。そして、物価目標の引上は金利上昇に連動することが十分に予想される。

(3) 懸念される国債市場への影響

建設国債の増発と物価目標の引上げ、このデフレ対策は日本の国債市場に如何なる影響を与えるだろうか。

建設国債の増発については、償還財源の裏付けのない議論であり、日銀信用に依存した国債増発である。日本の国債市場の現実をみる時、建設国債の増発は日本国債に対する信認の低下となるだろう。一月一七日の安倍発言に対して、国債市場は敏感に反応した。一月一九日の国債市場の動きについて、日本経済新聞は次のように報じている。

「一九日の債券市場では、長期国債先物が三営業日ぶりに反落。：債券市場関係者の間では、安倍発言が金利上昇の引き金になりかねないリスクになると映る。安倍総裁は一七日、熊本市での講演で、「建設国債をできれば日銀に全部買ってもらおう。新しいマネーが強制的に市場に出ていく」と述べ、日銀が建設国債を全額引受けることに言及した。「国債の信認を低下させると分かかっていて発言したのか」など、過熱する安倍発言に急速に市場の不信感が強まっている」。

日本の財政はOECD諸国の中で最悪であっても、日本国債はドイツやアメリカの国債と同じく、世界で一番安定している。国債相場が安定している最大の要因は、国債に対する市場の信頼、すなわち、日本は財政健全化の道が残されている、と市場が信頼しているからである。この信頼が揺るげば、南欧諸国の国債のように、一夜にして国債相場は不安定になる。市場の信頼を失うこと、この点が最大の懸念である。

物価目標についてはどうか。物価目標を現在の1%から2%に引き上げる、また、インフレターゲットを設定すれば、長期金利に波及することが十分に予想される。長期金利に波及して国債金利が上昇に転じた場合、日本の国債市場は重大な危機に直面する。というのは、日本の長期金利は過去10年以上低下を続け、その結果、既発国債は全て低利国債であり、低利国債の発行が積み上がっている。高利回りの国債と低利回りの国債とでは、金利が上昇した場合、国債評価損の大きさは全く異なる。低金利の国債ほど、金利が上昇した場合の評価損は巨額となる。日本の国債相場は、金利変動に対して、極めて脆弱な構造となっている。従って、物価目標の引上や、インフレターゲットの設定は、国債相場にとつては劇薬ではない。この点に十分留意する必要がある。

金融緩和政策によるデフレ脱却策は、政府の責任に免罪符を与え、日銀に責任を転嫁する政策というべきであろう。貨幣数量式を持ち出すまでもなく、物価水準は貨幣の量と貨幣の流通速度で決定される。貨幣の供給量は日銀に責任があり、貨幣の流通速度を高める責任は政府にある。流通速度を高めるには、規制改革や構造改革が必要であり、とても時間を要する地道な努力が必要である。貨幣量の問題については、この20年間、日銀は世界に先駆けて新たな金融緩和政策を打ち出してきた。従って、当面するデフレ脱却の課題は、流通速度引上げの課題である。にもかかわらず、デフレ脱却のため更なる金融緩和政策を求めることは、政府の責任逃れと言われ、でも致し方あるまい。

5 なぜ同じ議論が繰り返されるか

(1) 高橋財政が成功した理由

それにしても過去30年間、なぜ同じ議論が繰り返されるのだろうか。議論の根底にあるのは、高橋財政の成

功である。高橋蔵相は昭和七年一月、世界で類を見ない国債の日銀引受発行を創意工夫した。金解禁後のデフレに苦しんでいた日本経済は、国債日銀引受発行による高橋財政によってデフレから脱却することができた。

なぜ高橋財政は成功したのか。成功の秘密は、当時の歴史的条件にある。金解禁後の金融界は「高金利」と「金融逼迫」で苦吟していた。国債を発行しようにも、公募で発行すれば、ひとまず金融市場から資金を吸収することになる。金融機関には、当時、国債消化資金が欠乏し、国債の発行が不可能であった。

そこで、高橋蔵相は「金融緩和」、「金利低下」、「国債発行」の三つの課題を解決する手段として、国債の日銀引受発行を創意工夫した。日銀引受であれば、金融機関に国債引受資金が無くとも国債発行は可能である。国債を日銀で引受け、その資金を政府が財政支出として市中に散布すれば、市中の資金は潤沢となる。日銀が低利の国債を引受ければ、国債金利は基軸金利だから市中金利を低利に誘導することができる。日銀引受発行は、当時においては、国債発行を容易にし、金融緩和となり、金利を低利に誘導する効果を持っていた。政府が財政資金を市中に散布し、資金が十分に行き渡った頃を見計らって、日銀が買いオペを行えば、日銀引受発行であっても、市中公募と同じである。⁽²²⁾従って、当時の日銀副総裁の深井英五は自叙伝『回顧七〇年』の中で、日銀引受発行は「二石三鳥の妙手」と述べている。⁽²³⁾

高橋蔵相は、当初から国債日銀引受発行が「一時の便法」、「窮余の一策」だと考えていた。国債の買いオペが行き詰った時、国債発行額を削減せねばならないと決意し、昭和九年および一〇年度の予算編成で国債発行額を削減し、軍事費の支出を圧縮した。これが、二・二六事件の悲劇を招く原因となった。高橋蔵相は財政規律を守った最後の守護神である。

(2) 歴史から学ぶ

高橋財政の時代と今日とでは、歴史的條件が全く異なる。高橋財政期は「金融逼迫」、「高金利」であった。現在は超金融緩和であり、金利は歴史的な低金利水準となっている。しかも、金融緩和と低金利はバブル崩壊後、今日まで継続している。

国債日銀引受発行を議論する場合、こうした歴史的條件の違いを十分に学ぶ必要がある。昭和五〇年代に国債発行が困難になった時、昭和六〇年に国債償還のため短期国債発行が必要になった時、歴史の教訓が生きていた。復興債発行の際には、今を生きる現世代が負担を分かち合う、次の世代に負担を先送りしてはいけない、というコンセンサスが生まれた。

日本の国債市場は、金利変動に脆弱な構造であり、財政危機に直面している。この事態を直視し、歴史から謙虚に学ぶ必要があると思う。

注

- (1) 日本経済新聞 平成二四年一月二〇日
- (2) 朝日新聞 平成二四年一月二〇日
- (3) 日本経済新聞 平成二四年一月二日
日銀総裁「デフレ脱却の道筋―名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶」平成二四年一月二六日
- (4) 毎日新聞 昭和五六年九月六日
- (5) 国債発行システムの破綻、休債については、拙稿「破綻した国債管理システム」『週刊エコノミスト』昭和五六年一

- 月三日号、拙稿「休債は何を意味するか」『証券研究』八〇号、昭和六二年二月を参照
- (6) 大蔵省理財局「国債問題研究会」秘密議事録『週刊エコノミスト』昭和五八年六月二日 三一頁
- (7) 毎日新聞 昭和五九年二月一九日
- (8) 朝日新聞 昭和五九年二月二三日
- (9) 毎日新聞 昭和五九年一月一七日
- (10) 東日本大震災復興構想会議「復興への提言」平成三年六月二五日 一頁参照
- (11) 内閣府推定 平成二三年六月二四日公表資料
- (12) 日本経済新聞 平成二三年八月一日
- (13) 日本経済新聞 平成二三年五月三〇日
- (14) 復興債の財源調達に関する多くの議論については、拙稿「復興債の政治経済学」『証研レポート』一六六七号 平成二三年八月を参照されたい。
- (15) 財務省理財局「債務管理レポート 国の債務管理と公的債務の現状 二〇二二」八、三五、五九、六一、九二、一二四、一四七の各頁を参照
- (16) 日本経済新聞 平成二四年一月二二日
- (17) 毎日新聞 平成二四年一月二四日
- (18) この点に関して、詳しくは、拙稿「拡大する日本国債市場の危機」『証券経済研究』四一号(平成一五年三月)、『日経金融新聞』平成一四年一月一七日を参照されたい。
- (19) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引(二〇二二年一〇月)」

(20) 日本経済新聞 平成二十四年二月三日

(21) 日本経済新聞 平成二十四年二月三日

(22) 深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』『日本金融史資料』昭和編 第二〇卷所収 六四四～六四五頁

(23) 深井英五『回顧七〇年』『日本金融史資料』昭和編 第二〇卷所収 六七七～六七八頁

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)