

なぜ国債発行市場は安定しているか

中島 将隆

1 謎に満ちた国債発行市場の現状

国債は無制限に発行可能ではない。巨額の国債が継続的に発行されると、市中消化が困難になってくる。市中消化が困難になった時点で国債を増発すれば、民間の資金調達と政府の資金調達が競合し、民間資金調達が困難となつてクラウディングアウトが発生する。クラウディングアウトを回避して更なる国債を増発するには、中央銀行信用に依存せざるを得ない。国債が中央銀行に依存した場合の行きつく先は財政インフレである。

振り返ってみると、こうした国債大量発行の帰結を何度も経験してきた。昭和一二年に成立した臨時資金調整法は、国債発行と民間資金調達が競合を開始した時点で、民間資金調達を抑制し政府資金を優先的に確保する最初の調整であった。戦争の拡大によって国債発行額が膨張すると、不要不急部門の資金調達を抑制した上で、国債は日銀引受によって増発されていく。国債の日銀信用依存体制によってインフレが潜在化していった。

戦後を振り返ってみると、一九七五年（昭和五〇年）から大量国債発行の時代を迎えた。低利大量国債の発行により、昭和五〇年代中頃から国債の市中消化が困難になってくる。昭和五六年六月から八月までの間、はじめて休債が発生した。金融機関は一〇年物国債の引受を拒否し、政府は国債を発行することが不可能になった。その後、休債は日常化し、五〇年代後半には八回も繰り返された。国債流通市場においても大混乱し、昭和五五年にはロクイチ国債の大暴落によって、金融機関は国債評価損が経常利益を上回る危機に直面した。

では、今日の状態はどうか。平成一〇年（一九九八年）以降、日本は国債無制限発行時代に突入した。今年度に発行される国債は新規債と借換債を合わせ合計で一八〇兆円を超える。これほど巨額の国債が発行されているにもかかわらず、平成一〇年から今日まで、国債発行市場に混乱は全く生じていない。国債は市中で円滑に消化され、クラウディングアウトは発生していない。また、日銀が国債を市中から大量に購入しても財政インフレも発生していない。これほどの国債が発行されているのに、発行市場は安定しているのである。今日の市場は、昭和五〇年代の国債市場とは異なり、教科書的理解ではとうてい説明できない謎に満ちた市場といふべきだろう。

なぜ、国債発行市場は安定しているのだろうか。今日の国債市場は過去の市場の延長線上にある。この延長線上で、一体、国債市場に何が起こったのか。国債発行市場に如何なる変化が生じたのか。国債管理と金融政策はどのように変化したのだろうか。国債を取り巻く金融市場にどのような変化が生じたのだろうか。国債発行と市中消化は無限に可能だろうか。

2 国債強制割当発行の廃止と金利体系の崩壊

(1) 国債発行市場の最大の変化は強制割当発行が廃止されたこと

今日の国債発行市場は過去の延長線上にある。この延長線上で発行市場に何が起こったのか、まず、この点からみていく。最大の変化は国債の強制割当発行が廃止されたことである。国債発行は長らくの間、全ての金融機関を網羅したシ団引受によって発行されてきた。シ団メンバーは政府の決めた引受分担率によって国債が割当てられ、割当てられた国債を金融機関は応募取得していた。強制割当発行だから、政府は国債金利を人為的に決定することが可能である。財政負担軽減要求によって国債は低利で発行され、応募者利回りと流通利回りは常に乖

離していた。

強制割当発行（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あった。割当発行だから、発行額を決定すれば全額が市中で消化される。また、国債金利を人為的に決定することにより財政負担を軽減できたからである。

強制割当発行によって国債金利を低利に決定しても、国債金利だけを低利に決定することはできない。国債金利は基軸金利だから他の金利も国債とバランスを維持しながら決定する必要がある。このため、国債金利以外の金利も人為的に低利に決定された。そして、人為的に決定された国債金利を基軸金利として、精緻な規制金利体系が形成された。国債強制割当発行と規制金利体系、国債管理と金融政策は相互に分離不可能な関係にあり、昭和五〇年代中頃まで、こうした関係が維持されてきた。

（2）なぜ強制割当発行が廃止されたか

強制割当発行（シ団引受発行）には限界があった。まず、引受資金の量的限界である。昭和五〇年代中頃、金融機関は預金純増額のほぼ全額を国債引受に充当せねばならなくなった。民間資金調達と政府資金調達が競合を開始したのである。次に、低利国債の強制割当は銀行経営を圧迫する点である。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」と述べるに至った。

昭和五六年六月から八月までの間、重大な変化が生じた。シ団金融機関が国債の引受けを拒否し、政府は国債を発行することが不可能になったのである。日本の国債市場史に特筆すべき休債という異常事態が発生した。休債は五六年に引き続き、五七年七月、五八年二月・七月、五九年六月・七月と合計八回も発生し、休債が常態化

していった。

休債が常態化する中で国債を継続的に発行するには、まず、国債発行金利を市場実勢化することが必要となる。国債発行金利は休債を契機に次第に市場実勢を尊重して決定され、同時に、シ団引受発行が強制割当発行という性質も変化していく。

シ団引受発行の変貌を辿ってみよう。長期国債の発行が開始された昭和四一年（一九六六）から昭和六二年（一九八七）まで、一〇年物国債は全額が固定シェアで発行されていた。昭和六二年一月からシ団引受発行額の一〇%が入札で発行されるようになった。シ団引受の固定シェアが変更され、シ団引受発行の性質が変貌を始める。平成元年四月（一九八九）には、価格競争入札方式が導入された。この方式のもつ画期的な意義は、シ団引受で発行される国債金利が政府によって人為的に決定されるのではなく、競争入札によって決定される、という点である。入札で決定された発行条件は、入札部分だけでなく固定シェアにも適用されることになった。国債発行条件の決定権は、本来、市場に委ねられるべきものである。シ団引受の一〇年債金利の決定権は、価格競争入札方式によって、ついに政府から金融市場へ返還された。

価格競争の入札シェアは、当初は四〇%であった。ところが、このシェアは翌年の平成二年には六〇%に拡大され、一四年には七五%、一六年には八五%、一七年には九〇%になった。強制割当発行というシ団引受発行の性質は変貌し、限りなく公募発行に接近していった。シ団引受発行は平成一八年三月（二〇〇六）に廃止されるが、この廃止は現実の変化を追認したに過ぎない。

(3) 金利体系の崩壊と金融自由化

強制割当発行が困難になると、国債発行条件を人為的に決定することも困難になる。規制金利体系は人為的な国債金利決定の産物であった。国債金利市場実勢を尊重して決定されると、国債に連動する金利も自動的に自由化する。そして、人為的な規制金利体系は音を立てて崩壊することになる。

規制金利体系の崩壊は二つの意味をもっていた。まず、各種金利を発行体が自由に決定できるようになったことである。金利決定に際して国債金利とバランスをとる必要がなくなるから、金国逆転（七九年三月、八一年五月）八四年八月）、事国逆転（八三年三月）が日常的になる。また、国債金利の弾力的決定も容易になる。というのも、国債は金融債を介して長期プライムレートと連動しているため、国債金利を引き下げて長期プライムレートを引き上げることが不可能であった。

もう一つは、長短金融分離の原則など業態規制の撤廃が可能になったことである。長短金融分離の原則は戦後金融行政の根幹であった。この原則は長短金利のバランスによって維持されていた。金利バランスが崩壊すると、長短金融機関は安定的に資金を調達することが不可能になる。そして、業態規制を維持することが困難となる。

長短金融分離の原則が維持されている間は、五年物利付国債を発行することが不可能であった。五年物国債は調達期間が同じの五年金融債や貸付信託、金銭信託と競合するからである。規制金利体系の崩壊によって五年物利付国債の発行が可能になった。以下、金融自由化の影響を更に検討していく。

3 国債金利の自由化が国債市中消化を拡大した

(1) 休債が意味するもの

何時から国債金利は自由化したのか、日本の場合、必ずしも明確ではない。特定は困難だが、ほぼ昭和五〇年代後半に国債発行条件の自由化は完了した、と言えるだろう。休債がそのメルクマールである。昭和五六年六月から八月、シ団引受による国債発行が初めて不可能になった。国債を継続的に発行するには国債金利の市場実勢化不可避となる。休債が常態化することによって一〇年物国債金利は徐々に自由化していった。

興味深いことに、政府はこの時期、財政負担軽減のため国債金利を低利にすることは断念すると告白している。昭和五八年（一九八三）に公表された大蔵省の「国債問題研究会」の秘密議事録で、次のように述べている。

「座長：機動的な条件改定を阻害している要因は何か。財政負担増と長期プライムレート等の規制金利の存在、のどちらと考えるか。

大蔵省：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」といえば「（その結果、財政負担が増えても）仕方ない」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」（『週刊エコノミスト』一九八三年六月二日号 三一頁）

また、当時の理財局国債課長であった米澤潤一氏も、近著の『国債膨張の戦後史』（きんざい 二〇一三年）の中で「国債大量発行が続くなかで、理財当局としては、国債の円滑な消化が何よりの課題で、市場を無視した低金利での発行を強行しようなどという考えはとっくに消えていた」と昭和五九年六月の休債の前後を回顧しておられる（同書 九六頁）。

国債金利は昭和五〇年代末に自由化が完了したのである。同時に、国債は御用金から金融商品となり、国債は初めて金融機関の投資対象となった。また、国債種類の多様化が進展することによって、市場資金を国債投資へ誘導することが可能となり、発行市場の厚みも深まっていく。

(2) 御用金から金融商品への変貌

国債金利の自由化によって従来の国債発行と消化政策は一変した。シ団引受の一〇年国債は、これまで金融機関にとって厄介者であり、金融機関は国債を「御用金」として嫌々ながら引受けてきた。ところが、国債金利が自由化されると「御用金」ではなく、投資対象として「金融商品」に変化する。国債金利は昭和五〇年代後半から次第に市場実勢を尊重して決定されるようになるが、自由化の進展と共に国債が金融機関の投資対象となり、平成年代に入ると国債品不足が叫ばれるようになった。金融商品となった時点から、国債に対する需要が高まり、一〇年物国債の引受シェア獲得競争が始まる。

引受シェアの獲得競争は外銀の引受シェア拡大要求となって表面化した。日米円ドル会議で外銀の一〇年国債引受シェア拡大要求が出され、フォローアップ会合を通じて外銀の引受シェアが拡大していった。この過程でシ団引受の自由化が要求され、シ団発行に引受額入札方式、価格競争入札方式が導入されたのである。

金融機関は資金の運用対象として国債を保有する。同時に、国債を担保物件としても保有する。金融機関が担保として国債を保有する場合、国債の利回りは無視される。今日、驚くべきことに、国債マイナス金利が発生している。マイナス金利で国債を保有するなど、昭和五〇年代の国債市場を振り返れば信じられない現象だ。今日では国債品不足、国債マイナス金利が常態化している。こうした現象は国債金利の自由化、国債市中消化の拡大、

この延長線上で生じているのである。

(3) 国債種類の多様化が進展

シ団引受によって国債が強制的に発行されている間は、国債の多様化は必要がなかった。このため、長らくの間、発行される国債は一〇年物の一種類だけであった。また、国債種類の多様化には金融機関の強力な反対があった。金融機関が反対したのは、前述したように規制金利体系によって長短金利のバランスが維持され、金利バランスによって長期金融機関、短期金融機関はそれぞれ安定的に資金を調達することが保障されていたからである。

五年利付国債発行の歴史は、金融機関の既得権益を守る歴史でもあった。政府は国債市中消化を拡大するため、昭和五〇年、五年物国債の発行を計画した。この計画に対して興長銀・信託銀行は反対運動を展開した。五年物国債は五年物の利付金融債や貸付信託、金銭信託と競合するからである。反対運動は一年以上も続いた。このため政府は当初予定を変更し、五年物の発行額を年間三〇〇億円に圧縮すること、利付国債ではなく割引国債に限定すること、と妥協を余儀なくされた。

ところが国債金利が自由化すると、人為的に維持されていた長短金利のバランスも崩れる。長短金利のバランスが崩れると、長短金融分離の原則を維持することも困難になり、既得権益は消滅する。平成六年一〇月（一九九四）、銀行は期間五年の中期預金受入が可能となり、次いで平成一一年一〇月（一九九九）、銀行の社債発行が解禁された。

長短金融分離の原則が撤廃された翌一二年（二〇〇〇）、五年物利付国債の発行が開始される。今日では、五

年物国債は一〇年債と並んで中心的な国債となった。国債金利の自由化と規制金利体系の崩壊により国債種類の多様化が進み、国債の市中消化が更に拡大したのである。昭和五〇年以降の国債の歴史を振り返ると、今日の国債市場の安定は規制の撤廃と金融自由化の産物、と言えるだろう。

(4) 『金融抑圧』について

日本だけでなく先進国の多くは国債の累増に悩んでいる。累増する政府債務の重圧を軽減するため、今日、『金融抑圧』が議論されるようになった。金融抑圧とは膨張した政府債務を非常に低い金利でファイナンスできる状況を作り上げ、高インフレと人為的低金利で政府債務の実質的な返済を図ること、とされている。こうした『金融抑圧』の手法によって戦後のアメリカは財政負担の引下げに成功した、というものである。

この種の議論は、これまで何度も繰り返されてきた問題である。まず、アコード成立時点で連邦準備の金融政策を巡って戦わされた。インフレが進行している時、連邦準備は金融引締めのため国債売りオペの必要に迫られたが、財務省は国債価格を維持するため買いオペを要求した。財務省と連邦準備の対立は、時の大統領トルーマンの仲介が必要なほど先鋭化していった。一九五一年、両者の間でアコードが成立した。アコードの内容は、財政負担軽減のメリットとインフレ回避のメリットを比較すれば、インフレ回避のメリットが多きこと、従って、政府と言えども金融市場のルールに従って政府資金を調達すべき、というものであった。その一〇年後の「通貨と信用」の委員会報告でもアコードの内容を再確認している。

戦後日本の経験を振り返ってみると、国債金利を自由化することによって国債の市中消化が拡大し、国債市場は安定した。金融抑圧の議論は、昭和五〇年以降の日本の国債市場の推移を振り返って検証されるべきではない

か。

4 日本銀行の国債買入と低金利政策

(1) 国債市場を支える日銀国債買入

国債発行市場が安定している第二の要因は日銀の巨額の国債買入であり、低金利政策である。日銀が国債を継続的に買入れると国債相場は安定し、金融機関の国債投資も拡大する。国債金利が低下すると国債を保有している金融機関には国債の含み益、売却益が生まれる。デフレ下にあつて金融機関の好決算を支えたもの、それは金利低下の継続による国債の含み益だった。また、金融緩和によつて金融機関は国債投資資金を手にすることができた。日銀資金が国債発行と消化を支えている、といえるだろう。

日銀資金が国債市場へ参入するのは、通常、国債発行と消化が困難に直面した時である。戦時中の日銀国債引受だけでなく、戦後においても国債の市中消化が困難になると、必ず国債日銀引受の議論が繰り返された。

ところが、今日の日銀の国債買入は市中消化が困難になつたからでは決してない。日銀資金を国債市場に投入せずとも、国債は既存資金で消化可能である。金融機関は国債品不足、流動性不足と叫んでいるのが何よりの証拠である。

では、日銀の国債買入は如何なる目的だろうか。振り返ってみると、日本の場合、成長通貨は日銀の国債買いオペによつて供給されてきた。今日でも輪番オペによつて成長通貨が供給されている。ところが、二〇〇一年三月以降、日銀は成長通貨供給量以上の国債買入を開始した。以下では、まず、成長通貨の供給から始まる国債買取の特徴を概観したあと、その後の変化を辿ってみる。

(2) 成長通貨供給と日銀の国債買入

昭和四〇年（一九六五）の長期国債発行開始から今日まで、日本銀行は市場から国債を継続して買入れている。特に昭和五〇年（一九七五）までは、金融機関が保有している発行後一年を経過した国債を全額購入していた。日銀が発行された国債を全額買入れても財政インフレが生じなかったのは、国債発行額が成長通貨供給量の範囲内に留まっていたからである。

昭和五〇年の大量国債発行以降、日銀は全額買取を中止した。従来のような全額買取を行えば財政インフレが発生するからである。国債買取額を成長通貨供給量の範囲内に留め、更に国債を買入れる場合にも、発行後一年を経過した国債に限定した。発行直近の国債を買入れると国債の日銀発行だと批判される。この批判を回避するため、このルールを長らく維持してきた。

成長通貨の供給は国債買いオペによって供給されてきた。しかし、今日では、日銀の国債買入は成長通貨の供給だけではない。量的金融緩和政策、包括的金融緩和政策、異次元の量的・質的金融緩和政策によって、成長通貨供給量以上の巨額の国債を買い続けている。日銀の国債買入目的が大きく変貌したからである。政策目的の変化を、以下、箇条書きで整理する。

(3) 日銀の国債買入と政策目的の変化

① 量的金融緩和政策

- ・ 期間…二〇〇一年三月から二〇〇六年まで
- ・ 目的…金融緩和（非伝統的金融政策）

- ・手段・・成長通貨供給量を上回る国債買入によって金融緩和をすすめる
- ・買いオペ対象国債を従来の発行後一年経過した国債から直近発行二銘柄を除く国債に修正
- ・自己資本の毀損を回避するため償却原価法を採用（二〇〇四年度から）
- ・買いオペ額の膨張を回避するため買い入れ上限を銀行券残高とする銀行券ルールを導入
- ・国債買いオペ額の増額（毎月の国債買入額）・・当初四〇〇〇億円↓二〇〇二年一・二兆円↓二〇〇八年一・四兆円↓二〇〇九年一・八兆円（二〇一三年三月まで継続）

② 包括的な金融緩和政策

- ・二〇一〇年一〇月～二〇一三年三月
- ・サブプライムローン問題に端を発した世界金融危機に対処するため
- ・資産買入基金の創設・・国債などの買入れ
- ・長期国債買入額・・二〇一〇年一・五兆円↓二〇一三年七二兆円
- ・買入対象国債の残存期間・・一～三年の国債

③ 量的・質的金融緩和政策（異次元金融緩和政策）

（四月の異次元金融緩和政策）

- ・二〇一三年四月～
- ・金融緩和目的Ⅱデフレ脱却

・手法・金利からマネタリーベースへ

・大規模な国債買入・年間五〇兆円（二年間で二倍）

・買入国債の年限長期化・平均残存年数七年程度

・銀行券ルールの一時停止

（追加的金融緩和政策）

・二〇一四年一〇月～

・金融緩和目的・デフレ脱却の懸念払拭

・国債買入額増額・年間八〇兆円（三〇兆円増）

・全てのゾーンの国債買入

・年限長期化・残存期間七～一〇年程度に延長

（4）日銀の国債買入の特徴

日銀国債買入の目標は、成長通貨の供給に加えて、二〇〇一年以降の量的金融緩和、二〇一三年からの量的・質的金融緩和、異次元の金融緩和によるデフレ脱却、こうした目標を実現するため国債買入が行われるようになった。国債買入の新機軸と言うべきである。日銀信用の登場は、国債消化が困難に直面したからではない。既存資金による国債消化が可能であるにもかかわらず、日銀は巨額の国債を買入れている。この点が、過去の歴史とは全く異なる。

国債買入れ目的が異なっても、日銀資金が今日の国債市場に大きな影響を与えていることには変わりない。日

銀が継続的に国債を購入することにより国債相場は安定し、国債に対する市場の信頼が高まる。また、金融緩和によって国債投資に向かう資金が形成される。国債の市中消化が拡大したのは、金融自由化に加えて日銀の金融緩和政策である。

日銀の国債買入は、更に、長期金利の低下をもたらず。国債買入によって長期金利は、二〇〇一年以降今日まで、右下がりのイールドカーブを描いている。異次元金融緩和以降、一〇年物国債金利は〇・五%以下と歴史的な低水準にある。長期金利が一貫して低下を続けると、金融機関は金利低下による特別ボーナスを受け取ることになる。金融機関は巨額の国債を継続して購入してきたが、金利低下によって保有国債に含み益・売却益が発生した。長引くデフレによって銀行貸出は低迷しているが、銀行が好決算を計上することができたのは、金利低下による国債の含み益・売却益によるものであった。

今日の低金利政策は、以前の人為的低金利政策とは異なる。人為的低金利政策は低金利を実現する市場の条件がないところで、市場ルールを無視して人為的に金利を決定することである。従って、人為的低金利政策の下では債券の応募者利回りと流通利回りは乖離する。今日の低金利政策は金利メカニズムに基づく低金利政策であり、応募者利回りと流通利回りの乖離など発生するはずがない。

日銀が大規模な国債買入に出勤しても、今日までのところ、財政インフレは発生していない。国債市場を取り巻く環境は大きく変化したと考えざるを得ない。では、どのように変化したのだろうか。

5 国債市場をとりまく金融市場の変化―資金不足から資金余剰へ―

(1) 国債市場の安定を支える要因の再検討

国債発行市場が安定している第一の理由は、規制の撤廃と金融自由化によってもたらされた。国債金利が自由化することにより、国債は「御用金」から魅力的な「金融商品」となり、国債投資の拡大によって国債品不足、マイナス金利が発生するまでになった。また、長短金融分離の原則の撤廃によって、五年物利付国債の発行が可能になった。五年物利付国債は今日、一〇年債と並ぶ重要な金融商品となっている。

だが、自由化によって発行市場は安定したが、国債の商品性の改善、五年物利付国債の発行は、市中資金を国債に誘導する媒介項に過ぎない。国債投資に向かう資金、この資金が無ければ国債消化は進まない。国債投資に向かう潤沢な資金、これは一体、どのように形成されたか、この点こそが市場安定の秘密を解くカギである。

市場安定の第二の要因は、日銀の国債買入と低金利政策にあった。国債金利の低下と国債相場の安定によって、国債市場は安定している。しかし、ここにおいても国債投資に向かう資金形成が問題となる。量的・質的金融緩和と政策は銀行の国債消化を拡大するためではない。むしろ、国債投資から他の投資へ向かうリバランス効果を目標にしている。国債消化資金は日銀が供給せずとも、市中には十分に形成されている。

以上のことから、国債投資に向かう資金、この資金が如何にして形成されているか、この点を明らかにすることが重要な課題となる。

(2) 国内金融機関中心の国債消化構造

本年三月時点の国債消化構造をみると、銀行三六・五%、生損保一九・三%、日銀二〇%、海外八・四%、年

金基金三・四%となっている。年金基金（GPIF）はこれまで資産の六五%を主として国債で運用していたが、国債の運用比率を引下げ三五%に圧縮する予定と伝えられている。また、日銀は追加的金融緩和政策によって国債買入れ額を五〇兆円から八〇兆円に増額する予定だから、来年末の日銀国債保有比率は三〇%に達すると推測される。GPIFの減額分を日銀が肩代わりしたことになる。海外の保有は昨今増加しているとはいえ、未だ全体の一割にも満たない。日本の国債は国内資金によって全体の九〇%以上を保有しているが、中でも金融機関の保有比率が一番大きい。銀行と生損保で全体の五割以上を保有している。従って、国債の市中消化拡大を支えているのは、国内の金融機関と言って過言ではない。

（3）金融機関の国債投資資金の形成

では、金融機関の国債投資資金はどのように形成されているのか。先ず、預金の増加である。金融資産の蓄積によって家計部門の金融資産は増加を続けている。長引くデフレにもかかわらず家計部門の貯蓄率はマイナスとはなっていない。昨今、貯蓄率は高度成長期と比較すると低下しているが、他国と比較してなお高い水準である。

家計部門の金融資産が増加を続けているのは経済が成熟した反映である。家計部門の金融資産は金融機関に集中する。銀行中心の間接金融優位の下では、家計部門の金融資産は預貯金や保険に向かう。銀行に向かった家計部門の金融資産、これが国債投資の資金源泉である。経済の成熟によって金融資産は増加を続けている。家計部門の純金融資産は、現在のところ、政府債務残高を上回っている。国債発行市場が安定している大きな要因、それは家計部門の金融資産蓄積が増加していること、家計の純資産が政府の債務を上回っていること、この点にある。

次に、金融機関の国債投資資金は、貸出需要の減少と企業の資金需要停滞によって消極的に作りだされる。部門別資金過不足の推移をみると、法人企業は二〇〇〇年以降今日まで、従来の資金不足部門から資金余剰部門に変化した。昨今では、法人の資金余剰が家計部門を上回っている。法人が資金余剰となれば、金融機関からの借入需要は拡大するはずがない。法人が資金余剰部門に転化したのは、一つには経済の成熟によって自己金融が高まっているからとも考えられる。しかし最大の要因は長引くデフレにある。デフレマインドから脱出しない限り、法人企業の資金需要は生まれてこない。

(4) 資金余剰下の国債発行限度

資金不足から資金余剰へ、国債を取り巻く金融環境は大きく変貌した。国債発行市場が安定しているのは、規制の撤廃と金融緩和政策に加えて、資金不足から資金余剰になったから、ということが出来る。

資金不足の時代では、国債が限度を超えて発行されるとクラウディングアウトが発生した。金利メカニズムによる国債発行の歯止が機能した。ところが、資金余剰になれば、金利メカニズムによる国債発行歯止は機能しない。資金が潤沢であれば、政府部門の資金調達と民間部門の資金調達は競合しない。

では、競合しなければ無制限発行が可能だろうか。金融機関が国債投資に向かうのは、国債が有利な投資対象と判断しているからである。有利な投資対象とは何か。償還の確実性、国債に対する信頼である。では、この信頼は何に依存しているのか。償還の確実性の担保となる財政規律である。資金余剰の時代にあつて、この財政規律の維持こそが国債市場を安定にとって最重要となっているのだ。

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)