

国債残高の累増をめぐる

——資金循環・国債市場・金融政策の視点から——

石 田 定 夫

要 旨

国債の大量発行、国債残高の累増は、デフレ克服に取り組むわが国経済において不可避の問題である。前稿「デフレ経済と資金循環」（本誌38号，02年7月）において、1998年以降のデフレ局面では銀行貸出の減少を主因に資金循環の規模が縮小したこと、そのなかで国債発行額が年々大幅に増大し国債残高の累増が目立ってきたことを指摘し、これは「国債新時代」ともいえる異常な状況であると述べた。

この小論は前稿の延長線上の作業であり、国債残高の累増問題をデフレ局面の資金循環の枠組みのなかで改めてとりあげ、とくに現在の量的緩和政策の影響も含めて考察するものである。再考察の意図のひとつは、今次デフレ局面98～01年度の資金循環の態様を、円高ブーム期86～90年のそれと対比し、デフレ経済下の国債増発の状況を浮き彫りにし、あわせて経済全体のバランスシート図を素描することにある。バランスシート図は「国債新時代」の金融の全体図の理解に役立つであろう。小論のいまひとつの意図は、現在の量的緩和政策の国債市場、資金循環への影響と問題点を検討する点にある。そこではマネタリーベース増加の影響と日銀の国債保有高の増加の問題が考察の主対象になる。

2002年9月末国債残高は504兆円、その85%（430兆円）は金融部門の保有である。そのうち民間・公的金融部門の保有高はともに175兆円でほぼ肩を並べ、日銀の保有高は80兆円であり、家計部門は13兆円である。01年3月以降1年半の間、国債残高増加96兆円の動きをみると、そのうち60兆円が公的金融と政府（社会保障基金）の保有増加になり、29兆円が日銀の買いオペによる保有増加である。家計部門の増加は3兆円にとどまる。このように公的部門の増加と日銀の買いオペの比重が圧倒的に大きい。今後、国債残高の増加が予想される折、この引き受け消化の状況、その資金循環全体とのバランス関係には注目を要する。

日銀の量的緩和政策は国債買いオペの増額を軸として実施されており、日銀の

マネタリーベースの供給は潤沢に行われてきた。買いオペ増額は市場に好材料となり、国債利回りは超低水準で推移してきている。しかし銀行貸出・マネーサプライの供給は伸びず、その実体経済活動への効果はあらわれていない。量的緩和のもとに国債市場は本年に入り「過熱」の様相(利回り0.8%台)さえ呈するまでになったが、銀行の資金仲介機能は麻痺しその効果があらわれていない。これは「デフレの罠」である。日銀勘定では銀行券発行高と当座預金残高(マネタリーベース)の増加の見合い資産として国債保有高が増加し、あたかも「国債本位制」の体裁を呈している。折から「財政金融一体化」への論議が強まっており、政策効果への期待が強く求められている。しかし、そこには多岐にわたる論点の整理が必要である。

目 次

まえがき

I. 資金循環フロー統計の観察

II. 資金循環ストック統計の観察

III. 金融システムと資金循環バランスシート

1. 金融システムと信用・通貨の動き

2. 資金循環のバランスシートの素描

IV. 量的緩和の影響と問題

1. 今次量的緩和政策の枠組み

2. マネタリーベース増加の影響

3. 需要不足か流動性不足か

4. 中央銀行の信認問題

5. 財政金融政策の一体化について

は し が き

日本経済が現在のデフレ局面から脱出するには、国債残高の累増問題を受けては通れない状況にある。財政金融一体とした積極的な政策展開が模索されている。前稿「デフレ経済と資金循環」(本誌38号, 02年7月)¹⁾において、私は1998年以降のデフレ局面の銀行貸出の減少を主因に資金循環規模が縮小したこと、そのなかで国債発行額が年々大幅に増大し国債残高の累増が目立ってきたことを述べた。これはまさに「国債新時代」とでもいえる異常な状況である。

本稿は前稿の延長線上の作業であり、デフレ局面の国債残高の累増問題を資金循環バランス

の枠組みのなかで改めて考察するものである。再論の意図のひとつは、今次デフレ局面98～01年度の資金循環のフローとストック両統計を、対照的な円高ブーム期86～90年のそれと対比・観察し、デフレ経済下の国債増発の異常な状況を浮き彫りにすることである。そして資金循環統計によって「国債新時代」下の経済全体のバランスシートを素描し、国債について若干の問題を指摘する。いまひとつの意図は、今次量的緩和政策の国債市場および資金循環バランスへの影響と問題点について検討する点にある。

「国債新時代」において量的緩和政策は国債買いオペレーションの増額を軸にして行われている。それは「国債本位制」ともいえる枠組みである。「財政金融一体化」の政策姿勢が強まるなかで、その景気回復への政策効果が期待され

ているが、半面、「国債本位制」の発券制度としての規律を設けることの論議が残っている。

本稿の記述に用いた資金循環統計（日本銀行調査統計局作成）について予めコメントしておこう。80年代の記述には旧資金循環統計（歴年ベース）、90年代以降には改訂資金循環統計（年度ベース）を用いた。これは改訂作業が80年代に遡及されていないためであり、80年代の記述は拙著『日本経済の資金循環』で用いた歴年ベースの統計値を引用することにした²⁾。改訂統計は金融システムの発達に即して部門の構成、取引項目の分類、調査対象の拡充など全面にわたって改訂作成されたものである³⁾。新旧統計シリーズにはこうした大きな相違点があるが、本稿では一応のリザーベーションをおいたうえで両統計を併用することにした。本稿のように80年代と90年代の骨太な統計的観察をするうえで大きな支障はないものと思われる。

I. 資金循環フロー統計の観察

ブーム期・デフレ局面それぞれの資金循環の規模を対比する共通の尺度として、資金循環の金額が経済活動水準（名目 GDP）に対してどの程度の比率にあるか、比率の形でみることにしたい。資金循環フロー面の規模は、国内非金融部門（企業・政府・家計・民間非営利団体）の広義金融市場からの資金調達額（金融機関借入・債券・株式発行・対外借入）によってとらえられる。あるいは、その資金調達の対応関係にある同部門の資金運用額（現金・預金・証券投資・保険債権・対外債権など）によってとらえることができる⁴⁾。資金調達額 FRd と資金運用額 FEd は、経済全体としては——対外債権・債務を別とすれば——「貸しイコール借

り」の簿記的定義から同額である⁵⁾。そして、両者の対 GDP 比率、すなわち FRd/GDP あるいは FEd/GDP は、当該年度における経済活動に対する資金循環の規模を集約的に示す指標といえる。

図表 1 において FRd/GDP は、ブーム期（86～90 年）の 24.1% に対してデフレ局面（98～01 年度）には 8.8% と 1/3 程度低く、また図表 2 において FEd/GDP も、それぞれ 28.6% と 9.7% であり、同じく 1/3 程度の開きである。

部門別・取引項目別にみると、資金循環の内容においても大きく変化していることが分かる。

80 年代の円高ブーム期には民間企業・家計の投資活動、さらに株式市場の活況に伴って銀行貸出・起債・増資などの資金調達が活発化し、現金・債券株式投資などの資金運用額も好伸した。

ブームが終焉し景気調整期に入った 90 年代にはその反動として巨額化した貸出は順次返済され、株価低落から増資・民間起債は頭打ちになった。半面、公共債とくに国債発行額が増加した。デフレ局面には、銀行貸出の減少、国債増発の動きがいっそう加速され、部門別には企業部門の資金調達が大幅減、公共部門のそれが著増した。結局、FRd 全体の減少は銀行貸出の大幅減少によるものである。

FEd も FRd の動きに照応して、90 年代には増勢が低下した。項目別には、預金が企業部門の借入減の見合いとして増勢鈍化したのが著しい。流動性と安全性を求めて現金・流動性預金が増加し、定期性預金・信託が減少した。

図表 3 「部門別資金過不足」は、各部門の資金の調達と運用の差額の対 GDP 比率を示した

図表1 国内非金融部門の資金調達

(単位 兆円)

	年81/85	86/90	年度90/93	94/97	98/01
(計) FRd	290.6	454.7	257.9	212.8	180.6
FRd/GDP(%)	20.3	24.1	13.6	10.5	8.8
GDP	1,432.8	1,887.8	1,895.8	2,029.7	2,045.6
(部門) 企業	122.1	270.0	147.3	33.3	-35.0
家計	51.4	117.7	60.2	40.6	-1.0
政府	117.1	66.9	50.4	138.9	216.6
(項目) 借入	188.6	312.2	178.4	90.0	-5.0
(民間借入)	(136.7)	(259.8)	(114.3)	(28.5)	(-37.5)
債券	93.8	101.0	58.7	111.4	148.4
(公共債)	(84.1)	(50.5)	(43.4)	(110.0)	(145.1)
<国債>	<67.7>	<31.1>	<31.5>	<68.5>	<136.8>
株式出資	8.9	26.1	29.4	26.3	31.4

(出所) 日本銀行調査統計局「資金循環統計」。以下の各表同じ(表9・15を除く)。

図表2 国内非金融部門の資金運用

(単位 兆円)

	年81/85	86/90	年度90/93	94/97	98/01
(計) FEd	316.9	539.8	291.5	241.5	198.0
FEd/GDP(%)	22.1	28.6	15.4	11.9	9.7
GDP	1,432.8	1,887.6	1,895.8	2,029.7	2,045.6
(部門) 企業	83.3	169.8	2.3	-3.2	48.9
家計	204.0	319.9	220.5	186.2	98.4
政府	29.7	50.1	66.2	57.4	51.3
(項目) 現金預金	162.3	254.2	122.9	121.8	98.9
(現金)	(5.7)	(13.3)	(2.8)	(12.2)	(16.9)
(流動性預金)	(15.8)	(21.1)	(12.5)	(48.1)	(121.5)
(定期性預金)	(88.3)	(179.6)	(61.8)	(-5.7)	(-47.7)
(郵便貯金)	(40.5)	(33.0)	(48.9)	(56.9)	(-1.1)
信託	23.3	56.9	(9.2)	(-18.6)	(-19.9)
債券	57.3	82.6	12.7	-5.9	11.7
株式	5.8	6.5	22.9	20.9	18.0
保険年金	43.4	105.1	87.2	79.2	39.5
(参考) M ₂ +CD	105.9	190.1	53.7	67.3	83.3

(注) 新旧統計の間で、取引項目の分類で若干の変更がある(一例、旧統計の信託は新統計では信託受益権として債券類に含められる)。

ものである。前述の図表1・2において国内非金融部門の資金運用額合計FEdは調達額合計FRdを上回っており、図表3において「資金余剰」として記録される。これは金融部門のそれと合わせて海外部門の「資金不足」に対応し、開放体制下の経済全体では「貸しイコール

借り」のマクロバランスとなる。また、これは「投資プラス対外経常黒字イコール貯蓄」と表裏の関係にある。つまり、「部門別資金過不足」は、資金循環全体のバランスを経済各部門のインバランスに分けてみたものであり、問題は各部門のインバランスの動きとそれが全部門

図表3 部門別資金過不足

(対GDP比 %)

	年81/85	86/90	年度90/93	94/97	98/01
金融機関	0.4	-0.6	0.3	1.2	1.3
国内非金融	1.5	3.3	2.1	0.7	1.0
企業	-2.6	-5.0	-7.1	-2.5	4.4
政府	-6.1	-0.6	1.1	-3.8	-8.5
家計	10.2	8.9	8.2	7.0	5.2
民間非営利	-	-	-0.1	0.0	0.0
海外	-1.9	-2.6	-2.4	-2.0	-2.3

のバランスのとり方にある。

具体的に図表3をみると、国内非金融部門は80～90年代を通して資金余剰（プラス）であり、海外部門は逆に2%台の資金不足（マイナス）を続けている。これはわが国の経常収支が恒常的に黒字（相手国の外国が赤字）であり、国内経済部門は貯蓄超過（ $FEd > FRd$ ）であることを示す。国内非金融部門のうち企業部門は資金不足であったが、90年代半ば以降低下し、デフレ局面には4%台の資金余剰に転じた。半面、政府部門の資金不足の比率が上昇し、デフレ局面にはその比率が8.5%と大きく突出した。家計部門は90年代入りまでは恒常的に8%台以上の高水準の資金余剰であったが、90年代半ばに7%、デフレ局面には5%と低下した。これは所得・雇用環境の悪化を背景に個人所得・貯蓄の伸び悩みを映ずるものであろう。

こうした80年代のブーム期から90年代終りのデフレ局面への各部門「資金過不足」バランスの変化は、経済活動の不況に伴い資金循環規模の縮小、とくに銀行貸出の減少・国債発行の増大といった動きの結果を集約的に示したものであり、経済のデフレの深刻化を示す一面でもある。

II. 資金循環ストック統計の観察

ここで資金循環のストック面、すなわち国内非金融部門保有の金融資産負債残高の統計の観察に移る。図表4は、これら金融資産負債残高の80～90年代の年率増加率を表示したものである。

図表4によれば、金融資産負債残高合計の増加率はいずれも80年代は10～11%の高率であったが、90年代には2%台に大きく低下した。ちなみに、名目GDP成長率が80年代6%、90年代前半2%、後半0.4%である。80年代には金融資産の増加率はGDP成長率より高くあらわれ、「資産インフレ」を表徴しているが、90年代はその調整の過程であり、とくに後半はデフレ局面を示すものであろう。

金融資産残高の部門別増加率では、企業・家計両部門ともに80年代は10%以上で高く、90年代は低下し、とくに企業部門は不況の影響、財務リストラを映じてマイナス値となった。項目別には、マネーサプライ $M_2 + CD$ が80年代後半の10%から90年代は2～3%に低下したが、それでも金融資産全体の平均増加率を若干上回った。信託や保険は80年代の14%前後から90年代後半には低下し、とくに信託はマイナスと

図表 4 国内非金融部門の金融資産負債残高・年率増減率 (単位: %)

	年81/85	86/90	年度91/95	96/00
金融資産残高	11. 2	10. 9	2. 6	2. 0
(部門) 企業	12. 9	11. 9	-8. 3	-1. 5
家計	10. 8	10. 1	3. 8	2. 3
(項目) M ₁	6. 0	6. 1	7. 0	8. 0
M ₂ +CD	8. 6	9. 9	2. 1	3. 1
信託	13. 6	15. 8	0. 9	-14. 6
保険年金	14. 4	13. 6	8. 7	3. 8
債券投資	} 17. 4	} 10. 1	1. 3	-1. 2
株式 "				
金融負債残高	10. 0	10. 3	2. 1	2. 0
(部門) 企業	10. 0	11. 2	0	-1. 4
政府	10. 6	2. 0	8. 8	10. 0
家計	8. 2	12. 2	3. 3	0. 4
(項目) 借入	8. 7	9. 6	3. 0	-1. 2
(民間金融)	(9. 0)	(10. 6)	(1. 0)	(-1. 6)
債券発行	12. 0	4. 3	8. 0	7. 5
(国債)	(15. 0)	(4. 2)	(9. 2)	(10. 7)
株式	15. 1	12. 6	-1. 9	-1. 0
(参考) GDP 名目	5. 9	6. 0	2. 2	0. 4

なった。

金融負債残高の部門別増加率では、企業・家計両部門ともに大きく変化し、バブル発生・崩壊、つづいてデフレの影響を受けたことを示している。とりわけ企業部門は90年後半には純減し、マイナス値となった。半面、政府部門の負債残高の増加率が90年代前半9%、後半10%に上昇した。項目別には、民間金融機関借入と株式発行が80年代後半の10%台から90年代後半にはマイナス値となり、反対に国債は4%から10%台に大きく高まった。

図表5「金融資産残高」において、2002年9月末合計残高（速報値）は2,300兆円（内部取引調整後）、対GDP比率4.57である。項目別には現金・預金1,013兆円（対GDP比2.02）がその4割以上を占めており、うち流動性預金288兆円、定期性預金378兆円、現金64兆円であ

る。預金以外では保険年金が400兆円、債券保有が195兆円、株式出資金が263兆円である。家計部門の保有残高は1,392兆円（対GDP比2.77）、企業部門は450兆円（同比0.90）で両部門で全体の8割である。

02年9月末合計残高は95年度末比較で175兆円の増加、対GDP比は4.23から4.57に上昇した。項目別には現金・預金が144兆円増加、うち流動性預金の増加が142兆円、定期性預金は逆に50兆円減少した。また保険年金は68兆円増加、株式出資金は208兆円減少した。部門別には企業部門の資産残高は25兆円の減少、家計部門は125兆円の増加、政府部門は77兆円増加した。政府部門は社会保障基金の繰入れ増加による運用額の増加を示す。なお、M₂+CD残高の伸びがきわめて低いにもかかわらず、名目GDPがほぼゼロ成長であったため、「マーシャ

図表 5 国内非金融部門：金融資産残高

(単位 兆円)

	年度95 (96/3)		年度02上期末 (02/9) ³⁾	
現金・預金	870.3	1.73 ⁴⁾	1,013.9	2.02 ⁴⁾
現金	41.3	0.08	63.6	0.13
流動性預金	145.9	0.29	288.0	0.57
定期性預金	428.2	0.85	378.1	0.75
郵便貯金	213.4	0.43	236.5	0.47
財融資預託金	140.5	0.28	147.3	0.29
債券	190.8	0.38	195.1	0.39
(国債)	(20.1)	(0.07)	(55.4)	(0.11)
株式・出資金	471.3	0.94	263.3	0.52
(株式)	(303.6)	(0.60)	(129.4)	(0.26)
保険年金	332.4	0.66	400.6	0.80
対外債権	72.0	0.14	150.8	0.30
合計 ¹⁾	2,495.4	4.97	2,561.4	5.10
純計 ²⁾	2,125.3	4.23	2,300.0	4.57
(部門別) 家計	1,267.0	2.52	1,392.3	2.79
企業	475.4	0.95	450.8	0.90
政府	337.0	0.67	414.5	0.82
(参考) M ₂ +CD	560.1	1.12	670.9	1.33

(注) 1) 合計はその他も含む。

2) 純計は部門内取引を控除した計数。

3) 速報値 (金融経済統計月報02年12月号掲載)。以下各表同じ。

4) 対GDP比率。

ルのk」は1.12から1.33に上昇した。

次に図表6「金融負債残高」において、02年9月末合計残高(速報値)は2,094兆円(内部取引調整後)、対GDP比は4.17である。項目別には借入残高950兆円(対GDP比1.89)が全体の45%を占め、うち民間金融借入は600兆円、公的金融借入330兆円である。債券発行残高は670兆円(同比1.34)、うち国債は442兆円、事業債は53兆円、株式・出資金は355兆円(同比0.70)である。部門別には企業部門が980兆円(同比1.94)、全体の47%である。政府部門は770兆円(同比1.53)、全体の35%、家計部門は330兆円(同比0.66)である。なお政府部門の負債残高と国債残高の差は政府短期証券・地方債・公的金融機関借入などである。

02年9月末負債残高は、合計で95年度末比較

70兆円の増加、対GDP比は4.03から4.17へと高まった。項目別には民間金融借入が87兆円減少、株式出資金が116兆円減少したが、債券発行は223兆円増加、うち国債は200兆円増加した。部門別には企業部門の負債残高は280兆円減少、政府部門は340兆円増加した。

次に図表7「わが国対外資産負債残高」は、金融・国内非金融部門の保有する対外債権債務の合計残高を記録する。02年9月末対外資産残高は385兆円、対外負債残高は197兆円、差し引き純資産残高は188兆円、対GDP比は0.37である。なお、対純資産残高の対GDP比は、90年度末0.12、95年度末0.17から02年9月末0.37に上昇している。これは前掲図表3でみたように、わが国経常収支が年々黒字を続けてきたことに照応するものであり、経常黒字分だけ年々

図表 6 国内非金融部門：金融負債残高

(単位 兆円)

	年度末95 (96/3)		年度02上半期末 (02/9)	
借入	981.0	1.95 ³⁾	948.6	1.89 ³⁾
民間金融借入	685.3	1.37	598.6	1.19
公的金融借入	276.1	0.55	330.0	0.66
割賦借入	19.6	0.04	20.0	0.04
債券発行	449.6	0.89	671.7	1.34
国債	243.7	0.49	442.3	0.88
その他公共債	127.8	0.25	149.2	0.30
事業債	48.3	0.10	53.3	0.11
株式・出資金	471.3	0.94	354.8	0.70
(株式)	(303.6)	(0.60)	(237.3)	(0.47)
対外債務	3.3	0.01	4.0	
合計 ¹⁾	2,402.5	4.78	2,353.0	4.68
純計 ²⁾	2,024.5	4.03	2,094.4	4.17
(部門別) 企業	1,253.8	2.50	977.4	1.94
政府	431.6	0.86	769.4	1.53
家計	322.5	0.64	331.6	0.66

(注) 1) 合計はその他も含む。

2) 純計は部門内取引を控除した計数。

3) 対GDP比率。

図表 7 わが国対外資産負債残高

(単位 兆円)

	年度末95 (96/3)		年度02上半期末 (02/9)	
対外資産	296.7	0.59 ²⁾	385.2	0.77 ²⁾
預金	18.1	0.04	7.2	0.01
貸出	96.8	0.20	79.4	0.16
直接投資	19.1	0.04	34.9	0.07
証券投資	80.6	0.16	221.6	0.44
その他	60.5	0.12	▲ 14.0	▲ 0.03
外貨準備高	21.6	0.04	56.1	0.11
対外負債	210.8	0.42	197.2	0.39
預金	22.3	0.05	7.5	0.01
対外借入	97.2	0.19	78.7	0.16
債券	31.5	0.06	31.3	0.06
株式	42.8	0.08	50.7	0.10
その他	17.0	0.03	29.0	0.06
(差) 対外純資産	85.9	0.17	188.0	0.37

(注) 1) 資金循環統計「海外部門」残高計数から作成。

2) 対GDP比率。

の対外純資産残高の蓄積増加となったのである。

02年9月末資産残高は95年度末に比べて88兆円増加、負債残高は14兆円減少、純資産残高は102兆円の増加となった。項目別には対外証券

投資が140兆円増加、対日証券投資は8兆円増加、銀行勘定関係では債権減少28兆円、債務減少34兆円、これに外貨準備高の増加34兆円が加わった。

ちなみに、前述02年2月末国内非金融部門の

金融資産残高は2,300兆円、負債残高は2,094兆円、差し引き純資産残高は206兆円である。わが国対外純資産残高188兆円は、この国内非金融部門の純資産残高206兆円から金融部門の純負債残高18兆円を控除した金額に対応するのである。

Ⅲ. 金融システムと資金循環 バランスシート

1. 金融システムと信用・通貨の動き

これまで資金循環統計によって非金融部門をみてきたが、ここで金融部門あるいは金融システムの統計の検討に移ろう。

図表8によって金融部門全体（民間金融・公的金融および中央銀行を含む）の与信・受信両

面の動き（フロー）をみると、90年代後半以降、貸出とくに民間金融貸出は純減したが国債投資は増加しており、受信面では預金・債券発行・保険などが軒並みに減少ないし伸び悩みを示している。

貸出の減勢は民間金融機関に強くあらわれ、98年度以降純減になり、公的金融機関貸出も01年度以降減少に転じた。民間金融機関の国債投資は90年代前半には増加したが後半に頭打ちであり、公的金融機関のそれは前半・後半を通じて増加した。日銀の国債買いオペは後半に増大したが、政府短期証券が減少した。

一方、預金は90年代後半には定期性預金から流動性預金へのシフトとともに増勢鈍化し、01年度入り後は微増にとどまった。債券類（株式以外の証券）の発行には金融債・信託受益権が含まれており、90年代後半にこれらが解約・純

図表8 金融部門の与信・受信（フロー）（単位 兆円）

	年度91/95	年度96/00	年度01/02上半
貸 出	137.0	-11.3	-37.5
（民間金融）	49.7	-74.7	-33.4
（公的金融）	90.0	62.8	-4.1
債券投資	156.2	178.0	44.2
（国債）	(78.6)	(149.6)	(66.7)
（民間金融）	64.5	132.8	-22.8
（公的金融）	76.2	42.0	33.4
（中央銀行）	15.5	3.2	33.6
計	293.2	166.7	6.7
預 金	141.2	110.5	6.9
（流動性預金）	(38.9)	(68.4)	(73.7)
（定期性預金）	(24.0)	(-6.2)	(-43.1)
（郵便貯金）	(76.0)	(35.5)	(-13.2)
債券発行	16.5	-20.9	24.5
保険年金	113.7	69.3	0.8
計	271.4	158.9	32.2
国内銀行			
貸 出	8.2	-25.0	-21.3
債 券	-0.6	50.5	2.4
（国債）	(-1.5)	(28.0)	(3.2)
預 金	10.4	32.7	9.3

図表9 M₂+CD 増減と信用面の対応

(単位 兆円)

	年90/91	92/93	94/97	98/01
△ M ₂ + CD	46.4	10.5	70.7	71.6
(1) 対 外 資 産	7.9	49.6	21.6	13.6
(2) 国 内 信 用	68.7	23.4	21.8	63.1
対 政 府	-3.5	12.9	-4.7	104.6
(国 債)	(-3.1)	(12.0)	(5.9)	(96.9)
対 地 公	0.2	4.0	6.4	3.2
対 民 間	71.9	6.5	20.1	-44.7
(貸 出)	(61.7)	(3.5)	(11.3)	(-40.7)
(社 債 株 式)	(10.2)	(3.0)	(8.7)	(-3.6)
(3) そ の 他	-30.3	-62.5	27.2	-5.1

(注) △M₂+CD=(1)対外資産純増+(2)国内信用増+(3)その他

(3)その他：金融債・信託勘定借・金融機関預金の増(-)減。

〔出所〕日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』。

減した。01年度以降、財融債の発行（62兆円）が始まった。保険年金準備金は前半に堅調のあと後半には減勢に転じた。

なお、国内銀行は民間金融機関の中核であるが、その預貸証の動きは、貸出の純減、国債投資の頭打ち、預金の伸び悩みなど苦しい状況を示している。

図表9「M₂+CD 増減と信用面の対応」は、資金循環統計対象の全金融機関のうち日本銀行と銀行等の預金取扱機関（信組・農協・郵貯を除く）を対象（以下、銀行組織という）として、マネーサプライM₂+CD 増減と与信面（対外資産・対政府信用（国債）・対民間信用（貸出）など）の動きを記録したものである⁹⁾。

同表において、98年以降、銀行組織の対民間貸出が純減に転じた半面、国債引き受けが大幅に増大して、97年までの動きとは著しい違いがみられる。すなわち、94～97年のM₂+CD 増加額70兆円の見合いは対外資産増加21兆円、対民間与信20兆円、その他27兆円であったが、98～01年間のM₂+CD 増加額は72兆円、その信用面の対応は対外資産増加14兆円、対政府信用105兆円であり、対民間信用の減少45兆円はむしろ

マネーの減少要因となった。これは銀行の相手サイドの企業部門において銀行借入と預金が見合いに減少したことに照応する。

再び資金循環統計に戻り、図表10は「金融システム」（全金融機関・証券市場を含む financial markets）における資金仲介の経路と規模（残高ベース）を示したものである。

前述のように、90年代を通して民間金融機関の貸出残高および株式投資が減少したが、国債を中心に債券投資が増加した。そのため「金融システム」全体における間接金融のシェアは95年度末73%から02年9月には78%に上昇した。金融機関のなかでは民間金融（51%→48%）よりも公的金融（20%→26%）の伸びが目立った。

直接金融の金額は95年度末より減少し、シェアも95年末の24%から19%に低下した。これは、株価の下落・低迷によって家計・企業の株式保有高の減額が響いたためである。半面、政府（社会保障基金）の国債保有高は増加した。

海外の対日証券投資は株式を中心に幾分増加した。

図表10下段は資金仲介残高を金融機関貸出・

図表10 金融システムと資金仲介の経路

(単位 兆円)

	年度95 (96/3)		年度00 (01/3)		02上半期 (02/9)		増減 (フロー)		
							年度95/00	01/3～02/9	
		%		%					
1 金 融 機 関	1,736.0	73	1,896.0	76	1,876.4	78	160.0	-19.6	
貸 出	1,053.8	44	1,042.5	42	1,005.0	41	-11.3	-37.5	
債 券	514.3	22	692.3	28	736.5	30	178.0	44.2	
株 式 出 資	167.9	7	161.2	6	134.9	6	-6.7	-26.3	
〔 ①民間金融	1,210.5	51	1,260.8	50	1,172.7	48	50.3	-88.1	
	②公 的 金融	479.3	20	585.8	23	620.5	26	106.5	34.7
	③中 央 銀行	46.2	2	49.4	2	83.1	3	3.2	33.7
2 国 内 非 金融	571.8	24	502.6	20	458.4	19	-69.2	-44.2	
債 券	190.8	8	185.6	7	195.1	8	-5.2	9.5	
株 式	381.0	16	317.0	13	263.3	11	-64.0	-53.7	
3 海外の対内投資	74.3	3	101.1	4	82.0	3	26.8	-19.1	
合 計	2,382.1	100	2,499.7	100	2,416.8	100	117.6	-82.9	
① 金融機関貸出	1,053.8	44	1,042.5	42	1,005.0	41	-11.3	-37.5	
(民間金融貸出)	(748.0) (31)	(673.3) (27)	(639.9) (26)	(-74.7) (-33.4)					
② 債 券 投 資	736.6	31	911.4	36	962.9	40	174.8	51.5	
(国 債)	(243.7) (10)	(408.7) (16)	(504.5) (21)	(165.0) (95.8)					
③ 株 式 出 資 金	591.7	25	545.8	22	448.9	19	-45.9	-96.9	
(株 式)	(405.2) (17)	(364.6) (15)	(279.6) (12)	(-40.6) (-85.0)					

債券・株式の3項目に分けた計表である。95年度末から00年度末までの5年間(96年3月-01年3月)、合計で118兆円増加した。項目別には貸出は11兆円(うち民間金融75兆円)減少、株式出資金は46兆円(うち株式40兆円)減少したが、債券発行が国債増発(165兆円)を中心に175兆円増加した。

これを最近1年半(01年3月-02年9月)の期間についてみると、債券発行が51兆円(国債96兆円)増加したが、貸出減少37兆円(民間金融33兆円)、株式出資金の減額が97兆円(株式85兆円)に達し、合計残高も83兆円減少した。

こうして90年代後半以降の景気低迷期に資金循環の規模は貸出残高の減少、株価下落によって縮小してきたが、国債の増発によって全体の規模を辛じて支えてきた。ところが、デフレ局面の最近1年半の間には国債発行は加速され、国債残高は累増したが、それにもかかわらず、

貸出減少と株式減額をカバーすることができず、資金仲介残高は全体として純減することになった。

2. 資金循環のバランスシートの素描

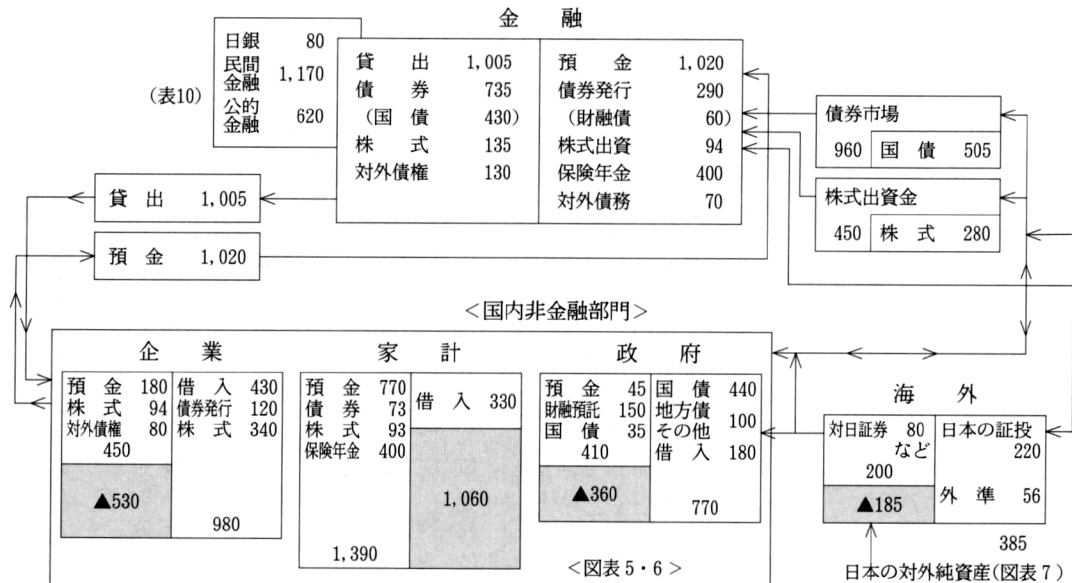
ここで2002年9月末資金循環統計(残高ベース)によって、「国債新時代」下のわが国経済のバランスシートを素描してみよう。図表11は、これまでみてきた各部門の残高計数をまとめて、金融部門を中心に企業・家計・政府の国内の諸部門と海外部門を対置し、主軸となる貸出・国債・預金(マネーサプライ)の主要項目の残高計数(02年9月末)を部門間で対応する関係で図示したものである。

まず金融部門(日銀・民間および公的金融機関)からみると、与信面の主要項目は貸出1,005兆円(民間金融貸出640兆円、公的金融貸出350兆円)⁷⁾、債券投資736兆円(うち国債430

図表11 日本経済のバランスシート図 (2002年 9 月末現在)

——資金循環残高統計による——

(単位 兆円)



兆円)、株式(出資金を含む)投資135兆円であり、受信面は預金1,020兆円(銀行券発行高を含む)、債券類発行290兆円(財融債60兆円含む)、保険年金400兆円である。

実体経済活動の担い手である企業(民間企業・公的企業)・家計・政府(中央政府・地方公共団体・社会保障基金)の国内部門と海外部門(わが国の対外取引の相手国の集合)は、金融部門との資金貸借取引の相手方である。

資金の借り手サイドでは企業部門が最大の借り手であり、金融機関借入を柱として事業債・株式発行などを含め負債残高は980兆円、ついで政府部門は国債発行を中心に770兆円、家計は借入など330兆円である。資金の運用サイドでは家計部門が資金の出し手の主力であり、金融資産残高は預金を中心に1,390兆円、ついで企業部門も預金など450兆円、政府部門は財政融資資金預託金など410兆円である。

各部門の資産負債バランス(差額)では企

業・政府両部門は負債超過(企業530兆円、政府360兆円)、家計部門は資産超過(1,060兆円)である⁸⁾。前述のように90年代を通じて金融機関貸出は減少、国債発行は増加した結果、企業部門の金融負債残高は前年に比べ減少し、政府部門のそれは増大した半面、家計部門の金融資産残高は増大した。

海外部門はわが国の取引相手国の動きを記録するもので、わが国の対外資産負債残高と逆の関係になる。海外部門の資産残高は200兆円、負債残高は385兆円、純負債残高は185兆円である。これらはわが国の立場ではそれぞれ対外負債残高、対外資産残高、対外純資産残高となる。わが国の対外資産385兆円のおもなものは、対外証券投資220兆円(うち金融部門分110兆円)、対外貸付80兆円、外貨準備高56兆円、わが国の対外負債200兆円のおもなものは、海外の対日証券投資80兆円、対日貸付80兆円(うち金融部門借入70兆円)である。

図表12 国内非金融部門の金融負債残高：部門別¹⁾

(単位 兆円)

	年度末95 (96/3)		年度00 (01/3)		年度02上半期 (02/9)	
企業	1,253.8	62	1,167.8	53	977.4	47
(民間企業)	(1,074.4)	(53)	(982.0)	(45)	(825.3)	(39)
(公的企業)	(179.5)	(9)	(185.9)	(8)	(152.0)	(7)
政府	431.6	21	688.8	31	769.4	36
家計	322.5	16	329.7	15	331.6	16
民間非営利団体	16.4	1	17.5	1	16.0	1
計 ³⁾	2,024.5	100	2,203.8	100	2,094.4	100
(再分類)						
公的部門 ²⁾	611.1	30	874.7	40	921.4	44
民間部門	1,413.4	70	1,329.1	60	1,173.0	56

(注) 1) 本表は表6を組み替えたもの。

2) 再分類の公的部門は政府部門に公的法人企業を加えたもの。

3) 本表合計額と表10合計額の差額は、「金融システム」の資金供給に金融システム内の重複取引項目が含まれているため。

さて、前掲図表10「金融システムと資金仲介の経路」は、本図バランスシートの「金融部門」に「債券市場」「株式市場」を加えた広義金融市場 financial markets の計数である。これを「金融システム」といいかえると、図表12は、「金融システム」からの資金供給を借り手サイド諸部門の負債残高計数としてまとめたものである。図表10・12をあわせてみれば、金融システムの資金仲介から資金借り手部門への資金の流れをとらえることができる。

図表10・12において、90年代後半以降、「金融システム」の資金仲介量全体のうち民間金融部門と直接金融の比重が低下し、公的金融部門の比重が郵貯・簡保の伸長を背景に高まってきた。また資金の借り手サイドでも民間部門の比重は低下し、政府部門の比重が国債増発とともに急テンポで上昇してきた。これは、以前に指摘したが、資金循環構造の歪みがデフレ局面において一段と進んでいることを示すもので、資金配分の効率化の見地から好ましいことではない。これはまた、公的金融の構造改革の問題にとどまらず、資金循環全体の流れを改める大き

な問題である。

国債は政府債務の大宗である。02年9月末政府債務残高770兆円のうち国債残高は442兆円(財融債62兆円を含まない)であり、そのほか政府短期証券48兆円、地方債58兆円、借入183兆円などがある。

図表13はバランスシート図から国債の部門別保有高をまとめたものである。金融部門保有高は430兆円、全体の85%を占め、そのうち民間金融・公的金融の保有高はともに176兆円(35%)でほぼ肩を並べており(国内銀行の保有高は62兆円)、日本銀行は78兆円(16%)である。国内非金融部門のそれは55兆円、うち政府部門が35兆円(その大部分が社会保障基金)、家計部門は13兆円(3%)である。海外部門の保有高は18兆円(4%)である。

図表13によって90年代後半以降の動きをみると、まず96～00年度の5年間では国債残高の増加は165兆円、そのうち金融部門の増加は150兆円、その内訳は日銀22兆円、民間金融70兆円(国内銀行28兆円、保険年金15兆円)、公的金融58兆円である。また直近01年4月以降の1年

図表13 国債の部門別保有高

(単位 兆円)

	年度95 (96/3)	年度00 (01/3)	02上半期 (02/9)	増減 (フロー)	
				年度96/00	01/3~02/9
1 金融部門	214.4	364.0	430.7	149.6	66.7
中央銀行	27.0	48.8	78.2	21.8	29.4
民間金融	104.8	174.9	176.0	70.1	1.1
(国内銀行)	(31.2)	(59.3)	(62.4)	(28.1)	(3.1)
(保険年金)	(37.0)	(52.0)	(59.2)	(15.0)	(7.2)
公的金融	82.6	140.3	176.5	57.7	36.2
(郵便貯金)	(16.7)	(26.8)	(62.4)	(10.1)	(35.6)
(財融資金)	(52.7)	(77.3)	(67.6)	(24.6)	(-9.7)
2 国内非金融	20.1	23.5	55.3	3.4	31.8
(政府)	(8.4)	(11.2)	(34.9)	(3.8)	(23.7)
(家計)	(7.3)	(10.1)	(13.1)	(2.8)	(3.0)
3 海外	9.2	21.3	18.5	12.1	-2.8
合計	243.7	408.7	504.5	165.0	95.8

半の間ににおいては、国債残高の増加は96兆円であり、その主要引受先は日銀29兆円、公的金融36兆円（大部分が郵便貯金資金の運用分）、政府部門24兆円（大部分が社会保障基金）である。民間金融の増加は僅か1兆円（国内銀行3兆円増加、保険年金基金7兆円増、投信3兆円減）である。日本銀行の国債保有残高の増加は、量的緩和の推進に即する国債の買いオペの増額によるものである。この点は後でとりあげよう。このように最近1年半の動きからみて、国債残高増加の大半が公的金融・政府（社会保障基金）によって引き受けられ、また日銀の買いオペによって吸収されて、民間金融機関や民間部門の保有増加比率が低いことは注目を要する。

国債残高と家計の金融資産残高の関係について、わが国のように「間接金融」型債券市場のもとでは家計部門の直接消化の比率はきわめて小さい。最近新規発売の個人向け国債はかなり好評のようである。当局は今後とも個人消化の比率を引き上げるよう努めることは大切であるが、同時に、わが国の「間接金融」型債券市場

の現状を事実として受けとめることも必要であろう。

その点とはともかく、国債は貯蓄資金によって安定的に消化されるのが望ましいが、これは個人の直接消化に限定することを必ずしも意味しない。金融機関の国債引き受けが家計部門の「貯蓄」的な預金と見合いに行われるかぎり、「貯蓄の裏付け」があるといえるからである。家計部門は国民貯蓄の担い手であり、その金融資産残高1,390兆円は、これまでの年々巨額の貯蓄資金の集積である。これが「金融システム」の資金仲介チャンネルを通じて、企業・政府・海外の内外経済部門の投資資金に供給される。バランスシート図が示すように、家計部門を含む諸部門の金融資産残高は、金融システムを介して全体として内外諸部門の金融負債残高と対応する関係にある。

以上、「国債新時代」下の2002年9月末の経済全体の部門別バランスシートを素描し、若干の論点をみてきた。バランスシート図は、項目別には銀行貸出の減少、株式の減額と国債の増発、「金融システム」では銀行など民間金融の

シェア低下、公的金融のシェア上昇、部門別には資金借り手としての企業部門の地位低下、政府部門の地位上昇など、ここ数年来のデフレ局面特有の動きが集積され形成された全体図である。その背景には企業投資の足踏み、財政の硬直化、所得・消費の伸び悩みなど、実体経済面の不況の動きがあり、バランスシート図はその金融面への投影図である。日本銀行の量的緩和政策による流動性の潤沢な供給には、こうしたデフレ経済下で萎縮した資金循環バランスの支えとしての働きが期待されている。次に節を改めて金融政策の問題に移ろう。

IV. 量的緩和の影響と問題

1. 今次量的緩和政策の枠組み

日本銀行は01年3月以降、金融調節の操作目標を日銀当座預金とし、目標額を漸増して資金供給量（マネタリーベース）を増やす「量的緩和」政策を採ってきた。これは日銀120年の歴史上前例のない大型の緩和政策である。予めこの量的緩和政策の骨組みを補説する⁹⁾。

(1) 日銀は99年4月から00年8月まで操作目

標コールレート（無担保、O/N）をゼロ％に引き下げ緩和政策をとってきたが、01年3月以降は操作目標を金利（コールレート）から資金量（日銀当座預金）に変え、目標値を漸次増加させて、量的緩和を進めてきた。現在の目標額は02年10月決定の15～20兆円程度である。

(2) 日銀は消費者物価（生鮮食品を除く）が前年比でみて安定的にゼロ％以上になるまで、この量的緩和政策を続ける。（これは時間軸効果といわれる。）

(3) 日銀はマネタリーベースの供給に必要な場合には、銀行券発行残高を上限に、長期国債の買いオペレーションを増額する。

(4) 日銀は取引先銀行に対して、銀行自らのオプションで日銀から借入れできるロンバート型貸出制度を導入する。

こうした量的緩和政策のもとに日銀はおもに国債の買いオペレーションによってマネタリーベース（流通現金プラス日銀当座預金）の供給増加につとめてきた。

翻って90年代を通じての持続的な金融緩和のもとで日本銀行勘定残高の動きをみると、その規模は増大し、また金融システムあるいは

図表14 日本銀行・国内銀行の規模の推移

(単位 兆円)

	年度90	95	00	02年9月
中央銀行 (a)	54.0	73.4	121.1	129.2
預金取扱機関 (国内銀行) (b)	1,356.8 (790.9)	1,485.5 (752.3)	1,558.6 (767.9)	1,475.6 (735.9)
全金融機関 (c)	2,406.6	2,792.7	3,146.1	2,946.2
GDP (d)	450.5	502.0	515.5	502.6
(参考) a/c %	2.2	2.6	3.8	4.4
a/d	12.0	14.6	23.5	25.7
b/c	32.9	26.9	24.4	25.0
b/d	175.6	149.9	149.0	146.4

(注) 計数は資金循環統計による。中央銀行の計数は加工計数（例えば貨幣流通高の算入）のため、日銀勘定原計数と若干相違する。

図表15 中央銀行－マネタリーベースと見合い資産残高

(単位 兆円)

	年98	99	00	01	02/3月	6	9	12
銀行券発行高 (a)	55.9	65.4	63.4	69.0	67.8	68.2	67.1	75.5
貨幣流通高	4.1	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4
日銀当座預金	4.4	23.4	6.8	15.6	27.6	15.0	18.5	19.5
マネタリーベース(計)	64.4	93.0	74.4	88.9	99.7	87.5	89.9	99.4
日銀貸出	9.9	4.0	0.8	0.8	1.0	0.4	0.3	0.2
手形売買 (純)	-5.9	13.1	4.8	20.4	29.5	17.1	23.4	26.3
現先売買 (純)	-	-	-	-15.5	-18.8	-17.6	-16.5	-7.0
国債	52.0	69.2	56.3	75.6	86.6	86.2	83.7	83.1
短期国債	-	-	-	26.9	37.2	33.9	30.4	27.1
(F B)	(23.5)	(23.4)	(16.1)	(8.0)	(14.9)	(11.7)	(4.8)	(2.2)
長期国債 (c)	-	-	-	48.7	49.4	52.3	53.3	56.0
外国為替	3.4	3.7	3.7	3.6	4.2	4.2	4.1	4.3
政府預金	0.5	5.9	9.4	6.0	12.9	6.7	8.3	6.3
(参考) 自己資本	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
引当金	2.9	2.9	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
(比率) (c/a)	(51.0)	(70.0)	(63.4)	(70.0)	(72.8)	(76.7)	(79.4)	(74.2)
(参考) M ₂ +CD/MB	9.66	6.86	8.74	7.56	6.76	7.76	7.46	6.88
M ₂ +CD(末残)	621.5	638.0	649.9	671.7	674.3	679.2	670.9	683.8
公定歩合	(95/9) 0.5			→ 0.1				→
コールレート(無担保, O/N)	0.32	0.05	0.20	0.002	0.012	0.002	0.067	0.002
国債流通利回り	1.97	1.645	1.640	1.365	1.400	1.310	1.175	0.900

GDP に対する比率も上昇した。図表14によれば、日銀の全金融機関中のシェアは90年度末の2.2%から02年9月末には4.4%へと倍増し、対GDP 比率も12%から26%へと上昇した。この間、国内銀行の規模は金融緩和下にもかかわらず貸出残高の純減を主因に逆に縮小し、全金融機関中のシェアも33%から25%へ、対GDP 比率も175%から146%へと顕著に低下した。バブル崩壊、その後の景気低迷、デフレ局面の10年余の期間を通じて、中央銀行と国内銀行の業量がそれぞれ正反対に増減したことは、中央銀行の量的緩和と銀行信用の収縮を表徴する注目すべき動きである。

次に図表15は、日本銀行勘定における「マネタリーベースと見合い資産勘定」の推移をみたものである。マネタリーベース残高は、98年末

64兆円（銀行券発行高56兆円、当座預金4兆円）から02年12月末99兆円（銀行券発行高75兆円、当座預金19兆円）に増大した。その見合い資産のうち長期国債は98年末28兆円、02年12月56兆円である。長期国債保有高の発券高に対する比率は、国債買いオペの増額に伴って、98年末の51%から01年末70%に、02年12月末に74%に高まった。ちなみに、このことは前掲図表13「国債の部門別保有高」でみた日銀の保有比率の上昇（95年度末11%→02年9月末15%）に照応するものである。

2. マネタリーベース増加の影響

ところで、マネタリーベースの増加は、名目短期金利ゼロの制約下において、長短金融市場、資金循環および実体経済活動にいかなる政

策効果をめざすものか、あるいはいかなる影響を及ぼすものか、その大筋について素描してみよう。

第1に、マネタリーベースの影響、とくに日銀当座預金の増加は、銀行の準備預金の増加となる。これは銀行の与信活動の拡大につながり、それを狙いとするものである。しかし繰り返し述べたように、デフレ下で企業の投資活動が低下し借入れ需要が弱いうえに、銀行は巨額な不良債権を抱えその処理に追われて、与信能力が萎縮している。このため銀行貸出は伸びず、不良債権の消却処理も加わって、98年度以降、年々減少してきた。したがってマネタリーベースの増加は、本来の狙いである銀行貸出・マネーサプライの増加に結びつかず、経済活動の回復に寄与するまでに至っていない。

第2に、マネタリーベースが増加しても、上述のように銀行は適切な融資機会を欠くため、国債は銀行にとって安全確実な運用資産となった。日銀の潤沢な流動性の供給は国債の引き受け資金に当てられ、国債市場は好調を続けた。さらに消費者物価の低下が止むまで量的緩和を続けるという日銀の公式コミット（時間的効果）も働いて、長期国債利回りは低下し、01年2月ごろから1.30～1.40%台の超低水準で推移してきた。財政事情悪化の見通しから国債増発の圧力が増したなかで、日銀の国債買いオペの増額は市場環境の緩和に寄与している。最近03年1月下旬には国債利回りはついに年利0.7～0.8%台に低下し、市況は過熱に近い様相を呈していると報ぜられた。

第3に、日銀当座預金残高の増加、コールレートのゼロ化によって、短期金融市場の機能は崩壊したが、万が一、銀行が流動性不足に陥るような場合、日銀は流動性を豊富に供給す

ることによって、このリスクを払拭する旨を表明した。この意味で、マネタリーベースの増加は金融システムの安定性を支える作用をもつことになる。

量的緩和政策の諸目的のうち最も重要なものは、デフレ克服・景気回復をはかる点にあるが、銀行の信用仲介機能が麻痺しているため实体经济の活発化にその効果が及んでいない。また量的緩和の副作用としてコール市場が崩壊し、短期市場金利を通ずる金融政策の効果波及の経路が消滅してしまったが、半面、短期金融市場への豊富な流動性の供給は国債市場の消化環境の好材料となった。

図表15（最下段）において、いわゆる貨幣乗数（ $M_2 + CD / MB$ ）は数年前から低下しており、マネタリーベースの大幅な増加に比べてマネーサプライの伸びは小幅にとどまっている¹⁰⁾。しかし、銀行組織の国債引き受けは増加し、これが財源となり財政支出が行われて民間部門の銀行預金となり、マネーサプライ供給の増加となった。前掲図表9「 $M_2 + CD$ 増減と信用面の対応」において、98～01年間マネーサプライ増加71兆円の最大の経路は国債引き受け（97兆円）であり、銀行貸出は純減（41兆円）し、マネーサプライの減少要因であった。

3. 需要不足か流動性不足か

デフレあるいは不況の原因は有効需要の不足にあるから、デフレ克服のために重要な課題は、基本的には流動性の供給ではなく有効需要の増加である。金融政策の任務は流動性の供給であり、有効需要を直接喚起するのは財政政策の領域である。量的緩和政策が实体经济面で政策効果をあげるには、金融面・实体经济面の諸問題をクリアーしなければならない。流動性の

供給は需要拡大の必要条件であるが、十分条件ではない。金融面では少なくとも不良債権の処理、実体面では企業の投資意欲の動意が不可欠である。それには必要な構造改革・規制緩和・税制改革などが実施され、これらが相いまって政策効果があらわれるには相応のタイムラグを要すると思われる。

現在、政府・与党筋から日銀に対して量的緩和の一層の促進を求める要請が強まり、最近は「インフレターゲット論」の導入が強く提唱されている。インフレターゲット論の理論的根拠がたんに素朴な貨幣数量説にとどまるものだけとは思われないが、彼らは、マネタリーベースの供給増加の影響を次のように考えているように思われる。すなわち、それはまず資産市場への「期待」を通じて資産価格の上昇を招き、それが一般物価上昇に波及し景気上昇をもたらす、という経路である。インフレターゲット論者のなかには、マネタリーベースとマネーサプライを混同ないし同一視している点もあり、私には理解できないが、いずれにせよ、その主張の骨子は、資産市場への影響、そしてその一般物価への波及である。デフレーションの弊害は「物価下落」にあるから、デフレ脱却の要は即ち「物価上昇」である。彼らは「資産インフレ」の経路を通じて「物価上昇」を目標とする。インフレターゲット論者の主張は、結局、「調整インフレ論」ということになる。実際問題として物価上昇は景気拡大の過程に生ずるのが通常のケースである。総需要の増大に応じて生産が増加し、若干のタイムラグを経て物価が上昇していく¹¹⁾。一般に、インフレターゲット論というとき、現に西欧・豪州諸国においてそれがインフレ「抑制」策として採られているときは、その政策的意義は十分に認められる。し

かし、わが国のインフレターゲット論者の主張のように、物価「上昇」目標の設定を景気問題と切り離して、しかも通貨面のみの政策行動をとることは、結局、「貨幣数量説」であり、過剰流動性の状態を招き、「資産インフレ」ないしバブルの再発すら懸念される。その副作用は大きいと思われる。

4. 中央銀行の信認問題

量的緩和政策の推進に関連して、中央銀行の信用供与額が増加し貸借対照表の金額が拡大してきたことは前述のとおりであるが、その内容の質の問題、すなわち資産の健全性、信認の問題が俎上してきた。オペレーションの対象物件として政府短期証券・中長期国債・手形・CPが伝統的に採られてきているが、今後、必要に応じて株価指数連動型上場投資信託 (ETF)、不動産投資信託 (REIT) などに拡充すべきである、という非伝統的な見解があらわれてきた。中央銀行のオペレーションの対象物件は、伝統的には短期証券とされ、その後中長期国債に上げられたが¹²⁾、これはその時の市場の状況、経済的背景など、国によって、また時代によって異なり、教条的・固定的に考えるべきでないだろう。しかし、中央銀行の信認は中央銀行券への信認の問題でもあり、古今東西を問わず、きわめて重要である。その意味で、中央銀行は原則として株式など市場価格の変動の大きい資産を保有すべきではないと思われる。ちなみに、02年9月決定の日銀の「銀行保有株式の買取り制度」は、中央銀行としてはきわめて異例の措置であり、本来ならば財政資金の動向によるべきである。本制度は買取り金額 (2兆円)、保有期間 (5～15年) とともに限定的な内容であり、日銀当局自ら弁明しているように、

金融政策手段ではなく金融システム安定のための緊急措置である。日銀当局もその運営において「初心忘れるべからず」である。

前述のように、長期国債は銀行券発行の見合い資産として現在最も重要な資産となっている。長期国債の買いオペは今後も一層活用されるであろうが、これは銀行券発行高を上限とする歯止めが設けられている。この長期国債買いオペの上限の「歯止め」をどのように考えるか、という問題がある。

日銀当局は政策運営にあたって、短期の市場資金の調整には流動性の高い手形・短期証券の売買で行い、経済成長に伴う銀行券の供給に必要な資金手当てには長期国債の買いオペで対応することを基本的な方針としてきた。これは日銀当局の市場調整の機動性確保の観点からオーソドックスな考え方である。

さらに日銀資産の流動性・健全性・その信託と国債保有高との関係の問題である。国債買いオペが増額されてくると、実質的に日銀の国債「直接引き受け」と変わらなくなる。また国債保有高が増大すると、国債価格の変動によって多額の評価損が生ずる惧れがある¹³⁾。それにそなえて、銀行券発行高を国債保有高の上限とする歯止め規定は尊重されなくてはならない。もちろん、日銀自身も国債残高に対して所定の価格変動引当金を積んでおくことは必要である。これは日銀資産の健全性、その信託確保のための重要な条件である。

日銀勘定において銀行券の発行増加の見合い資産として国債保有高が増大していく枠組みが今後定着するとすれば、それはあえて「国債本位制」ともいえるかもしれない。それが管理通貨制度の新しい型として有効に作用するには、「中央銀行は「銀行の銀行」として金融の論理

に従って行動することを基本とすべきである。¹⁴⁾」それが金融政策運営上の節度であり、そのひとつの規準が国債オペ増額の歯止めの規定である。そして「財政金融一体化」の態勢下では、国債発行額を決定する財政政策にも major policy としての節度と論理が求められよう。

5. 財政金融政策の一体化について

最後に、財政金融一体化の政策姿勢についてふれよう。現在のデフレ克服のために国債増発は不可避の緊急事と思われるが、金融政策の課題は、経済全体の通貨・信用の調整に当たるとともに、財政政策の要請との調整をはかることにある。国債問題についていえば、金融政策はいかにして国債市場の環境を整備して市場の混乱を防止し、国債の安定的消化を進めるか、という点にある。

原則論をいえば、大量の国債といえども「市場」で価格機能によって消化されるべきであろう。受け皿の国債市場が市場機能を果たすには、市場参加者が多数で層も厚く、市場の変化に伸縮的に対応する態勢にあることが必要である。財政当局は、発行する国債の規模・種類・条件・時期を、市場の情勢に即して適切に決定する。さらに金融政策も、金融市場の情勢に応じて弾力的に対応することが重要であろう。そこに政府の経済財政々策・国債管理政策と日本銀行の金融政策の協調の問題が存する。

前述のように、日銀は国債買いオペの増額によってマネタリーベースの供給増加につとめている。マネタリーベースの供給増加の狙いは、ほんらいは景気回復のために銀行貸出の増加を通じて、マネーサプライの供給増加をはかる点にある。現在はそれと並んで、市場関係者に量

的緩和感を与えることによって、国債市場を含む、広く「金融システム」の安定性の確保と、国債の円滑な引き受け消化の促進をはかる点に、いまひとつの狙いがある。

日銀の政策運営において、日銀の国債保有高は銀行券発行高を限度とするという歯止め規定については繰り返し述べた。いずれ、政府筋からその歯止めの手直し要請があるかもしれないが、かりに、国債買いオペの増額が際限なく行われる場合は、前述のように実質的に国債の「直接引き受け」となる。それは中央銀行によるあからさまな国債価格支持であり、中央銀行券は「政府紙幣」化する。中央銀行券の「政府紙幣」化の帰結は歴史が教えるところである。

思えば、「財政金融一体化」の思考・表現は「国家総動員法」下の戦時体制の所産である。現在は往時の統制経済と異なり、自由経済であり市場経済である。現下のデフレ克服のための「政府・日銀一体」とした政策姿勢は、それにふさわしい財政金融政策の「協調」の姿があるように思われる。

政府はすでに巨額の国債残高を抱えており、今後も増額が予想されている。一方、日本銀行は過去の内外中央銀行の歴史に前例のない大規模な緩和政策を実施しており、今後もさらにその展開が求められている。「政府・日銀一体」の政策姿勢は、よりきびしいものに進むものと思われるが、同時に、それは現代の市場経済の規律に耐えうるものでなければならない。

注

- 1) 石田 [2002] 7月。
- 2) 石田 [1993] 10月。
- 3) 日本銀行調査統計局 [2001] 9月。[2002] 12月。
- 4) 石田 [1993] 10月、67-69頁参照。
- 5) この点は後述の図表3「部門別資金過不足」の仕組みに関連して説明する。
- 6) 本表はマネーサプライ $M_2 + CD$ の増減とその信用面の対応関係を早期に計算することを目的に、日本銀行と主

要預金取扱機関（銀行・信金など）に調査対象を絞っている。本表は、全金融機関を対象とする資金循環統計の約50%のカバレッジであるが、 $M_2 + CD$ 額については約80%をカバーしている。

- 7) 金融庁発表（2月7日）によると、2002年9月末全国銀行不良債権残高は4兆1,000億円。バランスシート図において、これは相手方の企業部門に同額の焦付債務残高の存在を意味し、企業の資産が減額したことに原因がある。銀行では未回収債権の発生は欠損の発生となり、預金不安につながる。銀行は対策として増資など資本充実につとめなければならない。
- 8) 企業部門は98年度以降、フローベースでは資金余剰部門となったが、残高ベースでは債務超過の状態を是正するまでに至らず、引き続き最大の借り手部門である。また政府部門は大量の国債発行によってフローベースでは最大の資金不足部門となったが、その負債超過残高は企業部門のそれに及んでいない。

念のため、企業部門の「資金不足あるいは資金余剰」と「負債超過残高」のフロー、ストック両面の概念について簡単にコメントしておく。企業部門の資金不足は、金融負債の増加が金融資産の増加を上回る状態で、実体面では投資超過あるいは貯蓄不足を意味する。企業部門の負債超過残高はフロー面の資金不足のストック面をさす。企業会計ではこれは資本不足になるが、資金循環論では株式は金融資産負債項目として扱われ、株式発行は増資する企業には金融負債の増加となる。企業部門の負債超過残高は、資金循環統計ではシャドウ部分の所有する有形資産額が積立金等の内部留保の蓄積額を上回る額である。資金循環論と企業会計論の概念の相違点の一例である。

- 9) 日本銀行 [2002] 12月。以下、同調査論文に負う点大きい。
- 10) 「貨幣乗数」は現代金融論テキストの標準的用語になっているが、その解釈について論議が残っている。古くは外山茂氏は、これは「事後的に計算されたもの」であり（同氏1980年3月）、吉田暁氏は、本来ラストリゾートである中央銀行信用をファーストリゾートに考える逆立ちの論法である、といずれも手厳しい批判である。私は「資金循環の図式論」の立場から中央銀行信用の位置づけについてコメントしたが、ここではふれない。ただ小論の文脈でいえば、現在の量的緩和下のマネタリーベースの豊富な供給は、吉田氏のいう「ファーストリゾート」的に解しないと、この政策の意味を失うことになる。しかしその実効はまだあらわれていない。
- 11) ケインズ『一般理論』によれば、過小雇用下において有効需要の増加の影響はおもに生産の増大になり、その後ボトルネックの発生とともに徐々に物価の上昇にあらわれる。これは $e_p + e_w = 1$ で示される。
- 12) ケインズは『一般理論』第15章（訳204頁）において次のように述べている。「貨幣当局は（公開市場操作において）実際上しばしば短期債権に専念し、長期債権の価格については、短期債権の価格からのちになって不完全な影響を受けるのにまかせておく傾向がある。……貨幣当局が短期債権のみを売買する場合には、短期債権の現在および将来の価格がいっそう長期の債権に対してど

のような影響を及ぼすかを考えなければならない。」

- 13) 日銀速水総裁は2月7日衆議院予算委員会で長期金利の上昇の日銀の財務に与える影響について「10年物国債金利の1%上昇で約1兆円の損失が出る」と述べた。

- 14) 吉田 [2002] 4月。147頁。

参考文献

日本銀行調査統計局 [2001], 『資金循環勘定1990～2000年度, 1998～2000年』 9月。

—— [2002], 『金融経済統計月報』 9月号, 12月号。

日本銀行 [2002], 『日本銀行調査月報』 シリーズ, とくに「ゼロ金利制約の下でマネタリーベースの増加が日本経済にもたらした効果: 実証分

析」12月号。

石田定夫 [1993], 『日本経済の資金循環—国際化・自由化・金融政策』 東洋経済新報社, 10月。

—— [2002], 「デフレ経済と資金循環—その態様と問題点」『証券経済研究』第38号, 日本証券経済研究所, 7月。

—— [1995], 「『資金循環の図式論』の拡充—ケインズ体系に即して—」『政経論叢』第63巻第4・5・6合併号, 明治大学, 5月。

外山茂 [1980], 『金融問題21の誤解』 東洋経済新報社, 3月。

吉田暁 [2002], 『決済システムと銀行・中央銀行』 日本経済評論社, 4月。

(元明治大学政経学部教授)