日本銀行と国債との関わり合い

主任研究員　南　武志

1　６千億円増額した長期国債買入れ

2008年秋以降、急激に悪化した国内景気に対処するため、日本銀行は政策金利を0.1%まで引き下げるとともに、潤沢な資金供給を行う手段として長期国債の買入額を合計６千億円増額することを決定、現在は毎月１兆８千億円の買入れを実施している。

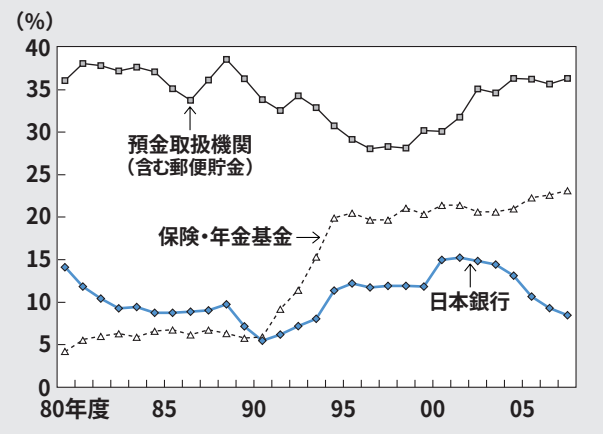
後述の通り、それまでの１兆２千億円という長期国債買入額は01年３月～06年３月の量的緩和政策時代の名残であったが、同政策解除後も買入額を減額できなかったばかりか、今回の景気悪化局面では再び増額することとなった。

2　日本銀行の長期国債保有状況

ここで、日銀が保有する長期国債（含む財投債）の状況を確認しよう。資金循環統計（08年12月末時点）での長期国債保有残高は58兆円であり、国債発行残高（700兆円）の8.3%を占めている（第１図）。日銀のシェアは5.5%（91年度末）をボトムに、その後は上昇傾向が強まり、02年度には15.1%まで高まった。しかし、最近では緩やかに低下していた。他業種と比較してみると、預金取扱機関（現ゆうちょ銀行を含む）が253兆円（保有シェア36.1%）、保険・年金基金が161兆円（同23.0%）であり、日銀のシェアはかなり低いといえる。

次に、日銀のバランスシートの中での国債のシェアを見てみよう。営業毎旬報告（09年５月31日現在）によれば、総資産119兆円のうち、

第１図　金融機関の国債・財投債保有シェア



資料　日本銀行「資金循環統計」
（注）　政府短期証券は含まず、最後の数値は08年12月末時点を使用。

国債（長期・短期国債の合計）は66兆円（全体の55.9%）、うち長期国債は46兆円（同38.8%）である。長期国債のシェアの推移については、80年代後半から90年代前半までは20%前後であったが、90年代後半以降は徐々に高まり、量的緩和政策の下では概ね60%台で安定していた。なお、同政策解除後は徐々に低下し、最近では30%台での推移となっている。このように、最近の日銀は国債保有額を徐々に縮小してきた。

3　日銀券ルールに抵触する可能性

一方で、今回の一連の国債買入れ増額によって、日銀が独自に導入した後述する「日銀券ルール」に数年後に抵触する可能性がある、と指摘する意見もある。

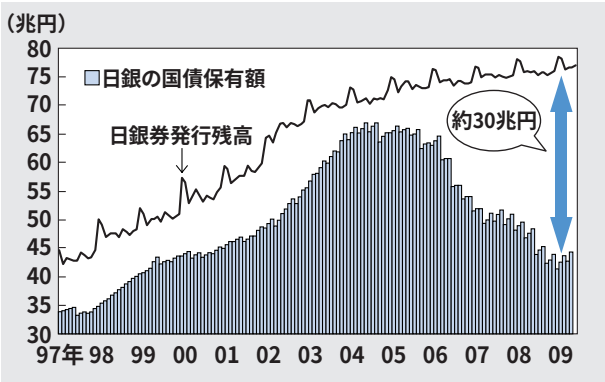
1962年に導入された「新金融調節方式」以降、ながらく日銀は国債買入オペを、経済成長に伴って新たに必要となる「成長通貨」の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

供給手段として実施してきたという経緯があり、毎月２～４千億円程度の買切りを実施してきた。しかし、01年３月19日に決定された量的緩和政策の導入に際して、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、（当時）月４千億円ペースで行っている長期国債の買入れを増額する」ことも同時に発表された。これにより従来の「成長通貨ルール」は放棄され、新たに「日銀券ルール：日銀が保有できる長期国債残高は日銀券発行残高を上限とする」が導入された。その後、実際に同年８月には毎月６千億円へと増額が決定された。これ以降、長期国債買入オペは量的緩和政策を遂行するための一つの手段になり、量的緩和政策解除直前には毎月１兆２千億円まで漸次増額されていった。

一方、解除時の金融政策決定会合において、買入オペ額は当面減額しない方針が示された。ただし、過去の経済対策に伴って発行された国債が大量に償還される、いわゆる「2007年問題」の解決に向けて、政府（国債整理基金）による国債市中発行額の平準化に伴う買入消却に日銀が応じたこともあり、上述のように日銀の国債保有残高は減少傾向をたどっていった。ちなみに、直近の日銀券発行残高は77兆円であり、約30兆円の「余裕」がある状況である（第２図）。

第２図　日本銀行の保有する国債残高



資料　日本銀行「日本銀行勘定」

４　国債買入れの効用

日銀による過度の国債保有は、財政赤字の貨幣化であり、将来的なインフレ加速につながるとの懸念がある一方で、日銀は国債買入額をさらに増額するのが望ましいという意見もあった。日銀は日々の金融調節において、ターム物オペの多用といった短期オペに対して非常に負担のかかる資金調整を行ってきたが、かえって短期金融市場の健全な発展が阻害されたと指摘する意見も少なくない。日銀は、日銀券発行残高という負債に見合った資産を保有する必要があるが、前述の通り、国債保有額との乖離が徐々に広がっており、それが短期オペで埋められているという現状があった。これを修正する手段として、より長期オペの活用、つまりは中長期国債買入オペを増額すべきという意見につながってくる。

５　当面出口政策への転換は困難

一般に中央銀行は、たとえ国債といえども個別の資産市場に深く関与したり、金融政策運営の上で資産価格を重視したりするのは好ましくないとされてきた。しかし、今回の金融危機の中で、日銀を含む主要中央銀行では国債買入れなど非伝統的手法へ踏みこんだ。

今後、重要なのはそこからの撤退の時期や方法であるが、少なくとも日本においては、長期にわたり、デフレ・ギャップが残ったままの推移が確実視され、非伝統的手法から出口政策への転換は当面困難と思われる。

（みなみ　たけし）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。