

日銀はどこまで国債を買えるか

植田和男 東京大学教授



日銀は長期国債保有残高を銀行券残高の範囲に抑えるルールを採用している。日銀がさらに大量の国債を購入すれば、財政にはメリットがある。だがデフレが止まり、金利引き上げ局面になると事態は大きく変わる。金利を引き上げるためには、大量の国債売却が必要になるからだ。

日本銀行当座預金残高は、6月26日に43.5兆円となり、昨年3月の東日本大震災時の42.6兆円を超えて史上最高となった。その大きな要因は、継続する大量の長期国債購入である。日銀による国債購入は通常の買いオペ分に加えて、2010年10月以降の資産買い入れ等の基金による購入分も増えている。本年5月末の長期国債保有残高は76.3兆円となり、銀行券残高の80.3兆円にあと一步の規模に拡大した。

日銀は長期国債保有残高が銀行券残高を超えないようにするというルールを自らに課してきた。ただし、資産買い入れ等の基金による長期国債購入はこのルールの枠外としている。

そもそも中央銀行の国債保有残高が銀行券残高を超えないというルールにはどのような根拠があるのだろうか。そんな制限は撤廃して、日銀が国債をもっと購入したらどうだろうか。生鮮食品・エネルギーを除いた消費者物価上昇率は依然としてマイナスであり、追加緩和策は歓迎である。加えて、政府が財政赤字と国債発行で苦しんでいる中、日銀保有分の国債については日銀に払った利子が、基本的に国庫納付金として還流してくる。つまり、日銀の大量の国債保有は「財政支援」になっている。

極端な話、すべての発行済み国債を日銀が購入してしまったらどうだろうか。その場合は、政府の利払い費は実質的にゼロになる。それこそ、消費税率をあまり上げなくても良いようにもみえる。

この「うまい話」がそのまま成立しないのは、デフレが止まると事態が大きく変わるからである。日銀はインフレ率が1~2%になれば、あるいはその少し前から、様々な非伝統的金融緩和策をやめ、さらに金利を引き上げていく。そうしないとインフレ率がちょうど良いところで止まらないからである。インターバンク（銀行間）市場に資金がだぶついては、金利を引き上げられない。そこで、民間銀行の日銀への

預け金が、預金額に応じて義務付けられている所要準備と等しくなる（すなわち超過準備がゼロになる）ところまで資金を回収する（そうしない方法もあるが、後述するように、議論の本質は変わらない）。

5月末現在、日銀当座預金残高30.9兆円のほとんどは超過準備で、所要準備は7.7兆円にすぎない。金融引き締めで超過準備がゼロになり日銀当座預金残高が大幅に減ると、日銀のバランスシートの大きさを左右するのは、銀行券残高（日銀にとっては負債）である。そして、負債と資産は文字通りバランスさせる必要がある。政府預金、引当金、準備金等の負債項目もあるが、大きな金額ではないし、資産サイドで多少の短期オペのための余裕も持つとすれば、結局、長期国債保有（日銀にとっては資産）が銀行券を大きく上回るわけにはいかない。つまり、銀行券ルールは長期の話としては十分な根拠がある。

整理すると、日銀がさらに大量の国債を購入することは可能である。しかし金利を引き上げる時期がくると、銀行券残高まで保有国債を減らす必要がある。日銀による国債売却が市場に与える影響も懸念されるが、同時に、その時点で日銀の国庫納付金を差し引いた後の政府の国債利払い費は大幅に増加せざるを得ない。財政へのメリットはそこまでである。

技術的には、金融引き締めに転じた後も超過準備への付利によって日銀当座預金残高を減らさないまま、金利を引き上げることが可能ではある。この場合、銀行券残高が大きく減らない限り、バランスシートを縮小せずに済み、大量の国債売却は必要ない。しかし、日銀が超過準備に利子を払わねばならない分、国庫納付金が減り、財政が苦しくなる点には変わりがない。

より微妙な問題が二つある。一つは、長引くゼロ金利によって銀行券残高が大きく膨らんでいるとみられることである。預金金利がほぼゼロなので、銀行に預金せず銀

行券を持っていても利息収入を失うデメリットがないため銀行券残高が膨らむ。ゼロ金利になる直前の1990年代半ば、銀行券残高はせいぜい50兆円と、いまより30兆円ほど少なかった。金利の正常化後、ここまで銀行券残高が戻るとすると、日銀の国債保有額をそれ以下に抑えるためには、必要な国債売却額は大きくなる。

もう一つの問題がハイパーインフレの可能性だ。国債を売らずに済むには銀行券が増えればよい。銀行券が基本的には名目国内総生産（GDP）に比例して増えていくとすると、インフレ率が高まればよいわけである（ただし、それに応じて金利も上がるので銀行券需要が減るという面もある）。こうして歴史上、多くのハイパーインフレは中央銀行が政府の財政の尻拭いをさせられたために発生した。

広い意味での物価安定の範囲を超えず、財政にも多少のメリットがあるようなインフレ率や、日銀バランスシートの姿は果たしてあるのだろうか。これについては、また改めて論じることにしたい。

関連ニュース

2012年5月9日付日本経済新聞朝刊5面

日銀は8日、今年末にも長期国債の保有残高が銀行券（お札）の発行残高を超える見通しだと発表した。日銀は財政規律を担保するため長期国債の保有残高を銀行券の発行残高の範囲内に抑える「銀行券ルール」を定めている。ただ、ルールの対象外である資産買い入れ基金による買い入れという臨時措置が超過の要因のため、日銀は「ルールには抵触しない」としている。



キーワード

■消費者物価上昇率 物価の動向を示す指標には国内総生産（GDP）デフレーターや企業物価指数などいくつかあるが、日銀は金融政策を運営する上で消費者物価指数（CPI）の上昇率を重視している。日銀は今年2月、「中長期的な物価安定のめど」として「消費者物価の前年比上昇率で1%」という数字を掲げ、事実上の目標とした。

うえだ・かずお 1974年（昭和49年）東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年、日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」に働きかけて中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱にな

る。2005年東大教授に復職。08年には経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会会長として21世紀版「前川リポート」となる報告書「グローバル経済に生きる一日本経済の『若返り』を」をまとめた。静岡県出身。60歳。