

# 資金余剰下における国債市場の変貌

中 島 將 隆

## 要 旨

日本の国債市場は今日、大きな変貌をとげている。1998年以降、国債の無制限発行が継続しているにもかかわらず、国債市場が極めて安定しているからである。これまでの常識では、国債大量発行が継続すると必ず国債危機が発生していた。国債の市中消化が困難となり、国債金利が上昇し、その行き着く先はインフレであった。ところが現実の国債市場をみると、国債危機は全く生じていない。国債発行市場は安定し、国債の流動性は高く、国債金利は低下を続け、ついに国債金利はゼロ金利になった。インフレは回避されているだけでない。現実にはデフレから如何に脱出するか、2%という物価上昇を如何にして実現するか、これが目標となっている。今日の国債市場は、これまで経験したことのない変化、これまでの国債管理論では説明できない変化、こうした大変化が生じているのである。小論では、まず、国債市場の現状を分析し、次ぎに、こうした大きな変化がなぜ生じたのか、論点を整理しながら考えていく。論点の別出と分析により、今日の国債市場の変化はデフレに起因すること、デフレによって資金不足から資金余剰に変化したこと、資金余剰によって国債の金利が低下し、国債発行の歯止め装置が利かなくなったこと、国債の無制限発行が現実的であっても理性的といえるか、こうした問題を検討していく。

## 目 次

### 問題の所在

#### I. 国債発行と消化構造の特徴

1. 全額が市中消化される国債発行制度の特徴
2. 国内資金による国債消化
3. 国債保有構造の特徴

#### II. 国債投資の資金形成構造

1. 国債発行余力は金融機関の資金余力に依存している

2. 銀行預金と生保運用資産の増加

3. 内部留保の増加と借入金縮小

4. なぜ内部留保は増加を続けるのか

5. 資金不足から資金余剰へ

#### III. なぜ金融機関の資金が国債投資に向かうのか

1. 流動性の高い国債市場の形成

2. 国債金利の持続的低下と評価益の発生

3. 国債買いオペと国債相場の安定

4. 国債に対する市場の信頼
- IV. 国債市場の変化と国債管理論の課題
  1. 消滅した国債発行の歯止め装置

## 問題の所在

日本の国債は、1998年以降、無制限に発行されるようになった。この年、国債発行額は前年度の2倍となり、国債依存度は40%を超えた。以後今日まで、国債の無制限発行が継続している。国債の無制限発行が継続すれば国債消化が困難となり、国債相場は下落して国債金利は上昇し、国債市場は危機に直面する。その行き着く先はインフレである。これが従来の常識的な理解であった。

ところが、今日の国債市場を見ると、こうした常識的な理解とは全く異なる展開となっている。第1に、国債無制限発行が継続しているにもかかわらず、国債市場は極めて安定している点である。国債発行市場をみると全額が市中公募によって消化され、国債の応札額は常に発行予定額を上回っている。1980年代前半に日常的に発生していた休債、或いは国債消化難、これは全く生じていない。1998年から今日まで発行市場は安定し、市場では国債品不足とさえ言われている。国債流通市場は流動性の高い市場が形成され、国債相場は安定している。1970年代半には「ロクイチ国債大暴落」を経験したが、こうした国債相場の変動は生じていない。国債市場の現状を見ると、今日までのところ国債市場は極めて安定しているのである。

第2に、国債の金利が持続的に低下していることである。国債の無制限発行以降、国債金利

2. 国債管理論の課題
- むすびに代えて—MMTを検証する—

は乱高下することなく安定的に低下している。そして、今日では国債の長期金利はゼロ%、短期の国債金利はマイナスになってしまった。これまでの常識的理解では、国債の増発が続くと必ず国債金利は上昇するはずのものであった。ところが、現実には、国債増発が継続しているにもかかわらず、国債金利は持続的に低下しているのである。

第3に、財政インフレが回避されている点である。これまでの国債管理政策の目標は、政府資金の安定調達とインフレ回避が目標であった。というのも、国債の大量発行が継続すると政府資金調達は民間部門の資金調達と競合し、インフレが不可避となるからであった。また、競合を回避して政府資金を優先的に調達すると民間部門の資金調達が困難となり、クラウディング・アウトが発生するからであった。振り返ってみると、アメリカの「アコードの成立」(1951)、「パットマン委員会報告」(1952)、「通貨と信用」(1961)、イギリスの「ラドクリフ委員会報告」(1959)、日本の「臨時資金調整法」(1937)など、何れも政府資金を安定的に調達しながら、如何にしてインフレを回避するか、この課題が中心問題であった。ところが今日では、国債無制限発行が継続しているにもかかわらず、財政インフレは発生していない。逆に、如何にしてデフレから脱出するか、如何にして安定的に物価を上昇させるか、これが経済目標となっている。

第4に、国債無制限発行に対する危機感が消

減したことである。無制限発行が始まった直後には国債増発に対する危機感が高まり、「拡大する国債市場の危機」、「国債暴落」、「国債リスク」などが議論されてきた。ところが、今日の国債市場は安定し、国債金利の低下によって国債保有者には評価益が生まれ、政府は国債の低利借換が可能となって「借換ボーナス」を得ることができる。この結果、政府も金融機関もすっかり安心するようになり、危機感は消滅してしまった。危機感の消滅に加えて、国債無制限発行を容認する MMT 理論等が登場し、注目されるようになった。

以上みてきた国債市場の変化は、従来の常識的な理解では説明することが困難である。

日本国債の歴史においても、また、世界の歴史においても、他に例をみない変化といわねばならない。「21世紀の資本」の著者、トマ・ピケティは「欧州からみると、日本の現状は摩訶不思議で理解不能である。政府債務残高が国内総生産の2倍、つまり GDP の2年分に達するというのに、日本では誰も心配していないように見える」<sup>1)</sup>と驚きを述べている。

なぜ、こうした変化が生じたのだろうか。この変化は永続的だろうか。この疑問を解く手がかりとして、まず、国債発行と消化政策の特徴を分析して、問題の所在を発見していきたい。

## I. 国債発行と消化構造の特徴

### 1. 全額が市中消化される国債発行制度の特徴

国債は事実上、全額が市中公募で発行される。そして、公募国債の全額が消化される仕組みになっている。現在の国債発行方式では、応

札額が発行予定額を常に上回る仕組みになっているからである。公募国債の全額消化を保証するこの方式が国債市場参加者制度である。

国債市場特別参加者制度は、海外のプライマリーディーラー制度を参考にしているため、日本版プライマリーディーラー制度ともいわれている。この制度は、2004年10月に創設された。2006年4月には10年国債のシ引受発行が廃止され、この時点から国債は全て国債市場特別参加者制度によって発行されることになった。プライマリーディーラー制度とは政府が新規に発行する国債を銀行や証券などのディーラーが相対で取引する制度で、この市場がプライマリーマーケット(国債発行市場)である。国債市場特別参加者制度のメンバーは政府の任命によって構成され、現時点で21社、うち証券19社、メガバンク2行、何れも日本の主要な銀行・証券会社が網羅されている。制度発足当初は22社だったが、2016年7月、三菱東京UFJ銀行がメンバーを返上して現在の21社となった。

国債市場特別参加者制度のメンバーはプライマリーマーケットに独占的に参加する権利が与えられているが、同時に下記の義務と責任が課せられている<sup>2)</sup>。

応札責任：全ての国債の入札で、相応な価格で、発行予定額の5%以上の相応の額を応札すること。

落札責任：直近2四半期中の入札で、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンについて、発行予定額の一定割合(短期ゾーン0.5%、短期以外のゾーン1%)以上の額の落札を行うこと。

流通市場における責任：国債流通市場に流動性を供給すること。

情報提供：財務省に対して、国債の取引動向等に関する情報を提供すること。

ここで注目すべきは参加者メンバーの応札責任である。国債市場特別参加者制度が発足した2004年時点の応札責任は3%であった。当時のメンバーは22社、従って応札額は発行予定額の66%が応札されることになる。この応札率は2015年4月に4%に上げられ、更に2017年7月には現在の5%以上に上げられた。参加者メンバーは21社だから応札率が5%以上ということは、発行予定額の105%以上が応札されることになる。応札義務の拡大によって応札額は発行予定額を上回るようになった。近年における国債発行市場の大きな特徴は、応募額が発行予定額を上回る点にあった。こうした変化と特徴は、国債市場特別参加者制度によるものであり、この制度は国債割当発行、現代版シ団引受発行とも言えるだろう。

## 2. 国内資金による国債消化

国債は市中公募で発行されていたが、どの部門によって消化されているか、日銀の資金循環統計をみながら検討していこう。図表1は、過去15年間の保有構造の推移を見たものである。この図表から明らかな点は、まず、国債の圧倒的部分は国内資金によって消化され、海外保有は諸外国に比べて著しく低い点である。欧米の海外保有比率をみると、アメリカ35%、イギリス29%、ドイツ48%、フランス55%など国債の海外資金比率は高いが、日本は12.9%（2019年）である<sup>3)</sup>。海外保有は短期国債が圧倒的で中長期の国債に限定すれば7.6%に過ぎない。過去15年間の推移をみると海外の保有は増えているとはいえ、今なお国債の圧倒的部分は国内

資金によって消化されている。

国債消化の第2の特徴は、公的部門や家計の国債保有は僅少で、国内の金融機関を中心に消化されている点である。こうした特徴は日本の金融構造が間接金融優位となっているからである。間接金融優位の金融構造であれば、国債消化は金融機関が中心となるのは当然である。金融機関中心の消化構造であれば、国債消化余力は金融機関の資金力に依存することになる。国債消化余力は金融機関の資金力に依存していること、この点が日本の国債消化の大きな特徴である。

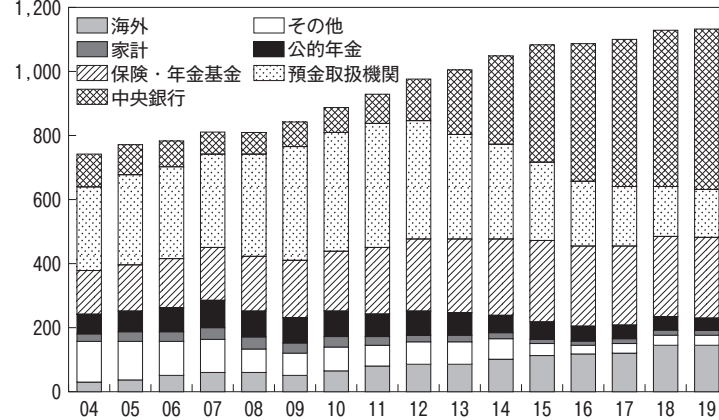
国内資金による国債消化であれば全額が市中消化というわけでは決してない。振り返ってみると、1980年代前半には、金融機関の国債引受拒否によって国債発行が不可能になった。当時の国債はシ団引受発行、金融機関に対する割当発行であった。1981年6月、シ団金融機関は国債の引受を拒否し、休債となった。以後、休債は日常的となり1980年代中頃まで何度も繰り返された。金融機関が国債引受を拒否したのは銀行の資金不足、および、国債の低利発行であった。このため、政府は国債発行を減額し、国債金利の自由化を進めざるを得なくなった<sup>4)</sup>。

今日では、1980年代に生じた休債は生じていない。2016年7月、三菱東京UFJ銀行が参加者メンバーを返上したが、このケース以外にメンバーの辞退は生じていない。金融機関の国債消化は拡大を続け、応札額は発行予定額の数倍になっている。国債発行余力は金融機関の資金力に依存していた。なぜ、金融機関の国債消化資金が拡大しているのか、国債市場の謎を解くカギは、金融機関による国債投資の資金形成構造の分析をすることによって明らかになる。

図表1 国債の保有構造

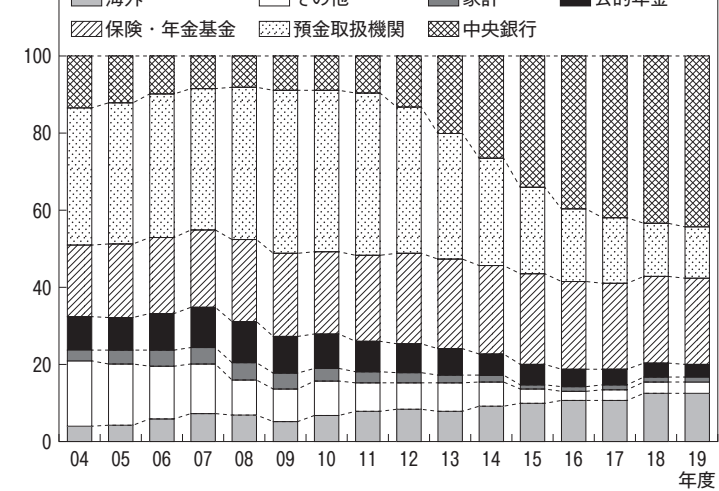
(1) 残高

(兆円)



(2) 構成比

(%)



〔出所〕 日銀資金循環 (速報) 2020年第Ⅱ四半期

### 3. 国債保有構造の特徴

国債は金融機関を中心に消化されているが、保有構造には大きな変化が生じている。図表1をみると、まず、日銀と銀行の国債保有比率は2013年を境に逆転している。2013年3月の日銀保有比率は13.2%、銀行は37.8%であったが、その後日銀の国債保有は激増し、2020年3月時点の保有比率は日銀が44.1%、銀行が13.3%と

逆転している。他方、生保の保有比率は、2013年3月23.4%、2020年3月22.6%、この間に変動はない。こうした保有構造の変化と国債消化の特徴は何故生じたのだろうか。

まず、日銀保有の増加は新規国債に取得によるものではない。国債の日銀引受発行は禁止され、日銀保有の短期国債借換だけが、日銀引受の例外扱いとなっているに過ぎない。保有額の増加は既発債市場から買いオペによるものであ



る。2013年4月、量的・質的金融緩和政策が開始された。金融緩和を強力に推進するためマネタリーベースを年間60兆円から70兆円ベースで増加し、マネタリーベースを増加するため年間50兆円ベースで国債買入を始めることにしたのである。さらに2014年4月にはマネタリーベースと国債買入額も増額し、年間80兆円の国債買入を目標とした。国債買いオペは2013年以前から採用されていた。2001年3月から始まる量的緩和政策、さらに2010年10月からスタートする包括的金融緩和政策、こうした非伝統的金融緩和政策の特徴は国債買いオペによる金融緩和政策である。だが、2013年以降の国債買いオペ額は新規発行の国債全額を遙かに上回る空前の買入額となった。国債買いオペによって日銀の国債保有額は激増した。

銀行の国債保有比率の減少は日銀と対照的である。日銀の国債買いオペ額は新規国債の発行額を上回っていたが、上回る部分は金融機関などが保有している国債の買入れである。銀行の国債保有額と保有比率が減少するのは、銀行が保有する国債を日銀に売却しているからに他ならない。公社債投資家別売買状況をみると、都銀は大口の投資家だが売買のネットで見ると2013年度から売越しに転じている。銀行は新規国債を購入するが、購入額以上の国債を日銀に売却していることとなる。そして、売却代金は日銀当座預金に振り込まれる。図表2をみると、2013年（平成25年）時点から銀行の国債保有残高が減少し当座預金残高が増加していることが明瞭である。日銀による買いオペがなければ、日銀当座預金残高を加えた額が銀行の国債保有額となるだろう。

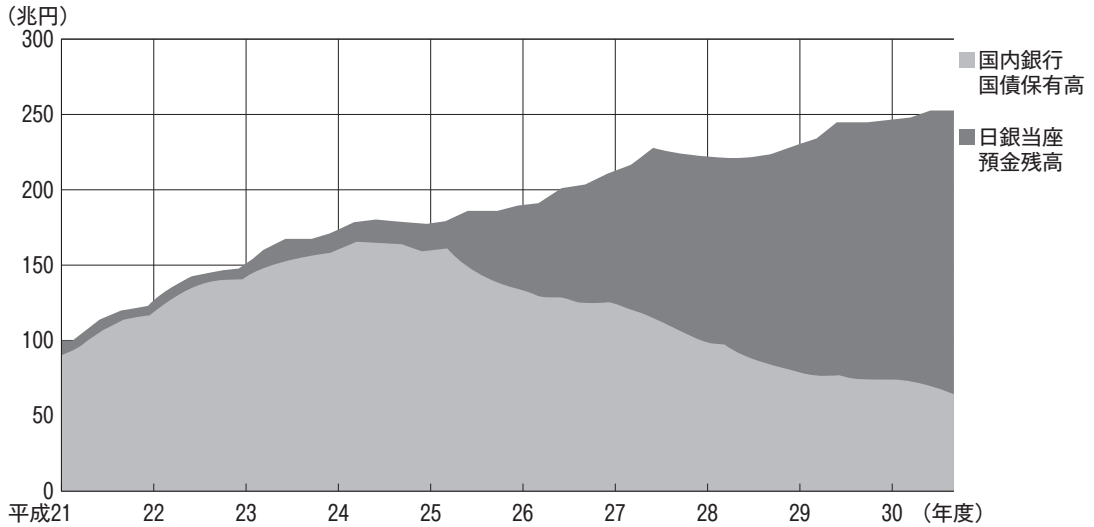
生保の国債保有は、銀行と異なり長期かつ安定的である（前掲図表1）。生保は保有残高が

増加しているだけでなく、保有比率も安定している。こうした特徴は生保の運用資金固有の性質から生じてくる。まず、生保運用資金の特徴は長期資金という点である。図表3は生命保険契約を解約するまでの期間をみたものだが、保険契約者は必ずしも全員が満期まで契約を継続するとは限らない。途中で保険契約を解除する場合もある。解約・失効までの期間は変動しているが、何れの時点も保険解約までの期間は長期である。生保の運用資金は国債投資に相応しい長期性の資金という点に特徴がある。

生保資金の第2の特徴は、安定資金という点である。生命保険会社が契約者に約束する運用利回り、すなわち予定利率は、政府の決定する標準利率と連動し、標準利率は10年物国債金利と連動しているからである。1996年の新保険業法の成立によって標準責任準備金制度が導入された。新保険業法に基づく標準利率は10年物国債金利と連動して決定される。標準利率は図表4でみるように1996年4月2.75%、1999年4月2%、2001年4月1.5%、2013年4月1%、2017年4月0.25%に引下げられた。標準利率の引下は10年物国債金利が低下したからである。保険会社が決定する予定利率と政府が決定する標準利率は、いずれも固定金利である。従って、生保運用資金は長期安定的な資金であり、長期国債投資に相応しい資金、ということになる。

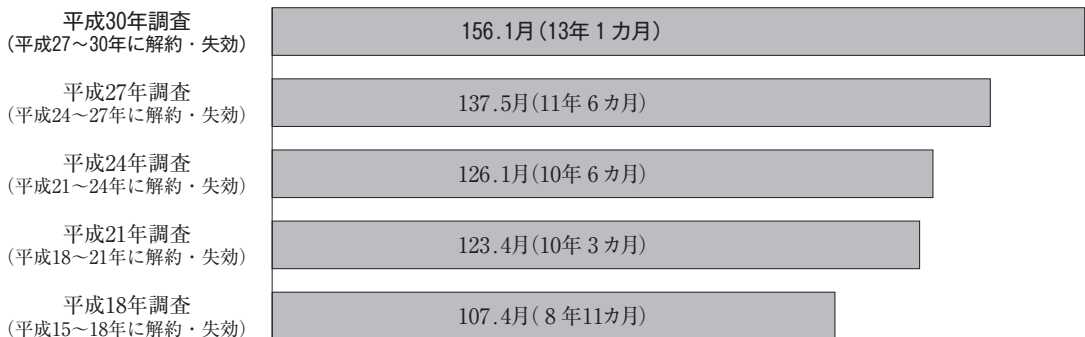
とはいえ、国債金利がゼロ、或いはマイナス金利になれば、いかに生保資金といえども国債投資は不可能になる。予定利率をマイナスにするなど不可能だからである。2016年1月、マイナス金利政策によって国債金利もマイナスになったが、これでは生保会社は存続不可能になる。そこで、2016年9月には長期国債金利だけはゼロ%以上とする長短金利操作付金融緩和政

図表2 日銀の当座預金残高と国内銀行の国債保有高



〔出所〕 財務省「債務管理レポート2019」[https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2019/saimu2019.pdf](https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2019/saimu2019.pdf)

図表3 生命保険解約・失効までの契約期間



〔出所〕 生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査(平成30年)」[https://www.jili.or.jp/press/2018/pdf/h30\\_zenkoku.pdf](https://www.jili.or.jp/press/2018/pdf/h30_zenkoku.pdf)

策に転換した。10年物国債と超長期国債の金利がゼロ%以上となり、生保資金を国債投資に向ける条件が維持された。

## Ⅱ. 国債投資の資金形成構造

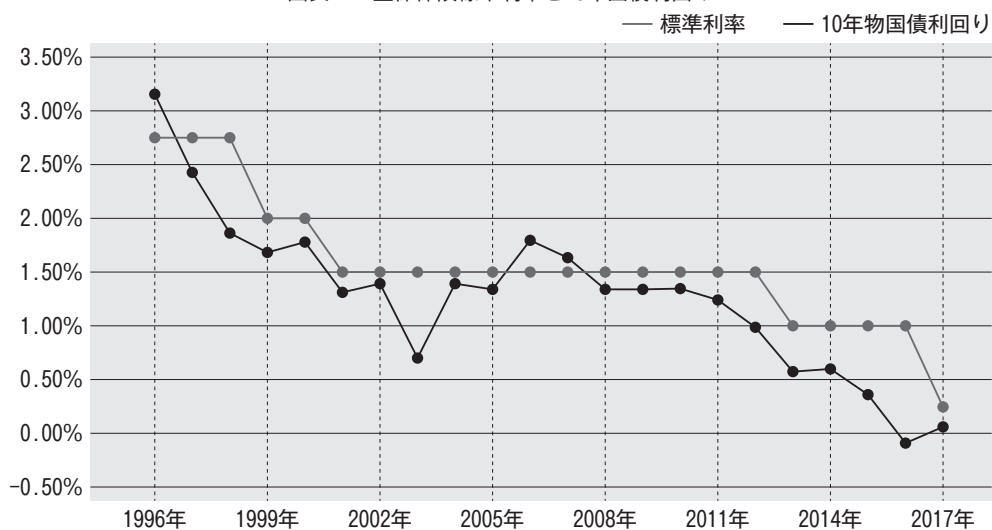
### 1. 国債発行余力は金融機関の資金余力に依存している

日本の金融構造は間接金融優位の構造だから、

国債の消化は金融機関が中心となるのは自然のことであった。国債消化が金融機関中心であれば、国債発行余力は金融機関の資金余力に依存することになる。金融機関の資金余力は預金の大きさと貸付金の動向に依存する。預金が増加して貸付金が減少すると、金融機関には貸出先のない遊休資金が形成される。

図表5は、国債消化の太宗である銀行と生保の主要勘定をみたものである。銀行の実質預金と生保の運用資産は2000年以降、著しく増加し

図表4 生保保険標準利率と10年国債利回り



〔出所〕（財務省「国債金利情報」等参照）<https://yahoo.jp/qGH7Z7>

た。この間、銀行預金は約1.7倍、生保の運用資産は2.2倍も増加した。一方、貸出金は減少を続けている。銀行の貸出金は2000年から減少を続け、2015年にやっと2000年の水準に回復したが、その後の増加は微々たるものである。生保の貸付金は2000年から今日まで減少を続け、2000年の49兆円から2019年には30兆円にまで激減した。銀行の国債保有をみると、2000年の68兆円から2012年の161兆円まで増加を続けている。2013年以降については、前述したように、国債買いオペによって日銀に吸収されることになった。生保の国債保有は2000年の27兆円から2019年には149兆円となり、この間、国債保有額は5.5倍に激増した。

図表5から明らかなように、国債投資の資金は銀行の預金増加と生保の運用資産増加、そして、銀行と生保の貸付金の減少によって形成されていることがわかる。以下では、金融機関の国債投資資金が如何にして形成されているか、具体的にみていこう。

## 2. 銀行預金と生保運用資産の増加

銀行預金や生保運用資産が増加したのは、まず、家計部門の金融資産が増加したからである。家計部門の金融資産残高は2000年度の1394兆円から2019年度には1845兆円にまで増加した（図表5）。家計部門の金融資産は銀行と保険に集中する。金融資産の内訳をみると、現預金が54.7%、保険・年金・定型保証は28.1%、うち保険19.9%となっている<sup>5)</sup>。銀行預金が家計部門の金融資産の過半を占めるが、これは日本固有の特徴である。間接金融優位の金融構造であれば、家計部門の金融資産も金融機関の集中するのは当然の成り行きだろう。

家計部門の貯蓄率増加によって金融資産残高も増加しているが、この間、実質賃金は低下を続けている。図表6をみると、国債の無制限発行が始まった1998年から現金給与総額の伸び率はマイナスが続いている。2014年以降になるとプラスに転じているが、伸び率は僅少である。ところが、家計貯蓄率をみると、2014年を例外



図表5 金融機関の資金形成と国債投資の推移

(単位：兆円)

年末	国内銀行主要勘定			生命保険会社資産運用			(参考)
	実質預金	貸出金	国債	運用資産計	貸付金	国債	家計部門金融資産残高(年度末)
2000	482	463	68	175	49	27	1,394
2001	486	448	66	178	47	31	1,418
2002	501	431	72	174	45	32	1,409
2003	511	413	93	173	43	33	1,452
2004	518	404	102	177	38	39	1,536
2005	526	408	96	186	37	43	1,614
2006	528	415	88	196	35	46	1,635
2007	545	417	80	204	34	48	1,548
2008	557	436	93	199	33	51	1,502
2009	569	428	120	308	48	125	1,548
2010	578	420	146	310	44	131	1,560
2011	598	425	163	311	42	139	1,579
2012	613	433	161	328	40	146	1,643
2013	640	449	137	345	38	149	1,679
2014	660	461	126	359	37	149	1,753
2015	679	475	100	361	35	147	1,753
2016	734	491	80	369	34	148	1,786
2017	763	505	75	377	33	147	1,845
2018	779	515	62	375	32	147	1,855
2019	799	524	58	390	30	149	1,845

- (注) 1. 日銀「金融経済統計月報」2020年9月号より作成  
2. 家計部門金融資産は年度、他は年末  
3. 単位以下、切捨て

に1998年から今日までプラスが続いている。

実質賃金の低下が継続しているにもかかわらず、なぜ家計部門の貯蓄率はプラスを維持しているのだろうか。金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(2019)によって金融資産保有目的を検討してみよう。図表7で家計部門の金融資産保有目的をみると、病気等の不時の災害・老後の生活資金・子供の教育費に次いで、「とくに目的はないが金融資産を保有していれば安心」が大きなウエイトを占めてい

る。デフレは1997年から始まり、現在もおデフレから完全に脱却していない。デフレの継続によって実質賃金が低下し、次節で検討するように労働分配率が低下した。目的のない貯蓄の増加、これは不安に対する防衛策である。

銀行預金の増加は家計部門の預金だけではない。非金融法人の現預金が増加し、2020年には法人金融資産1185兆円のうち、現預金308兆円、金融資産残高に占める比率は26%と過去最大の規模になった<sup>6)</sup>。非法人企業の現預金は銀

図表6 実質賃金の低下と家計貯蓄の増加

	家計貯蓄率(%)	現金給与総額伸び率(%)
1998	11.8	-1.3
1999	10.5	-1.5
2000	8.8	0.1
2001	5.6	-1.6
2002	4.8	-2.9
2003	4.3	-0.7
2004	3.4	-0.7
2005	3.4	0.6
2006	2.4	0.3
2007	2.4	-1
2008	2.5	-0.3
2009	4.2	-3.9
2010	3.8	0.5
2011	4.1	-0.2
2012	2.7	-0.9
2013	0.3	-0.2
2014	-0.6	0.5
2015	0.8	0.1
2016	2.5	0.6
2017	2.1	0.4
2018	—	1.4

〔出所〕 内閣府「経済財政白書」(2019) 402頁

行に集中し、銀行に集中した資金は遊休資金となって国債投資に向かうことになる。

ではなぜ、非金融法人の現預金が増加したのだろうか。内部留保の増加と労働分配率低下に起因する。法人企業の付加価値は人件費等と内部留保に配分され、内部留保は現預金などで構成される。法人の現預金が増加したのは付加価値の増加だけではなく、付加価値の配分において労働分配率を引き下げた結果である。図表8は付加価値に占める労働分配率、内部留保(利益剰余金)、現預金残高の推移をみたものである。この図をみると、労働分配率は一貫して低

下を続け、内部留保や現預金残高は一貫して増加を続けている。労働分配率や内部留保、現預金残高は付加価値の配分だから、一方の減少は他方の増加となる。なぜ内部留保が拡大したか、労働分配率がなぜ低いか、この点について次節以降で検討していこう。

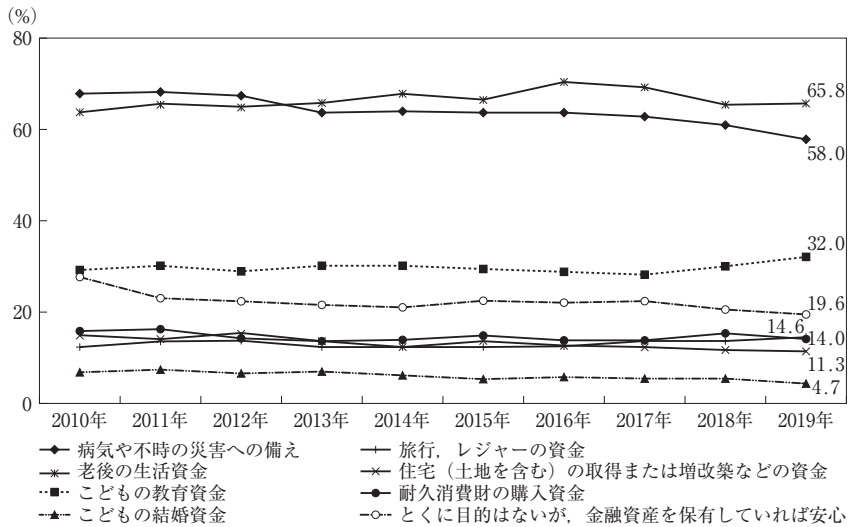
### 3. 内部留保の増加と借入金の縮小

企業の内部留保は2000年以降、増加を続けている。企業の生み出す付加価値は労働と資本に配分されるが、資本の配分として企業は留保利益をえる。年々の留保利益は積み重なって内部留保(利益剰余金)となる。法人企業統計によると2018年度の内部留保(利益剰余金)は463兆円となり8年連続して過去最高を更新した<sup>7)</sup>。

内部留保の増加と共に自己資本比率も上昇していく。図表9は内部留保(利益剰余金)と自己資本比率の関係をみたものだが、内部留保は2000年以降、顕著に増加している。内部留保の増加と共に自己資本比率は並行して上昇し、2000年代初めの15%近辺から2018年には40%を超えるに至った。法人企業統計によると、2018年度の自己資本比率は全産業が42%、資本金10億円以上の企業は45.5%、製造業は49.9%となっている<sup>8)</sup>。内部留保だけでなく自己資本比率も過去最高となった。内部留保の増加と自己資本比率の上昇は借入金の依存を軽減する。この結果、銀行や生保の貸出金が減少したのである。

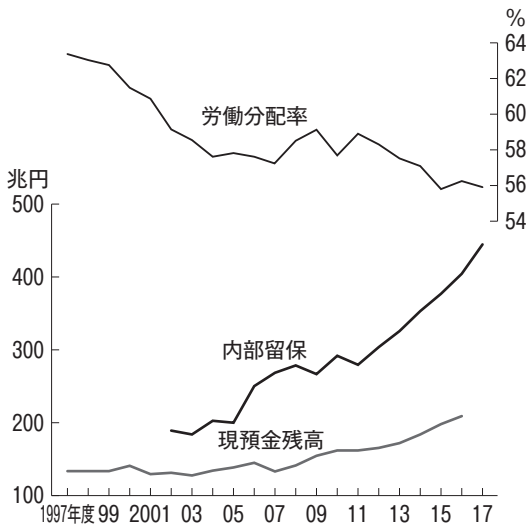
では、なぜ内部留保の増加が続いているのだろうか。内部留保の増加は付加価値の増加を背景にしていることは言うまでもないが、ここでは付加価値の配分の特徴、すなわち、労働分配率の低下に格段の注意を払う必要がある。前掲図表8でみてきたように、内部留保の拡大と労

図表7 家計部門の金融資産保有目的



〔出所〕 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(2019) <https://www.shiruporuto.jp/public/data/movie/yoron/futari/2019/pdf/yoronf19.pdf>

図表8 日本企業の労働分配率・内部留保・現預金残高の推移



〔出所〕 小野浩一「低下続く労働分配率⑤」日本経済新聞『経済教室』2020年2月21日  
 (資料出所 財務省「法人企業統計」、労働政策研究・研修機構)

働分配率の低下が一体になっていた。労働分配率の低下によって内部留保が拡大し、銀行借入は減少し、法人の預金が増加し、実質賃金は低

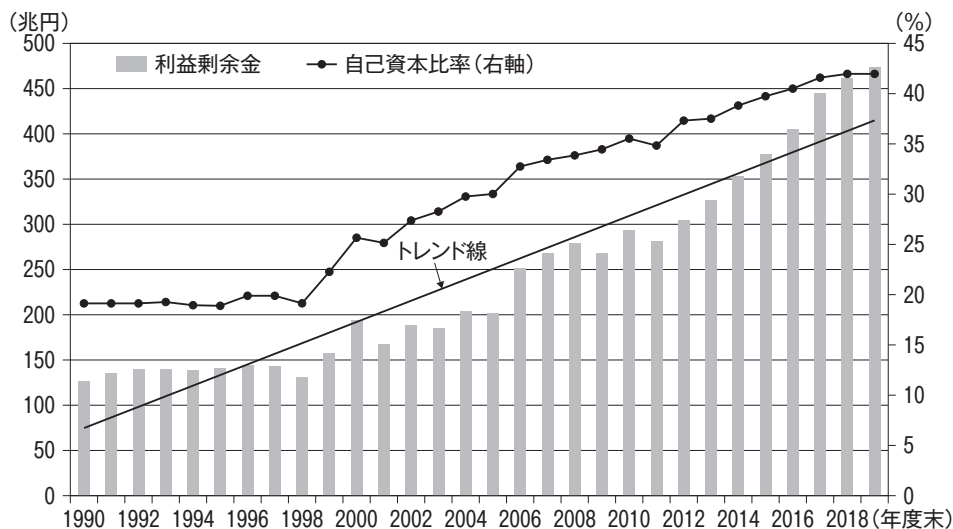
下していった。では、なぜ、労働分配率が低下したのだろうか。

#### 4. なぜ内部留保は増加を続けるのか

労働分配率の低下は、図表10でみるように1980年以降、諸各国で共通している。日本経済新聞の「経済教室」は連続して3回、「労働分配率の低下」について特集したが<sup>9)</sup>、その中でルーカスミネソタ大学准教授は「1980年代以降の労働分配率の推移に関して最も特徴的な事実」は、低下傾向が見受けられたことだと指摘している。そして、労働分配率が低下した原因は、IT化などテクノロジーの進展によって生産に要する労働コストが低下したこと、企業の市場支配力が高まり労働者から経営者への分配が増えたこと、グローバル化が進んで資本が豊富な国では資本集約型産業の比重が高まって労働集約型の高い国から輸入が拡大した等の理由を挙げている<sup>10)</sup>。

しかしながら、こうした要因だけで日本の労

図表9 利益剰余金と自己資本比率の推移

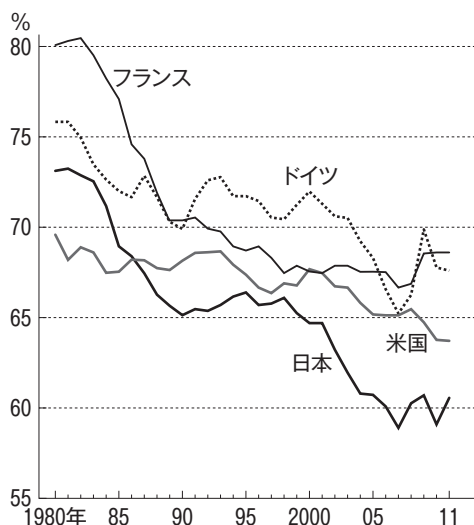


(注) 「トレンド線」は1990年度末から2018年度末までの平均的な傾向を示す

(資料) 財務省「法人企業統計調査」

〔出所〕 上野剛志「内部留保がコロナ禍の防波堤に～企業財務の変化と意味合い」ニッセイ基礎研究所2020-11-06  
エコノミストレター[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/66038\\_ext\\_18\\_0.pdf?site=nli](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/66038_ext_18_0.pdf?site=nli)

図表10 労働分配率低下の各国比較



〔出所〕 鶴 光太郎「労働分配率低下の真犯人」独立行政法人2017年9月14日 日本経済新聞「経済教室」<https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/tsuru/36.html>

働分配率低下を説明することは不十分である。何故なら、図表10が示しているように、日本の労働分配率は2000年以降、急激に減少している

からである。問題はなぜ2000年以降、日本の労働分配率が急激に低下したか、という点にある。欧米と比較して日本のIT化が特に進んでいるわけではない。「経済財政白書」は次のように指摘している。「IT技術の普及による労働市場の2極化」が世界各国で進んでいるが、「日本においてはITの活用・代替はあまり進んでおらず、事務補助員等の職業を中心に定型業務が依然として多く残っている」と述べている<sup>11)</sup>。そして、「IT人材の就業者に占める割合」、「企業幹部によるビッグデータの戦略的価値の認識度」等は、世界各国と比較して著しく低いこと、日本人の数学的リテラシーは高いのだからIT人材を育成する教育が必要、と何度も繰り返し指摘している<sup>12)</sup>。労働組合の労働交渉力の低下や安価な輸入品の拡大、これらの諸点も日本に固有の特徴ではなく各国に共通している。

日本の労働分配率が急激に低下した根本原因

は、2000年以降、非正規社員が激増した点にある。全労働者に占める非正規社員の割合は38%になり、非正規の賃金は正規社員の半分で、かつ、「派遣切り」や「雇止め」など雇用条件は不安定である。正社員と非正社員の賃金格差は、日本の場合、諸外国と比較して著しく大きい。

非正規社員の増加は、2004年の労働者派遣法改正に象徴的に表れている。2004年の労働者派遣法の改正によって、派遣先が製造業にまで拡大された。1986年に成立した派遣法は、当初、派遣先は特殊業務に限定されていたが、1999年の改正によって原則自由となり、2004年には製造業まで拡大されたのである。

派遣法の改正によって派遣社員が増え、アルバイト等の非正規労働者が増えていく。図表11でみるように非正規社員数は増加の一途をたどり、非正規比率は今日では約38%になった。図表12で非正規社員の時給を正規社員と比較すると、非正規社員の時給は正規社員の約半分で、その後の推移をみても増加していない。正規社員と非正規社員の賃金を、諸外国と比較したの

が図表13である。この図表をみると、正規社員と比較した非正規社員の賃金水準は、日本の場合、欧米のどの国よりも低いことがわかる。

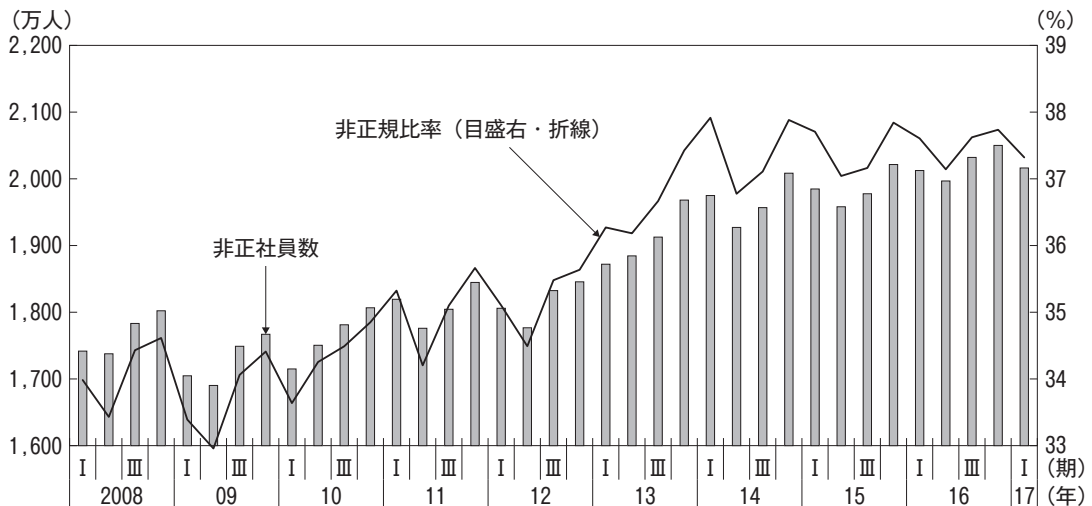
非正規社員は今なお増加を続けている。何故、非正規社員が増加を続けているのだろうか。人件費の節約のためである。非正規であれば時給は正規の約半分で、かつ、「派遣切り」、「雇止め」ができる。デフレ対策のため企業は人件費を圧縮して内部留保を積み上げ、企業の現預金残高は増加した。内部留保の増加と労働分配率の低下は、非正規社員の拡大と低い賃金水準に根本原因があった。

## 5. 資金不足から資金余剰へ

法人企業は、2000年以降、従来の資金不足から資金余剰に変化した。図表14で見ると資金余剰部門は家計部門だけでなく法人企業も資金余剰となり、年度によっては法人の資金余剰が家計部門を上回っている。

法人企業が資金余剰に転じたことは、日本に固有の変化である。図表15でアメリカ、ユーロ

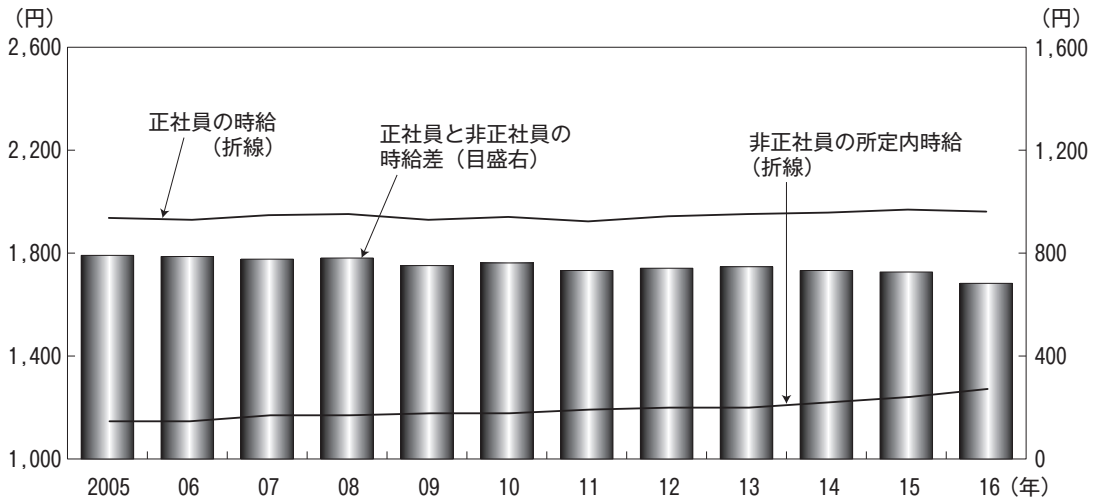
図表11 非正規比率と非正社員の推移



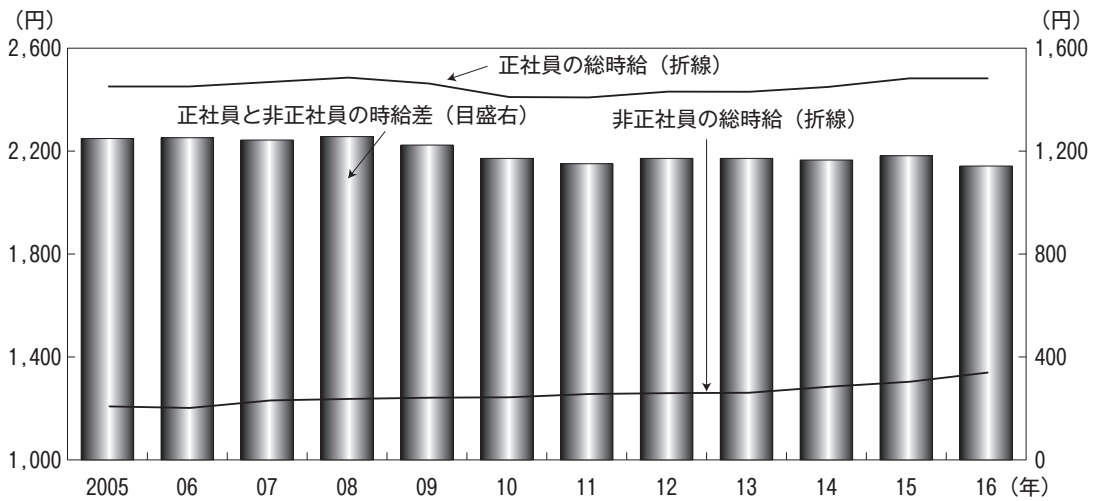
〔出所〕「経済財政白書 (2017)」

図表12 正社員と非正社員の時給比較

(1) 正社員・非正社員の所定内時給の推移



(2) 正社員・非正社員の総時給の推移



[出所] 経済財政白書 (2017年版)

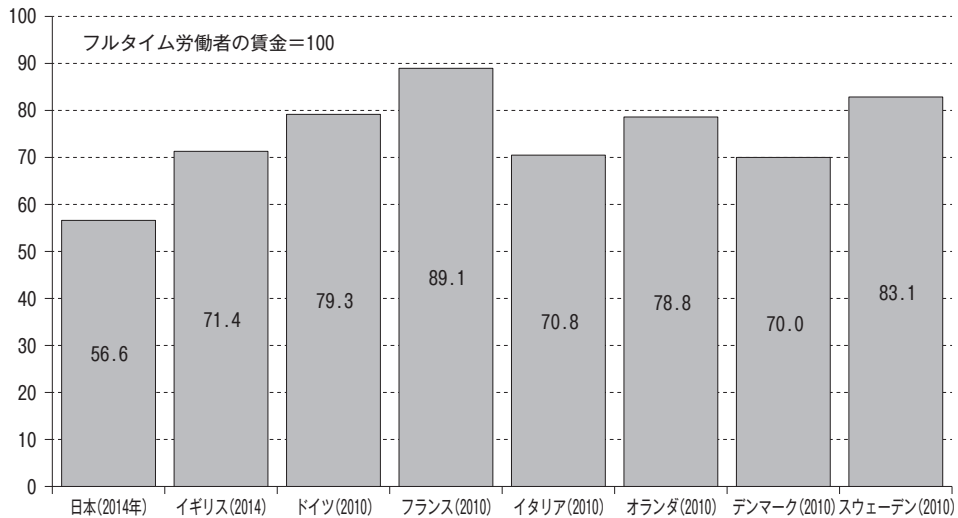
エリアの資金循環をみると、非金融法人の資金過不足に変化はない。アメリカもユーロエリアも同一の推移をたどり、年度によって過不足の変動はあるが、一方向への変化は全くみられない。2000年以降、法人が資金余剰に変化したのは日本だけである。

日本に固有の変化が生じた最大の理由は、1997年から始まるデフレである。デフレ対策のた

め労働分配率は低下し、内部留保は増加し、自己資本比率は上昇した。持続的な物価下落という意味では、現在はデフレではない。しかし、物価下落の可能性があるためデフレから完全に脱却したとは言えない。デフレ防衛のため労働分配率は低下したが、労働分配率の低下によって過少消費が継続し、過少消費によってデフレ脱出が困難となっている。また、物価下落が続

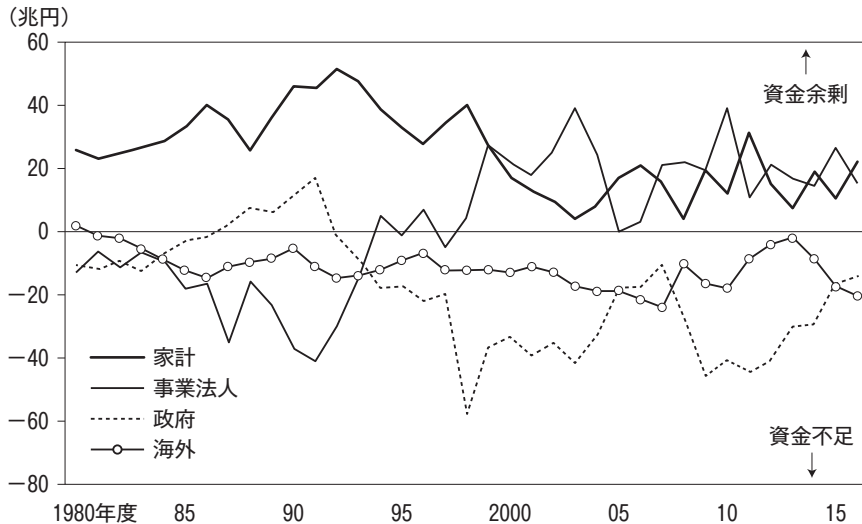


図表13 パートタイムと正規労働者の賃金比較



〔出所〕 松本健太郎 「『同一労働同一賃金』法施行も、気になる地域格差と新型コロナ」『日経ビジネス』2020年4月8日

図表14 部門別にみた資金過不足の推移



〔出所〕 日銀「資金循環統計からみた最近のわが国の資金フローについて」2018年5月

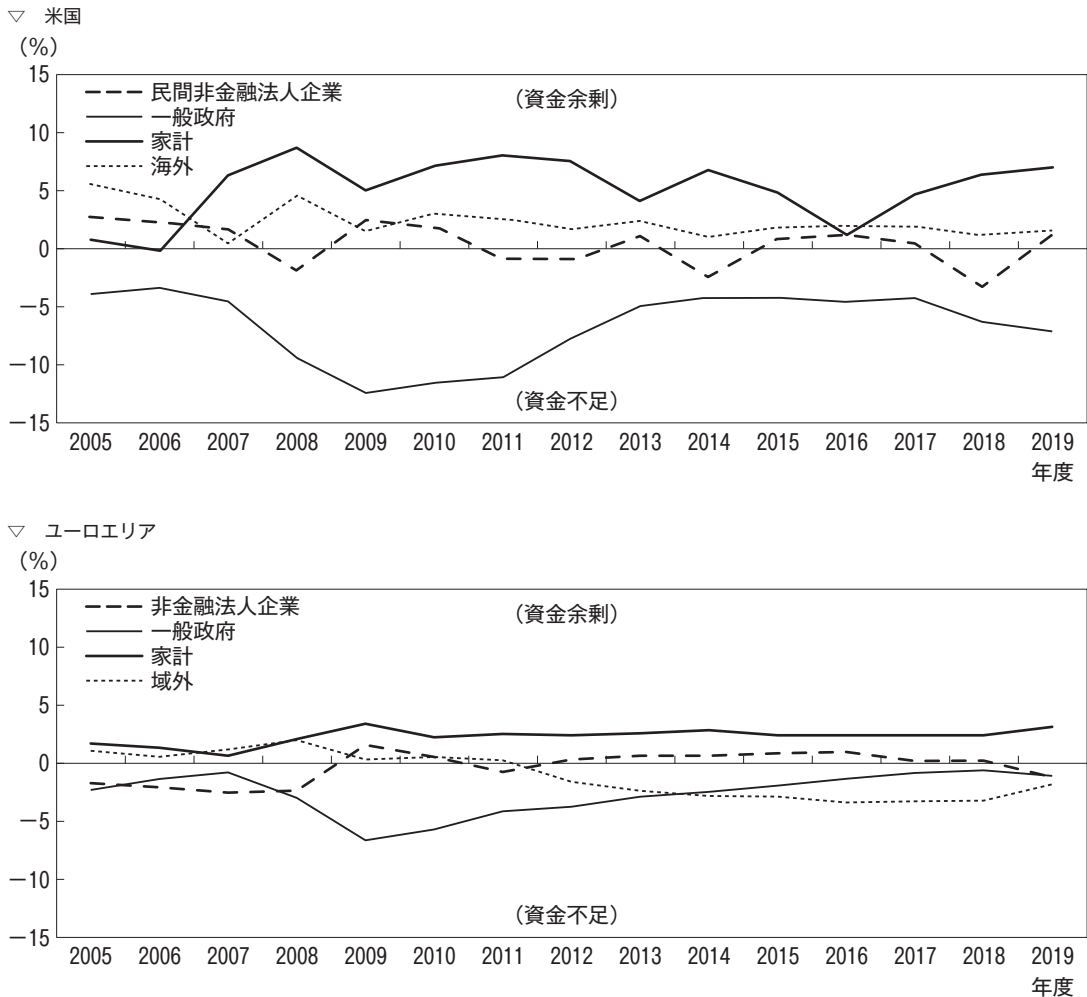
くと実質金利は上昇する。実質金利が上昇すれば企業の借入需要が抑制される。

金融機関の貸出金減少はデフレに起因していたが、金融機関の預金増加もデフレと密接に関連している。内部留保の増加によって法人の現預金は増加した。家計部門の金融資産増加もデ

フレ防衛が大きな要因で「目的のない預金」が増加している。

法人が従来の資金不足から資金余剰へ変化したことによって、金融は緩和し資金不足から資金余剰となった。銀行の預金増加と生保の運用資産は増加し、金融機関には貸出先をもたない

図表15 アメリカとユーロエリアの資金過不足部門



[出所] 日銀「資金循環の日米欧比較」2020年8月 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

資金が形成されていった。では、なぜ金融機関の遊休資金が国債投資に向かうのだろうか。

### Ⅲ. なぜ金融機関の資金が国債投資に向かうのか

#### 1. 流動性の高い国債市場の形成

金融機関の資金が国債投資に向かう理由は、まず、国債の流動性が高いからである。国債は

信用度が高く、発行額が巨額で、満期構成も多様であり、ロットも大きいから金融機関の投資対象に相応しい金融商品である。流動性の高い国債市場の整備は、2000年以降、特にリーマンショック以降、飛躍的に整備され流動性も向上した。国債の流動性は金融機関の資金が国債投資に向かう前提である。以下では、2000年以降のレポ市場の整備と国債決済のリスクの軽減対策の推移をみていく。

レポ市場は国債市場に流動性を供給する市場

であり、債券ディーラーは決済に必要な資金をレポによって調達し、受渡に必要な国債をリバースレポによって調達する。レポ市場は1975年の大量国債発行と同時に拡大していくが、レポとリバースレポが可能となるのは1996年に創設された現金担保付債券貸借市場（日本版レポ市場）からである。有価証券取引税を回避するため貸借形式のレポ市場となったが、国際標準のレポ市場は売買形式である。有価証券取引税は1999年に廃止され、国際標準のレポ市場、すなわち新現先市場が2001年に創設された。

2008年のリーマンショックによって国債市場の流動性が低下して大混乱に陥った。リーマンショックを教訓にワーキンググループが立ち上げられ、国債の流動性を更に向上させるための多方面に亘る取組みが開始された。レポ市場については、2010年、「フェイル慣行」が導入された。リーマンショック時、フェイルの多発によってレポ市場が混乱したので、フェイルを市場慣行に取り入れることにしたのである。さらに2018年からはレポ市場の一本化が始り、日本版レポ市場は国際標準の新現先に吸収されることになった。2000年以降のレポ市場の整備によって国債の流動性が向上し、国債市場は頑強になっていった。

国債の流動性は、さらに、決済リスクの軽減によって向上する。契約から受渡日までの間、信用リスクや価格変動リスクなど様々の決済リスクが潜在化しているが、このリスクを軽減すれば国債流動性が更に向上する。決済リスクの大きさは金額と期間で決定されるから、リスクを軽減するには受渡の金額を相殺によって圧縮すること、受渡期間を短縮すること、この二つによって達成できる。国債金額の圧縮は、2005年5月、国債清算機関の創設によって可能に

なった。リーマンショック時、国債市場のシステムリスクを回避できたのは国債清算機関の存在が大きい。国債清算機関の重要性が再確認され、国債清算機関は2013年、日本証券クリアリング機構に統合された。2014年、国債売買の主要なプレイヤーである信託が新たに参加したことにより、クリアリング機構の機能が更に拡充した。

決済リスクは、さらに、決済期間の短縮によって可能になる。決済期間の短縮は、1996年9月、従来の5・10日決済からローリング決済方式への変更によって可能になった。導入当初はT+7、すなわち、契約当日から7営業日の決済であったが、1997年4月からT+3へ移行する。T+3が継続していたが、前述の2008年のリーマンショックによって国債の流動性の向上が課題となってきた。そこで2009年9月、国債の決済期間を短縮するワーキンググループが結成され、2012年からT+2へ移行し、さらに2018年にはT+2からT+1へと短縮され、欧米諸国と同一となった<sup>13)</sup>。

以上にみえてきたように、2000年以降、特にリーマンショック以降、国債の流動性を高めるためインフラ整備が進んでいった。こうした制度の整備によって、流動性の高い国債市場が形成されたのである。金利機能がマヒしている今日、国債売買は低調に推移している。しかし、流動性を維持する市場の枠組みは頑強であり、金融機関の資金が国債投資に向かう前提条件が整えられた。

## 2. 国債金利の持続的低下と評価益の発生

国債投資によって得られる収益は、国債の利子（クーポン）だけではない。国債利子に加えて国債の評価益がある。国債の市場金利が低下

すれば、保有国債の時価が上昇する。国債金利が低下を続けると、保有国債の市場価格は上昇を続け、巨額の評価益が発生することになる。

2000年以降、金融機関の収益を支えた大きな要因は国債の評価益であった。国債を保有するだけで評価益が発生するから、金融機関の国債投資が増加するのは当然のことであろう。政府もまた、国債金利の低下によって財政負担を軽減することができた。新たに発行する国債金利の低下だけでなく、満期を迎えた国債の低利借り換えによる「特別ボーナス」である。「特別ボーナス」によって国債費を圧縮することが可能になった（後掲図表17）。

国債の無制限発行以降、国債金利は継続一貫して低下し、今日では長期国債金利はゼロ金利の水準にまで低下している。なぜ、国債金利が低下し、かつ、今日なお低下を続けているのだろうか。この謎を解くカギは、まず、潜在成長率の低下と自然利子率の低下である。図表16でみるように潜在成長率は低下を続け、2000年以降には1%の水準で低迷している。近年の潜在成長率はゼロ%の水準にまで低下した。法人企業が従来の資金不足から資金余剰に変化した時点は2000年であった。潜在成長率が低下すると自然利子率も低下していく。国債金利の低下は潜在性成長率の低下、自然利子率の低下の反映である。

もう一つの要因は1999年2月のゼロ金利政策からスタートする日銀の非伝統的金融緩和政策である。2001年3月には量的緩和政策、2010年10月からは包括的金融緩和政策、2013年4月には量的・質的金融緩和政策と新たな金融緩和政策が登場してくる。量的・質的金融緩和政策は2014年4月に強化拡大されたあと、2016年1月にはマイナス金利付き量的・質的金融緩和が登場

し、長期国債金利が初めてマイナス金利となった。長期国債金利がマイナスになると生命保険会社などの金融機関は存続できなくなる。そこで、2016年9月、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策に修正され、短期金利はマイナス、長期金利はゼロ%の水準に維持されることになった。

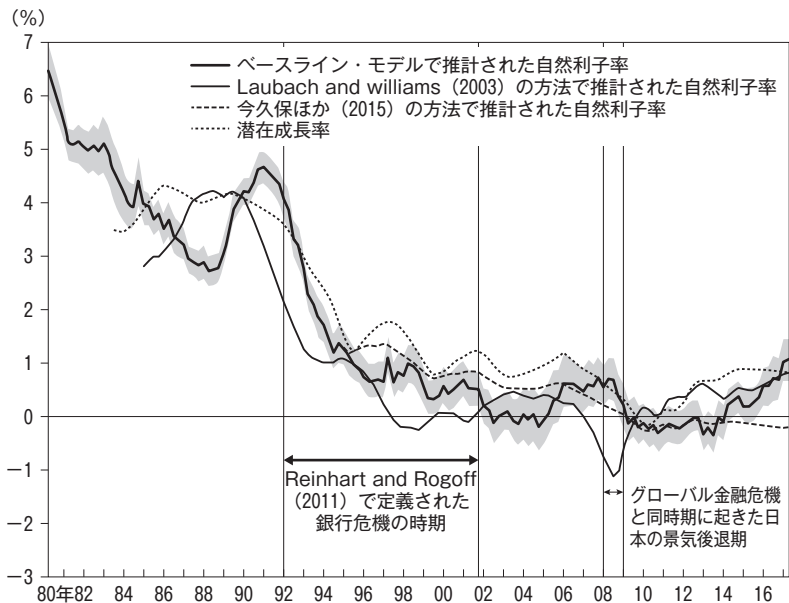
長短金利操作付き金融緩和政策の下では、「指値オペ」によって長期国債金利の水準が誘導されている。長期国債の金利がゼロ%水準となるように、その水準を実現するまで国債の買いオペを続けるというものである。「指値オペ」によって日銀は長期国債の金利を操作することが可能になった。

日銀の金融緩和政策によって国債金利は低下しているが、今日の低金利政策と戦後の低金利政策とは全く異なる。戦後の低金利政策は人為的低金利政策であり、低金利を実現できる条件を欠如した下での人為的な低金利政策であった。人為的低金利政策であったから、長らくの間、債券応募者利回りと市場利回り乖離していた。今日の低金利政策は潜在成長率が低下している条件下での低金利政策である。潜在成長率の低下によって自然利子率は低下するから、日銀の超金融緩和政策がなくとも国債金利は低下していたはずであり、違いは金利低下の幅の大きさだけであろう。

### 3. 国債買いオペと国債相場の安定

金融機関が国債投資に向かう第3の理由は、国債相場が安定しているからである。2000年以降、国債相場の乱高下は生じていない。運用部ショックなど制度の変更に伴う一時的な混乱はあっても以前に経験したようなロクイチ国債暴落のような相場の大変動はない。

図表16 潜在成長率と自然利率の低下



〔出所〕 岡崎・須藤「わが国の自然利率率」日銀ワーキングペーパーシリーズ No.18-J-3  
2018年6月 [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2018/data/wp18j03.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2018/data/wp18j03.pdf)

国債相場の安定は日銀の国債買いオペによって支えられている。特に2013年4月以降、量的・質的金融緩和によって毎年、50兆円以上の国債が買いオペによって吸収されることになった。国債買いオペは2001年の量的緩和から始まるが、2013年以降の国債オペ額は新規に発行される国債発行額を大幅に上回っている。マネタリーベースを年間60兆円から70兆円ベースで増加するため年間50兆円を目標に長期国債を増加することにした。さらに、2014年には国債増加を50兆円から80兆円に拡大した。2016年9月からは80兆円の増加目標は目途に変更されるが、2020年4月には80兆円の枠が撤廃され、無制限買入となった。

2013年から2019年までの間、目標とされる買いオペ額は新規国債発行額を大幅に上回っていた。目標を実現するには金融機関が保有している国債を更に吸収する必要がある。金融機関は

日銀が買いオペを予定して新規国債の引き受けが可能となる。国債買いオペ、指値オペ、「日銀トレード」によって国債相場は安定しているといえるだろう。

日銀の国債保有額は、今日では国債残高の半分に達している。このため日銀保有の増加について「事実上の日銀引受発行であり、財政ファイナンスではないか」と批判されている。なるほど国債買いオペによって国債消化が安定していることは否定できない。しかし、前述したように金融機関には貸出先をもたない遊休資金が形成され、国債が有利な投資対象となっている。また、2016年以降、日銀は国債オペ額80兆円を目途としているが、この時点から日銀保有国債は増加していない。日銀の国債買いオペ実施額は2013年以前の水準となっているからである。こうした事実が示すことは、国債相場の安定が全て日銀が国債買いオペに依存しているも

のではないという点である。2020年度はコロナ禍によって史上空前の国債が増発されたが、国債相場は増発計画と無関係に安定している。仮に財政ファイナンスであれば行き着く先はインフレである。日本の現状はインフレではなくデフレであり、デフレからの完全脱却が課題となっている。量的・質的金融緩和政策の目標は物価目標にあった。物価目標を実現するための買いオペである。

#### 4. 国債に対する市場の信頼

国債に対する市場の信頼、この信頼があるから金融機関は安心して国債投資に向かう。国債の流動性が高く収益の源泉であっても、国債に対する信頼がなければ国債投資は継続しない。国債は租税を担保にしている。従って、市場の国債に対する信頼とは、償還可能性の確実性、償還に対する市場の信頼である。今日の国債に対する市場の信頼は、租税収入の「のり代」があり、社会保障の国民負担率の見直し、この二つによって国債減額が可能であること、この点に対する共通の認識を根拠にしている。

国債無制限発行の最大の要因は社会保障関係費の膨張であった。2020年度当初予算でみると社会保障関係費は一般会計歳出の34.9%である。一般会計歳出から国債費を除く基礎的財政支出に占める社会保障関係費割合は45%、基礎的財政支出から地方交付税を差し引いた一般歳出に占める割合は実に56.5%に達する。中央政府が自由裁量で支出する財政資金の半分以上が社会保障関係費に充当されているのである。

社会保障関係費は2000年以降、急速に増加して今日に至っている。社会保障給付金は制度の充実と高齢化によって急激に増加していった。他方、国民負担率の各国比較では、社会保障が

充実している各国と比べて日本の負担率は著しく低い。この差を埋めているのが国債発行であった。国債発行を減額するには、この差を縮小すれば解決する。消費税の引き上げについても、以前であれば不可能であった。消費増税に取り組んだ歴代内閣は、次回選挙で大敗した。しかし今日では、消費増税に対する国民の理解は異なり、消費増税に対する理解が深まってきた。租税負担の拡大の余地があること、社会保障の受益と負担のアンバランスの是正、超高齢化に対応して制度改革等、こうした問題の解決が喫緊の課題であること、この点に対する共通の認識がある。この認識があるから国債に対する市場の信頼が維持されている<sup>14)</sup>。

## IV. 国債市場の変化と国債管理論の課題

### 1. 消滅した国債発行の歯止め装置

日本の国債は、現在、国債市場特別参加者制度によって発行されている。前述したように、この制度は一種の割当発行制度であり、発行予定額の全額が市中で消化される制度であった。特別参加者メンバーには義務が課せられ、各メンバーは発行予定額の5%以上を応札することが義務づけられている。メンバーは現在21社だから、応札額は常に発行予定額を上回る。従って、発行額が如何に巨額であっても、この制度によって全額市中消化が可能となっている。

この可能性を現実性に転化しているもの、それが今日の資金余剰であった。金融機関には遊休資金が形成され、この資金が国債市場に流入していく。遊休資金が形成されているから応札額は公募額を大幅に上回り、国債相場は安定



し、国債金利の低下が続いている。政府資金と民間資金の調達には競合しないからインフレも回避されているのであった。

国債の無制限発行が可能となっているが、無制限発行を抑制する歯止め装置は全て破壊され消滅している。今日では国債発行の立憲的制約、国債発行の金融的歯止め、赤字国債の発行限度額規制、こうした歯止め装置はすべて空洞化され、機能が停止している。

まず、立憲的制約の空洞化である。財政法第4条は国債発行を制限禁止し、但し書きで建設国債の発行を認めているが、建設国債には発行限度が設定され、公共事業費の範囲内に限定されていた。ところが、財政法で赤字国債の発行を禁止しているから、赤字国債の発行限度額規制など存在しない。財政法の規制はないが、特例公債法において赤字国債の歯止めを設けていた。この歯止め装置こそ赤字国債現金償還ルールであり、特例公債法を単年度法とする扱いであった。赤字国債は財政法第4条の特例として発行されるが、健全財政主義者の大平蔵相は赤字国債の膨張を回避するため特例公債法を単年度法とし、赤字国債の現金償還ルールを定めた。単年度法であれば毎年の国会審議が必要であり、また、現金償還であれば赤字国債発行の歯止めとなるからであった。ところが、赤字国債が最初の満期を迎える直前、特例公債法が改正され赤字国債の償還は建設国債と同じ60年償還ルールに変更されたのである。この時点から、事実上、赤字国債の発行を抑制する装置は消滅し無制限発行が可能になっていく。さらに、特例公債法の単年度法扱いは2016年から改正され、毎年の国会審議が不要になった。憲法86条では国の予算は毎年の国会審議を経ることが原則となっている。特例公債法の扱いの変

更は更なる立憲的制約の空洞化であり、憲法違反であり、赤字国債発行の立憲的制約は破壊され消滅してしまった。

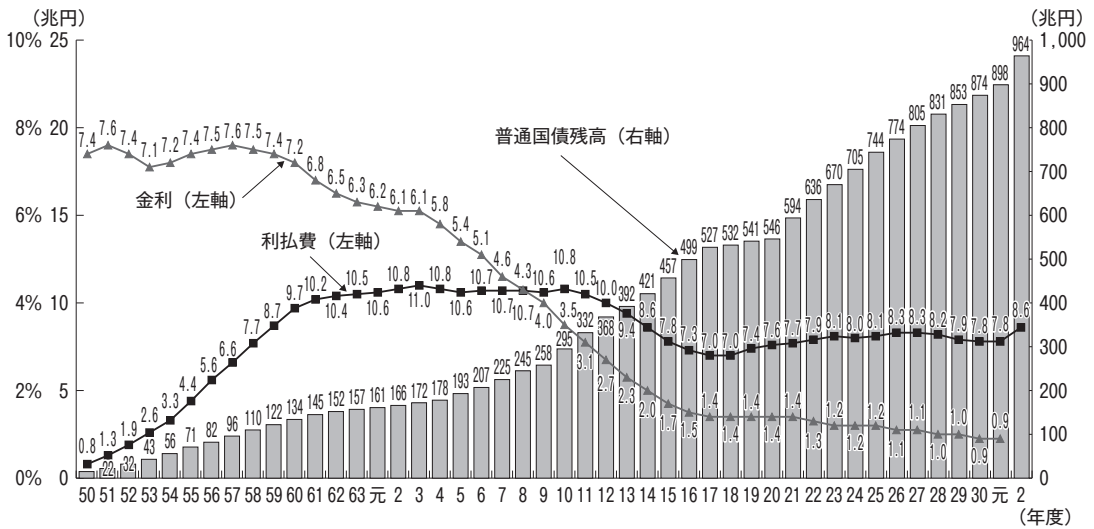
第二に、国債発行の金融的歯止めが機能をしたことである。金利には資金配分の機能があり、国債の増発が続くと国債金利が上昇して発行の抑制装置が働く。ところが、国債金利が低下してゼロ金利になると、金利の資金配分機能は停止してしまう。国債流通市場は縮小し、金利裁定の余地は消滅し、金利機能による国債の歯止めは無効になってしまった。国債は金融市場の制約を受けなくなったのである<sup>15)</sup>。

第3に、国債発行に対する危機感の消滅である。国債市場特別参加者制度によって応札額は常に発行予定額を上回っている。国債金利の低下によって財政負担が軽減するだけではなく、低利国債借換によって「特別ボーナス」を獲得することができた。国債発行額が増加しても利払費が軽減していく。図表17をみると、普通国債残高は右上がりに増加しているが、国債金利は右下がりであり、2000年以降、この特徴は顕著である。その結果、普通国債残高は激増するにも関わらず利払費は増加せず、反対に減少している。国債増発に対する危機感が希薄になる現実的根拠はこの点にある。冒頭で紹介したように、トマス・ピケティは「国債残高がGDPの2倍になっているのに危機感がない、われわれ欧州人には信じられない」と驚いたしまった。そして今日では、MMTに代表される国債増発容認論が多くの注目を浴びるに至っている。

## 2. 国債管理論の課題

国債管理政策の目標は、従来、財政負担の軽減と財政資金の安定調達、この二つの要求を如何にして実現するかという点にあった。この二

図表17 国債金利・国債残高・利払費の推移



〔出所〕 財務省「日本の財政関係資料」2020年7月

つの要求は、ともに相反する要求である。インフレを回避しながら相反する要求を解決するため「アコードが成立」(1951)し、「パットマン委員会報告」(1952)や「通貨と信用」(1961)など多くの研究が積み重ねられてきた。

従来の国債管理政策には、利用可能な資金量は一定、という前提があった。利用可能な資金量が一定だから、政府資金調達と民間資金調達を調整し、インフレ回避が目標となる。国債管理政策は政府資金調達と民間資金調達の競合を調整する、という点にあった。ところが2000年以降、日本においては国債市場の安定によって国債管理政策の目標は消滅してしまった。

では、国債の無制限発行が可能であれば、無制限発行を継続して良いのだろうか。現実的なものは理性的といえるのか。

まず、国債発行という財源について改めて再検討する必要がある。何故なら、財政支出は無償支出であり、有償の財政資金は財政制度の持続性を不可能とするからである。無償の財政支出は無償の財政収入によって維持可能であり、

有償資金は臨時の資金、限界部分の資金である。さればこそ、アメリカやユーロエリアでは法律や憲法で国債発行額の限度を厳しく制限している。アメリカは1917年に定められた自由公債法で発行限度額を定めているが、限度額を超えた場合、議会の承認が必要となっている。2001年以降、上限の引上は16回行われたが、引上を巡って議会では熾烈な議論が展開され、上限の引上は常に「政争の具」となっている<sup>16)</sup>。ドイツでは憲法によって発行限度が画されている。2009年の憲法改正では「自然災害や特殊要因を除き、連邦政府には名目国内総生産 (GDP) の0.35%までしか「構造的新規起債」が認められないことになった」<sup>17)</sup>。ユーロ諸国では財務協定によって債務残高が対 GDP 比で60%以下、フローの財政収支は3%以内、構造的財政収支は対 GDP 比0.5%以内、と定めている。また、イギリスやカナダでも同様の制限を設けている<sup>18)</sup>。こうした規制が設定されるのは、国債は財政資金の限界調達であり、財政の持続性を維持するためである。この点の再認識こそ、

日本の国債管理の重要な課題である。

もう一つの問題は、国債による財政資金の調達とは将来世代の負担によって調達される、という点である。国債の担保は将来の租税収入である。次世代負担による現世代の支出は世代間の不公平を拡大する。国債発行による資金調達は、負担の公平という視点からも、そこに自ずからなる限界が画されていると言わねばならない。

今日の国債市場は、国債発行の歯止め装置を消失し、無制限発行が可能な体制となっている。改めて、国債発行による財政資金調達とは何か、歯止め構築には何を問題とすべきか、こうした最も基本的な問題を原点に立ち返って考える必要がある。

## むすびに代えて ——MMT を検証する——

国債無制限発行が始まった当初、危機論に大きな関心が寄せられ「拡大する日本国債市場の危機」、「日本国債の暴落」等の特集が続き、国債危機をテーマにした幸田真音さんの経済小説「日本国債」(2003)がベストセラーになった。ところが今日では危機論はすっかり姿を消し、MMT など楽観論が大きな注目を浴びようになっている。MMT は講演会やテレビ、新聞などマスコミにも大きく取り上げられ、すっかり、お馴染みになった。

よく知られているように MMT の主な論点は、貨幣の発行に制約は無い、だから国内債であればデフォルトが生じることない、インフレになるまで国債は無制限に発行可能であり、今日ではインフレは減多に生じない、もしインフレになれば増税によって抑制できる、という主

張である<sup>19)</sup>。

MMT がなぜ登場してきたか、MMT 提唱者のニューヨーク州立大学のステファニー・ケルトン教授は次のように述べている。「日本政府と日銀は MMT を長年実証してきた。日銀は日本国債の40%を買い上げ、金融政策で長期金利も抑制している。政府債務が問題なら実体経済に問題がでるはずだ。…インフレにならない限り、財政赤字は中央銀行が引受けても問題ない」<sup>20)</sup>。同じく MMT 提唱者の一人であるニューカッスル大学のウィリアム・ミッチェル教授も次のように述べている。

「日本のたどった道のりは示唆に富む。1990年代初めに資産バブルが崩壊した後、政府は伝統的経済政策を極限にまで推し進め、財政赤字と政府債務の拡大を継続し、日銀が国債の大半を買い入れている。主流派マクロ経済学者は、金利と国債利回りが上昇してインフレが加速するから、政府の破綻は避けられないと予想した。だが予想はすべて外れている。日本は低い失業率、低インフレ、ゼロ金利に加え、力強い国債需要を維持してきた」<sup>21)</sup>。

MMT の理論は、提唱者が率直に認めているように、日本の国債市場や日銀の国債買いオペ等の評価を背景にしている。組み立てられた理論がどれほど説得力を持つのか、これは全て現実の検証に委ねる必要がある。なぜなら、理論それ自体は、どのような理論でも可能だからである。如何に精緻な論理であっても、現実によって検証されなければ無力である。

小論で取り上げた論点は、期せずして MMT の論点の検証であった。いま一度、要点のみ振り返ってみよう。MMT によると、日銀の国債買いオペによって国債市場の安定が維持されている、というものである。まず、この点から検

証していく。1998年以降、日本の国債市場は変貌を遂げたが、変貌した根本原因は長引くデフレであり、デフレの継続によって法人部門は資金不足から資金余剰へ変化し、内部留保は過去最大となり製造業の自己資本比率は50%となり、金融機関の貸出金は減少していった。内部留保が増加した最大の理由は労働分配率の低下である。非正規社員の増加によって人件費が圧縮されていった。企業はデフレ防衛のため、人件費の圧縮を続けている。実質賃金は低下しているが、デフレ防衛のため、家計部門の金融資産は増加し、その資産は金融機関の遊休資金となる。更に、内部留保の増加によって企業の現預金額は過去最高を更新し、その資金は金融機関の遊休資金となる。デフレによって銀行預金が増加し、貸出金が減少し、金融機関には遊休資金が形成されていった。この遊休資金を国債投資へ誘導した政策こそ非伝統的金融緩和政策であり、国債買いオペである。非伝統的金融緩和政策の目標はデフレ脱出であった。デフレが国債投資の資金を形成し、デフレ脱出の政策が資金を国債投資へ誘導したのである。日銀の国債買いオペは国債消化の道筋に過ぎない。

次に、歴史を振り返ってMMTの論点を検討してみよう。今を去る40年前の1981年6月、金融機関は国債の引受を拒否し、国債発行が不可能になった。休債はこの時点から1980年代中頃まで日常化する。なぜ休債になったか。金融機関の貸出金が増加を始め、遊休資金が減少し、国債消化資金が消滅していったからである。戦前の歴史をみると、1937年に成立した「臨時資金調整法」は政府資金を優先的に調達し民間部門の資金調達を抑制する立法措置であった。1936年から1937年にかけて景気が回復し企業の資金需要拡大してきた。銀行の貸出金

が増加すると、国債消化資金が不足して国債発行が不可能になる。このため民間の不要不急部門による資金調達を抑制した。ここでは国債発行によってクラウドディングアウトが発生したのであった。

インフレはそれほど心配する必要もない、国債発行によるインフレも心配はない、この議論についてはどうか。戦時中に発行された巨額の戦時国債は流動性が阻止されていたのでインフレに直結しなかった。しかし、終戦直後、物価は約100倍と暴騰した。また、戦後長らくの間、国債発行は議論することさえタブーであった。戦時国債の発行によって「国債はインフレを招く」、これが社会通年となっていたからである。アメリカにおいては、アコードの成立以前(1951)、財務省と連邦準備との間に国債発行とインフレを巡る激しい論争があった。論争の結末は、財政資金の調達も重要だがインフレ回避は更に重要、と言う点にあった。

「インフレが発生すれば増税で回避できる」、この議論も机上の空論で歴史の検証に耐えない。戦後の赤字国債発行は1975年から始まるが、大平首相は赤字国債に危機感を抱き消費税導入を提案し、「国民の皆さんに新たなお願いをしたい」と1979年の総選挙で訴えた。ところが消費税導入の提案は与党・野党・マスコミなど全国民の反対によって選挙中の9月24日、断念せざるをえなかった。長らくの間、消費税導入はタブーとなり、消費増税を提案した歴代内閣は次の選挙で大敗している。ノーベル賞を受賞したブキャナンは『財政赤字の公共選択論』(1990)で増税は困難であること、選挙の手続きが増税を困難にしていると述べている。

今日の国債無制限発行はデフレと金融機関の遊休資金によって可能となっている。この二つ

の条件が消滅した時、国債無制限発行を可能としている条件が消滅する。その時点で、MMT理論は再検証されるだろう。

注

- 1) 日本経済新聞 2017年3月30日
- 2) 財務省「「債務管理レポート(2020)」45頁
- 3) 財務省「債務管理レポート(2020)」26頁
- 4) 中島將隆「「休債は何を意味するか」証券経済研究 1987年2月 80号
- 5) 日銀資金循環統計速報 2020年9月
- 6) 日銀資金循環統計速報 2020年9月
- 7) 「法人企業統計年報特集号」(平成30年度調査)
- 8) 「法人企業統計年報特集号」(平成30年度調査)
- 9) 「低下続く労働分配率」(上, 中, 下) 日本経済新聞「経済教室」2020年2月19日~21日
- 10) 「低下続く労働分配率①」日経「経済教室」2020年2月19日
- 11) 平成30年版『経済財政白書』139頁
- 12) 平成30年版『経済財政白書』166頁, 167頁, 169頁
- 13) 中島將隆「国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設」証研レポート 1631号  
中島將隆「国債取引の決済期間の短縮とレポ市場の整備」証研レポート 1671号
- 14) 中島將隆「日本の国債相場を支えているものは何か」証研レポート 1673号  
中島將隆「赤字国債膨張の財政構造分析」証研レポート 1704号
- 15) 中島將隆「なぜ赤字国債の無制限発行が可能になったか」証券経済研究 81号
- 16) 日本経済新聞 2019年3月2日
- 17) 日本経済新聞 2020年2月7日
- 18) 財務省「日本の財政関係資料(2020)」26頁
- 19) 中野剛志『奇跡の経済教室』(KKベストセラーズ) 2019年 43頁, 46~48頁, 212頁~218頁
- 20) 日本経済新聞 2019年4月13日
- 21) ウィリアム・ミッチェル「コロナ危機と財政膨張」経済教室 日本経済新聞 2020年12月22日

(甲南大学 名誉教授)