

バブル崩壊後の国債市場の構造変化

中 島 將 隆

1. バブル崩壊後の国債市場の変化

(1) 国債発行市場の変化

バブル崩壊後、日本の国債市場は劇的な変化を遂げている。巨額の国債が継続的に発行され、国の歳入に占める国債の割合は40%を超えてしまった。国債依存度が40%を超えるのは戦時を除いて平和な時代に経験したことがない。戦後を振り返ってみると、1979年には国債依存度が当初予算で39.6%となり、国をあげて危機感を共有した。35%を超えることは危機ライン突破だとして大騒ぎとなり、実績は34.7%に圧縮された。この時点から国債発行を抑制する「赤字国債依存体制の脱却」が財政運営の目標になる。この目標は1990年に達成され、赤字国債の発行は当初予算でゼロ、国債依存度は8.4%に削減された。1991年から1993年まで、実績でも赤字国債発行をゼロとすることができた。ところが今日では、国債依存度は40%超が恒常的となり、2009年度には51.5%になった。こうした変化は、1998年から始まった。この年、発行額は前年の18.5兆円から34兆円となり、国債依存度は23.5%から40.3%に倍増した。以後、この水準が今日まで継続している。国債発行市場は、1998年を境に、国債無制限発行時代に移行したのである。

発行額の増加と共に国債発行残高も短期間の間に急増している。1998年の国債発行残高は295兆円だったが、2015年には807兆円となり財投債も含めると905兆円となる。借入金も含めた長期政府債務残高は1191兆円（2016年見込み）、国際基準に基づく一般政府の長期政府債務残高は1225兆円（2014年実績）になる。政府債務残高の対GDP比較では、日本が突出して高く、先進各国は120%以内に留まっているが、日本は200%を超過しギリシャやイタリアなど南欧諸国よりも遥かに高い。そして、日本の政府債務残高は、現在も膨張を続けている。

国債増発と共に、これまで繰り返し国債危機が叫ばれてきた。「拡大する日本国債市場の危機」というタイトルの論文が注目を浴び、この種の本が書店には山積みになっている。国債危機をテーマにした幸田真音さんの小説「日本国債」（初版2000年）がベストセラーになった。国債危機は小説の世界でもお茶の間でも大きな話題になっている。しかし、今日までのとこ

ろ、国債危機は発生していない。国債増発に伴う財政インフレ、クラウディング・アウト、いずれも発生していない。1980年代には休債が日常的になって、政府は国債を発行することができなくなった。金融機関は「かかる国債を引受けることは預金者に対する背徳行為である」として、増発される国債の引受けを拒否し、シ団引受による国債発行が不可能になった。今日では当時と異なる桁違いの国債増発が継続しているが、休債は発生していない。発行される国債は全額が公募発行であり、発行額の9割以上が国内資金で消化され、応札額は発行予定額を常に上回っている。国債発行市場をみると、無制限発行が無限に可能な外観を呈している。

(2)国債流通市場の変化

国債の無制限発行が続くと、常識的に考えるなら、需給がアンバランスとなり国債相場は不安定になるはずである。ところが、国債相場は安定し、国債の市場流動性は高い。1980年代後半に経験したロクイチ国債の大暴落のような相場下落は無い。なるほど、運用部ショック（1999年）やVaRショック（2003年）など幾つかの相場下落局面があった。だが、この変動は一時的な要因によるものであり、直ぐに、国債相場は安定を取り戻した。2008年のリーマンショック時には、日本の国債市場も流動性が低下して危機に直面した。だが、一時的に流動性が低下したものの、システミックリスクは発生しなかった。そして、リーマンショックを教訓に、国債決済期日の短縮や国債清算機関の機能拡充、レポ市場の整備等によって、国債の市場流動性は更に向上した。日本の国債市場は、今日では、アメリカやイギリスの国債市場と並んで、最も安定した市場となっている。

国債相場の安定と共に、国債は金融機関の最も魅力的な投資対象となった。市場流動性の高い国債は、もともと、巨額の資金を運用する銀行や機関投資家に相応しい投資対象である。この特性に加えて、長期金利の低下によって保有国債に評価益が発生しているから、更に魅力的な投資対象となった。銀行や機関投資家は国債消化の太宗である。バブル崩壊後、デフレから脱出できず、長期金利は一貫して低下を続けている。長期金利が低下を続けると、既発国債に評価益が発生する。長期金利の低下とデフレによって銀行貸出は低迷しているが、銀行決算は空前の高収益を計上している。高収益を計上できたのは、国債評価益が発生しているからであった。銀行にとって国債は、利子収入だけでなく長期金利の低下によって評価益を生み出す有利な投資対象に変化した。また、市場流動性が高いので、収益を産まなくても担保として国債に対する需要が高い。かくて、国債流通市場は活況をきわめ、国債品不足とさえ言われるようになった。

(3)問題の所在

国債無制限発行が継続しているが、今日までのところ、国債危機は発生していない。国債相場は安定し、銀行資金は国債投資に集中して高い収益を獲得し、市場では国債の品不足となっている。国債無制限発行の下で、国債流通市場は活況を極めているのだ。バブル崩壊後の国債市場の変化は、これまでの常識では、とても理解不可能である。

なぜ、こうした変化が生じたのだろうか。何が根本原因で、何を契機に、如何なる経緯をへて、今日に至っているのだろうか。この変化は永続するのだろうか。限界があるとすれば、その限界を画するものは何か。こうした疑問を解くためには、問題点を整理し、その問題を一つずつ検討していくことが必要である。問題点は、次のように整理できると思う。

第一に、なぜ国債の無制限発行が可能になったのか、という点である。財政法は国債発行を厳しく制限し、赤字国債発行については財政法第4条で禁止している。1975年から始まる赤字国債発行は、財政法第4条の例外として、特例公債法に基づいて発行されてきた。特例公債法は、当該年度に限って例外的に発行を認める単年度法であり、増発を阻止する制限規定を設けている。にもかかわらず、1998年以降、赤字国債の増発による国債無制限発行体制へ移行した。なぜ、国債増発を抑制する立憲的制約が空文化したのだろうか。

第二に、立憲的制約の空文化によって国債無制限発行が可能になったにしても、これだけでは可能性に過ぎない。可能性を現実性に転化したもの、無制限に発行される国債を市中で消化する資金は如何にして形成されたか、という点が問題となる。国債は全額が市中公募で発行される。公募発行であれば、発行額が拡大していくと政府資金調達と民間資金調達が競合し、クラウディング・アウトが発生する。また、クラウディングアウトを回避するため日銀資金を供給すれば財政インフレが発生する。ところが、今日までのところ、こうした国債危機は発生することなく、全額が市中で消化されている。無制限に発行される国債消化資金は、一体、どのようにして形成されているのだろうか。

第三に、なぜ、国債相場は安定し流通市場の活況が継続しているか、という点である。巨額の国債が継続的に発行されると市場は不安定になる。しかし、この間、国債相場は安定的に推移している。人為的な国債価格維持政策が取られているからでもない。金融機関の国債投資は活発で、市場では国債品不足と言われている。なぜ、国債相場は安定的に推移し、金融機関は積極的に国債投資に向うのだろうか。

第四に、なぜ、国債金利は低下を続けているか、という問題である。長期金利はバブル崩壊後から今日まで、継続一貫して低下を続けている。国債の過剰発行が続けば国債市場価格は下

落し、国債の流通利回りは上昇するはずである。ところが、長期金利は低下し、史上最低記録の更新が続いている。なぜ、長期金利は低下を続けているのだろうか。

最後に、国債無制限発行と国債流通市場の活況は無限に続くのか、という問題である。限界があるとすれば、その限界とは何か。この疑問は、上記の問題を検討する過程で明らかになるだろう。

2. 国債無制限発行を可能にした特例公債法の改正

(1) 赤字国債の発行禁止と特例公債法の成立

財政法第4条は国債発行を厳しく制限している。まず、国の歳入は租税収入を基本とし国債不発行が原則となっている。次に、赤字国債と建設国債を区別し、但し書きで建設国債の発行については認めているが、公共事業費の範囲内という発行限度を設けている。更に、赤字国債については財政法第4条で発行を禁止している。日本の財政は健全財政主義が原則となっていた。

赤字国債は1975年から発行が開始されるが、財政法第4条の例外扱いとして、特例公債法に基づいて発行されることになった。特例公債法は恒久法ではなく単年度法であり、当該年度に限って例外扱いとして赤字国債の発行を認める、という特別法である。1975年12月25日、「昭和50年度の公債の発行の特例に関する法律」(特例公債法)が公布され、赤字国債が初めて発行された。以後、赤字国債の発行は、当該年度に限って例外的に発行する、という単年度法に基づいている。

建設国債は公共事業費の範囲内という限度が画されていたが、赤字国債については財政法で発行を禁止しているから、そもそも発行限度額の規定などはない。そこで、赤字国債発行を抑制するため、特例公債法は恒久法ではなく単年度法とした。更に、赤字国債の償還は現金償還ルールを原則とし、借換償還を認めない、と明記した。建設国債は60年償還ルールによって発行され、この間、借換発行が継続する。建設国債の場合、全額の現金償還が完了するのは60年後のことである。赤字国債に60年償還ルールを適用すると財政規律が喪失する。そこで、赤字国債の増発を抑制するため、借換償還を禁止し現金償還のルールを定めた。

赤字国債の現金償還ルールは当該年度の特例公債法で明記された。1975年度については、補正予算に添付した償還計画表の説明欄において、満期が到来する1985年度までに全額償還し、借換償還は行わないことを明記している。1976年度から1983年度については、毎年度に成立する特例公債法において赤字国債の借換償還を禁止し、現金償還の原則を明記している。例え

ば、1983年度の特例公債法をみると、第2条4で「第一項の規定により発行する公債については、国債整理基金特別会計法第5条の規定による償還のための起債は、行わないものとする」（昭和58年度の財政運営に必要な財源の確保を図るための特別措置法に関する法律）とされていた。

(2)削除された赤字国債の借換禁止規定

1975年度に発行された赤字国債は1985年度に満期を迎える。赤字国債は現金償還が原則だから、満期を迎える10年債の赤字国債は1985年度から全額が現金償還されるはずのものであった。

ところが、1984年1月18日、財政制度審議会は「中期的財政運営に関する諸問題の中間報告」において、赤字国債償還の現金償還ルールを変更して借換償還を行うべきだ、とする驚くべき答申を行った。答申では次のように述べられている。「財政事情は今後一層厳しい状態が続くものと予想されるが、中長期的には現在のような財政構造のまま推移した場合、人口の高齢化等社会的・経済変化に対応した各般の財政需要に適切に應えていけるのかどうか、強く懸念される場所である。・・・特例公債の大量償還を行いつつ、新規財源を新たな特例公債に依存せざるを得ないような財政事情が当面続く状況の下では、従来のいわゆる現金償還の方針を改め、借換債の発行を行うという方針に切り替えることはやむを得ないと考える」（財政制度審議会報告書は、館龍一郎監修『21世紀への展望』（大蔵財務協会）に収録されている。所収本 253～254頁）。

財政制度審議会は、1984年12月21日、赤字国債の償還について再び答申し、償還ルールの変更について次のように提言している。「（昭和）65年度までに特例公債依存体質からの脱却に努めるという目標の下に、今後、財政改革を具体的に進めていくためには、当面、特例公債の償還については、四条公債と同様のいわゆる60年償還ルールによることが現実的選択としてやむを得ないと考える」（同上、所収本266頁）。

財政制度審議会の答申をえて、1984年度の特例公債法から現金償還の原則と借換禁止規定は削除された。そして、赤字国債の償還について「償還のための起債は…できる限り行わないよう努めるものとする」（「昭和59年度の財政運営に必要な財源の確保を図る特別措置等に関する法律」）とされ、禁止規定は単なる努力目標に変更された。借換償還の禁止規定削除により、この時点から、赤字国債の無制限発行が可能となる。1985年に満期償還を迎える赤字国債は、建設国債と同様、60年償還ルールによって借換られることになった。国債発行の立憲的制約は名実ともに空文化することになった。

国債無制限発行が現実スタートするのは、小淵内閣時代の1998年からである。国債発行額は前年の18.4兆円から34兆円に倍増し、国債依存度も23.5%から40%になった。国債発行額の膨張は、建設国債が限度一杯発行された後、赤字国債が無制限に膨張していく。赤字国債は建設国債と同様、60年償還ルールに基づいて借換られることになった。発行総額に占める赤字国債比率の推移をみると1998年49.9%、2000年66.3%、2002年73.8%、2003年81.1%になった。以後、この水準が維持され、赤字国債無制限発行は今日まで継続している。

無制限に発行される国債は、全額が市中公募で発行される。今日では、国債強制割当発行は廃止され、公的資金による消化は過去のものとなっている。国債増発が継続しているにもかかわらず、市場では国債の需給は逼迫し、国債品不足さえ生じている。国債消化難など発生していない。では、こうした国債投資に向う資金は、一体、どのように形成されているのだろうか。次にみていく。

3. 国債投資の資金形成構造と銀行行動

(1) 資金不足から資金余剰に変化した民間非金融法人部門

部門別資金過不足の推移をみると、バブル崩壊後、特筆すべき変化が生じている。民間非金融法人が資金不足から資金余剰に変化したことである。従来、民間非金融法人部門は一貫して資金不足部門であった。変化が生じたのはバブル崩壊後の1998年からである。この年を境にして、民間法人は資金余剰部門となり、更に、家計部門の資金余剰を上回るに至った。1998年から生じたこの変化は、今日まで継続している。2015年についても家計の資金余剰は9.5兆円に対し、法人の資金余剰は20.2兆円である（日銀「2015年第4四半期資金循環速報」）。

民間非金融法人部門が資金余剰部門に変化したのは、バブル崩壊後の長期に亘るデフレに起因する。1998年度から2012年度までの15年間で物価下落は累計で4.1%、年率で0.3%下落している。直面するデフレの特徴は「穏やかだがしつこい」という点に特徴がある（日銀総裁、コロンビア大学における講演「デフレとの闘い：金融政策の発展と日本の経験」2016年4月13日）。

デフレが継続すると企業は投資行動を控え、資金需要は生まれてこない。財務省の法人企業統計によると、2014年度の日本企業の留保利益は24兆円、利益剰余金は354兆円と過去最高になった。留保利益は毎期の売り上げから原材料や賃金・配当などを支払った後に残るもので、利益剰余金は毎期の積み上がりである。内部留保は留保利益と利益剰余金からなる。2014年度の金融業・保険業を除く企業の資金調達は銀行借入れが331兆円、内部留保が354兆円

であった（日経新聞 2016年2月18日・19日）。デフレの継続によって企業の資金調達方式が変化し、従来の銀行借入中心から内部留保の拡大に重点が移行している。デフレの継続によって民間非金融法人には遊休資金が形成されていること、企業の資金調達方式が変化したこと、この点が国債投資資金形成の第一段階である。

(2) 国債投資資金の形成

家計部門は何時の時期にあっても資金余剰部門であることに変わりない。家計部門の金融資産残高は増加を続け、2000年の1400兆円から2015年には1741兆円となった。

日本の金融は間接金融優位の構造である。従って、増加を続ける家計部門の金融資産、デフレによって増加している法人企業の遊休資金、この資金は金融機関に集中し、銀行預金の増加となる。この間、銀行預金は増加を続けている。

では、増加した銀行資金は何れに向かうか。「穏やかだがしつこいデフレ」によって民間非金融機関の銀行借入需要は停滞している。企業の資金調達方式は変化して自己資本比率は2005年の30%から2014年度には39%に拡大した。「企業は自分で稼いだ利益を事業活動に原資にしている。企業業績は2008年のリーマンショック前の水準を上回っているのに、設備投資や実質賃金はリーマンショック前より低い水準」（日経新聞 2016年2月19日）となっている。その結果、銀行には貸出先のない資金が形成されることになった。銀行預金の増加と貸出の低下、この点が国債投資資金形成の第二段階である。

(3) なぜ銀行資金は国債投資に向うか

では、なぜ、銀行資金は国債投資に向うのだろうか。銀行資金が形成されても、その資金が国債投資に向う理由が問題となる。この点が国債投資資金形成の第三段階の問題である。

まず、国債の市場流動性が高いからである。国債は、本来、巨額の資金を運用する銀行や機関投資家にとって相応しい債券である。国債は租税によって担保されているから信用度が高いこと、発行額や残高が巨額だからロットの大きな売買が可能なこと、継続的に発行されているから満期構成が多様なこと、国内投資家にとっては為替リスクが無いこと、こうした特性を持っているから国債の流動性は高い。加えて、1975年以降、国債の市場流動性を向上させるため、様々の制度が整備されてきた。市場流動性を向上させるためのインフラ整備、この制度構築に対する信頼があるからこそ、銀行資金は国債投資に安心して向うことになる。

インフラ整備の過程を振り返ってみよう。国債の市場流動性を維持するには、債券ディーラーが国債流通に必要な資金と国債を調達する市場、すなわち、レポ市場の創設が不可欠であ

る。レポ市場の整備によって債券ディーラーは受渡しに必要な資金と債券の調達が可能となり、巨額の国債売買が可能になる。このため、1975年から始まる大量国債発行と共に現先市場（売買形式のレポ市場）が公認され、国債流通に必要な資金調達の市場を整備した。1989年に債券の空売りが認可されると、空売りに必要な国債調達を可能にするため債券貸借市場（貸借形式のレポ市場）が創設され、1996年には国債のローリング決済方式を導入するため現金担保付き債券貸借市場（日本版レポ市場）が創設された。金融グローバル化がすすむと国際標準のレポ市場が必要となり、2001年には売買形式による国際標準のレポ市場が創設された。

レポ市場の整備によって市場流動性は向上したが、国債の受渡しには決済リスクが潜在化している。決済リスクを軽減すれば市場流動性は更に高まる。決済リスクを軽減するため、まず、国債決済期間が短縮された。1999年には従来の5・10日決済方式からローリング決済方式に移行し、決済期間は次々に短縮されていく。従来の決済期間は約10営業日だったが、T+7（1996年）、T+3（1997年）、T+2（2012年）と短縮され、2018年にはT+1に短縮することが予定されている。

決済リスクの軽減は、更に、国債決済金額の圧縮によって達成される。決済金額を圧縮するため、2005年、国債清算機関が創設された。国債清算機関の創設によって個々の売買が清算機関との売買に置き換えられ、売買の一本化によって売りと買いが相殺される。相殺によって決済金額が圧縮され、その分、決済リスクが削減され、国債流動化が向上することになる。

市場流動性を向上させるため、現在もインフラ整備が継続している。リーマンショック時には国債の流動性が低下し、市場は混乱した。リーマンショックを教訓にレポ市場の整備、国債決済期間の短縮、国債清算機関の機能拡充などが行われた。そして、2018年には国債決済期間はT+1に短縮され、同時に、レポ市場も国際標準のレポ市場に統合されることになっている。銀行資金が国債投資に向うのは、まず、国債の市場流動性が高いこと、市場流動性を向上させる制度が整備され、この制度に対する信頼が維持されているからである。

銀行が国債投資に向う第二の理由は、持続的な長期金利の低下によって国債評価益を獲得することができるからである。「穏やかだがしつこいデフレ」の継続によって、長期金利は過去15年以上、低下を続けている。長期金利の低下が続くと、既発国債には国債評価益が発生する。国債は継続的に発行され、かつ、国債消化の太宗は金融機関だから、長期金利の低下が続くと、国債評価益は継続的に発生し、国債保有額が大きい程、評価益は大きくなる。銀行は金利の低下によって預貸金利鞘は減少し、企業は内部留保の拡大によって銀行借入は縮小している。デフレによって銀行収益の悪化は避けられないはずであった。にもかかわらず、銀行は過去最大の収益を計上している。この最大の秘密は、国債評価益が発生していたからであった。

銀行の国債投資は、単に、国債利子の獲得にあるのではない。長期金利の低下によって発生している国債評価益の獲得こそ、銀行が国債投資に向う大きな要因となっている。

第三に、国債の償還可能性に対する市場の信頼が維持されているからである。国債は政府債務である。償還可能性に対する信頼がなければ、国債投資がどれほど魅力的な収益を生む投資対象であっても、銀行資金は国債投資に向わない。2010年に勃発したギリシャ危機、南欧諸国の国債大暴落、これは償還可能性に対する信頼が失われたからであった。

では、償還可能性とは具体的に何をさすか。国債は政府の借金であり、この借金は租税収入によって担保されている。償還可能性とは借金の返済能力の他ならない。議論の中心になっている消費税率については、日本の場合、先進国の中で税率が一番低く欧州の半分である。社会保障制度は先進国の水準を維持しているが、国民負担はOECD諸国の中で最低水準である。国債に対する信頼が維持されているのは、消費税引き上げの余地が残されていること、安定した官僚機構によって徴税能力が維持されていること、すなわち、担税力があると判断しているからである。また、家計部門の純金融資産残高は政府債務残高を上回っている。こうした事実によって、現在までのところ、国債に対する信頼が維持されているといえよう。国債の償還可能性に対する市場の信頼、この信頼の故に資金が国債投資に向うのである。

ではなぜ、長期金利の低下が続くのだろうか。

4. 非伝統的金融政策と長期金利の低下

(1) デフレ対策と非伝統的金融政策

バブル崩壊後、長期金利の低下が継続している。日銀の金融緩和政策によって長期金利が低下し、国債相場は安定している。だが、金融政策の目的は国債価格維持にあるのではない。「穏やかだがしつこいデフレ」、このデフレを克服すること、この点に最大の目標がある。まず、長期金利の低下を誘導する金融緩和政策の推移をみていく。

日銀はデフレ対策のため、1999年から今日まで、非伝統的な政策によって金融緩和をすすめてきた。まず、1999年2月から2000年8月まで、「ゼロ金利政策」が導入された。ゼロ金利政策とは「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート・オーバーナイト物をできるだけ低めに推移する（＝取引手数料を除くベースでゼロ%近傍で推移する）ように促す」というものである。この非伝統的金融政策は2000年8月、デフレ懸念の払拭が展望できるようになったとして、早々に解除されてしまった。だが、解除後、デフレ懸念は更に高まった。

2001年3月、デフレスパイラルに陥らないように「量的金融緩和政策」を導入した。金融政策の操作目標を従来のコールレートから日銀当座預金残高に変更し、必要準備を上回る資金を供給する、という政策である。この資金を供給するため、日銀は市場から国債を購入することにした。量的金融緩和政策のポイントは消費者物価指数のインフレ率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する、というものである。この運営目標は将来の金融政策運営の方向を現時点で約束するからコミットメントと呼ばれ、また、時間軸政策とも呼ばれる。何れもデフレ対策のため世界初めての試みであった。

当座預金残高目標を上げるため、2001年以降、日銀は市場から国債を買い続け、かつ、買入国債を増額していった。増額されたとはいえ限度が設けられ、買入額の上限は銀行券発行残高の範囲内というルールが設定された。

量的金融緩和政策は2006年3月、インフレ率が安定的に0%以上となる展望が開けたとして解除されてしまった。だが、目標は実現せず、デフレが継続した。そこで、2010年10月、包括的金融緩和政策が導入され、量的金融緩和政策が復活した。包括的な金融緩和政策は資産買入基金の創設等により国債買入額を増額して金融を緩和したが、この政策は2013年3月に終了する。

(2)量的金融緩和政策から異次元金融緩和政策へ

2013年4月、非伝統的金融政策は量的金融緩和から異次元金融緩和へ政策を転換した。異次元金融緩和政策はデフレ脱却の実現が目標である。従来の非伝統的金融政策はデフレ対策であったが、何れの政策も目標を達成できなかった。デフレ脱却を実現するため、物価目標を設定して上昇率を年率2%にすること、期間を限定して2年を目標にすること、数値目標と目標達成の期限を定めた。この目標を達成するため金融市場の操作目標を金利から資金量に変更し、マネタリーベースを年間約60兆円から70兆円のペースで増加するように金融調整を行う、というものである。そして、国債の買入によって金融を量と質の側面から緩和して、イールドカーブ全体を引下げることにした。

量的側面では、国債買入額を増額である。日銀の国債保有額が年間約50兆円のペースで増額するように国債を購入することになった。同時に、国債買入を制限する銀行券ルールの適用を停止した。このルールが存続すると日銀の国債買入額を増額が不可能となるからである。質的側面では、国債買入の平均残存期間を従来の3年弱から7年程度に延長した。国債発行残高の平均残存期間は約7年である。イールドカーブ全体の金利を引下げる目的で量的・質的緩和を推進することにした。

デフレ脱却目標を更に確実にするため、引き続き量的・質的緩和政策が強化されていく。2014年10月、量的・質的金融緩和が拡大された。マネタリーベース増加額が従来の年間60～70兆円増が年80兆円に、国債買入の年間増加額は50兆円から80兆円に拡大した。また、買入国債の残存期間は従来よりも最大3年程度延長し、7～10年程度に延長した。2015年12月には買入国債の残存期間の延長を決定し、2016年から7～12年程度に延長することを決定した。こうした量的・質的緩和を同時に進めることによって、イールドカーブ全体の金利低下を促進することにしたのである。

2016年1月、量的・質的金融緩和政策は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」に拡大していく。金融機関が保有する日本銀行当座預金に0.1%のマイナス金利を適用するというものである。量的・質的金融緩和を継続し、その上で、マイナス金利を導入することになった。マイナス金利を導入することによってイールドカーブの起点を引下げ、大規模な長期国債買入とあわせ、金利全般により強い下押し圧力を加えていくことを目的にしている。

(3)日銀の国債買入が国債市場に与える影響

日本銀行は1999年から今日まで、実に15年以上もの期間、非伝統的金融緩和政策を採用している。非伝統的金融政策は、ゼロ金利政策から量的金融緩和政策へ、量的緩和から量的・質的緩和へ、マイナス金利付き量的・質的金融緩和へ、段階を経て変化している。変化しているとはいえ、いずれもデフレ対策だという点で共通し、量的金融緩和政策以降は、日銀による国債大量買入れという点で共通している。

日銀の大量国債買入は国債発行市場や流通市場、国債相場の形成に大きな影響をあたえている。

まず、長期金利の持続的低下である。量的金融緩和政策は2001年から始まったが、国債買入はイールドカーブ全体の引下げを目標にしている。国債買入と同時に長期金利も低下し、買入額の増額と共に長期金利は更に低下を続けていった。量的・質的金融緩和以降、金利は更に低下していく。国債発行額を上回る買入が継続していること、買入国債の残存期間が延長されたこと、量的・質的緩和により、イールドカーブ全体の引下げ圧力がさらに高まった。10年物国債だけでなく、多様な年限構成の国債金利は低下を続け、市場最低記録が更新されている。マイナス金利付き量的・質的緩和が導入されると、マイナス国債金利が発生するようになった。今日では、あらゆる年限構成の国債がマイナス金利となっている。

第二に、国債市場参加者と流通市場への影響である。日銀が継続的に国債を買入れると、市場では国債投資に対する安心感が高まる。加えて、国債金利の低下が遊休資金を国債投資へ誘

導することになった。国債金利が持続的に低下すると、既発国債には評価益が発生する。金融機関が国債投資によって得るものは国債利子だけではない。国債評価益の獲得こそが銀行の好決算を支える源泉となった。その結果、市場では国債品不足となり、流通市場は活況を極めることになった。

第三に、国債発行市場への影響である。ここでは、国債金利の低下によって国債利払費が軽減し、国債増発に対する危機感が喪失した点を指摘せねばならない。危機感が喪失した結果、国債増発に歯止めがかからなくなっている。国債無制限発行が開始された1998年と2015年度の国債発行残高と利払費を比較すると、発行残高は295兆円から812兆円に増加し、利払費は115兆円から101兆円に減少している。国債発行残高は約2.7倍に増加しているのに、利払費は逆に減少している。利払費の軽減によって国債発行に対する危機感が喪失し、財政規律が希薄になって国債増発を助長している点に注意を払う必要がある。

5. 市場の信頼を如何にして維持していくか

国債の無制限発行が継続しているにもかかわらず、発行市場も流通市場も安定していた。国債市場が安定している最大の理由はデフレが継続しているからであった。デフレの継続によって遊休資金が形成されている。その資金は銀行に集中するが、デフレの継続によって銀行貸出は低迷している。銀行資金が国債投資に向った理由は、長期金利の低下によって国債評価益が獲得できたからである。そして、長期金利の低下は、デフレ対策として非伝統的金融緩和政策を採用したからであった。デフレが国債投資資金を形成し、デフレが遊休資金を国債投資に誘導し、デフレが国債に評価益を発生させた。今日の国債市場の活況を支えている最大の要因はデフレの継続に他ならない。

もう一つ、国債に対する市場の信頼が維持されているからである。国債に対する市場の信頼とは、償還可能性に対する信頼、流動性を維持している国債制度に対する信頼である。この二つの要因によって、今日の国債市場は支えられている。

だが、安定を支えている条件は無限に継続するものではない。長引くデフレから脱出した時点で、国債市場の安定を支えている最大の条件が消滅する。国債市場の安定を維持するには、償還可能性に対する市場の信頼を強化する以外にない。持続可能な財政制度を維持するため国債発行額を削減すること、国債増発の立憲的制約が撤廃されている今日、特にこの点が強調されねばならない。このためには、まず、プライマリー・バランスの回復である。更に、国債制度に対する信頼を維持するため、市場流動性を向上させる不断の努力を継続していくことだと思う。