

わが国の公的部門における金融活動の影響について

**前 信州大学経済学部教授
前 財務総合政策研究所特別研究官**

森山 茂樹

2007 年 8 月

本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

わが国の公的部門における金融活動の影響について

１．はじめに

金融活動とは、資金余剰主体から、資金不足主体への資金の融通であり、このような金融活動により、将来の支出のために蓄えられた資金が、この資金を有効に活用できる主体へと移動することとなる。

ある一つの経済を運営する主体を、その機能によって分類する場合、主に生産活動を行う企業部門、消費活動を行う家計部門、そして近代経済においては、これらの民間部門に対して、公的部門が存在する。戦後のわが国においては、公的部門を一般会計予算とした場合、原則として公債発行や政府借入れが禁じられている。このようにある年度の歳出を、その年度の税収等の歳入によってまかなっている限り、公的部門における金融活動は存在しない。

しかしながら、最近の財政状況をみると、一般会計歳入の２割から、多いときには４割を超える部分を公債発行により賄っている。また、過去の借換債を含めると年間１００兆円以上の国債が発行され、わが国経済において、公的部門は最大の金融活動を行っているといって過言ではない。

その結果、現在、わが国政府の国債等の長期債務残高は１年間のGDPを大きく上回っている。このように政府部門が多額の債務を抱えた場合、通常、高い物価上昇を引き起こす。たとえば、第一次世界大戦後、敗戦国ドイツでは、巨額の賠償金支払のための負債により、ハイパーインフレーションを引き起こしている。あるいは、第二次世界戦後のわが国経済においても、同様である。戦前、戦中の軍備費増大により、巨額の政府債務を抱えた。このため、戦後わが国でも高い物価上昇を引き起こすこととなった。

現在のわが国政府の長期債務残高は、第二次世界大戦期を上回る水準となっている。ところが、第二次世界大戦後に発生したような物価上昇は生じていない。その理由の一つとして、郵便貯金や公的年金等の公的部門が国債の多くを保有していることが考えられる。これらの公的部門が、民間部門から郵便貯金や公的年金拠出金の形で資金を吸収し、その資金を利用して、政府が発行した多額の国債を保有することにより、民間部門の購買力が物価上昇をもたらすことを抑制している。

しかしながら、現在、多額の国債を保有している郵便貯金等は、07年10月には民営化され、郵便貯金部門は株式会社ゆうちょ銀行に、簡易生命保険部門は、株式会社かんぽ生命保険とされる。さらに10年後の2017年10月までには、株式会社ゆうちょ銀行及び株式会社かんぽ生命保険の株式は、すべて売却され完全民営化される予定である。このように郵便貯金等が民営化されると、民間金融機関と同様に自由な資金運用が行われることとなる。その場合、現在、民間金融機関も資金運用の一環として国債を保有していることから、郵便貯金が民営化されたとしても、集められた資金の運用としての国債を直ちにやめるとは限らないが、公的部門の一部として、国債消化に貢献してきた郵便貯金の役割は今後変化

していくことが予想される。その結果、現在の円滑な資金循環が阻害され、資本市場に悪影響を及ぼすおそれがある。

郵便貯金と同様、厚生年金等の公的年金積立金等もその資金の一部を国債に運用している。厚生年金積立金は、勤労所得者や雇用主からの拠出金を、高齢時の年金に充てるものである。現在の勤労者等が、その時点での年金給付費を負担するいわゆる賦課方式を採用しているわが国では、原則として手元に運用資金が残らないはずである。また、現時点で積立金があるにしても、今後、戦後のベビーブームにより多く出生したいわゆる団塊の世代が大量に定年を迎え、年金受給者となる一方、資金を拠出する勤労者が少子化等の影響で減少すると、これまでに蓄えられてきた厚生年金積立金等が使用されることとなる。このような事態となると、前述の郵政民営化と同様、厚生年金積立金等の資金により、円滑に循環してきた資金の流れが阻害されるおそれがある。

一方、これまで郵便貯金、厚生年金積立金等を運用してきた資金運用部は、2001年度の改革により、必要な資金を金融市場から財投債と呼ばれる国債を発行することで調達されることとなった。仮に、家計部門から郵便貯金、厚生年金等積立金を経由して、国債市場に流入していた資金が、財投改革によっても、同様に国債市場に流入することとなれば、市場への影響は限定的なものとなると考えられるが、この改革により、これまで国債を引き受けてきた資金運用部は、原則として国債を引き受けなくなった。

また、2001年度の改革までは郵便貯金、厚生年金積立金等は、資金のニーズとは無関係に、受動的資金として資金運用部に預託されてきた。この改革により、資金ニーズに応じて、必要な資金が金融市場から調達されるようになったことに伴い、資金運用部が中心的な役割を果たしてきた財政投融資計画の規模が縮小してきた。この財投改革による資金循環の変化は、わが国資本市場に影響を及ぼす可能性がある。

このような郵便貯金、年金資金等の政府部門に属する資金の流れだけでなく、中央銀行である日本銀行も、わが国の資金の流れに重要な影響を及ぼす役割を果たす。日本銀行は、わが国の中央銀行として、物価の安定を通じた国民経済の健全な発展に重要な役割を果たしているが、物価の安定のためには、市場をとおして適切な通貨を調整する必要がある。物価と通貨供給量の間には密接な関連がある一方、通貨供給量と物価は単純な1対1の対応にはない。このため、経済全体の資金循環を十分考慮したうえで、金融調節を行う必要がある。その際、グローバル化が進展している今日の経済においては、単に国内における資金循環に留意するだけでなく、国際的な資金の流れにも十分配慮する必要がある。

郵便貯金、年金積立金等の公的資金分野における01年度の財政投融資改革が、公的資金の循環に大きな変化をもたらしたのと同様に、日本銀行の金融政策においては、わが国経済において深刻なデフレが生じていた時期に導入した量的緩和政策が、06年に解除されたことが、今後の資金の流れに大きな影響を及ぼす可能性がある。量的緩和政策とは、政策金利がゼロ%近傍に引き下げられた中での更なる金融緩和策として導入された政策であり、民間金融機関が日本銀行に持つ当座預金残高を、支払準備制度のもとで求められる額を大

幅に上回る額とすることを目標とした金融政策である。民間金融機関が、必要以上の資金を、金利を生まない日銀当座預金に積みさせるため、日本銀行は、手形買入オペの期間を長期化するとともに、長期国債の買切りオペの額を増加させた。このような形で、日本銀行の量的緩和政策は、わが国経済における資金の流れに影響を及ぼし、その中で国債を巡る資金循環に大きな影響を与えるものであった。

この量的緩和政策が解除されたことに伴い、このような資金の流れが同政策の導入以前の状態に戻ることが予想される。しかし、量的緩和政策の導入及び目標とされる日銀当座預金残高の増大に伴い引き上げられた長期国債の買切りオペの増額は、これを減額した場合、市場に不測の影響を及ぼすおそれがあるため、量的緩和政策が解除され、1年以上が経過した現在でも、量的緩和政策時と同様の額に据え置かれている。

他方、量的緩和政策に伴い増額された長期国債の買切りオペの額は、量的緩和が解除されることにより、論理的には以前の水準に減額されるものと考えられる。その場合、わが国の資金循環にどのような影響があるのかについては、十分検討する必要がある。

これらの公的部門の改革、社会構造の変化はまだ始まったばかりであり、国債の消化にどのような影響を及ぼすか明かではない。しかしながら、わが国の政府債務が戦前の規模を上回るまで悪化する一方、通常は発生する金利上昇や物価上昇といった副作用が生じていない理由が、仮に、公的部門の金融活動であったとしたら、公的部門の改革による資金の流れの変更は、これまで表面化していなかった金利上昇や物価上昇を引き起こすおそれがある。このような視点から、以下で国債発行、公的金融活動を中心に、資金の流れを検証していきたい。

2．国債発行の現状

(1)直近の国債発行の現状

国債発行の現状に関する直近のフローベースのデータとして、2007年度予算に基づく国債発行計画がある。これによると、2007年度に発行すべき国債の総額は、前年度当初計画から過去最大の21.6兆円を減額したものの、143.8兆円と以前高い水準に留まっている。2007年1月に閣議決定された「平成19年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」の別添に示された2007年度の国内総生産見通しは521.9兆円であることから、国債発行総額のGDPに占める割合は27.5%に及ぶ。

(2)国債の種類と償還方法

この国債発行総額は、その発行根拠法により建設国債及び特例国債の新規財源債、借換債、財投債に分類される。国債の償還は、満期ごとに規則的に一部を借り換え、全体として60年間で完全に償還するいわゆる「60年償還ルール」が適用されている。これは、建設国債が発行された際に、公債発行によって作りだされた資産が、平均的にみて60年間に

わたって国民の生活向上に資するとの観点から設けられたものである。¹たとえば、10 年債が満期となった場合、その 6 分の 1 が償還され、残額については借換債の発行が行われる。したがって、毎年度発行される借換債の額は、過去に発行した国債の満期到来額により決まってくる。また、借換債は国債整理基金特別会計の歳入として計上される。

財投債は、財政投融资の資金ニーズに応じて発行され、財政融資特別会計の歳入となるものである。したがって、一般会計ベースでは、建設国債及び特例国債の新規財源債が、毎年度の歳入に繰り入れられる。

2007 年度国債発行総額 143.8 兆円のうち各々の発行額は、新規財源債 25.4 兆円、借換債 99.8 兆円、財投債 18.6 兆円となっている。新規財源債から、満期償還となり、借り換えしない国債を除いた額が、新たな国の債務の増加となる。

(3)国債発行と基礎的財政収支

このように新たに債務が増加したとしても、持続的な財政が可能であるための一つの目標として、現在、財政当局は基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の黒字化を目指している。基礎的財政収支とは、「新規財源債等による借入れを除く収支等の歳入」と、「過去の借入れに対する元利払い、すなわち国債費に相当する額を差し引いた歳出」の差額のことをいう。この基礎的財政収支が均衡している場合、借金に頼らず、その財政年度の収支等により、政策的支出が賄われていることとなる。一方、債務残高については、新規財源債等の借入れの額が増大する一方、過去の債務残高は、国債費のうち満期償還となった国債の額相当しか減少しない。したがって、総額の債務残高は、国債費から債務償還費を除いた利払費相当額が増加することとなる。

以上のとおり、基礎的財政収支が均衡した場合でも、絶対額としては国の債務残高は増加する。しかしながら、GDP が増大すれば、国の債務残高の対 GDP 比はその分低下する。たとえば、債務残高に対する利払費、すなわち金利相当の増加割合が、GDP の成長率と等しい場合、両者は同じ割合で増加するため、債務残高の対 GDP 比は変化しないこととなる。このため、現在、財政当局が持続可能な財政の構築のための第一歩として、基礎的収支の黒字化を目指している。このように金利と成長率が等しい場合には、債務残高の対 GDP 比は一定である一方、金利が成長率を上回る場合には、基礎的財政収支が均衡したとしても債務残高の対 GDP 比は増加することとなる。この場合、財政が持続可能である、すなわち債務残高の対 GDP 比が拡大しないためには、基礎的財政収支は均衡するだけでは不十分である。債務残高の対 GDP 比を一定に保つためには、金利と成長率の差と債務残高の積の額の基礎的財政収支の黒字が必要となり、金利と成長率の差の大きさにしたがって、また、債務残高の大きさにしたがって、必要となる基礎的財政収支の黒字額は大きくなる。

将来の金利と成長率の予想は困難であるが、債務残高については四半期ごとに国債発行当局が統計を公表している。直近の統計である 2006 年 12 月末現在の財投債をのぞく長期

¹ 小村 2002 年、P120 参照。

債務残高は 543.5 兆円である。仮に金利が成長率を 0.1%上回った場合、債務残高の対 GDP 比を一定に保つために必要となる基礎的収支黒字額は、これと債務残高の積である 5435 億円となる。今後の金利と成長率の関係、債務残高の額に応じて、必要となる基礎的財政黒字額は増減することとなる。

(4)財政健全化についての試算

06 年 4 月 7 日の経済財政諮問会議の参考資料として、「複数のマクロ経済の姿と財政健全化についての試算」²が提出され、名目成長率を 2%、3%、4%の 3 通り、長期金利を 3%、4%、5%としたマトリクスで 9 通りのケースを想定し、そのうちの 4 つのケースについて、モデルにより試算している。各々のケースについて、基礎的財政収支 (PB) が均衡、PB の対 GDP 比が 1%黒字、同 2%の黒字といった収支改善努力を行った場合、国と地方を合わせた財政の健全化の程度を、公債等残高の対 GDP 比の推移によって測定している。

この試算の結果によると、以下のとおりである。

3%成長・4%金利のケースでは、国・地方の公債等残高 GDP 比は、PB 均衡では継続的に拡大・発散し、PB2%黒字であれば持続的に低下する。また、国の債務残高の GDP 比は、PB 均衡、PB1%黒字の場合では、継続的に拡大・発散し、PB2%黒字でもわずかな低下にとどまる。

4%成長・4%金利と のケースよりも成長率が 1%高く、金利と同じケースでは、国・地方の公債等残高 GDP 比は、PB 均衡でやや低下し、小幅でも PB 黒字が確保されれば持続的に低下する。また、国の債務残高の GDP 比は、PB 均衡の場合では、継続的に拡大・発散し、PB1%黒字では横ばい、PB2%黒字でやや低下する。

逆に 2%成長・4%金利と のケースよりも成長率が 1%低いケースでは、国・地方の公債等残高 GDP 比は、PB 均衡、PB1%の小幅黒字では、発散する。また、国の債務残高の GDP 比は、PB2%黒字も含めいずれの場合でも発散する。

4%成長・3%金利と成長率が金利を上回るケースでは、国・地方の公債等残高 GDP 比は、PB 均衡も含めいずれの場合でも低下する。また、国の債務残高の GDP 比は、PB 均衡では横ばい程度であるが、PB1%以上の黒字があれば低下する。

以上のとおり、基礎的収支が均衡するだけでは、財政が健全化するとは限らず、経済成長率次第では、基礎的収支を黒字化する必要がある。また、地方の財政と比較して、国の財政状況が悪化しているため、国・地方の債務残高が低下する場合でも、国の債務残高の

²経済財政諮問会議ホームページ <http://www.keizai-shimon.go.jp/minutes/2006/0407/item6.pdf> 参照。

GDP 比は発散するケースもあり、国においては、地方よりも財政の健全化が必要であるといえる。

基礎的財政収支が均衡している場合、公債収入と国債費は均衡している。その場合、公債収入分の国債残高が増加する一方、国債費のうち、満期償還した国債分国債残高が減少することとなり、残りの国債費に占める利払費相当額だけが債務残高の純増となる。利払費は、国債残高に対し、それぞれの利率が支払われることにより計算されることから、毎年度の予算編成を実施するといったフローベースの歳出見積もりのために、国債残高および利率が重要であると同時に、国のバランス・シートを作成し、資産・負債バランスをみるといったストック・ベースの観点から、わが国政府の長期債務残高の額は重要である。

3．わが国経済の現状と国債消化の問題点

(1) 家計部門の貯蓄率の低下

上記のとおり、06 年 12 月末で既にわが国の GDP を上回る政府の長期債務残高を抱えている一方、この資金不足をまかなう資金余剰として、05 年度末時点で個人金融資産が 1520 兆円にも上っている。このため、金額的には政府債務は十分ファイナンスが可能であり、このような額の個人金融資産も、わが国経済において物価が安定したり、金融市場において長期金利が安定したりする背景となっていると考えられる。

しかしながら、個人金融資産は政府長期債務をファイナンスするために築き上げられたものではない。個人が貯蓄することによって、現在の消費を抑える理由は、その貯蓄で将来の消費を増加させることができるからである。この場合、現在の 1 単位の消費から得られる効用と、将来の 1 単位の消費から得られる効用の比較となる。現在の消費から得られる効用が、将来の消費から得られる効用より大きい場合、現在の消費がより大きく、逆に貯蓄は小さくなる。逆に、現在の消費を抑制することによって失われる効用よりも、将来の消費から得られる効用が大きい場合、貯蓄が大きいこととなる。イソップ寓話の例でいえば、前者は、夏の間消費生活を楽しんだギリギリのタイプであり、後者は、夏の間一生懸命働き、冬の消費に備えたアリのタイプである。

このような現在と将来の消費の選択において、同じ消費であれば、より現在に近いほうがその効用は高くなる。このため、現在の消費を抑制し、貯蓄するためには、貯蓄した資金に利子が付され、現在よりも、将来における消費が大きくなる必要がある。

このような現在と将来の消費の選好に関する比率は時間選好率と呼ばれ、市場が機能しているとの前提においては、市場の利率がその均衡値であるということとなる。したがって、現在、わが国の市場金利は歴史的に見て低い水準にあるが、これは、消費の時間選好率の観点からすると、人々は、現在の消費は、低い金利で運用された資金によって実現する将来の消費と同じ価値であるとみてしていると理解することができる。すなわち、将来の消費の価値を高く評価しているということになる。

このような状況は、わが国人口が高齢化することに伴い変化すると考えられる。若年世代にとっては、平均的に長い余命を考慮すると、将来の不測の事態に備え、現在の消費を抑制すると考えられる。他方、高齢化が進展すると、平均余命は短くなり、不測の事態に備えた貯蓄は少なくなる。

また、誕生から学齢期を経て、勤労を行い、定年に伴い年金生活にはいるといったいわゆるライフ・サイクルの観点からも、貯蓄が減少する可能性がある。個々の家計では、勤労世帯では、住宅ローンを借り入れるため、ネットで資金不足となる家計もあるが、一般的に定年後の生活に貯蓄するため、ネットで貯蓄超過となる。他方、同じ家計でも定年世代は、年金で生活し、年金で不足する部分は、勤労時に蓄えた貯蓄の取り崩しで対応するため、ネットでは貯蓄の取崩し、すなわち資金不足主体となる。これらの個々の家計をマクロ的に集計する場合、勤労世帯の割合が高ければ、その分ネットの貯蓄超過率は高くなり、逆に、定年世代が相対的に高くなれば、ネットの貯蓄率は小さくなり、極端な高齢化社会では、ネットで貯蓄の取り崩しが行われるおそれもある。わが国の人口構成が、高齢化することによって、定年世代の割合が相対的に高くなると見込まれることから、わが国の家計部門の貯蓄率は今後低下するおそれがある。

実際、日本銀行の「資金循環統計（2007年第1四半期速報）：参考図表」の「部門別の資金過不足の推移」³をみると、家計部門は掲載された12年間の間、常に資金余剰となっているが、その名目GDPに対する比率は、2003年度にかけて傾向的に低下している。ただし、この家計部門における資金余剰の名目GDPに対する比率は、景気動向とも関連しており、2003年度以降は、景気の回復に伴い、再び上昇に転じている。

いずれにせよ、わが国人口構成の高齢化は、家計部門の資金バランスを貯蓄低下の方向に作用することから、マクロ的な資金バランスがとれているという現状から、資金不足に陥るおそれがある。

(2) 企業部門における資金需要の回復

個人消費の時間選好やライフ・サイクルにより、家計部門で貯蓄が行われる一方、その資金を有効に使用する企業部門が、投資により経済成長を遂げるといった経済構造が一般的である。

ところが、バブル期に資金を借入れ、設備投資等を行った後、バブルが崩壊したため、企業部門は、過剰債務、過剰投資を抱えることとなった。⁴このため、2002年を底に景気が回復し、企業の収益が増加すると、企業はこの資金を債務返済に充てた。債務を返済してもストック・ベースでの借入金残高は残るものの、フロー・ベースでみれば、債務返済はネットの貯蓄であり、企業部門は資金余剰主体へと転じることとなった。

³ 日本銀行ホームページ、http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/sj/sjexp.pdf、P2 参照。

⁴ バブル崩壊後のわが国経済においては、過剰債務及び過剰投資の2つに過剰雇用を加えたいわゆる「3つの過剰問題」の解決が求められた。

上記日本銀行の「資金循環統計(2007年第1四半期速報):参考図表」の「部門別の資金過不足の推移」によると、2000年代に入ると、家計部門の資金余剰の名目GDP比が低下するのとは逆に、企業部門⁵の資金余剰の比率が上昇し、わが国経済で、企業部門が家計部門を抜いて最大の資金余剰主体となった。特に、03年度は、家計部門の資金余剰が名目GDPの1~2%であったのに対し、企業部門の資金余剰比率は8%程度と大きな開きがあった。

しかし、景気の回復とともに、家計部門の貯蓄が回復したのと同様、03年度をピークに、企業部門の資金余剰比率は逆に低下していくこととなった。同じ日本銀行の「資金循環統計(2007年第1四半期速報):参考図表」の中の、「部門別の資金過不足(2005年度と2006年度との比較)」をみると、05年度の企業部門の資金余剰額が11.9兆円であったのに対し、06年度にはその3分の1の4.0兆円にまで低下している。

これは、2002年から始まった景気回復が継続したことにより、企業はバブル期の過剰債務、過剰投資問題をようやく解決したものによると見られる。さらに、現在の景気回復が、いざなぎ景気を越える戦後最長の景気回復となったことに伴い、景気の先行きに慎重で、新規投資を控えていた企業が、投資を再開したことに伴うものである。

このような景気回復、これに伴う企業部門の投資需要の回復は、それ自体望ましいものであるが、他方、マクロ的な資金バランスの観点からは、上記の家計部門の資金余剰比率が今後低下することにより資金供給が減少するという供給面での変化に加え、資金需要面では、これまで資金を供給してきた企業部門が、逆に資金需要側に転ずることとなると、限られた資金を政府部門と企業部門で取り合うこととなるおそれがある。

(3)政府の資金需要

わが国のような市場経済においては、民間部門が経済の中心であることが望ましいと考えられる。また、金融は、限られた資金をより効率的に利用する経済主体への資金移転と考えた場合、政府部門が限られた資金を使用するよりも、民間部門が資金を有効活用したほうが経済の発展にとって望ましいと考えられる。

このような観点から、景気回復や財政改革等の努力により改善しているとはいえ、実際にはわが国の財政はまだ大幅な赤字である。2007年度には大幅な財政健全化を図り、国債発行額を前年度から4.5兆円減額し、25.4兆円とし、これに伴い、公債依存度も6.9%引き下げて30.7%とした。基礎的財政収支も6.8兆円改善の4.4兆円と、2010年代初頭の国・地方を合わせた基礎的財政収支の黒字化に向けての努力が行われている。⁶このような努力にもかかわらず、基礎的財政収支もまだ赤字の状況であり、財政法に定められている均衡財政主義に基づく予算編成はまだ視野に入っていない状況である。

前述のとおり、仮に基礎的財政収支が均衡したとしても、政府の債務残高は利払費分増

⁵ 日本銀行の資金循環統計では、企業部門は「民間非金融法人企業」と呼ばれている。

⁶ 財務省ホームページ、<http://www.mof.go.jp/seifuan19/yosan001.pdf>、「平成19年度予算のポイント」P2 参照。

大し、これに伴う資金需要が発生することとなる。また、国債の 60 年償還ルールから、仮に今年度から新規国債の発行がゼロとなった場合でも、すべての国債が償還されるまで 60 年間もの期間を要することとなる。

このように財政状況は好転しているものの、近い将来、公的部門の資金需要が不必要となるといった状況にはない。他方、民間部門では、上記のとおり、資金余剰主体の家計が、高齢化に伴いその資金余剰割合を低下させると見込まれ、加えて、企業部門は景気回復に伴う正常化により、資金不足主体となると見込まれる。これらの結果、将来の資金バランスが大きく崩れ、国債の安定消化、流通が損なわれるおそれがある。

4．貨幣と国債⁷

(1) 貨幣とは

「貨幣」が支払手段として機能する。「貨幣商品説」と「貨幣法制説」がある。貨幣商品説とは、貨幣それ自体が価値の持つものであり、それが交換活動に使用されることにより、一般的な交換手段である貨幣となるものである。他方、貨幣法制説は、貨幣それ自体が価値を持つ必要はない。国家により制定された法律や共同体の申し合わせによって使用されるようになったものである。⁸明治維新以降のわが国近代国家成立期から、ニクソン・ショックにより第二次世界大戦後のブレトン・ウッズ体制が崩壊する 1971 年まで、貨幣は、基本的に金等の貴金属に裏付けられていた。

しかしながら、金、あるいは金との兌換が保証されていたドルとの交換が保証されることにより、価値を持つ「商品」と裏付けられていた貨幣は、その裏づけを失うこととなった。この意味で、現在の貨幣は、「貨幣法制説」に基づくものだと言える。この場合、貨幣の価値は、中央銀行や政府の信用により保証されなければならない。貨幣が価値を持つのは、それを受け取る人が、その貨幣を使用できると信じているからである。1 万円の価値の商品と引き換えに受け取った 1 万円札は、この 1 万円札により 1 万円の価値の商品を受け取ることができると期待される。何らかの理由で、貨幣保有量を減らそうとすると、全体的な需要超過が発生する。石油危機の際にこのような現象が生じた。インフレが一時的なものであると予想される場合、その予想によってインフレは沈静化する。しかし、このようなインフレにより、財の価格が上昇すると、早く貨幣を使用しないと、その分貨幣の価値が失われることとなる。このような考えにより、人々が行動するとインフレは加速度的に上昇することとなる。代表的な例が、第一次大戦後のドイツである。ドイツの国内物価は、1923 年 9 月から 11 月の 3 ヶ月間に月平均 1400%もの上昇率を記録した。

(2) 交換媒介手段としての貨幣

国債の安定消化を考える場合、貨幣も国債も、国家の信用を背景に発行されている点で

⁷ ハロッド著、P3~5 参照。

⁸ 岩井 1993 年、P71~135

共通していることから、貨幣価値の安定と同様な考察が可能である。

貨幣の伝統的な定義として、交換媒介手段、価値尺度、繰り延べ支払手段及び価値保蔵手段である。交換媒介手段としての貨幣は、国債で代替することはできない貨幣固有の性格である。モノやサービスの購入には貨幣が必要であり、国債を支払手段として使用することはできない。ただし、70年代の石油危機を経て、国債が大量に発行された結果、国債の流通市場が整備されたことにより、国債の流動性は他の金融商品に比べて高く、比較的容易に売却することができる。しかし、国債が他の金融商品と比べて流動性が高いにせよ、決済手段として貨幣が最も流動性が高いという性格を有している。

(3) 価値尺度としての貨幣

価値尺度としての貨幣は、中央銀行の金融政策と密接に関連する。中央銀行は、物価の安定を通じた国民経済の健全な発展を目指す。物価の安定と、価値尺度としての貨幣価値の安定はコインの表裏の関係にある。物価が上昇するということは、貨幣の価値が低下し、逆に、物価が低下するということは、同じ貨幣量で、価値の高いものを購入することができることから、貨幣の価値が増大するという事となる。

貨幣と同様に名目価値で定められている国債も、物価が上昇すると、その価値を失うこととなる。毎年、一定の金利を支払う利付き国債の場合、発行時点において、償還時点で額面価値を払い戻す、毎年、発行時に約束した金利を支払うことを約束する金融商品である。これらの約束は、発行時点で、名目価値で約束されるため、将来時点での実質的な購買力を約束するものではない。したがって、予想より物価が上昇した場合、予想しない損失を被り、逆に、予想よりも物価が下落した場合には予想しない利益を得ることとなる。

以上のように、価値尺度としての貨幣は、名目価値で表現されるものであり、国債も貨幣と同様、発行時点で名目価値での約束を結ぶことから、物価に対して同様の問題、すなわち、予想よりも物価が上昇すれば損失を、物価が低下すれば利益を得る結果となる。

(4) 価値保蔵手段としての貨幣

価値保蔵手段としての貨幣は、古典派経済学では重視されなかった。古典派経済学では、財市場、労働市場の需給均衡により相対価格が決定され、貨幣は市場で決定された相対価格に名目値を与えるペールの役割を果たすだけであるという、古典派経済学の二分法による考え方があったからである。

しかしながら、現在の消費と将来の消費の選択において貯蓄が決定されたように、貨幣の存在は、購買力を保蔵し、将来の消費を可能とした。さらに、現在の消費を抑制することにより失われる効用は、保蔵した貨幣に対する利子により補償されることとなる。

貨幣は保蔵しただけでは利子は生じないため、将来の消費のために貯蓄をする場合、利子を生む金融資産の形で購買力を保蔵する。ただし、貯蓄を受け取る金融機関の側からす

ると、このように受け入れた貯蓄を貸し出しに回し、貯蓄に支払う利子と貸出により得られる利子との差額である利ざやにより収益を上げる必要があるが、自由に貯蓄が引き出されることとなり、そのために現金を準備することは、金融機関にとって貸出の機会を失う形での機会費用となるため、預金の解約にはある種のペナルティーが課されることとなる。そのペナルティーの分、預貯金は現金よりも流動性が劣ることとなる。

価値保蔵として貨幣を預貯金等利子が付される金融商品の形で保有した場合、上記のとおり利子収入が得られる一方、現金と比べて直ちには交換媒介手段としては使用できないという意味で流動性が劣ることとなる。

価値保蔵として貨幣を保有するということは、保蔵時点と使用時点にずれが生じることの意味する。その場合、価値尺度としての貨幣の関連で説明したとおり、保蔵時点で貨幣が有していた購買力と、使用時点での購買力に差が生じる可能性がある。したがって、将来の物価がどうなるかについての予想は、貨幣を保蔵する場合、重要な要素となる。中央銀行は、物価を安定させるために金融調節を行うことから、将来の物価と中央銀行の物価に対する考え方が密接に関連することとなる。物価上昇に対して厳格な対応をとる中央銀行であれば、将来、物価が上昇するような状況になれば、直ちに金融を引き締め、物価上昇を妨げると期待される場合、将来の物価は安定しているとの前提で、貨幣保蔵量を決定することができる。

購買力を保蔵するという意味では、国債も同様である。ただし、国債は貨幣と比較して、利子を生じるという点で保有するメリットがある一方、直ちに交換媒介手段としては使用できないというデメリットがある。

さらに、貨幣の名目価値は安定しているが、国債価格は金融市場の状況によって変動する。仮に、10年満期の国債を年2%の金利で発行した直後に、金利が高騰し、年3%に上昇した場合を想定する。実際には、支払われた金利はさらに運用される複利運用が基本であるが、単純化のため、単利運用を考えた場合、10年満期、年利2%の国債100円は、10年間に2円×10年の20円の利子収入を得たうえで、10年後に額面の100円で償還される。一方、市場金利が3%に上昇すると、年利2%のままの国債の魅力は劣ることとなる。ただし、発行時点で、額面での満期償還と、額面に対する年間の利子は決定されていることから、国債の流通価格を調整することで、金利が高騰した後に発行された国債の需要と均衡する必要がある。この場合、金利が3%に上昇したため、年間に3円×10年の30円の利子収入を得たうえで、10年後に額面の100円で償還されるため、10円分の利子収入が多く入ることとなる。その分を国債の流通価格で調整することとなるため、年利2%の国債価格が10円低下することとなる。つまり、金利が上昇するということは、国債流通価格が低下することとなるのである。このような形で国債価格は変動する点も国債保有のリスクとなる。

(5)わが国経済の物価及び金融市場の現状から見た政府・中央銀行に対する信頼について

上述のとおり、貨幣の価値尺度としての価値は、物価と逆であり、物価が上昇すると貨

幣の価値が失われ、逆に、物価が下落すると貨幣の価値は増加するが、物価の安定に対して中央銀行の役割が重要である。また、金本位制における兌換紙幣と異なり、現代の管理通貨制度の下では、「紙幣は流通するから価値を持つのである。」⁹紙幣自体は単なる紙であり、これが価値を持つのは、この紙幣が価値を持ち流通すると信じる第三者が、支払われた紙幣を受け取るからである。ただし、この場合、価値尺度としての貨幣の価値が変わらないことが前提である。紙幣を受け取った時点と、これを使用する時点での価値が異なり、支払い時点での価値が低下するインフレ期には、紙幣で保有するよりも、これをインフレにより価値が喪失する前に使用することが合理的である。したがって、インフレに見合う金利が支払われない等の理由で、保有している貨幣の量を減らそうとした場合、すなわち、貨幣を使用してモノ・サービスの購入に当てた場合、モノ・サービスの供給量は直ちに増加できないため、需要超過によりインフレ圧力が高まる可能性が生まれる。

このようなインフレ圧力に対し、それが一時的な現象であるとの期待が支配している場合には、インフレが収まった後に、実質的な価格が低下したモノ・サービスを購入するために、貨幣に対する需要が高まることとなる。このような理由での貨幣需要の増大は、逆にモノ・サービスに対する需要の低下につながり、インフレが収まることとなる。

しかしながら、進行中のインフレが一時的な現象ではなく、将来もますます加速していくとの期待が支配する場合には、人々は手元の貨幣をできるだけ早く使い切ってしまうとするだろう。手元の貨幣の使用が遅れば遅れるほど、貨幣の価値はインフレの進行により失われることとなるからである。このような人々の行動は、モノ・サービスに対する需要をさらに拡大し、インフレをさらに加速化してしまうという悪循環に陥ることとなる。

10

今日のわが国経済のように物価がゼロ近傍で安定しているということは、将来の物価も安定するとの期待が支配的であると考えることができる。将来の物価の見通しと金利は相互に関連しあうため、どちらが原因でどちらが結果であるか特定することは困難であるが、将来の物価が安定するであろうとの期待があるため、物価を上乗せした実質金利も低い水準で安定しているといえる。また、逆に、物価の安定を前提に金利が低い水準にあるため、現金で保有することにより失われる機会費用が少なくてすむことも、貨幣に対する需要を安定させる効果があると考えられる。

しかし、このような物価安定の期待は将来的に持続するかどうかは疑問である。現在、わが国経済はいざなぎ景気を越え、戦後最長の景気回復となっている。また、経済成長率も、日本銀行によると、潜在成長率を越えるペースであることから、超過需要が発生し、物価上昇圧力が高まるおそれがある。

また、国際的な経済成長を背景に、原油・銅等の資源価格が上昇している。これに伴い、資源輸入国のわが国は、輸入インフレを生じさせるおそれもある。

⁹ 岩井 1993 年、P119 参照。

¹⁰ 岩井 1993 年、P191~195 参照。

また、物価の安定ないし下落を背景に、日本銀行は政策金利を経済成長率よりも低い水準としている。一国の成長率と、自然成長率が等しいとするならば、現在の政策金利はこれを下回る金融緩和状況にあることとなる。上記のとおり、超過需要や輸入インフレのおそれがある中で、金融緩和を継続することは、将来の物価を高騰させるおそれがある。

このように物価高騰が潜在する中で、物価が安定している理由として、日本銀行に対する信頼があることが考えられる。2001年3月、日本銀行は、深刻なデフレにかんがみ、過去に例のない量的緩和政策という金融緩和政策を導入し、これを5年間継続した。2006年3月には、消費者物価指数の対前年比が安定的にゼロ%以上となったとして、この量的緩和政策を解除するとともに、その後、2回にわたって政策金利を引き上げ、現在（07年7月時点）で0.5%としている。一方、消費者物価指数については、07年に入り、再びマイナスに陥っている。このように日本銀行は、物価がマイナスになるような状況においても、先々の物価上昇懸念に配慮し、早めに金利を上げる政策をとっている。このような物価に対する日本銀行の対応が評価され、人々のインフレ予想を低い水準にとどめ、その結果、金利のつかない貨幣への需要を安定させているものと考えられる。

国債は、国が財政上の必要から資金を調達するための手段であるが、国債を発行することにより、現時点で国は貨幣を手にするとともに、満期時点において、貨幣で償還されるという意味で、国債はその国の貨幣と密接な関係を持っている。貨幣も国債も、法律によってその価値が定められているが、その価値というものは、額面上の価値であり、人々がその保有を希望しない場合、モノ・サービスへの超過需要となり、これが物価上昇を招くことによって、貨幣・国債の実質的な価値は失われることとなる。したがって、国が国債の購入を強制しても、人々が国債を購入しなければ、財政上の資金調達手段とはならないこととなる。このような意味で、人々が国債を購入するように、国債の持つ実質的な価値を安定させることは重要である。¹¹

国債の購入を強制したケースとして、第二次世界大戦前の恐慌の時期がある。世界恐慌の影響のため、1931年12月、わが国は金本位制を離脱し、円の為替レート下落を容認した。これに対して、国内投資家は、金融資産の実質価値を保全するため、対外証券投資を急増させた。政府は、資金の国外流出による国内金利の上昇を抑制するため、1932年7月資本逃避防止法を導入し、資本移動を規制するとともに、同年11月から国債の日銀引受が始まった。対外投資が禁止され、投資先を失った資金は、国債投資に向かうしかなかった。このため、終戦に至るまで金利は上昇することはなかった。¹²

当時は、戦時下という特殊な状況で、政府の厳しい統制により資金の流れが規制された。これにより「人為的に」低金利が実現していた。これに対し、現在は自由化された市場を通じて、投資家は「自主的な」判断で国債を購入している。このことが、現在の低金利につながっていると考えられる。しかしながら、政府の「人為的な」規制によるものと、投

¹¹ 富田 2006 年、P2 参照。

¹² 富田 2006 年、P44~45 参照。

資家の「自主的な」判断によるものとの違いはあるものの、資金が国債に向かわざるを得ないという点では共通している。

確かに、投資家は、国債以外にも投資選択はある。たとえば、土地などの実物資産や株式・社債といった金融資産がある。これらの資産は、わが国の景気と密接な関連がある。わが国経済が堅調に成長する場合、それに応じて高い配当・利回りあるいは値上がりによるキャピタル・ゲインが期待される。しかしながら、90年代以降のバブル経済崩壊後のわが国経済は、いわゆる「失われた10年」と呼ばれ、堅調な経済成長が望めなかった。このため、安全資産である国債に資金が向かうこととなったと考えられる。

上記のような、投資家の「自主的な」判断により国債投資に資金が流れた前提は、必ずしも今後とも継続するわけではない。むしろ、上述のとおり景気循環や最近の経済指標を見ると、景気回復に伴い、民間部門での資金需要が増大していることがわかる。

このような観点から、国債の円滑な発行、流通を今後とも確保していくためには、基礎的財政収支の黒字化を第一歩とする財政構造改革により、国債の発行量を徐々に削減していく必要がある。また、上述のとおり国債と貨幣は国の信用の裏づけにより発行され、物価が上昇したり、金利が高騰したりすることによって、その実質的な価値を失うこととなるため、物価の安定は重要となる。

5．金利決定メカニズムと経済構造及び金融政策

(1)金利決定メカニズム¹³

利子率の期間構造に関する期待仮説

様々な満期を持つ国債について、満期期間と利子率との関係はイールド・カーブ、あるいは利回り曲線によって示される。一般的に、満期期間が短い国債の利子率は低く、満期期間が長くなるにつれて利子率が上昇する右上がりの曲線で、イールド・カーブが表されることが多い。

このようなイールド・カーブの形状は、利子率の期間構造に関する期待仮説によって説明される。利子率の期間構造に関する期待仮説では、投資家は保有する各種資産から得られる期待収益を最大化するように、各種資産を選択すると仮定される。したがって、投資家が短い満期の国債を購入するか、長い満期の国債を選ぶかは、どちらの満期の国債がより高い収益をもたらすかについての投資家の期待に依存する。

たとえば、投資家が2年間、資金運用を行い、選択できる国債として、1年物と2年物の2種類のみが存在すると仮定する。2年間の資金運用を2年物の国債で行う場合は、その金利 $i \times 2$ 年分が得られる利子収入である。同様に、2年間の資金運用を1年物の国債を満期後に再投資する場合の利子収入は、単利計算の単純化によれば、1年目の金利 $i_1 + i_2$ となる。これらの期待収益が等しくなるまで裁定取引が行われることから、最終的に2年物国債の年利は、今後2年間の1年物国債の年利の単純平均となる。

¹³ 岩田 2000 年、P193~197 参照。

この議論を2年以上にまで拡大すると、 n 年満期の長期国債の金利は、現在から $(n-1)$ 年後までの1年物国債の利子率の単純平均となる。この利子率の期間構造に関する期待仮説にしたがうと、長期国債の利子率と短期国債の利子率に乖離を生じさせるのは、将来の期待利子率である。人々が将来も同じ短期金利が継続すると考えると、短期金利と長期金利水準は等しくなる。他方、将来、短期金利が高くなると予想すると長期金利もそれにつれて高くなり、右上がりのイールド・カーブが描かれることとなり、逆に、将来の短期金利が低下すると予想されると、長期金利は現在の短期金利よりも低くなり、イールド・カーブも右下がりとなる。

流動性プレミアム（リスク・プレミアム）説

利子率の期間構造に関する期待仮説では、投資家は期待収益のみに関心を有すると仮定した。しかし、投資家は単に期待収益だけでなく、保有資産の流動性にも関心を有することが一般的である。何か不測の事態が生じた際、保有する資産を売却することを考慮すると、満期が長期になればなるほど、流動性は低下することとなる。このため、長期の満期を持つ資産は、利子率の期間構造に関する期待仮説から導き出される水準よりも、高い利子率が必要となる。

また、前述の金利と国債価格の部分で説明したとおり、国債の市場価格は金利が上昇すると下落するというリスクがある。市場金利が上昇した場合、金利の上昇幅が大きければ大きいほど、また、満期までの期間が長ければ長いほど、国債価格は大きく下落する。このような国債価格の変動リスクの観点から、資産の満期が長期になればなるほど、そのリスク増大にともなう上乗せプレミアムが要求されることとなる。

市場分断説

投資家は、通常、ある特定の期間についての資金運用計画を持っている。このため、この計画期間と一致しない満期の資産を保有することは、その分運用リスクが増すことを意味する。たとえば、計画期間より短い満期の資産で運用する場合、満期後、残りの期間の満期を持つ資産で運用することとなり、計画時の運用利回りが変わるリスクを持つこととなる。逆に、計画期間よりも長い満期の資産を保有する場合には、満期前に到来する計画期間の終了後に、当該資産を売却する必要がある、その際、売却価格次第では、売却損をこうむるリスクを抱えることとなる。

このため投資家は、できるだけ運用計画期間に近い満期の資産で運用することとなる。生命保険会社や年金基金等の機関投資家は、長期運用の観点から運用資産を選択し、商業銀行や余裕資金を抱える事業会社は、預金引出しや日々の事業運営における資金繰りに備えるため、短期運用を嗜好する。

このような観点から、金利の期間構造をみると、長期資金市場と短期資金市場のマーケット参加者は異なると考えられ、お互いに別の市場とみなされる。このように、金利の期

間構造を、それぞれ別の市場として独立したおのおの満期資金に対する需給関係で説明する仮説は、市場分断説と呼ばれ、短期金利の変化、長期金利の変化は、それぞれの相互作用による変化ではなく、おのおの独立した需給関係の変化で捕らえるものである。

(2)短期金利に対する日本銀行の役割

日本銀行は、適切な金融政策をとることにより、物価の安定を通じた国民経済の健全な発展を図ることである。景気が過熱し、物価が上昇しているような状況においては、金利を引き上げ、貸出金利の上昇を通じて投資を抑制するとともに、預貯金金利の上昇を通じて、貯蓄の増加、すなわち消費の抑制を図る。逆に、景気が低迷し、物価が下落しているような状況においては、金利を引き下げ、貸出金利の低下を通じて投資を刺激するとともに、預貯金金利の低下を通じて、貯蓄の減少、すなわち消費の刺激を図る。

金融の自由化が行われていない状況では、各種金利は様々な規制によりコントロールされており、短期から中長期金利まで、政策的に上げ下げすることがある程度可能であった。しかし、金融が自由化され、金利は基本的に市場で決定されている現在、中央銀行である日本銀行も、すべての金利をコントロールすることはできない。

今日、日本銀行が行う金融政策は、インターバンク市場の無担保コールレートのオーバーナイト物の金利の調節である。¹⁴インターバンク市場とは、日本銀行に口座を持つ金融機関のみが参加する市場であり、コールレートとはこのようなインターバンク市場において短期の資金繰りのため、お互いに資金のやりとりを行う際に成立する金利で、オーバーナイト物は翌日までの期間のことである。

日本銀行は、わが国の経済・物価の情勢にかんがみ、物価の安定を通じた持続的な経済成長を達成するために適切な政策金利を決定し、無担保コールレートのオーバーナイト物がその金利になるように金融調節を行う。市場金利が上昇しているような場合には、資金供給オペにより資金を供給し、金利を引き下げ、逆に、市場金利が、政策誘導金利よりも低い場合、資金吸収オペにより資金を吸収し、適切な水準まで金利を引き上げる。このように日本銀行は、自由化された金融制度の下でも、無担保コールレートのオーバーナイト物の金利についてはコントロールすることができる。

このような短期金利の変更は、単にその日のオーバーナイト物の金利を変更するだけでなく、より長めの金利にも影響を及ぼす。日本銀行が政策金利を引き上げると、市場は今後も高い金利が継続するとの期待を持つことにより、単にオーバーナイト金利だけでなく、それよりも長い金利も上昇させ、全体のイールド・カーブを上方にシフトさせる効果を持つこととなる。さらに、将来も物価抑制のため日本銀行は金利を引き上げる可能性があるということから、市場は将来の金利上昇リスクを織り込むため、金利上昇リスクを織り込む形で金利の上乗せプレミアムを要求してくる。このような、金融・資本市場に対する影

¹⁴ コール市場と金融調節については、日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expcall.htm> 参照。

響だけでなく、銀行セクターにおける貸出量の増減、企業・家計の行動変化を通じた実体経済の影響が相互に依存する形で、金融政策の効果が波及していく。

(3) フィッシャー方程式¹⁵

このように短期金利は日本銀行がコントロールし、さらに、長めの金利も金融・資本市場、銀行セクター及び実体経済の 3 者が相互に影響しあいながら、日本銀行の短期金利の変更が波及していくが、貨幣経済モデルにおいては、金利と物価についてはフィッシャー方程式と呼ばれる関係が成立することが、マクロ経済学においては大きな前提となっている。

フィッシャー方程式は、最初にこの式を導出したアーヴィング・フィッシャー教授の名前にちなんでつけられており、名目金利が実質金利と期待インフレ率の和に等しいというものである。市場で成立する金利は、貨幣単位で表された名目金利であり、実質金利及び期待インフレは概念的に存在するが、これを明確にする市場はない。

実質金利は、マクロ経済構造から決定され、競争市場においては、実質金利は実質単位で評価した設備投資の生産性に対応する。ある経済が、成長過程にあり、生産性を向上させる投資機会が豊富に存在する場合、これに対応して市場に与えることができる実質金利は高くなる一方、わが国経済のように成熟し、既に多くの投資が行われているような経済においては、追加的な 1 単位がもたらす生産性の向上は限定的であり、このため、競争市場で決定される実質金利も低くなっていると想定される。

名目金利は、このように生産性を背景として決定される実質金利に、期待インフレ率を加えたものである。期待インフレ率とは、現時点で、将来のインフレを予想した値であり、実際に実現するインフレ率とは異なる。名目金利には、実質金利にこの期待インフレ率が加えられるのは、人々は貨幣の名目価値を求めているのではなく、貨幣による実質的な購買力を求めているためである。仮に名目貨幣額が上昇しても、それ以上に物価が上昇すると、実質的な購買力は低下することになるため、物価上昇による目減り分を相殺するため、インフレ率分の調整が必要となってくる。

(4) 日本銀行による金融政策の長期金利への影響

法律に定められた日本銀行の目的は、物価の安定を通じた国民経済の健全な発展であり、物価の安定は、上記フィッシャー方程式の期待インフレ率の安定を通じて、名目金利の安定につながる事となる。フィッシャー方程式における実質利子率を引き上げるためには、中長期的な経済構造改革により、生産性向上の効果を持つ投資機会を増やす必要があるため、短期的には、名目金利は期待インフレ率の変化によるものと単純化することが可能である。

他方、金利の期間構造に関する期待仮説によると、長期金利は短期金利の単純平均とな

¹⁵ 齊藤 2006 年 P69~70 参照。

る。短期金利を日本銀行はコントロールできることから、将来の短期金利もコントロールできるとすると、日本銀行は、短期金利だけでなく、長期金利もコントロールすることができることとなる。

しかし、日本銀行が行う金融政策は、波及メカニズムをとおして実体経済に影響を及ぼすため、現時点で想定した将来の短期金利の実質値と、実際の短期金利の実質値は異なり、意図した金融政策と異なる効果を持つ可能性がある。

たとえば、デフレ下において、政策金利がゼロ近傍まで引き下げられた場合、政策金利をマイナスにすることはできないという非負制約により、更なる引き下げは困難となる。このため、将来の金融政策を先取りすることにより、中長期金利を引き下げることが考えられる。具体的には、1年間ゼロ金利を継続するとの約束をすることにより、金利の期間構造に関する期待仮説により、1年までの金利をすべてゼロ金利とするのである。

問題は、将来という不確実なものを前提に、現時点で政策を縛ることが可能かどうかという点である。この場合、1年間金利ゼロで資金を借り入れることは、その間、金利が低下するリスクがないため、リスク・フリーである。このような状況で、わずかでもプラスの収益機会が確実にあれば、無限大の資金を借入れ、この投資機会に資金を投入することによって確実に収益を得ることができることとなる。その結果、その収益機会があるモノの購入であれば、そのモノの価格が上昇することとなり、これが全体に波及することとなると、物価が上昇することとなる。物価が上昇する一方、名目金利はゼロ金利にされていることから、フィッシャー方程式から実質借入れ金利がマイナスとなることとなり、さらに借入れが有利となる。この結果、借入れが無限大に発散することとなり、前提の長期間の金利を低くするとの金融政策が放棄されざるを得なくなる。このような想定を市場が行えば、もともとの金融政策が公表された時点で、その政策が信用されないこととなるか、逆に、どんなことがあっても中央銀行は約束を守ると信頼されれば、直ちに物価が高騰し、物価の安定を目的としている中央銀行の信頼は失われるというジレンマに陥ることとなる。

したがって、中央銀行の金融政策は短期から長期にかけて、その波及効果は低下することとなり、金融自由化が進展している現在において、すべての金利をコントロールすることは現実的ではない。

しかしながら、物価の安定にとって重要なのは資金繰りに影響を与える短期金利よりも、むしろ長期金利である。米国の中央銀行に相当する連邦準備制度理事会(FRB)の目的は、日本銀行と異なり、物価の安定のみではなく、雇用の安定という実体経済とともに、長期金利の安定もその目的とされている。したがって、日本銀行が金融政策を行う場合、操作手段である短期金利だけでなく、中長期金利の安定にも十分配慮することが望まれる。

(参考)短期金利と長期金利に関する米国 FRB 議長の発言について¹⁶

2005 年 2 月、グリーSPAN 米国 FRB 議長(当時)が議会証言において、「利上げ局面で長期金利が低下しているのは謎 (conundrum) であり、この動きは過去の多くの経験と異なる。通常、短期金利の引上げとともに長期金利は上昇する」と述べ、国際的な関心を引いた。

米国 FRB は、IT バブルの崩壊後の米国経済を刺激し、デフレに陥る危険から脱するため、累次にわたる速やかな政策金利の引下げを実施した。その結果、米国経済は速やかに回復し、デフレに陥る危険からも脱した。その後、景気回復や原油高騰等を背景に物価上昇懸念も生じたことから、04 年 6 月、政策金利を 0.25% 引き上げ 1.25% とし、その後も段階的に 0.25% ポイントずつ利上げを実施してきた。それにもかかわらず、長期金利は 04 年 8 月以降 4% 台前半の水準にとどまり、上記証言前には一時的に 4% を下回っていた。

本来ならば、政策金利を引き上げた場合、その波及メカニズムにより長期金利も上昇するはずである。その理由として、グリーSPAN 議長は、「4 つの仮説」に言及した。4 つの仮説とは、景気の先行きに対する市場の不安、年金基金による債券運用の拡大、海外の中央銀行による米国債の大量購入、中国やインドの市場参加者及び金融市場の統合にともなうインフレ圧力の抑制である。

6 . 国債保有者層の偏在による問題

(1) 国債の保有者別内訳の現状

2006 年 12 月末現在のわが国政府の長期債務残高は 543.5 兆円である。この債務がどのような主体に保有されるかについてみる。

資料 1 . 国債の保有者別内訳

(単位：%)

所有者	00 年度末	01 年度末	02 年度末	03 年度末	04 年度末	05 年末
政府等	35.4	40.9	41.6	41.2	42.0	41.8
日本銀行	11.6	14.9	15.0	14.9	14.3	14.0
市中金融機関	38.6	32.8	32.6	34.2	31.8	31.9
海外	6.0	3.6	3.4	3.5	4.2	4.7
家計	2.5	2.6	2.4	2.6	3.3	3.9
その他	5.8	5.2	5.1	3.6	4.5	3.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

政府等の内訳は、財政融資資金 (00 年度末までは資金運用部)、郵便貯金、簡易生命保険及び公的年金である。

¹⁶ 原文は米国連邦準備制度理事会ホームページ

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>。木下 2006 年 P348~339 参照。

市中金融機関の内訳は、国内銀行、民間生命保険会社及び民間損害保険会社であり、証券投資信託及び証券会社はその他に含まれる。

出所：資金循環統計(日本銀行) 財務省「日本国債レポート 2006」より作成

上記のとおり、国債の4割程度は、財政融資資金、郵便貯金、簡易生命保険及び公的年金の政府等が保有している。わが国政府は一方で多額の国債を発行すると同時に、その国債を自らの資金で購入していることとなる。ただし、前述のとおり財政融資資金は2001年度の改革により、必要な資金は金融市場から国債の一種である財投債を発行して調達することとされた。したがって、改革以降は、日々の余裕資金の運用等を除いて新規に国債で運用することはなくなった。このため、00年度末に資金運用部（現在の財政融資資金）は国債全体の18.9%を保有していたが、その保有割合は、01年度の改革以降次第に低下し、05年末には6.4%となっている。

財政融資資金が国債の保有割合を低下させたにもかかわらず、政府等全体の国債保有割合が低下していない理由は、下記資料2.のとおり郵便貯金、簡易生命保険、公的年金が保有する国債の割合が高まったからである。郵便貯金の国債保有割合は、00年度末の6.4%から05年末には18.0%に、簡易生命保険は同5.3%から8.4%に、公的年金は同2.5%から8.7%に増大している。

同じ公的金融あるいは資金であるにもかかわらず、簡易生命保険の国債保有割合は、郵便貯金及び公的年金に比べて、その拡大の比率は小さい。これは、財政投融資制度改革と関連している。財政投融資とは、国の信用により集められた資金等を財源として、国の政策目的実現のための投融資活動である。この財政投融資の財源は、01年度の改革以前まで郵便貯金、簡易生命保険及び厚生年金等の公的年金積立金等が使用された。このように財政投融資の財源であったという意味では、簡易生命保険も、郵便貯金及び公的年金と同様であったが、郵便貯金及び公的年金は財政投融資のための財源として、当時の資金運用部資金に預託することが義務付けられていた一方、簡易生命保険は資金運用部からは分離して運用されていた。それが、01年度の財政投融資制度改革に伴い、郵便貯金及び公的年金の資金運用部への預託義務が廃止され、自主運用するようになった。この資金で郵便貯金及び公的年金は国債を購入したのである。一方、簡易生命保険については、その運用資金は01年度以降も変更がなかったため、従来と同様自らの判断で国債を購入した。その結果、簡易生命保険の国債保有割合に比べ、預託義務が廃止された郵便貯金及び公的年金の国債保有割合が大きく増加したのである。

資料２．国債所有者のうち政府等による保有の内訳

(単位：％)

所有者	00 年度末	01 年度末	02 年度末	03 年度末	04 年度末	05 年末
財政融資資金	18.9	15.1	12.2	9.4	7.6	6.4
郵便貯金	6.4	11.5	14.2	15.4	17.1	18.0
簡易生命保険	5.3	5.1	5.1	5.0	5.5	8.4
公的年金	2.5	5.5	5.9	7.4	8.4	8.7
小計(政府等)	35.4	40.9	41.6	41.2	42.0	41.8

出所：前掲

日本銀行による国債保有

この政府等に加え、日本銀行の保有する国債の割合も 15%程度となっている。わが国財政法上、日本銀行は国債を直接引き受けることができないが、一旦、金融市場で発行された国債は、日本銀行によって購入することができる。日本銀行は、わが国の中央銀行として銀行券を発行するが、日本銀行の発行する銀行券は、日本銀行にとって負債であり、これを発行するために資産を購入する必要がある。日本銀行上の制約はあるが、理論的には日本銀行が資産を購入すれば、それがどのような資産であっても日本銀行券が発行される。しかしながら、日本銀行の財務の健全性の観点からリスクの低い資産を購入することが適当であり、このような観点から、日本銀行は市場で国債を購入しているのである。

ただし、日本銀行が購入する国債の量が多すぎると、日本銀行券が過剰に流通し、物価上昇を引き起こすおそれがある。このため、日本銀行は、国債を購入するに当たって一定のルールを設けている。日本銀行は、従来は成長通貨ルールと呼ばれるルールに基づき、国債の購入を行ってきた。¹⁷これは、GDP の規模とその規模に応じた取引等のために必要な日本銀行券の比率が中長期的には安定的であるとの観点から、GDP の成長に応じて国債を購入し、日本銀行券の流通を増加させるというものである。したがって、一旦購入された国債が満期償還を迎えた場合、日本銀行券の流通量を維持するために、再び別の国債の購入する必要がある。この場合、日本銀行券の流通量を増加させるものではなく、物価上昇を引き起こすおそれがないことから、事務効率に資するため市場を通さずに国債発行当局から直接国債を購入する場合がある。これは日本銀行による公債引受を原則として禁じている財政法第 5 条のただし書で、「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない」として認められているケースである。日銀が保有する公債の借換え（いわゆる乗換え）のために発行する公債の金額については、この要件に該当するものとして、特別会計の予算総則に記載され、国会の議決を経ている。¹⁸いずれにせよ、日本銀行のバランス・シート上は、資産として長期保有国債が計上され、経済に流

¹⁷ 日本銀行金融研究所 2004 年、P127 参照。

¹⁸ 小村 2002 年、P134~135 参照。

通する日本銀行券は日本銀行の長期の負債として計上され、双方がバランスすることとなる。このような成長通貨ルールにより日本銀行による国債引受に歯止めがかけられ、物価上昇圧力を防ぐこととされていた。

このように成長通貨ルールは、毎年のフローの日本銀行券を一定のルールに従い増加させるのに対し、現在は、日本銀行が資産として保有する長期国債の量が、日本銀行にとって長期負債である日本銀行券の残高を越えないようにするといったストック・ベースを基準とする日銀券ルールへと変更されている。これは、2001年3月、日本銀行が金融市場調節方針の目標を従来の金利から、日銀当座預金残高に変更するいわゆる量的緩和政策を導入したことに伴うものである。

量的緩和政策を導入するまでは、伝統的な金利を政策目標とする金融市場調節方針が採られていた。すなわち、バブル経済崩壊後、デフレが深刻化するわが国経済において、金融政策面から経済を支えるため、政策金利をできるだけ低めに誘導するいわゆるゼロ金利政策が採られた。2000年7月にはデフレ懸念が払拭されたとして、一旦はゼロ金利政策が解除され、政策金利が引き上げられた。しかしながら、2001年3月、過去10年にわたり、「財政面からは、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた」にもかかわらず、再び経済情勢が悪化したため、「通常では行われなような、思い切った金融緩和」として、日銀当座預金残高を主たる政策目標とし、潤沢な資金を供給する量的緩和政策を導入した。これにより通常4兆円程度であった日銀当座預金残高を5兆円程度に上乘せされることとなり、その後、この日銀当座預金残高目標は累次にわたって引き上げられ、最終的には35兆円にまで引き上げられた。

中央銀行は、市場金利を調節することにより、物価の安定を図る。景気が過熱し、物価上昇圧力がある場合には、市場金利を引き上げ、逆に景気が低迷し、物価上昇の懸念がない場合には、市場金利を引き下げ、景気を刺激する。バブル経済崩壊後、長期にわたり低迷していたわが国経済は、物価が下落するデフレ状況にあった。このため、日本銀行は、1年以内の短期金融市場のうち、日本銀行に当座預金口座を有する金融機関間の取引市場であるインターバンクのコール市場において¹⁹、政策誘導目標である無担保コールレート（オーバーナイト物。すなわち翌日物）を「内外の中央銀行の歴史にない低金利」とする政策を継続した。このため、日本銀行は潤沢な資金供給を行ってきたが、量的緩和政策では、金融機関が無利子の日銀当座預金を、必要以上に預けるまでさらに潤沢な資金供給を実施することが必要となった。

日本銀行は、日銀当座預金残高を目標の額とするため、日本銀行に当座預金資金を有する金融機関に対して資金を供給しなければならない。そのための手段として、金融機関から手形や債券を購入する、あるいは、債券を担保とした資金融通である現先取引による資

¹⁹短期金融市場及びコール市場の概要については、日本銀行金融研究所編 2004、P130~131 参照

金供給オペレーションを実施する。²⁰このような資金供給オペレーションとして、金融機関以外で十分な信用力のある者が振り出した手形や国債等の有価証券を担保にし、その担保を裏づけに金融機関が振り出した 1 年以内の手形を買い入れる手形買入オペレーションがある。手形買入オペレーションは、成長通貨供給のための資金供給とは異なり、通常の金融市場調節方針のもとで、政策目標金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）を調節するものである。したがって、日本銀行が定めた基準では 1 年以内までの手形を買い入れることができるが、量的緩和政策の目標とする日銀当座預金残高を達成できる限りにおいて、なるべく短期間のオペレーションが実施された。

あるいは、金融機関が保有する満期が 1 年以内の短期国債を買い入れる短国買入オペレーションがある。政府が発行する広義の短期国債として、政府短期証券（Financing Bills, FB）²¹、狭義の短期国債（Treasury Bills, TB）²²がある。政府短期証券とは、国庫の一時的な資金不足を補うために発行される短期の債券で、原則満期は 13 週間である。政府短期証券の発行・償還は予算上の歳入・歳出として扱われない。政府短期証券も国の信用を背景に発行される債券であるため、広義の短期国債に含め、日本銀行の短国買入オペレーションの対象となっている。また、狭義の短期国債は、国債の借換を円滑にするために発行され、満期は 6 ヶ月と 1 年の 2 種類である。金融機関が保有するこれらの短期国債を買い入れるのが短国買入オペレーションである。したがって、日本銀行が買い入れる短期国債の満期は最大で 1 年であり、実際には、金融機関が保有していた時期があるため、それよりも短くなる。

日本銀行はこれらの手段により量的緩和政策の目標とする日銀当座預金残高を達成することに努めるが、金融機関は、金利のつく債券を日本銀行に売却し、その資金を金利のつかない日銀当座預金口座に預金するような資金供給オペレーションは難しく、場合によっては日本銀行の提供する金額の資金供給オペレーションに対し、それ以下の金額しか申込みがないおそれがある。このような日本銀行が提供する資金供給オペレーションの金額に到達しない未達を「札割れ」とよび、この札割れが多発し、量的緩和政策の政策目標である金額の日銀当座預金残高を達成することが困難な場合に備え、成長通貨ルールに基づく長期国債の買入額以上に、国債買い入れの増額を行うことができることとされた。

手形買入オペレーションや短国買入オペレーションでは札割れが発生するおそれがある一方、長期国債買入オペレーションでは札割れが発生しにくい理由は以下のとおりである。満期償還期間と利回りの関係を結んだ利回り曲線（イールドカーブ）は、通常、償還期間が長くなるにしたがい金利が高くなる右上がりの曲線として描かれる。したがって、手形や国債等の有価証券の満期が短くなると、これに応じて利回りが低下する。特に、デフレ下のわが国経済では、1 年以内の短期金融市場ではほとんど金利がつかない状況であった。

²⁰日本銀行金融研究所編 2004、P134~140 参照。

²¹ 大内 2005 年、P56 参照。

²² 財務省理財局 2006 年、P9~10 参照。

このような状況下では、短期金融市場で資金を調達する場合の金利と日本銀行の資金供給オペレーションに応じて資金を調達する場合の金利の双方がゼロ金利に近くなる。金融機関としては、いつでも短期金融市場で低金利の資金が調達される状況では、日本銀行の資金供給オペレーションに応じる必要はない。

これに対して、長期国債の場合、30年の超長期国債まで発行されている。短期ではゼロ金利に近い国債金利も、償還期間が長くなるにしたがい金利が上昇する。仮に金融市場において、10年満期の国債金利が1.5%だったとし、日本銀行の長期国債買入オペレーションに1.4%の金利で応じた場合、その金利差分だけ金融機関にとって有利となる。

これは国債金利ではなく、国債価格の観点からも説明することができる。金融市場で10年満期、年利1.5%の国債が100円で売買されていた場合、金融機関はこの国債を、たとえば101円で日本銀行に買ってもらえばその分差益を受けることとなる。101円で購入された国債は、10年後の満期には100円で償還され、1円分の償還差損が発生することとなる。これを10年間で均等に償却すると、1年平均0.1円、すなわち額面価格100円に対して0.1%分利回りが低下することとなる。

逆に、満期までの期間が短くなり、市場金利がゼロ金利に近づくと、この市場金利よりもさらに低い金利で日本銀行に手形ないし短期国債を売却できる余地が小さくなる、あるいは仮に売却益が発生してもその額は限られることとなる。

以上の理由から、1年以内の手形買入オペレーションや1年以内の満期の短期国債買入オペレーションよりも、長期国債買入オペレーションの方が金融機関にとって魅力的であり、札割れする可能性が小さいのである。このような理由から、量的緩和政策が導入された際、その目標を達成するために、場合によっては長期国債の買入を増額するとされたのである。

量的緩和政策が導入されるまでは、成長通貨ルールによりおよそ月4000億円程度の長期国債が買い入れられていた。量的緩和政策の導入後、日銀当座預金残高目標が引き上げられるにしたがい、日本銀行による長期国債買入額も増額され、最終的には月1兆2000億円にまで増額された。この日本銀行による長期国債買入の増額は、あくまでも量的緩和政策の目標である日銀当座預金残高を達成するためであり、国際価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではない。その趣旨を明らかにするため導入されたのが前述の日銀券残高ルールである。

このような経緯から日本銀行が買い入れる長期国債の月額がフローベースでは、3倍に引き上げられたが、新たな日銀券ルールの下で、実際に日本銀行が保有する長期国債のストックベースの残高が最終的に3倍となるわけではない。その理由は、成長通貨ルールの下では、日本銀行が一旦買い入れた長期国債は、満期償還を迎えるたびに借り換えられてきた一方、日銀券ルールの下では、日本銀行が保有する国債は、満期を迎えるたびに原則として償還することとされたからである。日本銀行が買い入れる長期国債は、発行時点での満期が1年超の国債を対象としているが、発行から時間が経過した国債を買い入れることもある。日本銀行は、買い入れる国債の種類や満期償還までの期間は指定せず、市場で

の流通価格と比較して価格の低いものから競争入札で買い入れているのである。このため、日本銀行が買い入れた時点での満期は 1 年以下の場合もありうる。あるいは、日本銀行が買い入れた時点では満期まで 1 年超の国債であっても、買い入れてから時間が経過するに応じてその分満期までの期間が短くなる。金融機関が保有する国債の満期構成を長期化したいとの方針から、日本銀行に対し満期までの期間が短い国債を積極的に売却した場合、一旦日本銀行は短期間に満期償還を迎える国債を多く抱えることとなる。このため、仮に 1 ヶ月に満期償還を迎える国債の額が、日銀券ルールの下で日本銀行が新たに買い入れる月 1 兆 2000 億円を上回る場合、日本銀行が保有する長期国債の残高は減少することとなる。

実際には日本銀行が保有する国債の残高は増加しており、前述の国債の所有者別内訳でみた場合、全体の 15%程度を保有している状況にある。一方、量的緩和政策は、2006 年 3 月に解除されたが、日銀券ルールに基づく日本銀行の長期国債買入オペレーションは継続しており、月間買入額の 1 兆 2000 億円も維持されている。現時点では、日本銀行が保有する長期国債の残高は、日銀券の流通量を下回って推移しており、日銀ルールに基づく長期国債買入オペレーションの月額は今後も問題はないものと予想される。

このように残高ベースでみた場合、成長通貨ルールも日銀券ルールも大きく変わらない一方、日銀券ルールによる長期国債買入の月額が 3 倍あるため、国債を保有する金融機関は、日本銀行のオペレーションに応じることにより国債の満期構成を容易に変更することができると考えられる。この点から、日本銀行の政策も国債の安定的な消化、流通に貢献しているものと考えられる。

7. おわりに

財政赤字の増大や財政の役割の拡大により、公的部門が資金を借りたり、資金を貸し出したりと、金融的な活動を行うようになっている。財政については、原則として公債金によって収入を得ることは禁じられているが、民間部門でもライフ・サイクルを通じた効用を最大化するため、あるときは資金を蓄え、あるときは資金を借り入れることが合理的であると同様に、財政部門が借入れを行うことがすべて合理的ではないとはいえない。このような考え方から、将来世代に資産の残る建設国債の発行が認められている。

しかしながら、現状の財政は、このように将来世代に資産を残す形での公債発行ではなく、経常支出をまかなうためのものである。このような公債発行は、将来世代に負担を残すだけのものであり、できるだけその発行額を抑制し、本来の姿である均衡予算主義に戻る必要がある。

他方、現実としては、極端な財政縮小は経済に大きな影響を及ぼすおそれがあるため、秩序だった財政健全化が求められる。その際、現状のわが国経済において、財政赤字問題が顕在化していない理由は、郵便貯金や公的年金積立金の運用により国債が購入されたり、日本銀行が、デフレが深刻化する中で、量的緩和政策を導入したりして、国債の円滑な発行、流通を結果的に支援してきたからであると考えられる。

また、企業部門も、バブル経済期に過剰な債務、過剰な投資を抱えたことから、投資を抑制していたことから資金需要が低迷していたことも、金融・資本市場で公的部門への資金流入が起こった要因である。このように企業部門での資金需要が低迷していたため、金融機関も、その資金運用として、本来業務の貸出ではなく、国債運用を行わざるを得なかったとの事情もあった。

ところが、このような事情は大きく変わってきている。まず、郵便貯金は民営化されることとなり、以前のように財政投融资の資金としての役割や、国債引受の役割を果たさなくなると考えられる。公的年金積立金も郵便貯金と同様、財政投融资改革によって、自主運用されることとなった。信用リスクを伴わない国債による運用は、年金の安定的な運用に必要な金融商品である一方、その分リターンが小さく、高齢化に伴う年金財政を支えるために、より高いリターンを目指した運用が行われる可能性もある。

民間部門でも、2002年からの景気回復により、企業部門の資金需要も徐々に回復してきている。景気が回復したとはいえ、まだ預貯金金利が低く、わが国金融制度の変更等に伴い「貯蓄から投資へ」資金を流そうといった動きから、家計部門も、より高いリターンを求めて積極的な資金運用を行うようになってきている。

このような動きは、わが国の金融・資本市場に影響を及ぼし、消去法的に国債に向かっていた資金が、他の金融資産に向かう可能性がある。このような可能性がある中で、政府は、財政健全化の努力を継続し、財政に対する不信感から国債金利が上昇することのないように努めることが重要である。

このような財政当局の努力が重要であることは当然であるが、資金の流れを円滑にすることは、中央銀行である日本銀行の役割でもある。財政赤字により、戦後のような物価の高騰を引き起こさないようにするとともに、バブル後の低迷した日本経済を支えるために巨額の赤字を抱えることとなった財政が、その健全化に向けてソフトランディングできるように適切な金融政策を採っていくことが望まれる。

参考文献

- 我孫子善一郎著 「我が国の国庫制度—対民収支編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課、2006年1月号
- 岩井克人著 『貨幣論』 筑摩書房、1993年
- 『資本主義から市民主義へ』 新書館、2006年
- 岩田規久男著 『金融』 東洋経済新報社、2000年
- 内堀節夫著 『公的金融論』 白桃書房、1999年
- 大内聡著 「我が国の国庫制度—入門編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課、2005年6月号
- 鎌田修著 「我が国の国庫制度—補足編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課、2006年5月号
- 木下康司編 『図説 日本の財政』 東洋経済新報社、2006年
- コトリコフ、リーレンス 『世代の経済学』 日本経済社、1993年
- 小宮淳史著 「国債発行計画について」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課、2007年2月号
- 小村武著 『予算と財政法』三訂版 新日本法規、2002年
- 齊藤誠著 『成長信仰の桎梏消費重視のマクロ経済学』 勁草書房、2006年
- 財務省理財局 『財政投融资レポート 2006』 財務省ホームページ、2006年
- 『日本国債ガイドブック 2006』 財務省ホームページ、2006年
- 下鶴毅著 「我が国の国庫制度—出納経理編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課、2005年11月号
- 高野寿也著 「我が国の国庫制度—応用編—」『ファイナンス』 財務省大臣官房文書課、2006年4月号
- 竹野秀樹著 『GDPとは何か』 中央経済社、2004年
- 辻村和佑・溝口雅子著 『資金循環分析』 慶應義塾大学出版、2002年
- 富田俊基著 『国債累増のつけを誰が払うのか』 東洋経済新報社、1999年
- 『日本国債の研究』 東洋経済新報社、2001年
- 『国債の歴史』 東洋経済新報社、2006年
- 中川雅治・乾文男・原田有造著 『財政投融资』 大蔵財務協会、1994年
- 日本銀行金融研究所編 『新しい日本銀行』 有斐閣、2004年
- 日本銀行調査統計局 『資金循環勘定』 日本銀行、1982年～
- 日本銀行調査統計局経済統計課 『資金循環』 東洋経済新報社、2001年
- ハロッド、R.F.著 『貨幣 - 歴史・理論・政策』 東洋経済新報社、1974年
- 真壁昭夫・玉木伸介・平山賢一著 『国債と金利をめぐる 300 年史』 東洋経済新報社、2005年

宮脇淳著 『財政投融资と行政改革』 P H P 新書、2001 年
村松功著 『日本の財務再構築』 東洋経済新報社、2004 年