

## 〔中央銀行パネル〕

『金融経済研究』第46号，2023年3月

## 国債が貨幣と袂を別つ時\*

齊藤 誠

## 要旨

本論文では、中央銀行による国債管理政策について、貨幣と国債の代替性が高まり、国債を中央銀行債務に置き換える政策と狭く定義する。日本銀行が19世紀末以降に狭義の国債管理政策を展開したのは、①1937年から1945年までの戦時経済期と、②1995年以降の超低金利環境においてであった。本稿では、②における国債管理政策がどのような終息を迎えるのかを、①の国債管理政策が破綻した1940年代後半の経験を踏まえて考察する。特に、国債管理政策の終焉に伴う物価水準や名目金利の混乱は、財政再建へのコミットメントを含めて適切に対応すれば、一時的な水準訂正にとどまることを明らかにする。

## 1 中央銀行が国債管理政策に関与するとは？

本稿では、中央銀行が政府とともに国債管理政策に関与する契機を、次の2点を要件として狭く定義する。第1に、国債と貨幣の代替性が著しく高く、第2に、中央銀行と政府が協調して国債を貨幣に置き換えていく政策に限定する。すなわち、政府の国債供給が中央銀行の貨幣供給に部分的に置き換わる状況を指している。供給側において国債から貨幣にシフトするにしたがって、需要側でも家計の国債需要が貨幣需要に部分的にシフトしていく。たとえば、中央銀行が政府から国債を直接引き受けて発行した中央銀行券が民間の旺盛な貨幣需要に吸収されるような状況である。

そもそも、短期国債（期日が1年未満のもの）は、次の点において中央銀行が発行した貨幣（中央銀行の銀行券と当座預金）との代替性が高い。第1に、短期国債は信用リスクも金利リスクもほとんどなく、債券価値が安定している。主としてインフレリスクのみにさらされている点でも、中央銀行通貨と同様である。第2に、市場での売買が活発で流動性が非常に高い。第3に、さまざまな金融取引の担保として現金とほぼ同様の取扱いを受けている。短期国債と貨幣の大きな違いは、短期国債の金利分だけ、貨幣保有にコストが生じるところであるが、1995年秋以降、短期金利がゼロ近傍で推移するようになって、保有コストにおいても短期国債と貨幣の間に違いがなくなった。

また、1990年代の後半から2000年代にかけて短期金利がゼロ近傍で推移するという期待が形成さ

\* 本研究は、日本学術振興会より科学研究費・基盤研究C（No. 18K01720, No. 22K01389）、および野村財団より「金融・証券のフロンティアを拓く研究」（No. N20-4F00-005）の助成を受けている。本稿の作成に当たっては、河野龍太郎、鎮目雅人、櫻川昌哉（編集長）、白塚重典の各氏と、本誌匿名レフェリーから貴重なコメントを頂いた。ここに謝辞を申し上げたい。

れるとともに、長期国債も、短期国債との、したがって、貨幣との代替性を高めていった。長期国債金利には、将来の金利上昇に起因する金利リスクを反映して短期金利に正のタームプレミアムが加わるが、超低金利環境の持続期待でタームプレミアムが急激に縮小した。<sup>1)</sup> 長期金利がタームプレミアムの縮小とともに低下していくと、投資家がキャピタルゲインをねらって長期国債保有を前倒ししたことから、ゼロ近傍の短期金利で貨幣需要が旺盛になる時期に重なった。

以上のように国債と貨幣の代替性が顕著に高まると、平常なマクロ経済では成立することが期待される貨幣数量説も、政府の予算制約も満たされなくなる可能性が生じる。国債と貨幣の代替性が非常に高い環境では、実質国債供給と実質貨幣供給を合わせたものが、実質国債需要と実質貨幣需要を合わせたものと一致すればよい。ここで実質国債需要は、将来の財政余剰（財政の基礎的収支）の割引現在価値に裏付けられているとすると、将来の財政余剰を上回る実質国債供給は、貨幣市場の超過需要によって吸収することができる。こうした状況では、実質貨幣供給が実質貨幣需要に一致することを前提とする貨幣数量説も、実質国債供給が将来の財政余剰に一致する必要のある政府の予算制約も満たされなくなる。

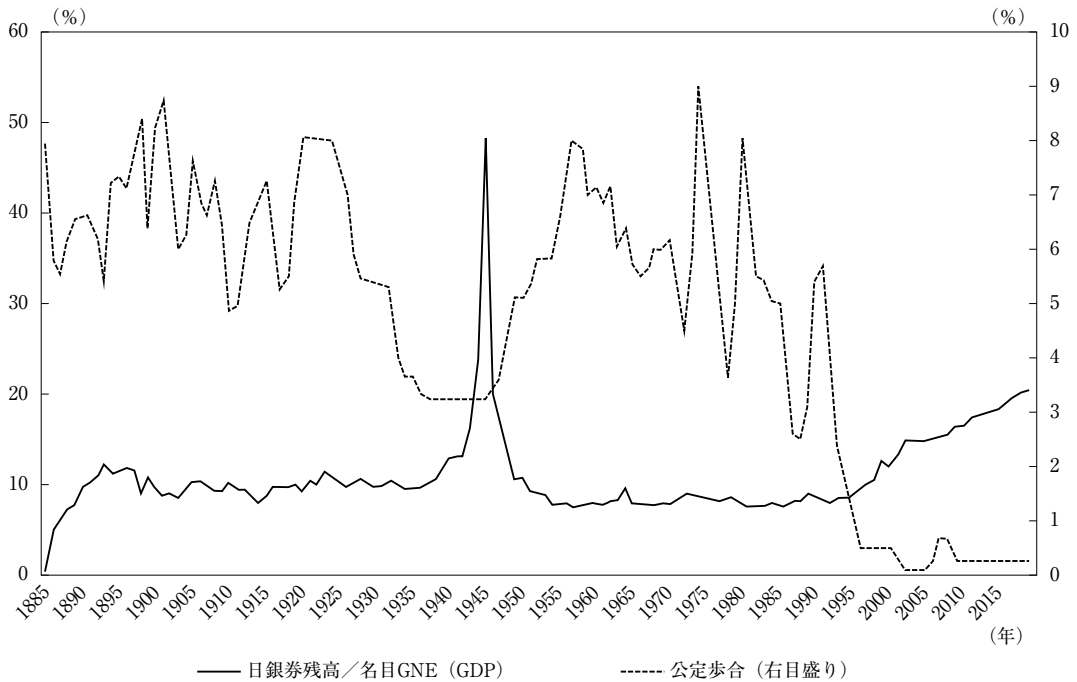
貨幣数量説が成立していないことの裏返しであるが、貨幣供給が拡大しても、物価が比例して上昇しないどころか、物価安定や物価低下が生じる可能性さえある。追加的に供給された名目貨幣が、物価水準へ影響を及ぼさないままに旺盛な貨幣需要によって吸収されるからである。また、物価水準の財政理論（the fiscal theory of the price level, FTPL）も成立しなくなり、その標準的なケースのように、将来の財政余剰の減少とともに現在の物価が上昇しない可能性がある。動学モデルの用語法に従えば、政府の予算制約において横断条件が満たされないことから、将来の財政余剰と現在の物価水準の間に成立することが期待されるタイトな関係が失われてしまう。

ここで、国債と貨幣の代替性がきわめて高いことにかかわって厄介なところは、第5節で論ずるように、両者の代替性が高まっていく過程では、事態が漸次的、連続的に進行する点である。一方、両者の代替性が失われる過程では、事態が突発的、非連続的に一挙に進行する。前者の過程では、貨幣数量説や政府の予算制約が徐々に崩れていくのに対して、後者の過程では、それまで貨幣数量説や政府の予算制約から大きく乖離した事態が一挙に解消する。この場合、物価水準や金利水準などの名目価格体系は、非常に短い期間で水準訂正がなされる。ただし、政府と中央銀行が国債と貨幣の代替性を前提とした、それまでの国債管理政策を速やかに中止し、貨幣数量説や政府の予算制約の成立（財政規律）を尊重する政策にスイッチをすれば、名目価格体系の水準訂正は、1度きりの変化に終わる。すなわち、政策のスイッチが適切になされるかぎりには、ハイパーインフレのように物価と金利の高騰が継続する事態を避けることができる。

本稿では、国債と貨幣の代替性が徐々に高まる過程と、その代替性が一挙に失われる過程の非対称性に着目しながら、1995年後半以降、2022年3月現在も進行している国債管理政策がどのような出口を見出すのかを、1937年以降から1945年の敗戦までに戦時体制を維持する目的で展開された国債管理政策がどのように終息したのかを分析することから慎重に推測していく。なお、本稿で展開する理論モデルの展開、データの裏付け、参考文献については、本稿が依拠している Saito (2021) と 齊藤 (2021) を参照してほしい。

1) たとえば、すでにゼロ近傍にあった1年物金利に対する10年物金利のタームプレミアムは、1996年に約2.5%であったが、2001年に約1.3%、2006年に約1.2%、2011年に約0.9%、そして2016年に約0.2%にまで縮小した。

図1 日銀券残高/名目 GNE(GDP)と公定歩合



## 2 2つの国債管理政策

まずは、日銀が政府とともに狭義の国債管理政策にかかわったのは、歴史的に2度だけであることを指摘しよう。図1の実線は、名目 GNE（1976年より名目 GDP）に対する日銀券残高の比率を見たものである。本図によると、同比率は、戦前の20世紀初頭から1930年代半ばにおいて約10%で、戦後の1950年代から1990年代半ばにおいて約8%でそれぞれ安定していた。戦後の比率が若干低下したのは、決済が日銀券だけではなく、準備預金でも担われるようになったからである。

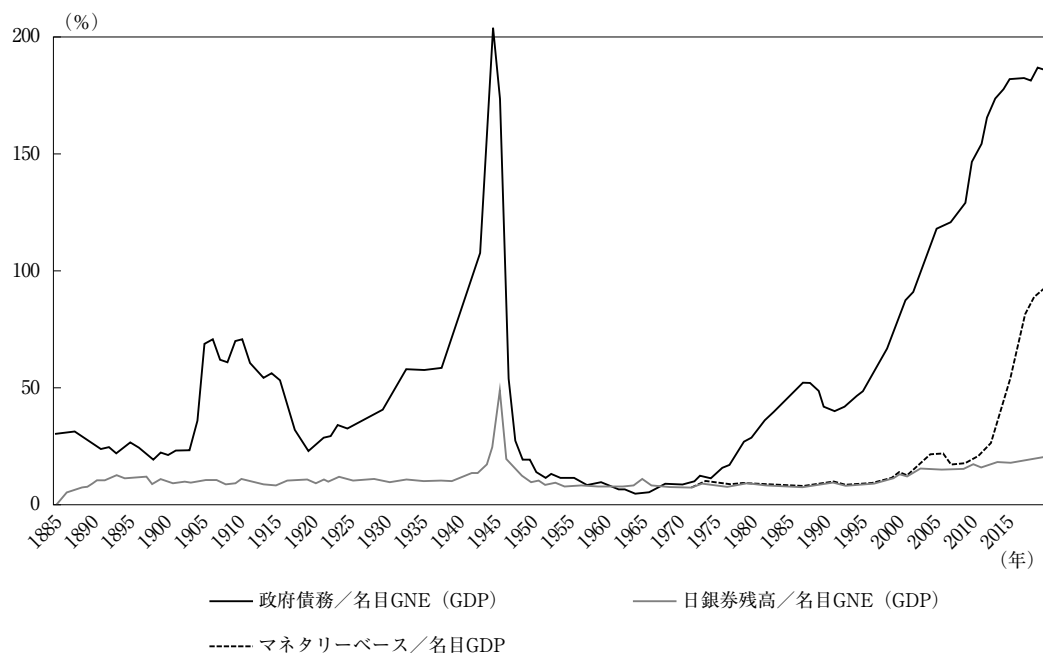
ここでは、日銀券残高比率が長期的な水準から大きく傾向的に乖離する現象をもって（貨幣需要と供給が大幅に高まったという意味で）、日銀が政府と協調した狭義の国債管理政策の証左としよう。日銀による最初の国債管理政策は、戦中の経済統制期（物価統制と配給が実施されていた）に展開された。1937年に日中戦争が勃発し、1945年に敗戦を迎えるまでに、日銀券残高は、名目経済規模の10%から50%にまで拡大した。敗戦直後に、同比率は急激に低下するが、1940年代末までに長期水準に戻った。

日銀による2度目の国債管理政策は、1995年から始まり、2022年3月現在も継続している。日銀券残高は、8%の長期平均水準から20%を超える水準に達している。図1の破線が示すように、2度目の国債管理政策の特徴は、金利がゼロ近傍の水準で推移していることである。

## 3 戦中の国債管理政策と敗戦直後におけるそこからの脱出

図2によると、2度の国債管理政策のいずれについても、政府債務の規模と日銀券残高の規模を比べると、残高ベースで見ると前者が後者を大きく上回っていて、日銀が政府債務を肩代わりしているとはいいがたい。しかし、Saito (2021)で明らかにしているように、戦中の国債管理政策は、以下のように3つの経路で支えられてきた。

図2 政府債務と貨幣残高



- (i) 家計に対する強制貯蓄を通じた国債と日銀券に対する需要
- (ii) 非正規経済（地下経済）からの日銀券に対する需要
- (iii) 占領地の中央銀行や発券銀行の銀行券への需要

(iii)のチャンネルが示すように、戦中の国債管理政策の大きな特徴は、日銀だけでなく、占領地の中央銀行（満州中央銀行、インドシナ銀行、タイ銀行）や、発券銀行（中国聯合準備銀行、中央儲備銀行、南方開発金庫、いずれも、1945年初に外資金庫に統合されて臨時軍事費特別会計の外側で会計処理がなされた）がかかっていた。

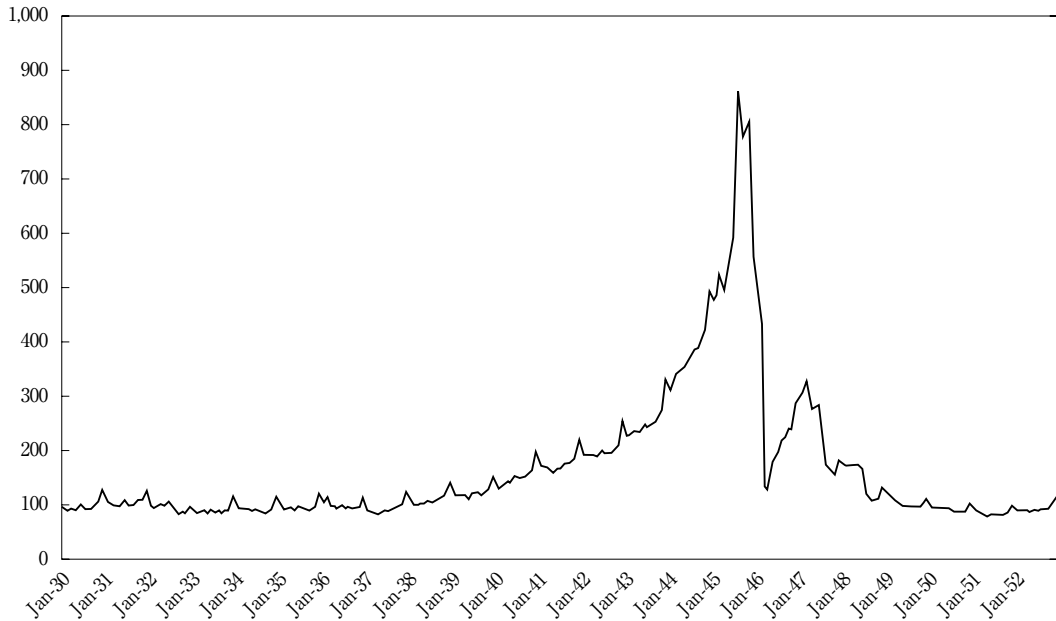
フローベースで見ると、(i)から(iii)の経路は軍事費調達に大きく寄与した。たとえば、太平洋戦争末期の1944年には、臨時軍事費特別会計で735億円を支出したが、67億円だけが租税によって賄われ、残りの668億円は政府債務で調達された。そのうち、(i)で231億円、(ii)で64億円、(iii)で342億円がそれぞれ調達された。

しかし、3つのいずれのチャンネルも、1945年の敗戦で瞬間的に失われてしまった。第1に、貯蓄率が一挙に低下した。1944年には、名目GNEに占める名目家計消費の比率が36%まで低下したが（1945年はデータが入手できない）、1946年には、70%にまで急上昇した。第2に、非正規経済のディーラーたちは、そのポートフォリオを日銀券のような名目資産から、在庫品や土地のような実物資産にドラスティックにシフトした。第3に、当然のことながら、占領地の中央銀行や発券銀行の銀行券は、敗戦間際に追加発行どころか回収を迫られた。

その結果、敗戦直後に政府債務を支えてきた3つの経路がすべて瞬間的に失われ、主として物価の急騰を通じて政府債務や日銀券の残高が実質ベースで調整された。

それでは、図3で実質日銀券残高の動向を月次データで見てみよう。1930年1月を100に標準化した指標は、1945年8月に859に達した。しかし、敗戦直後の1945年8月から1946年4月にかけて、卸売物価指数は4.5倍となった一方、日銀が日銀券回収を進めたことから名目残高は66.6%にまで

図3 実質日銀券残高  
(卸売物価指数で実質化, 1930年1月を100に基準化)



減少した。実質日銀券残高は、126まで低下した。

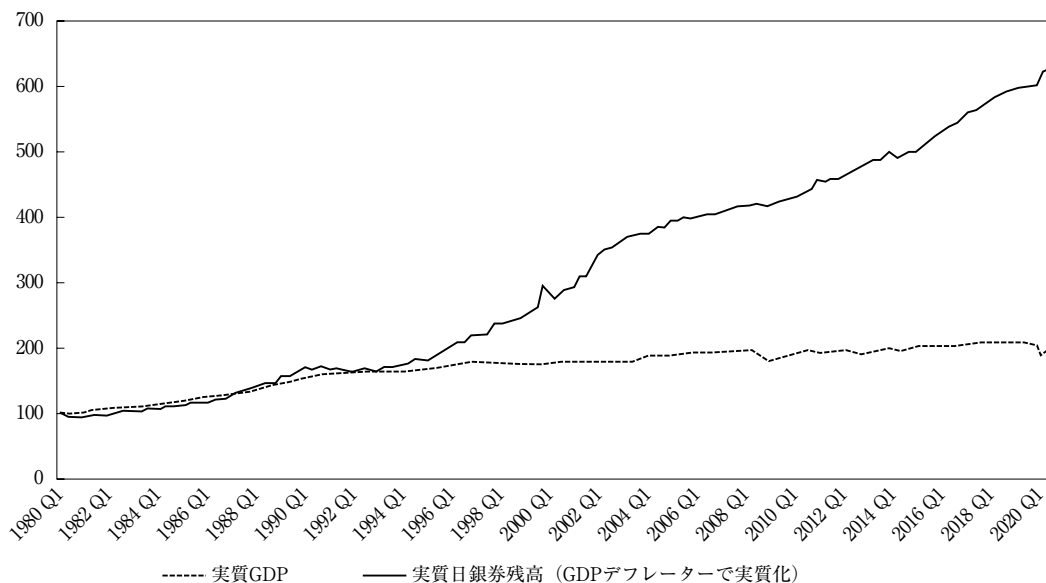
ここで注目すべき点は、敗戦直後の8か月という非常に短い期間に物価が一挙に高騰して、実質残高がほぼ戦前の水準にまで急低下したところである。その後は、日銀による復興金融公庫債の直接引受などで日銀券残高が再び上昇し、実質残高も1947年3月に300を超えた。しかし、1948年7月以降は、再び戦前の水準にまで低下した。

1940年代後半の物価動向については、さらに2つのコメントがある。第1に、物価高騰は、決してハイパーインフレではなかった。卸売物価指数を1946年4月から1年間ごとに見ていくと、1947年2.0倍、1948年2.8倍、1949年2.4倍、1950年1.1倍と推移して、1940年代末までに物価水準が安定した。実質貨幣残高も、ハイパーインフレ時のようにゼロに向かって退化することもなく、戦前の水準にとどまった。

第2に、1940年代後半を通じて、政府は財政規律を回復させた。公的部門の資金余剰は1947年に黒字に転じた。具体的には、名目GNEに対する公的部門の資金余剰の比率は、1946年に-9.4%であったものが、1947年に2.2%、1948年に3.9%、1949年に9.5%、1950年に5.9%にそれぞれ達した。物価水準が1940年代末までにハイパーインフレに陥ることなく安定したのも、それまでに発行した国債が実質残高ベースで将来の財政余剰に支えられたからであろう。事実、図2が示すように、政府債務の名目経済規模に対する比率は、1950年代から1970年代半ばにかけて低位に安定して推移した。

第2点のように1940年代後半に財政規律を回復させ、1950年代から1970年代前半にかけて均衡財政を実現できたのは、1947年3月に制定された財政法の直接的な帰結とあってよい。財政法では、第4条で国債発行が、第5条で日銀による国債引受が、原則禁止されている。GHQ（連合国最高司令官総司令部）は、敗戦直後の1945年11月に日銀による長期国債の直接引受を禁じたが、短期国

図4 実質 GDP と実質日銀券残高  
(1980年第1四半期を100に標準化)



債の直接引受は許容した。しかし、上の財政法の制定によって日銀はいっさいの国債を直接引き受けることができなくなった。当初、政府債券と分類されなかった復興金融公庫債は、日銀によって引き受けられたが、1949年4月には、それも GHQ に禁じられた。

#### 4 超低金利期における日銀と政府による国債管理政策

それでは、1995年以降、2022年3月現在も展開されている超低金利期における国債管理政策を見ていこう。同期間には、短期金利だけではなく、長期金利も低下し、2016年初頭には、長期金利が10年物金利までゼロ近傍の水準に低下し、イールドカーブがほぼフラットとなった。

この間の異常な物価現象としては、貨幣数量説も、標準的な FTPL も、まったく妥当しなかった点が挙げられる。仮に、貨幣数量説が成立しているとする、実質 GDP は、実質日銀券残高とほぼ平行に推移するはずである。しかし、図4が示すように、1980年から1994年までは、なるほど両者は並行していたが、1995年以降、後者が前者を大きく上回るようになった。すなわち、貨幣数量の伸びほど、物価水準が上昇しなかった。また、標準的な FTPL では、将来の財政余剰が縮小することが見込まれると、物価水準は上昇するはずである。しかし、図5が示すように、一般政府の基礎的収支は、1993年以降、赤字状態が継続し、将来も、その改善が見込めない状況にあった。<sup>2)</sup> それにもかかわらず、相応の物価上昇は起きなかった。

このように非常に不規則な物価動向が観察される背景には、将来の財政余剰に裏付けられていない国債の実質超過供給が、貨幣市場の実質超過需要、あるいは、国債市場の資産価格バブルに支え

2) 一般政府の基礎的収支が1990年代初頭から縮小し、1993年以降、マイナスに転じたのは、資産価格バブルの崩壊で税収が減少したことに加え、経済危機、金融危機、自然災害が相次いで、政府が大規模な財政政策の実施を迫られたからである。また、社会保障や税制の改革が進まなかったことも、基礎的収支の悪化を加速させた。

図5 一般政府の基礎的収支の対名目 GDP 比



られていると考えられる。こうした変動的な状況が実現した背景には、第1節で述べたように、短期金利から長期金利まで名目金利がゼロ近傍の水準にまで低下したことが大きい。その結果、貨幣と短期国債の代替性だけでなく、短期国債と長期国債の代替性が著しく高まった。

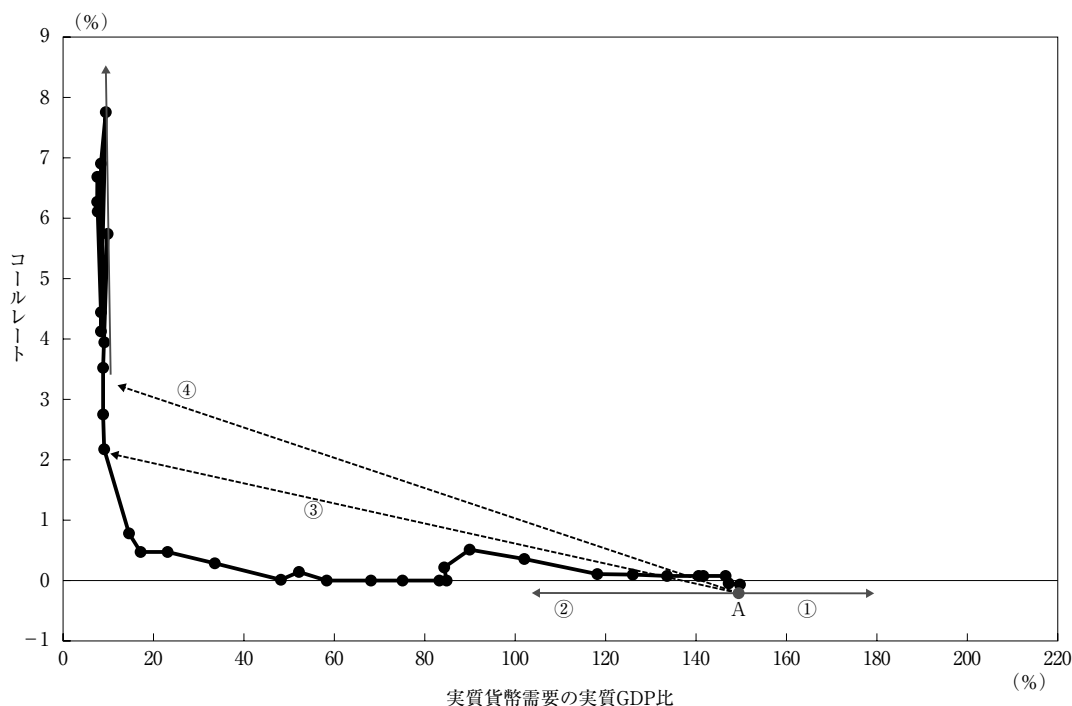
国債市場の実質超過供給が貨幣市場の実質超過需要によって支えられているという解釈に立つと、短期国債、長期国債との代替性を高めた貨幣に対する需要が名目金利ゼロのところできわめて旺盛になって、それが、国債市場の超過供給を支えてきたことになる。一方、国債市場の実質超過供給が国債市場の資産価格バブルに支えられていると解釈すると、金利ゼロであることから国債の元利返済が先送りできた。いずれの解釈においても、ゼロ近傍の名目金利が将来にわたって継続することが大前提となっている。

### 5 国債が貨幣と袂を別つとは？

それでは、本稿の最後に、1995年以降、日銀が政府と協調しながら展開してきた国債管理政策がどのように終息するのかを考えてみよう。その目的のために、図6に1980年以降の（広義の）貨幣に対する実質需要関数を描いてみた。

通常の実質貨幣需要関数は、縦軸に短期金利（ここでは、翌日物コールレート）をとり、横軸に名目経済規模（ここでは、名目 GDP）に対するマネタリーベース（日銀券残高だけでなく、日銀当座預金残高を加えている）の比率をプロットする。しかし、図6には、長短金利がゼロ近傍になると、長期・短期国債が貨幣と代替するので、国債残高も加えている。ただし、日銀が保有する国債は、統合政府から見ると準備預金との二重計上になるので、控除することにする。また、国債へ

図6 4つのシナリオ



の需要のうち、将来の財政余剰に対応していると考えられる部分（ここでは、1990年代前半の長短期国債残高の名目 GDP 比率の平均である39.2%）も、合わせて差し引くことにする。

こうして計算された広義の実質貨幣需要は、図6の丸印のマーカークの付いた太線で描かれている。図6によると、コールレートが0.5%を下回ると、実質貨幣需要は金利に対して著しく弾力的になって、ほぼ水平の実質貨幣需要関数が描かれる。一方、コールレートが0.5%を上回ると、実質貨幣需要は縮小し、コールレートが2%を超えたところで、実質貨幣需要は約9%水準でほぼ垂直となる。ここで、実質貨幣需要が日銀券残高の対名目 GDP 比の戦後長期平均8%を上回るのは、マネタリーベースには法定準備預金の分が含まれているからである。

それでは、2018年の点 A に立って、今後、どのようなシナリオが描けるのかを考えてみよう。図6が示すように①から④の4つのシナリオを考えることができる。

まず、①のシナリオでは、ゼロ近傍の金利が今後も維持されるという期待のまま、実質貨幣需要が拡大していく。実質貨幣需要増大の中身は、長期国債と、長期国債から振り替えられた超過準備預金である。こうしたシナリオが可能なのは、名目金利がゼロ近傍の水準で推移するかぎりには、貨幣需要は旺盛のままに、国債の元利返済を先延ばしすることができるからである。①のシナリオは、国内的に見れば現状維持であるが、国際的に見れば世界的に金利上昇の環境になると、過度の円安などで日本経済に負荷がかかる。

②のシナリオでは、ゼロ近傍の金利を維持しながら、国債の返済、超過準備預金の圧縮、日銀券の回収を徐々に進めて実質貨幣需要が漸次的に減少していく。②のシナリオは、一時的にはフィージブルであるが、このシナリオで名目金利がゼロ水準から上方へ離陸するところまで見通すことはできないであろう。将来の金利上昇の可能性が視野に入ってくるやいなや、国債の元利返済を先延



ばしすることが不可能となることが明白となって、国債の資産価格バブルが一挙に崩壊するからである。

②のシナリオが長期的に見渡せないことを踏まえると、金利水準はいずれ突発的にゼロから離陸する。すると、貨幣と国債の代替性は即座に失われ、国債は貨幣と袂を別つことになる。これまで貨幣と同値に見られていた超過準備預金も、正の金利の下では変動利付国債に様変わりする。そこで考えられるシナリオが③と④である。

妥当性が高いのは、③のシナリオの方であろう。金利が長期水準（たとえば、貨幣供給成長率が2%、実質金利が0%であるとする）、長期的な金利水準は約2%となる）にジャンプすると国債価格バブルが崩壊し、実質貨幣需要が一挙に約9%の水準に縮小する。この場合、物価水準は上方に大きくジャンプする。しかし、ジャンプした物価水準で決まってくる実質国債残高（ここでは、長期・短期国債だけでなく、付利された超過準備預金も事実上の変動金利国債として含まれる）を支えることができるように財政規律が速やかに回復することができれば、ジャンプした物価水準と金利水準でとどまることができる。

しかし、財政規律の回復が十分でないと、④のシナリオのように、金利と物価が高騰し続け、実質貨幣残高がゼロ水準に退化するハイパーインフレの過程に突入する。

こうして見てくると、超低金利環境における国債管理政策の終息について相対的に望ましいシナリオは、③ということになるであろう。齊藤（2021）の簡単な推計によると、以下のような1度きりの調整が生じることが予測される。まず、名目金利は、0%から約2%にジャンプする。対名目GDP比で見た実質貨幣需要は、22.1%から8.9%（1990年代前半の平均）に低下することから、物価水準が2.5倍程度高騰するとともに（ $(22.1\%)/(8.9\%) \approx 2.5$ ）、政府の基礎的収支を名目GDP比でプラス0.5%程度、追加的に回復させなければならない。<sup>3)</sup>ここで予想されるシナリオに必要となってくる物価調整と財政再建は、本論文の第3節で見たような1945年8月から1946年4月の物価高騰（4.5倍）と、1940年代後半を通じて実現した財政規律の回復よりはかなり軽微なものと考えてよいであろう。

なお、Saito（2021）は、1980年代以降の物価水準、短期金利、イールドカーブの動向を首尾よく説明できる貨幣経済の一般均衡モデルによって、③のシナリオの妥当性が高いことを説得的に示している。

## 6 おわりに

本稿では、戦中の国債管理政策と現在の国債管理政策を比較することで、後者の国債管理政策がどのように終息を迎えるのかを考察している。現在の国債管理政策は、1995年以降、四半世紀を超えた長期にわたって漸次的に展開されてきたことから、その終息も漸次的に迎えることが当然のようにして政策論議がなされてきた。

しかし、将来の財政余剰の割引現在価値をはるかに超えた国債や超過準備預金の発行は、ゼロ金利環境が未来永劫継続するという期待の下でしか維持されない。したがって、近い将来、金利環境がゼロ近傍から離脱するシナリオを考察するのであれば、国債や貨幣への旺盛な需要自体が一挙に

3) 齊藤（2021）で議論しているように、物価が2.5倍になって、実質国債残高が対名目GDP比で66.5%に縮小すると（ $166.2\%/2.5 \approx 66.5\%$ ）、将来の財政余剰で裏付けられていない部分は、27.3%（ $66.5\% - 39.2\%$ 、39.2%は、1990年代前半の国債残高比率）となる。長期金利水準が2%とすると、年0.54%（ $0.54\% \div 0.02 \approx 27.3\%$ ）の基礎的収支が必要となる。

失われる状況を考慮するのが論理的な帰結となるであろう。

こうした瞬時的で非連続的な変化を考察することについては、「そんなことは絶対に起きてほしくない」という人々の心理的性向からか、往々にして思考停止に陥りがちになる。ところが、戦中の国債管理政策が敗戦直後に瞬時的な調整を迫られた事態を冷静に振り返って考察すると、現在の国債管理政策の終息は、決して軟着陸とはいえないものの、全乗客の絶望という壊滅的な墜落というよりは、どうにかこうにか全乗客の無事を見通すことができる不時着陸といえるような事態であろう。四半世紀以上にわたって財政規律を棚上げにしてきたツケの支払いとしては、決して法外なものではないのではないかと。

本稿では詳しく議論してこなかったが、敗戦直後の日本経済は、短期間の物価の水準訂正という不時着陸か、継続的なハイパーインフレという墜落かの分水嶺にあった。当時の政府内部には、敗戦直後の経済混乱を金融と財政の大規模な緩和で乗り越えようとする動きがあったことは確かである。第3節で議論したように、象徴的だったのは、日銀が大量の復興金融公庫債の直接引受を行ったことであろう。しかし、1940年代後半の財政金融政策は、そうした一時的な逸脱があったものの、結局のところ、財政規律の回復と健全な貨幣供給を実現することができた。

2022年3月現在、数パーセントの物価上昇や、数ベースポイントの長期金利上昇に対して財政金融政策を総動員しているのは、レジームのスイッチ自体を防ぐという意味で正当化できる。しかし、いよいよ物価水準と名目金利のレジームがスイッチした時点でも、財政金融政策が、拡張的な方向性を変えないままに致命的に逸脱してしまうのではないかという懸念がないわけではない。しかし、それでも私たちが、ただか四半世紀の経験に基づくのではなく、1世紀単位の歴史を踏まえることができれば、政策の無用な混乱は必ず回避することができるであろう。

(名古屋大学)

投稿受付2022年4月3日、最終稿受理2022年7月19日

#### [参考文献]

- 齊藤誠 (2021) 「貨幣財需要としての公債需要：不均衡分析から見た過去四半世紀と将来の日本経済」『金融経済研究』第44号, 29-68.
- Saito, M. (2021) *Strong Money Demand in Financing War and Peace: The Cases of Wartime and Contemporary Japan*, Springer Nature.