

国債の累積と超金融緩和政策

—— 日銀信用に支えられた国債バブル市場の構造 ——

山 田 博 文

Accumulated Government Bonds and Ultraloose Monetary Policy:
Structure of Government Bond Bubble Market Underpinned by Bank of Japan

Yamada Hirofumi

Summary

For taxpayers, government bonds are a debt instrument, for investors, government bonds are highly rated financial instruments. Modern Japanese government bond market has become an astronomical scale bubble.

Ultraloose monetary policy, underpinned by central bank credit expansion, is to rescue the banks saddled with bad loans, and is to support the issuance of government bonds. However households was stolen net interest income of 249 trillion yen (years 1991-2004) by ultraloose monetary policy.

In the first half year of 2011, the 28.9% of net operating income for the three megabanks are making money by bond trading in JGB markets.

Government bond market bubble, has provided valuable new revenue sources such as banks and investors.

1. はじめに

周知のように、わが国は、バブル経済が崩壊した1990年代以降、国債増発をともなう大規模の財政出動を繰り返し、国債に抱えられた「財政赤字大国」に転落する一方、日銀信用を大規模に動員する超金融緩和政策が展開されてきた。

累増する国債残高など、政府債務残高は、自国のGDPのほぼ2倍（998兆円）にまで膨張し、毎年の利払い費用などの国債費は、歳出予算額の2割台（21兆円）に達し、国債利払い費用を調達するために国債の増発を繰り返す危機的な事態が進行している。

他方で、増発され、累積する国債は、銀行などの金融機関や投資家層にとって、不透明な時代の安全な投資物件とみなされ、積極的にマネーが投入されてきた。国債は納税者と政府にとっては債務証券であるが、投資家にとっては格付の高い投資物件にはかならない。国債市場は、内外の巨額の投資マネーの受け皿となり、わずかの売買差益（キャピタルゲイン）を狙って超短期の売買取引が繰り返される金融市場となった。

グローバルな金融危機と経済危機を誘発した2008年9月の「リーマン・ショック」は、戦後、アメリカ・ウォール街が主導してきた「カジノ型金融資本主義」¹の終わりの始まりを意味するものと考えられるが、実体経済から乖離したマネーゲームの舞台は各国の経済事情に応じて多様であり、1980年代後半の株式・不動産バブル崩壊後のわが国では、国債市場が、売買差益を追求する銀行などの金融機関のマネーゲームの主要な舞台になっている。

というのも、わが国では、財・サービスの生産と消費など実体経済の不況が持続しているにもかかわらず、1京円もの天文学的な売買高を記録する国債バブル市場が出現し、国債流通利回り（長期金利）も、1%前後という歴史的な低水準を記録しているからである。

本稿の目的は、1京円市場にまで膨張した国債バブル市場の構造と動態に注目して、中央銀行（日本銀行）の信用膨張に支えられた国債増発メカニズムの特徴と問題点を解明することである。

2 「財政赤字大国」と国債バブル市場

2-1 GDPの2倍に達した政府債務残高

周知のように、わが国の政府債務残高（普通国債発行残高668兆円＋政府短期証券154兆円＋財投債119兆円＋借入金等57兆円＝998兆円²－2011年度末）は、ほぼ1000兆円に達し、自国のGDPの2倍にまで累積している。欧米主要国の政府債務残高の対GDP比を比較すると、イタリアが1.3倍ほどであるが、その他の国は、ほぼ自国のGDPの規模の範囲に収まっている。債務返済の拠り所となる自国のGDPの2倍にまで累積したのは、「財政赤字大国」日本だけである（図表1）。

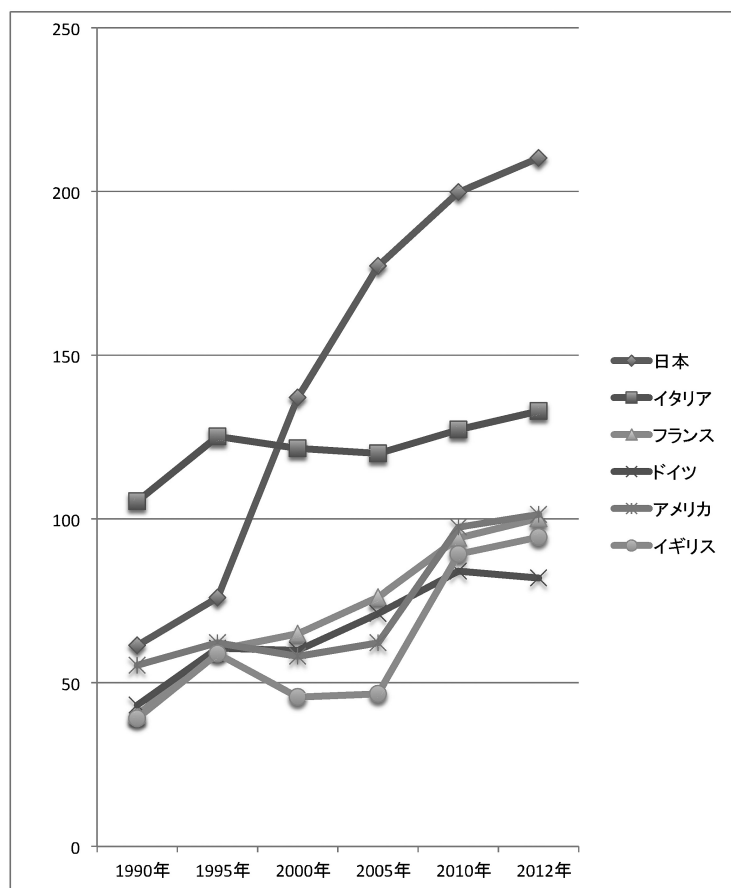
第2次世界大戦下、日本銀行による国債の直接引受に依存し、軍事資金調達のために増発された国債は、終戦後、ハイパー・インフレーションを誘発し、生活と経済は破壊された。その教訓の上に、1966年1月まで、わが国は、国債不発行主義を貫いてきた³。

1 「リーマン・ショック」に象徴されるアメリカ・ウォール街主導の「カジノ型金融資本主義」は、財・サービスの生産・消費とは無関係のマネーゲームが選好され、不安定でリスクに満ちた生活破壊の経済であった。スーザン・ストレンジ（Susan Strange Casino Capitalism, Basil Blackwell, 1986、小林襄治訳『カジノ資本主義——国際金融恐慌の政治経済学』岩波書店、1988年）などは、実体経済から乖離したマネーゲームの問題点を指摘してきた。そして昨今では、格差を拡大し、1%の富裕層の利益を増殖させてきたアメリカ・ウォール街を占拠する市民運動が全米で広がっている。運動を支持する経済研究者たちも声明（<http://econ4.org/statement-on-ows>）を出して呼びかけに加わっている。

2 ここでの政府債務データは、財務省理財局の作成する「国債及び借入金現在高」であり、「財政法第28条に基づき、国債及び借入金の状況に関する当該年度末における現在高の見込みを算出。（国の資金調達活動の全体像を示す観点から、国の資金調達にともなう債務を集計したもの）」である。財務省「債務管理レポート2011—国の債務管理と公的債務の現状—」『政府債務残高の定義』、86ページ。

3 より詳しくは、拙著『国債管理の構造分析—国庫の資金繰りと金融・証券市場—』第2章「国債消化における三位一体的構造」、日本経済評論社、1990年11月、を参照されたい。

図表1 政府債務残高の国際比較（対GDP比、%、暦年）



	1990年	1995年	2000年	2005年	2010年	2012年
日本	61.4	76	137.1	177.3	199.8	210.2
イタリア	105.4	125.2	121.6	120	127.3	133
フランス	40.2	60.1	65	76.1	94.2	100.2
ドイツ	43.2	60.5	59.9	71.1	84.1	82
アメリカ	55.3	62.2	58.1	62.2	97.5	101.4
イギリス	39.1	58.9	45.7	46.6	89.3	94.5

（資料） OECD Economic Outlook database、各年より作成。計数はSNAベース、一般政府

だが、1964-5年の深刻な経済不況のなかで、はじめて200億円の国債が発行された。以後、景気循環にともなう不況期には、「建設国債」が増発され、その資金を景気対策に動員し、道路・架橋・港湾・工業団地など産業用のインフラ整備を内容とする大規模な公共事業を繰り返し、政府サイドからの有効需要を喚起し、年率2桁台の「財政主導型経済成長」を達成してきた。1970年代の後半以降になると、低成長経済下で不足する税収を補填する目的で、「赤字国債」も発行されるようになった。

とくに、累積国債の規模が飛躍的に拡大したのは、1990年代の後半以降である。バブル経済の崩壊により、企業倒産や金融機関の破綻があいつぎ、円高不況も深刻化し、連続して大規模な景気対策と公共事業が断行されたが、そのための資金を国債の大増発に依存したからである。1966年に開始された戦後の国債発行は、その発行残高が200兆円の大台に載ったのは、ほぼ30年後の1994年度であったが、その後、20年弱で、668兆円にも累増した。

2-2 増大する利払い費と増発される国債の悪循環

累増する国債残高は、その利払い費用、債務償還費用などの国債費を激増させ、2011年度においては、21兆5491億円に達し、一般会計の歳出総額（92兆4116億円）の23.3%を占めるに到った。

この巨額の国債費を調達するために、新規国債が増発される。2011年度では、一般会計歳入総額（92兆4116億円）のうち、租税及び印紙収入によって調達された歳入額は、40兆9270億円（歳入全体の44.3%）にすぎない。他方、国債発行によって調達された歳入額は、44兆2980億円に達し、歳入全体の47.9%を占めた。債務返済のための巨額の費用を調達するために、さらに国債が増発される悪循環が繰り返される。

歳出予算の23.3%にあたる21兆5491億円が国債費として優先的に配分されるので、最大の国債投資家の銀行などの金融機関は、この国債費（その殆どが国債の利払い費）を政府から定期的安定的に支払われる利子として受け取っている。つまり、政府の発行する国債は、国債投資家に対するもっともうまみのある金融商品として機能している。

わが国財政は、税収を上回る巨額の借金に依存して予算が組まれている。そのうえ、この新規発行国債44兆2980億円のうち、38兆2080億円は赤字国債（特例国債）であり、建設国債は6兆900億円にすぎない。新規に発行された国債の86%は、一年間の特例措置を付して発行される赤字国債である。税収不足と財政赤字が深刻化すればするほど、借金の返済のために新たな借金が累積していく。

近年の国債増発の規模は、3年間で100兆円を超える新規国債が増発され、新たな政府債務として積み上がっている。租税を担保にして発行される国債は、発行額が累増するにつれて、増税圧力も高くなる。

他方で、内外の投資家層にとって、各種の金融商品の中にあって最も高い格付を持つ国債は、安全な投資物件と見なされ、投資マネーを呼び込む。このような投資物件としての国債動向に注目すると、わが国の国債価格は高値を維持し、売買高も1京円台の天文学的な規模にまで到達し、むしろ国債バブル市場とも言える大活況を見せている。

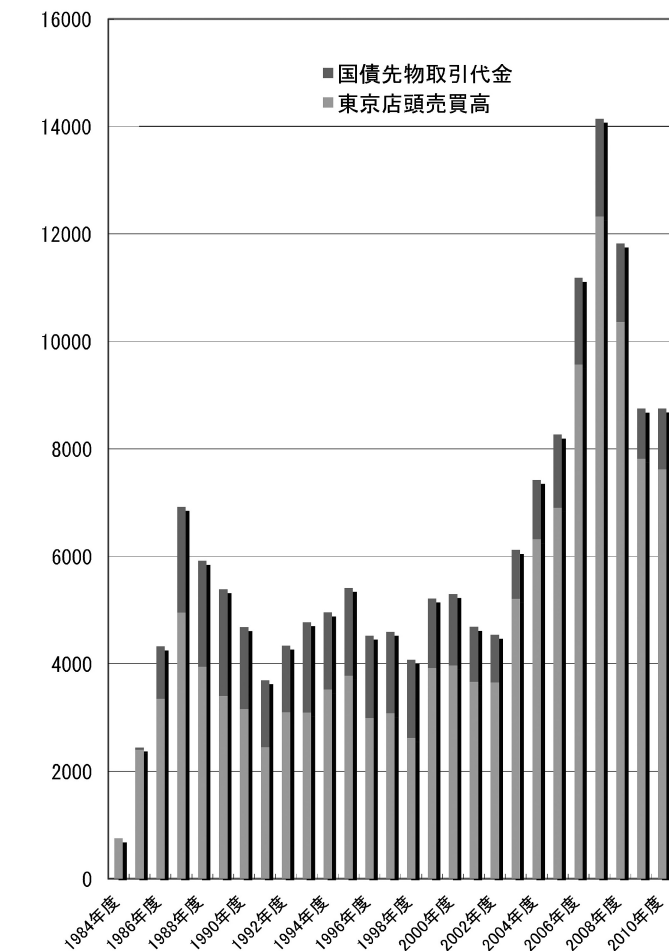
2-3 売買高1京円の国債市場とバンクディーリング

国債売買高を1京円市場にまで膨張させている大口の国債投資家は、バンクディーリングに邁進する銀行であり、政府の国債消化機関化しているゆうちょ銀行であり、本来超長期的な資金運用を迫られている年金・保険などの機関投資家である。

とりわけ、売買差益を狙った銀行の債券ディーラによる超短期のバンクディーリングは、国債売買高を天文学的な値にまで押し上げた主因である。公共債のバンクディーリングが認可された1984年6月以降、わが国の国債売買高は飛躍的に拡大してきた（図表2参照）。銀行が国債ディーリングによって国債流通市場から獲得した売買差益（「証券有価証券売買益」）は、フルディーリングが開始された1986年度でみても、当時の都市銀行の経常利益の11%を占めた⁴。銀行業務の規制緩和によって可能になった国債ディーリングによる売買差益は、銀行にとって、伝統的な収益源の預貸金利鞘とは別の新しい有力な収益源となった。

直近の報道によれば⁵、大手銀行5グループの2011年4～9月期決算において、大手銀行の収益

図表2 増大する国債売買市場



（資料）日銀『金融経済統計月報』各号、東京証券取引所HPマーケット情報、より作成

4 全国銀行協会連合会『金融』1989年9月号、27ページ。

5 「大手銀収益 国債頼み4～9月」『日本経済新聞』2011年11月15日。

を押し上げたのは、4900億円ほどに達する国債売買益であった。というのも、3大メガバンクの業務純益の28.9%は、国債の売買益が占めているからである。最大は、三菱UFJ銀行の国債売買益であり、4～9月の上半期で2146億円（業務純益の34.1%）に達している。こうした国債市場に依存した銀行の利益追求について、新聞の報道では、以下のように指摘されている。すなわち、銀行の「本業の融資ではあまり稼げず、主に日本国債の売り買いによるもうけが多い。いつまで続くかわからない「国債バブル」に頼る銀行経営になっている。」⁶、と。このように、政府の発行した国債が、天文学的な規模の市場を形成し、大手銀行の主要な収益源になっている。

もちろん売買差益を狙った国債ディーリングは、銀行だけでなく、証券会社によっても行われている。短期の回転売買が行われる国債流通市場の現場について、『金融ビジネス』誌は、「なんと1日10回転軸となった野村（巨大証券会社の野村證券－引用者）軍団」との見出しで、以下のように報じている。「野村（および“軍団”）が業者間売買で89回債を購入、それを店頭取引で生保、信託、地相銀等に売却。これらの投資家は利が乗ると別の証券、銀行に売却し、その玉が業者間売買に放出され、それをまた野村が買うーといった買い循環が形成された」⁷。

売買差益を狙った銀行、証券会社による国債の短期回転売買が、国債売買高を兆の単位から京の単位へ押し上げた。これは、国債流通市場が投機の間になったことを意味している。財政危機が深刻化し、国債が増発されると、それは内外の投機マネーにさらに大規模の運用手段を提供することになり、わずかの売買差益を抜くためにITを利用した超短期の回転売買が繰り返され、国債バブル市場において、「カジノ型金融資本主義」が跋扈する。

3 日銀信用に依存した国債バブル市場

3-1 ゼロ金利・量的金融緩和政策の経済効果

このような国債バブル市場の背後には、日本銀行の信用膨張をとまなう超金融緩和政策という強力な下支えがあった。

1990年代に入ってからバブル経済の崩壊、銀行部門の抱えこんだ不良債権問題に直面した日本銀行は、歴史的にもまれな超金融緩和政策に踏み込んでいった。それは、1999年2月のゼロ金利政策であり、さらに2001年3月～2006年3月にかけての量的金融緩和政策⁸である。

歴史上類をみない超低金利政策は、経済社会に甚大な影響をもたらした⁹。

まず、不良債権を抱えこんだ銀行部門にとって多大な恩恵をあたえた。従来3-4兆円ほどであ

6 『朝日新聞』2011年11月15日。

7 『金融ビジネス』1989年9月号、75ページ。

8 ゼロ金利政策とは、日本銀行がコール市場（銀行間で資金を融通し合う短期金融市場）に資金を大量に供給し、無担保コール翌日物（オーバーナイト物）の金利をほぼゼロに近い状態にまで低くするという金融政策であるが、1999年2月から2000年8月にかけて採用された。また量的緩和策（2001年3月から2006年7月）では、金融政策の誘導目標を金利から民間銀行の日銀当座預金残高に変更し、この残高を増額して資金供給量を増やす政策であり、ゼロ金利政策以上の金融緩和の効果が得られることになる。

9 合わせて拙稿「現代日本経済と膨張する日銀信用－不況対策・決算対策・株価対策－」『商学論叢』（第46巻第4号、2005年5月）、を参照されたい。

った民間銀行の日銀当座預金残高を、最大35兆円ほどに積み増す量的金融緩和政策は、民間銀行の資金繰りのリスクと金融システム不安を解消しただけでない。

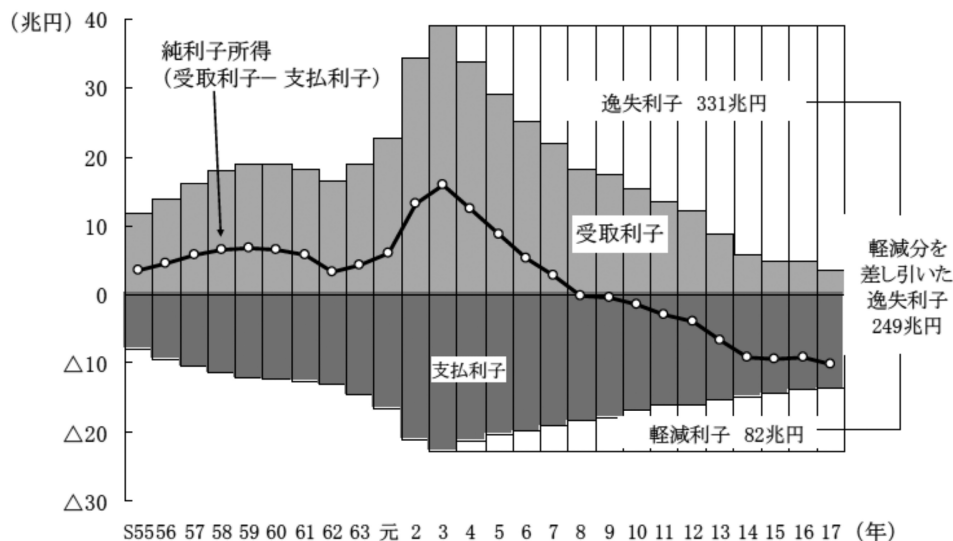
超金融緩和政策に支持され、預貯金金利を歴史的にも例のない水準に引き下げること、貸出金利との差を拡大でき、貸出金の絶対額が縮小する中でも、預金者に支払う利子総額を縮小することで、銀行内部に利益を留保できた。

次いで、政府にとっても、超金融緩和政策は、国債金利を低水準に押し込めつつ、大量の国債発行を可能とさせてきた。たとえば、2003年度の日銀の国債買いオペ額は、年間で14兆4000億円に達したが、これは当該年度に発行された新発債36兆4000億円の40%に達していた。民間銀行などが市中消化したはずの巨額の新発債の40%は、一定のタイムラグを経て、日本銀行が買いオペにより吸収していったことになる。これは、日銀信用に依存した国債増発メカニズムである、といえよう。

だが、このような超金融緩和政策は家計部門を直撃した。家計部門は、預貯金金利の大幅の引き下げによって、銀行部門から受け取るはずの利子所得を失った。たしかに、一方で家計部門は低金利の恩恵も被り、住宅ローン金利の支払いは軽減された。だが、異常なほど低い預貯金金利に対して住宅ローン金利などは3桁ほども高い水準にあり、その結果、家計部門の純利子所得（受取利子－支払利子）は、超金融緩和政策下で激減してしまった。

参議院予算委員会調査室作成資料¹⁰によれば、家計部門が受け取ったはずの預貯金の利子所得と住宅ローンなどの支払利子との差額で計算しても、1991年から2004年の間で、249兆円に達している（図表3参照）。

図表3 家計の受取、支払利子及び逸失、軽減利子の状況



(出所) 内閣府「国民経済計算」により作成

(出典) 参議院予算委員会調査室作成資料『経済のプリズム』第40号、2007年4月、3ページ

10 参議院予算委員会調査室作成資料『経済のプリズム』第40号、2007年4月、3ページ。

日銀信用の膨張に支えられた超金融緩和政策は、不良債権を抱えた銀行・企業を救済し、国債の市中消化基盤を拡大することで、政府の国債増発を支援する一方、預貯金金利の引き下げを通じて家計の純利子所得を249兆円（1991-2004年）も奪う結果をもたらした。超金融緩和政策のリスクは、家計に転嫁された。

3-2 銀行の縮小する貸出と増大する国債投資

海外市場における社債発行など、グローバルな資金調達が可能一部の巨大多国籍企業を除けば、財・サービスの生産にとって必要な企業の資金調達は、銀行からの借り入れであり、銀行にとっても対企業貸出は、伝統的な銀行業務であった。

だが、1990年代半ば以降、銀行は、預金の受入は順調に拡大しているのに、貸出を縮小してきた。中小企業をはじめ、銀行に対して根強い金融ニーズがあるにもかかわらず、銀行は、貸出を渋り、場合によっては、強制的な貸し剥がしすら行ってきた。貸出金利息は、銀行にとって伝統的な主たる収益源であり、その収益源を自ら縮小してきたことになる。

だが、銀行にとって貸出金利息を補ってあまりある新しい収益源になったのが、政府の発行する国債への投資である。貸出金の縮小とは対照的に、銀行の国債投資と保有額は急増してきた（図表4参照）。

図表4 減退する貸出と増大する国債投資



(出所)『日本経済新聞』
2009年8月28日

銀行の国債投資が急増した背景は、以下のようである。

1. 国債はリスクフリーなので、民間企業への貸出にともなうリスク、すなわち貸出先の経営悪化や倒産によって、銀行が不良債権を抱えこむリスクがない。国債は、一般会計を発行母体としているので、株式投資のように発行企業が倒産することで紙屑になるリスクもない。
2. 新発債ですら年間数十兆円に達するほど発行ロットが巨大であるため、銀行に集積する巨額のマネーの運用先として国債投資は適格的であり、とくにディーリング物件として、銀行に巨額の売買差益をもたらす。京の単位の天文学的なわが国の国債売買高は、銀行の活発な国債ディーリングによってもたらされた。
3. 銀行に対する自己資本比率規制が強化されるなかで、国債は、他の有価証券とは違い、リスクウエイトの低い投資有価証券として選好された。
4. 国債は日銀との資金取引の担保物件として使用されているので、民間銀行の資金繰りにとって有効な商品特性を持つ。日銀の国債オペレーションは、民間銀行にとって、日銀相手の売買差益を獲得する。

近年のわが国の銀行は、買いオペによる大規模の日銀信用に支持され、日銀から潤沢すぎるほどのマネタリーベースが供給され、貸出原資が大幅に拡大しているにもかかわらず、民間企業への貸出業務を縮小し、マネーサプライは伸びない一方、国債投資にマネーを振り向け、国債市場を安定的な大口の収益源にしている。

この点の背景について、新聞は、以下のように指摘する。すなわち、「企業は過剰設備を抱え新規の設備投資に踏み出さないで、債務の返済を優先させているために、資金需要が発生しない。銀行も、不良債権問題から、安全資産の国債投資はやっても、民間企業への貸出に慎重になっている。そのため、日銀によって大量に供給される資金も、金融機関の日銀当座預金に滞留し、实体经济に回ってっていない。」¹¹。大手銀行の担当者も、銀行が国債に投資するのは、「貸し出しを減らしている中で、利ざやが稼げ、最も安定している」¹²からである、と指摘する。銀行は、公募入札で得た国債を最速で数日後、日銀に売って売却差益を得る行動を繰り返している。

このような銀行行動は、实体经济を担う財・サービスの生産のために必要な貸出－貸出業務は預金業務とともに、銀行の本来業務である－にとまなうリスクを回避し、もっぱら自己利益の追求に走ることであり、社会的な責任を放棄している、ともいえよう。

3-3 日本銀行の間接的な国債引受と財政法の空文化

日本銀行が民間銀行保有の国債を買いオペレーションによって買い上げ、その買いオペ代金が民間銀行に供給され、民間銀行の日銀当座預金残高は潤沢に積み上がっているにもかかわらず、民間企業への貸出は縮小し、対照的に銀行の国債投資が拡大していった。民間銀行に国債を買ってもらうことで、政府にしても、毎年30-40兆円規模の大量の新発債の発行が困難に直面することなく、首尾よく赤字予算を実現する。

つまり、日本銀行の買いオペによる信用膨張が、民間銀行を介して国債消化資金として充用され、政府の国債増発を下支えしている。増発される国債の消化資金の元をたどると、その出発点は日銀信用の膨張に行き着く。量的金融緩和政策のもと、日銀によって民間銀行に供給された巨額のマネー（マネタリーベース）は、民間銀行から企業や家計など实体经济に向かわずに、日銀を起点にして、民間銀行から国債投資を介して政府の予算に組み込まれ、循環している。これは、日銀信用に依存した国債増発メカニズムであり、民間銀行を介した日銀の間接的な国債引受と評価されるであろう。そして、このことは、日銀の公債引受を禁じた財政法第5条の事実上の空文化を意味する。

こうした事態は、戦前の日銀による国債の直接引受方式に対して、民間銀行を経由した国債の大量買いオペという形をとるので、日銀による国債の間接引受方式ともいえる。この方式は、民間銀行を経由することで銀行へ利益を供与（引受手数料、オペにもなって発生する売買差益、保有期間中の国債利子の供与など）することとなり、より市場原理主義的な国債管理政策でもある。

11 『日本経済新聞』2002年5月3日。

12 『朝日新聞』2002年6月23日。

中央銀行の国債引受は、国家破綻を誘発してきた歴史がある。戦時下の例としては満州事変期における高橋財政下の軍事国債の日銀引受であり、その結果、終戦直後にハイパーインフレを誘発した¹³。平時の例としては1920年代のドイツのハイパーインフレ¹⁴があった。発券銀行の中央銀行が直接国債を引き受けると、無制限の通貨膨脹をもたらす、国際社会において国家の信認が毀損し、資本が海外に逃避し、通貨が暴落し、ハイパーインフレを誘発してきた。

4 国債バブルの崩壊とソブリンリスク

4-1 ソブリンリスクと消費税の引き上げ圧力

財政赤字大国は、たえず政府債務に対する信認の危機（ソブリンリスク）を誘発する。それは、まず国債価格の暴落（国債流通利回りの暴騰・国債金利の暴騰）となって表面化する。

政府債務危機が発生したギリシアでは、ソブリンリスクが表面化し、ギリシアの国債流通利回り（長期金利）は、2011年秋口に、1時的に25%にも暴騰している。これに対して、イギリス、ドイツ、フランス、アメリカなどの長期金利は2～4%であり、さらに国債バブルの続く日本の長期金利は、1%前後にある¹⁵。国際的に比較しても、日本経済は、いぜん不況がつづき、株価も低迷しているにもかかわらず、国債価格だけが暴騰するバブル市場になっている。

今日のような歴史的にもまれな国債価格の上昇期は、これから先、国債価格は下落こそすれ、これ以上の上昇はありえないことを意味している。国債バブルを利用して国債の売買差益を追求してきた大口の国債投資家である金融機関にとって、いかにしたら今日のような国債バブルを継続できるのか、が最大の関心事となる。

たとえば、こうである。「今後5年間に増税できないならば、国債の金利は上昇を免れないだろう」、「消費税率を今後5年間で5%ずつ2回に分けて引き上げ、15%にすべきだ。」¹⁶。このように主張するのは、世界の巨大金融機関の1つであるクレディ・スイス証券会長の松島忠之氏（元日銀理事）である。この指摘は、現代のグローバル経済とカジノ型金融資本主義を主導する巨大金融機関の利害を正直に吐露している。

日本国債をマネーゲームのターゲットにしてきた巨大金融機関にとって、国債価格の下落（＝長期金利の上昇）は、保有資産価値の縮小と損失の拡大をもたらす。たとえば、ギリシア国債を大量に保有するユーロ圏の主要銀行は、ギリシア国債の暴落によって損失を抱えこみ、その損失を穴埋

13 第2次世界大戦下の軍事国債の日銀引受について、詳しくは、拙著『国債管理の構造分析—国庫の資金繰りと金融・証券市場—』、とくに「第2章 国債消化における三位一体的構造」日本経済評論社、1990年11月、を参照されたい。

14 ドイツのハイパーインフレは有名であるが、それは以下のようなものである。「世界大戦に敗れて、ドイツは……（1923年）6月までにマネーサプライは大戦前の2千倍に増加していたが、一般物価水準はすでに2万5千倍を超えていた。……ドイツマルクの対外的な購買力の変化を見よう。14年段階では1米ドルは4.2マルクであったが、23年11月には4.2×10の12乗（1兆）マルクに跳ね上がっていた。……物価も生計費も約1兆倍に上昇したのである。……とにかくマルクが完全に無価値になったことだけは確かである。人々は街に買い物に出かけるのに乳母車に紙幣を詰め込んで出かけた。」「日本経済新聞」2003年8月26日。

15 『エコノミスト』2011年10月11日、34-5ページ。

16 『週刊東洋経済』2011年4月2日、39ページ。

めするために、2011年10月末現在、総額1064億ユーロ（約11兆3000億円）の資本増強¹⁷を迫られている。

このようなソブリンリスクを回避するために、わが国では、消費税を15%に引き上げ、財政赤字を削減し、財政面から国債の信認を強力に支えてほしい、と金融機関・国債投資家サイドは主張する。そうすれば、国債バブル市場におけるマネーゲームが継続でき、日本国債を利用した金融ビジネスは引き続き大きな利益をもたらすからである。つまり、消費税の引き上げという日本国民の負担増によって、巨大金融機関の国債市場からの利益を確保しつづけようということである。これが、市場サイドからの消費税引き上げ圧力の背景に他ならない。

4-2 利払い負担の拡大と住宅ローン破産

国債金利は、各種の長期金利の基軸金利であるため、各種の長期金利は国債金利と連動する。したがって、国債バブルの崩壊は深刻な問題を発生させる。国債価格の下落（利回りの上昇）－長期金利の上昇－新発債の金利引き上げ－政府の国債利払い費用負担の増大－増大した利払い費調達のためにさらに国債増発－長期金利の一層の上昇－新発債の金利の一層の引き上げ－政府の国債利払い費用負担の一層の増大－……という悪循環を促進する。

長期金利の上昇は、企業や家計部門にとっても、金利負担を増大させることになり、实体经济を悪化させ、景気の足を引っ張り、不況を長期化させる要因となる。

以下、国債金利が1%上昇した場合の経済効果を検討しよう¹⁸。

国債金利の上昇は、まず国債利払い費の暴騰となって政府予算を直撃する。財務省の試算によれば¹⁹、国債金利の1%の上昇は、即翌年の国債費を1.5兆円、次の年度で2.9兆円、その次の年度には4.4兆円も、国庫負担を増大させる。財政赤字はさらに深刻化する。

銀行の場合、金利が1%上昇することで発生する保有債券の評価損は、大手銀行で3兆3000億円、地方銀行で2兆7000億円、合計6兆円に達する。

だが、一層深刻なのは、家計や中小企業である。家計の住宅ローン残高は、ほぼ180兆円（2010年度末）であり、このうち金利変動を直接被る変動金利型ローンの割合は、ほぼ40%の72兆円であるため、1%の金利上昇は、即7200億円の金利負担を家計に強いることになり、新規契約の度に金利負担は増大していく。これは住宅ローン破産を誘発する。銀行からの借入金に依存する中小零細企業は、金利負担に耐えかねて倒産し、地域経済は一層停滞する。

17 『日本経済新聞』2011年10月28日。

18 以下、日本銀行『金融システムレポート』2011年10月、『週刊ダイヤモンド』2011年11月5日など。

19 財務省『日本の財政を考える』2005年9月、11ページ。

5 まとめ

自国の GDP の2倍にまで累積した国債は、政府・納税者にとっては債務証書であるが、国債の投資家にとっては格付けの高い投資物件に他ならない。現代日本の国債市場は、売買差益を求める巨額の投資マネーが流入し、天文学的な規模のバブル市場になっている。

日銀信用の膨張に支えられた超金融緩和政策は、不良債権を抱えた銀行を救済する一方、国債の市中消化基盤を拡大することで、政府の国債増発を支援する。だが、家計の純利子所得は、預貯金金利が低水準に張り付くことで、249兆円（1991-2004年）も奪われてしまった。

3大メガバンクなどの大口の国債投資家は、国債市場を舞台にした国債のディーリングによって、業務純益の28.9%を稼ぎ出し、三菱UFJ銀行の場合、上半期の国債売買益ですら、2146億円を記録し、業務純益の34.1%に達している。国債バブル市場は、銀行などの国債投資家の新しい有益な収益源を提供している。

また、内外の国債投資家は、国債バブル市場の暴落とソブリンリスクを回避するために、超金融緩和政策を継続し、消費税を引き上げ、日本国民の負担増によって、国債市場からの利益を確保しつつつけようとしている。

（やまだ ひろふみ・群馬大学教育学部教授）

参考文献・Site

財務省『日本の財政を考える』2005年9月

財務省理財局『債務管理レポート2011-国の債務管理と公的債務の現状-』

参議院予算委員会調査室作成資料『経済のプリズム』第40号、2007年4月

東京証券取引所 (http://www.tse.or.jp/market/data/v_and_v/index.html)

山田博文「現代経済システムと国債の累積」『季刊・経済理論』第43巻第3号、経済理論学会、2006年10

月、同「現代日本経済と膨張する日銀信用-不況対策・決算対策・株価対策-」『商学論纂』第46巻第

4号、中央大学商学研究会、2005年5月、同「日銀信用に依存した国債市場と増大するリスク-国債に

抱えられた現代日本経済の構造と動態-」『企業研究』第5号（通巻第27号）、中央大学企業研究所、

2004年10月、同『国債管理の構造分析-国庫の資金繰りと金融・証券市場-』日本経済評論社、1990年

11月

日本銀行『金融システムレポート』2011年10月、『金融経済統計月報』各号

OECD Economic Outlook database、各号

他、新聞雑誌の各紙誌。