

銀行券ルールとは何か

発表日：2012年8月22日（水）

～大量資金供給によってなし崩しになる自己規律～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀が保有する長期国債残高が、銀行券残高を上回った。包括緩和政策の下では、長期国債残高が増加しても、「銀行券ルール」の逸脱でない扱いにしている。「銀行券ルール」は、日銀の長期国債購入が財政ファイナンスや国債価格支持に使われないために導入された。しかし、日銀は、政府の消費税率引き上げ・財政再建を信じて2016年6月末まで例外扱いに寛容な立場を採る。政府が追い込まれていないのに、ルールを曖昧にする日銀の対応は奇異に見える。

長期国債残高が銀行券残高を超えた

日銀が発表した8月10日の営業毎旬報告※によると、保有する長期国債残高（80兆9,699億円）が、初めて発行銀行券残高（80兆7,876億円）を越えた（図表1）。このニュースは意外なほど大きく報道されて、筆者は特に金融市場以外の人々からの関心を集めたことに驚きを感じる。

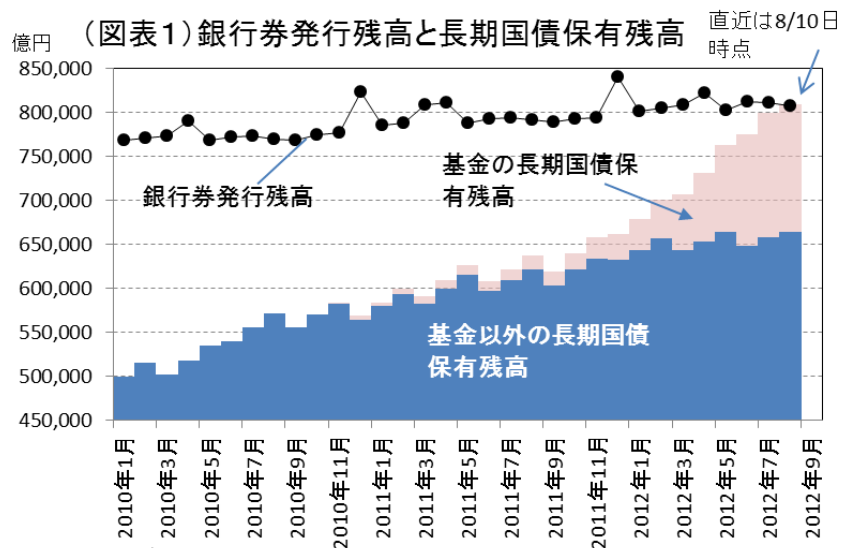
※8月20日の営業毎旬報告でも、長期国債81.3兆円、銀行券80.8兆円と超過状態が続く。

まず、金額として「日銀保有の長期国債 > 銀行券残高」となることが騒がれる理由は、日銀の銀行券ルールという自主管理ルールがあるからだ。

銀行券ルールでは、長期国債保有額が銀行券発行残高を上回らないことを定めている。8月10日の日銀のバランスシートでは、その銀行券ルールが破られたように見える。

ここで注意したいのは、銀行券ルールに例外規定があることだ。長期国債残高のうち14.5兆円（8月10日時点）は、資産買入基金残高に含まれている。資産買入基金は、時限的に設置している勘定であり、日銀は2010年10月の包括緩和政策の開始の時に、この勘定内の長期国債残高を銀行券ルールに含めない扱いとすることを決めた。8月10日の状況で、発行銀行券残高を長期国債残高が超えていても、それは包括緩和政策の一環ということなので、ルール違反には該当しないという判断になる。

なぜ、包括緩和政策として設けた資産買入基金を銀行券ルールに含めないのかということ、包括緩和政策が時限的措置であるからだ。期日が来れば消えてしまう勘定として、資産買入基金が存在する。銀行券ルールは、「政府の銀行」として財政管理を脅かす行為に縛りをかけること念頭に置いているが、一時的な措置であれば問題ないという解釈になるのだろう。現時点での包括緩和政策の枠組みでは、2013年6月末までを買入期限として、償還期限3年以内の長期国債を買い入れることになっている。つまり、計算上、資産買入基金は2016年6月末までに、すべての長期国債が償還期を迎えて現金化されることが予定されている。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

2001年3月19日の議事録を振り返る

銀行券ルールの意味を知るために、それが設けられたときの経緯を振り返っておきたい。銀行券ルールは、2001年に量的緩和政策が導入されたときに敷かれたルールである。すでに、そのときに政策委員会でどのような議論が交わされたのかは、量的緩和政策を導入した時の2001年3月19日の議事録によって公開されている。当時の記録に基づくと、2人の政策委員会のメンバーが次のような説明を行っていた。

<藤原作弥副総裁>

「(長期国債の買切オペの増額は) 国債価格支持や財政ファイナンスのためのオペ増額には絶対反対するが、先程申し述べたような形で資金供給の量を増やしていくと、どこかで札割れ防止のために長期国債の買入を増やしていくことが必要になってくるかと思う。(中略) その際、(中略) 本行の長期国債保有額の上限を銀行券発行残高とするのがよいのではないかと考える」

<速水議長>

「今回の措置が国債の買い支えとか財政ファイナンスを目的とするものでないことは当然であるが、そうした誤解をされないためにも明確な歯止めを用意しておくことが不可欠だと思う。具体的には長期国債オペで成長通貨を供給するとこれまで私共が言ってきた—その結果月4千億円買ってきた訳であるが—考え方を堅持する意味で、今度は銀行券のフローではなく発行残高を上限として必要に応じ国債の買い切りオペを行うという考え方が適当ではないかと思う。(中略) その際、藤原副総裁の言われた銀行券発行残高ルールのような一定の歯止めは、(量的緩和政策を導入するに当たって) 最初から明確にビルトインしておいた方がよいと思う」

筆者から少し解説を加えると、日銀は政府に対する財政支援を目的とした資金供給や、国債管理政策を優先した債券価格維持を目的に、長期国債の買入を行うことにならないように、上限を銀行券発行残高に定めて買い切りを増額するというのが、速水・藤原正副総裁の説明である。銀行券発行残高は、日銀が勝手に決められる水準ではなく、経済規模に応じた民間部門の資産選択の結果として決まってくる内生変数なので、勝手に触れない基準として相応しいと解釈したのだろう。ただし、日銀は、ゼロ金利を維持している限りは、利息のつかない銀行券保有が水脹れしたように増えて、購入可能な長期国債の上限が引き上がることを承知している。反対に、利上げを開始すれば、利息のつかない銀行券を民間部門が保有しなくなるので、長期国債の上限も引き下がってくると、読んでいたはずだ。

興味深いのは、議事録を読んだとき、政策委員会ではいずれ札割れ対策として長期国債買い入れの要請が強まることと予期されていたことである。奇しくも現在、包括緩和の下で日銀が次第に国債購入に追い込まれている。この状況は当初から予想されたことになる。

歴史的経緯からみた銀行券ルール

歴史を振り返ると、日銀が、銀行券に関するルールを定めた事例はいくつかあった。日銀は、1884年(明治17年)の兌換銀行券条例に基づき、翌年から日本銀行券を発行した(当時は銀兌換)。その後、発行する銀行券の信用を担保するために裏づけとしてきた正貨準備を緩和して、金銀以外の準備を認める保証担保の柔軟化を行っている。1888年の保証準備届伸制限制度である。日本の通貨制度は、金解禁を経て、1932年の金輸出再禁止によって金兌換停止、つまり兌換銀行券の仕組みを止めてしまい、不換紙幣の時代へと移行した。不換紙幣を認めて、管理通貨制度へ移行しようとする動きは、経済規模が膨らんで通貨需要が大きくなったことに順応すべく必然的に起こったものだと考えられる。通貨需要に応じて通貨供給を行おうとすると、どうしても銀行券の担保を緩める必要に迫られることになる。インフレ体質の経済成長が必然的に管理通貨制度を生み出したとも言える(逆の因果関係も働く)。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

一方、管理通貨制度の下では、何らかの通貨供給の拡大への縛りが必要だという認識から、銀行券発行への上限設定という仕組みが設けられた。1942年に制定された旧日銀法では、銀行券の最高発行額制限制度と発行保証制度が設けられる。最高発行額制限制度は、銀行券発行を大臣認可にする制限を設けるものであり、発行保証制度は担保資産の充当を大臣が確認する仕組みである。こうした制限は、通貨の範囲が銀行券から預金通貨へと広がるに当たって、形骸化していく。

現在の銀行券ルールは、過去のインフレ抑制のルールとは種類が異なる。むしろ、デフレ時代における異なる要請に基づくものだ。デフレ時代の要請としては、景気対策として政府債務が膨らみやすく、中央銀行は間接的にそれをバックアップすることになる。そこでのリスクとは、財政ファイナンスが通貨価値の安定を脅かす可能性である。銀行券の発行量を所与にして、担保資産が膨らまないように制限する銀行券ルールは、日銀のバランスシートの資産側にタガをはめて、財政拡張を間接的に牽制しようとするものである。インフレ時代には、日銀のバランスシートの負債側＝発行銀行券にタガをはめようとしたのとは正反対の図式だが、管理の発想としては同じものだ。

インフレ時代であれ、デフレ時代であれ、政府には財政拡張の誘因が働く。中央銀行に独立性が付与されている理由は、そのいずれにも対峙するサーキットブレーカーの役割を担わされているからである。一定の範囲では、政府への協力を惜しまずとも、一旦規律を喪失しそうになったときには歯止めになるという歴史上の知恵が今日でも働いている。

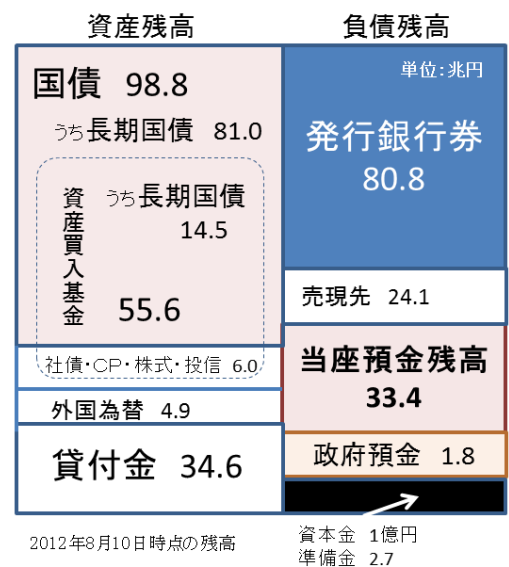
量的緩和の矛盾としての銀行券ルール

次に、銀行券ルールという存在の性格をもっと詳しく吟味してみたい。本来、日銀が発券銀行として認められているのは、日銀が信用されているから銀行券が流通するという理屈の上に成り立っている。なぜ、日銀が信用されているかと言えば、銀行券の裏づけになっている担保資産の健全性が高いことが背景になっている。この担保資産は、日銀の日々の資金供給オペレーションが厳格に担保資産を選んで行われていることと同義である。

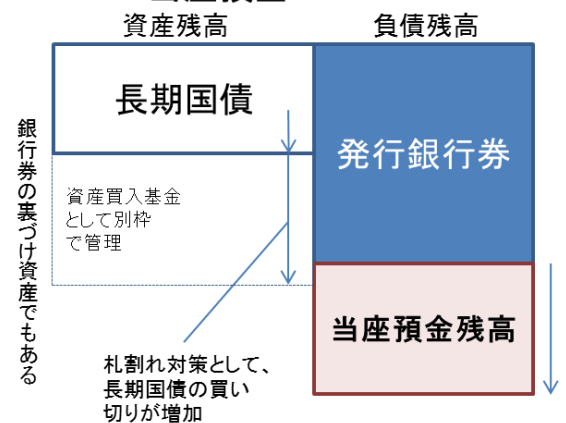
日銀の資産構成をみたときに気付くのは、バランスシートの6割前後の部分が銀行券で占められていることだ(図表2)。銀行券の流通は、日銀と当座取引のある民間銀行が、現預金の支払いのために当座預金を取り崩して、銀行券を引き出すことで広がっていく。日銀の資金供給オペレーションは、民間銀行の銀行券需要を満たすことが長い目で見たときの役割になる。市中に流通する銀行券は、民間銀行を通じて日銀から払い出されたものが、長期間かけて累積したものである。日銀のバランスシート上に載っている長期国債残高は、日銀が民間銀行向けの資金供給の一手段として買い取られたものであり、本来は銀行券発行ニーズの範囲でしか増えていかない理屈になる。

ところが、ここ10数年は例外的なことが起こっている。経済情勢が悪化したために、当座預金残高の量を増やす金融緩和を試みている。それは、日銀が銀行券の引き出しのニーズ、あるいは銀行の資金決済等の必要の範囲を大幅に超えて、人為的に過剰な

(図表2) 日本銀行のバランスシート



(図表3) 長期国債の買入れで増える当座預金



注: 長期国債残高は、2013年6月末までにあと15兆円程度増加する見込み。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

準備預金を積みせる金融緩和策が開始されたことである。量的緩和、包括緩和（量的緩和+信用緩和）とは、民間銀行に対して必要以上の余剰資金を抱え込ませることで、金融緩和効果を演出しようという流動性の刺激策となっている。日銀は、量的緩和によって、銀行券発行ニーズに基づかない長期国債の購入を増やすから、原理的に銀行券ルールが脅かされる格好になる（図表 3）。日銀が固定金利オペなどが札割れに陥った後も、次から次へと資金供給量を増やそうとする姿勢が、銀行券ルールを脅かしている。量的緩和と包括緩和にはそうした側面があり、その一方で銀行券ルールを設けて遵守していることは、自作自演の自己矛盾に苦しんでいるとみることができる。

日銀からすれば、政府の要請に応じて長期国債を購入しているのではない。むしろ、民間銀行への必要以上の余剰資金を政策的に増やさないといけないという政策目標を守りたいから銀行券ルールが守れなくなっている。包括緩和の効果が乏しいから、もっと資金供給を増やすことを急かされて、日銀は苦しい立場に置かれている。政府からの支援要請とは全く無関係に、日銀が銀行券ルールをなし崩しにしようとしているのだから、現時点では国債管理政策の節度を失わせるものではないと言える。

財政ファイナンスの弊害

問題は、日銀が包括緩和を長くやっている間に、政府が国債消化の一翼を日銀が担っている図式が、所与の条件となることだ。異例が当たり前になると、今度は政府・政治がモラルハザードを起こし、財政拡張に寛容が変わっていく。国債消化が安定しているうちは問題にならないが、不安定化すると事情は変わることには要注意である。

日銀の立場からみて、国債価格支持はまずい。例えば、債券価格が暴落したとき、高値で買い支える操作をすれば、質が劣化した資産を無制限に抱え込むことになりかねない。政府債務の劣化とともに、中央銀行の資産も劣化していく（政府債務と中央銀行資産の同質化）。そのことは、日銀は銀行券の発行主体として、銀行券の担保資産の健全性を脅かす。人々は銀行券の価値を信じなくなり、ひいては円資産の減価につながる。

仮に、政府がそうした由々しき事態に追い込まれたとき、中央銀行が政府債務を引き受けることに対して、どこまで拒絶できるのかは、とても難しい判断になる。政府が追い込まれて、金融市場からの信用を失ったとき、独り中央銀行が毅然として資金供給を拒めるとは考えにくい。財政再建が頓挫したとき、同時に中央銀行の節度もなし崩しになるリスクが高いと考えられる。中央銀行の独立性は、平時における重要なルールとして遵守されていても、そうした平時のルールが危機時に通用するとは思えない。

筆者は、「だから銀行券ルールは無意味」とは考えない。危機時には破られるとしても、日銀が設定する自己管理ルールは、平時において財政管理が正常に運営されているときに、中央銀行が規律を重視している姿勢をアナウンスする役割を果たしている。中央銀行がそうした厳格な態度を採ることは、政府が規律喪失に流されにくいプレッシャーになる。銀行券ルールのコミットメントは、「もしも財政規律が失われれば」と問われれば、究極的にコミットメントが破られる可能性が濃厚なのだが、平時には意味を持つことから、無価値のルールということにはならない。銀行券ルールは、いわゆる時間非整合性を持つコミットメントとして評価できるのである。

慎重であるべきなのは、日銀が包括緩和を導入するという理由で、コミットメントの効果を弱めてよいかということだろう。日銀が、政府は消費税率を引き上げると信じるから、銀行券ルールの適用除外を 2016 年 6 月末まで設定してもよいと考えたとすれば、その発想は政府が規律を失わないために銀行券ルールを設けているという出発点からみて本末転倒になる。平時において、日銀が早々と政府の財政再建と一蓮托生の関係であることを表明してしまうことは、財政規律を守ろうとするプレッシャーを弱める意味でマイナスである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。