

中央銀行の独立性と 国債引受の国際比較

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**

■ 1. 中央銀行による国債引受の国際比較

リーマン・ショック後、世界的に、中央銀行の金融監督権限を強化し、中央銀行の役割を高める動きがある。このため、中央銀行と政府や政治家との距離感の重要性が高まっている。日銀による国債引受に関して、賛成論と反対論が対立している。日本では、政治家が日銀法改正をちらつかせながら、日銀に金融緩和を迫ることがある。これは、他の国では例のないことであり、先進国における政治と中央銀行のあり方として適切であるとは言い難い。

中央銀行の独立性に関して、国債引受は最も重要なテーマの一つである。主要先進国では、中央銀行の独立性が保障され、かつ、日本以外では、国債の引受を実施している国はない。日銀白川方明総裁は、日銀による国債引受に対して、明確に反対意見を述べている(注1)。しかし、実際には、日銀は年間20兆円以上の政府短期証券、借換債(割引短期国債借換)を引き受けている。つまり、国債引受を実施している主要先進国は日本のみである。そこで、世界の中央銀行の独立性と国債引受の歴史を振り返り、日銀のあり方について検討する。

歴史的には、世界の中央銀行の多くは財務省の監督下や影響下にあったが、1980年代後半から1990年代にかけて独立性を獲得した(注2)。このように、中央銀行の独立性の歴史は比較的浅い。

大陸欧州の場合、中央銀行の独立性と国債の直接引受禁止は、明確に法律上明示されて

いる。これは、二度にわたる世界大戦後のハイパーインフレの反省に立つものである。

1919年から1925年の間に5国がハイパーインフレを経験している。この間における物価上昇幅は、オーストリア1万4,000倍、ハンガリー2万1,000倍、ポーランド250万倍、ロシア400万倍、ドイツ1,000万倍である（注3）。1923年のドイツのハイパーインフレは、当時の中央銀行であるライヒスバンクによる政府短期証券の引受がきっかけとなった（注4）。これは、中央銀行による国債引受が破滅的なインフレをもたらす教訓として、今も重要視されている。

ドイツでは、1875年に、中央銀行として、ライヒスバンクが設立された。全額民間出資ながら、ドイツ帝国の政府としての位置づけで、国家（帝国宰相）の強い影響力があった。第一次世界大戦に敗戦して、ドイツ経済が破綻し、ハイパーインフレが起こった。そこで、マルクに代わって、レンテンマルクの新紙幣が発行され、デノミ（1レンテンマルク＝1兆マルク）が実施された。政府からの独立も、保障された。

1931年には、ライヒスバンクに、銀行の監督権限が付与された。しかし、ナチス政権下では、国家の影響力がさらに強まり、政府の従属機関となった。唯一の発券銀行として公法人となり、戦費を主目的に、政府が無制限に資金調達を行えるようになった（注5）。

1948年にレンダーバンクが設立され、各州の中央銀行との並存形態を採った。1957年に、西ドイツの中央銀行として、ブンデスバンクが設立された。ブンデスバンクは、欧州中央銀行（ECB）発足以前は、世界でも最も高い独立性を有する中央銀行の一つであると評価されていた（注6）。

そのDNAを引き継ぐECBも、高度な独立性を持つ（EU機能条約130条、282条、ESCBとECBに関する法令7条、11条4項、14条2項）。ECBの独立性は、物価の安定追求に欠かせない要素として考えられており、①業務上の独立性、②組織の独立性、③人事の独立性、④予算の独立性、が制度上担保されている（注7）。EU機能条約123条により、ECB、加盟中央銀行は、政府への信用供与、国債の直接買取りが禁止されている。また、各国中央銀行による政府債務の直接的取得の禁止について、国内法整備が、ユーロ参加の条件となっている。

一方、米国連邦準備法には、連邦準備制度理事会（FRB）の独立性は明示されてい



藤田 勉氏

い。このため、戦前は、戦費調達のために、政府が金融緩和圧力をかけることが多くあった（注8）。そして、朝鮮戦争のインフレ時に、金融引締め策を採りたいFRBと財務省が対立した。その弊害を防ぐため、トルーマン大統領の調停により、1951年にFRBの金融政策の独立性の尊重に関する財務省とFRBの協定ができた（注9）。当初は、協定によるものであったが、現在では、連邦準備法14条(b)(1)により、連邦準備銀行は国債を市場からのみ、購入することが定められている。

イングランド銀行は、政府所有の公的機関であり、金融政策運営に関わる実権は、イングランド銀行ではなく、財務大臣が担っていた。独立性を含む銀行改革が法制化されたのは、1998年イングランド銀行法制定以降である（注10）。ただし、現在も、財務省の権限が相対的には大きい。国債の直接引受は法的に明示的な禁止規定はないが、現在、行われていない。

■ 2. 中央銀行への尊敬と独立性

中央銀行総裁が卓越した手腕を持ち、政府と十分なコミュニケーションを持ちながら、金融政策の決定と執行においては、中央銀行が高い独立性を持つことが望ましい。この点で、歴史的に、FRBの独立性の形成過程は、日本にとっても重要な示唆を与えてくれる。FRBは、政府内での独立性（independent within the government）を維持しうる制度となっている（注11）。しかし、決して、これは政府からの独立（independent from the government）ではない。

米国のFRB理事（議長、副議長を含む）任命においては、大統領が、自ら人事案を公表する。次に、上院銀行・住宅・都市問題委員会が候補者を招いた公聴会を開催し、それを踏まえて、同委員会が任命を承認する。その後、それを上院本会議で承認する（連邦準備法10条1）。こうしたプロセスによって、場合によっては、厳しい議論が交わされる。このように、政治は、FRB理事の任命において、深く関与している。

1979年に、ポール・ボルカーがFRB議長に就任し、その後のスタグフレーションの脱却に成功したことから、中央銀行の独立性の重要性が次第に認識され始めた。ボルカーは、金融規制緩和が進む中で、二度にわたる石油危機に起因するハイパーインフレを収束させたとして、高い評価を得ている（注12）。

特に、18年6か月と、FRB議長としては史上最長の在任期間を記録したアラン・グリーンスパンの功績は大きい。1980年代までは、「中央銀行は、余計なことは言わない」と

いう風潮が強かったが、2000年代に入って、金融市場の期待に対して、いかに影響を与えるかということが、中央銀行のコミュニケーションの重要な役割となった（注13）。たとえば、1996年に、当時FRB議長であったグリーンズパンは、講演において、ITバブルに沸く米国株式相場を「根拠なき熱狂」と称したのは有名である（注14）。果たして、2000年に、ITバブルは崩壊し、その後のエンロン事件などを生んだ。

バーナンキ、ラインハート、サックは、日本のゼロ金利政策の実証研究を行った上で、政策金利がゼロ%あるいはその近辺にあるときには、中央銀行と金融市場のコミュニケーションの重要性が高まるとしている（注15）。つまりこれは、政策金利がゼロ%以下に下げられないので、中央銀行と金融市場のコミュニケーションによって、長期金利の乱高下を避けながら、それをある程度引き下げることが可能なことを指す。このように、世界的に低金利が長期化する中で、中央銀行総裁の個人的な資質が、一段と重要になっていると言えよう。

ボルカー、グリーンズパンら優れた議長の功績により、高度な専門性を有する金融政策に関しては専門家に一任することが適切であるとの評価が概ね定着した。つまり、中央銀行総裁が優秀であれば、政治家が下手に口を出さない方がいいということである。こうしたFRBの成功の蓄積の結果、FRBは政権交代による影響を受けにくい体制が出来上がっている。

たとえば、グリーンズパンは、共和党ロナルド・レーガン大統領が最初に任命したが、その後、共和党ジョージ・H・W・ブッシュ大統領、民主党ビル・クリントン大統領、そして最後は共和党ジョージ・W・ブッシュ大統領と4名の大統領に再任された。その前任のポール・ボルカーは、民主党ジミー・カーター大統領に任命され、その後、共和党レーガン大統領に再任された。

こうして、FRBの独立性は、成文法で明示することなく、慣習法的に定着した（注16）。つまり、米国の場合、中央銀行の独立性と国債の直接引受禁止は、FRBの実績の積み重ねと信頼の確立によって実現したものとと言える。米国は有能な人材をFRB幹部に登用できるシステムを持っており、FRBはその能力の高さ故に、独立性を勝ち取ったとも言えよう。

■ 3. 日銀による国債引受の歴史

日銀は、現在、世界でも最大規模の国債引受を実施しており、しかも、その歴史は長い。1870年、新橋－横浜間鉄道建設のために、ポンド建て国債を発行したのが、日本の国債発行の始まりである（注17）。そして、1886年に、政府短期証券（大蔵省証券）が初めて発

行された。1889年まで発行されたが、そのほとんどが大蔵省預金部による引受である（注18）。1905年以降、政府短期証券を日銀が全額引き受け、順次、市場で売却する手法が実施された（注19）。詳細は割愛するが、その後も日銀は新規債、借換債の引受を実施している（注20）。

1932年に、日銀による国債引受が「本格的に」開始された（「本格的に」という点が重要である）。1931年に犬養毅内閣が誕生し、第7代日銀総裁であった高橋是清が蔵相に就任した。高橋は、日銀に対して圧力をかけ、日銀による国債引受を実現した。これは、1947年まで行われた。

日銀による国債引受は、引き受けた国債を日銀がそのまま保有し続けることを意味するものではない。当時の国債発行は、銀行シンジケート団の引受（市中消化）に加え、郵便局による売出し、郵便貯金等を原資とする預金部が引き受けるのが、主流であった。多額の国債を速やか、かつ円滑に消化する方法として、日銀の国債引受が実行されたのであって、マネーを増加させること自体が直接の目的ではなかった（注21）。

日銀が引き受けた国債は、過度な金融緩和発生防止のため、市中で売却され、余剰資金が吸収された（注22）。1932年度は、7.7億円の国債発行額のうち、日銀引受分は6.8億円であり、日銀引受比率は88.3%に達した。それ以降、高橋が死去する1936年まで、同比率は80%を超えた。その後、同比率は1944年度には63.7%まで低下した（注23）。国債の日銀保有構成比は、上昇したものの、日銀が市中で売却したため、著しく高い水準には達していない。1930年の4%から1932年には11%、そして1940年には15%である。ちなみに、2010年末は7.5%である。

つまり、日銀による国債引受は、突如として、高橋財政期に実施されたものではない。「高橋が、国債引受を本格化した」というのが事実である。そして、高橋の大蔵大臣在任中に、マネーの発行残高は急増していないし、ハイパーインフレも起きていない。

戦後、1947年の財政法制定により、日銀による国債引受は禁止されたが、復金債の日銀引受は、1947年から1949年まで行われた。

日銀による国債引受は、財政法5条によって、原則として禁止されている。政府短期証券の引受は同5条に該当しないと解されている。そして、日銀法34条4項では、日銀は財務省証券その他の融通証券の応募または引受ができると定められている。

加えて、同5条ただし書に、特別の事由がある場合、国会の議決を得た金額の範囲内で可能とされている。日銀法34条も、財政法の規定に沿う形で、条件付ながら、日銀による国債引受を認めている。財政法5条の特別事由に該当するとして、現在、日銀は、償還期限が到来した国債の借換のための引受（日銀乗換）を実施している。

日銀乗換は、1973年度より、開始された。1965年度に、戦後初の国債（赤字国債）が発行され、1966年度から、建設国債が毎年度発行されるようになった。当初、国債は7年債であり、満期到来の国債償還に際し、日銀は、借換債の引受を行うようになった。日銀は、財政ファイナンスのために、国債を引き受けているわけではなく、通貨量を維持するために実行しているとして、借換債と短期債の引受は容認している（注24）。

最近、国会やマスコミなどで指摘される国債引受は借換債のことである。しかし、政府短期証券の引受額の方が大きい。2010年度の日銀による国債引受額は、合計20.7兆円である（政府短期証券11.4兆円、借換債9.3兆円）。2011年度は、28.8兆円である（同17.0兆円、同11.8兆円）。ただし、2011年度末の残高は借換債11.8兆円、政府短期証券8,500億円と前者の方が大きい。

しかし、「長期国債はだめだが、政府短期証券（資金繰り債）、割引短期国庫債券（借換債）だから、中央銀行が引き受けてもいい」という理由は存在しない。前述のように、ドイツのハイパーインフレは、1923年のライヒスバンクの政府短期証券引受が発端となった。日本でも、1917年の日銀による短期国債の引受は、やがて1932年の高橋財政期の本格的な国債引受につながった歴史がある。現在も、国会での議論にあるように、「日銀が借換債引受を実施しているのであるから、新発債の国債引受を実施すべき」という政治的圧力がかかる。世界を見ても、中央銀行がこれほどの巨額の国債引受を実施する国は、他に存在しない。

政府短期証券、借換債を全額市中消化することによって、日銀の国債引受を停止することは可能である。たとえば、5年後に引受額をゼロにすることを決め、段階的に市中消化を増加させることも可能だ。要は、欧米の中央銀行と同じにすればいいということである。金融政策がグローバル化する中で、特段の事情がない限り、日本独自の制度は最小限であるべきである。

市場で消化するという事は、市場が国債の価格形成を行うということであるため、公正な条件での発行ができる。たとえば、政府が日銀に圧力をかけて、金利が不当に低い国債を引き受けさせることを防ぐことができる。また、短期金融市場を育成することになる。そして、長期国債引受の政治的圧力が高まることを防ぐことが期待される。

日銀による国債引受が必要であるのは、①短期的に大規模な金融緩和の必要性が高い、②市場において国債の消化が円滑にできない、の条件が同時に揃った時である。しかし、現在、日銀が十分に金融緩和しているため、長短金利は主要国で最も低い。また、国債の円滑な消化に関して、特段、問題はない。以上を総合すると、短期債を日銀が引き受ける

必要性は見当たらない。

結論として、日銀が政府短期証券、借換債を含む国債引受を実施することは必要最小限にすることが望ましい。しかし、同時に、日銀による国債引受をタブー視せず、平時に冷静な議論を重ね、危機に備えることが重要なことである。今後、リーマン・ショック以上の金融危機が発生すれば、一時的にせよ、国債の市中消化が、事実上、停止することもありえよう。緊急時に、躊躇なく対応できるように、日銀による国債引受をタブー視せず、平時に冷静な議論を重ね、危機に備えることが重要である。

つまり、現在のように、平時から国債を引き受けるのではなく、有事に限って、一定のルールの下に、日銀が国債を引き受ける状況を議論することが望ましい。避けなければならないのが、平時の理由なき国債引受と、有事のルールなき国債引受の増加である。

■ 4. 日銀政策委員会メンバーの選任プロセスの再検討

米国の例を見ても、中央銀行の政策決定者に対する信認が高まれば、中央銀行の独立性は高まり、政治による不当な介入は防ぐことが可能になる。国債引受を含む金融政策は、きわめて高度な判断が要求されるため、日銀法改正などの政治的な圧力の下で議論されるべきことではない。そのためにも、中央銀行の政策決定者の選任プロセスの重要性は高い。

2013年は、日銀総裁、副総裁の任期が満了となるが、政策委員会メンバー選任のプロセスを改善する余地は大きい。日銀総裁、副総裁、審議委員の任命は、2008年に、大きな政治問題となった。中央銀行総裁選任が政治の混乱に巻き込まれるという事態が発生したにもかかわらず、その後、日銀総裁などの選任プロセスは、未だ、確立しているとは言い難い。

国会同意人事は、政府が衆議院、参議院の議院運営委員会に提示し、それで承認されれば、それぞれの本会議で承認するという手続きを取る。政策委員会メンバーの選任に関して、実質的に議論する場合は、議院運営委員会である。しかし、原則として、公聴会が開催されることはなく、他の多くの審議会的人事案件とまとめて事務的に処理されている。その政府の人事案についても、誰がどのようなプロセスで決定したかも定かでない。日本では、首相が自ら政策委員会メンバーの任命を発表することはない。

人選の前に、「日銀のマンデートは何か」という議論が必要である。そのマンデートが定まった上で、初めて、それを実行するのに必要な資質が議論されるべきである。そして、①首相、あるいは官房長官が総裁、副総裁ら選任理由を表明する、②衆参財務金融委員会

で任命者を招致し、公聴会を開催する、③その上で、衆参本会議で承認する、といったプロセスを、日本でも採用することが望ましい。熟議の上で、政治家や国民の尊敬を受けることができる人材が総裁、副総裁に就任すれば、日銀と政府や政治家との距離が適切なものになることであろう。これまでのように、国会における政争の具にすることなく、この機会に、日銀の果すべき役割、そして総裁らに求められる適性、資質を真剣に議論することが期待される。来年の総裁、副総裁の選任を機に、再度、日銀の国債引受を含む独立性について議論を深めることが期待される。

- (注1) 日本銀行総裁白川方明「通貨、国債、中央銀行—信認の相互依存性—日本金融学会2011年度春季大会における特別講演」(2011年5月28日)
- (注2) 藤木裕「金融政策における委員会制とインセンティブ問題」(金融研究第24巻第3号、2005年10月)
- (注3) 北村行伸「物価と景気変動に関する歴史的考察」(金融研究第21巻第1号、2002年3月)
- (注4) 藤木裕「財政赤字とインフレーション—歴史的・理論的整理—」(金融研究第19巻第2号、2000年6月)
- (注5) 安部悦生著『金融規制はなぜ始まったのか—大恐慌と金融制度の改革』(日本経済評論社、2003年) 69~121頁参照。
- (注6) Lucia Quaglia, *Central Banking Governance in the European Union: A comparative analysis*, Routledge, 2008, p.47
- (注7) ECBウェブサイト、Speech by Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB at the conference Good Governance and Effective Partnership Budapest, Hungarian National Assembly, April 19, 2007, "Central bank independence: from theory to practice"
- (注8) The Federal Reserve Bank of Richmond, "The 50th Anniversary of the Treasury - Federal Reserve Accord 1951 - 2001"
- (注9) Treasury Department, "RELEASE SUNDAY MORNING NEWSPAPERS MARCH 1951"
- (注10) 立脇和夫「イングランド銀行改革の意義—政策運営の独立性を付与—」(早稲田商学第381号、1999年6月)
- (注11) FRB, "The Federal Reserve System: Purposes and Functions", June 2005 (Ninth edition), pp. 2-3.
- (注12) Marvin Goodfriend and Robert G. King, "The Incredible Volcker Disinflation", NBER Working Paper Series, Vol. w11562, August 2005.
- (注13) Alan S., Blinder, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, and David-Jan Jansen, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence", ECB Working Paper No. 898, May 1, 2008.
- (注14) "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society", Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. December 5, 1996.
- (注15) Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart and Brian P. Sack, "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", FEDS Working Paper No. 2004-48, September 2004.

-
- (注16) Speech by Chairman Ben S. Bernanke At the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan May 25, 2010, “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”
- (注17) 富田俊基「明治維新の財政と国債」(知的資産創造、2005年1月)
- (注18) 日本銀行沿革史編纂委員会編『日本銀行沿革史』(日本経済評論社、1976年)第1集第9巻1316～1317頁参照。日本銀行「政府短期証券起債方法の変遷(その一)」(日本銀行調査月報、1956年6月)、「政府短期証券起債方法の変遷(その二)」(日本銀行調査月報、1956年7月)
- (注19) 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』(1982～86年刊行)第3巻473頁参照。霧見誠良「成り立期日本信用機構の論理と構造(完)」(経済志林第47巻4号、1979年)経済団体連合会「短期金融市場の整備と円の国際化」関連資料(1998年6月16日)
- (注20) 武田勝「第一次大戦後における借換債の日銀引受」(証券経済研究第43号、2003年9月)
- (注21) 日本銀行総裁白川方明「通貨、国債、中央銀行—信認の相互依存性—日本金融学会2011年度春季大会における特別講演」(2011年5月28日)
- (注22) 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』(1982～86年刊行)第4巻参照。
- (注23) 鎮目雅人「財政規律と中央銀行のバランスシート—金本位制～国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察—」(金融研究、2001年9月)
- (注24) 日本銀行「総裁記者会見要旨—2011年4月7日(木)午後3時半から約60分」(2011年4月8日)

