

金融と政府

—市場の誤りを阻止しない権力構造

本山 美彦

大阪産業大学学長

はじめに

2012年2月2日付『朝日新聞』が、1面トップに刺激的なタイトルを付けた記事を掲載した。「日本国債の急落を想定、三菱UFJ銀行、危機対策」がそれである。そこでは、日本最大のメガバンクである三菱東京UFJ銀行が、日本国債は、あと4年（2016年）以内に暴落すると想定して、その「Xデー」に向けて準備していると書かれていた。

大量の日本国債を保有している同行は、暴落に備える「危機管理計画」を2011年末に作成していて、日本の経常収支が2016年にも赤字になり、それを受けて日本国債の格付けが下がり、10年物長期国債の年金利が現行の1%から3.5%に上昇し、国債価格が下がる可能性が重視されているという（朝日

新聞、2012）。

約42兆円の日本国債を抱えている同行では、5%の国債価格下落で2兆円以上の評価損が出るという。同行は、長期日本国債の売却、1年以内の短期日本国債への置き換えを3兆円分行う構えであるという。大量の国債を抱えているのは、同行だけではない。みずほFGは約30.5兆円、三井住友FGも約26兆円分保有しているとされる。

こうした、逃げ足の速いメガバンクの国債投げ売りは、日本の財政赤字を増幅させ、長期金利高、そして、円高という局面を生み出してしまふ。日本国債の90%は日本の企業や個人が保有しているから、日本はギリシャのようにはならないというのが定説だが、日本国債の暴落危機を前にして逃げ足を速めるのは、日本の企業も外資と同様であり、日本人保有率の高さは、日本国債の安全性を保証するものではない、といったことを『朝日新聞』の記事は、強調している。おそらくは、意識して消費税引き上げ論の後押しを同紙は行ったのであろう。

しかし、国債暴落の危惧と消費税引き上げとを短絡することはよくない。低金利を利用して日本の銀行に大量の国債を買わせ、結果的に貸出先のない銀行預金を増やして、再び過剰流動性を作り出してしまったのが、日本政府であった。市場の流れが誤った方向に向かうことを阻止するのが政府の役割なのに、むしろ誤った流れを助長してきたのが、日本も含めた世界の政府であった。この悪しき慣習の付けが、いまや

もとやま よしひこ

京都大学大学院経済学研究科修士課程理論経済史専攻。経済学修士。専門は世界経済論。甲南大学経済学部助教授、京都大学経済学部教授、福井県立大学大学院経済学研究科教授を経て、大阪産業大学経済学部教授、2010年より現職。

著書に、『金融権力—グローバル経済とリスク・ビジネス』岩波新書（2008年）、『オバマ現象を解説する—金融人脈と米中融合』ナカニシヤ出版（2010年）、『韓国併合』御茶の水書房（2011年）など。

世界中に回ってきているのである。

長期債比率が極端に低い日本の国債

日本の国債残高の規模は、「ソブリン危機」にある欧州の重債務国のそれよりもはるかに大きいことはもはや周知である。しかしかつては、10年物長期債が日本国債の主軸であったが、2000年以降、国債が大量に発行されるようになって、中・短期債が長期債に取って替わったということとその怖さはあまり知られていない。日本の長期債比率は、結果的に米国、カナダに次ぐ低さであった(30%台)。これに反して、欧州各国は安定した資金調達を選好するために、長期債比率は高い(ドイツ60%台)。

資金調達の短期化は、長期であれ中・短期であれ、ひとたび市場の信任が失われると、利払い費用の増加、それを賄うためのさらなる国債の増発という悪循環を生み出す。すでに対GDP比で、50%を超えている日本の所用資金調達額では、もはや日本の国債依存は臨界点に達しているといえよう。ちなみに、ドイツのその比率は10%そこそこである(河村、2012、14～15頁)。

欧州の「ソブリン危機」の動向を見ると、市場が動揺すれば、長期金利よりも短期金利の上昇率の方が高くなっている。ギリシャの場合、2011年3月以降、短期金利が長期金利を上回る状態という逆イールド期間があった(河村、2011a、33頁)。

河村(2011b)によれば、日本の場合、財政赤字を賄うための新規国債発行額は、対GDP比10%程度で、諸外国と比べて特別に変わっているわけではないが、対GDPに占める満期負債の規模は45%前後で、ギリシャ(23%)に比べても突出して高い。ドイツなどは、10%を割っている。これは、日本の国債の調達年限が短期化傾向にあることが原因であることはいうまでもない(IMF, 2011)。

新規国債の短期化は必ず、借り換えの負担を大きくする。とくに、金利上昇局面では壊滅的な打撃を財務省に与えることになる。

事実、1985年から2000年までの国債の利払い費は、年間10兆円前後で推移し、利払い費は、短期国債発行による調達に移行することによって、2010年には7.8兆円程度に圧縮されてきた。しかし、上記、河村の試算によれば、2019年には約17兆円に膨らむことになる(河村、2012、45頁)。

こうしたことから推測すると、長期国債を短期国債に振りかえるというメガバンクの危機対応策は、刺激的な言辞にもかかわらず、短期国債に国債の重点をシフトさせたい日本政府の方針に乗っかっているようにも思われるのである。つまり、政府が、是正すべき流れを逆に助長してしまっている。

国債＝無リスク資産説は、この200年間、つねに神話であった

2010年にギリシャ国債の危機が発生するまで、先進国の多くの人たちが、この10年、「ソブリン危機」の存在を無視してきた。国家が破産するはずはないと信じ切っていたのである。

歴史的には、1800年から現在までの200年間で、政府破産の件数は250を超えている(Reinhart & Rogoff, 2009, p. 111)。国家は消滅しない。それは確かである。しかし、国家の一機関である政府は破産し続けてきたのである。にもかかわらず、人々は、政府は破産しないと思いつけてきたとマックス・ウィンクラー(Max Winkler)が指摘したのは、1933年のことであった(Winkler, 1933, rep. p. 19)。

国債への投資といっても、それは、政府の債券への投資であって、けっして国家に投資しているわけではない。相次ぐ各国政府のデフォルトによって、シティバンクをはじめとした米国のメガバンクが大損したのは、1980年代のことであった。デフォルトが現実化する前には、オイルダラーの環流が囃され、米国の銀行は競って、ラテンアメリカの政府に貸し込んだ。シティバンクの当時の会長、ウォルター・リステンなどは、「国家は破産しないものだ」と豪語していて、同行が危機に陥ると、寄ってたかってその言葉を揶揄されたものである(Sylla, 1996)。同じような言葉がババ

ル時にはきまって流布された。「今回はこれまでとは違う」と。この種の言辭は、歴史上幾度も繰り返し、発信されてきた。

しかし、政府債券のデフォルトは頻発してきた。南北戦争後、英国の銀行は南部への投資を回収できなかった (George, 1932, p.78)。1917年12月には、ソビエト圏内の外国人投資は接収された (Winkler, 1999)。敗戦国の旧政府を打倒して新設された新政府は、往々にして旧政府の債務を無視してきた。

第一次世界大戦によって、1918年の戦勝国の英仏ですら、戦時債務の支払いができなかった。有名なベルサイユ条約によって、ドイツは苛酷な賠償金支払いを義務づけられ、その支払いによって、英仏は米国への債務返済に使用する予定であった。しかし、「戦争の経済的帰結」は、ドイツは当然ながら、どの国も債務返済が不能になっていたのである。結局、もつれた糸をほぐすには、債務の軽減という刀によって、結び目 (ゴルディアスの結び目) を切断するしかなかったのである (George, 1932, p. 141)。

ウッドロー・ウィルソン政権下の財務長官ウィリアム・マッカドーが、第一次大戦時の同盟国に貸し込んだ当事者であった。年々の微々たる返済額では、各国の米国に対する債務は膨れあがるばかりであるとの認識を持っていた彼ですら、米国への返済は、額面通りに米国金貨で支払えとの強硬姿勢を示していたのである (McAdoo, 1931, pp. 414-15, 金貨戦争への復習)。

話が少し横道に逸れるが、マッカドーによる「米国金貨」について説明しておこう。第一次世界大戦勃発前夜の1914年7月の最終週になって、英仏の投資家たちが、米国金融債を米国通貨に替え、それで米国内の金に兌換し、本国に金を送還し出したのである。これを大々的に仕掛けられると、ドルの裏付けである金が米国で払底し、ドル暴落、それによって、外国資本による米国資産の買い叩きが発生する可能性が出てきた。当時米国は、まだ債務国であった。

マッカドーは、断固、ドルの金本位制を死守しようと

していた。彼は投機に抗すべく、ニューヨークの証券取引所を直ちに、4週間も閉鎖したのである。これは、米国の金融債が売却されることを防ぐためである。この大胆な行動が、米国の金本位制を守っただけでなく、世界の金融的覇権が、欧州から米国に移るきっかけとなったとウィリアム・シルバーは断じている (Silber, 2007)。

結局は、ドイツの経済復興のための新規融資が、返済条件を緩和して実行され、それとともに、膠着状態にあった第一次世界大戦の債務問題は一段落した。これが1924年のドーズ・プランであり、債務問題の膠着をほぐした功績に対して、チャールズ・ドーズは、1925年にノーベル平和賞を授与されている。

ドーズ・プランによってドイツの利払いは大幅に軽減され、ドイツに賠償を強制するために続けられていたフランスによるドイツ領の一部地域の占領も解除された。債権者たちは、ドイツの新しい中央銀行であるライヒスバンクを監視しただけでなく、関税、たばこ税、ビール税、砂糖税の差し押さえも緩和された。

いずれにせよ、ドーズ・プランは成功した。ドイツ経済は奇跡的な回復を見せ、外国の投資家たちもドイツの高度成長に幻惑されて、今度は競ってドイツ国債を購入するようになった。マルクの値上がりを期待して、外国人のマルク建て預金は増えた (Davis, 1975, p. 77)。

ドーズ・プランの成功によって、米国人が外国債投資に関心を示すようになり、国際金融市場の中心地が、両大戦間期にロンドンからニューヨークに移った。

しかし、ドーズ・プランをもってしても、第一次大戦で作り出された不良国債は一掃されなかった。1929年、ドーズ・プラン改革の新しいプランであるヤング・プランが国際会議でまとめられることになった。ドーズ・プランでの新規資金供与の満期は19年であったが、それでも完済できなかったため、今度は、きわめて長い59年物国債の発行がドイツに認められた。このときに作られた債権監視機構が国際決済銀行 (BIS) である。責められるべきは、ドーズ・プランにせよ、ヤング・プランにせよ、一時的には最悪

な状態から金融機関を救ったが、今度は、その救済策が新たな「ソブリン危機」を引き起こしたことである。事実、1920年代に発行されたドイツの新規国債は、1936年になっても、その35%がデフォルトに陥ったのである。それを助長したのが、米国政府であった。

銀行は、許認可権を握っている政治権力に対して非常に弱い立場に置かれている。それを利用して、各国政府、とくに米国政府は第一次世界大戦時に同盟国の国債を自国銀行に買わせた。その後は、ドイツ国債を買わせた。近年になっても、オイルダラー関係、住宅関係への投資を銀行に対して誘導した。ギリシャ危機も結局は政府の誘導による。政府が政府債務を大きくし、つぎの、より大きな「ソブリン危機」を用意しているのである (Pollock, 2012)。

おわりに

銀行は、保有する日本国債の値下がりには怯えている。それは確かである。しかし、個人が国債を買うのと銀行が買うのとではまったく経済的意味合いが異なる。個人が国債を買っても、預金は買った人の預金口座から売った人の預金口座に移るだけで、日本全体としての預金量は変わらない。

しかし、銀行が国債を買うことは銀行の帳簿を通じてやることなので、銀行は、国債購入に見合うだけの信用創造を行い、日本全体の預金を増やしているのである。預金が増える中で、その預金の運用が困難なために、無リスク資産と見られている国債保有を銀行は余儀なく増加させてしまい、これがさらに預金量を増やしてしまう。

銀行の総資産に占める国債保有額の比率はメガバンクで20%前後である。また、GDPに占める預金量の比率において、日本は他の先進国に比べて圧倒的に高い。日本の預金は動かない。動かない預金を量的緩和という名目の下で増大させても、意味がない。低金利が続き、一段の量的緩和に日銀がよしんば踏み切っても、経済的浮揚効果はほとんどな

いのである (五十嵐、2012)。

いまや、日本政府は、国債のさらなる短期化を目指して日本の金融機関を誘導している。権力が誤って使われている。■

《参考文献》

- 『朝日新聞』(2012)、「日本国債の急落を想定、三菱UFJ銀行、危機対策」2月2日付、1面。
- 五十嵐敬喜(2012)、「量的緩和が抱える課題」『日本経済新聞』(夕刊)4月18日付、5面。
- 河村小百合(2012)、「深刻なダメージを受けやすい年限構成、調達構造」『エコノミスト』2012年2月13日号。
- 河村小百合(2011a)、「短期化で危うい調達構造と急増が見込まれる利払い費」『エコノミスト』2011年11月29日号。
- 河村小百合(2011b)、「我が国の国債発行と財政運営の先行きをどうみるか」『Business & Economic Review』2011年12月号。
- Davis, Joseph S. (1975), *The World between the Wars, 1919-39: An Economist's View*, Johns Hopkins U.P.
- George, David Lloyd (1932), *The Truth about Reparations and War Debts*, William Heinemann, 1932.
- IMF (2011), *Fiscal Monitor*, April.
- McAdoo, William G. (1931), *Crowded Years: The Reminiscences of William G. McAdoo*, Houghton Mifflin.
- Pollock, Alex J. (2012), "Yet another Sovereign debt crisis," March 16, American Enterprise Institute, <http://www.aei.org/outlook/economics/international-economy/trade/the-eurozone-crisis-and-the-us-economy-what-has-gone-wrong-outlook/>
- Reinhart, Carmen & Kenneth Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, U. P.
- Silber, William L. (2007), *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton U. P.
- Sylla, Richard (1996), "Where's Walter?," *Chief Executive Magazine*, October, <http://chiefexecutive.net/wheres-walter>.
- Winkler, Max (1933), *Foreign Bonds: An Autopsy*, Roland Swain, Co., rep. Beard Books, 1999.