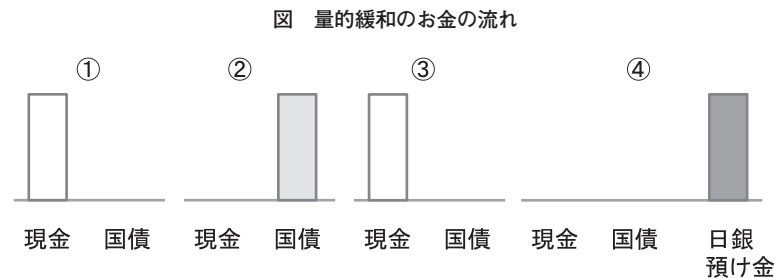


表 日銀のバランスシート（平成30年度末）
(兆円)

	金額	前年増減
総資産	557	28
国債	469	21
金銭の信託（ETF）	24	5
負債・純資産	557	28
発行銀行券	107	3
預金	421	21

二番目の理由は、右にも書いてある。日銀に国債を売っても、使いつ



注：この図は銀行のバランスシート（資産）のイメージである。

通価格が下がることが長期金利の上昇を意味している。そうなる、銀行が保有している国債の資産価値が下がる。これは決算上のマイナス要因である。したがって、銀行は国債を保有するより日銀にお金を預けるほうが変動リスクが小さくて済むのである。それだけではない。金利が上

中現金が増えないところである。結論として、これは量的緩和ではないと思う。銀行の貸出資金が増えないからである。インフレにならないのは、当然といえば当然であろう。

○目的は低金利の継続

ちがないので日銀に預けている。それなら、面倒なことをせずに、銀行が国債を保有していればいいのではないかと考えたくなる。銀行自身が国債を保有しても、銀行が日銀に預けたお金で日銀が国債を買っても同じことである。わざわざ面倒なことをしているように思える。

しかし、いったん金利が上昇し始めると、国債の流通価格が下がる（というより、国債の流通価格が下がる）というより、国債の流通価格が下がる。金利の上昇を意味している。そうなる、銀行が保有している国債の資産価値が下がる。これは決算上のマイナス要因である。したがって、銀行は国債を保有するより日銀にお金を預けるほうが変動リスクが小さくて済むのである。それだけではない。金利が上

昇すると、日銀に預金する金利が上昇する。つまり、銀行にとって、国債保有と日銀の預け金はリスクの向きが逆方向なのでリスクを相殺してくれる。つまり、銀行にとって、日銀預け金はリスク対策として意味がある。問題は、銀行にとって意味があるとしても、景気対策やインフレ誘導策としては機能しないという点である。ここで思い出してみたいのは、日本の量的緩和は、低金利を目的としていたという点である。もちろん、ゴール（目標）はインフレへの誘導である。金利が低ければ企業活動が活発化し、インフレになるはずである。だから日銀は国債を買い、国債の供給を減らすことで金利を下げようとした。念のために言えば、単にインフレ（というより物価上昇）を目的とするなら、国債を買い取り、その代金を銀行券の増加（つまり「お札を印刷する」）ことで賄えばよい。過剰流動性である。もちろん日銀が行ったような国債の「買い取り」のもとで、400兆円のお札を追加印刷すれば経済は壊れるので、日銀は市中の余剰資金を預け金として受け入れるのである。買いつぶりの割に、効果は小さい。

より本質的な問題は、その時点ですでに金利がかなり低かったところである。これをさらに下げても、企業マインドは改善しなかった。逆に金利上昇は企業活動にマイナスになるので、この景況では金融政策として採用することができない。国も国債発行利率が高まれば財政がもたない。日本は政策的低金利から抜け出しにくくなっているのである。

経営者目線で読む景気動向

武藤泰明



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

日銀の量的緩和が最近あまり話題にならないので気にしていなかったのだが、どうもおかしなことになっている。日銀は株式会社なので決算書がある。平成30年度決算をみると、国債保有額が表のとおり470兆円近くになっ

れていたということである。そして日銀は量的緩和の代替的な手段として、国債ではなくETF（上場投資信託）を買い始めた・はずであった。日銀によるETFの購入が日本の株式市場を

連載 第54回

量的緩和はすでに終わっている

るのである。発行済み国債のおよそ半分を日銀が保有していることになる。

国債保有残高が数年前に400兆円を超えた時点で、日銀は国債を買い増すことができなくなっていた。金融市場の調整のためには、ある程度の国債流通が必要だからである。財務省は当時、次年度発行分の国債を前倒しで発行して流通量を確保した。それほど国債は日銀に買

ゆがめていることは、すでに指摘したとおりなのだが、問題はそれ以降も、日銀が国債を買い増したということである。なぜそうしなければならなかったかという、政府が国債を発行し続けたからである。国の歳入不足は毎年20兆円前後。そのぶんの国債が流通すると、供給過剰で国債の価格が下がる。つまり長期金利が上昇する。それを回避するために、日銀は国債を買

○量的緩和でもインフレにならない理由

日銀は国債を買い入れる際に代金として現金を銀行に渡す。そうすると世の中の現金が増えて、経済はインフレ基調に変わるというのがこれまでの一般的な説明だった。そして日本がインフレにならないことが不思議に思われてもいたのだが、どうも現在の資金の流れが、これとは違うようなのである。

流れは、つぎのようになっている（図を参照）。

①銀行は貸出先がないのでお金が余っている。
②国が発行した国債を、銀行（など）が引き受ける。つまり、買う。銀行の現金は減少し、国にお金が入る。念のために言えば、日銀は国から直接国債を買うことができない。

③銀行が引き受けた国債を、日銀が買い入れる。銀行は日銀からお金をもらうので、現金はもとどおりに増える。

④銀行はこの現金を日銀に預ける。銀行の現金は、ふたたび減少する。

数字を確認するなら、平成30年度に、日銀が保有する国債は21兆円増加した。これは日銀のバランスシートの資産（左側）に計上される。そして負債（右側）として、受け入れた預金（預け金である）が21兆円増えている。ほぼ同額である。つまり、民間の銀行は何をしているかというと、自分で国債を保有するかわりに、日銀にお金を預けている。日銀はこのお金で国債を銀行から買っている。気づいてほしいのは、市