

国債の日銀引き受けについて

岩本 康志

東京大学大学院経済学研究科

2011年10月7日

- 国債の日銀引き受けは財源にはならない。日銀が国債保有高を永続的に増やすなら財源になるが、やがて量的緩和は解除されるのでこれは不可能。
- 国債の日銀引き受けは危険でもある。政府が安易に通貨発行益に財源を求めると、通貨発行高が際限なく膨張してしまうおそれがある。
- 「(適度な)インフレで名目税収増、名目歳出一定で財政収支改善」のようにはいかない。

議論の出発点として：通貨発行益

- 政府債務での国債と貨幣の違い
 - 国債は利子を払い、償還しなければいけない(安定的な財源ではない)
 - 貨幣は利子を払わず、償還する必要はない
- このため、貨幣発行は財源として使える利益と認識される。
- 「利益」の認識の仕方は以下の2つがある。
 - 同値であることの解説は例えばBuiter (2007), 深尾(2007)を参照。
- 1. 貨幣が増加したときに利益を計上
 - 逆に、減少したときには損失を計上。この点は、現状の量的緩和では重要。
- 2. 短期金利 × 貨幣
 - つまり、政府債務が国債ではなく、貨幣であることの利子節約分。
 - 国債の金利でないことに注意。

「家に帰るまでが遠足」

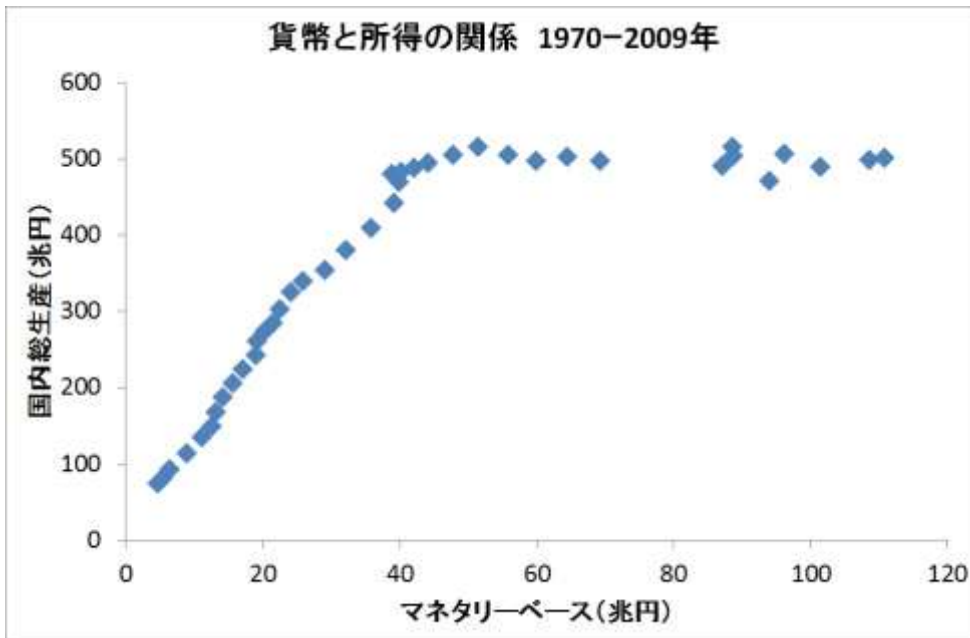
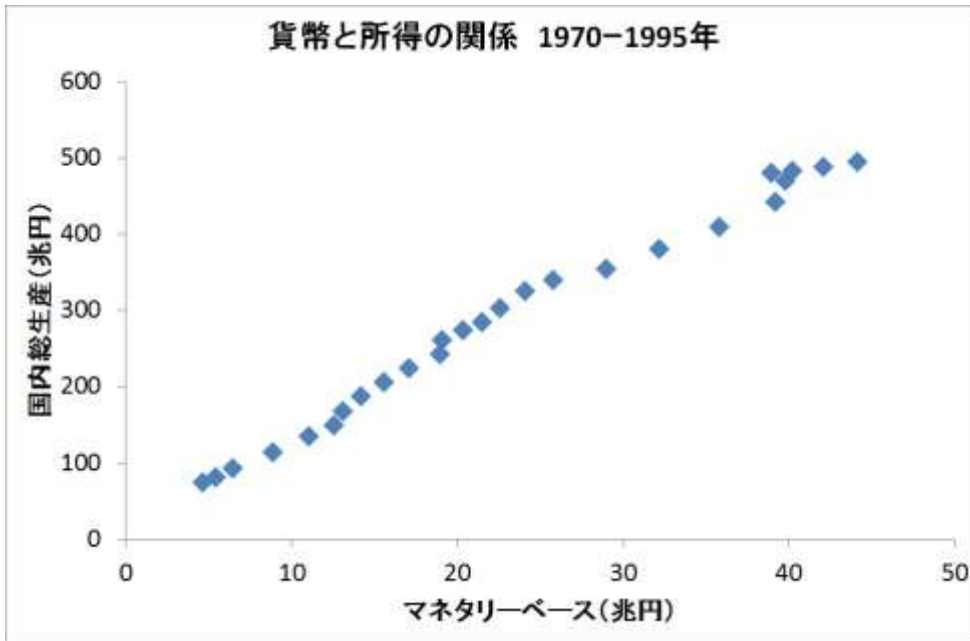
- 量的緩和・ゼロ金利が解除された時の貨幣の動きまで考える必要がある。

量的緩和時		
量的緩和解除時		

- 現在は自然体の量的緩和。
- やがてインフレになれば、量的緩和は解除され、マネタリーベースは縮小する。

現在、いくらマネタリーベースを増やしても、量的緩和の解除で増加分は消えてしまう。

量的緩和時			
量的緩和解除時			



- 長期的には、通貨が名目経済成長に沿って増えることで、通貨発行益が継続的に得られる。
- 1995年以降(政策金利が0.5%以下となっている時期)、マネタリーベースと名目所得との関係が崩れている。
- 早期にデフレ脱却できれば、早晩ゼロ金利が解除され、金利も上昇する。このとき、マネタリーベースは現在よりも相当に縮小することが予想される。
- このため、ゼロ金利解除時に、引き受け時の国債保有高を維持できない。

国債の日銀引き受けは 「財源」にならない

- 引き受けを財源とするには、日銀が国債保有高を永続的に増やさなければならない。
 - 国債を日本銀行が引き受けて、即日市中に売却すれば、国債の市中消化と同じことになる。
 - 現在、財政法第5条ただし書きでおこなわれている「借換債の乗換」は、日銀の国債保有高を増やさない。
- 「財源」は、国債の利払費が日銀から政府に還元する分（いわゆる通貨発行益）。しかしゼロ金利の現状では、短期債を発行すれば利払費はほぼゼロになるので、通貨発行益も実はほぼゼロである。
- 長期債を日銀が引き受けた場合、通貨発行益があるかのように見えるが、金利が上昇すると国債価値が下がり、日銀に含み損が生じて、帳消しになる。
- 現状で、日銀引き受けから、通貨発行益を得ることはできない。
 - （ゼロ金利のとき） 利払費節約がないから
 - （ゼロ金利が解除されたとき） 現状の国債保有高を維持できないから

日銀引き受けは危険

通常 of 財政・金融政策のレジーム

- 中央銀行に物価安定の目的を与え、金融政策を委ねる。
- 通貨発行益は金融政策の結果として決まる。
- 財政当局は、通貨発行益を所与として、政府債務の安定化を図る。

レジームが崩れるとき

- 政府債務の安定化を図るため、通貨発行益を得ようとする。
- 通貨発行が財政の都合で決められると、中央銀行は自律的に金融政策を決定できなくなる。
 - Sargent and Wallaceの「不愉快なマネタリストの算術」で示された論点。最近のミネアポリス連銀のKocherlakota 総裁の演説でも指摘された。
- 政府が安易に通貨発行益に財源を求めると、通貨発行高が際限なく膨張してしまう。財政法第5条は、こうした事態に進むことを避けるための安全装置。

一度だけなら大丈夫か？

- 「一度だけの国債引き受けなら、際限のないインフレは起こらない」は、理屈としては正しい。
- 現在の状況ではインフレにはならないし、(すでにのべたように)財源にもならない。
- しかし、政府が「一度だけ」と言って、一度で終わる保証はない。
 - 安易な資金調達方法に頼る状態では、なおさら懸念される。
- 財政規律は、放漫財政に走る道をふさぐことを目的とする。
 - 政府が自ら律することができれば、法的な財政規律は必要ない。

(過去の経験1)

- 「高橋財政」での日銀引き受け(満州事変の戦費調達)は、高橋蔵相は一時的なものとして早期に終わらせるつもりであった。
- しかし、高橋蔵相の当初の意図(後の警鐘)に反して、戦費調達のための日銀引き受けは続く。実際は戦地で貨幣発行されるスキームのため、戦地でのハイパーインフレを招いた。日本へのインフレ波及は終戦後になった。

(過去の経験2)

- 1975年、赤字国債を発行するとき、大平蔵相は「10年で耳をそろえて返す」と発言。
- その後何が起こったのかは言うまでもない。

適度なインフレで財政収支は改善するか？

「(適度な)インフレで名目税収増, 名目歳出一定で財政収支改善」のようにはいかない。

- インフレ下で名目歳出一定は実質歳出削減であり, 削減努力を要する。財政健全化を目指すなら, インフレでなくても同じ努力をすべきであり, インフレ時にのみ削減努力を期待するのはおかしい。
- 法人税が景況に大きく反応するため, 短期での税収の変動が大きくなっているが, 中長期的な財政健全化の文脈では, 循環要因をのぞいた税収の動きをとらえるべきである。
- 実質税収・歳出にインフレがあまり反応しなければ, 実質財政収支には影響は出ないと考えられる。

インフレが生じたときの政府債務の実質価値への影響

- 実質金利一定で, 債務がすべて短期債であれば, 債務の実質価値に影響はない。
- 実質金利が一時的に変動すれば, それにより財政収支が変動して, 債務残高に影響する。
- 長期債があれば, それにかかる事後的な実質金利が一時的に低下することで, 実質債務は軽減される(意図せざるインフレによる債権者から債務者への所得移転)。

参考文献

- Willem H. Buiter (2007), “Seigniorage,” *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 1, 2007-10.
- 深尾光洋(2007), 「通貨発行益とは何か」, 『日本経済研究センター会報』, 9月号。
- Narayana Kocherlakota (2011), “Central Bank Independence and Sovereign Default,” Speech at Sovereign Debt Seminar, CME Group-MSRI Prize in Innovative Quantitative Applications.
- Thomas J. Sargent and Neil Wallace (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 9, Fall, pp. 1-17.