

財政・社会保障の持続可能性に関する
「経済分析ワーキング・グループ」
委員等提出資料

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

- 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)インフレで名目税込増、名目歳出一定で財政収支改善」のようにはいかない。

1

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。

2

「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。

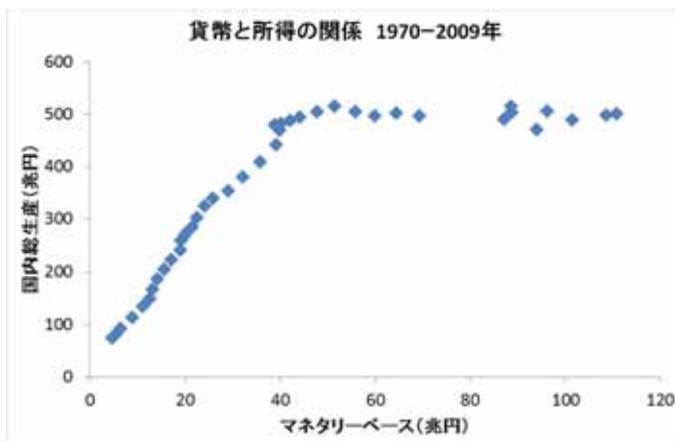
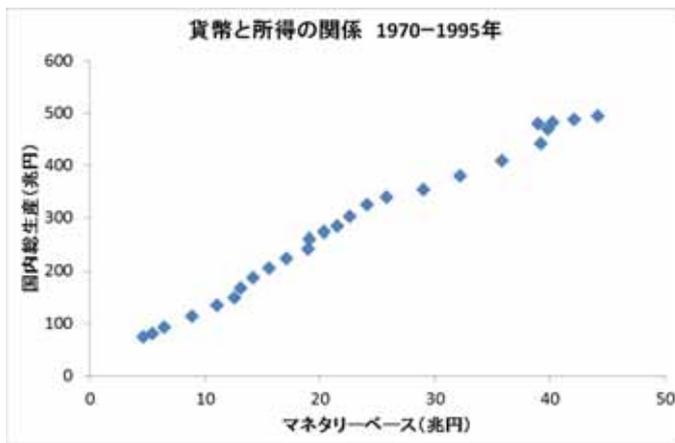
量的緩和時		
		←
量的緩和解除時		

- 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			

3



- 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、早晚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。

4

国債の日銀引き受けは 「財源」にならない(1)

- 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す必要がある。
 - 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。

5

国債の日銀引き受けは 「財源」にならない(2)

- ゼロ金利解除時に、中央銀行が採りうる手法は様々であるが、いずれの手法をとっても、日銀引き受けから得られた通貨発行益は失われることとなる。
 - (A) 国債を売却し、マネタリーベースを吸収する。
 - 長期債の場合、売却によるキャピタルロスが発生する。
 - (B) 売出手形を発行し、マネタリーベースを吸収する。
 - (C) マネタリーベースを吸収せず、超過準備に付利する。
 - (B)、(C)どちらも、短期金利は保有する長期債の金利を上回ることになって、逆ざやによるロスが生じる。
- 短期債と長期債の裁定が働いていれば、(短期)負債利払いの総額は長期債の利払い総額と現在価値で等しくなる。これによって、ゼロ金利解除後に発生する負担がゼロ金利時の長期債からの利子収入を相殺することになる。

6

日銀引き受けは危険

通常の財政・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。

7

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。
- その後に何が起こったのかは言うまでもない。

8

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)。

9

参考文献

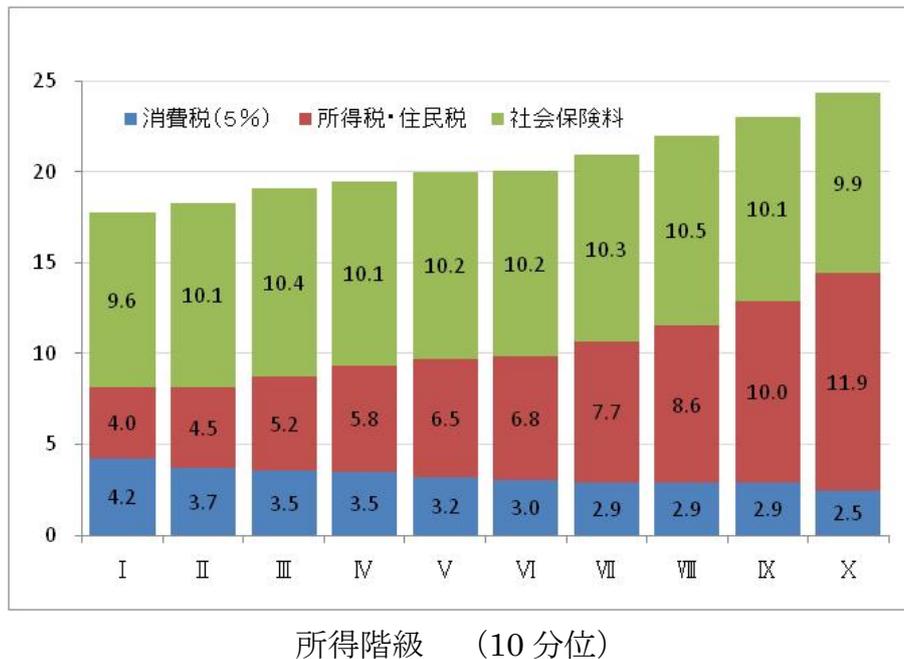
- Willem H. Buiter (2007), "Seigniorage," *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 1, 2007-10.
- 深尾光洋(2007), 「通貨発行益とは何か」, 『日本経済研究センター会報』, 9月号。
- Narayana Kocherlakota (2011), "Central Bank Independence and Sovereign Default," Speech at Sovereign Debt Seminar, CME Group-MSRI Prize 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.

10

1. 消費税の逆進性について

- 消費税の逆進性は必要以上に心配されている。10%程度の消費税であれば、その逆進性は所得税・住民税の累進性で十分相殺できてしまう点も認識すべき（図1参照）。

図1 所得階級別に見た税・社会保険料率（2010年）



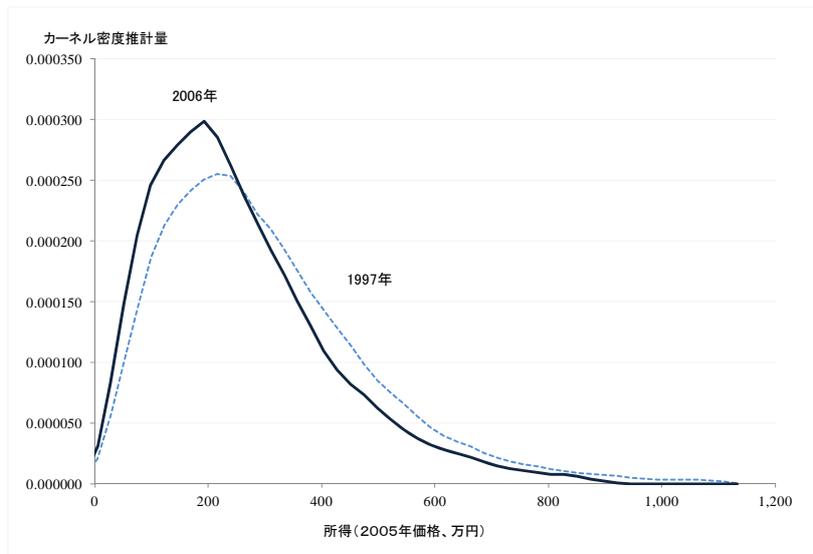
(注) 所得階級は I が最低、X が最高。

(出所) 総務省「家計調査」(2010年)により作成。

- 低所得層ではむしろ、社会保険料負担の重みのほうが重要。社会保険料は、支払わないと社会保険のメリットを受けられないのだから（いわゆる「排除原理」）、低所得層にとっての社会保険料の重みは、消費税の逆進性よりはるかに深刻な問題。

- 日本では、格差拡大よりも、全般的な貧困化のほうが重要（図3参照）。「勝ち組」「負け組」の二極分化がなく、「みんな仲良く貧乏」になっている。格差指標が目立った上昇傾向を示さないのはそのため。問題にすべきは、「格差」ではなく、むしろ「貧困」。とりわけ、「子供の貧困」の貧困さは先進国の中でも目立つ。

図3 所得分布の変化：1997年～2006年



(注) 等価可処分所得・世帯員ベースでみたもの。
 (出所) 厚生労働省「国民生活基礎調査」より作成。

- 日本の所得格差・貧困指標は、当初所得ではなく再分配所得ベースで顕著。要するに、日本の再分配政策は非効率。現行制度は、支援する必要がある者を支援せず、支援する必要のない者を支援している。

ジニ係数	当初所得	25か国中14位
	可処分所得	25か国中8位
貧困率	当初所得	30か国中14位
	可処分所得	30か国中3位

(いずれも、当初所得・可処分所得が揃っている国だけの中での順位)

(出所) OECD (2008) *Growing Unequal?*

