

2000年1月25日

日本銀行は国債引き受けをすべきか*

岩本 康志

要約

すべきではない。

1 国債引き受けの「一石二鳥論」は成立するか

日銀による国債引き受けが、政策の選択肢として議論されている。その根拠としては、(1)これ以上の国債の市中消化は長期金利の上昇を招き、景気に悪影響を与える、(2)日銀引き受けによってインフレが生じることは、流動性の罨から脱出する政策としてむしろ望ましい、の2点があげられる。いわば、日銀の国債引き受けは、国債を円滑に消化する、流動性の罨をのがれる、の「一石二鳥」であるとされる。

さらに、日銀引き受けによるインフレは、名目債務である国債の実質価値を減少させ、実質的な国債削減につながるという意見もある。ただし、これは予期されないインフレを前提としたもので、一石二鳥論での予期されたインフレの議論とは質的に異なる。したがって、一石三鳥論には論理的整合性がない。

筆者は、以下のような理由で、一石二鳥論は成立しないと考える。第1に、現状での国債の市中消化に対する懸念は、財政スタンスの持続可能性(sustainability)への懸念から生じているもので、国債の市中消化が困難ならば財政当局側の政策スタンスの変更で対処すべきである。かりに中央銀行が政府債務の弁済能力(solvency)に責任をもとうとしても、中央銀行の造幣益(seigniorage)は財政収支に比較してはるかに小規模であり、弁済能力を保証するのに十分な財源を生むことができない。

第2に、国債引き受けによって生じるインフレは、2桁ないし3桁の高インフレになる。流動性の罨を脱出するためのインフレ政策の提案としては、例えばKrugman(1998)が4%のインフレ率を目標とすることを提唱するなど、高インフレによって流動性の罨を脱出すべきと議論する者はいない。また、かりにインフレ率の上昇が必要だとして(これは筆者の意見とは違うが、百歩譲っての議論として)、その手段として財政法改正の手間がかかる国債引き受けが第1の選択肢となることはない。既発国債の一部を吸収する買いオペで十分である。国債引き受けを流動性の罨と結びつける議論は、高率のインフレーションと緩

* 本稿は、日本銀行金融研究所ワークショップ「低インフレ下での金融政策の役割」(2000年1月25日)での藤木裕氏の論文「財政赤字とインフレーション：財政規律確保のための理論的整理」への討論のための背景論文として準備された。

やかなインフレーションを混同した誤謬である。

2 技術的な議論

中央銀行による国債引き受けの問題を検討するために、財政赤字とインフレーションの（とくに長期的）関係を理論的に整理する。議論を簡単化するために、財政当局の政策変数である政府支出（ g ）、税金（ t ）、金融当局の政策変数である貨幣成長率（ μ ）は時間を通じて一定であるという長期均衡の状態を考えよう。財政当局の負債（ d ）が弁済可能であるためには、

$$\begin{aligned} d &= \frac{t - g + \mu m}{r} \\ &= \frac{s + \mu m}{r} \end{aligned} \tag{1}$$

が満たされていなければならない。なお、 m は中央銀行の負債（マネタリー・ベース）、 r は実質金利、 s は基礎的財政余剰（primary surplus）であり、数量変数はいずれも対GDP比であり、GDP成長はないものとする¹。また、 μm は造幣益と呼ばれる。弁済能力と政策変数（より正確には、将来の政策変数の計画）の関係について、以下のような3通りの考え方が示されている。

1（monetarist theory of inflation²） 中央銀行は独立に³貨幣成長率を決定し、財政当局は基礎的財政余剰を受動的に調整して、政府債務の弁済能力を保証する。

2（fiscal theory of inflation） 財政当局は独立に基礎的財政余剰を決定し、中央銀行は貨幣成長率を受動的に調整して、政府債務の弁済能力を保証する⁴。

3（fiscal theory of price level） 中央銀行と財政当局はそれぞれ独立に政策変数を決定し、政府債務の弁済能力が保証されるように、受動的に物価水準が決定される。

1は常識的な考え方といえるが、Sargent and Wallace (1981)が2の考え方を取り上げたことによって、財政赤字とインフレーションに関する理論的研究が大きく進展した⁵。2の設定は、本稿での検討課題にとって重要な意味をもつ。政府債務が累積し、その弁済能力に疑問が高まっている状況を考えよう。弁済能力に対する信認を厳密にモデル化することは困難であるが、便宜的に政府債務の水準に上限があるものとしよう。そこに到達した場

¹ GDP成長率が n の場合には、(1)式の r が $r - n$ になる。

² この考え方のもとでは「インフレーションは貨幣的現象である」ことのみで、ここでmonetarist theoryと呼ばれており、とくに貨幣成長率を固定する政策をとるべきであるという主張をもっているわけではない。

³ 「独立に」は「政府債務の弁済能力を考慮にいれず」と同義。

⁴ 貨幣成長率は長期的にインフレ率になるから、この考え方では「インフレーションは財政的現象である」。

⁵ Sargent (1982)は、第2次大戦後の欧州でのハイパーインフレーションの経験に、この考え方を適用している。

合には、これ以上の政府債務の上昇ができない。このため、基礎的増税あるいは支出削減のいずれかにより財政収支を改善することができない場合には、中央銀行による国債引き受けが唯一の選択肢となる。

中央銀行の国債引き受けへの反対理由としては、財政規律が失われることがよくあげられる。しかし、これは、政府負債の弁済能力に責任をもつのは財政当局である、という一種の「哲学」に基づいている。(1)式をもとにした抽象的な議論では、1と2はそれとまったく対象的な構造をもっており、政策変数を独立に決定することを断念して政府債務の弁済能力に責任をもつのは、財政当局か中央銀行かという違いに集約される。両者は対等な関係にあり、「財政当局が責任をもつべき」という哲学に対して、「金融当局が責任をもつべき」という哲学も考えることは可能であり、中央銀行が国債を引き受けるべきかどうかは、「哲学論争」になってしまう。

しかし、筆者は、この哲学論争を避けて、弁済能力に責任をもつのかはどちらか、を結論づけることは可能であると考え。解決策は、基礎的財政余剰と造幣益の相対的規模を考慮することである。表1は、わが国の過去15年間の基礎的財政余剰と造幣益の数値を計算したものである。これからわかるように、基礎的財政余剰は対GDP比で数%ポイントの変動を示すのに対して、造幣益の変動は1桁小さいものである。そして、変動の大きな政策変数が独立に決定されて、変動の小さな政策変数が受動的に調整される仕組みは、基本的には有効に機能しないだろう。すなわち、基礎的財政余剰では政府債務の利子支払に不足する場合には、不足をおぎなうだけの造幣益をあげるためには、非常に高い貨幣成長（インフレ）率が必要とされるか、あるいはそもそも不可能である。したがって、中央銀行の国債引き受けは、意味のある政策ではない。必然的に弁済能力に責任をもつのは財政当局である。

Buiter (1990)の計算によれば、先進国での造幣益は非常に低水準である⁶。高インフレの発展途上国においては、ボリビアが6.2%（対GDP比）で最大となっており、しかもこの造幣益をあげるのに必要なインフレ率は506%である。

また、インフレ率が高まる（通貨保有の機会費用が高まる）につれて通貨需要のインフレ率弾性値が上昇すると考えるのが自然であるが、弾性値が1を超えると、インフレ率の上昇により造幣益はむしろ減少する。このため、弾性値がインフレ率の上昇とともに低下する場合、造幣益はまず増加し、最高点に達した後は減少していくことになる⁷。もし、このように実現可能な造幣益に上限があり、それが弁済能力を保証するために必要な分を下回る場合には、弁済能力を保証することがそもそも不可能となる。

⁶ その他、Herrendorf (1997)によって展望された研究では、対GDP比2～4%程度の造幣益があげられていると推計されている。

⁷ このような関係は、Buiter (1987)によって、seigniorage Laffer curve と呼ばれている。Easterly, Mauro and Schmidt-Hebbel (1995)は、高インフレ率を対象とした実証研究で、造幣益を最大化するインフレ率は3桁になると推計している。

以上の議論から、中央銀行は独自の政策目標にもとづき行動し、その結果決定される造幣益が変動するとしても、これは財政当局が基礎的財政余剰を変化させて調節するのが、実行可能な政策運営であるといえる。この逆をおこなおうとすると、造幣益の変動に比較して大きく変動する基礎的財政余剰に直面して、中央銀行の政策運営はきわめていびつなものとなるであろう。

3 政策運営の考え方：中央銀行の独立性と財政規律

インフレーションの monetarist theory と財政理論の違いは、「中央銀行の独立性」や「財政規律」といった、具体的な政策問題の議論のなかでどのようにとらえられるのか。

Sargent and Wallace (1981)は、制度的な枠組みとしての中央銀行の独立性とは別個に、予算制約式を通しての主従関係が考えられるという立場から、独立した中央銀行が政府債務の弁済能力については受動的な役割を果たすこともあると議論している。しかし、本稿が対象としている国債引き受けに関していえば、中央銀行の独立性の問題としてとらえることは的外れではないであろう。monetarist theory では、たとえ財政が破綻しても国債引き受けを拒否し、「財政破綻は財政当局の責任である」と明言する中央銀行が想定される。

また、財政規律の存否とも、重なる部分とそうでない部分がある。財政当局が弁済能力に対する責任を負うか否かは、財政規律のなかの一部を指しているにすぎない。すなわち、かりに財政当局が弁済能力に対する責任をもち、基礎的財政余剰を受動的に調整している場合でも、赤字財政への傾斜の帰結として、基礎的財政余剰が合理的な意思決定で決定される水準より過大⁸である場合が考えられる。このときには、それを縮減するような制度的拘束を政府の意思決定システムに課すという意味での、財政規律の導入が政策的意義をもつと考えられる。逆に、財政規律が保たれていても、中央銀行が弁済能力に責任をもつ事態も、思考実験として考えることは可能である。

結局、monetarist theory に沿い、中央銀行が独立に貨幣成長率と造幣益を決定しているときには、財政規律の問題は純粋に財政当局側の問題となり、中央銀行が関与あるいは考慮すべき問題ではなくなる。このように、財政規律をめぐる、財政当局と中央銀行が交錯しないことが、この考え方の利点のひとつに挙げられよう。

4 予期されないインフレーション政策をとるべきか

(1)式をめぐる3つの考え方の最後(物価水準の財政理論)は、政府債務の弁済能力について、前者2つとはまったく異なった想定を置いている⁹。この点で、インフレーションの

⁸ 現在の議論は、政府債務の対GDP比が一定である長期均衡を考えている。赤字財政への傾斜は過大な政府債務に結びつき、それが長期均衡で維持されるためには、より大きな基礎的財政余剰が必要である。大きな政府債務と大きな基礎的財政余剰では長期均衡を維持できない。

⁹ 物価水準の財政理論は、1990年代にはいって、Leeper (1991), Sims (1994), Woodford

財政理論と物価水準の財政理論とを混同しないように注意しなければならない。すなわち、前者では弁済能力を保証するためにどれかの政策変数が受動的に調節されなければならないと考えるのに対して、物価水準の財政理論では、政府は負債の現在価値制約を考慮せずに政策変数を決定できると考えている。これは、価格変数を所与として予算制約式を満たすように行動を決定するという経済学の基本的な考え方とはまったく異質のものであり、Buiter (1999)は、経済学的に誤った議論であると厳しく批判している。筆者も基本的に彼の意見に賛成する。

一方、monetarist theory に立脚した場合の物価水準の決定は、伝統的な貨幣数量説の議論にしたがう。伸縮的な価格調整が伸縮的で経済がつねに完全雇用水準にある場合には、物価水準は、

$$\frac{M}{p} \bar{v} m^b = y \quad (2)$$

によって決定されると考えられる。(2)式は、貨幣市場の需要と供給の条件によって、貨幣の資産価格である物価水準が決定されることを意味しており、(1)式に対する物価水準の財政理論の考え方とは、まったく異なるものである。

合理的期待のもとでも、予期されない政策の変更があった場合には、それに応じて再調整がおこなわれ、物価水準のジャンプ（瞬時的変化）が生じることがある。この物価水準の調整は、予期されないインフレーションと呼ばれ、前節までの予期されたインフレーションとは性質の異なるものである。かりに物価水準が瞬時的に上昇したとすると、名目的価値が固定された政府債務の実質価値は減少する。これは予期されないインフレーションによる政府債務の削減である。

(2)式からわかるように、予期しない貨幣成長率の増加が生じた場合には、貨幣保有の費用が上昇するため、貨幣需要が減退し、物価水準が上昇（貨幣の価格が下落）することになる。

この予期されないインフレーションによる政府債務の削減策は、とるべき政策なのであるだろうか。予期しない資産価値の変化を起こす政策は実質的には徳政令と同一のものである。したがって、議論すべき問題は、徳政令はとるべき政策であるのか、ということになる。最近の経験では98年のロシアの債務不履行が記憶に新しいが、先進国で平時において国債の債務不履行が生じることはまず考えられない。債務不履行によって、政府の債務履行能力への信認が失われ、今後の公債による資金調達が困難になることの損失が非常に大きいと見られているからである¹⁰。したがって、予期されないインフレーションは、現在のわが国での政策の選択肢に含めることは妥当でない。

(1994, 1995)等によって積極的に分析されてきた。

¹⁰ 財政赤字を自国の豊富な貯蓄で吸収している日本の状態は、外債の債務不履行が問題となる諸外国の事例とはやや状況が異なる。外債での債務不履行問題の議論は、Eaton and Fernandez (1995)によって展望されている。

しかし、(2)式をめぐる議論は、金融政策（貨幣成長率）の予期されない変化は、予期されないインフレーションを引き起こしていることになる。だとしたら、金融政策の一切の変化もおこなうべきではないのであろうか。そうはならない。ここで、政府債務の実質価値の削減を意図した政策と、中央銀行の目的を達成するための政策が区別されるべきである。2節でのべたように、monetarist theoryによれば、中央銀行は政府債務の問題にとらわれずに、金融政策の目標を追求することができる。したがって、この場合には、政府債務の実質価値の変動が実質的に生じたとしても、これまでに、金融政策の変更はたびたびおこなわれてきた。それにとまなう期待インフレ率の変動や名目金利の変動も過去に何度も経験済みである。したがって、予期せぬインフレーションや国債価格の変動も生じているのであり、現在の状況でとくに金融政策が予期せぬインフレーションを通して政府債務に与える影響を重大視すべき理由はない（たとえ、財政当局が金利上昇による利払費の上昇を懸念し、金融機関が保有国債価格の低下による資産内容の悪化を懸念したとしても）ただし、この懸念は、中央銀行が政府債務の削減を意図していないことが、はたして信認されるかという点にあろう。

参考文献

- Buiter, Willem (1987), "A Fiscal Theory of Hyperdeflations? Some Surprising Monetarist Arithmetic," *Oxford Economic Papers*, Vol. 39, No. 1, March, pp. 111-118.
- Buiter, Willem (1990), *Principles of Budgetary and Financial Policy*, New York: Harvest Wheatsheaf.
- Buiter, Willem (1999), "The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level," NBER Working Paper, No. 7302, August.
- Easterly, William R., Paolo Mauro and Klaus Schmidt-Hebbel (1995), "Money Demand and Seigniorage-Maximizing Inflation," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 27, no. 2, May, pp. 583-603.
- Eaton, Jonathan and Raquel Fernandez (1995), "Sovereign Debt," in Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff eds., *Handbook of International Economics*, Vol. 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 2031-2077.
- Herrndorf, Berthold (1997), "Time Consistent Collection of Optimal Seigniorage: A Unifying Framework," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 11, No. 1, March, pp. 1-46.
- Krugman, Paul (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 137-187.
- Leeper, Eric M. (1991), "Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 27, No. 1, February, pp. 129-147.

- Sargent, Thomas (1982), "The Ends of Four Big Inflations," in Robert E. Hall ed., *Inflation: Causes and Effects*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 41-97.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 9, Fall, pp. 1-17.
- Sims, Christopher A. (1994), "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy," *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3, May, pp. 381-399.
- Woodford, Michael (1994), "Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy," *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3, May, pp. 345-380.
- Woodford, Michael (1995), "Price-Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 43, December, pp. 1-46.

表1 基礎的財政余剰と造幣益

(%)

年度 (年)	(A) 基礎的財政余剰 一般政府	(B) 基礎的財政余剰 中央政府	(C) 造幣益	(D) マネタリー ベース増加率
83	-1.8	-2.0	0.6	7.7
84	-0.1	-1.2	0.3	4.9
85	1.0	-0.8	0.4	5.8
86	0.7	-0.4	0.5	6.4
87	2.0	1.0	0.6	8.3
88	2.7	1.2	1.0	12.2
89	3.6	1.6	0.9	11.1
90	3.7	2.6	1.0	11.5
91	3.4	2.5	0.6	7.6
92	2.1	0.8	-0.0	-0.3
93	-0.9	-0.9	-0.1	-0.9
94	-2.3	-1.8	0.3	4.0
95	-3.1	-1.3	0.4	4.5
96	-3.5	-2.0	0.5	5.9
97	-2.4	-0.7	0.8	7.9
98	-4.8		0.9	8.1
99	-6.3		0.8	7.3

注) (A),(B),(C)は対GDP比。

出所) (A)OECD, Economic Outlook, December 1999
(暦年)。

(B)中央政府の基礎的財政余剰(年度)は『国民経済計算』(経済企画庁)より、資金過不足から財産所得(受取)を控除し、財産所得(支払)を加算。GDP(年度)は『国民経済計算』(経済企画庁)。

(C)マネタリーベース増加率×マネタリーベース平均残高/GDP(年度)。GDPの98年度は政府実績見込み、99年度は政府見通し。

(D)マネタリーベース(日本銀行調)の年度平均残高の増加率。