

ポイント

通貨発行益に異なる複数の考え方が存在。資金供給量の増分はやがて「出口」で減少。高インフレで債務削減は大きな国民負担

小黒 一正 法政大学教授

我が国の政府債務が暴増する中、ギリシャは対岸の火事ではなく、国債の金利上昇が財政を直撃する可能性がある。だが、現在のところ、国債金利は低位で推移している。これは日銀の大胆な量的・質的緩和の影響が大きい。具体的には、インフレ率の2%目標を達成するため、日銀はマネタリーベース(資金供給量)が年間約80兆円増加するよう、民間から長期国債を買い入れている。マネタリーベースは日銀が市場に供給する(狭義の)通貨量で捉えられ、現在、日銀は急速な勢



「定義①」と考えられる。異なる見方も可能だ。中央銀行は通貨発行に伴い、国債などの資産を購入する。この資産は利子などの収入を生む。一方、マネタリーベースには利子が発生しない。中央銀行は無利子で資金調達できるわけだから、調達コストの節約分、つまり「金利×マネタリーベース」定義②を通貨発行益と考えることもできる。実際、日銀はこの定義の通りとなり、利子収入などで得た利益を「国庫納付金」という形で政府に提供している。これらの定義をどう考えればよいのだろうか。一つの見方としては、利益を認識するタイミングが異なることを考慮することができる。例えば、中央銀行が1億円の通貨を発行し、国債を購入

経済教室

政府・日銀の通貨発行益 財政再建に活用は困難

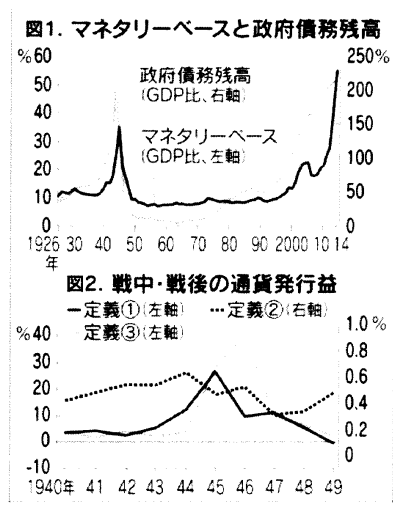
国民負担、避けられず

終戦直後の教訓生かせ

したとする。この国債の利回りが1%なら、利子収入として今年100万円が得られ、翌年以降も利子収入は続く。詳細な計算は省くが、マネタリーベースの増加額は、将来得られる利子収入の現在価値に一致する。このように考えれば、定義①と定義②の違いは、マネタリーベースの増加に伴う利益を今期すべて

筆者らの推計によると、48年の累積通貨発行益(GDP比)は定義①で52.5%、定義②では86.2%にも達する。高インフレによる資産の毀損という意味で、当時の国民に大きな負担を強いたことは明らかであり、通貨発行益・インフレ税で現在の政府債務問題を解決すればよいというものではない。

いて通貨を発行している。その結果、金利低下によって政府債務の利払い費を抑制できることに加えて、通貨供給量の増加によっても、政府・日銀は一定の利益を得ているとみることもできる。後者の利益を「通貨発行益(シニョリッジ)」という。通貨発行益を活用すれば財政再建できると主張する論者もいるが、果たしてそんなことは可能だろうか。結論を先にいえば、何の痛みもなしに実現することは難しい。



ものと考えらるなら、その増加分が利益(定義①)となる。ちなみに、通貨発行益に似た考えに「インフレ税」がある。インフレ税とはインフレにより政府が得られる利益(インフレ率×マネタリーベース、定義③)になる。負債は物価上昇を考慮しない名目ベースで計上されているため、インフレが起ると、実質ベースで負債が削減され、これが政府の利益になる。日銀の量的・質的緩和を通貨発行益という観点でみると、定義①では、計上すべき通貨発行益は80兆円になる。しかし、今回の量的・質的緩和もいつか「出口」戦略が必要になる。増やしたマネタリーベースは国債の売却・償還を伴いながらいつかは減少させることになる。そのケースでは、定義②に基づき通貨発行

益を認識すべきだといえる。定義①に基づき、現在80兆円の通貨発行「益」を計上したとしても、出口戦略の際にマネタリーベースが減少し通貨発行「損」を計上する必要がある。マネタリーベースが負的性格を持つ以上、増加させたマネタリーベースがまるまる政府の収入にはならないことに留意が必要だ。日銀が計上した通貨発行益は13年度が5794億円、14年度は7567億円である。日銀は現在、金融機関が日銀に持つ当座預金に0.1%の付利を支払っており、マネタリーベースを増やすことに伴う調達コストが一定程度存在している。日銀が保有する国債の利回りは、日銀自身の強い買い需要で低傾向にあり、緩和に伴う通貨発行益の増加は限界が近づいている。過剰な緩和の過去の教訓は何か。図1は我が国の政府債務とマネタリーベース(国内総生産 GDP比)の推移だ。現状は第2次大戦時に類似している。戦中戦後の政府債務残高は1945年をピークに大幅に減少している。高いインフレが一因だが、高い通貨発行益・インフレ税を計上していたとみることもできる。深刻な財政赤字の中、大幅にマネタリーベースが伸びていたことから、マネタリーベースはもはや縮小されない認識されていた可能性が高い。では、通貨発行益で財政再建は可能だろうか。図2は筆者と野村証券の服部孝洋氏が推計した戦中・戦後の通貨発行益(GDP比)の推移である。まず、定義②でみた通貨発行益は増加しなかった点に留意する必要がある。政府が人為的に名目金利の上昇をおさえる「金融抑制」などによ

って、財政赤字が深刻化しながらも名目金利が上昇しなかったことが主因である。一方、定義①・③では、相当規模の通貨発行益を得ていたことがわかる。増加したマネタリーベースをほぼ返済(縮小)しないと想定するならば、この増分がまるまる通貨発行益になる。さらに、マネタリーベースの増加に伴い高インフレが発生した場合、政府の実質債務が減少する。仮にマネタリーベースを恒常的に増加させながらインフレを抑制できれば、民間セクターが保有する国債は減少する。もっとも、歴史的にみると、深刻な政府債務の中、マネタリーベースが恒常的に拡大すると、最終的に高インフレが起る場合が少なくない。ノーベル経済学賞受賞者のトーマス・サージェント・米ニューヨーク大学教授によれば、これまで高インフレを経験した国は深刻な政府赤字を抱えていたケースが多い。財政を支えるため通貨発行を抑制できなくなり、高インフレを誘発するのだ。

おへる。かすまね。74年生まれ。一橋大博士(経済学)。財務省などを経て現職。専門はマクロ経済学、公共経済学