

## なぜ、日銀の国債引受けがまずいのか

発表日：2012年3月30日（金）

～財源として信用を失わないことが大事～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀が政府の発行する国債を直接引き受けることの最大の問題点は、政府の支払う資金の信用が失われることにある。もしも、政府が財政規律を失って、税金に基づかない日銀資金を使い始めれば、政府から支払いを受け取った国民は、どう感じるのだろうか。国民が政府から得た資金が信用できないと思い始めると、円を捨てて外貨に換えようとするだろう。

### 説明が明快でない「日銀引受けへの反論」

消費税増税法案が政治的に紛糾するほどに、財政再建の困難さを痛感させられる。そうした難関に差しかかると、少なからず国民はなぜそれほどまでに増税にこだわらなくてはいけないのか、と思うはずだ。中には、そのように悩まずとも、「日銀がすべて国債を引き受けて、お札を刷ればよいではないか」と素朴に感じる人もいようだろう。

筆者は、そんな意見を耳にするたびに、いぶかしく感じる。なぜ、日銀関係者や有識者はそうした素朴な疑問に明快に答えていないのだろうか。そうした反論の不在によって、日銀の国債引受けの問題点が国民に広く認知されず、日銀引受け論が一定の求心力を持ち得るのだと考えられる。一方、これまで日銀の国債引受けを批判するときには、「悪魔的手法」とか「ハイパーインフレになる」、「歴史的教訓として禁じ手」という情緒的表現が使われることが一般的だったと思われる。しかし、筆者にはそれらの反論は今ひとつぴんと来ない。

そこで、筆者なりに、以下で述べていくような単純な三段階の論法で、「なぜ、日銀引受けがまずいのか」を説明することとしたい。

### 安易な財源調達、歳出管理と徴税をルーズにする

日銀の国債引受けは、白川総裁の口から「財政ファイナンス」という表現で語られることが多い。広義の意味で、「マネープリンティング」という表現を使うこともある。負債の増加をあたかも所得の拡大のように受け止めて、政府が日銀から資金を受け取ると、マネープリンティングになる。マネープリンティングとは、“負債の所得化”だと言える。本稿では、様々な言い方があるが、それらを総称して「日銀の国債引受け」とする。

日銀の国債引受け論は、増税の痛みを回避する文脈で、代替案として語られることが多い。論者は、日銀の国債引受けによって、まるで増税が代替できるように語る。もしも、増税が回避できたのならば、次に何が起こるのだろうか。例として、ある内閣が増税を決めて国民から反発を喰うことを嫌がって、日銀の国債引受けによって増税をせず、社会保障費を増大させたとしよう。その内閣が、一旦、政府が税収という財源の裏付けがなくても日銀資金で財政運営ができると宣言したならば、その後の歴代内閣は増税を国民に説得できなくなるだろう。痛みのある増税を避けて、痛みのない日銀の国債引受けへと財源確保が流されれば、それは後戻りができなくなるのが道理である。

このことは、いずれ増税回避の選択だけには止まらなくなるだろう。その内閣は、次に大減税を表明して、日銀の国債引受けで間接的に減税の財源をまかない始めるだろう。日銀の国債引受けで社会保障費などを増大させて、歳出カットのモチベーションも著しく下がる。この状態が「財政規律の喪失」になる。税金の重みがあるから、歳出の管理にも責任が要求されるのだが、日銀からの資金調達でその重みがなくなれば、歳出の管理はルーズになる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

すると、いずれ国民の誰もが税金を支払おうとしなくなる。短期的にはそうした状態は起こらなくとも、いずれそこまで行き着くだろう。財政規律とは、歳入の規律があるから、歳出の規律も保たれるものである。

三段の論法の第一段階は、日銀の国債引受けが便利に使われるようになると、誰も税金を払おうとしなくなる、という帰結になる。

### 「税金」本位制を止めると信用をなくす

もしも、ある人が白紙に1万円札を模写して、買い物の支払い代金として使うと、何が起こるだろうか。多くの場合、警察に通報されるか、店員から怒られるかのどちらかであろう。仮に、ある人が友人のお店でそうした行為をしようとするれば、自分自身の良心の呵責に耐えかねて、模写したお札で支払うことを途中で断念するに違いない。

お札を使うという行為の背後にあるのは、国民全員がお札に信用力があると信じているから流通するという「信認」である。例に沿って言えば、模写したお札を人々が使わない理由は、そこに信用力がないことを誰もが知っているからである。つまり、国民の間には、お札は信用できるという社会的認識があり、それが損なわれればお札は流通しなくなる。

では、この信用はどこから来るのだろうか。それは、日銀がいい加減にお札を刷っていないからであり、政府もいい加減に歳出を増やしていないからである。国民が、日銀のお札について信用できると考えるのは、お札に表示された金額の価値が正当なものであると信じているからであろう。逆の論理で言えば、日銀が政府に対して野放図にお札を刷って渡していれば、そこでお札は信用は失われる。安易に刷られたお札は、表示された金額の価値を失うことになる。

この点では、日銀の紙幣発行のスタンスよりも、政府の財政資金の支払いの健全性の方が重要になる。政府が民間に支払っている財政資金は、単に印刷物を手渡しているのではなく、税金を裏付けにしているから、その価値を信用できる。たとえ、政府が国債発行によって調達した資金であっても、その国債がいずれ税金に基づいて支払われるという約束があるのならば、政府の資金はそれによって価値が担保されている。金本位制の下で、兌換券が広く流通したように、管理通貨制度の下では、いずれ税収で置き換えられるという信認が、政府債務の価値を担保している。管理された通貨は、信用面で言えば「税金」本位の制度であり、税金に依拠しない通貨の流通を認めないことが、信認をつなぎとめている。

そう考えると、政府がプライマリー・バランスを2020年代までかかっても黒字化することを約束し、対名目GDPを緩やかにでも低下させていくと宣言しているのは、お札の信認をつなぎとめることに貢献していると言える。この点は、なかなか自覚されにくいのが、「政府債務はいずれ税金で返済される約束になっています」とアナウンスするのと、「政府債務が返済できなくなったので、日銀がお札を刷って渡します」とアナウンスするのでは、大きく違うのは明らかだろう。

信認という意味では、お札という存在でなくとも、日本国債でも、通貨としての円であっても同じである。価値の基盤は税収であり、政府債務がどんなに膨張しても、最終的に税収で支払われるという信認が守られれば、価値の暴落を防ぐことができる。だから、仮に政府が、財源は日銀が国債を引き受けて賄うと宣言すると、信用力の面では非常にまずいことが起こる。論法の第二段階は、租税に基づかない支払いが行われると、通貨は信用を失う。このことが「通貨を墮落させる」ことになる。

### 信用を失った通貨は捨てられる

ある日、自分の貯金通帳から現金を引き出そうとしても、模写されたお札にしか替えられなくなると知ると、人々はどう行動するだろうか。おそらく、現金が一斉に引き出されて、お札は金塊や現物、不動産へと交換される

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

だろう。この状態は、実質的に「悪貨が良貨を駆逐する」ということであろう。国民が価値の乏しい紙幣を捨てて、より信用力が担保されたものに価値の保蔵を切り替える。

もちろん、この前提は現実離れしている。それに、現金から金・不動産といった現物へ価値保蔵手段をシフトさせても、完全に価値を保蔵することは成功しない。もっと現実的なのは、日本円をドルなどの外貨に交換して、財産を海外逃避させることが、円の信用が失われたときの人々の対処法になるだろう。キャピタル・フライトを通じた円安＝円の通貨暴落が起きる、というシナリオが、円資産が信用されなくなったときに起こる行動であろう。

その場合、金融機関の窓口で円預金は解約されて、外貨投資が急増する。金融機関は日本国債を売って、個人への支払いに対応せざるを得なくなる。ここで長期金利は上昇する。筆者は、日銀の国債引受けによって、インフレが起こるという見解にはあまりリアリティを感じないが、もしもインフレが起こるのならば、物価上昇は円安に伴う輸入インフレというかたちをとると予想する。

### 平時でなければインフレ率はコントロールできない

以上の三つを三段論法のようにまとめると、以下ようになる。

第一段階：日銀の国債引受けによって、誰も税金を払おうとしなくなる。

第二段階：租税によって裏付けられない通貨は、信用を失う。

第三段階：信用を失った通貨は、国民から捨てられて、円を暴落させる。

この論法を端折って、「日銀の国債引受けは円安を起こす」と言い換えると、ことの重大さが伝わらない。詭弁を弄する人からは、「円安誘導になれば願ったり叶ったり」と揚げ足を取られる。

深刻なのは、信用の喪失にしろ、円安にしろ、経済政策ではコントロールが効かなくなるところである。政策論を語るときに、インフレや円安を、あたかも温度調節でもできるかのように表現することがある。日銀のリフレ政策を薦める人も、インフレ率を中央銀行はコントロールできるはずだと言う。しかし、日銀の国債引受けによって生じる財政規律の喪失や、円の信認低下を日銀がコントロールできるのであろうか。

往々にして語られるインプットとアウトプットの関係が連続的に変化するという想定は、非常事態の時には机上の空論になる。技術的に可能かどうかではなく、所詮は無理なのだ。特に、信用の喪失は、金融不安がそうであるように、カタストロフィーは制御できない。コントロールできないものを、あたかもコントロールできるように言うのは恐ろしいことである。

現実の危険性を捨象して、モデルを操る政策論は不毛である。日銀引受けという手法をうまく使いこなそうという発想は、問題設定のところからおかしな話になっている。

### 正論をこつこつと通して実行していくしかない

筆者は、日銀の国債引受けが選択できないならば、消費税増税を即座に行うべきとの極論には傾かない。消費税増税を推進して、財政再建を進めることは是とするが、自由自在に消費税率を引き上げることはできないし、やむを得ず、増税するのならばその実行は摩擦が少ないように綿密に詰めていく必要がある。原則として、景気情勢を改善させながら、同時に消費税を増税する環境を整備していくことが肝要だ。

そこで重要なのは、消費税を増税できても、政府債務の膨張が縮小に転じることには当分ならないので、長い時間をかけて正論通りにこつこつとやっていかざるを得ないということだ。その過程では、日銀引受けは選択できないとしても、日銀が政府に協力して遂行できる行動には参画をしていくことが望ましい。日銀は財政ファイナンスの一手手前のぎりぎりの対応を迫られるかもしれないが、ここでは「財政ファイナンスを選択しない」という原則を曲げずに臨むことが命綱になる。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。