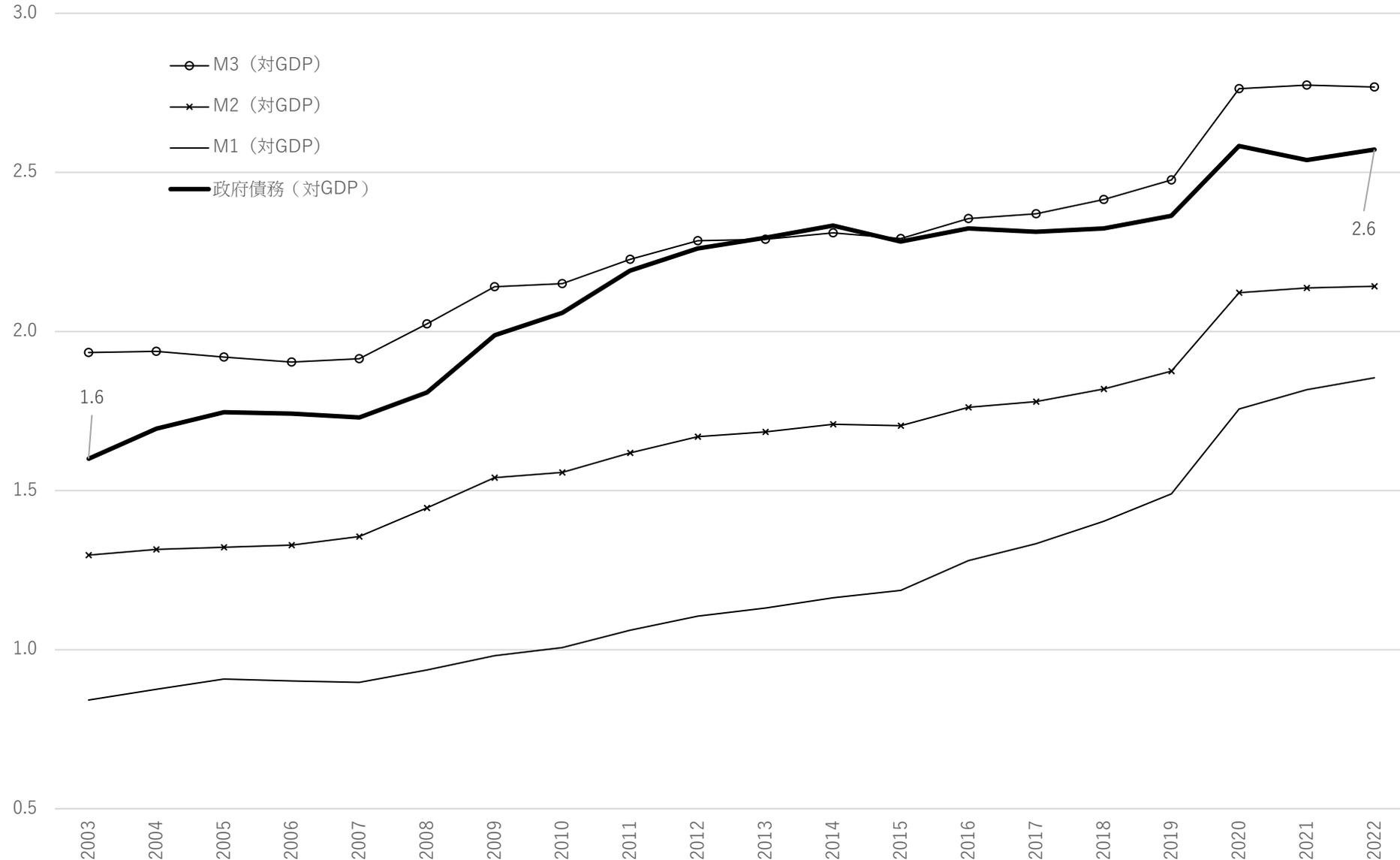


財務省ランチミーティング  
「財政政策と金融政策の一体運用によるマネー供給コントロールの可否」に対するコメント

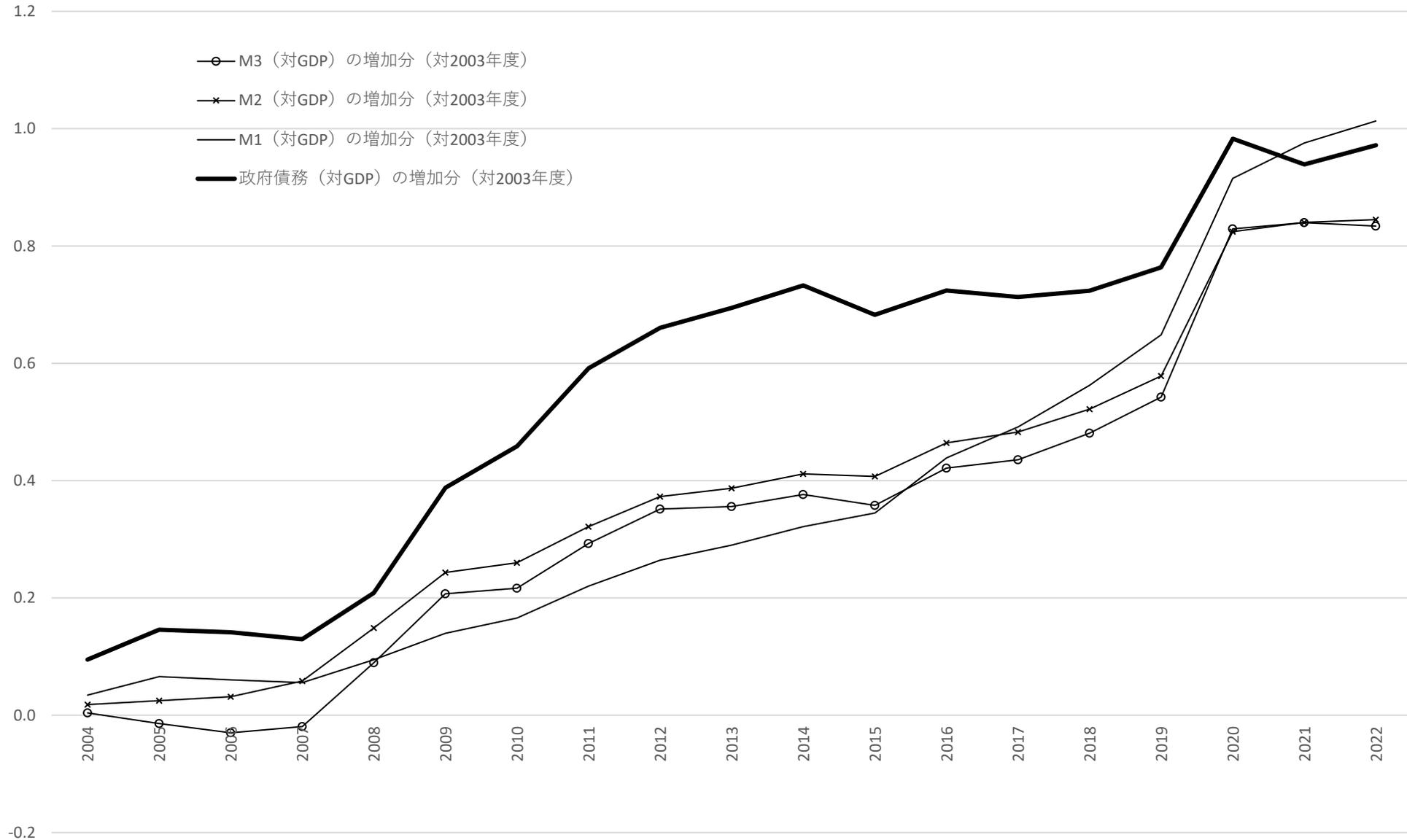
法政大学教授

小黒一正

# 政府債務とマネーストックの推移（対GDP）



# 政府債務の増分とマネーストックの増分



出所) 日銀統計、内閣府SNA、IMFデータから筆者作成

# Barro (1974) “Are Government Bonds Net Wealth?” との関係

< 政府部門の通時的予算制約式 >

$$(1+r)D_0 = \left(T_1 + \frac{T_2}{1+r}\right) - \left(G_1 + \frac{G_2}{1+r}\right) \quad (7)式$$

< 代表的家計の生涯予算制約式 >

$$C_1 + \frac{C_2}{1+r} = (1+r)S_0 + \left(Y_1 + \frac{Y_2}{1+r}\right) + \left[(1+r)D_0 - \left(T_1 + \frac{T_2}{1+r}\right)\right] \quad (8)式$$

(8)式は「生涯消費の合計 = 貯蓄残高 + 現在から将来の所得合計 + 国債残高 - 現在から将来の税収合計」を表す。この式で、国債残高が1単位増加しても、(7)式を満たすために「現在から将来の税収合計」が必ず1単位増加すると、(8)式の右辺に存在する「国債残高 - 現在から将来の税収合計」は増減せず変化すらしめない。これは、財政政策で国債残高が増加しても、それは現在や将来の税収増 (= 増税) で償還されるから、家計の生涯予算制約式に何も影響を及ぼさないことを意味する。この議論は「公債の中立命題」と呼ばれるものだが、(8)式から読み取れるように、代表的家計の生涯消費の合計などが変化しないことを意味する。なお、これは、国債残高が1単位増加して、それを家計が保有しても、国債が家計にとって純資産とはならないことを示唆するもので、Barro (1974)の議論にも繋がる。

出所) 拙著(2024)「財政と円安との関係性に関する一考察」(東京財団政策研究所Review) から抜粋

<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4497>

# コメント 1) 本当の「信用創造」とは何か？

「銀行の提供する要求払い預金は、それ自体が決済手段（すなわち、貨幣）として使えるものとなっている。このために、銀行は「信用創造」と呼ばれる特殊な機能をもつことになる。信用創造機能とは、貯蓄の形成を先取りするかたちで、先行して資金の貸付を行う働きのことである」（池尾和人著『現代の金融入門』ちくま新書）

## コメント2)

政府と日銀を一体で考える場合、日銀が国債を保有するか否かにかかわらず、統合債務の負債コストは基本的に変わらない（日銀が大量に国債を保有したため、統合政府BSの負債のデュレーションは短期化しており、金利上昇に脆弱になっているという指摘も正しい）。

いまは金利が低い水準のために負債コストがそれほど顕在化していないが、完全にデフレを脱却し、金融政策の修正が進むなかで金利が正常化すると、財政赤字を無コストでファイナンス可能な状況は完全に終了し、巨額な債務コストが再び顕在化する。

この関係で最も重要なのは長期金利の上昇幅という議論も多いが、ドーマー命題の含意が示すとおり、金利がゼロでも、債務残高（対GDP）が発散する可能性があるのではないか？

# ドーマーの命題

名目GDP成長率が非負 ( $> 0$ ) の経済では、財政赤字 (対GDP) の比率を一定に保ちさえすれば、債務残高 (対GDP) の比率は一定値に収束する

$$\lim_{k \rightarrow \infty} d_{t+k} = \frac{\delta}{n}$$

$d$ : 債務残高 (対GDP) の比率

$\delta$ : 財政赤字 (対GDP) の比率

$n$ : 名目GDP成長率

# 証明①

- 政府の予算制約

$$D_{t+1} = (1+r)D_t + G_t - T_t$$

$D_t$ : 時点tの債務残高；

$G_t$ : 政府支出（利払い費を除く）

$T_t$ : 税収

プライマリー収支 =  $T_t - G_t$

通常の財政収支 =  $T_t - (G_t + rD_t)$

= 債務残高の純減

=  $-(D_{t+1} - D_t)$

## 証明②

$$D_{t+1} = D_t(1 + r) + G_t - T_t$$

$$\frac{D_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{1}{1 + n} \left( \frac{D_t}{Y_t} (1 + r) + \frac{G_t}{Y_t} - \frac{T_t}{Y_t} \right)$$

$$d_{t+1} = \frac{1}{1 + n} (d_t(1 + r) + g_t - \tau_t)$$

$$d_{t+1} = \frac{d_t}{1 + n} + \frac{\delta_t}{1 + n}$$

$d_t = D_t/Y_t$   
債務残高(対GDP)比率

$g_t = G_t/Y_t$   
政府支出(対GDP)比率

$\tau_t = T_t/Y_t$   
税金(対GDP)比率

$\delta_t = rd_t + g_t - \tau_t$   
財政赤字(対GDP)比率

債務残高(対GDP)比率に関する数列

# 証明③

財政赤字（対GDP）の比率（ $\delta$ ）が一定値だとすると、既述の数列は以下となる。

$$d_{t+1} = \frac{d_t}{1+n} + \frac{\delta}{1+n}$$

$(d_t - \frac{\delta}{n})$  に関する等比数列

$$(d_{t+1} - \frac{\delta}{n}) = \frac{1}{1+n} (d_t - \frac{\delta}{n})$$

「 $\delta = \text{PB赤字} + \text{債務の利払い費}$ 」だが、金利がゼロでも、PB赤字が存在すれば、 $\delta > 0$

名目GDP成長率が負値 ( $n < 0$ ) だと、収束せず、発散してしまう

# ドーマー命題の含意

- 1) 金利と成長率の大小関係にかかわらず、金利がゼロでも、債務残高（対GDP）比率が膨張していく“可能性”がある

ピケティの議論（例：「21世紀の資本」）                       $r > n$                       (※  $r$  は資本収益率)

ブランチャールの議論（例：「21世紀の財政政策」）                       $r < n$                       (※  $r$  は国債利回り)

- 2) 名目GDP成長率がマイナスの場合、財政赤字が存在する限り、債務残高（対GDP）比率は発散する

# コメント3) イギリスの金融抑圧の成功要因はインフレのみか？

「「第二次世界大戦後のイギリスは、まさにこの金融抑圧を利用して過剰な政府債務を圧縮しました。1945年、労働党政権のヒュー・ドルトン蔵相は、国債価格を維持するため、1932年から続いてきた低金利政策をさらに強化して猛烈な低金利を実施します。この政策は1951年まで続きますが、その間、金利（10年物国債）はずっと成長率より低い水準に抑制されました（図表4 - 2「金利・成長率の差」を参照）。またこの傾向は、金利の自由化が進む1980年頃まで続きました（注：有名な「金融ビッグバン」は1986年）。

もちろん、金融抑圧は国民生活にとっても無縁ではありません。金利を市場実勢よりも低い水準に誘導するため、実は預金などに対して見えない形で課税されるようなものです。このため、「金融抑圧税」とも呼ばれています。（続く）

ハーバード大学ケネディスクール教授で『国家は破綻する | 金融危機の800年』（カーメン・M・ラインハート／ケネス・S・ロゴフ、日経BP社、2011年）などの著書で知られるラインハートらは、1945～80年の35年間に於いて、イギリスの金融抑圧税が対GDP比で年間平均3・6%にも達した可能性が高い旨の報告をしています。単純計算でも、政府債務（対GDP比）は126%ポイント（ $= 3 \cdot 6\% \times 35$ 年間）減少することになります。

（略）

イングランド銀行は、1971年に「競争と信用統制」を発表するまで、インフレ抑制のために「緩やかな直接貸出規制」を行っていました。景気が過熱してくると、中央銀行が金融政策（金利や法定準備率の引き上げなど）のみでインフレを抑制するのが難しくなるからです。

ただ、その裏側で必要な資金が産業に回らず、産業が疲弊するという代償を支払ったことも十分に認識しておく必要があります。今後、政府・日銀は高いインフレ圧力に直面した場合、かつてのイギリスのように直接貸出規制などを実施し、インフレを許容範囲に留める必要に迫られるかもしれません」（拙著『預金封鎖に備えよーマイナス金利の先にある危機』朝日新聞出版）

図表4-2 英国の政府債務や長期金利などの推移

