

鎮目論文「財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制～ 国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に 関する歴史的考察 - 」に対するコメント

どいたけろう
土居文朗
慶應義塾大学

この論文は、日本銀行の対政府信用について、インフレ、通貨供給と国債発行の関係を中心にデータに裏付けられた考察を試みており、中央銀行のバランスシートの健全性と財政規律の意味を歴史的観点から検討した今日的意義に富む優れた論文である。筆者自身、「政府債務残高の累増がクローズアップされる中で、財政構造改革の必要性が叫ばれる現代に生きるわれわれにとっても、こうした歴史に学ぶところは大きい」と述べているように、この論文から得られた示唆は多い。この論文の主な分析対象時期である第2次大戦以前では、次のような顕著な事実をデータから明らかにしている。

- ・日本銀行のバランスシートの対GNP比率が物価上昇率（GNPデフレータ）と正の相関を示している点
- ・日本銀行の資産構成では、金本位制離脱以前では正貨準備が多いものの、金本位制離脱以後（1932 昭和7 年～）は国債が急激に増加した点
- ・そしてこの時期（1932 昭和7 年～）に急増した国債発行が大半を日銀引受で行われ、国債残高中の日銀保有比率が高まり、国債の日銀保有残高の増加が銀行券発行増につながっていた点
- ・この時期、資金統制などを通じて低金利政策の維持に日本銀行がコミットしていた点

これらの事実が、中央銀行のバランスシートの健全性と財政規律に与えた意味を、論点を整理しながら検討しているところも、この論文の意義を高めているといえる。筆者の論点整理から浮かび上がってくる示唆は、対内、対外を含めた金融政策を規定する要因が財政規律に強く影響を与えている、ということであると評者は考える。この論文では、金本位制（を維持するための金融政策の運営）が財政規律を与えていた点や、金本位制離脱後には財政赤字のファイナンスを念頭に置いた金融政策の運営により財政規律が失われた点が指摘されている。この論文が試みたこうした関連づけは、今日の財政政策と金融政策の関係を考えるうえで極めて重要である。

ただ、次のような点で改善が試みられれば、その示唆をより意味深いものにできるのではないかと評者は考える。

日本銀行のバランスシートの対GNP比率と物価上昇率（GNPデフレータ）の相関関係を分析するに当たっては、他の影響をコントロールするべく重回帰分析を行

うとよいのではないか。特に、通時的にみて戦時期に平時と異なる動きが観察される旨が述べられている点で、タイム・ダミーなどを入れながら、その影響をコントロールしたうえで相関関係を検討した方が、より頑健であると思われる。財政規律の定義が財政赤字の持続可能性の定義と混同しやすい定義となっている。評者は、両者は区別されるべきであり、それを明確にするためには次のような定義にした方が、論文の趣旨を損なうことなく、より論点が明確になるのではないかと考える。そもそも、財政赤字の持続可能性の定義 (Hamilton and Flavin [1986]) は、「無限先の将来の政府債務残高が割引現在価値でみてゼロに収束すれば、政府債務は持続可能である」として定着している。

これは、鎮目論文に書かれている定義と近似している。そこで、区別するために、「財政規律」を「財政政策を効率的に行うこと(ないしは、非効率な財政政策を行わないようにすること)」と定義するとよいのではないかと考える。より具体的にいえば、経済全体の資源配分をより望ましいものにする(パレート最適に近づける)財政政策を行うことであり、社会厚生を向上させないような財政支出や課税を行わないようにすることである。この定義の背景には、ゲーム理論を応用した金融契約の理論で企業統治 (corporate governance) を議論する際に用いられる「負債による規律づけ」の考え方がある。つまり、債権者が企業の経営者により多くの利潤を上げるようインセンティブを与えるにはどうすればよいかという議論であり、ここで意図している「規律づけ」とは「経営の効率化(利潤の追求)」である。

この定義でいえば、財政規律の問題と財政赤字の持続可能性の問題は分離できる。それでいて、その分離は次のような論点において、論文の趣旨を損なうことなく、意味をなす。古典派的二分法を前提にすれば、財政赤字が日本銀行の国債引受を伴いながら累増してインフレが生じたとしても、経済全体の資源配分に何ら影響を与えずいかなる損失も生じないから、この政策選択に何ら問題はないとする主張に対して、形式的な債務不履行はまぬがれても(財政赤字の持続可能性は担保できても) 財政支出が非効率になり得るから望ましい政策選択ではないと述べることができる。

インフレが資源配分上望ましくないという考え方は、経済学界のすべてを支配しているわけではなく、古典派的二分法(ないしはそれと同等の結論が導かれる理論)から物価水準は資源配分と無関係であるとする考え方も理論的には根強い。後者の考え方を受け入れたとしてもなお、中央銀行の対政府信用を「財政規律」の問題に結びつけるには、政府が無制限に国債を発行できれば非効率な財政支出や課税を抑制する動機づけがなくなるという意味で、「財政規律」を位置づけると本論文の趣旨がより明確になるのではないかと考える。

この定義の分離は、この論文に書かれている「収益性」と「健全性」の言葉の使い分けに近似している。財政政策においては、前者が「財政規律」であり、後者が「財政赤字の持続可能性」と位置づけることができると考える。

日本の第2次大戦前の時期について、Hamilton and Flavin [1986] の定義に即して国債の持続可能性を分析した先行研究に浅子ほか [1993] があり、そこではこの時期の国債は持続可能でないとの結果を得ている。この分析結果を引用すると、本論文の趣旨がより補強されるのではないかと考える。

この論文に書かれている財政赤字の持続可能性条件（ドーマーの条件）は、近年の研究でこの条件を満たさなくても持続可能である場合が指摘されている。それは、Hamilton and Flavin [1986] の定義に即して、Bohn [1998]、土居 [2000] が議論している条件で、「前年度末（今年度初）公債残高対GDP比の上昇に伴い、基礎的財政収支対GDP比が上昇すること」という（十分）条件である。この条件を満たせば、脚注に書かれている条件を満たさなくても財政赤字は持続可能であるから、財政の持続可能性の問題を検討するにはこの条件を挙げた方が望ましいと考える。

参考文献

- 浅子和美・福田慎一・照山博司・常木 淳・久保克行・塚本 隆・上野 大・午来直之、「日本の財政運営と異時点間の資源配分」、『経済分析』第131号、経済企画庁、1993年
- 土居丈朗、「我が国における国債の持続可能性と財政運営」、井堀利宏・加藤竜太・中野英夫・中里 透・土居丈朗・佐藤正一、「財政赤字の経済分析：中長期的視点からの考察」、『経済分析 政策研究の視点シリーズ』16号、9-35頁、経済企画庁、2000年
- Bohn, H., "The behavior of U.S. public debt and deficits," *Quarterly Journal of Economics*, 113, 1998, pp. 949-963.
- Hamilton, J.D. and M.A. Flavin, "On the limitations of government borrowing: A framework for empirical testing," *American Economic Review*, 76, 1986, pp. 808-816.