

2020/05/29 05:41

## ◎【円債投資ガイド】マネタリー・ファイナンス論争＝日本総研・河村氏（29日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝英イングランド銀行（中央銀行、BOE）では去る3月15日に総裁が交代したが、その前後に慌ただしく危機対応の金融政策運営が展開された。前カーニー総裁の任期末直前の3月11日には政策金利であるベース・レートを、0.75%からリーマン・ショック以降の危機下の水準である0.25%にまで一気に引き下げ、さらにベイリー新総裁就任直後の同19日には、BOEとしては未踏の0.1%にまで引き下げた。合わせて、2016年6月の英国のEUからの離脱をめぐる国民投票後に一時的に実施して以来、ずっと停止していた、資産買い入れファシリティー（APF）の枠組みにおける英国債等の買い入れも再開した。

英国では、BOEによるこうした国債等の買い入れは、いずれ来たる正常化局面における損失発生を見越し、その損失をBOEにかぶせてしまうようなことは決してせず、政府が完全に補償することが前提の枠組みで実施されてきている。政府による損失補償（indemnity）が、金額欄が空欄の白地小切手になってしまうことのないよう、APFによる資産買い入れ残高の限度額はあらかじめ定められている。今般、その残高の上限が2016年8月に決定された4350億ポンド（1ポンド＝130円として換算すれば約57兆円）から6450億ポンド（同84兆円）に引き上げられたことを受け、同国内では、これが「マネタリー・ファイナンス」に相当するのではないかという論争が巻き起こった。

ベイリー総裁は去る4月6日付のフィナンシャル・タイムズ（FT）にすぐさま寄稿し、反論している。同総裁によれば、「マネタリー・ファイナンスとは、政府の資金調達目的で中銀のバランス・シートを恒久的に拡大すること」と定義づけ、「マネタリー・ファイナンスを用いることは、金融政策運営の独立性を損なうことによって、インフレーションをコントロールすることに関する信認にダメージを与えることになる。究極的には中銀のバランス・シートが持続不可能となり、独立した中銀としてインフレーション・ターゲットを追求することと両立できなくなる」としたうえで、「極めて重要な点は、このバランス・シート拡大をいつ巻き戻すのかについて、BOEは完全なコントロールを掌握していることだ」、「もし、今、実施している国債等の買い入れが、2%のインフレ目標を脅かす（引用者注：インフレ率が2%を大きく上回って上昇する）ようであれば、金融政策委員会（MPC）は直ちに反応する（同：国債等の買い入れを直ちに停止する等の決定を下す）ことができる」と反論している。

MPCの外部委員であるブリハ委員も、去る4月23日の講演で、この「マネタリー・ファイナンス論争」にかなり時間を割いて次のように言及している。

マネタリー・ファイナンスの定義については、「ベイリー総裁が示した上述のような定義がある一方で、『財政の歳出を、国債を発行するのではなく、中銀マネーでファイナンスすること』というメカニズム的な定義（mechanical definition）も存在する。ただし、どの中銀も多かれ少なかれ（引用者注：大規模な資産買い入れを行っているか否かにかかわらず）バランス・シート上に国債を保有している。厳密に言えば、政府の歳出は常に中銀マネー（同：銀行券と中銀当座預金というマネタリーベースのこと）によってファイナンスされていることになる。しかしそれは、政府の借り入れにコストがかからない、ということと同じではない。中銀が保有する分の国債の利子は、政府が中銀に支払うが、それは中銀による準備（同：中銀当座預金）への付利に回る。中銀経由でファイナンスされている分の政府にとってのコストは、BOEの準備への付利に相当することになる。ゆえに、上記のメカニズム的な定義は正しくない。しかもこの定義に関

する論争は、中銀が何をやっているのかに関する話ではなく、生産的ではなく、有意義でもない」。

他方、ブリハ委員は、「マネタリー・ファイナンスになってしまわないか心配している人々がいるのは、このまますべてが進んだとき、インフレーションで終わるのか、それともワイマール共和国やジンバブエのようにハイパーインフレーションで終わるのか、どちらになるのかわからないからだろう」、と認めた上で、「良いマネタリー・ファイナンスも悪いマネタリー・ファイナンスも最初は同じように見えるが、一方はインフレ目標の達成で終わり、他方は過度なインフレで終わる」とし、BOEが今、やっている取引は、ワイマール共和国やジンバブエの中銀が行っていた取引と変わりはないとした上で、「やっている取引そのものには、“犯罪の決定的な証拠” (smoking gun) はない。歴史的に悲惨なマネタリー・ファイナンスのエピソードとの間の鍵となる違いは、『誰が決定するのか。そして何の目的のために決定するのか』という点にある。政府が、インフレ目標を従属的なものとして財政運営上の目標を優先的に達成するために、中銀に対して何をすべきかを、暗黙的にせよ明示的にせよ言うかどうか、がその違いなのだ。これは財政優越 (fiscal dominance) として知られている」としている。

そして、それがなぜ究極的にインフレにつながるのか、という理由として、同委員は、「政府がひとたび、財政上の目標をインフレ目標に優越させると決めてしまえば、中銀の独立性を、暗黙的にせよ明示的にせよ奪う (ことを含む) ことになりがちで、重要なのは短期金利をインフレ目標の達成に適当なのよりも低くしてしまうことによる」、「ワイマールやジンバブエには、インフレーション目標を達成するのに信頼に足る行動を何らとることなく、政府の資金調達ニーズを達成するのに必要な中銀マネーを発行してしまう中銀がいたのだ」、と述べている。

わが国における日銀による国債等の巨額の買入れは英国よりもはるかに著しく、本年第1四半期末の名目国内総生産 (GDP) 比はすでに110%を超えた。異次元緩和が開始された13年の当初は、わが国でもそれが「マネタリー・ファイナンス」に相当するのではないか、との論争が活発だったが、最近ではそれもめっきり聞かれなくなった。他方、着手当初はその目的は、「長年継続したデフレからの脱却による2%の物価目標の達成」であったはずが、何年経過しても達成の見通しは立たず、次第にブリハ外部委員のいう「財政従属」の色彩が濃厚となりつつある。先月には、政府が補正予算で国債を25.7兆円増発するのとほぼ同時に、日銀の国債買入れの年80兆円というめどが撤廃された。

日銀が5月27日に発表した19年度の決算では、心配されていた上場投資信託 (ETF) の含み損発生による引当金計上は何とか免れたことが明らかになった。他方、経常利益が1兆6375億円と、前年度対比で3633億円の減額となっているにもかかわらず、国庫納付金が1兆2305億円と近年にない金額に膨らんだことが目を引く。18年度の国庫納付金は5576億円で、19年度分についても、政府の20年度の一般会計当初予算案を策定した本年初めの時点では5718億円と見積もられていた (財務省主計局理財局『令和2年度予算及び財政投融资計画の説明』=第201回国会=、20年1月による) ところ、やや不自然な感じがしなくもない。これだけの国庫納付金をひねり出せた要因はいくつかあるようだが、その一つとして債券取引損失引当金の計上金額を従前対比で減額していることが背景にあるようだ。これは、将来の金利引き上げ局面で日銀が直面する財務悪化に備えて本来、積み立てておくべきであった部分まで、今決算で国庫納付金に回したことを意味する。

かつて、日銀が独立性を獲得する前の話ではあるが、国債整理基金特別会計や外国為替資金特別会計と並び、日銀の国庫納付金が政府の一般会計の資金繰りが厳しい時に資金をひねり出す頼みの

綱となる“三種の神器”の一つと言われていた時代があった。わが国の財政運営はもともと“火の車”であったところ、コロナ危機により、“火に油を注ぐ”ような事態となりつつある。今回の日銀の決算にも、財政当局の意向が影響している可能性は否定し得ないだろう。日銀の19年度の納付金を上積みできれば、決算上の剰余が生じ、経済対策に充当できる財源を捻出できるかもしれない。これはわが国で、日銀の“財政従属”の様相が一段と濃厚になってきたことを示しているといえよう。(了)

[/20200529NNN0023]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved