

2016/12/09 08:00

◎【円債投資ガイド】マネタリズムの亡霊＝日本総研・河村氏（9日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝「マネタリズムの亡霊」（The Spectre of Monetarism）—この刺激的なタイトルで、カーニー・イングランド銀行（BOE）総裁は去る12月5日、リバプールの大学で講義（スピーチ）を行った（以下、訳出部分は筆者）。その冒頭部は、「亡霊が欧州に取りついている。共産主義の亡霊が」というマルクス＝エンゲルスの『共産党宣言』（1848年）の引用から始まる。

カーニー総裁は、最近の四半世紀の経済情勢を“大断裂の時代”（the time of great disruption）と称している。「ベルリンの壁の崩壊とトウ小平が着手した改革によって、人類の3分の1がグローバルな労働力として組み込まれた結果、人びとの働き方、貿易、消費、生活の仕方に関して、一連の深い“断裂”（disruption）が生じた。2008年のグローバルな金融危機以降、英国経済は、1860年代以降初めての“失われた10年”のただ中にある」と同総裁は語っている。

そうした時世における金融政策の役割とは何か—今日、直面しているこの課題を考えるに当たり、カーニー総裁は『共産党宣言』になぞらえて、次のように述べている。

「当時、悪玉は共産主義者だった。今日ではそれはセントラル・バンカーか？彼らの空想が飛躍して長期停滞や不平等を促進することか？マネタリズムの亡霊がわれわれの経済に取りついているのか？」。ちなみに、カーニー総裁はこのスピーチにおいて、“マネタリズム”を、貨幣数量説を唱えた新古典派よりは広い意味で、「経済を安定させるうえでの唯一の手段が金融政策である、とする考え方」を指すものとして用いている由である。

カーニー総裁の現状分析はまず、グローバル経済全体を俯瞰（ふかん）することから始まる。「1960年を起点にみれば、1人当たり実質GDPは2.5倍に増加し、平均寿命もなお延び続けている。その成果とは裏腹に、先進国の市民の多くは、先行きがますます不確実な状況に直面し、既存のシステムがもはや通用せず信用できなくなったことを嘆いている。グローバル化が進展した先に待っていたのは、“黄金の時代”ではなく、低賃金、不安定な雇用、国境を越えた企業活動の展開と、“不平等”（inequalities）の衝撃的な拡大だった。そうした不安は、（訳出者注：リーマン・ショックと欧州債務危機という）金融の中核での双子の危機によって、さらに深いものとなった。世界の大銀行はバブルに踊り、その責任はほとんどとられることなく、株主や納税者、市民がその重い代償を払わされることになった。そうした結果、開放された市場に対する公衆の信認が危険にさらされている」—。“Brexit”という国民投票の結果もしく、米国の大統領選挙の結果もまたしく、ということなのだろう。

BOEの分析に基づき、英国経済に関しては次のように説明している。「経済は相対的には安定しているが、“不平等”をめぐるのは複雑な状況にある。ジニ係数で表され

るような社会全体の“不平等”の度合いは安定しているが、これを世代別にみると、近年、若年層と中高年齢層との間での“不平等”が急速に拡大していることに驚かされる。こうした状況に収入の伸びの低いことが重なり、多くの人々が先行きに多くの疑問を抱いていることは驚くにはあたらない」というのがカーニー総裁の見立てだ。

これに対して、金融危機後のBOEの金融政策運営はどのような成果を上げてきたのか？BOEの分析は、危機後、デレバレッジを進める英国の民間部門が成長の足を引っ張り、また危機直後こそ大きく拡張した財政支出も、その後は相当な緊縮を余儀なくされ、さらに世界経済も減速するなかで、金融政策運営が英国経済の下支え役を果たしたことを示す。

しかしながら、「経済全体としての生産性が目に見えて向上することはなく、世代間の“不平等”も拡大を余儀なくされた。金融政策にできることは、経済全体の需要を安定させることにとどまり、特定の地域や年齢層に的を絞る政策運営はできないことがはっきりした。それは政府の構造政策やサプライ・サイドの政策が果たすべき役割だ。危機後の7年間、英国経済を下支えする役割を果たしたのは金融政策のみであったが、これからは違う。ハモンド財務相が11月の秋季財政報告で述べたように、今後は、金融政策と財政政策、構造改革とのリバランシングが必要だ」というのがカーニー総裁の主張だ。

本年6月の国民投票により決定した“Brexit”は、英国内外の経済・金融情勢に急激な変化をもたらすことになった。英国の長期金利は上昇し、ポンド安の進展につれて物価は押し上げられ、先行きのインフレ期待は目標の2%を上回る状況に至っている。こうした状況に対してBOEの金融政策委員会は、物価目標のみをしゃくし定規に扱おうと、向こう3年間にわたり100bp程度の政策金利引き上げが必要になるが、それは同時に25万人の失業者増という結果ももたらしかねないため、当面は、物価上昇率の上振れを許容しつつ、失業者増を抑制するという方向の政策運営を選択した。

「このように、BOEは、今後の英国の経済・物価情勢の進展に応じて、金融政策運営をどちらの方向にも動かすことが可能であり、それゆえ、金融政策は“亡霊”(spectre)ではなく、“親しみやすい幽霊”(friendly ghost)なのだ」というのがカーニー総裁のこの講義の“オチ”になっている。

BOEが、内外環境の急変に際して「100bp程度の政策金利引き上げ」という金融政策運営のオプションを平然と語れるのは、それを行い得るだけの機動性を保持しているからにほかならない。すなわち、中央銀行としての資産規模は名目GDP比で2割強程度と、日銀(同8割)よりはるかに低く抑えられている。さらに、金融危機直後の資産買い入れは、開始時点からBOE本体とは別勘定で行われており、その将来的なコストは英国政府が責任を持つ枠組みとなっている。

ひるがえってわが国はどうか。日銀の「量的・質的金融緩和」等を背景とする株高の恩恵を受けたのは、社会全体からみれば一部の富裕層のみだ。この間の財政政策運営は英国とは対照的で、基本的に大盤振る舞いが続けられてきたものの、経済の生産性はな

かなか向上しない。格差の拡大はわが国でも指摘され、国民の多くは社会保障や財政、経済の先行きに不安を抱いている。さらに企業も国内経済の先行きに自信が持てない中、賃上げをちゅうちょしていることから、個人消費の伸び悩みが長期化している。

こうした中、日銀は本年9月の“総括”を経てもなお、年80兆円程度のペースでの国債やETFの買い入れを続行している。日銀の場合、すでに買い入れてしまった莫大（ばくだい）な資産規模ゆえに、BOEのように「今後の経済・物価情勢の進展に応じて、金融政策運営をどちらの方向に動かすことも可能である」などと言うことは、もはや到底できない。現在のように、ひたすら資産を買い入れ続けているうちはよいかもしれないが、今後、いざ、金利の引き上げ誘導を迫られる事態となれば、日銀に相当な財務運営コストが発生せざるを得ない状況だ。それにもかかわらず、いまだに、国民には何の説明もなされず、何の議論も行われていない。一方で、こうした金融政策運営が、肝心の物価に大きな影響を及ぼし得ていないことは、日銀自身も認めつつある。それでも日銀は、なお、巨額の買い入れを続行する。

マネタリズムの「亡霊」にすっかり取りつかれてしまっているのは、ほかでもない、わが国だろう。（了）

[/20161209NNN0060]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved