

金融通貨政策の政治経済学と中央銀行のバランスシート

熊倉正修

●新興市場経済の金融通貨政策の 変容

一九九〇年代半ば以降の通貨危機の頻発によって多くの新興市場諸国 (Emerging Market Economies = EME) は伝統的な固定為替相場制度の放棄を余儀なくされ、代替的な金融通貨政策の枠組みを模索するようになった。その後、多くの国において中央銀行 (以下、中銀) の独立性が強化され、国内物価の安定を優先する金融政策レジームが定着し始めた。そのような政策枠組みの筆頭をなすのがインフレーション・ターゲットリング (Inflation Targeting = IT) である (表1)。

表1 先進国と EME における金融通貨政策レジームの変遷
(出所) IMF ホームページおよび年次報告書をもとに集計。
(注) EME の定義は参考文献①による。[] は ERM 参加国内数。() は IMF プログラムが進行中の国内数。ユーロ圏は全体で一国として計算した。為替レートとそれ以外の金融政策のアンカーが併用されている国は後者の列に計上した。

レジーム	為替レート ターゲットリング		IT		貨幣量 ターゲットリング		その他	
	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME
1999	3 [2]	13 (7)	5	4	1	6 (2)	4	2
2006	1 [1]	5	7	14 (3)	0	5 (1)	4	4

増している (図1)。

最近、EME の為替市場介入が国際収支不均衡の調整を阻んでいることや、これらの国々の外貨準備運用方法の変更が国際金融市場の混乱を招く可能性が指摘されている。しかし筆者の見るところ、より重要な問題は多くの国において、為替市場介入や外貨流動性の管理に関する方針や責任主体が曖昧なままアドホックな政策運営が行われていることである。為替市場介入や外貨準備管理と国内の金融政策は本来表裏一体であり、少なくとも原則的には両者を独立に決定することはできない。また、中銀のバランスシートが為替リスクに晒されている国では、中銀と政府の政治的駆け引きが金融政策や通貨政策に悪影響を与える可能性も考えられる。

●中央銀行のバランスシート・リスク?

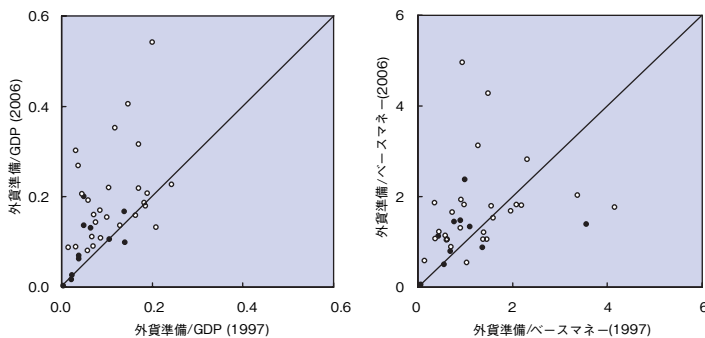
図2には中銀と政府のバランスシート、そしてそれらを合わせた統合勘定の例が描かれている。タイプIの国においては中銀が外貨準備の保有主体になっており、タイ

プIIでは政府が外貨準備を保有している。外貨準備の保有主体と為替市場介入の決定主体が同一である必然性はないが、ここまでは一致していると仮定する。

タイプIの場合、政府が均衡財政を維持していれば政府に債権・債務は発生せず、中銀のバランスシートと中銀・政府の統合勘定は一致する。ベースマネー (ここでは現金+法定準備金) と中銀の資本金・準備金を一定とすると、中銀が外貨準備を積み増せばその分だけ中銀の有利子負債 (ここでは中銀債だが他の項目でもよい) が増加する。タイプIIでは政府が国債を発行して得た資金によって外貨を購入している。図2では中銀が国債の全額を保有しているが、これも必ずしもそうである必要はない。

図2を見れば分かるように、政府と中銀の統合勘定はタイプI・IIとも同一である。したがって外部から見ると、誰が為替市場介入を実施するか、そして誰が外貨準備を保有するかは広義の政府内部での取り決めの問題にすぎず、中銀単独のバランスシートを分析する意味はないように思われる。しかし政府と中銀の間で政策目標が共有さ

図1 先進国と EME における外貨準備の推移



(出所) IMF International Financial Statistics および World Economic Outlook Database をもとに集計。

(注) ●は先進国を、○は EME を示す。先進国はユーロ圏の国を含まず。

図2の中銀の負債の中で利払いが発生するのは中銀債だけである。開発途上国の中銀債(や国債)の利率は外貨準備のリターンを上回っている可能性が高いが、中銀債発行残高が外貨資産残高に比べて小さければネットの利息収入は正になる。また、自国通貨増価に伴って外貨資産に評価損が発生し

中銀自身の準備金などによって処理する取り決めになっているケースが多い。中銀の収益の源泉は政府から与えられた貨幣発行独占権にあり、通常は貨幣発行益や金利収入などを通じて毎期に相応の会計利益を期待できる。しかしタイプIの中銀の場合、事情はやや複雑になる。

れておらず、両者の間に何らかの政治・経済的な緊張関係が存在する場合、それは必ずしも正しくない。たとえば先に見た中銀の独立性強化は政府や政治家が短期的な人気取りのために中銀に望ましくない影響を与えることを阻止するためのものであり、政府と中銀の間に潜在的な利害対立があることが前提になっている。

大半の国の中銀は民間銀行と同様に定期的な決算を行って会計損益を確定している。国によって中銀の損益の処理方法は異なるが、利益が生じた場合はその一部ないし全部が国庫に納入され、損失が生じた場合は

でも、十分な資本金や準備金があれば債務超過に陥る可能性は低い。しかし中銀が自国通貨高や資本収支危機対策のために外貨買い介入を続ければ、バランスシート上で外貨準備と中銀債だけが拡大を続け、中銀が債務超過に陥ったり会計上の利益が負になったりする事態は必ずしも迂遠なものではなくなってくる。実際、過去一〇年間に多くの EME において外貨準備総額の対ベースマネー比率が急上昇しており(図1)、中銀が債務超過に陥るケースも報告されている(参考文献③)。また、各種のアンケート調査なども、多くの中銀が国庫納付金や保有資産の評価額の極端な変動が政府に介入のきっかけを与えると考えていることを示している(参考文献④)。

中銀が上記のような事態をあらかじめ回避しようとする場合、どのような対策が考えられるだろうか。第一の可能性は、そのような事態が発生しない範囲に為替市場介入や外貨準備の規模をとどめることである。第二の可能性は、外貨準備の目標値を先に決定し、それに見合うように国内の物価目標値を調整することである。一般にインフレ率の上昇は中銀の経常利益の増加をもたらす。中銀が債務超過に陥る可能性を低下させる。しかし上記のような制約の下で決定された外貨準備やインフレ目標値が社会的に望ましい値と一致する保証はない。たとえば中銀が資本収支危機の再来防止を自らの独立性維持のための絶対条件だと考え

ている場合、過剰な外貨準備を保有しつつ国内のインフレ率を高めに誘導するといったことも考えられないわけではない。

また、上記の二つはあくまでも中銀がインフレ目標値、外貨準備、為替市場介入などの決定権を持っている場合のみに可能な対策である。これらがいずれも政府によって明示的・暗黙裡に決定されている場合、中銀が自己裁量で財務管理を行うことが不可能になり、場合によっては頻繁に政府に資本金の補填を求めることを余儀なくされる。

上記のような問題が心配される場合、いつそタイプIIのように為替市場介入と対外流動性管理を政府の専管事項にしてしまうことも考えられないわけではない。タイプIIは開発途上国では多くないが、日本も含めて先進国ではしばしば見受けられる。しかし、政府が国内金融政策に好ましくない影響を与えることが懸念される国において為替市場介入や外貨準備管理を政府に任せたい場合、今度はこれらが政治家に悪用される可能性が高い。たとえば輸出企業が政権党の支持基盤になっている国では常に自国通貨安バイアスが働くだろうし(日本はその例と考えることができる)、食料品やエネルギーの対外依存度が高く、貧困層の投票行動が選挙結果を左右する国では自国通貨高バイアスが働くだろう。財政赤字に悩む政府は十分な外貨準備を持つとうとしないかも知れない。

また、上記の二つはあくまでも中銀がインフレ目標値、外貨準備、為替市場介入などの決定権を持っている場合のみに可能な対策である。これらがいずれも政府によって明示的・暗黙裡に決定されている場合、中銀が自己裁量で財務管理を行うことが不可能になり、場合によっては頻繁に政府に資本金の補填を求めることを余儀なくされる。

また、上記の二つはあくまでも中銀がインフレ目標値、外貨準備、為替市場介入などの決定権を持っている場合のみに可能な対策である。これらがいずれも政府によって明示的・暗黙裡に決定されている場合、中銀が自己裁量で財務管理を行うことが不可能になり、場合によっては頻繁に政府に資本金の補填を求めることを余儀なくされる。

また、上記の二つはあくまでも中銀がインフレ目標値、外貨準備、為替市場介入などの決定権を持っている場合のみに可能な対策である。これらがいずれも政府によって明示的・暗黙裡に決定されている場合、中銀が自己裁量で財務管理を行うことが不可能になり、場合によっては頻繁に政府に資本金の補填を求めることを余儀なくされる。

図2 中央銀行・政府のバランスシートと外貨準備

タイプⅠ

タイプⅡ

中央銀行	外貨準備	現金・法定準備金	国債	現金・法定準備金
		中央銀行債		中央銀行債
		資本金・準備金		資本金・準備金
政府			外貨準備	国債
中央銀行 + 政府	外貨準備	現金・法定準備金	外貨準備	現金・法定準備金
		中央銀行債		中央銀行債
		資本金・準備金		資本金・準備金

●何をなすべきか

それではどうしたらよいのか。筆者の考えでは、為替市場介入や対外流動性管理も広義の金融政策の一部と考え、政府と中銀の間でこれら全体の政策の方針と責任主体を明確化することが望ましい。たとえばIT採用国の場合、国内金融政策の一義的な目標は国内物価の安定に置かれており、インフレ目標値の設定方法や事後的な政策の評価方法なども明示化されている。為替市場介入や対外流動性管理に関しても同様の取り決めを行うのである。

たとえば、現在多くのEMEが保有している外貨準備の中には、資本逃避対策のために意図的に積み増したものと自国通貨高阻止介入の結果積み上がったってしまったものが混在していると思われる。前者は不測の事態が生じない限り半永久的に保有されるものであり、バラッサ・サミュエルソン効果が働くEMEでは長期

的に相応の保有コストが生じる可能性が高い。また、対外流動性が保たれるかどうかは外貨準備の量だけでなく公的部門の債務ポジションなどにも依存している。そこでこれらについては政府が自ら責任主体となり、保有コストも直接負担するといった取り決めが考えられる。そうすれば外貨流動性を保持することの費用対効果に関する認識も深まり、長期に渡って過剰な外貨を保有することに歯止めをかける効果も期待できるだろう。

一方、名目為替レートの動向に影響を与えるために行われる為替市場介入に必要な外貨量は相対的に少なく、適切な為替市場介入は長期的には正の収益を生むはずである。そこでこのような為替市場介入に関しては政府と中銀の間で頻度や規模に関して大まかな方針を決定した上で、個別の介入の判断や実施は中銀に一任するといったアレンジメントが考えられる。そして介入に使われる（またはその結果生じた）外貨は中銀自身の資産とし、保有コストも中銀自身によって負担させることが望ましい。ただしそのような政策が採用された場合、政府は中銀に介入の方針や実績に関する定期的な報告を義務付け、後者の政策運営をモニターすべきである。

為替市場介入は政治性を伴うため、上記のような仕組みは非現実的だという意見もあるだろう。しかし十数年前まで国内の金融政策に関しても同じことが言われていた

こと、今日ではそのような見解が少数派になつていてことを想起してもらいたい。実際、ITの先端を行くニュージーランドでは上記に近い政策が採用されており、現在のところ上手く機能しているように見受けられる。EMEにおいてルールに基づく透明な金融政策が定着しつつある中、次の課題は為替介入と対外流動性管理に関するルールと責任分担を確立することである。

（くまくら まさなが／大阪市立大学大学院経済学研究所准教授）

《参考文献》

- ①熊倉正修「新興市場経済諸国の国際収支危機とIMF」国宗浩三編『IMFと開発途上国』日本貿易振興機構アジア経済研究所調査報告書、二〇〇七年。
- ②Ho, C. and R. McCauley, "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies," *BIS Working Paper*, No. 130, 2003.
- ③Ize, A., "Capitalizing Central Bank: A Net Worth Approach," *IMF Staff Papers*, 52 (2), 2005, pp.289-310.
- ④Pringle, R. and N. Carver, *RBS Reserve Management Trends 2006*, London, UK: Central Banking Publishing, 2006.