

ひとびとの貨幣配当

—ECB の政策ツールをアップグレードする—

エリック・ロナーガン&スタン・ジョーダン

(Eric Lonergan and Stan Jourdan)

翻訳・朴勝俊(Park Seung-Joon)

2016年12月1日 ver.1



貨幣配当を家計に分配する方が、量的金融緩和やマイナス利子率よりも効果的である。欧州中央銀行(ECB)が合法的に独立性を保ちつつ、この政策を導入しうる方法について論じる。欧州議会は ECB がこの方向に進むよう、賛同の意思を表明すべきだ。

AUTHORS



ERIC LONERGAN

Eric is an Irish economist, fund manager and author. He advises the QE for People campaign in his personal capacity.



STAN JOURDAN

Stan is a pro-european activist and former journalist based in Brussels. He is managing the campaign since August 2015.
stan.jourdan@qe4people.eu
+32 489 701 086

著者について

エリック・ロナーガン(Eric Lonergan): アイルランドの経済学者でファンド運営者であり文筆家でもある。

個人的資格においてひとびとの量的金融緩和キャンペーンへの助言を行っている。

スタン・ジョーダン(Stan Jourdan): 欧州統合を支持する活動家であり、ブリュッセル在住の

元ジャーナリストである。このキャンペーンを 2015 年 8 月から運営している。

要点

- ・ユーロゾーンが再び景気後退に陥った場合、**欧州中央銀行(ECB)には危機対応計画がない**。財政的刺激策や構造改革は(望ましいものであっても)経済状況が悪化したときにタイムリーに実施できるものではない。
- ・総需要を押し上げる上で**マイナス金利や量的緩和は効果的ではなく**、危険な副作用を生みだしている。デフレ・スパイラルが起こるのを防ぐために、ECB には新たな政策ツールが必要である。
- ・既存の政策の代わりに、**すべてのひとびとに 1 回きりの定額給付金**(ひとびとの貨幣配当、Citizen's Monetary Dividend CMD)を配るために、ECB は自らの貨幣創出能力を活用することができるだろう。これは ECB の TLTROs スキームの枠組みで、技術的に可能なことである。
- ・**ひとびとの貨幣配当の方が総需要押し上げ効果は強い**。この方法は経済にとって効果的であり、量的金融緩和やマイナス金利よりも危険性が小さい。ユーロ圏 GDP の少なくとも 3% に相当する刺激策が必要であろう。
- ・ひとびとの貨幣配当政策は明らかに、**物価安定化義務という ECB の職権の範囲内**にあり、その独立性を損なうものではない。
- ・ひとびとの貨幣配当政策の実施は、注意深い準備と政治的な理解が必要である。ECB がこの政策を確実に実施できる方法を検討できるよう、欧州議会も応援をすべきである。

訳者による解説: TLTROs とは何か? What are the TLTROs? (from ECB homepage)

貸出条件付き長期資金供給オペ(The targeted longer-term refinancing operations, TLTROs)とは、ユーロ圏の金融オペのうち、金融機関に対して期限 4 年以下の貸付を行うものである。つまり、銀行に対して魅力的な条件で長期資金を提供し、民間部門の信用条件をさらに緩和し、实体经济に対する銀行貸付を刺激するものである。従って、TLTROs は ECB の現在の緩和的な金融政策スタンスを強化し、銀行の貸付をいっそう刺激することによって、金融政策効果の实体经济への伝わりを強めるものである。

(中略)

TLTROs は標的を絞ったオペであり、銀行が非金融法人や家計に貸し付けた金額に応じて、その銀行が ECB から借りることのできる金額が決められる。

The targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) are Eurosystem operations that provide financing to credit institutions for periods of up to four years. They offer long-term funding at attractive conditions to banks in order to further ease private sector credit conditions and stimulate bank lending to the real economy. The TLTROs, therefore, reinforce the ECB's current accommodative monetary policy stance and strengthen the transmission of monetary policy by further incentivising bank lending to the real economy.

[...]

The TLTROs are targeted operations, as the amount that banks can borrow is linked to their loans to non-financial corporations and households.

(<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>, 2016.11.30 アクセス)

1. なぜそれが必要なのか？

■ ひとつの貨幣配当は ECB にとってデフレ圧力に対抗する手堅い手段となりうる。

ヨーロッパ経済を脅かすリスクには様々なものがある。次のショックがイタリアの銀行危機であれ、中国の債務危機であれ、ヨーロッパ経済はいまだにそれらに対して脆弱である。何らかのショックによって簡単に、さらなる景気停滞や不況に突入することになる。

経済的なショックに対して、政府が財政政策によって対応するのに比べ、中央銀行はたいてい金融政策によって遙かに迅速に対処することができる。しかし、今では、金融政策効果の波及経路（銀行セクター）があまりに機能不全になっており、ECB は通常の政策手段を使い果たした状態にある。

量的金融緩和はあまりうまくいかなかったし、これまでのプログラムを拡大することには政治的なリスクを伴うし、将来の金融バブルの種をまくことにもなる。**特に、マイナス金利は預金者の不利益になっており、市場を歪め、資本の誤った配分を引き起こしつつある。**今や、こうした政策を信頼続けることは無益であるか、逆効果であるかもしれないという認識が広まっている。

財政的刺激策： 好ましい政策だが短期的には難しい

多くの人々が、ECB の金融政策はいまや限界に達しつつあり、財政的刺激策で補完する必要があると論じている。

財政的刺激策はユーロ圏においてまさに望ましい政策であろうが、政治的な実施可能性はきわめて限られている。なぜなら、安定成長協定による財政規律条件が厳しく、またユーロ圏の各国政府には財政的な力量が限られているためである。つまり、ユーロ圏で迅速な財政的刺激策を期待するのは政治的にみても困難である。

こうした理由から、景気循環に対処する総需要管理政策の重責は、完全に ECB ひとりの肩にのしかかってくる。ヨーロッパは現在の半不況状態をできる限りはやく脱する必要がある。そして、ECB はそのための中心的役割を演じ続けるべきである。

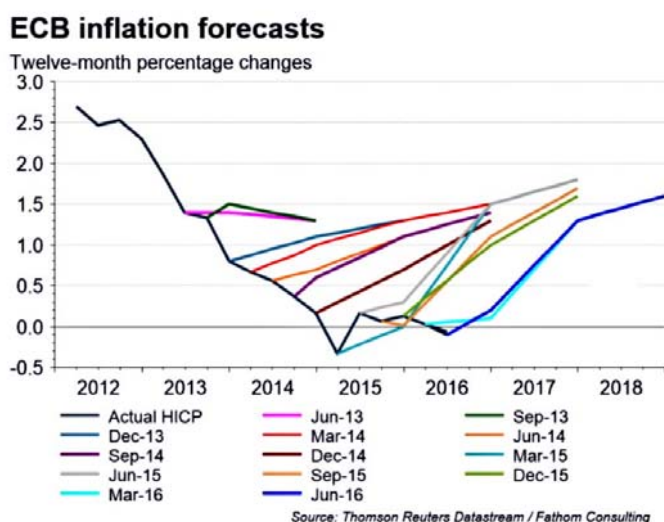
私たちがこの論文によって明らかにするのは、欧州中央銀行が「ひとつの貨幣配当政策 (Citizens' Monetary Dividend, CMD)」を実施する方法である。それは、ECB が実質的に、ユーロ圏の成人全員に現金給付を行うことを意味する。

■ 政策の目的

ECB は次の目的のために、この問題に関するさらなる調査を行うべきである：

- ECB が物価安定化の義務を果たす上で、量的金融緩和やマイナス金利よりも有効な代替策を手に入れるため、
- 経済状況が急激な悪化を見せた場合にそなえ、ユーロ圏が強固な危機対応計画を準備すること。

図:2013 年以降に ECB が発表したインフレ予測



ひとびとの貨幣配当と「ヘリコプターマネー」の関係

「ヘリコプターマネー」という用語は様々な(しばしば混乱をよぶような)諸提案に用いられている。これらはすべて、(a)ひとびと一人一人への直接給付、または(b)政府支出の増加や減税、のために、中央銀行の貨幣創造に依存し、何らかの形で金融政策当局と財政政策当局の協調をはかる政策である。

この論文では、私たちは(a)の提案についてのみ論じる。つまり、総需要を押し上げるために、中央銀行が新規に貨幣を創造し、ひとびと一人一人に同額の給付を行う政策のことである。

2. それはどのように機能するのか？

■ ECB はユーロ圏の 2.8 億人の成人に定額給付金を与えよ

既存の TLTRO プログラムに従えば、ECB はこの政策を、信用準備の創造(市中銀行の対 ECB 預け金を増加させること)によって実施できる。その際、銀行に対しては、与えられた資金を均等に分けて、顧客全員の預金口座に同額のお金を振り込むよう、明確に義務づけるのである。ECB は、物価がインフレターゲットへの安定的な経路に乗るまで、こうしたオペを繰り返すことを宣言すべきである。

■ 銀行セクターはこの政策の実施を担うことができる

民間銀行は個人の銀行口座のほぼすべてにアクセスでき、必要に応じて身元確認を行うこともできる。一人が複数の口座を所有するなどの問題を解決するために、また、口座を持たない人には

自らの選択に基づいて口座申し込みができるように、各国の中央銀行の支援が必要となるかもしれない。すべての成人の合法的な居住者が受給権を得られねばならない。

確かに、このことは銀行セクターに行政コストを負わせることになるので、対象の銀行に対して ECB が行政手数料を支払う必要があるだろう。

こうした制度が実施可能で現実的であるということの興味深い証拠は、ECB が既に同じようなことを、貸出条件付き長期資金供給オペ (The targeted longer-term refinancing operations, TLTROs) で行っていることである (コラム参照)。

コラム: TLTROs は「ひとびとの貨幣配当」への道を開く

略称からはわかりにくいですが、TLTROs は量的緩和や OMT プログラム、SMP プログラムなどに比べれば、はるかに急進的な手段である。

ECB の TLTRO プログラムは、実体経済への投資を標的とした、銀行に対する直接的信用供与である。それらは、ECB が銀行に対して、自ら定める返済期限と金利のもとで、特定の目的に対して貸付を行うものである。供与された TLTRO ごとに、ECB は金利と返済期限、そして事実上は信用リスクを決めている。

現在の金融業の慣習では、銀行は貸付を行うのに先だって預金準備金を確保しなくてもよい (銀行は自らが貸し付けるお金 [信用] を自ら創造する) ので、銀行が「実体経済」に投資資金を提供するために本当に LTROs を活用しているのかを、ECB が実際に確認できるのかどうかについては、議論の余地がある。

しかしながら、TLTROs の興味深い特徴は、供給された準備金を銀行が活用するに際して、ECB が厳しい条件を課しているということである。その気になれば、ECB はもっと急進的で革新的な条件を課すこともできるであろう。

しかも、現在 ECB はこの種の再貸付オペに対してマイナス金利を適用している。これは、ECB が銀行に対して、貸し出しを増やすインセンティブを与えるべく、カネを与えていることを意味する。

LTROs が合法的であることは明白であり、興味深いことに、量的金融緩和やマイナス金利に比べれば、政治的な抵抗や論争がほとんどなかった。ある意味で、現金を個人にじかに配ることは、TLTROs の理屈の拡張だと見ることができる。つまり、ECB が銀行に対してクーポン無しの無期限の貸し付けを行い、それが家計への貸し付けにつながるということである。

■ 代替案はバウチャー制度

コンサルティング会社のマッキンゼーが提案する代替案は、ECB が家計に対して一定額の期限付きのバウチャー (商品券) を給付し、[商店等が] 中央銀行で換金できるようにすることである (Mckinzsey Global Institute: A window of Opportunity for Europe, June 2016)。私たちの提案をこういう形で実施すれば、家計にお金をすぐに使うインセンティブを与えることができるが、行政費用が高くなり、準備期間が長くなる恐れがある。しかしながら、この方法を使えば難民もプログラムの

対象に含めて、刺激策の効果を高めることができるかもしれない。

■ どれだけの金額が必要なのか

私たちはユーロ圏の産出ギャップを埋めるのに十分なほど経済を刺激するには、ユーロ圏の GDP の 2%ないし 5%の金額が必要と見積もっている。GDP の 3%というのが中間的なシナリオであるが、これは 3000 億ユーロ程度の支払いとなり(これは、現在の量的緩和プログラムの 30%に満たない額である)、一人あたりの貨幣配当は約 1000 ユーロとなる。

インフレ率がオーバーシュートするリスクを限定するために、ECB はもっと低い金額(たとえば 500 ユーロ)からスタートしてもよいし、オペを再開する前に効果を慎重にチェックすればよいであろう。

3. 合法性の根拠

■ ユーロ圏の法的枠組みには ECB が革新的な物価安定政策を採用する余地がかなりある

EU 法は ECB が出来ること、出来ないことをきわめて明確に規定している。法的枠組みは繰り返し、3つの原則を強調している:

- ・ECB は**物価安定の義務**があり、ECB が定めた目標は 2%付近で、それを超えない水準である。
- ・ECB は政府や財政当局から**常に独立して**行動せねばならない。
- ・ECB が**財政赤字をファイナンスすることは明確に禁止されている**(リスボン条約 123 条)。

これらの法的目的を達成し、これらの制約に服するために、ECB は他の主要中央銀行と比べても、政策実施の柔軟性が認められている。ECB 理事会(Governing Council)での 3分の2以上の多数決によって、ECB は「適切と考えられる」措置を採ることができる(ECB 定款第 20 条)。

この観点から、ECB はインフレ目標を達成するために革新的な手法を追求する道義的責任があるとさえ言えるのである。

従ってひとびとの貨幣配当(CMD)は、以下の基準に合致するため、合法的であることは明白である:

- ・この政策は ECB 独自の取り組みとして、独立的に設計・監督される。
- ・CMD の単一の目的は、ECB のインフレ目標達成を確実にすることである(この政策からは何らかのプラスの副作用が生じうるが)。
- ・加盟国政府や EU 関連機関の財政政策とは関係しない。
- ・ECB が金融政策を運営する能力に対し、長期的な悪影響をもたらすことはない。

さらに、CMD を実施することにより、ECB は定款に定められた「欧州共同体の一般的な経済政策

を支援する」という副次的な目的を達成することとなる。

「いくぶん皮肉なことに、もっと保守的な政策が制約を受けるなかで、家計への直接移転という最も常識に反する考え方を追求する能力が ECB にはあるのだ」(George Saravelos, Robin Winkler, Daniel Brehon of Deutsche Bank Research)

ひとびとの貨幣配当は金融政策の一種である

法的、制度的、理論的観点から、財政政策と金融政策の間には明確な線を引くことができる。

金融政策は、その用語が示すように、ベースマネーの量や利用可能性を変える政策として定義される。財政政策は政府による公債発行や課税により資金が調達され、政府支出や税制の変更を伴うものである。CMD の経済的効果は標準的な財政政策上の刺激策に似ているが、CMD は明確にマネタリーベースの拡大を伴うものであり、税制の変更を行うものではない。

また、政策の目的と管轄当局が全く異なる。金融政策の目的ははっきりと物価安定に限定されており、中央銀行の権限であるが、財政政策は様々な目的を追求するものである(社会的公平性、経済開発、など)。これらを決定するのは、選挙で選ばれた政治家たちである。

各国政府や EU 予算に対して ECB が直接的に財政ファイナンスすることを禁止する原則に、CMD は完全に従っている。CMD が、財政当局に資金を提供したり、当局の協力を求めることは全く無い。量的金融緩和と違って中央銀行の利潤が国家予算に還流することもない。中央銀行の利潤が加盟国の財政状況を大幅に変更することとなれば、財政健全化という目的にも抵触しうるであろう。

さらに、何らかの金融政策手段が再分配効果を生じることは、それが「財政政策」であることを意味しない。たとえば、量的金融緩和が分配に影響することはよく知られているが、それは金融政策の手段であると一般に見なされている。

結論として CMD は、その革新的性格にもかかわらず、ECB によって通貨政策の枠内で独立的に実施されるものであり、金融政策であると言える。

4. それが機能するとなぜ言えるのか

ひとびとの貨幣配当は、量的緩和やマイナス金利よりもはるかに優れたプラス効果をもたらす。

■ インフレ率に対する即時的効果

債務の返済を用意したり、投資へのインセンティブを創出するために、ある程度のインフレ率は必要であり、それを達成することは ECB の使命とされている。

貨幣を家計に直接的に給付することは、インフレ率を高めるための最も単純な方法である。CMD

によって注入された貨幣は経済の中で支出され、企業の売り上げを増やし、インフレ率を高めるのである。また、それによって経済活動は拡大し、企業は投資と雇用を増やすことになる。

ECBによればユーロゾーンの「産出ギャップ」は6%にも増加しうる(Marek Jarocinski and Michele Lenza, How large is the output gap in the euro area, July 2016)。これは経済には余剰生産能力があることの証明であり、ECBにとっては極端なインフレを引き起こすことなく、総需要を高める余地があることを意味している。

■ 財政的刺激策からの証拠

制度設計は従来の財政政策とは全く異なるが、私たちの提案の経済効果は財政的刺激策と比較が可能である。

米国では、ブッシュ政権下の「2008年経済刺激法」によって、家計消費額が平均3.5%増加したが、低所得層では増分は6.2%に達した(Andrew Leigh, How Much Did the 2009 Australian Fiskcal Stimulus Boost Demand?, 2012)。

オーストラリアではしばしば、同様のプログラムが不況への突入を防いだと指摘される。研究者が明らかにしたところでは、40%以上の家庭がすぐにお金を支出したのに対し、貯蓄に回したのは24%だけで、残りの36%は債務の返済に用いたという。

■ 債務残高へのプラス効果

債務の返済はすぐに消費を増やすわけではないが、いくつかの国々が不良債権の処理に苦しんでいる中で、それは経済の見通しを明るくするのに寄与するであろう。

CMDが個人債務の削減に役立つならば、これは銀行セクターのバランスシートを改善し、新規貸し出しを促進するであろう。結局は、短期の債務返済は中長期の支出を増やすことにつながるであろう。

■ 政府の税収が増加する

支出が増えることは、付加価値税や所得税の増加を通じて、加盟国の税収を自動的に増やすことになる。なぜなら、ひとびとの貨幣配当は家庭の申告所得の増加につながるためである。

■ シグナリング効果とインフレ期待

この政策ではシグナリング効果[政策が予告されるだけで生じる効果]も重要な役割を果たす。このような野心的な政策を宣言することにより、ECBはユーロ圏を救うために「どんなことでも」という約束を新たにし、ユーロ圏の信頼を改善することができよう。ある意味、必要とあれば家計に直接の給付を行う用意があると宣言するだけで、ECBはインフレ期待にプラスの効果をもたらさしうるであろう。

■ 量的金融緩和よりも政治的に実行可能な選択肢である

量的金融緩和はギリシャを排除しているほか、各国の銀行部門の金融政策伝達の効率性が異なるため、その効果も加盟国間できわめて「不均等になっている。

ECB によるひとびとの貨幣配当は、各国のひとびとの幅広い支持を集めるであろう。なぜなら、その効果は、既存の量的緩和プログラムに比べても、加盟国間でより公平に波及しうするためである。

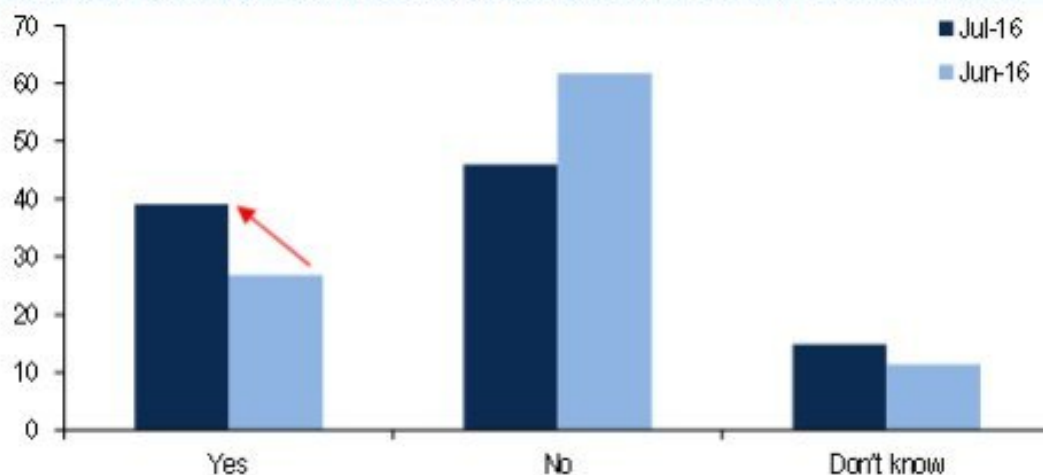
金融政策の革新の政治的可能性を広げる

私たちの提案は一見すれば粗野なものに見えるかもしれない。量的金融緩和も数年前はそのように見られていた。しかし実際には、私たちの提案によって ECB による政策介入は今よりも減る一方で、ユーロ圏のインフレ率や成長に好ましい効果をもたらす可能性がきわめて高い。

最近の世論調査によれば、アセットマネジャーの 39% が今後 12 ヶ月以内に主要中央銀行が「ヘリコプターマネー」を実施すると予想している (Bank of America Global Fund Manager Survey, June 2016)。このことは、各中央銀行がその主要任務を達成するために新たな方法を開発し実験することを、市場がますます期待するようになってきていることを示している。

図: 「今後 12 カ月間に主要な中央銀行のうちでヘリコプターマネーを実施するものは現れるでしょうか？」

Exhibit 12: Will a major central bank adopt a policy of helicopter money in the next 12 months?



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

現在のユーロ圏の貿易収支の不均衡や、政治的・制度的な欠陥という問題を、私たちの提案によって解決できそうにないことを、私たちは認めねばならない。金融政策は万能ではない。しかし、

私たちの提案は ECB に物価安定化のための有効な手段を提供するであろう。

さらに、ひとびとの貨幣配当を実施することは、EU が従来の緊縮指向の誤謬を改め、弱い成長という根本的な問題に取り組むことを、強く宣言することになるであろう。

成長率を高めることは EU への信頼を改善し、ユーロ圏において必要とされる改革を進める余地をもたらすこととなろう。

「すべてのひとびとにただでカネを与えることはおかしいことに聞こえるかもしれない。しかし遅かれ早かれ人々は経済停滞を我慢できなくなるであろう。そうすれば、急進的な行動を押しとどめることは政治的に不可能となるであろう」アナトレ・カレツキ(Anatole kaletsky)

このような前例なき行動には慎重な準備と、このような政策オプションの必要性についての、相当程度の政治的な理解が必要である。

このことが、欧州議会 (EU で最も代表性の高い機関で、ECB が説明責任を負う唯一の機関) が、重要な役割を果たしうるゆえんである。

私たちが経験する前例なき経済状況に対処するため、ECB が可能な方法をすべて試すことが出来るよう、欧州議会は ECB を応援すべきであり、また、協力を惜しむべきではない。

原書 URL

https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/qe4people/pages/106/attachments/original/1475528559/Citizens_Monetary_Dividend.pdf?1475528559

「ひとびとの量的金融緩和」キャンペーンは 2015 年 11 月にヨーロッパ全土の 20 の市民団体の連合体として発足し、100 人以上の経済学者の賛同を得ています。

「ひとびとの量的金融緩和」というスローガンのもと、私たちは経済成長と雇用、持続可能な投資を促進するような、金融政策の代案を提示します。



www.qe4people.eu | @qe4people | facebook.com/QE4People | stan.jourdan@qe4people.eu | +32 489 70 10 86