

Tuesday, March 24, 2015 (c) Brian Romanchuk 2015

## Primer: Can We Consolidate The Central Government And Central Bank?

<http://www.bondeconomics.com/2015/03/primer-can-we-consolidate-central.html>

中央政府と中央銀行の会計を連結することは可能か？

ブライアン・ロマンチャック、2015年、

翻訳：朴勝俊（ver.1、2017年5月27日；ver.5、2019年3月8日）

現代的貨幣理論（MMT）の強みのひとつは、「現代的な」経済（変動相場制をとる通貨を有し、そのことが中央銀行の政策を左右するような経済）に対して、明快な分析枠組みを与えてくれることである。その方法の一つは、中央銀行を政府の財政当局と連結(consolidate)するという考え方である。この連結という考え方は、政府の債務不履行リスクを理解する上で極めて重要な意味をもち、それゆえに毀誉褒貶的でもある。

<訳注：本稿では”consolidation”に対して、会計用語に即して連結あるいは連結政府という用語を用いるが、日本では統合あるいは統合政府という訳語もしばしば用いられている。>

**UPDATE:** This text was incorporated into the eReport [Understanding Government Finance \(link\)](#).

アップデート：この文書は「政府の財政を考える(Understanding Government Finance (link))」と題した電子レポートに統合された。

まず注意すべきは、これはいささか抽象的な問題であり、ふつうは議論における直接的な論点ではないということである。むしろ、学術的な議論はこの問題がより具体的にどんな意味を持つのかということをめぐる行われてきた。とはいえ、MMTにおいては連結という概念がたくさん用いられており、この問題は当然のこととして、他の議論を検討する上の出発点となる。ただし、私はここでの議論をなるべく短くして、より本質的な問題はどこか別のところで議論したいと思う。

### What Is Consolidation?

連結とは何か？

連結とは会計学用語であり、二つ以上の事業体の会計報告書を結合させることを意味する。財務分析ではいつも（時には無意識のうちに）連結決算書が用いられている。多国籍企業はたいてい、数千とは言わないまでも、数十もの法人によって構成される。公的企業の財務報告書を分析する人々は、関連するすべての法人の連結決算書を調べている。

ここでの私たちの関心は、中央銀行と中央政府の「財政当局」との連結にある。ここでは政府の「財政当局」を「財務省」(the Treasury, または筆者の母国カナダ等では Ministry of Finance) と呼ぶ。経済分析において私たちはふつう貨幣政策(金融政策)と財政政策に着目すればよいので、中央政府のその他の部局(司法など)を捨象する。

企業会計原則を用いるならば、カナダ中央銀行や米国連邦準備銀行などは、その他の連邦政府当局と連結すべきだと私は思う。これらの中央銀行は政府が全株式を保有する子会社であり\*、政府によって定められた枠組みの中で仕事をし、その代表者は政治的に任用されるからである。彼らの「独立性」は、普通の企業の子会社が有する自立性とおおかた同レベルである。

しかしながら、政府は別の会計原則を用いており、財務省と中央銀行は連結されていない。そのため、連結会計は分析者が実施するほかない。

連結の例を以下に示そう。まずは完全な政府会計ではなく、もっと単純なところから始める。そこでは財務省と中央銀行はカナダ連邦政府と同様にふるまうものとする。この枠組みにおける主たる単純化は、「銀行の預金準備」が存在しないという点である。米国の会計制度だけに適用される用語で言えば、「義務づけられる準備率が0%である(required reserve ratio is 0%)」(カナダでは、中央銀行への預金は「決済収支(a settlement balance)」と呼ばれる)。カナダにおいて政府財政がどのように扱われるのかについては、別の記事で説明したい。

まずは、財務省のバランスシートを説明しよう。政府は用途未定の固定資産 200 ドルと、中央銀行への預金 30 ドル\*\*と、5 ドル相当の中央銀行の株式の 100%を保有していると仮定する。また、180 ドルの公債を発行している(財務省証券を含むものとする)。これは差し引きすれば、政府の資本(純資産)が 55 ドルであることを意味する。(訂正:私はこのバランスシートに中央銀行の株式を書き加えた。前のバージョンでは政府が単独の事業体であるように計上していたが、それは不正確であった。問題を指摘してくれたジョセフ・ラリベル氏に感謝する。)

### 財務省のバランスシート

資産の部		負債・資本の部	
中央銀行への預金	\$30	公債	\$180
固定資産	\$200		
中央銀行の株式	\$5	資本	\$55

中央銀行は民間銀行からの預金(「預金準備」あるいは「決済収支」)を有していない。従って、中央銀行の債務は現金通貨(ドル紙幣や硬貨)と財務省の預金のみである。中央銀行の資本は5ドルだけである。中央銀行は(英米系の国々にとっては)標準的な現代の手続きに従い(その他の国々については以下の注釈を参照)、保有する金融資産は公債(財務省証

券を含む) だけであり、固定資本は2ドルだけである(例えば、ごく小さな貨幣博物館?)。  
 [訳注: 通貨は中央銀行の債務とみなされバランスシートの右側に記載されているが、これは兌換紙幣が用いられた時代の名残である。現在、不換紙幣を用いている多くの国々では返済義務(金などとの交換義務)はなく、発行した通貨は実際には中央銀行の借金ではない。]

### 中央銀行のバランスシート

資産の部		負債・資本の部	
公債	\$75	現金通貨	\$42
固定資産	\$2	財務省の預金	\$30
		資本	\$5

さて、中央銀行と財務省を連結すればどうなるだろうか? 二つの事業体を連結すれば、両者の請求権が相殺される。最終的な結果は、次のようになる。

### 連結政府のバランスシート

資産の部		負債・資本の部	
固定資産	\$202	現金通貨	\$42
		公債	\$105
		資本	\$55

どのような変化が生じたかを確認しておこう:

- ・中央銀行が保有する公債は相殺される。残る105ドルの公債は中央銀行以外が保有する。
- ・財務省が中央銀行に預けた預金は、結合事業体の資産であると同時に負債であるから相殺されゼロとなる。
- ・固定資産は2つのバランスシートにおける固定資産の合計となる。連結資本は、財務省の本来の資本に等しい。なぜなら、それはすでに中央銀行の資本を含んでいるためである。  
 (現実世界の事例では、連結バランスシートの評価は、連結前の事業体の評価とは異なるかもしれない。それは、資産や負債を計算する際に、取得時の費用を用いるか、市場の時価を用いるかという違いから生じるであろう。このような場合、資本を調整して、バランスシートの帳尻を合わせる必要がある)。[訂正のアップデートを参照]

政府以外の事業体にとっては、すべて重要なのは彼らの(純)金融資産である。それは、通貨保有高(42ドル)と公債保有高(105ドル)である。これらの金額は、連結決算しても変わらない。これこそが、連結会計によってより明確な経済モデルが得られることの理由である。つまり、注目すべき変数の数を減らす一方で、非政府部門との貸借関係の記述には全

く影響を及ぼさないのである。

[アップデート] ニール・ウィルソン氏が助言してくれたように、英国では連結財務諸表が公表されている (the Whole of Government Accounts)。執筆時点において、この例にならっている国があるかどうか私は知らない。

## 注釈 「当座貸越」諸国(Overdraft Economies)について

ここまでの例は、中央銀行が公債を買い入れる国々の例であり、これは「英語圏」諸国(カナダ、米国、英国、オーストラリア)では標準的な手続きである。この枠組みは MMT 分析にとっても、きわめて標準的なものである。しかしながら、すべての国々の中央銀行がこのようなやり方をとっているわけではない。もう一つの枠組みは、例えば当座貸越(overdrafts、預金口座がマイナスになること)の形で、民間銀行が中央銀行から直接的に借り入れをするというものである。この手の「当座貸越」諸国では、中央銀行の資産は、民間銀行への貸し付けを意味する。

これは、マーク・ラヴォイ教授の教科書 *Post-Keynesian Economics: New Foundation* の 4.3.8 節で論じられている。この区別は、MMT 派の経済学者と、ポストケインズ派の中でも別の立場の学者との論争から生じた。私はここではその議論について説明しないが、要するに、当座貸越諸国では政府事業体どうしの請求権が非常に少なくなるので、中央銀行と財務省の連結を行ってもさほど意味がないということである。つまり、実際のところ、連結によってどの程度の変化が生じるかがよくわからないのである。

## なぜ連結政府の考え方が重要なのか？

政府財政の様々な論点に関して、経済学者諸派の合意事項は決して多くない。しかし、次の点に関しては合意があると言えそうである。つまり、不換紙幣を用いている国では、中央銀行は債務超過 (*insolvent*、資本金がマイナス) になり得るが、支払不能 (*illiquid*、支払義務が果たせない状態) にはなり得ない(中央銀行が通貨を何か外的なもの、例えば金と交換する法的な義務を負っているシステムのもとでなら、中央銀行は支払不能になり得る)。従って、不換紙幣を有する国の中央銀行はデフォルトのリスクがないと言えよう。

従って、私たちが財務省と中央銀行を連結すれば、財務省にもこの性質が備わることになる。数学的な用語を用いるならば、中央銀行と財務省が連結できるということは、財務省の証券がデフォルトするリスクが無いということの、必要十分条件である。私には、次のように論じるのが安全だろうと思われる。すなわち、変動相場制の通貨を有する政府のデフォル

トリスクについてコンセンサスがほとんど見られないことから、連結が正当な手続きだという点についても、現状ではほぼコンセンサスが無い状態だと言ってよいであろう。

## 現代的貨幣理論（MMT）の立場

本稿における現代的貨幣理論に関する私の解釈は次のように要約できる。それは特定の参考資料に基づくものではなく、既存文献と合致すると私が信ずる一連の考え方を、私が再表明するものである。

1. 変動相場制をとる通貨を有する政府を分析する上で、最良の方法は、中央銀行と財務省を連結して捉えることである（これは経済理論に関する実証的な、すなわち「価値観と無関係(value free)」な言明である\*\*\*）。
2. MMT 派の経済学者は、自由変動相場制の通貨を有する先進国の貨幣政策の詳細を研究してきており、その証拠に基づき、連結が正当な分析方法であると論じている（これは経験的な言明である）。
3. 政府は、連結で考えることに疑問の余地が全くなくなるような方法で、貨幣政策を行うべきである（これは規範的な言明である）。

私は上記のリストの 1 番目の立場、すなわち連結政府は経済を分析する上で最良の方法であるという立場に賛同する。唯一の問題はそれが理論的に正当化されるかどうかである。私は無視できないほどのデフォルトのリスクがあるとは思わないので、それが正当化可能であると信ずる。この立場の正当化はやや複雑なものである。貨幣政策や財政政策の運用上の詳細について立ち入るべきかもしれないが（言明 2 で言及した一連の研究でそれは行われている）、それは、今後の記事で詳しく説明することとしたい。

また、経済分析における連結することの価値は、(数学的なものであれ、言葉で説明するものであれ) 経済モデルの開発に資するかどうかにある、ということを強調したい。つまり、経済のふるまいに関する私たちの思考をうまく導くものが、まさに連結政府という考え方だ、ということである。もし、政府の会計構造を詳細に分析したい場合には、連結政府は有用かもしれないし、そうでないかもしれない。なぜなら、その場合の分析者の観点からは、ふつうは連結されていない計算書の方が、多くの情報を与えてくれるかもしれないからである。資産や負債の詳細を分析する人々には、政府企業の未連結の財務諸表が与えられた方が、個々の子会社の財務をより詳しく知ることができるため、ありがたいことであろう。[アップデート：この段落はラマナン氏のコメントに応じて挿入した]。

3 番目の言明に関連して、MMT の立場からの政府に対する助言は、政府が公債を発行するのをやめ、発行するのはただ貨幣だけにすべきだということである。これをもって劇的な

変化があるとは思われないが（日本も米国も量的金融緩和の途中である）、政策的環境は変化するだろう（リスク無しの名目利子率は 0%に留まるだろう）。とは言え、政府にとっては、公債の発行を続けながら、政策介入の手続きを改めて、しかも財政的な理由でデフォルトする可能性が決してないようにすることは、全く簡単なことである。私たちが言うように、手続き上の変更を行っても、経済にはなんら影響はみられないであろう。このような変更がこれまで行われなかった唯一の理由は、経済学的な迷信のせいだと思われる。この点については、今後の記事でさらに議論したい。

### 追記： 主流の考え方について

主流の経済分析の中に連結政府という考え方が現れたのを、私は見たことがない。ソブリン・デフォルト・リスクの分析は行われてきたが、それは混乱を極めたものであった。しかし、標準的な DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium models, 動学的確率的一般均衡モデル) を見れば、連結政府の考え方は正当化されるであろう（ここで念頭にあるのは、ウッドフォードの著書 *Interest and Prices* に見られるようなモデルである）。

これらのモデルでは、財政政策は一連の財政プライマリーバランスの収支を外から与えることで定式化され、貨幣政策は中央銀行が財務省証券を（貨幣と）取引して、利子率を決めるものとされる（モデルの中にはふつう債券は含まれず、1期の財務省証券だけが存在する）。モデルの中では、二つの政府機関は区別されているが、その会計は実質的に連結されている。モデルにおいて問題になるのは、民間部門の保有する貨幣と財務省証券であり、政府間の請求権は問題とならない。

デフォルトに関しては、785 ページもあるウッドフォードの本の索引にさえその単語は登場しない。そこでの政府の予算制約は、財務省証券が每期、平穩無事に借り換えられることを意味している。このモデルの文脈においてはデフォルトなど考えられない。このことが、連結政府を支持する議論を確固たるものとしてくれる。

### 脚注

\*インターネットにおいて話題になっているように、米国連邦準備制度(FRB)の所有構造を巡っては、馬鹿げた点がある。確かに、民間銀行は一定量の優先株を保有しているのである。しかし、企業を支配する上で重要なのは普通株であり、この種の株式は完全に米国政府の管理下にある。

\*\* カナダにおいて、これは「カナダ政府連結歳入基金(Consolidated Revenue Fund of Canada, Wikipedia link)」である。カナダでは民間銀行に政府預金をあずけることはないが、米国財務省は米国内の銀行制度の中でお金の流をスムーズにするために、定期的にこの方法を用いている。カナダの制度を例にとることで、このような厄介事を無視することができる。

\*\*\* 経済分析が「価値観と無関係」となることは、非常に難しいという人もいることだろう。しかし今回の場合については、経済モデルの中で、ある会計的な処理の方が優れているという事実が、イデオロギー的な立場によって違ってくるとは私には考えにくい。