

ゼロ金利下の財政・金融政策の効果

～ヘリコプターマネーの意義とは何か？～



駒澤大学 経済学部 准教授

井上 智洋

内閣官房参与でイェール大学の浜田宏一教授は、2016年にプリンストン大学のクリストファー・シムズ教授の論文を知ったことをきっかけに、金融政策だけではなく財政政策を併せて実施することの重要性を訴えて、議論を巻き起こした。

そうした今、2%のインフレ率目標を達成するには、どのような政策が有効でどのような政策が無効であるのかを改めて検討する必要性が生じてきた。そのためにはまず、日本経

済が陥った罅が本当のところ何であったのかを問い直す必要がある。

一般にそれは、ケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』で行った議論を基にジョン・ヒックスが提示した「流動性の罅」であると考えられている。

「流動性の罅」は、標準的なマクロ経済学の教科書では、「中央銀行がマネーの供給量を増やしても、利子率が下落することなく、マネーは全て貯蓄に回され、投資や消費が増大しない状態」として説明されている。日本経済が陥ったのは、本当にこのような罅なのだろうか。

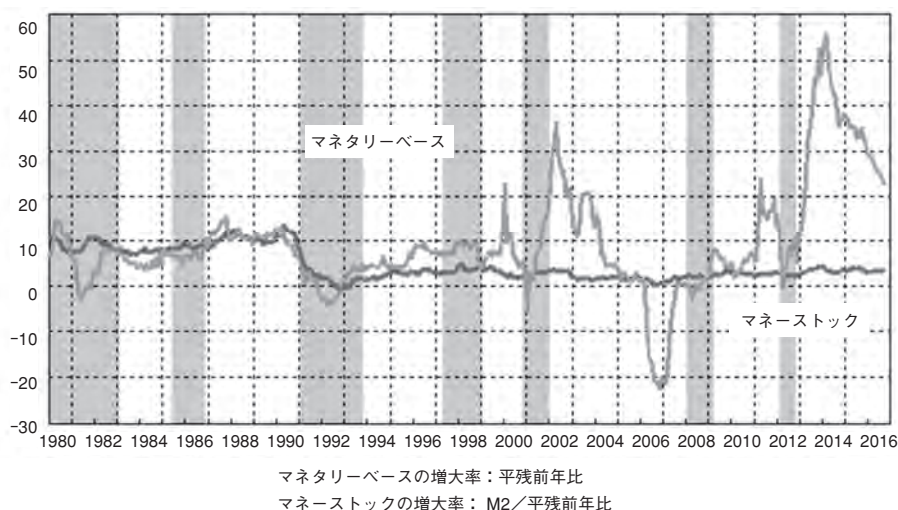
目次

1. 日本経済が陥った罅の正体
2. クレジット・デッドロック
3. ゼロ金利下で金融政策が効果を失うのはなぜか？
4. プラス金利経済
5. ゼロ金利経済
6. 国の借金ゼロになる
7. ヘリコプターマネーとは何か？
8. ヘリコプターマネーの意義とは？

1. 日本経済が陥った罅の正体

市中に出回っているマネーである「マネーストック」は、「預金」と「現金」から成り立っている。ただし、現金については占める割合が比較的少ないので、「マネーストック≒預金」と考えることができる。

(図1) マネーストックとマネタリーベースの増大率



(出所) 日本銀行ホームページ

一方、中央銀行が直接供給するマネーである「マネタリーベース」は、「準備預金」と「現金」から成り立っている。こちらも現金を捨象すると、「マネタリーベース≒準備預金」となる。

預金通貨は、民間銀行が企業等へ貸し出す際に増大する(図1参照)。これを「信用創造」という。市中に流通しているマネーは、主に中央銀行ではなく民間銀行が作っているのである。

「失われた20年」の期間では、資金需要が増大しないために貸出が増大せず、それゆえに信用創造が成されず、マネーストックが増大しなかった。より正確に言うと、マネーストックの増大率が低かったのである。

図1のように、バブル崩壊以前のマネーストックの増大率は10%程度だが、バブル崩壊

以降は2%程度で低位安定している。マネタリーベースの増大率がかなり上昇しても、マネーストックの増大率はほとんど上昇しないのである。両者のこの「デカップリング」(分離)は、失われた20年の間に起きた最も際立った現象の一つである。

こうした現象を流動性の罫と区別するために、「信用創造の罫」と呼ぶことにしよう。そもそも市中のマネーが十分に増えていないのだから、これは教科書的な流動性の罫とは全く異なっている。

マネーストックが増大しても需要が増大しないのが「流動性の罫」であり、マネタリーベースが増大してもそれに応じてマネーストックが増大しないのが「信用創造の罫」である。

■ 2. クレジット・デッドロック

ケインズと同時代の経済学者ラフル・ホートレーは、「クレジット・デッドロック」（信用の行き詰まり）という現象について論じた。これは、金融緩和によって利子率を低下させても資金の借り手が増大せず、信用貨幣が増大しないために、需要が増大しないという現象である。クレジット・デッドロックは流動性の罠と異なっているが、両者もまた混同されやすい。

私のいう信用創造の罠は、ホートレーのクレジット・デッドロックにかなり近い。金利がゼロにまで達して金融政策がほとんど完全な行き詰まりを迎えた状態が、信用創造の罠である。

後で述べるように、信用創造の罠に陥った経済では超過準備の存在など、ゼロ金利下特有の状況が現れる。そうした点を強調したいがために、信用創造の罠という新たな造語をあてがっている。とはいうものの、「デッドロック」という言葉はゼロ金利下においてこそむしろ当てはまる。

一般に、消費需要が増大すれば、企業の投資需要が増大し資金需要も増大しマネーストックも増大する。他方で、マネーストックが増大すれば消費需要も増大する。なぜなら、人々は手持ちのマネーが増えたら、その分贅沢しようという気になるからだ。これは「資産効果」の一種である。

このように、マネーストックの増大は消費の増大に依存し、消費の増大はマネーストックの増大に依存するという相互依存関係がある。ゼロ金利下では、両者とも相手が増大しないために自らも増大しないというデッドロック状態が発生する。これは「鍵の掛かった箱の中に鍵がある」というような状態であり、箱を壊すような政策が必要だ。

すなわち、信用創造の罠に陥った場合、政策ショックなどの外的要因によって、消費需要かマネーストックのどちらかをまず増大させなければ、そこから脱却することは困難なのである。

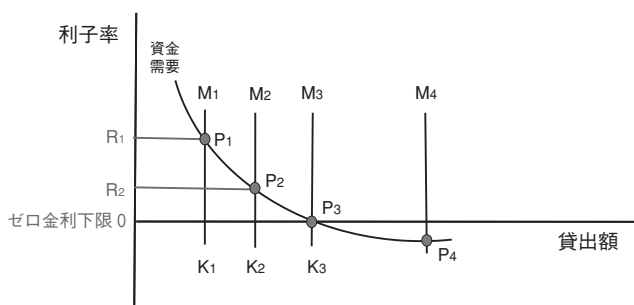
■ 3. ゼロ金利下で金融政策が効果を失うのはなぜか？

ゼロ金利下で信用創造の罠に陥った時に、金融政策によってマネーストックを増大させることができないのはなぜか？言い換えると、マネタリーベースの増大率とマネーストックの増大率とのデカップリングが起こるのはなぜか？

民間銀行は、法的に預金の一定率以上のマネーを準備預金として中央銀行の当座預金に預けなければならない。その率を「法定準備率」と呼ぶ。

民間銀行は、法定準備率に拘束されているので、無尽蔵に貸出額を増大させることはできない。このような貸出額の上限を「最大貸出額」と呼び、現実の貸出額と最大貸出額の

(図2) 利子率と貸出額の関係



(出所) 筆者作成

ギャップを「貸出余力」と呼ぶことにする。

プラス金利下では、貸出余力が一時的に生じたとしても、貸出利子率を下げることで資金需要が増大し、追加的な貸出が成されるので、すぐさまその余力は消滅する。

したがって、図2にあるように、最大貸出額がM1である時、資金需要曲線との交点P1で貸出額は決定される。すなわち貸出額は、最大貸出額M1に等しいK1となる。

金融緩和は、中央銀行が民間銀行から国債などを買って、マネーを中央銀行の当座預金に振り込むことで成される。この時、準備預金は増大し、最大貸出額も増大する。最大貸出額が図2のM2になると、利子率はR2まで下落し貸出額はK2まで増大する。金融緩和を続けて最大貸出額がM3になると、下限のゼロに達する。

さらに、金融緩和を続けると最大貸出額はM4に至るが、利子率はゼロのままである。したがって、貸出額はP4ではなくP3で決定され、貸出額はK3に留まる。M4とK3のギャッ

プがまさに貸出余力である。

このようにゼロ金利下では、金融緩和によって準備預金が増大しても、貸出余力が増大するばかりで、貸出は増大せずマネーストックも増大しないという事態、すなわち信用創造の罠が発生する。

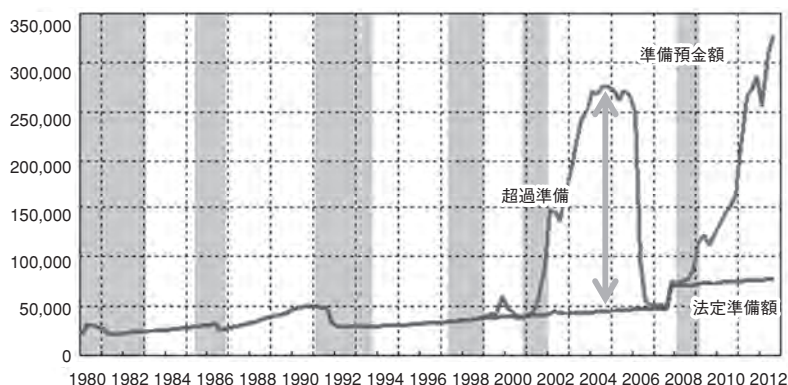
4. プラス金利経済

ここで、私達は「ゼロ金利経済」が「プラス金利経済」と比べて全く異なっており、マクロ経済学の教科書に載っているような法則があらかた妥当しないような特異な経済であることを意識しておく必要がある。

プラス金利経済で民間銀行は通常、可能な限り貸出を増やして利益を得ようとするので、最大預金額ぎりぎりまで預金通貨を増やそうとする。この時、準備預金と法定準備は等しくなる。準備預金と法定準備の差である「超過準備」がゼロになるとも言い得る。

図3の上側のグラフは準備預金額を表し、

(図3) 超過準備



(出所) 日本銀行ホームページ

※2013年以降は準備預金が多くなり過ぎて、グラフが図中に収まらないので省略した。

下側のグラフは法定準備額を表している。ゼロ金利が導入される1999年以前の期間には、準備預金額と法定準備額にあまり差がなく二つのグラフは重なっている。超過準備がほとんど存在していなかったのである。

したがって、プラス金利経済とは法定準備率という制約がバインドする（縛る）経済であると言える。このような経済では、準備預金と法定準備が等しく超過準備が存在しないので貸出余力も存在しない。

一般に、民間銀行が企業へ貸し出すと信用創造によって預金が増大しマネーストックも増大する。同様に、政府が民間銀行から借り入れて支出しても信用創造は成される。

ただし、プラス金利経済においては超過準備がなく貸出余力が存在しないので、政府が民間銀行からマネーを借りれば、その分だけ企業への貸出は抑制される（教科書的な意味とは異なる「クラウディング・アウト」）。したがって、政府が国債を発行してもマネース

トックが増大することはない。

5. ゼロ金利経済

図3に表されているように、ゼロ金利に陥った1999年以降の期間では、ほとんど常に超過準備が生じている。法定準備より多くのマネーを準備預金として蓄えているのである。

2016年2月から、日本ではマイナス金利政策が実施されているが、政策金利は未だにゼロ付近にあり、大きくゼロを下回っているわけではない。ここでは金利をゼロ未満に大きく下げられないことを前提に話を進めよう。

金利がゼロに達している場合、中央銀行はそれ以上金利を下げて資金需要を増大させるような政策を実施することができず、マネーストックを増大させられない。ゼロ金利経済は、法定準備率制約がバインドしていない代わりに、ゼロ金利制約がバインドしている経済であると言える。

ゼロ金利経済では、政府が国債を民間銀行に買い入れさせて支出を行った場合、マネーストックが増大する。この経済では、超過準備（したがって貸出余力）が存在するので、政府が民間銀行からマネーを借りても、企業への貸出はクラウディング・アウトされないからである。

このように、ゼロ金利経済において、中央銀行は通常の金融緩和政策ではマネーストックを増大させられないが、政府は民間銀行から借り入れて支出することによってマネーストックを増大させられる。

したがって、今の日本経済においてマネーストックを増大させるためには、政府はできる限り借金をすべきである。借金こそがマネーを生み出し、デフレからの脱却を可能にする。

考えてみれば当たり前のことだが、企業が借金しないから信用創造がなされずマネーストックが増えないのであれば、代わりに政府が借金するしかない。逆に言えば、ゼロ金利下において増税によって赤字国債の発行額が縮小すると、マネーストックも縮小する。それがデフレの悪化を招くことは言うまでもないだろう。

ここで、貨幣量を増減させる政策を「貨幣政策」と呼ぶことにしよう。中央銀行が行う貨幣に関する政策を通常「金融政策」という。ここでいう「貨幣政策」は金融政策よりも広い概念で、実施主体が中央銀行や政府であることを問わない（英語ではどちらも

Monetary Policyになってしまうが）。

プラス金利経済では、法定準備率制約がバインディングするために政府は貨幣政策を実施し得ないが、ゼロ金利制約がバインディングしないために中央銀行はそれを行い得る。

逆にゼロ金利経済では、法定準備率制約がバインディングしないために政府は貨幣政策を実施し得るが、ゼロ金利制約がバインディングするために中央銀行はそれを行い得ない。

■ 6. 国の借金はゼロになる

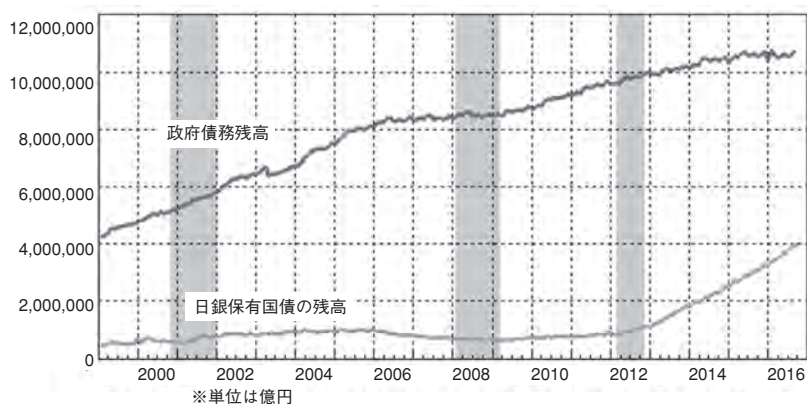
ゼロ金利下で金融政策はマネーストックを増やす効果がないとするならば、一体何の役割を果たすのだろうか？それは市中に出回る国債の回収であり、統合政府（政府＋中央銀行）の債務の縮小である。

私達が心配の対象とすべきなのは政府のみの債務ではなく、公的部門全体、つまり統合政府の純債務である。政府がいくら中央銀行から借金をしても、統合政府の純債務は増大しない。なぜなら、政府の債務が増える一方で、中央銀行の債権が増えるからである。

これは言わば、右手が左手に借金をしているようなものであり、互いの債権と債務を相殺してしまえば、チャラになる。政府の借金額を公表することには大した意味はない。政府は、統合政府の純債務を重要な指標として大々的に公表すべきである。

図4のように、日銀が保有する国債の量は

(図4) 政府債務残高と日銀保有国債の残高



(出所) 日本銀行ホームページ

増大しており、この伸びを保ち続けるといずれ政府債務残高に追いつき、民間部門が保有する国債はゼロになる。それは国（統合政府）の借金がゼロになることを意味する。

政府は日銀に借金を返さなければならないと思うかもしれないが、基本的にはその必要はない。統合政府の貸し借り自体には何の実質的な意味もないからである。

それどころか、貸したマネーは返さなければならないという規範意識を政府と中央銀行の間に持ち込むことは、この上ない危険をもたらす可能性すらある。

政府が中央銀行に借金の返済をするには、増税して市中からマネーを吸収する必要がある。極端な話、日銀が保有する約400兆円の国債の全てを増税によって償還し、政府が借金を完済したとする。

そうすると、現在約1,200兆円あるマネーストック（M3）の約三分の一にあたる400兆円が消滅することになり、ハイパーデフレーションと大不況が起こることになる。

政府や企業など誰かが借金をしなければ、マネーが増大せず経済が回らない。それが近代的な貨幣経済の根本的な性質である。その根本が理解されていないために、政府は借金を完済しなければならないなどという暴論が度々唱えられる。

7. ヘリコプターマネーとは何か？

今、日本経済に必要なことは、財政支出を増やし（あるいは減税を行い）国債発行額を増やし、その国債を日本銀行が買い入れることである。このような財政政策と金融政策の合わせ技は「財政ファイナンス」と呼ばれており、「ヘリコプターマネー」の一種であると位置付けられる。

「ヘリコプターマネー」は、空からヘリコプターでマネーを降らせるように、中央銀行

が発行したマネーを国民にばらまく政策であり、アメリカのノーベル賞経済学者であるミルトン・フリードマンが1969年の論文で示した思考実験が基になっている。

それから30年以上後の2002年に、元FRB議長のベン・バーナンキが講演で

通貨創造を財源とする減税は、ミルトン・フリードマンの有名な「ヘリコプター・マネー」と本質的に等しいのです。(ベン・バーナンキ、高橋洋一訳『リフレと金融政策』所収、日本経済新聞社、2004年。)

と述べたことでこの言葉は脚光を浴びた。「通貨創造を財源とする減税」は、減税した分国債を発行し、その国債を中央銀行が買い入れることを意味する。

さらに、イギリスの金融サービス機構(FSA)の元長官であるアデア・ターナーが、2015年出版の『債務、さもなくば悪魔』で取り上げたことにより、近年ヘリコプターマネーに関する論争が再燃している。

ターナーが、中央銀行が保有する国債を永久債化するアイデアを示してからとりわけ、ヘリコプターマネーという言葉は「回収されることのないマネーをばらまく」という意味で用いられることが多くなった。だが、「回収されない」ということが、ヘリコプターマネーの本質なわけではない。

空からヘリコプターで紙幣をばらまくという元々のフリードマンの思考実験に即して考えてみよう。それぞれの紙幣には違った彩り

が施されているわけではないので、人々が拾ったマネーを財布にしまった後は、どの紙幣が拾ったものでどの紙幣が元から入っていたものを区別することができない。

したがって、問題なのはばらまいたマネーを回収するかどうかではなく、増税することでマネーを市中から引き上げ貨幣量を減らすかどうかである。とりあえずはそうように考えられる。

ところが、政府が数年間増税しないとコミットメントすることはあり得るが、未来永劫増税しないなどというコミットメントは不可能であるし、すべきでもないだろう。

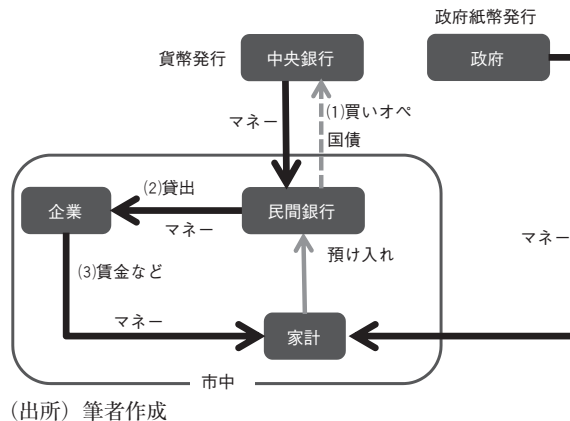
したがって、コミットメントのあるなしに関わらずマネーをばらまいた時点でヘリコプターマネーが行われたと解釈し、増税した時点で言わば「逆ヘリコプターマネー」が行われたと解釈するしかない。

中央銀行が保有する国債の永久債化は、政府がその分のマネーを永遠に中央銀行に返さなくても良いということの意味する。したがって、永久債化によって、公的部門の債務が実際にはかなり小さいことを国民に伝えることができるターナーは述べている。

これは政府が統合政府の(純)債務を発表することと効果としては、さほど変わらない。そのような発表は、ヘリコプターマネーを実施する上で付随的に必要な処置ではあるが、ヘリコプターマネーそのものではない。

永久債化についても同様であって、ヘリコプターマネーを実施した後に、逆ヘリコプタ

(図5) 通常の貨幣の流れと政府紙幣



ーマネーを実施しないための抑制的な措置になり得るが、ヘリコプターマネーそのものではない。

■ 8. ヘリコプターマネーの意義とは？

ヘリコプターマネーの意義は、マネーの流れを変えるところにある。図5のように、通常マネーは、以下の三つのステップを経て家計まで流通していく。

- (1) 買いオペ：中央銀行が発行したマネーを民間銀行に対して供給する
- (2) 貸出：民間銀行が企業にマネーを供給する
- (3) 貸金など：企業が家計に貸金や配当の形でマネーを支払う

ところが、金融緩和政策の効果がなく貸出

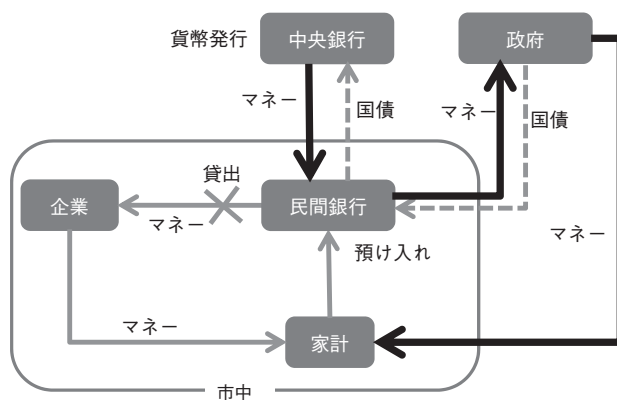
が十分に行われない場合は、マネーが市中に流れていかない。民間銀行から企業への経路が塞がれているので、マネーは別の経路を経て流通する必要がある。

その方法の一つが政府紙幣発行で、これによって、図5のように政府から家計（企業の場合もあり得る）へとダイレクトにマネーが流通していく。このように、マネーの流通経路を変えることが、ゼロ金利下におけるヘリコプターマネーの最も重要な意義である。

ところで、ヘリコプターマネーの具体的な手段として政府紙幣発行は妥当だろうか？一つには、政府が紙幣を発行するとなると、政府が国民の人気取りのために、あるいは軍備拡張などの財源にするために、とめどなく紙幣発行を行い、ハイパーインフレを引き起こすのではないかという批判があり得る。

さらに、中央銀行と政府という二つの紙幣発行主体があるのはおかしいという批判も考えられる。こうした批判があるので、ヘリコ

(図6) 財政ファイナンス



(出所) 筆者作成

プターマネーを実施するためのもう一つの方法の方が現実的かつ副作用が少ないと考えられる。その方法というのが、まさに「財政ファイナンス」である。

財政ファイナンスとしてのヘリコプターマネーは、図6の太い矢印のようなマネーの流れとして表される。特に中央銀行による国債の買い入れの部分は、「国債の貨幣化」(マネタイゼーション)としてとらえられる。買いオペによって市中の国債を貨幣と交換するからである。

注意すべきことは、国債の貨幣化は中央銀行の通常の営みであるということだ。金利政策であれ量的緩和政策であれ、緩和政策の手段は買いオペ(中央銀行による国債の買い入れ)であり、国債の貨幣化は常日頃から行われている。

買いオペはマネーを増やす基本的な手段であり、図1からも分かるように長期的にはマネーは増やし続けなければならないからであ

る(そのようなマネーは経済学では「成長貨幣」と呼ばれている)。

また、政府が国債を財源に支出することも通常の営みであるから、財政ファイナンスそのものが特別な政策とは言えない。「日本は今財政ファイナンスを行っているのか?」「日本は財政ファイナンスを行うべきなのか?」「ヘリコプターマネーを行うとしても一回限りに留めるべきではないか?」といった問いは全てナンセンスであろう。

財政ファイナンスとしてのヘリコプターマネーは、昔から行われており今も行われておりこれからも行うしかない政策である。したがって、正しい問い掛けはこうである。「財政ファイナンスを拡大すべきか縮小すべきか?」2%というインフレ率目標に達していない今は、もちろん拡大すべきだろう。

