

ヘリコプター・マネーより重要な拡張財政への転換

新生銀行 金融調査部 伊藤 篤

今週の金融市場は、ヘリコプター・マネーや永久国債の発行等の目新しい政策オプションを巡る議論により、乱高下している。永久国債の発行を含む純粋なヘリコプター・マネーは財政法の改正が必要であり、7月中の実現は極めて困難であろう。より重要な点は、「2014年4月の消費増税以降の緊縮財政路線が転換されたこと」、「それにより限界があるとみられていた量的緩和の拡大余地が広がったこと」であるとみている。今月末の日銀の緩和オプションは国債やETFの買い入れ増額の可能性が高まり、マイナス金利幅の拡大の可能性は低下したとみている。

新しい点 7月10日の参議院選挙後、安倍首相は、それまでの国債発行抑制のスタンスを転換し、新規国債を含む10兆円超の財政出動の方針を発表、13日にはバーナンキ前FRB議長と会談した。7月14日14時51分には「バーナンキ氏が永久国債を議論」とのヘッドラインで円安に、同15日には、ポール・クルーグマン教授が「ヘリコプター・マネーを含む戦略を採用する必要ない」との発言をきっかけに円高に変動するなど、日本の財政・金融政策の議論が活発かしている。

ターナーの分類 下図は、日本にヘリコプター・マネーの導入を提唱している元英FSA長官のアデア・ターナー氏の論文における財政・金融政策の分類を参考に当部で作成した図である。まず1行目の「国債発行による財政出動」イメージとしては90年代後半の量的緩和なしの財政出動では、(A)財政赤字が拡大し、(B)公的債務残高が増加する。(C)マネタリー・ベースの定義は中央銀行の生み出すお金(当座預金+日銀紙幣)であるため、財政支出によっては増加しない。オプション2の量的緩和政策では、(A)財政赤字は拡大せず、(B)債務残高も増加せず、(C)のマネタリー・ベースが増加する。イメージとしては2001~2006年の小泉政権の時代が挙げられる。

図 ヘリコプター・マネーと伝統的な財政・金融政策の比較

政策オプション		(A) 現在の財政赤字	(B) 公的債務残高	(C) マネタリーベース(MB)	日本のフェーズ
1	国債発行による財政出動	赤字拡大	残高増加	影響なし	90年代
2	量的緩和	影響なし	影響なし	一時的な増加 (将来的の出口で国債を売却すればMBが減少)	・小泉政権時(2001~2006年) ・増税後のアベノミクス
3	国債発行による財政出動+量的緩和	赤字拡大	残高増加	一時的な増加 (将来的の出口で国債を売却すればMBが減少)	・消費増税前のアベノミクス
4	純粋なヘリコプター・マネー (マネー・ファイナンス・財政プログラム Money-Financed Fiscal Program, MFFP)	赤字拡大	影響なし	恒久的な増加	新しい政策?
5	国債発行による財政出動+量的緩和 +借り換えの継続	赤字拡大	残高増加	恒久的な増加	今後可能性が 大きいもの

(出所) Adar Truner, "The case for Monetary Finance - An Essentially Political Issue", 16th Jacques Polakannual Research Conference
Ben S. Bernanke "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", April 11, 2016, 日本経済新聞より新生銀行 金融調査部作成

アベノミクスの初期 オプション1と2との組合せが3の「国債発行による財政出動と量的緩和」政策であり、アベノミクス初期(消費増税前)が該当する。ここでのポイントは、量的緩和(現在行われているマイナス金利付き量的質的金融緩和を含む)では、インフレ目標到達後、出口戦略に向かった時点で、国債を売却もしくは償還を迎えるとマネタリー・ベースが減少する点である。このため、マネタリー・ベースの増加は一時的となる。

純粋なヘリコプター・マネー これに対して、オプション4の純粋なヘリコプター・マネーでは、(C)償還(=貨幣がなくなる)期限のある債務でなく貨幣による資金調達が行われるため、貨幣が永続的に経済に残るため、マネタリー・ベースの増加は「恒久的」となる。バーナンキ氏はこの政策を「マネー・ファイナンス・財政プログラム」(Money-Financed Fiscal Program, MFFP)と呼んでいる。「マネー・ファイナンス」の対義語が「デット・ファイナンス」(Debt Finance)となり、債券(国債)の発行を伴う資金調達となる。早稲田大学の若田部昌澄教授は、「貨幣を増やし、増えた貨幣が恒久的に残る。ヘリマネの定義はこれにつく」(2016年6月17日付け、日本経済新聞)としている。この定義に沿うと、永久債は金融商品としては債券(債務)であるものの、償還の必要がなく「マネー・ファイナンス」に分類されるとみられる。もっとも、こうした政策には財政法の改正が必要となり、与党が衆参で憲法改正の発議ができる3分の2の議席を持っていたとしても、国会を開催して法案を審議・可決する必要がある。7月中の国会開催は予定されておらず、7月中に財政法が改正される可能性も小さいであろう。

現行の政策の延長で十分 しかし幸いなことに法改正を必要としない現行の枠組み組の中でも実質的に「純粋なヘリコプター・マネー」に近い政策をとることは可能であり、実際はこの政策がとられるとみている。具体的にはオプション5では「国債発行による財政出動+量的緩和+借り換えの継続」によって、償還を迎えた国債の借り換えを継続することで、オプション4と似た効果を出すことは可能であろう。オプション3からオプション2に戻っていたアベノミクスが、オプション3に戻る、あるいは5となりつつあるとみている。

ヘリコプター・マネー論の経緯 そもそもなぜヘリコプター・マネーの議論が出てきたのであろうか。市場では「日銀の国債買入額が国債発行額を上回ると、需給がひっ迫し過ぎて買い入れがスムーズにいかなくなる」との「金融緩和の限界論」の懸念があった。従来、黒田総裁は金融緩和に限界はないとのスタンスであったが、昨年(2015年)12月、買入額を増やさないにも関わらず、国債の買入年限を延長する補完措置を導入した。この補完措置導入は、ある意味では日銀自身が「緩和限界論」を認めてしまった面があったとみている。また本年1月のマイナス金利導入も同様な受け止め方がされた面があろう。「緩和限界論」の前提として、政府が2013年10月に2014年4月からの消費増税を決定して以降、政府の政策は緊縮的であったことで国債の増発がないと見込まれていた点は重要であったとみている。参議院選挙後に安倍首相が新規国債の発行方針を明示したことで、財政赤字が拡大し、こうした限界論が大幅に後退したとみている。

見通し 国債増発という変化により、緩和限界論は後退し、批判の多いマイナス金利幅の拡大の可能性は低下したとみている。月末の経済対策での国債増発、日銀の国債やETFの買入増額によって円安・株高の流れが継続する公算が強まっているとみている。肝心なのは政府・日銀ともに景気刺激的なスタンスを取りつつあることであり、これにより物価目標の到達、日本経済の安定化に貢献するとみている。

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会。