

### ヘリコプター・マネー政策で政府は増税を回避できるか



京都大学公共政策大学院  
教授  
翁邦雄氏

#### ● はじめに

6月1日、安倍総理は記者会見において、「新しい判断」として「今そこにあるリスクを正しく認識し、危機に陥ることを回避するため、しっかりと手を打つべき」とし、「来年4月に予定されていた10%への消費税増税を2年半延期する」と正式に発表した。

安倍総理は危機回避に「政策を総動員する」と述べている。それでは、最近、欧米で盛り上がっている「ヘリコプター・マネー」は、選択肢に含まれる可能性があるだろうか。

記者会見で、安倍総理は「赤字国債を財源に社会保障の充実を行うような無責任なことは行わない」と述べているので、この系列の政策は選択肢からは排除されているように見える。しかし、消費税導入についても前回の延期の際に、「再び延期することはない。ここで皆さんにはっきりとそう断言致します。」としたうえで、「新しい判断」として再延期したわけだから、赤字国債が完全に封印されたと考えるのは早計だろうし、赤字国債発行の延長線上にありうるヘリコプター・マネーの得失を整理しておくことは無意味ではあるまい。

#### ● ヘリコプター・マネーのメリット・デメリット

「ヘリコプター・マネー」という政策は、もともとミルトン・フリードマンの「ヘリコプターからドル紙幣をばら撒いたらどうなるか」という思考実験に由来し、広義には、財政支出を中央銀行資金でファイナンスする政策を指す。

フリードマンの思考実験の論旨は、こうしたかたちでマネーが増えればかならずインフレを起こせるはずだ、という点にある。しかし、最近、注目を集めているヘリコプター・マネー政策固有のメリットは、「財政政策を実施するにあたって中央銀行が原資をファイナンスすれば、国債を民間に買ってもらう必要がないから、財政支出が民間部門への利払いにつながらず、(インフレ税をのぞけば)将来の増税が生じないのではないか」という点にある。ヘリコプター・マネー政策は「銀行券

を空中からばら撒く」という比喻からスタートしているために、この点は、通常、直感的に当然視されている。

他方、デメリットとされているのは、いったん中央銀行が国債引受等に手を染めるとその安易さから財政規律が破壊され、結局、インフレに歯止めがかからなくなるという点であり、量的・質的緩和からもう一步踏み出すリスクがデメリットとして強調されることが多く、ヘリコプター・マネー論争の中核的論点はこちらになっている。

## ● 節税メリットについての思考実験

---

しかし、ヘリコプター・マネーには本当にそんなに強力な節税効果があるのだろうか。また、財政規律を破壊する効果は、量的・質的緩和より強力なのだろうか。いずれも興味深い論点だが、以下、本稿では「ヘリコプター・マネー政策なら、将来の財政負担は増えない」という前者の命題の妥当性について思考実験を試みよう<sup>1</sup>。

思考実験の前提は、以下の2点である。

- 1) 短期金利は当初ゼロ、インフレ目標に到達した時点で日銀は2%に誘導する。
- 2) 短期金利を誘導するために日銀は、マイナス金利導入以前と同様、当座預金に誘導目標水準金利を付利する。

この前提はとりあえず、きわめて自然なものだろう。その前提のもとで、以下の3つのケースについて「統合政府(政府+日銀)」の利払い負担を比較してみる。統合政府で考えるのは、政府が財政政策を実施した結果、日銀の利益が増減すれば、国庫納付金の増減のかたちで政府に跳ね返るので、日銀の収益の変動も含めておかないと政策のインパクトは正しく捉えられないからである。

- 1) 政府が10兆円の短期金利付き永久債を発行して減税、国債は民間金融機関が購入する。
- 2) 政府が10兆円の短期金利付き永久債を発行して減税、国債は日銀が引き受ける(広義のヘリコプター・マネー)。
- 3) 日銀が10兆円の銀行券を国民に配布する(純粋なフリードマン型ヘリコプター・マネー)。

なお、満期のある債券では、満期までにインフレ目標が達成されているかどうか分からないから、ケース1、2では政府は永久債を発行するものとする。また、ケース3では、ミルトン・フリードマンの思考実験の設定に沿って「日銀がヘリコプターを借り、10兆円の銀行券を撒布する」という非現実的な政策をあえて考えている。

---

<sup>1</sup>以下の議論は前ミネアポリス連銀総裁のナラヤラ・コチャラコタのブルンバーグのウェブサイトへの投稿を参考にしている。

<http://www.bloomberg.com/view/articles/2016-03-24/-helicopter-money-won-t-provide-much-extra-lift>

### 1) 政府が国債の市中公募で 10 兆円の資金を調達するケース

この場合、統合政府のコストは国債の利払いである。したがって、ゼロ金利が続く間はゼロ、インフレ目標が達成された時点で 2,000 億円(10 兆円×2%)になる。

### 2) 日銀が 10 兆円の国債を引受けるケース(広義のヘリコプター・マネー)

この場合、財政支出後に民間金融機関の中央銀行当座預金<sup>1</sup>が 10 兆円増加する。統合政府のコストは日銀当座預金への利払いになる。したがって、ゼロ金利が続く間はゼロ、インフレ目標が達成された時点で 2,000 億円(10 兆円×2%)になる。

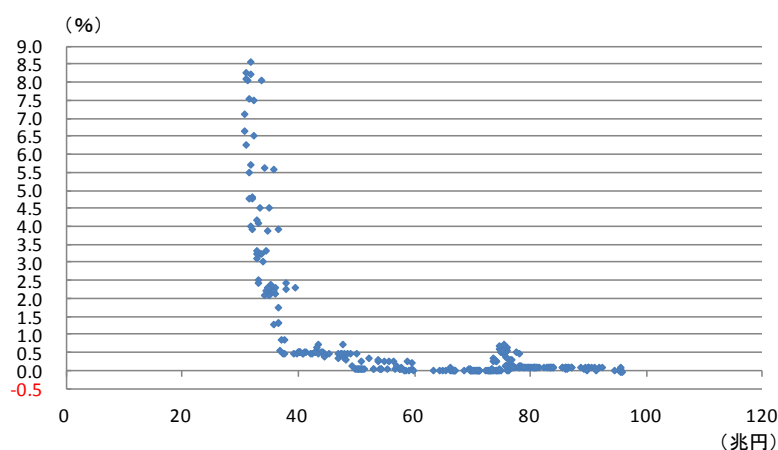
### 3) 日銀による 10 兆円の銀行券配布(純粋なヘリコプター・マネー)

答えはこの場合も、上記 1)と 2)と同じである。

この場合、金利がゼロの間は、拾われた銀行券は家計・企業に保有されるが、金利がある程度プラスになると、家計は銀行券を預金するはずだからだ。

それでは、家計の銀行券需要はどの程度、金利感応的なのだろうか。この点を考えるために、深尾光洋氏の一昨年のコラム<sup>2</sup>の図を下にアップデートする。この図は 1991 年 1 月から 2016 年 5 月までのコール市場金利(縦軸)と日銀券残高(横軸)の関係を示している。この図を見ると、コール市場金利が 0.5%を上回るあたりから日銀券需要が激減し、家計は手元にある日銀券を銀行に預金し、それが日銀に還流して金融機関の日銀当座預金残高が膨らむことが読み取れる。本稿で想定する思考実験では、インフレ目標達成後の短期金利は 2%であるが、それよりかなり低くても日銀券は日銀に還流するだろう。

日銀券残高とコール市場金利  
(1991年1月～2016年5月)



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査部

(注) 横軸が日銀券残高、縦軸がコール市場金利

<sup>2</sup>深尾光洋「量的・質的緩和のコスト負担: 日銀赤字の処理方法」、JCER、2014 年 3 月 26 日

<http://www.jcer.or.jp/column/fukao/print612.html>

つまり、過去のデータを見ると、コール市場金利が 0.5%を上回るあたりから日銀券の大半は預金されるから、金利が 2%なら家計は捨った(撒布された)銀行券の大半を預金し、銀行の日銀当座預金が増えて日銀の利払い額がふくらむ。

結論として純粋なヘリコプター・マネーによる 10 兆円撒布政策でさえ、利払いコストは、ゼロ金利が続く間はゼロ、インフレ目標が達成された時点では、2,000 億円(10 兆円×2%)になる。

では、ヘリコプターからばら撒くものを日本銀行券の代わりに、相当のコストをかけて作った偽造も預金も不可能な「政府紙幣」に変えたらどうか。それでも、結論は変わらない。人々は捨った政府紙幣を決済に使い、その代わりに政府紙幣を捨ったことで余分になった手持ち銀行券を銀行に預金するだろうから、政府紙幣製造のコストが賄えるかどうかは疑問である。

### ● 結論: 節税メリットは幻想である

---

ヘリコプター・マネーの増税抑止メリットは純粋な銀行券撒布政策ですら疑わしい。ヘリコプター・マネーは利払いを政府から日銀に「付け替える」にすぎない可能性が高い。

❗ 各稿は各執筆者が執筆時点の経済その他の状況ならびに見解を踏まえて作成したものです。また、各稿は情報提供を目的としたものであり、お客さまに特定の投資方針や相場観等を推奨するものではありません。各稿は執筆時点の信頼できると思われる情報に基づいて各執筆者が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。ご投資にあたっては、お客さまご自身の責任と判断で行っていただきますようお願いいたします。