



SHINSEI BANK

新生銀行 経済レポート

2016年7月28日
新生銀行 金融調査部
MFRD-20160018

ヘリコプター・マネーの論点整理 ターナーの3分類とバランス・シートからの見方

【要旨】

ヘリコプター・マネーへの期待から円安・株高へ

7月10日の参議院選挙後、「ヘリコプター・マネー」、「永久国債」といった目新しい言葉が聞かれ、拡張的なマクロ経済政策への期待を受けて急激な円安が進み、21日には一時107.49円をつけた。日経平均も一時1万7,000円台目前(16,938円)まで回復した。その後、補正予算の規模が市場予想を下回るとの見方から、やや円高・株安に振れている(27日17時時点)。

純粋なヘリコプター・マネーの実現は困難

現在の法律や予算の制約を踏まえると、純粋なヘリコプター・マネー導入は困難であろう。また、経済を安定的に成長させるためには、そこまでの政策は必要ではなく、現行の制度・枠組み内で十分実施可能であるとみている。

ターナーの3分類

ここでは英国の金融庁にあたるFSA(Financial Services Authority)の元長官アデア・ターナーのヘリコプター・マネーに関する論文¹を参考に論点を整理しておきたい。ターナーは、(A)現在の財政赤字、(B)公的債務残高の増減、(3)マネタリーベースの増加という3つによって、財政・金融政策を分類している。ポイントは、通常の満期のある国債を購入する金融緩和では、長期のインフレに結びつく貨幣の増加が一時的である、という点である。

バランス・シートからみたマクロ政策

バランス・シート面から政府、中央銀行、両者を統合した統合政府をみると、政府が年限の長い債券を発行して、それを中央銀行が購入することで貨幣が残存する期間は長くなる。たとえば中央銀行が永久債を保有することや、中央銀行が保有する国債が満期を迎えた場合にそれを借り換えるということが考えられる。

¹ Adar Truner, "The case for Monetary Finance - An Essentially Political Issue", 16th Jacques Polak Annual Research Conference

ターナーの分類:

- (A) 財政赤字、
(B) 公的債務残高、
(C) マネタリーベース
の3つの基準

2014年4月の消費増
税前のアベノミクスは
財政出動+金融緩和

純粋なヘリコプター・
マネーではマネーの
増加は恒久的

1. ターナーの3基準によるマクロ経済政策の整理

ターナーの分類 図表1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+銀行紙幣)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2001~06年の小泉政権の時代が挙げられる。

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、金融緩和によるマネタリー・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)期限のある債券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。バーナンキ元FRB議長はこの政策を「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。

図表1 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の売却 もしくは償還で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の売却 もしくは償還で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 あるもの

(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

**ヘリマネの定義：
貨幣の恒久的な増加**

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ける」（2016年6月17日付、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。

**借り換えの継続で
ヘリコプター・マネー
に近い刺激策に**

現行の政策の延長で十分な可能性 現行の枠組みを前提としても「純粋なヘリコプター・マネー」そのものでなくても、実質的にそれに近い政策をとることは可能であろう。具体的には、オプション5の「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。

2. バランス・シートからみた財政・金融政策

**政府 + 中央銀行 =
統合された政府**

前述の「金融緩和によるマネタリー・ベースの増加は一時的」という点は非常に重要であるので、政府・中央銀行・両者を統合した統合政府の3つのバランス・シートでこの点を検討したい。中央銀行が何らかの形で国債を保有する場合、2つの方法がある。①従来通り、中央銀行が金融市場から国債を買い入れる方法、②金融市場を介さずに中央銀行が政府から直接国債を引き受ける方法の2通りである（ここでもターナーの論文を参考にした）。

（以下余白、次ページへ）

図表 2 は、政府・中央銀行・両者を統合した統合政府の 3 つのバランス・シートを表している。

① 中央銀行が金融市場から国債を買い入れる方法

(図表 2、上段) まず、政府が通常为国債 (=金利がついて満期がある債券) を金融市場で発行する。中央銀行はこれを保有して資産として保有し、負債サイドには貨幣が増加する。統合された政府では貨幣が増加する。

中央銀行が金融市場から償還期限のある国債を買い入れる場合、貨幣の増加は一時的

(図表 2、下段) 次に、中央銀行の物価目標の到達後に国債を売却する場合あるいは国債が満期を迎えて償還された場合を考える。この時、中央銀行の資産サイドに計上されていた国債はなくなり、それと同時に負債サイドの貨幣も減少することになる。統合された政府でも貨幣が減少する。このため、上段の金融緩和 (=国債購入) 時に貨幣が増加してもその効果は一時的に留まるとの見方がある。

貨幣が増加を続ければインフレになるとの見方には広いコンセンサスがあるとみられる。

ここでの課題は、中央銀行が国債を売却する場合および国債が償還を迎えた場合に貨幣が減少する点である。この方法では国債の償還までの期間が長ければ長いほど、貨幣が増加する期間も長くなり、物価の押し上げに寄与することになる。

図表 2 政府・中央銀行・統合政府のバランス・シート:① 中央銀行が金融市場から国債を買い入れる方法
貨幣の増加は一時的

国債の購入時 政府が利付国債を市場で発行して、中央銀行が市場から国債を購入する。

政府		中央銀行		統合された政府 (Consolidated Public Sector)	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
	国債 (金利・満期 ある債券)	国債 金利・満期 のある国債	貨幣の増加		貨幣の増加
市場に発行	↓	↑			
	金融市場	市場から購入			

物価目標到達後の国債売却、または国債償還時 物価目標の達成後に中央銀行が国債を売却した場合、あるいは国債が償還を迎えた場合

政府		中央銀行		統合された政府 (Consolidated Public Sector)	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
	(償還までは 残存)	国債が バランス・シート から落ちる	貨幣の減少		貨幣の減少

(出所) Adar Truner, "The case for Monetary Finance - An Essentially Political Issue", 16th Jacques Polakannual Research Conference
を参考に新生銀行 金融調査部作成

② 金融市場を介さずに中央銀行が政府から直接国債を引き受ける方法

中央銀行が満期の長い資産を持つほど貨幣の残存期間は長期化し、物価の押し上げ要因となりやすい

中央銀行の永久債保有や借り換えの継続で貨幣の増加は恒久的となる

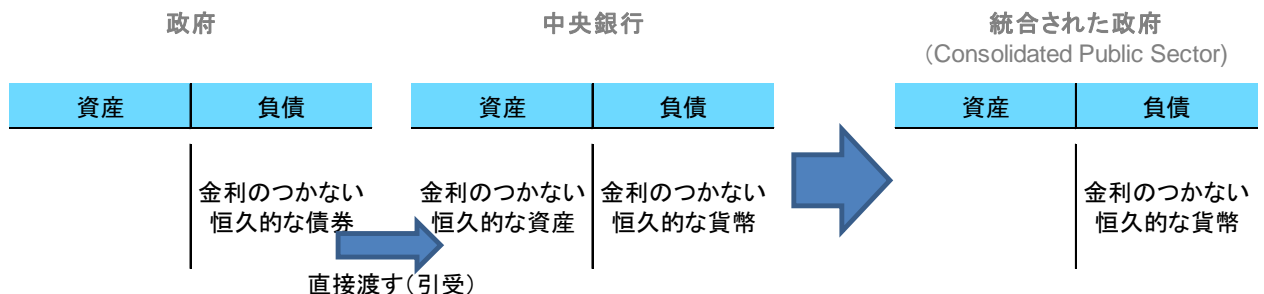
では最も年限が長い債券は何か？ 答えは永久債となり、これを見たのが**図表3の上段**である。ここでは政府が通常の国債と異なり、(1) 金利がつかず、(2) 償還も迎えない債券を発行し、(3) 金融市場を仲介せずに直接中央銀行に渡すという案である。中央銀行の資産は恒久的、したがって中央政府・統合された政府の負債も恒久的な貨幣となる。ただし、この直接引き受けには財政法の制約がある。

(**図表3、下段**) そこで現行法でも考えるのが、図表3の下段である。ここでは、政府は(1) 金利がついて、(2) 満期を迎える(償還のある)国債を発行する。しかし、その国債が償還を迎えた場合に再び借り換えるというもので、図表1のオプション5に対応する。この場合、中央銀行の資産は、国債の銘柄は償還ごとに入れ替わるものの、中央銀行の負債は金利の付かない恒久「的な」貨幣となり、上段の永久債の直接引き受けのケースと同様となる。このため、貨幣の増加が恒久的となって物価の押し上げ効果を持つというものである。

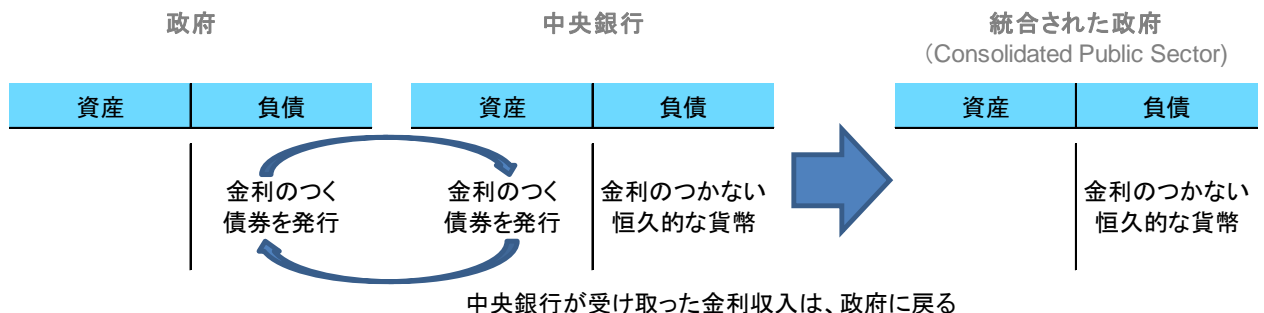
図表3 政府・中央銀行・統合政府のバランス・シート:② 市場を介さずに中央銀行が政府から直接国債を引き受ける方法:貨幣の増加は**恒久的**

オプション1 中央銀行が、政府が支出するお金を、直接政府の口座に振り込む

オプション2 政府が利付債を発行して、中央銀行がそれを購入する。
購入後の利付債を金利のつかない償還のない「永久債(政府に対する債権、Due from government)」に転換する。



オプション3 政府が通常の国債(金利のつく債券)を発行して、中央銀行がそれを購入し、恒久的な借り換えを継続する。



(出所) Adar Truner, "The case for Monetary Finance - An Essentially Political Issue", 16th Jacques Polakannual Research Conference
より新生銀行 金融調査部作成

- 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