慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	財政政策と金融政策の相互連関
Sub Title	Interaction between fiscal policy and monetary policy
Author	池尾, 和人(Ikeo, Kazuhito)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2017
Jtitle	三田学会雑誌 (Mita journal of economics). Vol.110, No.3 (2017. 10) ,p.209(5)- 228(24)
JaLC DOI	10.14991/001.20171001-0005
Abstract	本稿の前半では, たとえ中央銀行が先導者となり, 財政当局が追随者となる金融支配の体制下にあっても, ゼロ金利(有効下限)制約に直面している状況においては金融政策による物価コントロールが困難化することを論じる。こうした困難が実践の中で改めて確認されたことから, 「デフレ脱却」のためには, 財政当局が先導者となる体制に移行することを推奨するような政策提言が行われるようになっている。本稿の後半では, こうした政策提言のうち, ヘリコプターマネー政策とシムズ教授による提言を取り上げて検討する。これらの政策の有効性は, 人々の期待形成がどうなるかにかかっているが, 人々の期待を人為的に操作できると過信すべきではないことから, これらの政策はきわめてリスクの大きなものであると判断される。 Controlling price levels through monetary policy becomes very difficult in when facing the zero (effective) lower bound, even under the regime of monetary dominance, wherein the central bank is the leader and the fiscal authority is the follower. Such a difficulty has been confirmed once more in practice, and hence, policy suggestions are being made to encourage a shift to a regime where the fiscal authority becomes the leader for "the exit from deflation." In this paper, I examine a helicopter money policy and a proposal by Professor Sims among such policy suggestions and examine them. The effectiveness of these policies depends on the formation of people's expectations. We should not, however, be overconfident that people's expectations can be artificially manipulated ; therefore, these policies may represent extremely large risks.
Notes	特集 : 財政危機と金融危機のコンテイジョンと危機管理対応
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20171001-0005

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」110 巻 3 号（2017 年 10 月）

財政政策と金融政策の相互連関

池尾和人 *

Interaction between Fiscal Policy and Monetary Policy

Kazuhito Ikeo *

Abstract: Controlling price levels through monetary policy becomes very difficult in when facing the zero (effective) lower bound, even under the regime of monetary dominance, wherein the central bank is the leader and the fiscal authority is the follower. Such a difficulty has been confirmed once more in practice, and hence, policy suggestions are being made to encourage a shift to a regime where the fiscal authority becomes the leader for "the exit from deflation." In this paper, I examine a helicopter money policy and a proposal by Professor Sims among such policy suggestions and examine them. The effectiveness of these policies depends on the formation of people's expectations. We should not, however, be overconfident that people's expectations can be artificially manipulated; therefore, these policies may represent extremely large risks.

Key words: zero (effective) lower bound, helicopter money policy, fiscal theory of price level

JEL Classifications: E31, E63

本稿は，日本学術振興会・科学研究費助成事業の「基盤研究（B）」（課題番号：26285059）の助成を受けたものである。

* 慶應義塾大学経済学部
Faculty of Economics, Keio University

はじめに

物価は，基本的には財政政策と金融政策の相互連関（interaction）の結果として決定される。金融政策だけで物価が決まるかのようにいわれることも多いが，そのようにいっても大過ないのは，その裏で財政運営は節度ある形で行われているという暗黙の前提が満たされている場合に限られる。一般論としては，物価は財政政策と金融政策の相互連関の結果として決まると考えるのが，経済学の標準的な見解[(1)]である。

財政政策を司るのは財政当局，金融政策を司るのは金融当局（中央銀行）という 2 つの「当局」が存在するので，両者のいずれが先導者／追随者になるかが問題になる。組み合わせは，論理的には 4 つ考えられる。

第 1 は，金融政策当局の中央銀行が先導者で，独立して物価目標の達成を目指して行動し，財政当局が追随者として，統合政府の予算制約（後述）を満たすような財政運営を行うというケースである。このケースは，金融支配（マネタリー・ドミナンス：monetary dominance）と呼ばれ，金融支配のケースでは，もっぱら金融政策で物価が決まるということが許される。

これに対して第 2 に，財政当局が先導者で，統合政府の予算制約にとらわれることなく財政運営を行い，中央銀行が追随者として，統合政府の予算制約を満たす任に当たるというケースが考えられる。このケースは，財政支配（フィスカル・ドミナンス：fiscal dominance）と呼ばれる。このケースでは，形式的には貨幣数量方程式的な関係が成立していても，貨幣量は財政運営の結果として決まるとみなせるので，むしろ財政政策が物価を決めているといえる。

残りの 2 つは，中央銀行と財政当局の両方が先導者になろうとするケース（第 3 ）と，両方が追随者になろうとするケース（第 4 ）である。両者が先導者のケースでは，均衡が存在しなくなる（発散する）と考えられ，両者が追随者のケースでは，均衡は不決定になると考えられる。

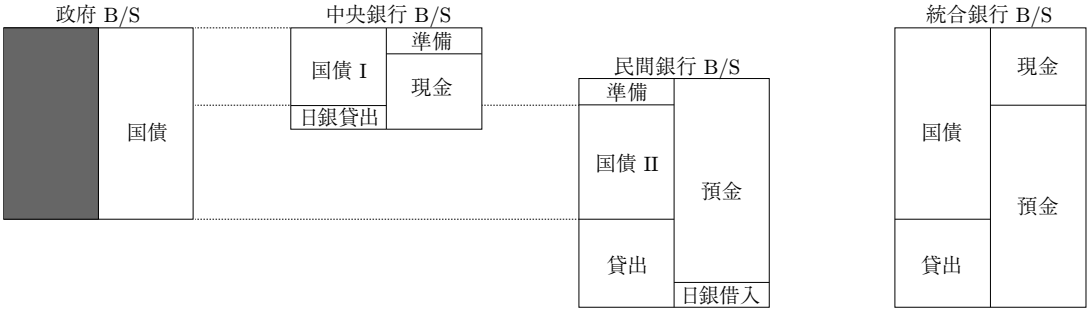
本稿では，前半で，第 1 のケースであっても，ゼロ金利制約に直面している状況においては金融政策による物価コントロールが困難化することを論じる。こうした困難が実践の中で改めて確認されたことから，「デフレ脱却」のために第 2 あるいは第 3 のケースに移行することを推奨する（ヘリコプターマネー等の）政策提言が行われるようになっている。後半では，こうした政策提言について検討する。

なお，第 4 のケースについては，本稿ではとくに取り上げていない。しかし，本誌の匿名チェッカーから，第 4 のケースは「中央銀行はゼロ金利制約のために Taylor Principle を満たすような金

---

(1)　Leeper, Eric M. and Campbell Leith, “Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon,” in *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B.

図表 1



融政策を行うことができない一方で，政府はそれなりに財政再建に取り組んでいる，という現在の日本のような状況で起こりえるケースだ」との指摘を受けた。指摘に感謝するとともに，これまで第 4 のケースの現実関連性についてはあまり考えてこなかったので，今後に稿を改めて検討してみたい。

第 1 節　金融緩和のメカニズム

金融政策の実際

「中央銀行の市場オペレーションは，国債とマネタリーベースの交換といった形で，完全代替でない金融資産の取引」（黒田東彦日銀総裁）にほかならない。地域振興券や補助金を配るのは財政政策であって，金融政策ではない。金融政策は等価交換を基本とするものである。中央銀行はマネタリーベースと呼ばれる特別の金融資産（お金）を提供できるが，それはあくまでも別の金融資産の購入との引き替えである。その意味で，金融緩和をしても，直接には誰もお金持ちにできるわけではない。

このように金融政策の実際は，金融資産の取引である。したがって，金融政策について考える際には，バランスシートを念頭に置くことが不可欠である。そこで，次のような日本の金融構造をできる限り簡略化したモデル経済を考えることにしよう。

経済主体としては，明示的には政府，中央銀行（日銀），民間銀行の 3 者のみを考える。政府は，**図表 1** の左端の塗りつぶした部分に相当する累積財政赤字額を抱えており，それに見合う額の国債を発行している。わが国では，個人向け国債等も発行されているけれども，企業や家計が直接に国債を保有する比率は限定的であるので，ここではそれを捨象し，国債はすべて金融機関によって保有されているとして，中央銀行（日銀）が保有する部分を国債 I，民間銀行が保有する部分を国債 II としている。

中央銀行（日銀）と民間銀行の間では，2 種類の取引が行われている。1 つには，民間銀行は企業や家計から預かった預金の一部分を準備預金（Reserve，図では単に「準備」と略記）として中央銀行

（日銀）に再預金している。もう 1 つには，中央銀行（日銀）は民間銀行に対して直接に資金供給をしており，それが**図表 1** での「日銀貸出」（民間銀行の側からは「日銀借入」）である。ここでは，準備と国債Ⅱ以外の民間銀行の資産を「貸出」としている。簡略化のために，金融機関の自己資本等は無視している。

ここまで簡略化すると，現金（日銀券）+ 準備預金と定義されるマネタリーベースの供給量は，中央銀行（日銀）のバランスシートのサイズそのものだということになる。これに対して，実際に世の中に出回っているお金の量であるマネーストックの大きさは，中央銀行（日銀）と民間銀行を連結した統合銀行のバランスシートのサイズだということができる。中央銀行（日銀）と民間銀行を連結すると，準備と日銀貸出に関わる取引は内部取引として相殺され，残るのは**図表 1** の最も右側のようなバランスシートになる。現金（日銀券）+ 預金がマネーストックの定義である。

なお，このモデル経済は閉鎖経済となっており，海外とのやり取りは捨象している。現実の金融政策運営においては，為替レートへの影響を通じる波及経路が重要であるので，その面を無視していることは明確な限界である。それゆえ，為替レートに関連した考察は後（第 2 節）で別途行いたい。

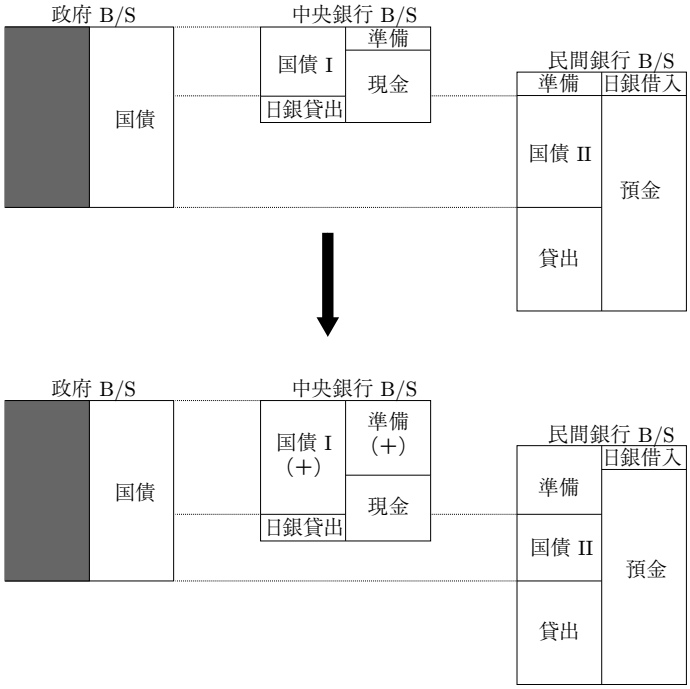
金融緩和の効果

以上を準備として，金融緩和の効果を考えることにしよう。金融緩和するというのは，端的には，中央銀行（日銀）が国債の購入量を増加させるということである。それゆえ，金融緩和前の姿が**図表 2** の上段だとすると，金融緩和後は同図表の下段のような姿に変化することになる。すなわち，国債の購入相手は民間銀行に限られるので，国債の購入代金は準備預金口座に振り込まれることになり，中央銀行（日銀）のバランスシートのサイズは両建てで増加する。この意味で，マネタリーベースの供給量は増加することになる。

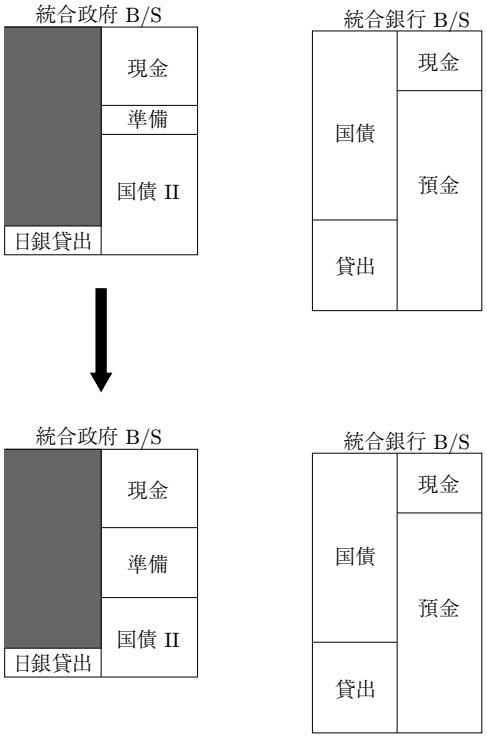
他方，民間銀行については，中央銀行（日銀）に売却した分だけ国債の保有量が減少するが，準備預金の保有額が同額増加することになるので，バランスシートのサイズそのものは変化しない。中央銀行（日銀）と民間銀行を連結した統合銀行のベースでみると，国債の売買は内部取引に過ぎないので，そのバランスシートには全く何の影響も与えないということになる（**図表 3** の右側）。換言すると，金融緩和を行ったその瞬間にはマネーストックには変化は生じない。マネーストックが増えるかどうかは，次の瞬間以降における民間銀行の行動にかかっている。

このモデル経済では，民間銀行を 1 つの主体としているけれども，実際には数多くの民間金融機関が存在している。ここでの民間銀行は，それらの民間金融機関をすべて統合したものに相当する。そして，民間金融機関は，短期金融市場を通じてお互いの資金過不足を融通し合っている。民間金融機関が全体として保有する準備預金の残高が増加すると，資金繰りが容易になるために，短期金融市場での資金の出し手は増加し，資金の取り手は減少する。その結果，短期金利は（ゼロ金利制約に直面していなければ）低下する。

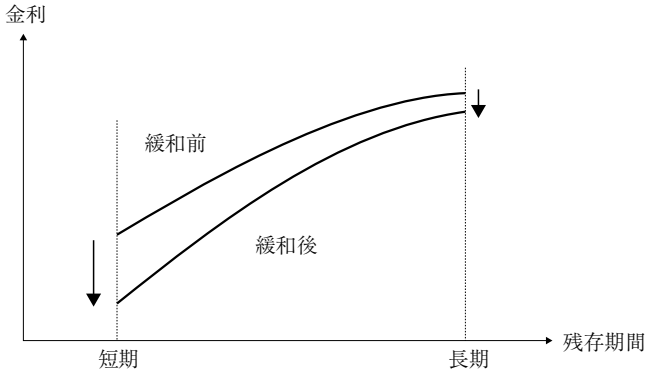
図表 2


政府 B/S
国債
中央銀行 B/S
国債 I
準備
現金
日銀貸出
民間銀行 B/S
準備
日銀借入
国債 II
預金
貸出
政府 B/S
国債
中央銀行 B/S
国債 I
(+)
準備
(+)
現金
日銀貸出
民間銀行 B/S
日銀借入
準備
国債 II
預金
貸出

図表 3


統合政府 B/S
現金
準備
国債 II
日銀貸出
統合銀行 B/S
現金
国債
預金
貸出
統合政府 B/S
現金
準備
国債 II
日銀貸出
統合銀行 B/S
現金
国債
預金
貸出

図表 4



このとき，長期金利も低下することが考えられるが，長期金利の低下幅は，短期金利のそれよりも小さくなる。なぜなら，長期金利は将来予想される短期金利の水準の平均値にターム・プレミアムを加えたものになると考えられ，将来再び短期金利が上昇する可能性もあるからである。すなわち，短期金利に低下の余地がある間は，金融緩和に伴って利回り曲線（yield curve）はスティープ（急勾配）化する（**図表 4** を参照）。

利回り曲線のスティープ化は，金融機関にとって利ざやの拡大につながることになる。というのは，銀行業は，「短期で借りて長期で貸す」のが商売であり，短期金利がその調達金利を規定し，その運用金利は長期金利と連動する傾向があるからである。したがって，短期金利に低下の余地がある間は，金融緩和が実施されると，利ざやの拡大が見込めることから民間銀行は貸出を増加させようとする（長期金利が下がっていることから，借入需要も増加すると想定できる）。その結果，世の中に実際に出回っているお金の量（マネーストック）の増加がもたらされると期待できる。

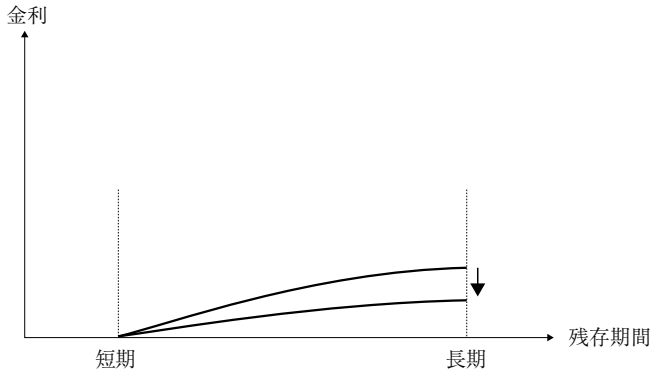
しかし，金融緩和を続けていった結果として，短期金利がゼロまで下がってしまうと，追加の緩和を行っても短期金利はそれよりは下がらなくなる（マイナス金利については後述する）。短期金利に低下の余地がなくなった後も，中央銀行（日銀）が長期国債の買い上げを続けるならば，利回り曲線のフラット（平坦）化が生じることになる（**図表 5** を参照）。利回り曲線のフラット化は，先と逆の理由で，民間銀行の利ざやの圧迫につながるので，むしろ貸出は減少してもおかしくはなく，増加するという保証はない。

要するに，短期金利に低下の余地がなくなったという意味でゼロ金利制約（ZLB: Zero Lower Bound）に直面している状況下における追加的な金融緩和は，民間銀行貸出あるいはマネーストックの増加につながるという保証のないものである。

量的・質的金融緩和の「論理」

わが国においては，1990 年代の後半からゼロ金利制約に直面するようになった。そのために，上

図表 5



述したことから，追加的な金融緩和を実施してもさしたる追加的な効果は得られなくなっていた。しかし，このことを金融政策の限界として捉えるのではなく，金融緩和の不足だとみなす論者が存在し，長期国債の買い入れをもっと大規模に行えば有効な成果を上げることができると主張された。

こうした論者は，いまの日銀には気合いが足りず，中央銀行が断固とした姿勢を示すことが重要だといった主張を同時に行う傾向があり，精神論的でもあるといえる。そして，第 2 次安倍政権の成立以降，実際にこうした論者が金融政策運営を担当することになった。それまでの主張に基づいて，2013 年 4 月に打ち出された金融緩和策は，「量的・質的金融緩和（QQE: Quantitative and Qualitative Easing）」と称されている。しかし，その実施から 4 年半が経過した現時点においても，喧伝されていたような有効な成果が上がっているとはみられない。

QQE の内容は，向こう 2 年間でマネタリーベースの量を 2 倍にし，日銀が購入する国債の満期までの残存期間を約 7 年に延長するほか，ETF（上場投資信託）や J-RIET（不動産投資信託）といったリスク資産の買い入れを増やすというものである。こうした措置を通じて，人々の期待（予想）に働きかけることに QQE の主たる狙いはあった。その背景には，中央銀行が 2 %のインフレ目標の達成に強いコミットを行い，それを裏付ける行動としてマネタリーベースを増加させれば，予想インフレ率が上昇するという主張があった[(2)]。

しかし，上述したように，ゼロ金利制約に直面している状況下では，長期国債を大量に買い上げてマネタリーベースを増やしたからといって，民間銀行貸出あるいはマネーストックの増加につながるとはいえない。そうであるので，マネタリーベースが増加したからといって予想インフレ率を引き上げるのは合理的とはいえない。中央銀行が気合いをみせれば，その主張通りの予想を人々は形成するようになるというのは，何の裏付けもないオカルト的な主張（voodoo economics）に過ぎ

(2)　岩田規久男『日本銀行デフレの番人』日経プレミアムシリーズ，2012 年は，「マネタリーベースの増加→予想インフレ率の上昇」というメカニズムが働くことを繰り返し主張しており，2 %インフレ目標を達成するために必要なマネタリーベース残高は 211 兆円であると推計している。

ないと思われる。

実際，2014 年 10 月に追加緩和が実施され，マネタリーベースの量を 3 倍にするペースで長期国債の購入が行われるようになった。その結果，現在のマネタリーベースの残高は，450 兆円を上回る額に達しているけれども，人々の予想インフレ率が顕著に上昇したという気配はない。こうした状況を受けて，最近の日銀は，わが国における期待形成においては「適合期待」の要素が強い（将来の予想が過去の実績から影響される度合いが大きい）と主張するようになっており，期待（予想）に働きかけるという QQE の当初の主張は引っ込められてしまっている。

第 2 節　初期の成果とマイナス金利政策

円高是正の実現

量的・質的金融緩和を含むアベノミクスの提唱は，その当初においては大きな成果を上げたようにみえた。その最大の要因は，円高是正が進行したことである。自民党の政権復帰が確実だとみられるようになった 2012 年 11 月以降，円高是正の動きが始まり，1 ドル = 80 円程度であったドル円レートの水準は，半年ほどの間に 1 ドル = 100 円程度にまで変化した。円安の進行は，輸出企業の採算を改善させたことから，輸出企業の構成比率の高い日経平均株価指数の上昇につながった。

こうした為替レートや株価といった資産価格の水準訂正は，人々や企業のマインド改善に寄与したといえるが，それらがもっぱら日本の経済政策の結果であると考えることは正しくない。とくに為替は，相手のある話で，日本側の要因だけで決まるものではない。為替レートに影響する要因はいくつもあるが，大きくは，①ファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件），②内外金利差，③リスク・プレミアムの 3 つが重要なものだと考えられる。

まず，このうちの②内外金利差に関しては，例えば米国の金利が日本の金利に比べて相対的に上昇し，内外金利差が開けば，他の①や③条件が大きく変わらない限り，資本流出が増え，ドル高円安になると考えられる。逆に，内外金利差が縮小すれば，資本流出が抑制され，ドル安円高になると考えられる。また，③リスク・プレミアムに関しては，投資家がリスク回避的な傾向を弱め（強め），要求するリスク・プレミアムの水準が低下（上昇）すると，資本流出が増加（抑制）されて，ドル高円安（ドル安円高）なるといえる。

ただし，内外金利差が重要だとしても，1990 年代の後半以降，日本の短期金利はゼロ近傍にあり，それ以上の低下の余地は存在していなかった。そのために内外金利差は，もっぱら海外要因によって決定されるかたちになってきた。すなわち，米国の金利水準が低下すると，日本側がそれに対抗して金利を下げることはできないので，内外金利差が縮まってドル安円高にならざるを得なかった。他方，米国の金利水準が上昇すると，日銀がゼロ金利政策を維持している限り，ドル高円安になる傾向にあった。とくに 2008 年のリーマンショックの直後は，米国金利の急激な低下と世界的なリス

ク回避傾向の強まりから，著しいドル安円高がもたらされることになった。

このリーマンショック直後のドル安円高に対して，日本側でとれる有効な対抗措置はなかったと筆者は考えている。しかし，マネタリーベースの供給量の比で為替レートが決まるとして，日銀がマネタリーベースを米国と比肩するペースで増やさなかったから，円高が進行したとの批判が存在する。確かに為替レートは，通貨と通貨の交換比率であるから，それぞれの通貨の供給量の大小が影響することは考えられる。けれども，そのときの通貨は，中央銀行貨幣（マネタリーベース）といった最も狭義の範疇に限定されるものではなく，より広義の通貨供給量が想定されねばならない。

もっとも，かりに広義の通貨供給量の相対比で為替レートが決まるとしても，信用乗数がきわめて安定している状況であれば，マネタリーベースの供給量の相対比に広義の通貨供給量の相対比は比例することになる。したがって，そうした状況では，マネタリーベースの供給量の相対比と為替レートの動きが高い相関を示すと期待できる（ソロス・チャートの世界）。ただし，ZLB に直面していて信用乗数が大きく変動する状況においては，そうした相関は期待できない。実際に，日米のいずれかが量的緩和政策をとっていた時期には，ソロス・チャートは成り立っていない。それゆえ，上記のような批判は根拠のないものである。

上振れの原因

2011 年 3 月に東日本大震災が発生した。それに伴って原発の稼働が停止し，化石燃料の輸入が増加したことなどから，日本の経常収支構造が変化した。すなわち，貿易収支については黒字から赤字基調が定着することになり，経常収支全体の黒字幅もきわめてわずかなものに転じた。これは①ファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）の変化であり，この変化に応じて為替レートも変化してしかるべきだった。ところが，実際のドル円レートは円高基調のままで維持されていた。換言すると，この時点で実際の為替レートの水準は，ファンダメンタルズを反映しないもの（ミスプライシング）になっていたとみられる。

ミスプライシングな相場は，いずれ是正される。そして，安倍政権の登場とアベノミクスの提唱は，その是正のきっかけを与えるものとなった。ちょうど同じ頃に，欧州の信用不安が小康状態を迎えることになって，海外を中心に投資家のスタンスがリスクオフ（リスクテイクに消極的な状態）からリスクオン（リスクテイクに積極的な状態）に転換したことも，円高是正に貢献したといえる。その後，2013 年 4 月から QQE が開始されたが，翌 5 月くらいには円高是正の動きは一旦ストップする。マネタリーベースが実際に増え始める前に円高是正が起こり，実際に増え始めてからはその動きは止まったのである。

資産価格の水準訂正に加えて，2013 年度は，実体経済面でも高い実質経済成長率を達成した。ところが，2014 年 4 月に消費税が 5%から 8%に引き上げられると，経済成長は失速した。このことから，QQE は大いに効果を上げていたが，消費税の引き上げという逆向きの政策がとられたことで

台無しになったと主張する向きがある。しかし，筆者は，こうした主張は正しくないと考えている。第 2 次安倍政権発足以降も，日本の潜在成長率は改善しておらず，0%台にとどまっているとみられることから，2013 年度の高成長率は「上振れ」である。この上振れをもたらしたのは，（ゼロ金利政策の継続を超えた追加部分の）QQE というよりも，財政に関連した諸要因であったと判断される。

直接に財政支出が行われた（そして，ゼロ金利政策が継続されていた）ことも寄与しているとみられるが，何よりも「消費税の引き上げがアナウンスされていた」ことが大きく作用した。2013 年時点では，翌年度から 5%から 8%に引き上げるのみならず，それからあまり間をおくことなくさらに 10%に引き上げるとアナウンスされていた。このアナウンスメントの結果，大規模な需要の前倒し（いわゆる駆け込み需要）が発生した。消費税が低い間に支出しておこうという需要の前倒しであるから，今日の需要は増加しても，その分だけ明日の需要は減少することになる。したがって，実際に消費税が引き上げられた時点では，それまでの上振れの反動としての下振れが生じることになった。

もし最初から消費税の引き上げを行わないことにしていたら，下振れは生じなかっただろうが，同時にその前の上振れも生じなかったと考えられる。換言すると，消費税の引き上げは，経済変動を増幅するもの（pro-cyclical）であったが，（消費税の引き上げで民間の失った購買力は，政府によって支出されているので）経済活動の平均的水準に大きな影響を与えるものではなかったとみられる。実際，第 2 次安倍政権発足以降の実質経済成長率の平均値は潜在成長率をやや上回るものとなっており，その絶対値が低いとしても，それは，景気対策の不足ではなく，潜在成長率そのものの低さによると理解すべきである。

マイナス金利政策

QQE が喧伝されていた有効な成果を上げることなく，日銀のバランスシートの規模だけが膨張を続ける中で，2016 年 1 月末に唐突に「マイナス金利政策」が導入された。

従来，名目金利はマイナスにできない（マイナス金利はあり得ない）とされていたのは，名目収益率ゼロの安全資産である現金（日銀券）が存在しているからである。マイナス金利で，誰かに資金を貸し付けたときに貸し付けた側が逆に金利を取られるくらいなら，その資金を貸し付けずに現金のままで保有していた方が得になる。こうした「現金への逃避」の機会が存在している限り，名目金利をマイナスにはできないというのが，ZLB（ゼロ金利制約）の根拠であった。

しかし，より実務的に考えると，現金のままで保有するというのも，無コストではない。ごく少額の場合は別にして，まとまった額を現金の形態で保有しようとすると，（金庫を用意するなどの）安全な保管のための手間や出費を要する。こうした保管費用を考慮すると，実は現金の実際上の名目収益率はゼロではなく，マイナスである。そうであれば，その範囲内の幅で名目金利をマイナスにしても，現金への逃避は起きない。この意味で，若干のマイナス金利は論理的に可能であり，実際も可能なことが欧州で実証されてきた。

もっとも，上述したことから理解されるように，マイナス金利政策といっても，そのマイナス幅をいくらでも大きくできるものではない。一定の閾値を超せば，現金への逃避が生じてしまう。名目金利のマイナス幅をいくらでも大きくできるのは，現金の廃止された世界においてのみである。日本のように現金が重用されている社会においては，可能なマイナス幅はきわめて限定的であると考えられる。言い方を変えると，実効的な下限の制約（ELB: Effective Lower Bound）が存在しているとみなせる。

マイナス金利政策の導入に伴って利回り曲線の下方シフトが起こった。問われるべきことは，この下方シフトが先の**図表 4** のようにスティープ化を伴ったものなのか，**図表 5** のようにフラット化を伴ったものなのかである。純粋に金利政策としてマイナス金利への誘導が行われたのなら，**図表 4** のような変化になることは考えられる。しかし，今回の場合は，量的・質的緩和（長期国債の大量購入）を継続しながらのマイナス金利政策の導入（マイナス金利付き量的・質的金融緩和）であったために，一層のフラット化が進行した。

しかも，短期金融市場金利はマイナス化したものの，預金金利のゼロ金利制約は打破されなかった。すなわち，いまのところ民間金融機関は，預金者からの反発等を警戒して，口座維持手数料を導入するなどのかたちで実際上の預金金利をマイナス化することを回避している。他方，長期金利の低下に連動して貸出金利のさらなる低下がもたらされた。結果的に民間金融機関の利ざやはますます圧縮されることになった。このことは，金融仲介機能の不活性化に帰結したと懸念される。

実際にも，マイナス金利政策は，ほとんど効果を上げたようにはみられない。そうした中で，金融政策運営のあり方を見直す必要に迫られた日銀は，2016 年 9 月に「総括的な検証」を公表し，「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に代えて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを導入した。この新たな枠組みは，「オーバーシュート型コミットメント」と称して物価上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまでマネタリーベースを増やし続けると宣言した上で，短期金利とともに長期金利についてもコントロールする（イールドカーブ・コントロール）という内容のものである。

しかし，こうした屋上屋を架すごとき運営枠組みの変更によっても，早期に 2%の物価目標を達成する見通しは立っていない。換言すると，この 4 年半あまりの経験を通じて，金融支配の体制下であっても，ZLB（より正確には，ELB）に直面している状況においては，中央銀行による物価コントロールが困難化することが改めて立証されたといえる。その結果，物価上昇を実現するためには，財政政策と金融政策が緊密に連携して取り組む必要があるとする主張が有力となってきている。

第3節　ヘリコプターマネー政策

財政出動の負担

財政出動がどれだけの景気刺激効果をもつかは，それに伴って民間部門がどのような反応をするかにかかっている。一般に財政出動が財政赤字の拡大につながる場合には，将来的には増税あるいは歳出削減による負担が不可避になるとの予想を家計や企業に生じさせ，それに備えて支出を手控えて貯蓄を増やすような反応が起きるとみられる。

そうした反応が生じるならば，それによる民需の減少分だけ財政出動の需要拡大効果は減殺されてしまうことになる。もし民間部門が財政赤字をすべて自らが将来負担しなければならないものと認識して反応するならば，国債発行による財政出動の効果は，増税によるそれと同等であることが知られている（リカードの等価定理）。

とくに現在のわが国では，財政再建に目途が立たず，社会保障制度も持続可能ではないとみられることから，次のような「将来への不安」が広範に抱かれている。すなわち，年金財政の悪化からいずれ年金給付はカットされることになるのではないか。いずれ大増税時代が来るのはないか。いまはデフレでもやがてインフレになって保有している金融資産の価値が目減りすることになるのではないか等々である。ちなみに，こうした将来への不安の存在が，わが国における基調的な需要の弱さの根本原因だと考えられる。

このような状況において，さらに国債を増発して財政出動しても，将来における負担増の懸念を一層高めて民需の収縮を招き，さしたる需要拡大効果をもたないかもしれない。しかし，国債発行による場合とマネタリーベースでファイナンスされた財政出動の場合では，その反応は異なったものになる可能性がある。そして，国債発行によるのではなく，マネタリーベースによる財政出動であれば，将来における負担増を懸念する必要がないことから，強力な需要拡大効果をもつはずだと主張する向きがある。

マネタリーベースは，既述のように，日本銀行に民間銀行が預けている準備預金と日銀券（現金）の合計である。準備預金は日銀券のかたちでしか引き出せず，日銀券は不換紙幣である。したがって，マネタリーベースについては，国債と違って償還の必要はないし，利払いの義務もないと考えられる。そのために，マネタリーベースによってファイナンスすれば国債発行の場合のような負担は生じないというのが，ヘリコプターマネー政策を推奨する論者の基本的な主張である。ここでいうヘリコプターマネー政策とは，マネタリーベース（中央銀行信用）でファイナンスされた財政出動のことであり，財政ファイナンス（money finance）といわれることもある。

確かに，一度供給したマネタリーベースは未来永劫その残高を維持し，回収することはないのであれば，名目において将来の負担は生じないという主張は成り立つ。けれども，マネタリーベース

に償還義務がないということと，それを回収する必要が生じないということとは別の話である。実際，米連邦準備理事会（FRB）は，金融の正常化を進めており，政策金利の引き上げに加えて，年内にも保有資産の圧縮に着手する構えをみせている。中央銀行の保有資産（バランスシートのサイズ）の圧縮とは，マネタリーベースの供給量を減少させるということである。

一時的変化か恒久的変化か

わが国における 1990 年代前半までの実績を踏まえると，消費者物価が 2%程度で安定的に上昇すると見込まれるようになった時点で必要となるマネタリーベースの額は，現在の供給量よりもはるかに少ないと考えられる。要するに，今後何らかの理由で，物価が 2%を上回って上昇するようになれば，日銀は金融緩和を解除しなければならなくなるが，そのときには国債の売りオペを行って超過準備預金を吸収するか，超過準備預金に付している金利の水準を引き上げなければならない。

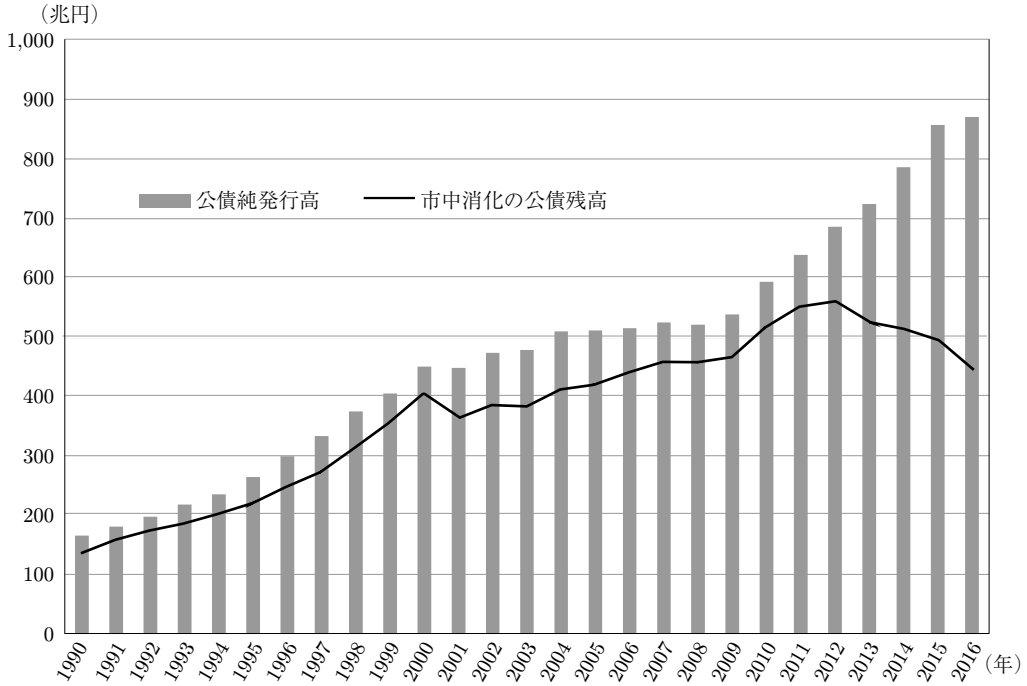
なお，先般の金融危機以降，多くの中央銀行が準備預金に付利を行うようになっている。付利がなされ，信用創造に必要な分を越えた超過準備預金は，伝統的な意味でのマネタリーベースとは性質の異なるものであり，民間金融機関からみれば短期国債類似の運用対象にほかならない。そのために，金融緩和の解除後も超過準備預金の保有を継続させるためには，付利の水準を引き上げる必要がある。

そうした対応がとられることが予見されているならば，財政出動をマネタリーベースでファイナンスしたとしても，それはいわば「つなぎ」に過ぎず，その財政出動は，国債発行による場合と同様の将来負担を伴うものであるとみなされることになる。したがって，ヘリコプターマネー政策を実施しても，国債発行による財政出動の場合と基本的にその効果は異ならないと考えられる。換言すると，ヘリコプターマネー政策がその意図した効果を上げるためには，それに伴うマネタリーベースの増加が一時的なものではなく，恒久的なものだと受け止められる必要がある。

けれども，政府が特定の政策措置を恒久的なものだと確約（コミット）することは，実はきわめて困難なことである。例えば，ヘリコプターマネー政策の具体的な措置として，日銀が保有する国債を無利子の永久国債に転換することが提案されている。しかし，日銀保有の国債が有利子か無利子かは実質的には差異のないことである。有利子で政府が利払いを行っても，その分の日銀の収入は国庫納付金として政府に戻されることになるからである。また，現在の満期のある国債を永久債に切り替えることが可能であるならば，逆に永久債を満期のある国債に再転換することも可能なはずである。こうした再転換の可能性がある以上，永久ということを確約したことにはならない。

これまでのアベノミクスの下でも，大胆な金融緩和と機動的な財政出動が同時に行われてきた。そのために財政赤字が続いていても，市中で消化される国債の残高は増加せず（むしろ減少し），財政赤字はマネタリーベースの供給でファイナンスされる格好になっている（**図表 6** を参照）。それゆえ，実質的なヘリコプターマネー政策（財政ファイナンス）が行われているとする指摘もしばしばな

図表 6



（出所）日本銀行・資金循環統計

されている。だが，少なくともいまのところは，現在の金融緩和はいずれ出口に向かうことが想定されている。

日銀が出口に向かうのは，米国に比べて（あるいは欧州に比べても）はるかに先のことになるとみられる。しかし，出口なき恒久的な量的緩和（Permanent QE）を行うものではないというのが，現在の建前である。この建前が信用されている限り，ヘリコプターマネー政策の意図は実現しない。ただし，だからといって，この建前が信用されなくなるようにして，いまの金融緩和に出口はないと多くの国民が考えるように仕向けるというのは，政策としてきわめて危険なものだといわざるを得ない。

金融政策の出口問題

理解すべきことは，政策の効果を決めるのは，現在のマネタリーベースの残高ではなく，これから将来にかけてマネタリーベース残高がどのように増減していくかについての人々の予想だということである。繰り返すと，マネタリーベースの増加が一時的だとみなされれば，ヘリコプターマネー政策が成立しない。それとは逆に，現在すでに膨大な額のマネタリーベースが存在しているので，その大宗がデフレ脱却後も回収されずに残り続けるという予想が生じれば，新たにヘリコプターマネー政策を発動するまでもなく，現行の政策はヘリコプターマネー政策に転じることになる。

現下の大胆な金融緩和は，あくまでもデフレ脱却のためのもののはずである。永遠にデフレが続くという立場をとるものでない限り，いずれ金融緩和を解除すべき状況が訪れることになる。そのときに，日銀が国債の売りオペを行って超過準備預金を吸収するか，超過準備預金に付している金利の水準を引き上げる措置をとらない（あるいは，とれない）とすると，物価上昇の高進を招いてしまうことになり，物価安定を目指すというインフレーション・ターゲットを守ることはできなくなる。

こうした事態に陥ってしまうことは，本稿の冒頭で述べたうちの財政当局が先導者で，統合政府の予算制約にとらわれることなく財政運営を行う場合にはあり得る。いまはまだ，日本政府は財政再建の意思を公式には放棄しておらず，日銀はインフレーション・ターゲットを守ると宣言している。このために，この間のマネタリーベースの急拡張はあくまでも一時的なもの（デフレ脱却が実現したら，縮小される）と受け止められており，それゆえ緩和効果が限定的なものにとどまっているといえる。

しかし，信頼に足る財政再建計画がいっこうに示されることなく，金融緩和の出口戦略についても，語ること自体が時期尚早といった姿勢がいつまでもとり続けられていると，金融緩和に出口はないのではないかと人々が思い始めるようになる危険性がある。人々の予想は，政策的に思うようにコントロールできるものではないと同時に，著しい変化を自律的に起こすことがあり得るものである。それゆえ，何らかのきっかけで予想の転換が生じ，現下のマネタリーベースの増加がデフレを脱却するまでの一時的なものではなく，恒久的なものだと予想されるようになるかもしれない。

そのとき現状のわが国は，意図しないかたちで，必要をはるかに上回る規模でヘリコプターマネー政策を実施してしまっていることになる。それに伴って，物価水準の急激な上昇などの深刻な経済的混乱が惹起されかねない。こうした経済的混乱に陥らないためには，財政政策の運営スタンスが金融支配の体制に従っていることを示していくことが不可欠である。国民あるいは市場から金融支配の体制下にあると認識されているならば，金融緩和からの出口政策は技術的な問題に過ぎない。

これに対して，国民あるいは市場から金融支配の体制下にはないと認識されているならば，金融緩和からの出口政策は困難を極めかねない。この意味で，金融政策に関しての出口問題の本質は，実は財政問題だといえる。財政運営が持続可能性を確保していて，中央銀行による財政赤字のマネタイズ（貨幣化）を必要としていないと受け止められていれば，中央銀行は物価安定の追求に専念できる。しかしながら，財政赤字のマネタイズ（貨幣化）以外に財政を維持する方策はないとみなされていれば，出口なき金融緩和を続けざるを得なくなるおそれがある。

第 4 節　物価水準の財政理論

政府の予算制約式

上述した点をより明瞭な形で示したものが，物価水準の財政理論（FTPL: Fiscal Theory of the Price

Level）であるといえる。FTPL は，通常のマクロ経済学の議論では無視されがちな政府の予算制約を明示的に考察することから導かれる。政府は，（少なくとも自国通貨建ての債務については）債務不履行することはできないとすると，前掲の**図表 3** の左側の（政府と中央銀行を仮想的に連結した）統合政府のバランスシートにおける負債総額は，支払いに充てられる統合政府の将来収入の現在価値合計に等しくなければならない。

この「統合政府の負債総額は，支払いに充てられる統合政府の将来収入の現在価値合計に等しくなければならない」という関係が，統合政府の予算制約式になる。統合政府の支払い財源になる将来収入は，実質基礎的財政収支と実質貨幣発行益の和に物価水準を乗じたものだといえる。したがって，

統合政府の支払い財源の実質現在価値×物価水準＝マネタリーベース残高
＋（中央銀行保有分を除く）市中消化分の名目国債発行残高

と統合政府の予算制約式を書き直すことができる。この式を物価水準について解くと，

$$\text{物価水準} = \frac{\text{マネタリーベース残高} + \text{市中消化分の名目国債発行残高}}{\text{統合政府の支払い財源の実質現在価値}} \qquad (*)$$

となる。[(3)]

この(*)式から，国債の買いオペによってマネタリーベース残高を増やしたとしても，マネタリーベース残高＋市中消化分の名目国債発行残高の総額（分子の大きさ）は変化するものではないので，そうした操作が「統合政府の支払い財源の実質現在価値」（分母の大きさ）に変化をもたらすものでない限り，物価水準には影響を与え得ないことが分かる（ワラスの中立命題）[(4)]。そして，かりに分子に占めるマネタリーベース残高の割合の上昇が，将来にわたる実質貨幣発行益の増加につながり，「統合政府の支払い財源の実質現在価値」を増加させるものであるならば，むしろ物価の押し下げにつながることになる。

他方，前節で取り上げたヘリコプターマネー政策は，「統合政府の支払い財源の実質現在価値」のうち今期分は引き下げ（現在の財政赤字は拡大させ），次期以降の分は一定にしたまま，マネタリーベース残高を増やすという政策だと解釈することができる。このとき，公共支出拡大（あるいは減税）の見合いとしてマネタリーベースが増えるので，買いオペの場合と異なり，市中消化分の名目国債発行残高は減少せず一定にとどまる。それゆえ，物価水準の上昇につながると主張される。

---

(3)　こうした説明ぶりに関しては，岩村充「売りオペ可能な仕組みが必要」『週刊エコノミスト』2017 年 5 月 17 日号，pp.82–84 に倣った。

(4)　Wallace, N. (1981), “A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations,” *American Economic Review*, 71(3), pp.267–274.

シムズ提案

しかし,「統合政府の支払い財源の実質現在価値」の値は，将来に関わるものであり，客観的に計測できるような性格のものではないことに留意する必要がある。この意味で,「統合政府の支払い財源の実質現在価値」は株式のファンダメンタル価値に相当するようなものである。株式を発行している企業が今期から将来にかけて稼ぐ利潤を現在価値に直して合計したものが，その株式のファンダメンタル価値である。

株価はそのファンダメンタル価値に等しくなるといわれても，将来に得られる利潤の大きさが確定値として知られているわけではなく，ファンダメンタル価値自体が不確かだという事情がある。株式のファンダメンタル価値は人々が予想するものであるのと同様に，将来の基礎的財政余剰と貨幣発行益の値も予想するしかないものである。

そのために，特定の政策措置をとった場合に，そのことが人々の「統合政府の支払い財源の実質現在価値」の予想値に与える影響が政策当局の意図した通りのものになるという保証があるわけではない。ヘリコプターマネー政策をとったつもりでも，どうせ将来において「統合政府の支払い財源の実質現在価値」を増加させる措置（増税ないし歳出削減）がとられるであろうという予想が支配的であれば，その効果は国債発行による財政出動の場合と変わらなくなるというのが，前節で述べた趣旨である。

このことは，逆にいうと，ヘリコプターマネー政策（や量的緩和政策）などをとらなくても，何らかの方法で人々の「統合政府の支払い財源の実質現在価値」の予想値を引き下げることができれば，物価水準を上昇させられることを意味している。この文脈で近年注目を浴びたのが，FTPL の主導的理論家の一人であるプリンストン大学のクリストファー・シムズ教授による提案である。シムズ教授は，次のように主張している。[(5)]

> **もし政府が将来の基礎的財政余剰を減らすと信用される形で確約する（credibly commits）ならば，そのことは政府の紙の負債[(a)] をより魅力のないものとし，人々に支出に回そうと強いるものとなる。**
>
> (a)　紙の負債（paper liabilities）とは，マネタリーベース残高＋市中消化分の名目国債発行残高のこと。

これは，論理的は全く正しい主張だと思う。本質的な論点は，まさに「信用される形で確約」できるかどうかにある。次いで,「（ゼロ金利制約から脱却するために）現在の財政赤字を拡大させることは必ずしも必要ではない」と述べた上で,

> **日本においては，消費税の引き上げのスケジュールをインフレあるいは物価水準目標が達成**

(5)　2017 年 2 月 1 日に日本経済研究センターで開催されたセミナーにおける講演資料から引用。以下も同様。

される日まで延期すると宣言することで，そのことは実現できるかもしれない（it might be implemented）。

と主張されている。これが，シムズ提案と呼ばれているものの内容である。この主張も，might という表現が用いられている限り，間違ってはいないといえる。

さらに，そうした政策をとったときにはインフレの行き過ぎを招いてしまうのではないかという懸念に対しては，「真に協調した金融政策と財政政策（truly coordinated monetary and fiscal policy）が存在すれば，そうはならない」と応じて，

インフレ（目標）がかなえられ，理想的には一時的に 2%を少し超えたときには，債務の実質価値の安定を目指した基礎的財政余剰（達成）の出番となるだろう。

と（仮定法で）述べている。

予想の操作可能性

上で最後に引用した主張に関しては，論理的には正しいといえるものの，「真に協調した金融政策と財政政策」がわが国の現実において存在し得るものなのかという疑問が生じる。物価安定目標が達成されたら直ちに財政健全化を実現するように動くということが，果たして可能なのか。一度拡大した財政支出を急に削減したり，増税をすぐに実施するということは，かねて公共選択理論が指摘してきたように，その逆とは違って政治的にはきわめて困難なのではないか。それゆえ，シムズ提案的な政策をとると，実際には行き過ぎたインフレを引き起こすことになってしまうのではないかという疑問である。

こうした政治経済学的な論点以上に問題だと考えられるのは，物価目標が達成されたならば「統合政府の支払い財源の実質現在価値」を増加させる措置を本当にとるということであれば，当初の「統合政府の支払い財源の実質現在価値」を低下させるというのは，一時的なポーズに過ぎないということになってしまう点である。これは，時間的不整合性（time inconsistency）と呼ばれる問題の一例であり，時間的不整合性が存在するならば，「信用される形での確約」は成り立たない。

要するに，シムズ提案は，かつてのクルーグマンの提案と同様の論理的弱点を抱えている。クルーグマンの提案が効果をもつためには，中央銀行が将来において無責任な行動をとることを信用してもらう必要（credible irresponsibility）があった。しかし，そうした必要は，時間的不整合性の存在から満たし難いものである。シムズ提案も，財政余剰を減らすことに「信用される形で確約」するという一方で，将来の財政当局に責任ある態度をとることを求めている点で矛盾している。(6)

---

(6)　既述のように，それぞれの主張は個別的には正しいが，第 1 の主張と第 3 の主張は両立しない。

もっとも，上記の政治経済学的な論点に戻れば，中央銀行に比して現実の政府は credible irresponsibility とみなされる可能性は高いと考えられる。したがって，シムズ提案的な政策をとるとインフレを引き起こせる公算は大きいけれども，うまく 2 %のインフレが生じるような程度に人々の予想を下方修正させるという微調整が可能だとは考えがたい。政府は結局のところ無責任にはなれないとみなされて何も起こらないか，無責任になるとみなされて行き過ぎるかのいずれかになるのではないかと思う。

なお，2 %のインフレ目標に日銀はコミットしているのだから，行き過ぎが生じたら，金融を引き締めればよいだけだという主張があるが，それは正しくない。物価水準の財政理論的なメカニズムで本当に物価上昇が生じているのであれば，中央銀行が金融を引き締めて金利が上昇すると，政府の利払い費が増大することで財政余剰がさらに減少することになり，さらなる物価上昇につながるという発散過程に突入してしまうおそれがある。(7) 1980 年代後半にブラジルはハイパーインフレを経験しているが，それはいま述べたようなメカニズムで起こったというのが，物価水準の財政理論家の一般的な見解である。

そもそも経済政策の目的は，国民の厚生水準の改善である。インフレ率の引き上げは，国民の厚生水準の改善に資する場合にのみ望ましいといえるに過ぎない。換言すると，インフレ率の上昇を自己目的化することは間違っている。この意味で，人々に「統合政府の支払い財源の実質現在価値」の予想値の引き下げを迫ることでインフレ率の上昇を図るといった政策に，どれだけのベネフィットがあるのかを見極める必要がある。その上で，政策のベネフィットをそのコストやリスクと比較考量しなければならない。

人々の予想は独自のダイナミックスに従って動くものであり，それを都合よく変化させられると過信すべきではない。そして，そうした過信に基づいて，政策に伴うリスクが過小評価されることがあってもならないと考える。

参 考 文 献

岩田規久男『日本銀行 デフレの番人』日経プレミアムシリーズ，2012 年 [Iwata, Kikuo, *Nippon Ginkou: Defure no Bannin*, Nikkei Puremiamu Sirîzu, 2012. (in Japanese)]

岩村充「売りオペ可能な仕組みが必要」『週刊エコノミスト』2017 年 5 月 17 日号，pp. 82–84 [Iwamura, Mituru, “Uri Ope Kanouna Sikumi ga Hituyou,” *Shûkan Ekonomisuto*, 2017.5.17, pp. 82–84. (in Japanese)]

(7)　これは，本稿の冒頭で述べた第 3 のケースに相当する。

要旨: 本稿の前半では，たとえ中央銀行が先導者となり，財政当局が追随者となる金融支配の体制下にあっても，ゼロ金利（有効下限）制約に直面している状況においては金融政策による物価コントロールが困難化することを論じる。こうした困難が実践の中で改めて確認されたことから，「デフレ脱却」のためには，財政当局が先導者となる体制に移行することを推奨するような政策提言が行われるようになっている。本稿の後半では，こうした政策提言のうち，ヘリコプターマネー政策とシムズ教授による提言を取り上げて検討する。これらの政策の有効性は，人々の期待形成がどうなるかにかかっているが，人々の期待を人為的に操作できると過信すべきではないことから，これらの政策はきわめてリスクの大きなものであると判断される。

キーワード: ゼロ金利（有効下限）制約，ヘリコプターマネー政策，物価水準の財政理論