



ヘリコプター・マネーは日本を救うのか？

上席研究員 古金 義洋

目 次

- 「異次元緩和」は効果があったのか？
- ヘリコプター・マネーとは？
- 昭和恐慌時の「高橋財政」について

○「異次元緩和」は効果があったのか？

日銀は2013年4月以降「異次元緩和」を続けているが、ここへきて限界説が語られ、その効果に疑問符が付き始めている。

量的金融緩和政策、マイナス金利政策によって日銀が期待したのは次のような3つの効果だった。第1が実質金利低下による景気押し上げ効果だ。日銀は財政赤字に対応した新規国債発行量を上回る量の国債を市中で買い上げている。需給逼迫によるリスクプレミアム低下から国債利回りは大幅に低下した。株価も一時は大きく跳ね上がった。

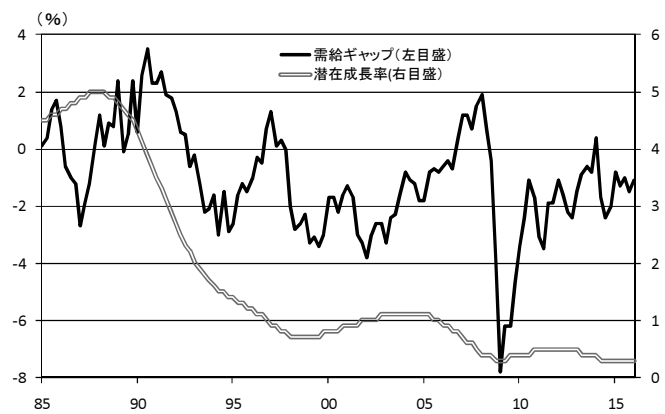
15年5月に日銀が公表した『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証』によれば、13年4月から2年間の量的・質的金融緩和は実質金利を0.8%ポイント程度低下させ、それは経済の需給ギャップを1.1~3.0%ポイント縮小させ、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を0.6~1.0%ポイント上昇させる効果があったと試算した。

ただ、実質金利低下は需要を先食いさせただけにとどまった可能性がある。内閣府が試算する需給ギャップは13年度にかけてゼロ近辺まで縮小したが14年度以降は上昇一服となっている（図1参照）。

第2がポートフォリオバランス効果だ。銀行保有国債が買われたことで、資金が増加した銀行は貸出を増やすと見込まれた。だが、銀行の資産に占める貸出の比率は低下傾

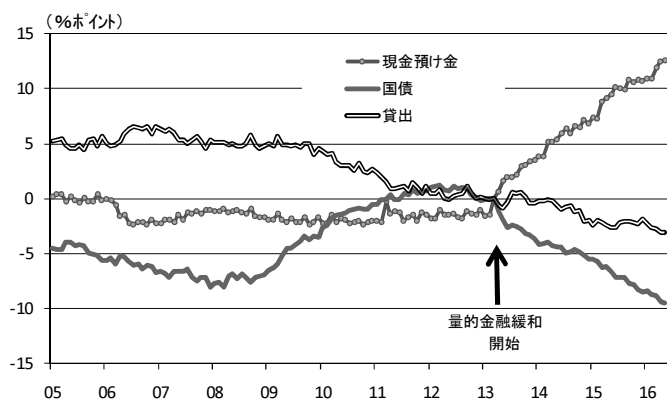
向だ（図2参照）。銀行は量的金融緩和政策によって余剰資金が増加し、しかも増加する余剰資金に対してマイナス金利が課せられて

（図1）需給ギャップと潜在成長率



（出所）内閣府

（図2）量的金融緩和による銀行の資産構成の変化



（注）2013年3月末時点の各資産の対総資産比率を基準（ゼロ）に前後の変化幅をみたもの

（出所）日本銀行



も、それを貸出に回そうとしていない。

第3がインフレ期待に働きかけ、予想インフレ率を高める効果だ。日銀は国債購入でマネタリーベースを2年で2倍にすれば物価上昇率が2%になるといった理屈でインフレ期待を高めようとした。予想インフレを高めることが消費などの支出を促す効果があり、経済にプラスに作用するはずだった。

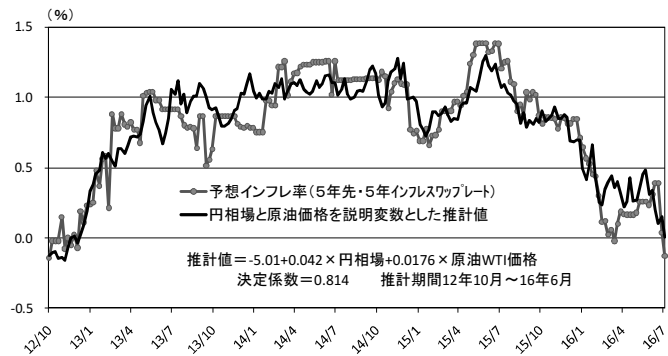
だが、実際にマネタリーベースの増加が直接的に予想インフレを高めたかどうかは疑問だ。金融市場の予想インフレ率は2015年8月頃にかけて上昇したが(図3参照)、量的金融緩和が継続されたにもかかわらず、その後は急速に低下し足元ではゼロ近辺だ。これは14年後半から原油価格が低下し、15年後半から円高が進んだためだ。予想インフレ率の動きの8割は円相場と原油価格の動きで説明できる。つまり、15年初めまで予想インフレ率が高まったようにみえたのも、貨幣数量方程式¹が想定するようなマネタリーベース増加による物価上昇などではなく、円安が予想インフレ率を高めたただけだったと考えられる。

こうした円安を背景とした輸入品中心の物価上昇は表面的・一時的に予想インフレ率を高めたものの、実質賃金をむしろ低下させたため消費を促すものにはならなかった。2014年以降は食料品などの輸入商品の値上げに対する消費者の拒否反応が強まった。

このように量的金融緩和やマイナス金利政策の限界がみえてきていることから、「異次元緩和」の枠組みについては見直す必要があるように思われるが、今のところそうした動きは見受けられない。

金融市場関係者の間では、今日の日銀のよう

(図3) 予想インフレ率の動き



に金融緩和が成功することだけを考え、短期決戦で一挙に挽回しようとする「異次元緩和」について、第二次大戦時の旧日本軍の「インパール作戦」になぞらえる見方も増えている。インパール作戦は、1944年3月、敗色濃厚になっていた軍が起死回生を狙ってインド東部で仕掛けた大規模作戦で、ビルマからインドまで1,000キロ以上も兵站もなしに現地調達で9万人以上の部隊を移動させようとした作戦だ。東条首相は「戦いは最後までやってみなければわからない」と述べ、結果的に、戦死者2.6万人、餓死・病死3万人と戦力の半分が失われた。

旧日本軍を組織論から分析した、戸部良一、鎌田伸一らの著書『失敗の本質』によると、旧日本軍の戦略は長期見通しを欠いた「短期決戦志向」で、司令官の「必勝の信念」に対してそれを補佐すべき者はもはや何を言っても無理だという「空気」があった。当初の快進撃の間は良かったが、事態が変化するなかでも「特定のパラダイムに固執し、環境変化への適応力を失った」。こうした旧日本軍の組織的特性や欠陥は今の日本の組織に無批判のまま継承されたと述べている。

1 M (通貨供給量) × V (貨幣流通速度) = P (物価) × Y (所得、GDP)



原 (2016)²は「当時、大本营は国威発揚のため楽観的な見通しばかり発表し、作戦の失敗を国民に明らかにしなかった。今の日銀もまた目標実現や緩和効果について根拠に乏しい楽観的な大本营発表を続けている」と述べている。人々のインフレ期待に働きかけようとする金融政策は「必ず成功すると人々を信じさせることが肝要で、期待をしぼませるような不都合な真実は説明しない方がいい」のだが、「だとすると誰が国民に日本経済の真実、金融政策の実情を正しく説明してくれるのか」と疑問を投げかけている。

○ヘリコプター・マネーとは？

起死回生策として、最近喧伝され始めているアイデアがヘリコプター・マネーだ。もともとは、ノーベル経済学賞を受賞したミルトン・フリードマンが1969年の著書『最適貨幣量』で「長期にわたって定常的だった社会に一機のヘリコプターが飛来し、既に流通している貨幣量に等しい現金を空からまいた」場合、どうなるかを思考実験したもの。ベン・バーナンキ前FRB議長は、2002年のフリードマンの90歳の誕生パーティーにおいて、このフリードマンの寓話にならって「デフレ克服のためにはヘリコプターからお札をばらまけばよい」と発言し、これで同議長は「ヘリコプター・マネー」政策を唱える「ヘリコプター・ベン」と呼ばれるようになった。

もちろん、実際にヘリコプターでお金をばらまくわけではない。いろいろなバリエーションはあるが、例えば、図4のような方法でお金をばらまく。まず、政府が無利子で償還

(図4) ヘリコプター・マネーによる政府と日銀の資産・負債の変化

<政府>

| 資産 | 負債 |
|-----------------------|--------------------|
| 日銀当座預金+1,000 →現金給付 | 国債(ゼロ金利・永久債)+1,000 |

<中央銀行>

| 資産 | 負債 |
|--------------------|------------------------------|
| 国債(ゼロ金利・永久債)+1,000 | 政府口座当座預金+1,000 (現金給付により) |
| | 政府口座当座預金1,000→0 日銀券+1,000 |

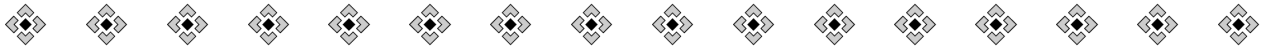
しなくてもいい永久国債を発行し、これを日銀が額面金額で引き受ける。「無利子で償還しなくてもいい永久国債」の実質的価値はゼロだ。その際、永久国債の額面額に見合うだけ、政府の日銀当座預金が増え、増えた預金を元に政府は国民に現金給付を行なう。国民はもらったお金(日銀券)を消費に回すことができるというわけだ。

ヘリコプター・マネーの利点は次のようなことだと言われる。第1に量的金融緩和やマイナス金利など金融政策だけで景気を押し上げるのは限界になっているわけだが、財政政策と金融政策を合体させた、このようなヘリコプター・マネーなら消費が増やせる。

第2に通常の減税などであれば財政赤字が拡大するため、国民は将来の増税を予想して減税分をほとんど貯蓄してしまい、景気押し上げ効果は帳消しになってしまうが、このヘリコプター・マネーなら、財政赤字は額面上増えても、無利子で返済義務がないため、政府の借金が実質的に増えるわけではない。

ヘリコプター・マネーはまさに打ち出の小槌であり、国民は将来の増税を心配なく消費

2 原真人「異次元緩和、黒田日銀がはまった罠」波聞風聞、朝日新聞、2016年7月5日朝刊



を増やせるわけで、景気刺激効果も大きい。もちろん、こうした魔法のようなうまい話には必ず落とし穴がある。

まず、日銀にしてみれば、実質的な資産が増えないのに、負債（日銀券）だけが増えるため、日銀券1枚当たりの実質的な価値は低下し、大規模に実施すればひどいハイパーインフレになる可能性が高い。結局、国民は手元に沢山の日銀券を配られても、配られた分だけその価値が下がってしまうわけで、長期的にみてインフレ分を差し引いた実質消費が増えない。

さらに大きな問題は、そうしたことが可能になれば、政府は財政赤字を削減しようとしなくなる点だ。財政赤字はさらに膨らむだろう。規律あるヘリコプター・マネー政策がなされれば、国債を実質的に償却し、内需を刺激することができるという見方もあるが、安易な財政ファイナンスはいったん始めたらやめられなくなるというのが過去の経験であり、非現実的と考えられる。

ヘリコプター・マネーは基本的に政府が拡張的な財政政策をとる一方、中央銀行はその財政資金のファイナンスを行うもので、政府と中央銀行が一体となって有効需要を作る政策だ。後述するように1920～30年代の世界恐慌時やリーマンショック直後のように、景気が大幅に落ち込み、生産能力に対して需要が大幅に不足する状態の時にはそれなりの効果があるが、そうでない場合の実施には慎重であるべきだ。

日本経済が長期停滞に苦しんでいるのは、人口減少による国内市場のパイ縮小を想定し企業の海外移転（空洞化）が進み、生産性低下による実質賃金の伸び悩みと財政赤字への不安から家計消費も低迷していることが原因

だ。需給ギャップは小幅で需要不足が問題ではない。労働市場改革や少子化対策などを供給サイドのきめ細かな施策が必要だ。

現在の「異次元緩和」も実質的な財政ファイナンスという意味では同じだが、ヘリコプター・マネーとは次の2点が違う。まず、日銀が直接、政府から国債を引き受けるか、それとも市場から間接的に国債を購入するかという点で違う。日銀が市場から国債を購入する政策は金融政策であり、日銀自身の判断でやめようと思えばやめられる。しかし、ヘリコプター・マネーのように政府から日銀が直接、国債を引き受けるとなると、日銀だけの判断ではやめられない。政府と日銀の「協調」と言えば聞こえは良いが、実際には、中央銀行の独立性が失われることになる。

また、日銀が購入する国債が償還されるか、償還されない永久国債なのかという点も違いがある。前者では円の通貨としての信認はぎりぎりのところで保たれるだろうが、後者の場合、円は通貨としての信認を失う可能性が高い。景気を押し上げようとして大規模なヘリコプター・マネーを実施すれば、円安とインフレの悪循環によるハイパーインフレのリスクが増大する。

○昭和恐慌時の「高橋財政」について

ヘリコプター・マネー的な、日銀による財政ファイナンス政策が成功したと言われるのが、いわゆる「高橋財政」だ。この時、日銀が引き受けたのは償還のある普通の国債だったが、日銀が政府から直接、国債を引き受けたという点が大胆な試みだった。昭和恐慌のさなか1932年12月に犬養内閣の蔵相となった高橋是清は軍事費等で膨れる財政支出を日銀引き受けでファイナンスした。世界恐慌のな



かでこれが日本経済をいち早く立ち直らせたケインズ政策として評価する向きが多い。

昭和恐慌は第一次世界大戦後の欧州復興に伴う輸出ブームのあとに起こった不況で、①ブーム時に実施された過剰な設備投資の調整が必要となったこと、②国際的な生産力余剰による海外物価の大幅下落に対し国内物価下落が小幅だったことから日本の輸出競争力が低下したことなどが不況の原因だった。さらに、政策面では金本位制下³にあって一般的に緊縮策による調整が必要とされ、それが景気悪化を深刻化させたが、一方で、生糸産業など不況に陥った産業の救済のため場当たりの景気対策が繰り返されたこと、金融面では1923年の関東大震災に際して発行された震災手形が銀行の不良債権処理を遅らせたこと、などが不況を長期化させたとも言われる。

島(1983)⁴によれば、国債引き受け以外に、日銀による国債買いオペなど他の方法があった⁵にもかかわらず、こうした思い切った措置が実施されたのは「当時、濃厚な先行き不安感が存在しており、これをドラマチックな手段により一挙に解消する必要を高橋蔵相は感じていた」のではないかとされる。先行き不安感の背景にあったのは、英国金本位制離脱(1931年9月)、満州事変勃発(同年9月)、井上準之助⁶暗殺(1932年2月)、5.15事件(犬養首相暗殺、1932年5月)などだった。

高橋蔵相は、日銀引き受けについて、経済にマクロ的需給ギャップがある間の「一時の便法」と述べており、短期的な景気押し上げ

(表1) 高橋財政時の日銀引き受け額と売却額

| (百万円、%) | | | |
|----------|------|------|-------|
| 暦年 | 引受額 | 売却額 | 消化率 |
| 1932 | 200 | 13 | 6.5 |
| 1933 | 1115 | 843 | 75.6 |
| 1934 | 701 | 928 | 132.4 |
| 1935 | 750 | 702 | 93.6 |
| 1936 | 1643 | 1528 | 93.0 |
| 1932~36計 | 4409 | 4014 | 91.0 |
| 1937 | 1135 | 528 | 46.5 |

(注) 借換債を含む

(出所) 島(1983)、原典は大蔵省『昭和財政史』第3巻

手段と考えていたようだ。インフレ抑制にも配慮して、日銀は引き受けた国債を市中で売却した。表1は1932年から36年までに日銀が引き受けた国債と市中で売却した国債の額をみたものだが、引き受けた国債のうち91%が市中で売却されていた。

1932~36年頃は、経済に大幅な需給ギャップが存在し、消費や設備投資など民間の需要はほとんど回復せず、財政支出だけで景気を押し上げる形になっていたとみられる。金融市場にいったん財政資金として放出された資金のほとんどが、ほぼ同時に日銀による国債売りオペで回収されていたことになるが、銀行にとっては、貸出需要などが増えないなかで資金余剰から国債を購入する余地があり、問題にはならなかった。

しかし、需給ギャップが解消されると、この国債引き受けはうまく機能しなくなった。1936年頃からは民間資金需要も高まり始めた。銀行貸出残高は34年度まで減少していた

3 第一次世界大戦に際し主要国は一時的に金輸出を禁止し金本位制を停止していたが、1920年から28年にかけて欧米諸国は金輸出を解禁した。内外からの金解禁要請の高まりで、日本でも30年1月に金解禁が実施されたが、31年12月に高橋是清蔵相は金輸出を再禁止した。

4 島謹三(1983)「いわゆる『高橋財政』について」、金融研究第2巻第2号

5 当時の深井日銀副総裁は国債の買いオペがベストの政策と考えていた。

6 濱口内閣、第2次若槻内閣のもとで大蔵大臣を務め、緊縮財政政策を進め、金解禁を実施した。



が、35年度1.3%増、36年度6.5%増、37年度14.6%増と加速的に増加していった。そのため売りオペによる資金回収もできなくなった。37年には引き受けた国債のうち市中売却できたのは半分以下だった。37年8月に一度だけ国債発行が公募に切り替えられたこともあったが、公募によって株価が暴落、金融市場の逼迫を招くことになった。結局、軍事費膨張で国債増発が必至となり、国債発行は日銀引き受けに一元化された。

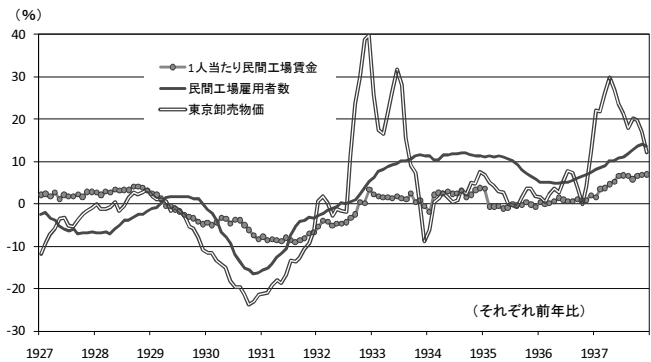
島（1983）は「日銀引き受けによる国債発行は安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り替えたりすることは極めて困難になる」と述べている。「一時の便法」のつもりでも、財政節度が喪失し、財政赤字が膨張するなかで、政府は財政資金の調達を日銀に依存せざるをえなくなったと考えられる。

需給ギャップ解消に伴い物価も1937年頃から急上昇し（図5参照）、金利先高感が強まってきたため、日銀も金利上昇を助長するような売りオペや公募への切り替えをしにくくなったと考えられる。国債引き受けは一種の制度として永続してしまうことになった。

高橋蔵相は、景気回復を確認して1934～35年頃から財政を引き締めようとしていたようだが、軍事費拡大を唱える軍部と対立し、1936年の2.26事件の犠牲になった。そして、その後、日銀引き受けは結果として軍事費の拡大を容認してしまったことになる。

現在は、財政法で、日銀が国債を政府から直接引き受けることは禁止されている。財政法第5条で「公債の発行については日本銀行にこれを引き受けさせ、また、借入金の借入については日本銀行からこれを借り入れては

（図5）昭和恐慌時の物価、雇用、賃金動向



（出所）日本銀行金融研究所、歴史統計

ならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない」とされている。

但し書きの「特別の事由」は日銀保有の国債が借り換えられる場合のことを想定したもので、実際、特別会計の予算総則に限度額の規定が設けられている。「デフレ脱却のため」といった理由は、もちろん「特別な事由」には当たらない。

この財政法5条があるため、今の日本でヘリコプター・マネー政策は使えない。しかし、海外のエコノミストなどの中には、日本で近いうちにヘリコプター・マネー政策が導入されるという見方が多い。仮に導入されれば、円安・日本株高になるとされ、株式市場ではこれに期待する声も強い。政府が決断すればこの法律も修正できるとみられているのかもしれない。世界経済が再び後退局面に陥り、日本に対して相応の内需拡大策が求められるような場合、そうした異常な政策が導入されることも考えておかなければなるまい。

万一、そうなれば日本は悪い方向に向かう可能性が高いと考えられる。一か八かの実験的な政策では、日本経済は決して救われない。