

## ポリシー・ミックス再考 —— ヘリコプター・マネーは悪夢か？ ——

西 孝

### 要旨

財政政策および金融政策は、それがそれぞれ単独で行われる場合、さまざまな要因によりその効果が限定されるのみならず、状況によっては目標を達成する手段として極めて非効率的なものになる可能性がある。一方で財政再建のために消費税を増税し、他方で「異次元」の金融緩和を行うという日本のマクロ経済政策はその一つの例となっている。政策選択の非効率性の結果として膨大な財政赤字の累積や、極端な金融緩和がいずれもたらし得る制御困難なインフレーションおよび資産価格バブルにつながる懸念も生じる。

これに対して、適切なポリシー・ミックスとしてのヘリコプター・マネーは、それに対する一般的な嫌悪感にも関わらず、その有効性に加えてその効率性においても、独立に行われる財政・金融政策よりも優れていることを主張する。

(JEL Classification Codes: E6)

キーワード：ヘリコプター・マネー、財政政策、金融政策、ポリシー・ミックス

## 1. 序

景気対策としての財政・金融政策に対して懐疑的な懸念が表明される時、政府の介入そのものを常に否定する政治哲学的立場を別とすれば、理由は大きく分けて二つあるように思われる。

- ① 積極財政が財政赤字を拡大させ、それが累積することでさまざまな弊害が生ずる。
- ② 過度の金融緩和がいわゆる「金余り状態」をもたらすことで、制御不能なインフレまたは資産価格バブルを引き起こす。

よく知られたティンバーゲンの命題によれば、政策モデルが達成可能な一義的解をもつためには、政策目標と政策手段の数は等しくなければならない<sup>1)</sup>。教科書的なマンデル＝フレミング・モデル（以下、MFモデル）において、完全雇用の国内総生産水準を目標と考えた場合、それを達成する手段は財政政策と金融政策の二つがある。通常の仮定の下では、そのどちらを通じても目標を実現できることになる。

もちろん、この命題が意味をもつためには、目標と手段のそれぞれが明確に定義されている必要がある。例えば、「デフレからの脱却」という目標を掲げた場合、生産活動水準の回復と物価水準の上昇という二つの目標を伴うと考えることもできる。少なくとも両者の間に一義的かつ安定的な関係を想定するのでない限り、そうなる。また国内総生産の水準に加えて、上述の①と②の懸念を双方とも配慮しなければならないとなると、これは三つの政策目標を伴うに等しい。

しかし、今、仮に国内総生産の水準に加えて①または②のどちらかを優先するとなれば、二つの目標を二つの手段が追うことになる。このとき、やはりこれもよく知られたマンデルの「有効市場区分の原理」により、それぞれの手段は相対的にもっとも大きな影響を与える目標に割り当てられるべきだ

と考えられている<sup>2)</sup>。

そしてそれを機械的に適用すれば、国内総生産には金融政策、財政再建には財政政策といった割り当ても可能となるであろう。とはいえ、これはマンデル自身も認めているように、そのような議論が成立するためには、その手段の有効性についての検証が不可欠である<sup>3)</sup>。経済状況に応じて、それぞれの政策手段の有効性は大きく変わる。それを度外視して、財政再建のための消費税増税と景気回復のための「異次元」金融緩和といった政策割り当ては、果たして正しいといえるのだろうか。

本稿では、単独で行われる財政・金融政策は、しばしばその効果が限定されており、その結果、かえって財政赤字の累積や過度な金融緩和を余儀なくさせることを示そうと思う。そして、そこで求められるのは、財政・金融政策の適切なポリシー・ミックスであり、そのもっとも典型的な例としていわゆるヘリコプター・マネーの有効性を主張するものである。

第2節では、教科書的なMFモデルの枠組みを用いて、単独で行われる政府支出の増加や金融緩和が、状況によってはその有効性が低くなり、結果として目標の達成にとって非効率的となる理由を分析する。続く第3節では、そのような状況においてもヘリコプター・マネーは有効に機能し得ることを示す。そして、ヘリコプター・マネーに対する懸念には誤解があり、単独で行われる財政・金融政策よりも、インフレや資産価格バブルをもたらす弊害を少なくすることができる可能性を指摘する。最後の第4節では結びに代えて、そのような考察が貨幣の起源や機能に関する、いわゆる貨幣観 (views on money) にも依存することに言及する。

## 2. 単独の財政・金融政策がもたらすもの

分析に用いるのは教科書的な小国MFモデルである。モデルは以下の市場から構成されている。

- 財・サービス市場
- 貨幣市場
- 債券市場
- 外国債券市場

政府支出、税・移転、貨幣供給量、外国の利子率、および予想為替レートが外生変数である。また、外国通貨は自国の経済主体にとって資産保有の対象とならず、外国債券を購入する場合の媒介的役割として需要されるものとする。また、外国債券市場においては、カヴァーのない利子平価条件が成立しているものとする。

いわゆるワルラス法則により、一つの市場は独立でなくなる。慣例により債券市場をこれに当てる。また、外国の利子率および予想為替レートを与件としている結果、利子平価条件における為替レートは自国利子率の関数として一義的に解くことができる。これを財・サービス市場の需給均衡条件に代入することで、貨幣市場の需給均衡条件と共に国内総生産 ( $Y$ ) および利子率 ( $r$ ) の二つを確定することができる。

図1-(a)は政府支出の増大または減税の効果を図示したものである。このとき、IS曲線は右にシフトし、IS'となる。これにより均衡点はEからE'へと移動する。

ここでE'は財・サービス市場における乗数効果が100%発揮された経路であり、以下ではこれを「完全乗数経路」と呼ぶことにしよう。経済は図中の右向きの矢印で示された完全乗数経路を達成することなく、それよりも左上向

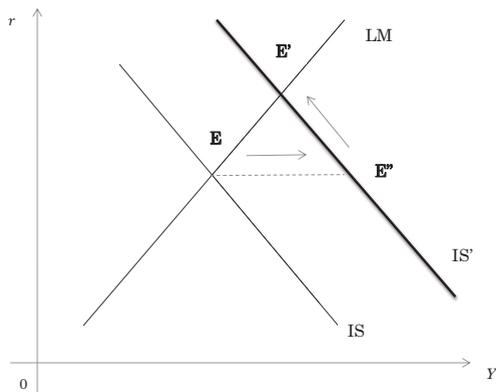


図1-(a) 財政政策の効果

きの矢印の分だけ後退した均衡点にたどり着くことになる。これは何を意味しているだろうか。

ここでの有効需要の増大は、それに伴う貨幣需要の増加をもたらす<sup>4)</sup>。民間の経済主体は貨幣を求めて債券を売却し、これが債券価格の下落（利子率の上昇）をもたらす。仮定により貨幣供給量は不変であるため、人々が貨幣需要増加をあきらめるに充分なだけ債券は魅力的（価格の下落と利子率の上昇）にならねばならない。そして利子率の上昇が民間投資支出を減少させることから、その分有効需要の増大は抑えられる。これがE”からE’への経路で生じることである。いわゆる「クラウディング・アウト」に他ならない<sup>5)</sup>。

今のケースではこれに加えて、国内債券が外国債券に対して相対的にその魅力を増すことから、自国通貨が増価し、それが輸出の減少をもたらすことを通じて、有効需要の減少がもたらされる。

これらがマネタリストのいうように、財政政策の効果を完全に無にすることは出来ないが、状況に応じてその効果を極めて小さくしてしまうことは考慮しなければならない。債券価格（利子率）が債券売却に弾力的に反応するほど、換言すれば貨幣需要の利子弾力性が小さいほどこれが生じやすい。その極端なケースにおいて、LM曲線は垂直に近くなり、政府支出増の効果はそれだけ無効に近くなる。

このことを図示したのが図1-(b)である。

この時の債券売却は、増加する国内総生産に伴う貨幣需要増だけでなく、自国の財政赤字増を懸念することによる自国債券からの逃避によってももたらされる可能性がある。これにより自国通貨高へ

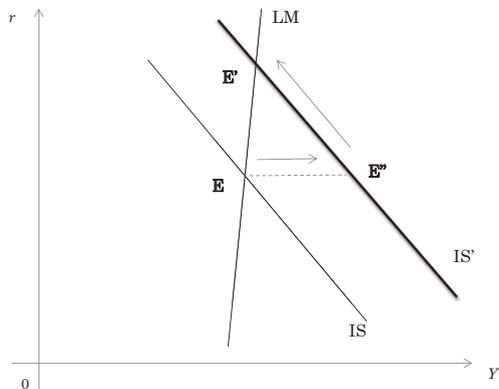


図1-(b) 貨幣需要の利子非弾力性  
(クラウディング・アウト)

の圧力はその分抑えられるが、クラウドディング・アウト効果はそれだけ大きくならざるを得ない<sup>6)</sup>。

次に金融緩和の効果を見てみよう。これを示したのが図2-(a)である。LM曲線は右にシフトしてLM'となり、均衡点はEからE'へと移行する。ここでもE''への矢印として描かれた完全乗数経路は実現せず、左下への後退が生じると解釈することができる。

貨幣供給量の増加が均衡点を完全乗数経路へと移動させないのは、増加した貨幣が一部外国債券を含む債券需要に向かう

ため、そのすべてが財・サービスへの支出に廻らないからである。もちろんこの債権需要増は利子率を低下させることで投資支出の増加をもたらす。また外国債券への需要は、自国通貨の減価をもたらし、これが輸出を増加させる<sup>7)</sup>。問題は投資支出が利子率に対してどれだけ弾力的に反応するかにかかっている。不況下においては生じがちであるが、投資支出が利子率の低下に対してあまり反応しない場合には、IS曲線は垂直に近くなり、増加した貨幣がケインズのいう「産業的流通」ではなく「金融的流通」に向かってしまうことの弊害が大きくなる<sup>8)</sup>。図2-(b)はこのケースを図示したものである。

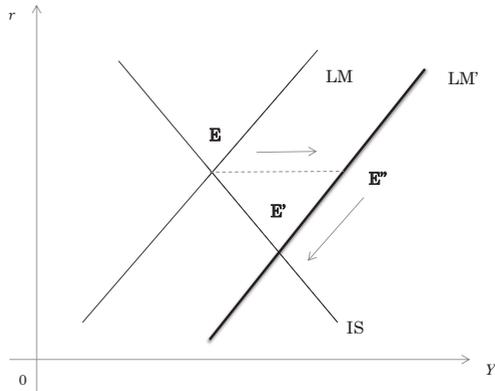


図2-(a) 金融政策の効果

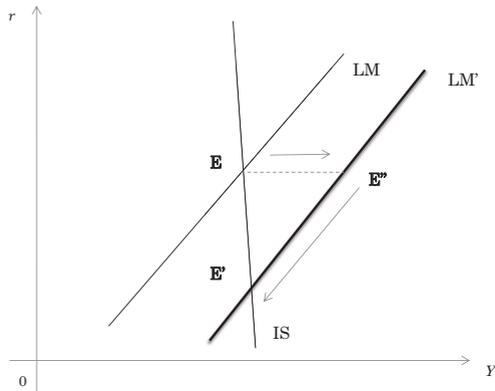


図2-(b) 投資の利子非弾力性

このように、財政政策と金融政策はそれぞれが他方を伴うことなく単独で実行された場合、状況によっては極めて有効性が低くなる。その状況とは、

- ① 財政赤字に対する懸念が支配的となっており、債券売却に対する債券価格（利子率）の反応が大きい。
- ② 金融機関および民間企業がリスクに対して消極的になっているか、不況マインドが払拭されていないがゆえに、利子率の低下が投資支出の増加に結びつかない。

のいずれかであり、日本経済の現状にも符合することが少なくないように思われる。その有効性が低いほど、完全雇用の目的を達成するためには、膨大な財政赤字を甘受するか、または「異次元」の金融緩和が行われねばならなくなる。

他方で、なぜ有効性が低くなるかといえば、理由は明白である。①では貨幣が増加しないからであり、②では貨幣が増加してもそれが必ずしも財・サービスへの支出に結びつかないからである。

そしてそれを解消できるのが、ヘリコプター・マネーに他ならない。

### 3. ポリシー・ミックスとしてのヘリコプター・マネー

前節の議論から、相応量の貨幣供給を伴った政府支出、あるいは同じことであるのだが、増加した貨幣供給量が漏れなく財・サービスへの支出に向けられれば、われわれの完全乗数経路を実現できることがわかる。

図3はそれを描いたものである。政府支出の増加が相応の貨幣供給量の増加を伴っている、あるいは貨幣供給量の増加がすべて財・サービスへの支出に向けられることの結果として、経済は完全乗数経路を実現することができている。ここで強調しておきたいことは、これらは図1-(b)や図2-(b)のような、単独の財政・金融政策が有効性を持ち得ない状況においても常に有

効に成立することである<sup>9)</sup>。  
ヘリコプター・マネーが  
実現するのは、まさにこ  
れに他ならない。

ヘリコプター・マネー  
の本質はしばしば誤解さ  
れているが、それは単な  
る金融緩和の比喩ではな  
い。ヘリコプター・マ  
ネーは、貨幣供給量の増  
加と同時に貨幣所得の増

加を伴っているからである。これに対して単なる金融緩和の場合、貨幣供給量の増加は一般的には貸し出しを通じて行われるのであり、借り入れ主体による債務の増加を伴わねばならない。

このことの意味は、ノーベル賞経済学者のポール・クルーグマンが自著で好んで取り上げるベビー・シッター協同組合の逸話にも現れている。あの場合、人々は scrip を借り入れたのではなく、新たな scrip が無償で配布されたのであり、このとき、貨幣供給量と共に人々の貨幣所得が増加しているのである。そこでは組合員の債務の増加は生じていない<sup>10)</sup>。

したがってここでいうヘリコプター・マネーは、政府支出不いし減税がすべて新たな貨幣の発行によって賄われることをいい、いわゆる国債の中央銀行引き受けがもっともこれに近い<sup>11)</sup>。この場合、増加した貨幣はすべて支出に廻ると共に、その新たな債務を負うのは政府・中央銀行である。

単独の政府支出増加とヘリコプター・マネーの相違は明らかである。単独の政府支出増加は貨幣不足を引き起こすことで、部分的に、場合によっては顕著にクラウディング・アウトを伴う。ヘリコプター・マネーはそれをどのような場合にも解消することができる。

単独の金融緩和とヘリコプター・マネーの相違はそれほど明白ではないと

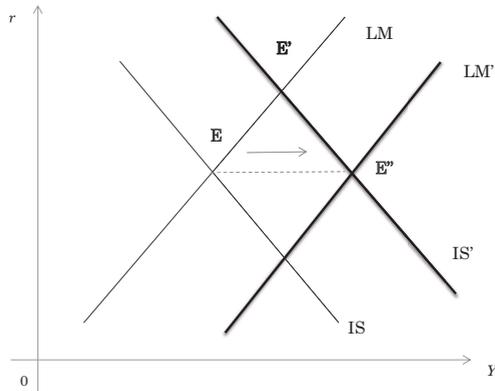


図3 ポリシー・ミックス (ヘリコプター・マネー)

感じられるかも知れない。問題は通常の金融緩和は、民間金融機関からの貸し出しを通じて実現するということである。つまり、支出の第一ラウンドは民間の経済主体が一定の債務・リスクを負うところから始まる。換言すれば、そのようなフィルターを通過した資金のみが財・サービスへの支出へと向かうのである。また、一部は債券需要となって金融的流通へと向かってしまう。不況マインドが蔓延している時、投資支出が利率の低下に必ずしも反応しない時、金融機関が貸し出しのリスクを強く意識している時、それらは極めて低い有効性しかもたない可能性がある。ヘリコプター・マネーでは、債務を中央銀行が負うことで、そのようなフィルター無しに貨幣がすべて政府によって支出される。

図4はヘリコプター・マネーの利点を別な観点から図式化したものである。MFモデルでは、一定の国内総生産（ $Y$ ）を達成する政府支出（ $G$ ）と貨幣供給量（ $M$ ）の組み合わせを導くことができる。両者はいずれも国内総生産を増加させると考えられるため、一定の国内総生産に対応する政府支出と貨幣供給量の大きさは右下がりの関係となる。

今、現実の経済では国内総生産の水準は $Y$ であり、経済は $E$ 点で示される政府支出と貨幣供給量の水準を伴っているとしよう。このとき、経済を完全雇用国内総生産である $Y_f$ の水準にしようとする時、政府支出増加だけでこ

れを達成しようとするれば、 $g$ の矢印で示しただけの支出を必要とする。すでに述べたようにこれはクラウディング・アウトの大きさによって膨大な額にもなり得るのであった。一方、同じことを金融政策のみで達成しようとするらと $m$ の矢印で示された

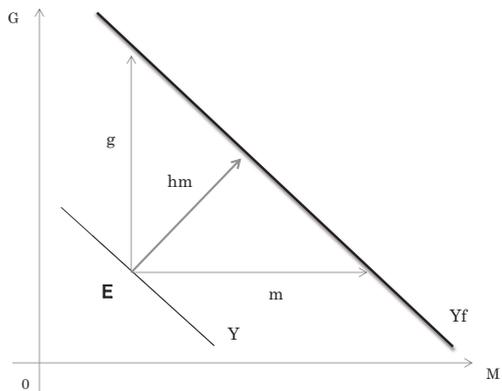


図4 最適ポリシー・ミックス

規模の緩和を必要とする。これも状況によってはまさに「異次元」の緩和でなければならない。

このとき、ヘリコプター・マネーであれば、hmで示された45度線の矢印を通じて完全雇用を達成することができる。しかも、どのような状況においても、である。

政府支出のみによって景気浮揚を図れば、状況によっては効果が極めて小さく、かつその結果膨大な財政赤字を甘受しなければならない。同じく、金融政策のみによって景気浮揚を図れば、やはり状況によっては効果が極めて小さい上に、結果として異常な量の貨幣を経済に供給することになり、その後の制御困難なインフレや資産価格バブルをますます現実にならざるに近づくことになる。どちらも単独で行おうとすると、効果的であるためにはいずれも「異次元」の政策である他はなく、その副作用は多くのリスクを伴う。

これに対して、ヘリコプター・マネーは両者を適切に組み合わせることによって、その有効性が高いだけでなく、結果として必要となる財政赤字や貨幣供給量の増加は少なく済むことになる。

#### 4. 異なる貨幣観 — 結びに代えて —

ヘリコプター・マネーは単なる金融緩和ではなく、金融緩和と政府支出を伴ったポリシー・ミックスである。単なる金融緩和は、民間の経済主体が債務を負う形で貨幣供給がなされるのに対し、ヘリコプター・マネーはその債務を民間経済主体ではなく政府・中央銀行が負うものである。リスクに対する経済主体の行動原理を考慮すれば、この違いは極めて大きい。

政府債務といえども格付けを余儀なくされる今日であるという反論があり得るかも知れない。しかし、一企業が銀行に対して負う債務のリスクをいくつ足しても、それを国家の負う債務およびその返済能力と比肩し得るものだろうか。それは質的に異なるものなのだ。そうでなければ、誰が現在の不換紙幣に基づく経済を説明できるであろうか。

このような考え方は、貨幣を本来それ自体が価値を持つ交換手段と捉える伝統的な貨幣観からは理解しづらいのではないだろうか<sup>12)</sup>。それによれば、貨幣はそれが増えただけで、それを受け取った主体はもちろん経済全体にも価値の増加をもたらす。金本位制の時代であれば、それは一部妥当すると考えてよいだろう。そうではなく、貨幣は単に信用に基づく債権であり、その債務を誰が負うのか、その債務を負う主体に対する信用が如何なるものであるのかによって、経済主体の行動が変わってくることを理解する必要がある<sup>13)</sup>。現状ではヘリコプター・マネーとしての現金通貨は中央銀行が負う債務であり、それを保有する主体はその信頼に基づいて財・サービスに対する請求権という債権を保有するのである。それはその主体にとって貨幣所得と同義であって、銀行からの借入れ（預金通貨）とは異なる。後者の場合はその主体が銀行に対して債務を負うからである。要は債務を負うのが、国家であるか民間の一経済主体であるかの違いである。しかし、これは大きな違いであり、その違い無しに近代国家の貨幣経済メカニズムを説明することはできない。

貨幣を信用に基づく債権・債務であると認めれば、貨幣に対する需要は、その購買力を保障する債権に対する債務を誰が負うのかに依存する。通常の金融政策を通じて銀行からの借入れによる場合には、それはその借入れ主体が債務を負う。そこには返済リスクへの配慮と投資機会に対する「アニマル・スピリット」の有無が大きな障壁となるに違いないのである。ヘリコプター・マネーの場合には政府・中央銀行が債務を負う。現行の貨幣システムがその貨幣供給を貨幣需要（借入れ需要）に依存している以上、金融政策の効果は貨幣を需要する主体にとってのリスク許容度によって大きく異なることを認めざるを得ない。

Blinder and Solow (1973) は、政府支出が貨幣供給によってファイナンスされる場合、それが有効であることに関してマネタリストとの間にさえ「論争の余地がない。」と述べている<sup>14)</sup>。ではなぜ、それは行われぬのだろうか。

もちろん中央銀行による国債引き受けは、原則として法的に認められてい

ない<sup>15)</sup>。それを主張することは論外であると多くの人は思っている。しかし、それはなぜだろうか。おそらく第二次世界大戦後の日本のインフレーションが悪夢の記憶として持ち出されるであろう。そして、それは日銀による国債引き受けによってもたらされたと認識されているのであろう。

本稿の主張は異なっている。右手で消費税を増税し、左手で「異次元」緩和を行うことの方が、結果としてはるかに膨大な量の貨幣を経済に注入することになり、その後のインフレ、そしてそれ以上に資産価格バブルの危険性をはるかに高めているのだ。

適切なポリシー・ミックスを実現するためには、中央銀行の独立性に関する法的考察および財政法改正の必要性について検討を要するであろう。しかしそれは本稿の範囲を超えるものである。あらためて論考を認めたい。

## 注

- 1) Tinbergen (1952)、chapter IV。
- 2) Mundell (1968)、邦訳第14章。
- 3) 注2と同じ箇所を参照。
- 4) マネタリストの見解においては、政府支出を賄うための債券発行が、民間の債券保有に伴う資産効果をもたらし、これがさらに貨幣需要を高める。Blinder and Solow (1973) を参照。
- 5) マネタリストとの論争において Blinder and Solow (1973) は、政府支出増＋貨幣供給量不変のケースでクラウディング・アウトが生じることについて、「論争の余地がない」と認めている。
- 6) 国債から外国債への逃避が行われる場合は、通貨減価の方向に作用する。ギリシャの場合、後者は貨幣供給量そのものの減少をもたらすことで、クラウディング・アウトをさらに深刻なものにする。
- 7) ただしいうまでもなく、本国通貨の減価を通じた効果は、外国の金融政策を所与とした場合の議論である。アメリカやEUが、同時に金融緩和を行っているような世界では、この効果は限定されたものになる。
- 8) Keynes (1930)、邦訳第15章を参照。
- 9) Buiter (2014) は、効用関数に貨幣が含まれる動学的最適化モデルを用いて、ヘリコプター・マネーが常に (always) 機能することを論証している。ただし筆者は、同じことは教科書的な MF モデルで充分それを指摘できると考えている。

- 10) メンバーの家族には新たに10時間分の scrip が与えられた。新たに加わる家族については、これまで20時間分が与えられ、去る時には同時間分を返さねばならなかったが、30時間分を与えられ、20時間分を返せばよくなった。Sweeney and Sweeney (1977) を参照のこと。
- 11) あるいは、中央銀行による買い切りオペを通じた恒久的な量的緩和を通じて、政府支出を賄うこともこれに相当する。この点については、Buiter (2014) を参照されたい。
- 12) 貨幣の起源やそれに対する考え方が、現在の経済政策のあり方に大きな影響をもたらすという主張の嚆矢は、Goodhart (1998) に見ることができる。
- 13) このような貨幣観の違いが、経済メカニズムの理解に大きな違いをもたらすことについては、Martin (2013) から多くの示唆を得た。
- 14) Blinder and Solow (1973)。ただし、それを財政政策と呼ぶのか、金融政策と呼ぶのかの違いであるとしている。
- 15) ただし、財政法第5条は「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」これを認めてもいる。

#### 参考文献

- [1] Blinder, Alan S. and Robert Solow (1973) “Does Fiscal Policy Matter?” *Journal of Public Economics*, Vol.2, pp. 319-337.
- [2] Buiter, Willem H. (2014) “The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works—Always”, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol.8, 2014-28.
- [3] Goodhart, Charles A. E. (1998) “The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas”, *European Journal of Political Economy*, Vol.14, pp. 407-432.
- [4] Keynes, John M. (1930) *A Treatise on Money*, Macmillan. (小泉明、長澤惟恭訳『貨幣論 I—貨幣の純粋理論』、ケインズ全集5巻、東洋経済新報社、1979年。)
- [5] Martin, Felix (2013) *Money: The Unauthorised Biography*, Failu. Ltd. (遠藤真美訳『21世紀の貨幣論』、東洋経済新報社、2014年。)
- [6] Mundell, Robert A. (1968) *International Economics*, The Macmillan Company. (渡辺太郎、箱木真澄、井川一宏訳『新版 国際経済学』、ダイヤモンド社、2000年。)
- [7] Sweeney, Joan and Richard J. Sweeney (1977) “Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby Sitting Co-op Crisis”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.9, No.1, pp. 86-9.
- [8] Tinbergen, Jan (1952) *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland.