

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする 財政プログラム (MFFP)」について

岡 本 英 男

「責任ある政府はどのような政府であれ文字通り空から貨幣を落下させはしないという事実が我々をしてフリードマンの思考実験のロジックを探求するのを妨げるべきではない。その思考実験は、非常に極端な言葉でなぜ政府はデフレに屈服すべきでないのかを示すことを意図したものであった。」(Bernanke 2016)

はじめに

バブル崩壊後の長期におよぶ不況下で日本が経験してきたように、そして2008年の世界金融危機以降に世界が経験してきたように、貨幣政策のみでは経済の回復を支えるのに、またあまりにも低いインフレ率を回避するのに不十分なとき、財政政策が潜在的に強力な代替手段を提供する。しかしながら、2010年にイギリスの財相オズボーンとドイツの首相メルケルが、市場が要求しているがゆえに直ちに政府の借入を削減しなければならないとして、財政刺激策を終結させたことに典型的にみられるように、先進諸国の立法府はほとんどの国において不況下で財政政策を用いることを渋っている。このような状況下で、近年、通称ヘリコプターマネーと呼ばれる、利子付き国債の発行によってファイナンスされるのではなくマネタリーベースの増加によってファイナンスされる減税（または支出）を行う「マネタリー・ファイナンス」が注目を集めるようになった。

マネタリー・ファイナンスの代表的提唱者として、アデア・ターナー、ベン・バーナンキ、ウィレム・ブイター、ジョルディ・ガリなどが挙げられるが、われわれはこのうちアデア・ターナーの議論についてはすでに検討した¹⁾。

本研究ノートにおいて、ターナーに次いで、ベン・バーナンキの議論を検討するのは以下のような理由からである。

バーナンキはたんに優れた経済学者であるのみならず、アメリカの金融政策の責任者である連邦準備制度理事会 (FRB) の議長を2006年2月1日から2014年1月31日まで8年間務めた実務家でもある。それゆえ、バーナンキの発言内容は多くの国の金融政策や株価動向にも影響を及ぼすほどとなっている。たとえば、2016年8月2日発行の『週刊エコノミスト』は次のような一文を掲載している²⁾。

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

ベン・バーナンキ米準備制度理事会議長の来日効果は絶大だった。与党が勝利した参院選から一夜明けた7月11日、バーナンキ氏は黒田東彦日銀総裁と会い、翌12日には安倍晋三首相とも会談した。バーナンキ氏は、ヘリコプターマネーからお金をばらまくという比喩から生まれた「ヘリコプターマネー」政策の推奨者。「ヘリコプター・ベン」の異名を持つ。

英国のEU離脱派が勝利した国民投票（6月23日）以降、マーケットでは円高・株安が進んでいたが、「何らかの形でヘリコプターマネー政策が行われるのでは」という思惑から、一転して円安・株高に。

以上のようにFRB議長を降りた以降も経済の動向に及ぼすバーナンキの影響力は大きいですが、われわれがここでバーナンキの議論を取り上げるのは、何よりもかれのヘリコプターマネーに関する議論が経済学的に首尾一貫しており、しかも時を経るにつれてその政策提案の内容が現実味を帯びていっていると考えるからである。

本研究ノートにおいては以上のような問題意識でもってバーナンキのヘリコプターマネー論を紹介・検討した後、優れた金融経済学者であるチェチェッティとシオンホルツのヘリコプターマネー論を紹介・検討し、最後にイギリスのマクロ経済学者サイモン・レンルイスの「民主的ヘリコプター」論を紹介し、ヘリコプターマネーについての理解を深めていきたい。

I. ベン・バーナンキのヘリコプターマネー論

1. ナショナル・エコノミスト・クラブでの講演³⁾

2002年11月21日に、ワシントンのナショナル・エコノミスト・クラブで「デフレ——アメリカで「これ」が起きないようにするためには」というテーマでバーナンキは講演した。このデフレに関するこのスピーチによって、バーナンキは「ヘリコプター・ベン」と呼ばれるようになった⁴⁾。

その講演のなかのヘリコプターマネーに関する部分のエッセンスを述べると、以下のようになる⁵⁾。

持続的なデフレは現代経済にとって極めて破壊的となるので、全力で防がなければならない。デフレが根を下ろしそうに思われる場合、多様な政策手段が利用可能である。

ここまで議論してきた政策オプションはすべてFRBの単独行動に関連しているが、実際には、デフレ対策の効果は金融当局と財政当局の協力によって著しく高めることができる。たとえば、利子率の上昇傾向を緩和するために行われる証券買い入れプログラムとともに広範な減税が実施されれば、間違いなく消費、ひいては物価に対する効果的な刺激策となる。貨幣創出を財源とする減税は、ミルトン・フリードマンの有名な「ヘリコプターマネー」と本質的に同じである。

もちろん、減税や所得移転を増加させる代わりに政府は現在の財とサービスへの支出を増

加させることもできるし、既存の実物資産や金融資産を取得さえできる。もし民間資産購入のために財務省が財務省証券を発行し、ついでFRBが新規に創造された貨幣で同額の財務省証券を購入したとすれば、一体として見るとこのオペレーションは、FRBによる公開市場操作での民間資産の直接購入と経済的には同じである。

日本でデフレを終わらせることができないということは、必ずしもデフレを技術的に収束できないことを意味しない。日本のデフレがこのように長引いているのは、政策手段の欠如というよりも、むしろ政治的な制約が原因となっている。日本の経験は、アメリカでは政策形成者がデフレによる景気後退を予防するのに要する、または治療するのに要する手段をもっているという一般的結論に対する反証とはならない。

以上からも、この時期にすでに、バーナンキはバブル崩壊後の日本の長期不況、デフレに強い関心をもっていたことがわかる。

次に、まさに日本のデフレに焦点を当てたバーナンキのスピーチを見ていくことにしよう。

2. バーナンキの 2003 年日本金融学会での講演⁶⁾

バーナンキは、2003 年 5 月に日本にやって来て政府や日銀関係者と意見交換を行った。また、5 月 31 日に日本金融学会で「日本の金融政策に関する論考」というテーマで講演を行った⁷⁾。

この講演の中心テーマである「金融と財政の協力」のエッセンス部分は以下のようになっている⁸⁾。

日本の物価の継続的下落に対する特効薬はない。しかし、金融当局と財政当局間の明示的な協力はこの問題に対して効力をもつ可能性がある。

日本では、消費者需要および新規投資需要はともに不振であり、資源は完全活用されていない。ふつう、中央銀行はこのような事態に対して短期名目金利の引き下げで対応するが、現在そのレートはゼロである。総需要を刺激する代替的アプローチとして財政政策があるが、これもまた成功しなかったという印象がある。

日本で財政政策の効果が弱かった理由として、財政刺激策に一貫性と整合性がなかったことに加えて、世に喧伝されている政府債務の規模の大きさがある。しかし、政府債務の問題の苛烈さは誇張されており、債務残高の 95% は国内で保有されており、59% は公的機関が保有しているので、実際には日本国民が「自分自身に対して債務を負っている」といえる。そのことを踏まえたとしても、年間の政府財政赤字が GDP の約 8% にも上るということは、やはり深刻な問題である。

日本の大規模な国債の存在は、何よりも政策形成者をして拡大的な財政政策の採用を躊躇させるが、これ以外にも財政政策の効果それ自体を弱める可能性がある。国民は、減税が将来の国の金利負担を増大させ、自らまたは子供たちの租税負担になると知っている場合、減

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

税額を支出に回すよりも貯蓄に回す可能性がある。また、国民が政府の支出計画を全体的に無駄で国民の富や生産性に貢献するところが少ないと判断すれば、納税者は政府の支出増を自らが担わなければならない政府債務の負担増と見なし、自らの支出を減らす反応に出る場合がある。そうなると当然、ネットの財政支出刺激効果は減少する。要するに、財政政策の効果を強化するには、今日の財政拡大と、明日支払わなければならないと国民が予想する増税との関係を断ち切ることが有益である。

ここでの私の主張は、日本の金融・財政当局間の協力が、各当局が単独で直面している問題の解決に役立つということである。たとえば、日本銀行による国債の買い入れ額の増大と明らかに結びついた家計と企業に対する減税を考えてみよ。減税は事実上貨幣の創出によってファイナンスされている。さらに、日本銀行が物価水準目標を宣言することによって経済をリフレに導くと公約したと想定してみよ。そうすると、マネーストックの増加のすべてあるいは大部分は永久的なもののみなされる。

この計画では、国債のバランスシートはボンド・コンバージョン・プログラムによって保護され、また国債は民間セクターに売却されるよりも日銀によって購入されるため、国債残高に対する政府の心配は緩和される。さらに、消費者と企業は減税の大部分を貯蓄に回すよりも支出しようとするはずである。かれらは手元に余分な現金をもっているが、日銀が減税額に等しい額の国債を購入するために、将来の増税を意味するところの現在または将来の国債費負担は生じないからである。つまり、貨幣政策と財政政策が一体となって家計部門の名目的富を増加させ、そのことが名目支出とさらには物価も増大させるのである。

金融と財政の協力が果たす潜在的な役割は減税に対する日銀の支援に限定されない。日銀の政府債の購入はまた、たとえば産業再編の促進を目的とした政府支出を支えることもできる。日銀による購入は、新規支出プログラムが将来の国債費の負担増にもたらす影響を緩和することになる。より一般的に、日銀による政府債の購入は利子生み債務を貨幣に置き換えることによって現在の赤字と利子負担を低下させ、かくして将来の税負担に対する国民の予想を低下させる。

もちろん、何事もタダで手に入れることはできない。財政の観点から見れば、政府債のマネタイゼーションの増加は一般的な税のかたちをインフレ税に置き換えたに過ぎない。しかし、デフレに苦しむ日本という文脈においては、少々のインフレとこれと結びついた名目支出の増加を創出することは景気回復の促進と遊休資源を再稼働させるという目標の達成に役立つのである。そして、そのことによって税収は伸び、政府の財政状況は改善されることになる。

以上のようなバーナンキの提案は、ほぼ同時期（2003年4月）に来日して「デフレ経済においては、政府紙幣の発行により債務のファイナンスを行うことは理に適っている」と日本における政府紙幣発行の経済的合理性を主張したスティグリッツの提言（岡本：2014を

参照)と経済学的には同じ内容である。しかし、このときの両者の提言は政策形成者によって真剣に受け止められ、検討されることはなかった。

3. ヘリコプターマネーのガバナンス

ベン・バーナンキはブルッキングズ研究所のブログにて「連邦準備制度に残された武器は何か? パート3:ヘリコプターマネー」(2016年4月11日)と題された投稿文⁹⁾でヘリコプターマネーについて従来以上に踏み込んで議論した。本稿ではその議論の内容を紹介し、バーナンキの議論がもつ意義について述べていきたい。

この投稿文においてバーナンキは、政策形成者の戦略(おそらく「最後の戦略」と彼は述べている)としてのヘリコプターマネーのメリットを考察し、少なくとも理論上は、ヘリコプターマネーは価値ある政策手段であると証明することができると主張する。とくにそれは、通常的な貨幣政策が無力で、既存の政府債務の水準が高いときにすら機能するという点で魅力的な政策である。しかしながら、実際問題として、ヘリコプターマネーの使用は実行する上でいくつかの困難な問題を引き起こす。この争点として次の2点がある。第1に、そのアプローチを標準的な貨幣政策の枠組みに統合する必要性であり、第2に、中央銀行の独立性や長期的な財政規律を侵害することなしに、財政政策の立案者と貨幣政策の立案者の間の必要な調整を達成するという難問である。

明らかに、いわゆるヘリコプターマネーがアメリカにおいて近い将来使用される可能性は非常に少ない。アメリカの経済は強化され続けており、今日ではそのようなアプローチを正当化する資源の深刻な低使用(不十分利用)や非常に低いインフレ率(あるいはデフレ)の被害を蒙ってはいない。そして、フェドはいまなお利用可能な他の政策手段をもっている。それにもかかわらず、市場と公衆はたとえ最悪のケースのリセッションまたはデフレのシナリオが生じたとしても、政府はそれに対処する政策手段をもっているということを認識しておくことが重要であるとバーナンキは強調する。さらに、欧州と日本の中央銀行がインフレ目標に到達するために苦闘しているように、貨幣を財源とする財政行動はアメリカ以外の国々でより多くの注目を集めていると述べる。

(1) ヘリコプターマネーと何であり、それはどのように機能するのか。

2002年にそれについてスピーチをしたときバーナンキ自身が学んだように、「ヘリコプターマネー」のイメージは多くの人にとって当惑させるものであった。しかし、非現実的な例を用いることはしばしば争点の本質に到達するうえで有益な方法である。責任ある政府はいかなるものであれ決して空からお金を落下させないという事実によって、我々はフリードマンの思考実験のロジックを探求するのを止めてはいけないと主張する。その思考実験は非常に極端な形でなぜ政府はデフレに屈服しなければならないかを示すことを意図したものであ

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

るとして、以下のような議論を展開していく。

マネーの「ヘリコプターからの落下」はマネーストックの永続的な増加によってファイナンスされる拡張的な財政政策—公的支出の拡大または減税—である。幻想的なイメージを回避するために、この投稿文においては、そのような政策を「貨幣を財源とする財政プログラム (Money-Financed Fiscal Program, MFFP)」とバーナンキは呼んでいる。

説明をわかりやすくするために、次のことを想像してみようとバーナンキは述べる。アメリカの経済は潜在能力をかなり下回って、そしてインフレ目標を下回って運営されており、貨幣政策のみでは問題を対処するのに不十分である⁵⁾。その対応として、更に次のことを想定してみよう。連邦議会が一回きりの1000億ドルの財政プログラムを承認する。そのプログラムは公共事業支出の500億ドルの増加と一回きりの500億ドルの減税(戻し税)から成る。まず第1に、このプログラムは連邦予算の赤字を1000億ドル増加させる。しかしながら、通常の財政プログラムとは異なり、財政赤字の増大は公衆に対する新規の政府債の発行によって支払われない。そうではなく、フェドが国庫に対して中央銀行の国庫の当座預金口座に1000億ドルを振り込む。

そして、これらのファンド(資金)が新規の支出と減税のために支払われる。その代替手段として、そして同等な手段として、国庫は1000億ドルの政府債を発行し、フェドがその購入と永遠の保有を同意し、受け取る利子をすべて国庫に戻すということも可能である。どちらのケースにおいても、フェドはMFFPのマネーサプライに及ぼす効果を逆転させることはない、と約束しなければならない。

理論的観点からは、MFFPの魅力的な側面は、それは多くのチャネルを通じて経済に影響を与えるということである。たとえ、既存の政府債務が高くとも、または利子率がゼロまたはマイナスであったとしても、そのような性格はその政策効果を非常に高めることになる。そのチャネルとして次のようなものが含まれる。

- ① 公共事業支出のGDP、雇用、所得に対する直接的影響。
- ② 減税によって生じる家計所得の増加。それは消費支出の拡大を呼び起こす。
- ③ マネーサプライの増加の結果、インフレ期待の一時的増大。名目利子率がゼロ近くに貼りついていると仮定すれば、そのことは次に資本投資と他の支出を刺激することになる。
- ④ 国債を財源とする財政プログラムと異なって、マネー・ファイナンスによるプログラムは将来の税負担を増加させないという事実。

標準的な(債務ファイナンスによる)財政プログラムもまた上のチャネル1とチャネル2を通じてワークする。しかしながら、標準的な場合のように、支出の増加または減税が国債の発行によって支払われる時、将来の国債費のコスト、従って将来の租税負担は上昇する。今日家計が増税を予想する程度に応じて、または家計が国債が増加すると聞いてより慎重になるならば、家計は今日より少ない消費をするだろう。そして、そのことは財政プログラム

の拡大効果の幾分かを相殺することになる。

それとは対照的に、貨幣の創出によってファイナンスされる財政拡張は政府債を増加させない、すなわち家計の将来の税負担を増加させない。それゆえ、それは他の全てを同等とすれば、家計の支出により大きな刺激を与えることになる。さらに、MFFP と結びついたマネーサプライの増加はより高いインフレ期待へと導く。それはこの文脈において債務ファイナンスによる財政政策の場合よりもより望ましい結果を生む。

次にバーナンキは中央銀行は自分自身で MFFP を実行することができるのかという問題を提起して、その考察に進む。

何人かの人々は代替的なアプローチを示唆している。そのアプローチにおいては、中央銀行が貨幣を印刷し、それをばら撒く、いわゆる「人民の QE」である。純粋に経済学的観点からは、人民の QE は実際にはマネー・ファイナンスによる減税と同等である（フリードマンのオリジナルのヘリコプターマネーよりもターゲットを絞っているけれど）。この政策の問題点はその経済的ロジックにあるのではなく、その政治的正当性である。効果的な減税の分配は中央銀行によって一方的に決定されるのではなく、立法府の承認に服すべきである。このように述べ、バーナンキは MFFP のガバナンスの問題に焦点を当てていく。

(2) 実行する上での争点 1：MFFPs, 利子率のターゲティング, 準備の利子

MFFP は債務を財源とするのではなく貨幣を財源とすることによって通常の財政プログラムと異なる。さきに例示した財政プログラムでは政府支出と減税は 1000 億ドルの新規の貨幣を創出することによって支払われる。それが完全な効果を持つためには、マネーサプライの増加は永続的であると公衆によって認識されなければならない。

しかしながら、実際には、ほとんどの中央銀行は流通する貨幣量を特定することを選ぶことによって貨幣政策を実行していない。そのようにはせずに、中央銀行は短期利子率をターゲットに設定している（アメリカにおいてはフェデラル・ファンドの利子率）。そしてそのターゲットに一致するのに必要なものとしてマネーサプライを変動させている。このアプローチの合理性は、利子率と経済との間の関係はマネーサプライと経済との間の関係よりも安定的で予測可能だからである。もし中央銀行がマネーサプライそれ自身よりも利子率をターゲットとするならば、「マネーサプライの永続的な増加」というアイデアはいかにして操作可能なものとなりうるのかはすぐに明瞭とはならない。

その問題に対する一つの可能な解決策は、中央銀行がマネーサプライについて明瞭な約束をするよりも中央銀行のインフレ目標を一時的に引き上げるようにすることである。同じことであるが、中央銀行が将来の期日における物価水準の目標を引き上げることである。物価水準とマネーサプライは長期的には比例する傾向にあるので、より高い物価水準を目標とすることはより高いマネーサプライにコミットすることと同様の効果を持ちうる。このアプロ

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFPP)」について

一歩の欠点は、財政パッケージは新規の債務によってではなく貨幣の創出によってファイナンスされているという事実を曖昧にすることである。それは、もし MFPP が十分に効力を発揮しようとするならば、公衆がはっきりと認識しておかなければならない区別である。

中央銀行が利率をターゲットに合致させる方法はさらに複雑な問題を提起する。金融危機以前においては、フェドはファンドレートを望ましい水準に近づけるためにシステム内の貨幣量（より正確には、銀行準備の量）を絶えず変動させていた。しかしながら、危機以降の時期においては、数回にわたる量的緩和によって銀行準備の水準は未曾有の水準にまで高まった。すなわち、準備の供給にマージナルな変更を加えていくという伝統的方法ではフェデラル・ファンドのレートをコントロールする上で効果を発揮できない程度にまで銀行準備は増大した。その結果、現在ではフェドは従来とは違ったかたちで、他の主要な中央銀行と同様な慣行を踏襲しながら、銀行準備に支払う利率とフェドにある短期投資に対する利率を変動させることによってファンドレートに影響を与えている。

私のフェドでの元同僚である Narayana Kocherlkota が指摘してきたように、フェド（そして他の中央銀行）が日常的に準備に利率を支払うという事実はヘリコプターマネーの実行と潜在的効力にとって重要なインプリケーションを持つ。MFPPs の重要な前提は、貨幣創出を通じた財政プログラムのファイナンスは国債発行を通じたファイナンスよりも将来の税負担が小さいということの意味していることである。長期的には、そしてより通常の状態では、これは確かな真実である。もしフェドが資金を供給するならば、支出増加と減税の国庫にとってのコストはより低いものとなるだろう。特に、フェドのバランスシートが縮小し、準備が再び少なくなった時、フェドは準備に利子を支払うことをしないで短期利率を管理することができるようになるだろう。あるいは、国庫が政府債務に支払わなければならない利率よりも準備に対して低い利率を支払うことによって短期利率を管理することができるようになるだろう。しかしながら、近い将来においては、貨幣創出は政府のファイナンスのコストを著しく削減することはないであろう。というのは、フェドが銀行準備に支払う利率は国庫証券の利率と接近しているからである。

利率のターゲティングと準備への利子支払いはともにマネー・ファイナンスと結びついたコスト節約をより困難にする。しかしこれには可能な解決策が存在するとして、バーナンキは次のような具体的な提案をしていく。

さきに用いた例をそのまま使って、次のことを想像してみよ。連邦議会の財政プログラムをファイナンスするためにフェドが新規のマネーを 1000 億ドル創出する。国庫はマネーを支出するので、マネーはバンキング・システムに流れ込む。その結果、新規の銀行準備 1000 億ドルが生じる。現在の仕組み（制度）では、フェドはこれらの新規の準備に利子を支払わなければならない。フェドの支払いの増加はフェドによって支払われる準備への利率 (IOR) 掛ける 1000 億ドルとなる。Kocherlakota が指摘したように、もし IOR が国庫

証券への利子率に近接しているならば、政府債務の発行と比較して貨幣創出に結びついた費用節約はほとんど生じなくなるとなる。

しかしながら、次のことを想像してみよう。MFFP が公言されたとき、フェドはまた新規の、永続的な銀行への課徴金を課す。それは保有する準備量に基づかないで、何か他の指標に、例えば全債務高などに基づき、準備における特別な 1000 億ドルと結びついた特別な利子支払いを回収するに十分な額の課徴金である。別の言葉で述べれば、フェドによって支払われる利子の増加、すなわち 1000 億ドル掛ける IOR は新規の課徴金によってちょうど相殺され、銀行に対するネットの支払いは変化しないままとなる。銀行のネットの所得は変化しないけれど、この工夫は貨幣の創出と結びついた財政プログラムのファイナンスは費用節約になることを明瞭かつ直接的なものにする。

(3) 実行上の問題 2：MFFPs のガバナンス

MFFPs にまつわる最も困難な実際の争点はそれらのガバナンスにかかわるものである。すなわち、だれが決定をし、どのように決定するかという問題である。これについても以下に見るように、バーナンキは問題の困難性を十分に認識しながらも地に足の着いた提案を行っている。

正統派の財政政策と貨幣政策と異なり、MFFPs は立法府と中央銀行の密接な調整（コーディネーション）を必要とする。実際にそれを管理することは困難である。コーディネーションが成功する度合いに応じて、それは中央銀行の長期の独立性を危険にさらすことにならないかと心配する人が一部いる。もう一つの関心は、マネー・ファイナンスを利用するオプションは立法府にとって「滑りやすい坂道」となるかもしれないというものである。立法府はそのような行動がもはやマクロ経済的意味をもたなくなったときですら、支出を増加したり減税をするためにそれを用いるという誘惑にさらされやすい。

アデア・ターナーのような提唱者が強調してきたように、ガバナンスの心配こそが、MFFPs が現実的な政策として考えられない最も重要な理由である。しかし、通常の時期においてはだれもそのような政策の使用を推奨するものはいないであろう。MFFPs が考慮されるのはまさに最も困難で、極端な時期においてである。すなわち、他の貨幣政策や財政政策が利用不可能であるか、効力をもたない時期においてである。雨が降る前に屋根を修理しておかなければならないという原則に基づいて、MFFPs のガバナンスについて議論しておくことは必要である。

それでは、いかにして立法府と中央銀行は、中央銀行の独立性を危険にさらすことなく、あるいは財政支出や減税の無制限のマネタリー・ファイナンスという滑りやすい坂道を転げ落ちることなしに、共同の貨幣—財政運営を管理するうえで自分たちの適切な役割を演じるべきであろうか。このようにバーナンキは問い、前もって準備される可能な制度アレンジメ

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

ントは次のようにワークするようになると述べる。

まず法律によって議会にフェドでの特別な国庫の口座を創設するよう求める。そして、フェド（とくに連邦公開市場委員会）に口座を「満たす」という唯一の権限を与える。おそらくそれは前もって決められた額までに限定されることになるが。ほとんどの時期においては、その口座は空である。FOMC がフェドの雇用とインフレの目標を達成するために特定の額の MFFP が必要であると判断したときのみフェドはその口座に資金を加える権限を行使することになる。

この提案に基づいて、フェドが行動したならば、次のステップは議会と行政府が通常の、しかしできるだけ迅速なプロセスを通じてそのファンドをいかに使用するか（たとえば、減税いくら、または公共事業にいくらといった具合に）を決定することである。重要なことは、議会と行政府はファンドを使わないままにしておくという選択肢を持っているということである。もしファンドが特定の期日内に使用されないならば、フェドはそれを引き揚げる権限をもつことになる。

この取り決めは、フェドに命じられた目標を達成するのに MFFP は必要であるかどうかについてのテクニカルな分析を行う責任を、そしてそれに必要な創出すべき貨幣量を決定する責任を事実上フェドに残すことになる。これらの条件はフェドの政策の独立性を維持し、マネタリー・ファイナンスを機会主義的に用いようとする議会の能力に制限をかけるうえで有益である。（もちろん、議会は何らかの形でフェドの決定過程に介入することはできるが、それはつねに可能性でしかない。）この合意の下では、議会と行政府は公的ファンドが使用されるかどうか、もし使われるとすれば、どのように使われるべきかを「人民」の QE の主要な欠点を回避しながら決定する憲法上の権限を保持することになるだろう。たとえ通常の財政上の行動が魅力的に思われなくても、このような条件であれば立法府は行動することを考えるようになる。なぜならば、(1) 支出または減税は公債の増発によってファイナンスされる必要はない、(2) MFFP は稀な経済状況と他の可能な代替手段の欠如によって正当化されるというフェドの御墨付を手に入れることになるからである。

日常会話ではヘリコプターマネーとして知られているマネー・ファイナンスによる財政プログラム (MFFPs) は近い将来においてアメリカで必要とされる可能性は非常に少ない。MFFPs はまた実行するに際して多くの実際上の困難を抱えている。それを操作可能な貨幣のフレームワークに統合すること、適切なガバナンスと立法府と中央銀行の間のコーディネーションを保証することなどである。しかしながら、激しい総需要の不足、使い尽されてしまった貨幣政策、債務ファイナンスによる財政政策の使用意欲を議会が喪失しているといった状況下では、そのようなプログラムは利用可能な代替手段となりうる。したがって、それらを政策手段から排除することは時期尚早である。

以上が、バーナンキの結論であり、従来のヘリコプターマネー論を理論的にも政策論的にも一段と高い水準に引き上げたと思われる。

II. チェチェッティとシオンホルツのヘリコプターマネー論

ヘリコプターマネーについての議論をより客観的に見るために、チェチェッティとシオンホルツのヘリコプターマネー論¹⁰⁾を紹介・検討することにする。というのは、彼らは定評ある金融経済学者であり、貨幣金融理論のみならず、金融実務にも詳しいため、ヘリコプターマネーと QE 下での債務ファイナンスによる財政拡張との異同を考える上で大きなヒントを与えてくれると思われるからである。

彼らは、ヘリコプターマネーは貨幣政策ではなく、中央銀行の協力のもとで実行される財政政策であると主張する。つまり、フェドがヘリコプターから 100 ドル紙幣を落下させるならば、それは国庫の命令を実行しているのである、と考える。

なぜ、ヘリコプターマネーはたんに非伝統的貨幣政策のもう一つのバージョンではないのかを理解するためには、経済理論と実際に行われている慣行の両方を叙述する必要があり、それを説明するために中央銀行と政府の単純なバランスシートを用いている。以下、彼らの議論を紹介していく。

(1) フリードマンの思考実験の問題点

1969 年に発表された論文のなかで、ミルトン・フリードマンはインフレを生み出すために中央銀行が使用しうる絶対確実なメカニズムと彼が信じるものを描いた。すなわち、その通貨を絶対に還流から回収しないという約束の下で、ヘリコプターから住民に通貨をばらまく。その結果は物価の上昇を導くだろう（そして、もしこれをやり続ければ、インフレをもたらすだろう）。

彼の思考実験において、フリードマンは次のことを前提にしていた。第 1 に、マネタリーベース——通貨と商業銀行のフェドでの準備預金の合計——を変更することによって、中央銀行は交換貨幣の供給（M2 のような）をコントロールすることができる。第 2 に、準備に報酬は支払われない。つまり、商業銀行の中央銀行での準備保有は利子につかない。

今日においては、このフリードマンの思考実験には 3 つの問題があるとチェチェッティとシオンホルツは述べる。

第 1 に、家計に資金を移転することは財政政策の形成者が行うことであって、中央銀行が行うことではない。中央銀行は資産を獲得するために貨幣を発行する。第 2 に、利子率が相対的に低い限界点にいる時を除き、今日の貨幣政策の策定者がコントロールするのは利子率であって、マネタリーベース（または他の貨幣総量）ではない。マネタリーベースは個人の貨

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFPP)」について

幣保有需要や中央銀行の利子率目標で準備を保有しようとする銀行側の需要によって決定される。実務的に述べると、このことは、中央銀行はマネタリーベースを永続的に増加させることを約束することはできないということを意味する。第3に、21世紀の中央銀行は準備に対して利子を支払っている。そして、中央銀行がそのようにしているのは、経済における利子率の水準をコントロールするためである。

以上の3つの問題点を考慮に入れば、ヘリコプターマネーの今日概念はフリードマンが考えていたこととはかなり異なってくる、と彼らは主張する。

(2) ヘリコプターマネーの現代的概念

現代的概念を説明するために、彼らは中央銀行のバランスシート、国庫のバランスシート、それら2つを結合させた統合政府のバランスシートを用いる。図1は、財政当局のバランスシートと貨幣当局のバランスシートの基本構造を示したものである。

この2つのバランスシートを1つのバランスシートに統合すると、国庫のバランスシートの債務側にある「中央銀行保有の政府証券」は中央銀行の資産側に計上されている「政府証券」を相殺する。そして、国庫の資産として計上されている「中央銀行における口座残高」は、中央銀行のバランスシートの債務側に計上されている「政府の口座残高」を相殺する。その結果は、図1の下の部分が表示通りである。

この統合によって、中央銀行が商業銀行の準備と交換に公開市場で政府債を購入する時、その行為は長期債を非常に短期の債務（超短期債）に置き換えているにすぎないことが明らかになる。つまり、中央銀行による政府債の購入は統合政府の債務の満期構造を単に変えて

図1 国庫と中央銀行の典型的バランスシート

国庫のバランスシート		中央銀行のバランスシート	
資産	債務	資産	債務
将来の税収の価値	中央銀行保有の政府証券	政府証券	通貨
中央銀行における口座残高	公衆保有の政府証券	その他資産	政府の口座残高
その他資産			商業銀行の口座残高(準備)
			中央銀行の資本

↓

統合政府のバランスシート	
資産	債務
将来の税収の価値	公衆保有の政府証券
その他資産	通貨
	商業銀行の口座残高(準備)
	中央銀行の資本

いるだけであることが明らかになる。

次に彼らは、実務上の観点からすると、今日のヘリコプターマネーは何を意味するだろうかと問い、次のように答える。

ヘリコプターマネーは国債ではなく中央銀行の貨幣によってファイナンスされる財政拡大であり、フリードマンが描いたように、空から 100 ドル紙幣をばらまくことではない。もちろん、それは量的緩和それ自体でもないし、中央銀行から国庫への利子所得の送金のような単なる政府間移転でもない。そうではなくて、ヘリコプターマネーは、中央銀行が国庫の勘定に入金することからスタートすると想定しうる多段階のプロセスである。

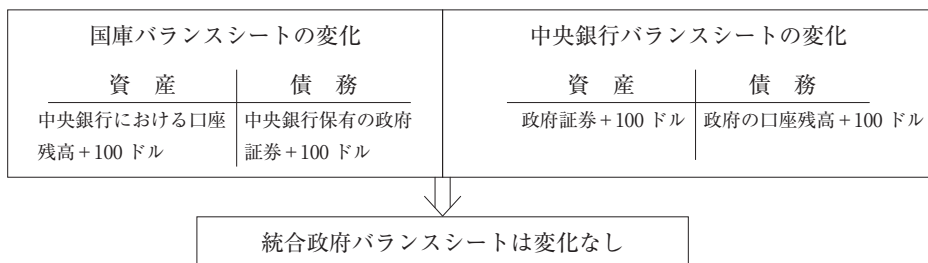
図 2 は、100 ドルの政府証券と交換に中央銀行が政府の口座に 100 ドルを入金したことを示している。それぞれのケースにおいて、一つの団体の資産は他の団体の債務であり、それゆえ統合バランスシートに変化はないことを示している。

ヘリコプターマネーの記述における次のステップは、政府が 100 ドルを分配することである。政府は貨幣を個人に移転することもできるし、またはその資金を用いて新しい橋を建設したり、古くなった空港を新しくしたりすることができる。各々のケースにおいて、100 ドルが誰かに与えられ、入手した人はそれを商業銀行に預金する。支払いが清算された時、図 3 で示されているように、中央銀行のバランスシート上の債務を政府口座から商業銀行の口座にシフトすることになる。

それでは、これらの商業銀行の準備にとってどんなことが生じるか、とチュエツティとシオンホルツは問いかけ、次のように述べていく。

グローバル金融危機以前では、すなわち連邦準備制度のような中央銀行が市場利子率に焦点を当てていた時には、銀行システムにおける準備の量は商業銀行の需要によって決定されていた。つまり、中央銀行が設定する利子率で商業銀行が保有したいと望む準備の量をどのようのものであれ中央銀行は弾力的に供給することになっていた。そのような状況下では、銀行に準備保有を増加させる唯一の方法は市場利子率を低下させる（低く誘導する）ことであった。このことは、目標利子率に変化がない時には商業銀行は追加の準備を政府証券に交換するというを意味する。そこで、バランスシートは図 4 のようになる。

図 2 100 ドルのヘリコプター落下後のバランスシートの変化



ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

図3 100ドルヘリコプターマネーの国庫による支出後のバランスシートの変化

国庫バランスシートの変化		中央銀行バランスシートの変化	
資 産	債 務	資 産	債 務
将来の税収の価値 +100ドル	中央銀行保有の政府証券 +100ドル	政府証券+100ドル	商業銀行の口座残高 +100ドル

↓

統合政府バランスシートの変化	
資 産	債 務
将来の税収の価値 +100ドル	商業銀行口座残高 +100ドル

図4 100ドルのヘリコプターマネー落下後のバランスシートの最終的变化 (危機以前のケース)

国庫バランスシートの変化		中央銀行バランスシートの変化	
資 産	債 務	資 産	債 務
将来の税収の価値 +100ドル	公衆保有の政府証券 +100ドル		

↓

統合政府のバランスシート	
資 産	債 務
将来の税収の価値 +100ドル	公衆保有の政府証券 +100ドル

図4は、利子率の目標が事実上の下限から離れている2008年金融危機以前のケースにおける100ドルのヘリコプターマネー落下後のバランスシートにおける最終的ポジションを示している。つまり、準備は需要によって決定されるので、中央銀行が利子率の目標を変更しない限り、中央銀行のバランスシートに変化はなく、国庫が通常の債務ファイナンスによる財政政策に従事することになる。言葉を換えれば、ヘリコプターマネーは消失する。

まとめると、金融危機以前の世界においては、多段階のプロセスは以下のように進行する。

- ① 国庫が預金残高と交換に中央銀行に証券を発行する。
- ② 国庫が中央銀行における政府預金口座にある資金を支出し、中央銀行の債務を商業銀行の準備に移し換え、期待される将来の税収増（国庫の資産）へと導く。
- ③ 追加的な準備を欲しない商業銀行は追加準備を政府証券に交換する。そのことは中央銀行の資産と債務を縮減する。中央銀行は利子率の目標を変更しようと欲しなければ、この交換を容認する。

- ④ その結果は、中央銀行貨幣の増加というよりむしろ公衆に保有される証券の国庫による発行の増加となる。

確かに、銀行の準備の需要は右肩下がりで、中央銀行が目標利子率を維持するためにその需要に応える通常の時期に、ヘリコプターマネーの利用を推奨した者はいなかった。推奨は、ヘリコプターマネーが最後の手段として、つまり QE が力尽きてしまい、利子率が実質的な下限に落ち込んでしまった後に必要となるというものであった。その段階では、準備は利子率の目標に到達・維持するのに必要な量を超えて過剰に供給され、銀行は準備の量の多寡について無頓着になる程、銀行の準備の需要は十分に弾力的となるだろう。別の言い方をすれば、一旦 QE が利子率をゼロ近傍に押し下げれば、準備の水準は供給決定的 (supply determined) となる。そのことは、商業銀行が中央銀行に行って追加準備を政府証券と交換しようとしても中央銀行は拒否するだろうということの意味する。その結果として、バランスシートの最終的ポジションは図 3 で描かれたようになる。

チェチェッティとシオンホルツは、このことは何か差異を生み出すだろうか、この状況におけるヘリコプターマネーは標準的な QE プラス国庫による長期債の発行と何か違いがあるだろうか、という根本的な問いかけをして、答えはノーであるという。

その理由を理解するために、次のことに注意する必要があるという。ステップ 1 とステップ 2 の後、統合政府のバランスシートは準備債務と将来の租税収入の現在価値の両方で 100 ドルの増加を示している。フリードマンの世界と異なり、今や中央銀行は過剰準備に利子を支払っている。それゆえ、銀行は彼らの中央銀行の口座に保有する追加 100 ドルにゼロ満期の政府利子率で報酬を受けている。

もしイールドカーブが今尚右肩上がりであるならば、財政支出をファイナンスするために長期債よりも準備を発行する方が現在の国債費の観点からは安く思える。しかしながら、この見かけの節約は、利子率のリスクを無視しているがゆえに幻想である。もし政府が長期債の発行を選ぶならば、それはこのリスクを引き受ける投資家に報いなければならない。もし政府が短期債の発行を選ぶならば、政府自身がそのリスクを引き受けることになる。

以上のことから、チェチェッティとシオンホルツはヘリコプターマネーと通常の国債発行による財政拡張との間の違いは小さいとして次のような結論を導く。

第 1 に、事実上の利子率の下限では、ヘリコプターマネーを①証券発行による財政拡張と②貨幣当局が証券を獲得するために中央銀行貨幣を創出する QE、の組み合わせとして考えることができる。

第 2 に、何人かの識者が指摘しているように、ヘリコプターマネーは財政当局と貨幣当局との間の関係に緊張をもたらす。中央銀行にこの慣行を強いることは中央銀行の独立性を侵害し、一般に「財政支配」として知られる状況を生み出す。

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

第3に、その通貨に価値が存在する限り、中央銀行は借換リスクに直面することはない。それゆえ、中央銀行貨幣によってファイナンスされる財政拡張は証券発行によってファイナンスされる財政拡張よりも安定的である。少し別の言い方をすれば、準備を変動する利子率の永久国債として考えることができる。しかし、国債の借換リスクは本当に最先進国の政府にとっての関心事であろうか。チェ Checchetti と ションホルツはそうは思えないと言う。

以上見てきたようにチェ Checchetti と ションホルツは、ヘリコプターマネーは今日ではミルトン・フリードマンが想像したものとは異なり、中央銀行貨幣によってファイナンスされる拡張的な財政政策であると主張する。そして、もし利子率が事実上の下限にまで低下するならば、その効力は国債によってファイナンスされる減税または政府支出増と QE との組み合わせとほとんど同等であると主張する。

それでは、チェ Checchetti と ションホルツのヘリコプターマネー論について我々はどのような評価を下すことができるだろうか。以下、4点について述べていきたい。

第1点は、グローバル金融危機以前の通常の状態においては、ヘリコプターマネーを落下させても、最終的に「ヘリコプターマネーは消失する」と彼らが述べているところである。

この点は、アバ・ラーナーの機能的財政論の有効性を確認するものとなっている。ラーナーは機能的財政を次のように述べる。

機能的財政は「健全財政」という伝統的ドクトリンと予算を単年度または他の恣意的な期間に均衡させようとする原理を完全に拒否する。その代わりに、それは次のようにすることを命じる。第1に、総支出が低すぎる場合は政府支出を利用し、総支出が高すぎる場合は課税を利用することによって、失業とインフレを両方とも排除するために（政府を含む、経済におけるすべての人による）総支出を調整することを。第2に、最も望ましい投資水準をもたらす利子率を達成するために政府の借入あるいは債務償還によって公衆の貨幣保有と政府証券保有を調整することを。第3に、プログラムの最初の2つを実行するうえで必要となるときには、貨幣を印刷し、退蔵し、破壊することを。

危機以前の通常の場合においては、たとえ不況下でヘリコプターマネーを落下（＝貨幣の印刷）させても、景気回復に伴う利子率の上昇期には商業銀行による政府証券への投資によってその分だけ準備＝ヘリコプターマネーは消失し、通常の債務ファイナンスによる財政政策と同じ結果になる。そういう意味で、ヘリコプターマネーは通常の状態下でも利用可能な政策だということがわかる。

第2点は、国庫が100ドルのヘリコプターマネーを支出した後のバランスシートの変化について、彼らが次のような注意書きをしているところである。

国庫は中央銀行における政府預金を使ってしまったので、国庫が発行した証券をバランスさせなければならない。政府は長期の予算制約の中で運営されなければならないことを前提にすれば、自然の候補者は将来の租税収入の現在価値ということになる。

上記のような思考は正しい思考であり、デフレギャップが存在するとき、ヘリコプターマネーの支出は経済規模を拡大し、将来の租税収入を高める可能性を持つ。ここでいう「デフレギャップ」とは、労働力と資本設備の総合的な「完全雇用・完全操業」の状態での生産能力として把握されたマクロ的な「生産能力の上限」という天井からみて、実質 GDP の水準が、「総需要」の不足によって、どれだけ下回っているかという意味である。

不況期に有効需要の不足で遊休していた生産設備が、需要の回復に伴って稼働しはじめると生産性が上昇し、供給力も増えるのである。さらに、このような財政政策の効果がもたらすサプライサイドに対する「履歴現象 (hysteresis)」を考慮に入れると、ヘリコプターマネーの経済拡大効果 = 将来の税収拡大効果は極めて大きい。

次に、チェチェッティとシヨンホルツのヘリコプターマネーについての見解とわれわれの見解が異なる点である。

彼らは、グローバル金融危機以降の利子率が事実上の下限にある状況下では、ヘリコプターマネーの効力は国債によってファイナンスされる減税または政府支出増と QE との組み合わせとほとんど同等であると述べている。彼らはフリードマンの想定とは異なり、今や中央銀行は過剰準備に利子を支払っていることを重視するが、この問題についてはさきにバーナンキが提案しているような中央銀行による商業銀行に対する新規の課徴金を課すことによってクリアできると思われる。

さらに、QE オペレーションを伴う財政赤字の増加の場合は、QE 操作は最終的に元に戻されることが明示されており、利払いに関しても元本の償還に関しても政府は長期的に国債費の負担増に直面することになる。それに対して、ヘリコプターマネーはある量の貨幣を永続的に増加させ、政府借入を増加させることのない財政刺激であるので、物価水準を長期的に永続的に高める効果をもち、しかもリカード効果を生じさせない点でも需要刺激政策としてもより確実性をもっているといえる。

最後の点は、チェチェッティとシヨンホルツが、ヘリコプターマネーは「中央銀行の独立性を侵害し、一般に財政支配と知られている状況を生み出す」考えている点である。われわれはそのようには考えていない。なぜ、われわれがそのように考えていないかについては、次の節でサイモン・レンルイスの民主的ヘリコプターマネー論を検討するなかで明らかにしたい。

Ⅲ. サイモン・レンルイスの民主的ヘリコプターマネー論

レンルイスもまた、デフレに対処するうえで量的緩和政策 (QE) よりもヘリコプターマネー、すなわちマネー・ファイナンスによる財政刺激政策の方がずっと有効であると考えているエコノミストの代表の一人といえよう。そこで、かれがブログ *Mainly Macro* にて投稿

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

したヘリコプターマネーに関する投稿文での議論を紹介・検討するなかで、かれの議論から何を学ぶことができるかを明らかにしていこう。

1. ヘリコプターマネーと中央銀行にとっての「悪夢の政府」

本来、憑りつかれるべきでない時に、財政赤字の恐怖に憑りつかれている世界において、ヘリコプターマネーは深く長い不況に連なる大規模なマイナスの需要ショックを防ぐうえで、唯一残された政策である。それにもかかわらず、なぜそれがタブー視されるのか、という問題提起をし、それについてレンルイスは以下のような回答を与えている¹¹⁾。

ヘリコプターマネーが中央銀行の間でタブー視される一つの理由は、経済が不況から回復したときに、後で売却できる資産を中央銀行が欲しているからである。QEは中央銀行にその資産を提供するが、ヘリコプターマネーはそのような資産を提供しない。独立した中央銀行にとって悪夢とは、現時点の需要不足の状況よりも中央銀行にとって管理不能となる将来における過剰インフレの可能性である。

インフレがあまりにも低いときに貨幣を経済システムに投入し、インフレが高すぎる時に貨幣を引き揚げたりするような貨幣政策について話をするのはきわめて容易なことである。利子率がゼロ近傍にあるときQEは貨幣を創出するが、もし後に必要となればQEで購入した資産を売却することによってシステムから貨幣を引き上げることができる。ヘリコプターマネーもまたゼロ近傍時に貨幣をシステムに投入する。しかも、QEよりもずっと効果的な方法で投入する。しかし、ヘリコプターマネーは中央銀行だけでは逆のことはできない。中央銀行は、われわれが支払ったヘリコプターマネーを払い戻すよう要求することはできない。これこそが、中央銀行がヘリコプターマネーをタブー視する最大の理由である。

しかしながら、レンルイスは、もし政府が中央銀行に協力するならば、このような不安はまったく問題でなくなるとして、次のように述べる¹²⁾。

この問題を解決するには、政府は増税するか、より多くの政府債を売却することによって中央銀行の「資本構成を改める」だけでよい。エコノミストはこのことを中央銀行に対する「財政的支援」と呼ぶ。どちらのケースにおいても、政府は中央銀行のために経済システムから貨幣を引き上げる。それゆえ、ヘリコプターマネーをタブーにしている悪夢は政府がこれを実行するのを拒否することである。

それでは、インフレの抑制を公然と拒む「悪夢の政府」とはどのような種類の政府なのだろうか。レンルイスはそれについて、次のように述べる。

インフレの昂進を目の当たりにする中央銀行が、より多くの国債を発行することによって痛みが伴うことなくインフレを満足しうるような水準にまで抑制してくれるように政府に要求をする。これを実行することを拒否する政府は公然と次のように述べる。政府はもはや高いインフレについて心配はしない。政府は低利子率と高インフレの環境を選ぶ、そして中央

銀行がインフレ抑制を最優先しようとするのを妨害する用意がある。これらの選好をもつ政府とはいったいどのような種類の政府であるか、想像してみよ。それは利子率の引き上げを止めるように強制することによって中央銀行の独立性を公然と取り除くような政府である。換言すれば、独立した中央銀行（ICB）の資本再構成を拒否する政府はまた中央銀行の独立性を終結させることに躊躇しない政府である。資産を保有することは、この悪夢の政府から ICB を保護することにはならない。

われわれが独立した中央銀行をもつ理由は、われわれがジンバブエのようになるのを阻止するためではない。それは、政府が短期の政治的利得のために小さなインフレ・リスクをとるのを阻止するためである。この種の政府は、資本再構成の要求を拒否することによって自分自身の中央銀行を意図的に妨害するような種類の政府ではない。

ヘリコプターマネーについてしばしば次のように言われる。「ひとたび政府がその味を知ってしまったら、もっと食べたくなるという欲望にどうして打ち勝つことができようか?」。これは「悪夢の政府」についての声明であって、先進諸国の現実の政府についての声明ではない。「悪夢の政府」は中央銀行によって創出された貨幣を自由に使って散財をし続ける。中央銀行がヘリコプターマネーを実行するのを見るや否やしらふの政府が酔っ払いの政府に様変わりするという考えはばかげている。もしわれわれが酔っ払いの政府をもつ不運な状態にあるならば、幾ばくかの売却すべき資産をもつ ICB はインフレの上昇を食い止めるのに十分とは言えないだろう。

以上のことから、ヘリコプターマネーをタブーにするこの悪夢はほとんどの悪夢と同様に非現実的であるとレンルイスは主張する。本当に奇妙な事柄は、ICB はすでにこの悪夢に直面しなければならなくなっていることである。中央銀行が QE の資産を売り戻すとき、損失を蒙り、ヘリコプターマネーの場合と同様の問題に直面するだろうということはほぼ確実である。悪夢はすでに顔を下に向けて立ち現れているのである。それゆえ、ヘリコプターマネーのタブーが依然として存在することは二重に奇妙である。

レンルイスは、ヘリコプターマネーを適応するにあたって「悪夢の政府」と「先進諸国の現実の政府」とを区別する必要性を述べているが、この指摘は重要である。わが国においても、マネタリー・ファイナンスの過大な濫用の例として 1930 年代の高橋是清の国債の日銀引き受け、その後の軍備拡大、戦後の急激なインフレがよく引き合いに出されるが、戦前の軍事体制期と現在の体制とは明らかに異なっている。そのことを念頭に置いた議論が必要である。

2. ヘリコプターマネーは民主的でありうるか

「ヘリコプターマネーは民主的でありうるか」（2015 年 2 月 26 日）という投稿文のなかで、レンルイスは以下のような議論を展開していく¹³⁾。

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

ヘリコプターマネーは、貨幣が創出され、ヘリコプターによって個人に分配されるという抽象的な思考実験としてスタートした。中央銀行を含む統合政府について考えるならば、テクニカルな観点ではこれは貨幣政策（貨幣の創出）と財政政策（政府が個人に貨幣を与える）の結合であることは明らかである。エコノミストはそのような結合を「マネー・ファイナンスによる財政刺激 (a money financed fiscal stimulus)」と呼ぶが、量的緩和 (QE) の到来とともに、それはまた「人民のための QE」と呼ばれてきた。

あらゆる可能な「マネー・ファイナンスによる財政刺激」には2つの重要な特徴がある。第1の特徴は、それは特定の種類の財政政策を含むということである。第2は、ひとたびヘリコプターマネーが政府によって制度化されると、その使用については中央銀行によってイニシアティブがとられることである。この第2の側面こそ決定的に重要である。ヘリコプターマネーが中央銀行によって開始されるという事実は本質的特徴以上のものに思われる。もしヘリコプターマネーが政府によって命じられれば、中央銀行はもはや独立的ではないからである。

このヘリコプターマネーの本質的特徴はまた「マクロ経済の安定」という観点からもヘリコプターマネーを魅力的なものにする。今日のコンセンサスによれば、需要の安定は独立した中央銀行によって運営される貨幣政策の任務となっている。アキレス腱は、利子率が下限に達してしまうと、利子率を需要のコントロールにもはや使えないということである。QEはこのギャップを埋めようとしているが、ヘリコプターマネーのほうがずっと信頼でき、しかも効果的である。

もちろん、政府は財政赤字を通じて移転をすることはできる。しかし過去数年の現実が物語るように、深い不況下において政府は赤字の削減に固執し、その結果刺激よりも財政収縮を招いてしまった。この点はヘリコプターマネーの潜在的問題点を提起するものである。というのは、政府は増税したり移転を削減したりすることによってヘリコプターマネーの効果を相殺する機会とし、結局たんなる政府債務の貨幣化に終わってしまう恐れがある。

この投稿文において、レンルイスは、ひとたび政府によってヘリコプターマネーが制度化されると、その使用については中央銀行によってイニシアティブがとられるべきであり、このことによって中央銀行の独立性が保障されると述べている。また、ヘリコプターマネーによってはじめて、独立した中央銀行の本来の役割である「需要の安定」という仕事が完成しうると述べている。

政府は財政赤字を通じて需要の安定化を図ることができるが、現実にはこれが困難になっていることを認めている。別の投稿文「ヘリコプターマネーと財政政策」のなかでレンルイスは、本来続けるべきであった財政刺激策が2010年になぜ終結したのかを重く受け止めるべきだと以下のように主張している¹⁴⁾。

2010年に、オズボーンとメルケルはともに、市場が要求しているがゆえに直ちに政府の

借入を削減しなければならないと主張した。ヘリコプターマネーはすぐに政府の借入を増加させることのない財政刺激である。それゆえ、それはオズボーンとメルケルが述べるような更なる財政刺激を妨げる拘束を回避する。それを別の言い方で述べれば、彼ら両者は政府支出を増加させること、または減税することそれ自体が悪いとは言わなかった。ただ、それらの政策は政府の債務を増加させることによって財源手当てをしなければならないので非常にまずいと述べただけである。

国債についての心配はでっち上げであり、実際には緊縮を推進する右派の政治家はより小さな国家を達成する手段としてこれらの心配を利用しているだけだと多くの人は主張する。レンルイスはこれを「財政赤字の詐欺」と呼ぶ。ヘリコプターマネー（HM）は、特にその民主主義的形態は彼らのハツタリに対して実行を迫る。リセッションが存続する間、一部貨幣を創出することによってファイナンスをして公的支出を維持し、そのことによってリセッションの悪化を防ぐことができるのであれば、どうして彼らはそれに反対することができようか。財政赤字詐欺を利用したいと望む政治家はそれを好まないだろうが、それは彼らの問題であって、我々の問題ではない。

また、ヘリコプターマネーの潜在的弱点である、政府が増税または支出削減によってヘリコプターマネーの効果を相殺する恐れに対しては、レンルイスは次のように述べる。

中央銀行のもつ最大の利点はスピードである。新規の財政計画を実行に移すには時間を要するが、貨幣は一晩で創出可能である。それゆえ、もし政府がHMの結果としてより多く支出を削減する計画をすると、中央銀行はより多くのHMでもって追加的な支出削減の需要への影響を相殺することができる。この状況においては、中央銀行も政府もともにハッピーである。中央銀行は潜在的に無制限のHMを利用することによってリセッションを早急に終了させることができる。財政赤字を公的支出の削減のための口実に利用したい政府はそうすることに成功した。もしあなたが小さな国家を望んでいなければ、怒れる投票者を丸め込んでしまうがゆえに、そのことに怒りになるかもしれないが、毎回リセッションが長引くよりもこのようなHMをより望ましいと考える。

レンルイス自身は社会民主主義者であり、決して小さな政府の信奉者ではないが、マクロ経済学者らしく、不況の長期化よりも迅速な景気回復が何よりも望ましいと述べている。

3. ベン・バーナンキと民主的ヘリコプターマネー

レンルイスは2016年5月4日に「ベン・バーナンキと民主的ヘリコプターマネー」(Wren-Lewis 2016a) という題名の投稿文をブログ Mainly Macro にて掲載した。

投稿の内容は、本稿の1節で掲げたバーナンキのヘリコプターマネー論に対して好意的な論評をして、さきあげたレンルイスの「民主的ヘリコプターマネー論」の議論を深めている。最初に、かれは「バーナンキは事実上伝統的な意味でヘリコプターマネーについて述べ

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

ているのではなく、私が他のところで『民主的ヘリコプターマネー』と呼んだものについて述べている」のだとして、以下のような議論を展開していく¹⁵⁾。

ほとんど人がHMについて話をするとき、中央銀行が全ての人の郵便受けに小切手を送る、あるいは他の方法で個人に貨幣を渡すといったスキームを想像している。それはエコノミストが戻し税または戻し人頭税と呼ぶものである。しかし実際には、政府と協力して初めてこのことを行いするのである。全ての人の中に子供を含めるべきか、いかにして全ての人を見つけるのか、といったことを決めるのは中央銀行の仕事ではない。しかし、一度これらの詳細なことが決定されれば、中央銀行が必要とされる場合にはいつでも協力しうるシステムが生じることになる。

バーナンキの提案は、この政府と中央銀行の協力関係、役割分担に関して重要な示唆を与えているとレンルイスは高く評価する。

中央銀行は新たに創出された貨幣の一定額を別にとっておく。そして、それから財政当局が自分たちの望むようにその貨幣を支出する。財政当局はそれを個人に分配するよりも橋や学校を建設するのに全て使ってしまうと決心することもできる。ヘリコプターマネーをこのように使う2つの理由がある。第1に、何らかの理由で、もしより多くの国債を発行することによってその資金手当てをしなければならないとしたら、財政当局は支出する気になれない。しかしヘリコプターマネーであれば、この拘束（ふつうは自分で課した拘束であるが）を財政当局が回避するのを可能にする。第2に、マネー・ファイナンスによる財政拡張は債務ファイナンスによる財政拡張よりも経済に対する拡張効果はずっと大きい。レンルイスは、国債に悩まされている世界においては第1の理由だけで十分であるので、第2の利点についてはこの投稿文ではこれ以上言及していない。

レンルイスは2015年2月に投稿した“Can Helicopter Money Be Democratic?”にて自分もバーナンキとほぼ同様のことについて述べ、それを「民主的ヘリコプターマネー」と呼んできたが、この名称はバーナンキの計画にとってもふさわしいように思われると述べる。なぜならば、選挙で選ばれた政府が財政拡張の具体的な形を決定するからである。

レンルイスがこの名称で以前に議論してきたものとバーナンキの提案との間の相違は、次の点にある。

レンルイスの計画においては、どれだけの金額の貨幣が創出されるかを定める前に、そしてそれが何に用いられるかを定める前に、財政当局と中央銀行が相互に話し合いをする（イニシアティブは常に中央銀行から来て、利率が下限に張り付くりセッションにおいてのみ生じるけれど）。両者の話し合いが望ましいとレンルイスが考えた理由は、そのことによって中央銀行はどれくらいの金額の貨幣を創出すべきか決定しやすいからであった。具体例として次の点をあげている。

例えば、ある国においては貨幣を公共事業プロジェクトに支出したいと思っている財政当

局があり、別の国においてはその貨幣を富裕者に対する一時的減税に支出したいと思っている財政当局があると想定してみよう。二つの異なった財政刺激政策の需要と産出に及ぼすインパクトは非常に異なる。もし二つの国の経済が同じような局面にあるとすれば、減税をする財政当局を擁する中央銀行は他の国で要請されるよりも多額の貨幣を創出したいと思うだろう。

中央銀行が財政当局と話し合うのが容易な国もあればそうでない国もある。話し合いが困難な時には、バーナンキの計画は魅力的なように見える。しかし、その計画はどれくらいの額の貨幣を創出すべきかについて中央銀行は判断に迷うような状態に置く。

しかしながら、イギリスのように中央銀行と政府が良好な関係にある国においては、「民主的ヘリコプターマネー」という自分の提案は現実的な選択肢となりうる、このことによって中央銀行の独立性は低下するという議論は間違っている、とレンルイスは主張する。その理由を以下のように展開していく。

中央銀行が明確に定義された環境下で議論を開始する。新たに創出された貨幣を政府は何に用いるのかを中央銀行は尋ねる。この質問はさまざまな財政上の選択について乗数効果はどれくらいかについての中央銀行の見解が伴われるべきである。その後、政府が選択を行い、それから中央銀行がどれくらいの額の貨幣を創出すべきかを決定する。

経済学者はバーナンキを例外として、「民主的ヘリコプターマネー」についてあまり議論してこなかったけれど、それこそ最終的に試みられるヘリコプターマネーの形になると思われる政治経済学的理由があるとレンルイスは述べる。各家庭のポストに小切手を送る通常のヘリコプターマネーであっても、ほとんど確実に政府の関与を必要とする。ひとたび政府が現実の経済において何が進行しているかを認識したならば、政府は当然なぜ新しい方法が必要か、いつそれを決定すべきか、いかに貨幣はより伝統的な形で支出されるか、そのこういった問題を当然考える。「民主的ヘリコプターマネー」は本質的に独立した中央銀行の世界におけるマネー・ファイナンスによる財政拡張を実行する方法である。

さきに、チェッチェティとシオンホルツが「ヘリコプターマネーは中央銀行の独立性を侵害し、一般に財政支配と知られている状況を生み出す」と主張するのに対して、われわれはそうには考えていないと述べた。その理由は二つの投稿文でレンルイスが展開しているように、①ひとたび政府によってヘリコプターマネーが制度化されると、その使用については中央銀行によってイニシアティブが取られるべきであり、このことによって中央銀行の独立性が保障される、②ヘリコプターマネーによってはじめて、利子率が下限に達すれば利子率を需要のコントロールに使えないという中央銀行のアキレス腱を克服し、独立した中央銀行の本来の役割である「需要の安定」という仕事を完成しうる、とわれわれも考えるからである。また、このような観点からヘリコプターマネーの議論を深める上で、先に紹介したバーナンキの議論は大きな貢献をしたという。

むすびに代えて

以上、バーナンキの「貨幣を財源とする財政プログラム」を中心に、ヘリコプターマネーと呼ばれる、利子付き国債の発行によってファイナンスされるのではなくマネタリーベースの増加によってファイナンスされる減税（または支出）を行う「マネタリー・ファイナンス」についての議論を紹介・検討してきた。ここでそれらを要約することによって、本研究ノートのむすびに代えたい。

(1) バーナンキはブルッキング研究所のブログにて公表された投稿文でヘリコプターマネーについて従来以上に踏み込んで議論した。この投稿文においてバーナンキは、政策形成者の戦略としてのヘリコプターマネーのメリットを考察するのみならず、ヘリコプターマネーの使用を実行する際に遭遇するいくつかの困難な問題についても光を当てた。

(2) この困難な問題とは、第1に、そのアプローチを標準的な貨幣政策の枠組みに統合する必要性であり、第2に、中央銀行の独立性や長期的な財政規律を侵害することなしに、財政政策の立案者と貨幣政策の立案者の間の必要な調整を達成するという難問である。

フェドが日常的に準備に利子率を支払うという事実はヘリコプターマネーの実行と潜在的効力にとって重要なインプリケーションを持つが、可能な解決策が存在するとバーナンキは述べる。MFFPsが公言されたとき、保有する準備量に基づかないで、何か他の指標に、例えば全債務高などに基づいて、フェドが準備に対する利子支払いを回収するに十分な額の新規の、永続的な課徴金を銀行に課すことによって、その問題はクリアされる。

(3) MFFPsにまつわる最も困難な実際の争点はそれらのガバナンスにかかわるものである。正統派の財政政策と貨幣政策と異なり、MFFPsは立法府と中央銀行の密接なコーディネーションを必要とする。

いかにして立法府と中央銀行は、中央銀行の独立性を危険にさらすことなく、あるいは財政支出や減税の無制限のマネタリー・ファイナンスという滑りやすい坂道を転げ落ちることなしに、共同の貨幣—財政運営を管理するうえで自分たちの適切な役割を演じるべきであろうか。前もって準備される可能な制度アレンジメントとして決定的に重要なことは次のことである、とバーナンキは述べる。まず、法律によって議会にフェドでの特別な国庫の口座を創設するよう求める。そして、フェド（とくに連邦公開市場委員会）に口座を「満たす」という唯一の権限を与える。ほとんどの時期においては、その口座は空であるが、FOMCがフェドの雇用とインフレの目標を達成するために特定の額のMFFPが必要であると判断したときのみフェドはその口座に資金を加える権限を行使することになる。

(4) ヘリコプターマネーについての議論をより客観的に見るために、定評ある金融経済研究者であるチェチュエティとシオンホルツのヘリコプターマネー論を紹介・検討した。彼らの結論は、次のようなものであった。第1に、事実上の利子率の下限では、ヘリコプターマ

ネーを証券発行による財政拡張と貨幣当局が証券を獲得するために中央銀行貨幣を創出する QE の組み合わせとして考えることができる。第 2 に、ヘリコプターマネーは財政当局と貨幣当局との間の関係に緊張をもたらし、中央銀行の独立性を侵害し、一般に「財政支配」と呼ばれる状況を生み出す。彼らの見解に対してわれわれは、ヘリコプターマネーはある量の貨幣を永続的に増加させ、政府借入を増加させることのない財政刺激であるので、物価水準を長期的に永続的に高める効果をもつという点において、国債によってファイナンスされる減税または政府支出増と QE との組み合わせとは異なると考えている。

(5) レンルイスは、ヘリコプターマネーを適応するにあたって「悪夢の政府」と「先進諸国の現実の政府」とを区別する必要性を述べているが、この指摘は重要である。わが国においても、マネタリー・ファイナンスの過大な濫用の例として 1930 年代の高橋是清の国債の日銀引き受け、その後の軍備拡大、戦後の急激なインフレがよく引き合いに出されるが、戦前の軍事体制期と現在の体制とは明らかに異なっている。今日においては、そのことを念頭に置いた議論が必要である。

(6) チェッチェッティとシオンホルツが「ヘリコプターマネーは中央銀行の独立性を侵害し、一般に財政支配と知られている状況を生み出す」と主張するのに対して、われわれはそのようには考えていない。その理由はレンルイスの議論にあるように、①ひとたび政府によってヘリコプターマネーが制度化されると、その使用については中央銀行によってイニシアティブがとられるべきであり、このことによって中央銀行の独立性が保障される、②ヘリコプターマネーによってはじめて、利子率が下限に達すれば利子率を需要のコントロールに使えないという中央銀行のアキレス腱を克服し、独立した中央銀行の本来の役割である「需要の安定」という仕事を完成しうるからである。

以上、バーナンキ、チェッチェッティとシオンホルツ、レンルイスの議論の紹介・検討から、通称ヘリコプターマネー、すなわち「貨幣を財源とする財政プログラム」はデフレ下では必要であり、現実的に十分機能しうる事が明らかになった。

われわれは、規律のある、そして穏健なマネタリー・ファイナンスはデフレの危険性と戦うことによってむしろ民主主義制度や法の支配を確保し、健全な市民社会を維持するうえで有用な政策であると考えている。

日本の膨大な国債累積問題を対処するにあたって、通常の財政再建政策でもって「持続可能な」水準にまで削減するのに必要な財政黒字を生み出すことができる道筋はほぼ存在しないことを認め、この政策をアドホックで、潜在的に無規律なたちで採用するよりも、マネタリー・ファイナンスを健全なたちで運用するためのルールと責任ある組織をつくり出すほうが日本経済と日本社会にとってはるかに望ましい。

バーナンキは、「マネタリー・ファイナンスによる財政プログラム」は近い将来において

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFPP)」について

アメリカで必要とされる可能性は低いですが、インフレ目標の達成に苦しんでいる日本では現実的課題となっていると述べている。わが国の経済学者と財政学者は日本経済の現実に即して、「マネタリー・ファイナンスによる財政プログラム」の可能性と問題点について総力をあげて取り組むべきだと思う。そうするに当たって、本研究ノートで紹介・検討したバーナンキ、チェッチェティとションホルツ、そしてレンルイスの議論は大いに参考になる。

付記：本研究は東京経済大学 20017 年度個人研究助成費（課題研究番号 17-04）による研究成果の一部である。

注 —————

- 1) 岡本 (2014), pp. 223-227, 岡本 (2018), pp. 115-123.
- 2) 松本・黒崎・平野 (2016), pp. 22-23.
- 3) Barnanke (2002)
- 4) Barnanke (2015), p. 64, 邦訳, p. 91。バーナンキは、このスピーチについて、『危機と決断』のなかで、次のように述べている。
「デフレに対抗するための仮説も含めた可能性について議論する中で、私は究極的な戦略について口にしていた——広範にわたる減税と、それを補う中央銀行の紙幣増刷との組み合わせだ。ミルトン・フリードマンはそれを「ヘリコプターからお札をばらまく」と表現した。AP 通信の記者出身で、FRB 理事・議長時代を通じて私のスピーチ原稿に手を入れてくれた FRB 報道官デーブ・スキッドモアからは、ヘリコプターのたとえは削除するようアドバイスを受けた。「中央銀行の理事が使うべき表現とは言えません」と彼は言い、私はこう答えた。「これを言ったのはミルトン・フリードマンだってことは、誰だって知っているさ」。ふたを開けてみると、ウォール街の債券トレーダーたちはミルトンの発言や文章を深く掘り下げて研究しているわけではないことがわかった。彼らは私のコメントを、大学教授による仮説的な提案ではなく、政策担当者によるインフレ推進策のシグナルととらえたのだ」。
Barnanke (2015), p. 64, 邦訳, pp. 91-92.
- 5) 以下は、Barnanke (2002), p. 7, 邦訳, pp. 24-25 を要約したものである。
- 6) Barnanke (2003)
- 7) バーナンキ著、高橋訳 (2004), p. 206 における訳者解説。
- 8) 以下の内容は、Barnanke (2003), pp. 6-8, 邦訳, pp. 134-139 を要約したものである。
- 9) Barnanke (2016)
- 10) Cecchetti and Schoenholtz (2016)
- 11) 以下は、Wren-Lewis (2015a) を要約したものである。
- 12) 以下の内容は Wren-Lewis (2015a) を要約したものである。
- 13) Wren-Lewis (2015b)
- 14) Wren-Lewis (2016c)
- 15) 以下の内容は、Wren-Lewis (2016a) を要約したものである。

参 考 文 献

- 岡本英男 (2014), 「福祉国家と機能的財政—ラーナーとレイの議論の考察を通じて—」『東京経済学会誌・経済学』第 283 号。
- 岡本英男 (2018), 「日本の「失われた 20 年」における財政政策の評価」東京経済大学学術研究センター年報特別号『中国と日本 新たな時代を見据えて』2018 年 3 月。
- 翁邦雄 (2013), 『日本銀行』ちくま新書。
- 松本惇・黒崎亜弓・平野純一 (2016), 「黒田日銀の限界で急浮上 通貨が信認失い高インフレも」『週刊エコノミスト』毎日新聞出版, 2016 年 8 月 2 日号。
- ベン・バーナンキ著, 高橋洋一訳 (2004), 『リフレと金融政策』日本経済新聞出版社。
- Barnanke, Ben S. (2003), Some Thoughts on Monetary Policy in Japan, The Federal Reserve Board, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May 31, 2003. ベン・バーナンキ著, 高橋洋一訳, 「日本の金融政策に関するいくつかの論考」(『リフレと金融政策』日本経済新聞出版社, 2004 年, 所収)。
- Barnanke, Ben S. (2015), *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, W. W. Norton & Company. ベン・バーナンキ著, 小此木潔監訳『危機と決断 (上・下)』角川書店, 2015 年。
- Barnanke, Ben S. (2016), What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money, Brookings, April 11, 2016.
<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>
- Buiter, W. H. (2014), “The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works-Always”, Economics, Discussion Paper No. 2014-24.
- Cecchetti, Stephen G. and Kermit L. Schoenholtz (2011), *Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd ed., McGraw-Hill Irwin.
- Cecchetti, Stephen G. and Kermit L. Schoenholtz (2015), “How the Fed Will Tighten”, www.moneyandbanking.com, 10 August.
- Cecchetti, Stephen and Kim Schoenholtz (2016), A Primer on Helicopter Money, VOX CEPR Policy Portal, 19 August 2016.
<https://voxeu.org/article/primer-helicopter-money>
- Lerner, Abba (1943), “Functional Finance and the Federal Debt,” *Social Research*, vol. 10.
- Friedman, Milton (1969), “The Optimum Quantity of Money”, in Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Adline Publishing Company.
- Wray, L. Randall (1998), *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Edward Elgar.
- Wren-Lewis, Simon (2015a), Helicopter Money and the Government of Central Bank Nightmares, Mainly Macro, Comment on Macroeconomic Issues, 22 February 2015.
<https://mainlymacro.blogspot.com/2015/02/helicopter-money-and-government-of.html>
- Wren-Lewis, Simon (2015b), Can Helicopter Money Be Democratic?, 26 February 2015.
<https://mainlymacro.blogspot.com/2015/02/can-helicopter-money-be-democratic.html>

ベン・バーナンキの「貨幣創出を財源とする財政プログラム (MFFP)」について

Wren-Lewis, Simon (2016a), Ben Bernanke Democratic Helicopter Money, 4 May 2016.

<https://mainlymacro.blogspot.com/2016/05/ben-bernanke-and-democratic-helicopter.html>

Wren-Lewis, Simon (2016b), Can Governments Offset Helicopter Money, 5 May 2016.

<https://mainlymacro.blogspot.com/2016/05/can-governments-offset-helicopter-money.html>

Wren-Lewis, Simon (2016c), Helicopter Money and Fiscal Policy, 20 May 2016.

<https://mainlymacro.blogspot.com/2016/05/helicopter-money-and-fiscal-policy.html>