

<論 説>

財政ファイナンスの一考察

—財政ファイナンスは財政政策と金融政策をつなぐチャネル—

酒 井 良 清

1. はじめに

長期にわたるデフレに対して、わが国は実験的とも言える金融政策を施行してきた。現行の物価安定の目標では2%のインフレターゲットを採用しているが、コミットメント効果を狙った「2年程度を目途」とするインフレ目標の達成時期は半年単位で延長され、2016年9月に導入された長短金利操作付き量的・質的金融緩和では削除されてしまった。政策候補としてヘリコプターマネーが議論されている。フリードマンによって提唱されたヘリコプターマネーは、物価上昇を目的として民間経済上空からヘリコプターによって紙幣を散布することで市中に流通する通貨を増加させる施策と解されているが、経済政策の視点から財政政策とどのように関わっているかについて十分に説明されていない。そこで理論的視点からヘリコプターマネーの考え方を整理してみよう。

財政ファイナンス (monetary financing / monetization) とは、財政出動の原資を中央銀行信用 (マネタリーベース) で直接賄う施策と定義される。財政ファイナンスはこれまでソフトバジェットの元凶であり、ハイパーインフレの原因と忌み嫌われてきた。この論旨においては、財政出動に応じて中央銀行が資金繰りに無条件に応じたという歴史的経験則が暗黙に前提とされている。

本稿では、財政政策と金融政策を統合するチャネルとして財政ファイナンスを再考してみたい¹⁾。特に決済機能を持つ通貨を明示することが以下の議論を理解するキーワードとなっている。またここで想定するモデルでは生産を取り扱わない。銀行の機能のうち金融仲介を捨象し、資金決済と金融政策の媒体機能が分析対象となる。したがって議論は貨幣的現象のみに限られ、生産に関わる構造改革あるいは規制緩和なしでも、政策的に物価上昇が可能かという問題が論点となる。さらに、経済政策はマクロの経済政策とミクロの経済政策に大別される。マクロの経済政策とは与えられた制度・権限によって当局が政策運営をすることを意味し、マクロ経済学の枠組みにおける財政・金融政策が相当する。これに対して、ミクロの経済政策とは構造改革、規制緩和を意味し、制度改正に関わる経済政策を意味する。本稿の議論はマクロの経済政策の範疇の中でインフレターゲットを議論する。

2. マネタリーベースを増やすだけで物価は上昇するか

通貨の定義から議論を始めることにしよう。中央銀行の供給する通貨としてマネタリーベース (monetary base) は日本銀行当座預金と流通現金の和として定義される。1997～1998 年の金融危機以降、わが国に発生したデフレ対策として日本銀行が実施してきた量的緩和政策 (2001/3～2006/3), 包括的金融緩和 (2010/10～2013/4), 量的・質的金融緩和 (2013/4～2016/1), マイナス金利付き量的・質的金融緩和 (2016/1～2016/9), 長短金利操作付き量的・質的金融緩和 (2016/9～) は、いずれも日銀当座預金を増加させる手段を用いるという点で共通している。量的緩和政策は日銀当座預金に目標値をつけ金融調節を行う政策運営であり、その最終期 (2004/1～2006/3) においてその目標値は 30～35 兆円であった。量的・質的金融緩和では 2% のインフレターゲット (物価安定の目標) を公表しているが、マネタリーベースを増加させるという手段は目標達成の一環をなしている²。現在 (2016 年 12 月 6 日), マネタリーベースは 4,142,500 億円であり、その要素である日本銀行当座預金残高は 3,115,700 億円である。量的緩和政策の最終期での日銀当座預金の目標値と比較すると現行の政策の規模の大きさが分かるであろう。

量的緩和政策にせよ量的・質的金融緩和にせよ、マネタリーベースのうち日銀当座預金を増加させることには成功してきた。その仕組は (1), (2) 式で示されるように、政府が発行する国債を市中銀行がまず購入し、さらに銀行保有の国債を日本銀行が通貨を供給するオペレーションによって購入することから成り立っている³。

$$[\text{マネタリーベース}] = [\text{中央銀行当座預金}] \uparrow + [\text{流通現金}] \quad (1)$$

$$[\text{中央銀行当座預金増減}] = [\text{資金過不足}] + [\text{金融調節}] \uparrow \quad (2)$$

↑

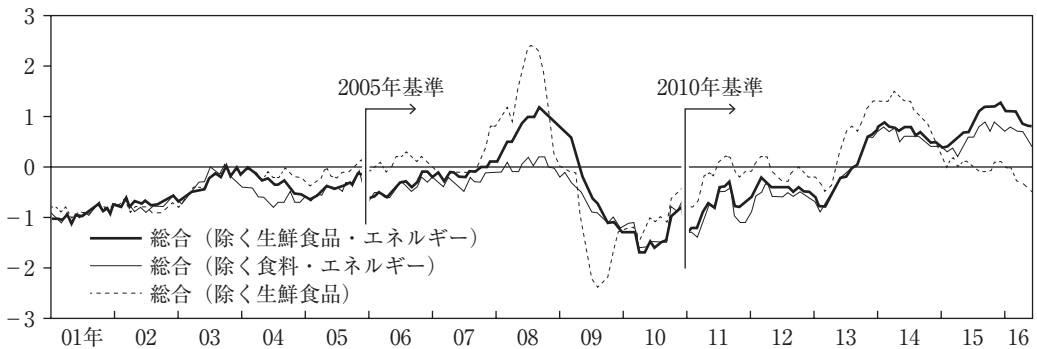
通貨を供給するオペレーション

ここで(1)式はマネタリーベースの定義式であり、(2)式はいわゆる資金受給方程式である。マクロ経済として金融市場をみると、民間の金融部門でコントロールできない項が銀行券要因と財政等要因であり、これらの和が(2)式の資金過不足として定義される⁴。中央銀行が通貨を供給するオペレーションによって資金過不足を補っていることを(2)式は説明している⁵。経済モデルの視点から見ると、銀行を介した民間の資金需要は(2)式の資金過不足のうち銀行券要因であり、経済活動の結果として定まる変数と考えられる。中央銀行当座預金は、これに政策的 (外生的) に決定される金融調節の項が加えられた数値である。インフレターゲットを標榜する中央銀行は(2)式の金融調節の項を増加させることによって、(1)式のマネタリーベースを増加させようとしてきた。

図1

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）・総合（除く食料・エネルギー）

(前年比, %)



(注) 1. 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。

2. 消費者物価指数は、消費税調査済み（試算値、下のいずれの図表も同じ）。

(出所)「経済・物価情勢の展望（2016年7月）」図表35(1)、日本銀行。

*日本銀行はこれまで総合（除く生鮮食品）を念頭に政策運営を行ってきたが、原油価格の下落の情勢を考慮して新たに総合を公表している。

量的緩和政策は(1)式右辺の中央銀行当座預金に目標値をつける政策であり、量的・質的金融緩和は(1)式左辺のマネタリーベースに目標値をつける政策である。いずれにせよ民間の資金過不足を補って余りある大量の中央銀行当座預金を金融機関に供給することで物価上昇を狙った施策である。

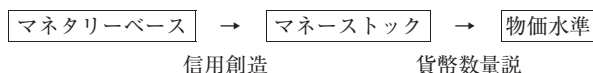
しかしながら2013年4月に量的・質的金融緩和を導入した際の「2年程度を目途として」というコミットメントにもかかわらず、目標の実現に苦慮している⁶。経済・物価情勢の展望（展望レポート）では物価安定の目標が半年単位で先送りされる事態が続き、最新の長短金利操作付き量的・質的金融緩和ではコミットメントが削除されてしまっている。

これまでの消費者物価指数の推移を見ると、図1において総合（除く生鮮食品）が物価安定の目標とされる指標であり、これに対して総合（除く生鮮食品・エネルギー）は原油価格下落の要因を省いた物価指数である。日本銀行が目標としているのは総合（除く生鮮食品）指数でありマイナス値を示している。他の中央銀行が採用しているエネルギーを除いた指数ではプラスであるものの、目標の2%に達する勢いは見られない。消費税率引き上げ、エネルギー価格の暴落、英国のEU離脱、中国経済の不安といった物価を引き下げる外的要因があるにせよ、金融政策としてどこに問題があるのだろうか。

3. 銀行の機能と金融政策

伝統的な経済理論に基づけば、マネタリーベースの増加は金融機関の信用創造（credit creation）を介して貨幣乗数倍のマネーストック（マネーサプライ）を生み出すことになり、貨幣数量説によって物価の上昇が期待される⁷。しかし現状の経済においてはこうした金融政策の波及

図 2 インフレーターゲットとしての 2 段階アプローチ



* 図 2 においてマネタリーベースとマネーストックは信用創造を介して対応している。さらにマネーストックと物価水準は貨幣数量説を介して因果関係が成立している。操作変数であるマネタリーベースと最終目標である物価水準の上昇との間に中間目標としてマネーストックに目標値をつけて政策を運営することから 2 段階アプローチと呼ばれる。

プロセスは機能していない。現代の金融政策の傾向は誘導型アプローチに沿って運営されているとされるが、その背後には 2 段階アプローチが前提となっている。2 段階アプローチの図 2 で描かれている。

貨幣数量説 (quantity theory of money) によればフィッシャーの方程式にせよケンブリッジ方程式にせよ、扱われている通貨は決済機能を持った通貨として定義されている⁸。したがって図 2 によれば物価が上昇するためには決済機能を有する通貨の増加が必要であることになる。ここで決済とは何らかの対価を払って経済取引を完了すると定義され、その機能をファイナリティ (支払い完了性) という。ファイナリティを持つ通貨にはまずマネタリーベースである中央銀行当座預金と流通通貨があげられる。

中央銀行当座預金として増加した資金を銀行が貸し出しに回せばマネーストック (マネーサプライ) が増加してデフレに歯止めがかかるが、資金の借り手不足のため資金需要が極端に低下している状況では、日本銀行当座預金の残高が積みあがるという結果となる。つまり資金が日本銀行当座預金として滞留してしまい、金融政策による波及効果が働かない⁹。その一方で、政府が国債を介して得た資金をこれまで発行した国債の償還にあてるのみで積極的な財政出動をしなければ、日銀当座預金のみが積みあがるという現象にいたる。

以上の議論を整理すると (1) 式と (2) 式の枠組みに限定して考える限り、デフレ対策としてはマネタリーベースのもう一つの要素である流通通貨の増加が求められるが、それでは流通通貨を増加させる現実的施策は何かと問われると答えに窮してしまうであろう。ヘリコプターマネーを文字通りに解釈して、民間経済上空からヘリコプターで紙幣をばらまくという施策と考えればこの枠組みにおいても流通現金は増やせるが、これではいかにも非現実的である。それでは物価を上げるためにはどうしたらよいのだろうか。

4. 財政ファイナンス

銀行が他の企業と異なっているのは、①金融仲介機能、②資金決済機能、③金融政策の波及機能といった役割を担っているからである。以下での議論は生産を扱っていないので①は捨象する。したがって構造改革、規制緩和といった生産に関わる事柄とは独立であり、純粋に貨幣的な問題として対デフレ政策を考察することとなる。その一方でファイナリティを伴っている通貨、

信用創造を扱うため②と③が論点となる。

伝統的な貨幣数量説において通貨はマネタリーベースあるいはその要素である流通通貨と解釈されるが、現代においてファイナリティを伴った通貨はマネタリーベース以外にもいくつか存在する¹⁰。そこで預金通貨に注目してみよう。

市中銀行が供給する預金、特に要求払い預金（demand deposits）は実質上ファイナリティを持った通貨として機能している。そこで中央銀行を含む銀行部門から供給する通貨であるマネーストックの指標のうち M1 の定義を考えてみよう¹¹。

$$[M1] = [現金通貨] + [預金通貨] \quad (3)$$

(3)式で預金通貨が要求払い預金に相当する¹²。要求払い預金（demand deposit）とは預金者の要求に応じていつでも現金として引きだせる預金である。経済取引を行う上で要求払い預金は決済手段として用いられており、実質的に現金通貨と共にファイナリティを伴った通貨である¹³。ファイナリティを有した通貨を仮定する貨幣数量説の命題によれば、物価上昇のためにはデフレ対策として預金通貨を増加させる必要がある。

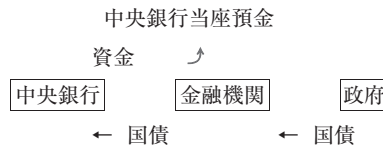
財政ファイナンスを現実的な施策として考えると、政府が発行した新規国債を中央銀行が発行市場で直接購入することを意味する。これが資金を供給するオペレーションとどこが違うのだろうか。どちらも中央銀行が国債を購入するという点においては同じである。しかし国債を購入する相手が前者では金融機関である一方、後者では政府であることが決定的に異なっている。

図3において、[3-1]の資金を供給するオペレーションでは政府が発行した国債を民間の金融機関がまず購入する。現在、金融機関が国債を購入するのは政策の枠組みとして日本銀行が国債を購入することを約束しているからである。次いでデフレ対策として中央銀行が金融機関から国債を購入する。同時に対価として各金融機関の中央銀行当座預金に資金が振り込まれる。民間経済に優良なプロジェクトが存在すれば資金は貸し出しに回されるが、そうした案件がない場合、あるいは金融機関が積極的に貸し出すインセンティブがない場合には資金は中央銀行当座預金に据え置かれたままとなる¹⁴。ここにおいて政府の財政出動の額が小規模で国債の借り換えのみに終始するなら、(3)式の預金通貨は増加しない。

中央銀行当座預金にマイナス金利（手数料）を付けるのは、金融機関に貸し出しを促すことを意味している。マイナス金利付き量的・質的金融緩和のように、(1)式の中央銀行当座預金にマイナス金利を付けて銀行貸出を増加させようとしても、内生変数である流通現金が増加するわけではない。(1)式の流通現金と(2)式の資金過不足（銀行券要因）は経済活動によって定まる内生変数であるが、金融調節が施された中央銀行当座預金は外生変数であり、したがってマネタリーベースは外生変数を含んだ変数である¹⁵。(2)式の資金過不足の項において金融部門における資金が過剰である状態とすると、銀行は貸し出しのインセンティブを持っていないため、金融調節

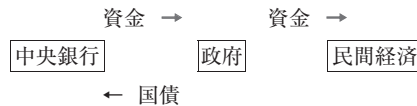
図 3

[3-1: 資金を供給するオペレーションによるスキーム]



*中央銀行の支払いは中央銀行当座勘定に振り込まれる。政府が新たな財政出動を行わない限り、マネタリーベースである中央銀行当座預金は増加するが、M1（マネーサプライ）は増加しない。

[3-2: 財政ファイナンスによるスキーム]



*政府支出は決済資金として民間経済に支払われ、M1 の増加となる。

の効果はマネタリーベース増加のみに限定されてしまう。

これに対して、図 [3-2] の財政ファイナンスでは政府が発行した国債を中央銀行が直接購入する。中央銀行から政府の預金勘定に振り込まれた資金は、予算執行とともに民間経済にファイナリティを伴った通貨として支出される。つまり通常のオペレーションであれば、単に民間銀行の中央銀行当座預金残高のみが積み上がるだけであって直ちにマネーストック（マネーサプライ）が増加することはないが、財政ファイナンスにおいては政府支出によってファイナリティを伴う資金が民間経済に流入することになる。言い換えれば、財政ファイナンスは金融機関の中央銀行当座預金を介することなく、直接政府の預金勘定に振り込まれ、マネーストックを増加させる手段となっている。この場合、新規国債の発行が借り換えのみを賄う小規模なものではなく、それ以上の規模でなくてはならない。

国債が借用書である観点から見ると、図 [3-1] は政府が赤字主体であり家計・企業からなる民間経済が黒字主体という貸借関係にある。一方、図 [3-2] では政府と中央銀行との貸借関係であり、民間経済が関わってくる仕組みではない。貸借関係は公的機関内で完結している。また「国の借金は将来世代に負債を転嫁する」という主張は図 [3-1] の構造から引き起こされる現象であり、図 [3-2] の仕組みから将来世代の負担は発生しない。ここから生じる問題は、財政規律が杜撰となったときのハイパーインフレーションであり、民間から政府への移転を意味するインフレーション税である。

さらにこの仕組みから何が分かるだろうか。図 [3-1] のスキームで政府が国債を発行して金融機関から資金を獲得する過程と中央銀行が国債を購入する過程（資金を供給するオペレーショ

ン)は、政府と中央銀行がそれぞれ独立に政策を決定している。物価の安定を担うのは中央銀行であり、政府の財政規律や景気対策を担う政府は物価のコントロールからは独立している。結果として中央銀行当座預金残高が増加するばかりで実態経済に決済資金が注入されず、新たな施策を組み込まない限り、インフレターゲットは実現できない。

これに対して、図〔3-2〕のスキームの財政ファイナンスでは政府と中央銀行の直接取引となるため、統一した政策として財政出動を決定しなくてはならない。つまり財政ファイナンスは、金融政策と財政政策がそれぞれ独立して実施されることが前提ではなく、それら政策を結びつけるチャネルの役割を果たしている。マネーストックの増加を念頭とするインフレターゲットのもとに財政出動が行われる¹⁶。

財政ファイナンスというとソフトバジェットと同義語とみなされ、忌み嫌われていた。したがって伝統的な経済政策の考え方に則れば、政府が財政政策によって景気対策にあたり、中央銀行が物価の安定に専念するというものであった¹⁷。財政ファイナンスを財政・金融政策のチャネルとして考えると、中央銀行が財政規律をもって政府の予算制約に関わってくることになる。政府の予算制約の収入の項は、税収、新規国債発行、通貨発行益 (seignorage) から成り立っている。

わが国において政府と中央銀行の政策提携の文書は、2013年1月22日の「政府・日本銀行の政策連携についての共同声明」に見ることができる。日本銀行は物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする一方で、政府は財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進すると公表している。つまり日本銀行の政策目標はインフレターゲットであり、政府は財政運営に対して責任を持つこと主張しており、お互いに連携することを約束している。しかしインフレターゲットを財政運営からどのように運営するかという視点は浮かび上がってこない。金融政策と財政政策は独立であることを前提とした提携と考えられる。したがってそれぞれの役割分担を明示しているが、政府が財政政策を介してインフレターゲットを実現するという枠組みではない。現行の政策的な枠組みは伝統的に中央銀行の独立性として保障されている。ソフトバジェットに陥った政府が財政赤字を通貨発行益に依存してハイパーインフレを引き起こした事例は歴史的に多数事例があり、そのため物価安定を第一の目的とする機関が経験必要とされて、財政を司る政府とは独立した機関として中央銀行の存在意義が確保されているからである。

以上の議論から次のような政策的含意が導出される。

- ① マネタリーベースのうち中央銀行当座預金のみを増加させても、インフレターゲットの視点からはプラシーボ効果 (placebo effect) でしかない¹⁸。
- ② 金融緩和をすれば物価が上昇すると考えられているが、財政出動を伴わなければ物価上昇という目的を達成することはできない。

- ③ その際、財政出動の規模は国債の借り換えを賄うだけの小規模なものではなく、大規模であることが必要である。
- ④ 財政出動は乗数効果を介して財・サービス市場に働きかけるのではなく、ファイナリティを持つ預金通貨の増加を目的とする施策と考えられる。
- ⑤ 金融政策と財政政策はインフレターゲットという共通の目的で一つの枠組みとして捉える必要がある。

物価上昇を目的とした以上の議論は構造改革、規制緩和といった生産部門の議論とは独立である。また、想定しているインフレはコストプッシュ、デマンドプルという伝統的なインフレの定義の範疇には含まれない。また規制緩和および構造改革という生産部門は捨象されている。それにもかかわらず、物価上昇の達成は金融緩和を前提とした経済において財政出動に依存するという命題が導出されたことになる。

また対デフレ政策として財政ファイナンスを考える際、中央銀行が購入した国債を、バランスシート上で無利子永久債として事実上消却したとしても、中央銀行当座預金が融資に回されなければ、ファイナリティを持った通貨が増加するわけではない。財政出動の原資を中央銀行が直接ファイナンスすることで、民間金融機関の中央銀行当座預金ではなく、民間経済の要求払い預金を増加させることで物価の上昇が期待できる。言い換えれば、こうした枠組みに沿った財政出動がなければ物価は上昇しない。独立した財政政策と金融政策が提携するのではなく、一つの政策として財政・金融政策を実施する必要がある。

金融政策は制度設計と政策運営から成り立っているとすれば、これらの政策的含意は制度設計に関わる問題であるといえる。伝統的な考え方に従えば、政府が健全な財政を保つことが前提となっており、金融政策が初めて効果を発揮するという認識であった。したがって1970年代後半から米国に発生したインフレの対処法は、実践的視点からも理論的視点からも財政の健全性が前提となっていた¹⁹。同様に1990年代末から発生しているデフレ対策として、ファイナリティを持った通貨供給という視点から財政出動を考慮することは新たな枠組みの構築が求められる。そこで残される問題は、Turner (2015) が指摘しているように、財政ファイナンスを念頭とした財政支出が制御可能か否かということになる。

5. マネーストックに目標をつける政策（ボルカーの新金融調節方式）

これまでの議論から財政ファイナンスは、マネタリーベースではなく、マネーストック（マネーサプライ）に目標を置くインフレ政策と考えられる。特に財政ファイナンスは、資金を供給するオペレーションによって中央銀行当座預金を増加させる施策とは異なって、ファイナリティを伴う預金通貨（要求払い預金）を直接増加させる施策を意味する。

マネーストックに目標値をつけた政策がこれまで実践されたことがあったらどうか。ボルカー

時代（1979-1987）のFRBは新金融調節方式と称するマネーサプライに目標値を置く金融政策を行った。ただしこの時の政策はフェデラル・ファンド金利（政策金利）引き上げによる対インフレ政策であって金融引き締めという目的で行われた。

この引き締め政策は短期間にインフレを沈静化することに成功した。経済がインフレの状態にあるときには信用創造が機能しており、マネタリーベースの縮小が貨幣乗数倍のマネーサプライの縮小という効果を引き起こしたと考えられる。金融引き締めによって銀行は貸し出しを縮小せざるを得なくなるからである。景気が過熱していて市場が資金不足状態にあるとき、中央銀行が資金の供給を減らせば、景気を冷やすことには絶大な効果がある。その一方で市場が資金過剰であるとき、中央銀行が資金を供給しても、金融機関の貸し出しのインセンティブを増加させることはできない。金融政策には引き締めと緩和に置いて効果の非対称性があるといわれている。したがってマネーストックターゲットとしての財政ファイナンスは未知の領域である。

6. 日本のデフレに対する処方箋（バーナンキの提案）

これまで公表された実質的に財政ファイナンスと同じ効果を狙った政策提案を検証してみよう。Bernanke（2003）は、デフレ対策として中央銀行による金融商品の購入と財政出動の協力という表現で財政ファイナンスを主張している。具体的には政府の減税と中央銀行の国債の買い入れを組み合わせることで財政ファイナンスの効果が得られるとしている。財政当局と金融当局とが協力することなしに減税を実施すれば、家計・企業は将来の増税を予想するため支出を控える。ところが国債の買い入れと明示的に連動して減税を行えば、貨幣発行によるファイナンスと同値となるというのがBernankeの主張である。民間経済は減税によって貨幣供給を受ける一方で、中央銀行が減税と同額の国債を引き受けるため、民間経済が将来の政府債務を負担する必要はないことになる。当時の日本経済に対するバーナンキの提案は、フリードマンのヘリコプターマネーの現実的な実践手段となっている。

この報告を行った当時のバーナンキはFRB議長就任以前であり、彼自身の金融危機およびデフレ回避を目的とした実践的政策はBernanke（2015）に見ることができるが、議長就任後では財政ファイナンスを標榜することはなかった。これはリーマンショック以降、アメリカ経済がデフレに陥ることがなかったことに起因している。その後、Turner（2015）は日本のデフレに対するバーナンキの財政ファイナンスの処方箋を再考している。

ちなみに日本経済で実際に実施されたバウチャーをどのように考えたらよいだろうか。バウチャー（voucher）とは、個人が政府から受け取る使途に条件がついた補助金と定義される。そこで財源を政府が全額負担して国民にバウチャー（地域、期間等を制限した金券）を配る手段を考察してみよう。バウチャーは財源の政府全額負担という点で財政ファイナンスの仕組みには合致している。その一方でバウチャーは所与の条件により市場から消滅してしまう。バウチャーは一定期間あるいは一定回数の市場においてファイナリティを持つが、その後は決済を目的としな

い貯蓄に回されることになる。したがって現金給付の方が流通通貨を直接増加させる手段である。わが国では1999年4月1日から9月30日まで地域振興券として総額6,194億円が配布された事例があった。

7. まとめ

本稿ではファイナリティに注目して、財政ファイナンスを現状の経済を念頭に考察した。デフレ対策として構造改革、規制緩和を求める主張は多数みられるが、本稿ではむしろ与えられた枠組みにおいて財政・金融政策の運営によってインフレターゲットをいかに実現するかを議論した。

政府は財政の健全化、日本銀行は物価安定の目標を実現するために連携してデフレ脱却を実現するという立場を取っている。これは財政政策と金融政策がそれぞれの役割分担を明確にした上で独立に政策運営するというスタンスを意味する。その一方で、Sims (2013) は、財政政策が価格決定の役割を担うという認識のもとに、財政と金融は融合した政策とする (FTPL) を提言している。またバーナンキは財政政策と金融政策を組み合わせることで、ヘリコプターマネーと同様の効果を期待される政策提言を行っている。決済の経済学からこの問題を分析した本稿では、財政政策と金融政策を統合する一つのチャンネルとして財政ファイナンスを考えるという視点を強調するに留めたい。

参考文献

- Bernanke, Ben S. (2016) Some Thoughts on Monetary Policy in Japan.²⁰
 Sargent, T. Thomas (2013) Rational Expectations and Inflation. 3rd ed. Princeton University Press. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic with Neil Wallace.²¹
 Silber, William L. (2012) The Triumph of Persistence. William Morris Endeavor Entertainment LLC (倉田幸信訳『伝説のFRB議長ボルカー』ダイヤモンド社²², 2014).
 Sims, A. Christopher (2013) Paper Money. American Economic Review. 103(2):563-584.
 Turner, Adair (2015) Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance. Princeton University Press²³.

注

- ヘリコプターマネーについての研究としてTurner (2015) が脚光を浴びている。そこでターナーは、無制限ではなく管理された財政ファイナンスを提唱している。したがって財政ファイナンスを制御することが可能か、その手段を具体的に提示できるかが問題となる。本稿ではより理論的な視点から議論を進める。
- 2013年4月の量的・質的金融緩和で、「マネタリーベースが、年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行う」であり、2014年10月の量的・質的金融緩和の拡大では、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行う」である。さらに2016年1月のマイナス金利付き量的・質的金融緩和でも、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行う」となっている。

- 3 現実には国債のみならず、リスクをともなう金融商品も購入している。
- 4 [資金過不足] = [銀行券要因] + [財政等要因] と定義されている。銀行券要因とは銀行券の流出入、財政等要因とは政府の預金勘定の流出入ともなう金融機関の資金繰りを言う。
- 5 日本銀行の金融調節の具体的データについては「日銀当座預金増減要因と金融調節」を参照。
- 6 わが国の対デフレ政策は政策目標と目標の達成時期（時間軸）の公表からなる政策的枠組みとして捉えることができる。時間軸の公表は現在フォワードガイダンスと称される。政策目標の実現時期を予め公表することで政策運営に信憑性を持たせる効果をコミットメント効果という。
- 7 一見すると信用創造は金融市場のみの現象と捉えられがちであるが、現実には生産活動を前提としている。構造改革、規制緩和は生産活動に施される政策運営手段であるが、そこで資金需要が発生しなければ信用創造自体が機能しない。
- 8 フィッシャーの交換方程式 ($M \cdot V = P \cdot Q$) において、V: 貨幣の流通速度、P 物価水準、Q 取引量であり、特に M は流通貨幣である。またケンプリッジ方程式 ($M = k \cdot P \cdot Y$) では、k: マーシャルの k、P: 物価水準、Y: 実質 GDP であり、M は現金通貨である。ともに M はファイナリティを伴った通貨と定義されている。
- 9 信用創造では貨幣乗数の低下という現象として現れる。
- 10 もっとも代表的な事例はビットコイン (Bitcoin) である。ビットコインは民間経済に発生したファイナリティをもった通貨である。
- 11 日本銀行はマネーストックの指標として、M1、M2、M3 および広義流動性を公表している。マネーストック統計 (日本銀行) 参照。
- 12 [現金通貨] = [銀行券発行残高] + [貨幣流通高]、[預金通貨] = [要求払預金 (当座、普通、貯蓄、通知、別段、納税準備)] - [調査対象金融機関の保有小切手・手形]。
- 13 現金通貨と預金通貨の違いは、要求払い預金のうち普通預金は預金保険制度のもとにあり、特に預金通貨のうち普通預金は上限 1,000 万プラス利息という上限のついた付保の対象となっていることにある。決済用預金は実質的に現金通貨と同じである。
- 14 優良なプロジェクトを保有している企業であっても財務内容が潤沢であれば、わざわざ銀行を介して資金調達を行わない。この場合も預金通貨が増えないという結果は同様である。
- 15 外生変数とは人為的 (政策的) に変更する数値であり、内生変数は経済取引の結果、均衡値として解釈できる数値である。
- 16 財政政策と金融政策を統合するという考え方には Sims (2013)、Sargent and Wallace (1986) がある。前者は財政政策による物価コントロール FTPL (the fiscal theory of the price level) という命題を提示しており、後者は財政・金融の協調の下での予算制約を提示している。
- 17 ゲーム理論としてモデルを組み立ててみるなら、財政政策という手段を持ったプレーヤーとしての政府と金融政策という手段を持った中央銀行からなる 2 人ゲームでそれぞれのペイオフマトリックスを与えて均衡を求めるといふ枠組みが考えられる。
- 18 プラシーボ効果 (偽薬効果) といっても全く効果がないという意味でこの表現を用いているわけではない。プラシーボには心理効果も含まれるため、例えば潤沢な中央銀行当座預金の存在は金融機関が資金不足に陥って信用不安から銀行取付けといった事態の懸念を払拭させるため、金融システムの安定には効果がある。
- 19 実践的な状況を解説した文献に Silber (2012) があり、理論的なサポートには Sargent (2013) がある。
- 20 2003 年の日本金融学会における Bernanke の招待講演である。ここで提案された項目に日本経済のデフレに対する処方箋としてマネタイゼーションがある。Turner (2015) はバーナンキの提案が採用されていれば日本経済は現状よりはるかに良い状態であろうと論じている。バーナンキのヘリコプターマネーについての考え方は、“What tolls does the Fed have left? Part 3: Helicopter money”, Brookings Institute も参考になる。
- 21 本書はサージェント及び共著者からなる論文集である。理論的な論文というよりは、時事的な問題を取

り上げ、著者の個人的考えを表明した論文集という体勢を取っている。具体的には、はサッチャー、レーガンを念頭に執筆されている。本書の第1版は1986年に上梓された。ところが近年出版されたボルカーの伝記である Silber (2014) では、ボルカーの対インフレ政策の実践の学問的基礎は合理的期待であり、サージェントの研究であるという立場から組み立てられている。

22 ボルカー自身は回顧録を上梓していない。本書はその代替として紹介する。ボルカーが新金融調節を採用してアメリカのインフレを退治したのは1979-1982である。本書はボルカーの金融政策の実践を合理的期待による学問的裏付けによって論証しようとしている。本稿で考慮している対象は対デフレ政策であり、ボルカーの対インフレ政策とは対称的事例である。財政政策の裏付けがあって初めて金融政策がその効力を発揮することを主張している。この命題をデフレ対策に当てはめるなら、健全な財政政策という前提があって金融政策がその効力を発揮することになる。したがって、政府が財政の健全化を目指す一方で、貨幣数量説に基づいてマネーサプライを増加させれば物価安定の目標である2%の物価上昇率が実現できることとなる。そこで問題となるのは、日本経済の現状で政府の負債をどのように評価するかによって導出される命題が異なってくる。

23 ターナーはこれまで忌み嫌われていた財政ファイナンスを現在のデフレ対策として提案している。本文で触れたように、日本のデフレに対する処方箋として財政ファイナンスを提示したのはバーナンキである。財政ファイナンスは財政・金融当局の協力が前提となるため、ユーロ圏では適応が難しいことを示唆している。また財政ファイナンスは理論的には成立しても、財政規律は政治的な影響を受けるためそのリスクについても検討している。デフレに対する処方箋として財政規律のリスクとのトレードオフを認めつつも、財政ファイナンスを推奨する議論を展開している。