

## 市川レポート (No.241)

## ヘリコプター・ベンのヘリコプター・マネー

- ヘリコプター・マネーの一般的な解釈は、中央銀行による国債の引き受け（財政ファイナンス）。
- バーナンキ氏は引き受け不要の「マネーによる財政プログラム」で、財政規律は維持可能と主張。
- それでも実際には非常に慎重な運営が必要で、ヘリコプター・マネーはまだ議論の域を出ていない。

## ヘリコプター・マネーの一般的な解釈は、中央銀行による国債の引き受け（財政ファイナンス）

ヘリコプター・マネーとは、ヘリコプターから現金をばらまくように、政府が国民に現金を供給する政策のことです。具体的には、中央銀行が引き受け目的で発行された国債を政府から購入し、政府はその資金を国民の生活補助金などに充てることとなります。もともとは、米経済学者のミルトン・フリードマン氏が1969年の論文（“The Optimum Quality of Money”）で、通貨供給量が拡大した場合どのように物価が上昇するかを示すために用いた考え方です。

米連邦準備制度理事会（FRB）の元議長であるベン・バーナンキ氏は、2002年11月の講演でフリードマン氏の考え方を紹介し、ヘリコプター・ベンのあだ名がついたという話は有名です。そのバーナンキ元議長が4月11日、自身のブログでヘリコプター・マネーについて言及し、市場関係者の間で話題になりました。ポイントを簡単にまとめると次のようになります。

【図表1：財政プログラムの効果比較】

期待される効果	マネーによる 財政プログラム	債務による 財政プログラム
公共投資による需要増	効果あり	効果あり
税金還付による所得増	効果あり	効果あり
期待インフレ率の上昇による実質賃金の押し下げ	債務による財政プログラムより 効果は大きい	マネーによる財政プログラムより 効果は小さい
将来的な課税負担増の回避	効果あり	国債発行を伴うため 効果なし

(出所) BEN BERNANKE'S BLOGを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：日本の財政法第5条】

- すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、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、この限りでない。

(出所) 財政法を基に三井住友アセットマネジメント作成

## バーナンキ氏は引き受け不要の「マネーによる財政プログラム」で、財政規律は維持可能と主張

バーナンキ氏は自身の考えを「マネーによる財政プログラム（MFFPs、Money-financed fiscal programs）」と呼び、「債務による財政プログラム」と区分しています。MFFPsにおける財源は、中央銀行による国債引き受けではなく、政府が中央銀行に保有する政府口座に中央銀行が資金を直接振り込むことによって賄われます。またMFFPsでは、中央銀行の役割と政府の役割は明確に区分されます。

すなわち中央銀行は、金融政策の目標を達成するために必要な資金を政府口座に振り込む権限を保有します。一方、政府は資金使途（公共投資や税金還付など）を決める権限を持ちます。これによって中央銀行は独立性を維持し、政府は財政規律を保つことが可能となります。またMFFPsに期待される効果として、①公共投資による需要増、②税金還付による所得増、③期待インフレ率の上昇による実質金利の押し下げ、④将来的な課税負担増の回避、が挙げられています（図表1）。

## それでも実際には非常に慎重な運営が必要で、ヘリコプター・マネーはまだ議論の域を出ていない

バーナンキ氏はMFFPsについて、総需要が著しく減少するなかで金融政策が行き詰まり、それでも議会が債務増加を伴う財政支出を敬遠するような極端な状況において最善の方法であり、検討に値するとしています。またMFFPsは米国で実施される可能性は極めて低いですが、物価目標の達成に苦労している欧州や日本など、米国外で注目されるであろうと述べています。そしてバーナンキ氏の解説をみる限り、おそらく中央銀行からの資金には期限がなく、政府は国債を発行せずに一般会計および特別会計以外から財源を得られることとなります。

ただ中央銀行のバランスシート規模は際限なく拡大するため、中央銀行に対する信任が損なわれる恐れがあり、実際には非常に慎重な運営が必要と思われる。なお日本では財政法第5条によって日銀の国債引き受けや政府の日銀からの借入を禁止していますが、例外も規定されています（図表2）。ただ黒田総裁は4月20日、ヘリコプター・マネーについて、金融・財政を一体として行うのは金融法的枠組みと矛盾すると述べ、否定的な見解を示しました。欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁も同様に否定しており、ヘリコプター・マネーは現時点でまだ議論の域を出ていないと考えます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会