

時論

ヘリコプターマネーの前に検証すべきこと

2013年4月に始まった異次元金融緩和策は、マネタリーベース増加額の積み増し、保有長期国債の年限長期化などの追加緩和を行い、今年2月にはマイナス金利を導入するなど、緩和度を強めに強めてきた。この間、為替円安により企業収益が増加し、3年連続のベアが実現するなど一定の成果は上がったものの、インフレ目標2%に届く目途は立たず、設備投資は盛り上がりには欠け、実質GDP成長率も年率1%に満たないなど、企図した政策効果が上がっているとは言えない。

こうした中、新たな政策手段として浮上しつつあるのがヘリコプターマネーである。ECBのドラギ総裁が3月の記者会見で関心を示し、ターナー元英国FSA長官が提唱していることも手伝って注目度を高めている。

筆者自身、ヘリコプターマネーを正確に理解しているかどうか怪しいのだが、そのポイントは、通常の財政ファイナンス、すなわち中央銀行による通常の国債(償還期限があり、利率がプラス)の国債引き受けとは異なり、中央銀行が、赤字の穴埋め・公共投資増額・減税など用途自由のマネーを政府に渡し切るマネーファイナンスであること、このため財政ファイナンスのように政府の要返済債務の増加を伴わないこと、これによって民間経済主体が将来の増税を予想して支出を抑制する事態(リカードの等価定理)を回避でき、景気刺激効果が高まることにあるようだ。具体的には、政府が無利子かつ償還期限のない永久国債を発行し、これを中央銀行が引き受けるといった形態が想定されている。

ヘリコプターマネー論議の少し前には、現金への課税あるいは現金廃止が話題に上った。マイナス金利の政策効果を追求する上では、金利ゼロの安全資産たる現金へのマネー逃避が制約となる。このため現金に課税措置やマイナス金利を課す、そのために現金を廃止してすべて電子マネー化すべしといった主張が出てきた。

いずれの説も「本気なのだろうか」との違和感を禁じえない。

前者について言えば、通貨供給に歯止めが掛からなくなる恐れが大きいという一点において禁じ手であろう。問題や負担を安易に先送りする今日の民主主義運営と風潮、景気対策としての“打ち出の小槌”性、麻痺性を勘案すると、そうならないための規律付けにいかにも工夫を施そうとも信頼を置けるものではない。通貨供給の暴走は通貨の信認失墜、大幅な通貨安、高インフレ、国民生活の破壊を引き起こすことは歴史が語るどころであり、だからこそ各国は国債の中央銀行引き受けを禁じている。

さらに、資産性に疑義がある無利子の永久国債を大量に保有させられた中央銀行の資産の健全性は低下し、受取利息も大幅に減少するであろうし、当座預金の超過準備部分への付利がプラスに復して支払金利が増加すれば、中央銀行は大幅な経常損失と実質債務超過に陥りかねない(その場合は、政府支出すなわち増税にて埋め合わせることになる)。

また、現金通貨は人々がモノ・サービスの価値を測り、交換・決済し、価値を貯蔵するために生まれてきたものであり、それは日々の生活そのものであり、システムネットワークが毀損する大規模災害時には最も頼りにされるものであり、こうしたことが通貨の信認というものであって、金融政策の効果を高めるため

に存在しているわけではなからう。

そもそも金融政策の次の打ち手を考える前に、これまでの政策思想、効果、副作用を検証・分析することが先に行われるべきであろう。筆者なりの見解を述べると、

- ① デフレから徐々に脱却する中でも、現実成長率も潜在成長率もほとんど高まらなかったことから見て、「鶏と卵の関係」の面はあるが)デフレは低成長の原因ではなく、低成長の結果と見るべきであろう。従って、デフレを止めれば好循環が始まるとの考え方は見直すべきであろう。
- ② 企業の設備投資を左右するのは、企業が有望な投資・収益・成長機会を見出せるかどうかであり、実質/名目金利の低下の効果に過度に期待すべきではない。
- ③ 実質金利(名目金利－期待インフレ率)の引き下げに多少の投資刺激効果を認めるとしても、金融政策によって期待インフレ率を高められるとの考え方には無理がある。
- ④ 為替レートは世界経済の動向、地政学リスク等様々な外的環境に左右され、また円安の下でも輸出数量が伸びなかったことから見て、(あからさまには言っていないが)金融緩和による為替円安を好循環の起点に据える戦略は適切ではない。
- ⑤ 個人消費がもたついているのは、税・社会保障負担の増加が賃金の増加を打ち消し、可処分所得が伸びていないためであり、先行きインフレ予想が乏しい(よって買い控える)ためではない。

以上のように考えると、目先の個人消費・設備投資・輸出・景気全体を下支えるという観点からも、潜在成長率を高める観点からも、マイナス金利幅の拡大、国債購入規模の増加、イールドカーブのフラット化などによって金融緩和度を更に強める必要はなく、その副作用や国民生活への負荷を考えてもヘリコプターマネーや現金課税を議論の俎上に載せる必要もなからう。

こうして金融政策の限界が明らかになりつつあり、財政出動にもさほど頼れない(足元では増やしそうだが)となると、カギを握るのは成長戦略というお決まりの結論になるが、これまでの設備投資の伸び悩み、膨大な企業貯蓄、生産性の低迷から推測すると、企業が投資機会を発掘できないのは成長戦略の進捗の遅れのみならず、企業家精神や国民の成長意欲の低下も大きな要因であるとも考えられ、成長戦略にも過度に期待すべきではないとも言える。人口減少による需要・供給両面にわたる限界と制約、先進国中最悪の財政事情という条件を勘案すれば、それは自然かつ無理からぬことかもしれない。

そうすると、財政金融政策、成長戦略、規制緩和、構造改革いずれにおいても、短兵急に結果や効果を求めたり、副作用や限界を軽視したり、根拠薄弱な将来見通しを提示することを戒め、10年超の長い目線をもって各課題に取り組んでいくことが肝要ではないかと思う。

(フェロー役員 調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。