松尾 匡

# I 「人民の量的緩和」の名で提唱されるマネーファイナンスの二方式

今年6月、欧州議会の、共産党・左翼党系、社会党系、緑の党系の左派三会派の11 カ国 18 人の議員が、欧州中銀に書簡を出し、欧州中銀の作った資金を直接に市民に配当する「ヘリコプターマネー」や、欧州中銀が作った資金を欧州投資銀行に融資して政策投資を行う政策を検討するよう要求している」。署名者の中には、現代的なタイプの活動家はもちろん、東独のオールドコミュニスト出身の共産党・左翼党系会派の現議長、フランス社会党の党首選を争った人物、欧州議会の14人の現職副議長の一人、フィンランドの元閣僚等の大物も含まれる。

ここで掲げられているうち、欧州中央銀行の緩和マネーで政策投資をする政策は、英労働党最左派党首コービンの「コービノミクス」の目玉政策、「人民の量的緩和」と同様であり、欧州では、欧州左翼党、ポデモス、欧州労連などの左派勢力により従来から掲げられている<sup>2</sup>。コービノミクスの場合、「国立投資銀行」を新設し、イングランド銀行が作った資金をもとに、住宅、エネルギー、公共交通、IT事業に公共投資するというスキームになっている<sup>3</sup>。

しかし実は「人民の量的緩和」という言葉は、左派ニュー・ケインジアンの著名なマクロ経済学者である、オックスフォード大学のサイモン・レンルイス教授<sup>4</sup>や、イギリスの主要経済紙に掲載されるエコノミストであるアナトール・

なお、拙サイトでこの記事の拙訳を掲載している。

http://matsuo-tadasu.ptu.jp/essay\_\_160715.html

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> 政策要求グループ "Quantitative Easing for People" のサイト内記事 "MEPs want the ECB to look at helicopter money," June 17, 2016.

http://www.qe4people.eu/open\_letter\_to\_the\_ecb

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 詳しくは拙著『この経済政策が民主主義を救う』(大月書店, 2016)の第4章を 参照のこと。

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Jeremy Corbyn, "The Economy in 2020," p. 6. https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/jeremyforlabour/pages/70/attachments/original/1437556345/TheEconomyIn2020\_JeremyCorbyn-220715.pdf?1437556345

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Simon Wren-Lewis, "People's QE and Corbyn's QE," 個人プログ"mainly macro," 16 August 2015.

https://mainlymacro.blogspot.jp/2015/08/peoples-qe-and-corbyns-qe.html

カレツキー<sup>5</sup>によって、もともと、まさにヘリコプターマネー政策を指す言葉として提唱されたものであり、欧州では、「人民の量的緩和」の名前で、この両政策がともに提唱されている。これは、従来の量的緩和が、市中から国債などの債券を買い上げて放出した緩和マネーを、市中銀行に滞留させるだけで、実需につながらなかったという認識のもとで、緩和マネーを直接に支出主体に渡す政策として提唱されている。

今年2月16日に欧州議会内で、「人民のための量的緩和コンファレンス」が、 前述の書簡の署名者のうちの三人の左派系議員の主催で開催されているのだが、 そこでは、ヘリコプターマネー方式と、コービノミクス方式の両方が「人民の ための量的緩和」の名のもとに提唱されている。

すなわち、長らくヘリコプターマネーの提唱者として知られたエコノミストのエリック・ローナーガンがヘリマネ方式を熱心に説く一方で、1995 年に日本銀行へのアドバイスで最初に量的緩和というものを提案した、サウサンプトン大学のリチャード・ヴェルナー教授が、「戦略的量的緩和」という言葉で、また、フランス政府アドバイザーのフレデリック・ボッカラが、「共同のエコロジー的社会的発展のための欧州基金」を通じた公共サービスと中小企業のファイナンスとして、一種のコービノミクス方式を提唱している。

## Ⅱ ヘリマネ型とコービノミクス型をめぐる論争

ヘリマネ型とコービノミクス型をめぐっては、レンルイスと、コービンのブレーンのリチャード・マーフィの間などで論争がある。マーフィは、シティ大学ロンドンの教授で、イギリスの労働組合のナショナルセンターであるイギリス労働組合会議のブレーンだったことからコービンの経済政策を担うようになったものである。彼は、今日「人民の量的緩和」という言葉で知られるようになったコービノミクス方式と本質的に同じものを、「グリーン・インフラ量的緩

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> Anatole Kaletsky, "How about quantitative easing for the people?," Reuters ウェブ記事, August 1, 2012.

http://blogs.reuters.com/anatole-kaletsky/2012/08/01/how-about-quantitative-easing-for-the-people/

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> 前記 "Quantitative Easing for People" サイト内記事 "QE for People Conference at the European Parliament," February 25, 2016.

http://www.qe4people.eu/highlights\_conference\_european\_parliament\_qe\_for\_people なお、拙サイトでこの記事の拙訳を掲載している。

http://matsuo-tadasu.ptu.jp/essay 160610.html

和」と称して提唱していたと言う?。

レンルイスによるコービノミクス方式への批判は、「出口」の容易さをめぐるものと解釈できる。同方式では、政府側の判断で公共投資が行われるが、その投資の中身が必要とされる時期が、量的緩和が必要な時期と一致するとはかぎらない。量的緩和は金利が最低を打ってもデフレが治らないひどい不況のときにだけなされるべきものであって、それを脱したならばやめるべきものである。しかし、政府にとってのその投資プロジェクトの必要性がなお引き続いたならば、ひどい不況期をもはや脱しているのに中央銀行の緩和マネーを出し続ける誘因が出てしまうというわけである。。

筆者は、拙著『この経済政策が民主主義を救う』などでコービノミクスや欧州左翼党の提案を好意的に紹介しているのであるが、厳密には、これらの提案には問題を感じていて、本当はヘリコプターマネーの方がよいと考えている。というのは、これらの提案では、中央銀行と投資先との間に政策銀行を挟んでいて、その融資として資金の支出がなされることになっている。これは、将来の返済を前提として、民間にも融資が行われるスキームである。

しかし、あえて無から作った資金で政策融資をすることは、リスクが高くても公的必要性のある案件にも融資できることが、そもそもの目的のはずである。すると、不良債権が生じた時の実質的損害がないにしても、それが発生することを織り込むことになり、返済したケースとしなかったケースとの間に不公平が生じることにつながる。

#### Ⅲ コービノミクスはヘリマネより効果が低いか

さらに、中央銀行の緩和マネーを使って直接の支出を行うのは、それによって総需要を効果的に拡大するためであったはずである。ところがコービノミクス方式では、公的支出もまた政策銀行からの融資で行われるわけだから、やがては徴税でそれを返済しなければならない。それが最初から見込まれるかぎり、将来の増税に備えて支出を抑制する効果が働いてしまう。そうであるならば、もともと無から作った資金ならば、返済を前提しないスキームの方がよい。

ヘリマネ側の論者からの同様の議論としては、同政策を唱えてきたことで最

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Wren-Lewis, *ibid*.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Wren-Lewis, *ibid*.

<sup>9</sup> 拙著 153ページ、注9でも少し述べている。

も有名な、ニュー・エコノミック・シンキング上級研究員のアデア・ターナー 卿の議論がある<sup>10</sup>。彼は、政府債務残高が大きくなっている先進国では、国債の 市中消化で資金をまかなって政府支出しても、将来の政府債務返済のための増税に備えた支出抑制のために、需要拡大効果が抑制されてしまうと言っている<sup>11</sup>。

これについては、将来の名目経済の拡大が約束されるならば、それに合わせたマネーの拡大に見合って、返済されることのない中銀の国債が増えるので結局は同じだとする反論がある。マーフィも「無いも同然の自分からの借金だ」と言っている<sup>12</sup>。

著名なマクロ経済学者であるコロンビア大学のマイケル・ウッドフォード教授は、名目GDP水準の上昇スケジュールを目標にした量的緩和がなされる中では、政府が国債の市中消化で資金をまかなって政府支出をしても、ヘリコプターマネーと理論的に同値になると指摘している。なぜなら、将来長期的に名目GDPが増えるなら、それに相応してマネタリーベースも増え続けるはずであり、その見合いとして中央銀行の金庫に、返済されることのない国債が増え続けるはずだからである。であるならば、将来増税してそれを返済する必要はないので、それに備えた支出抑制は起こらないというわけである。ウッドフォードは、中央銀行と政府が独立に意思決定できる分、この方式の方がヘリマネ自体よりもよいと言っている<sup>13</sup>。

この論理は、インフレ目標を立てた量的緩和でも本質的に同じことだから、これが本当ならば、今の日本でも欧州でも、国債の市中消化で政府支出すれば、

<sup>10</sup> ターナーは、コービノミクス方式を批判して、そのようなマネーファイナンスが乱用への法的疑念を招かず、したがって、市場の動揺を招かないためには、資本主義市場経済に対する政府のコミットメントへの信頼が揺るぎないものでなければならないと述べている。

http://www.cityam.com/225264/lord-turner-fires-warning-over-corbyn-omics

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Lucrezia Reichlin, Adair Turner, Michael Woodford, "Helicopter Money as a Policy Option," VOX CEPR's Policy Portal, 20 May 2013. Turner の発言。

http://voxeu.org/article/helicopter-money-policy-option

<sup>「</sup>経済学101」にこの記事全体の和訳がある。

http://econ101.jp/ライシュリン&ターナー&ウッドフォード - 「ヘリ/

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Richard Murphy, "Chris Leslie has got Corbynomics wrong," 個人プログ"Tax Research UK," August 3 2015.

http://www.taxresearch.org.uk/Blog/2015/08/03/chris-leslie-has-got-corbynomics-wrong/

<sup>13</sup> Reichlin, Turner & Woodford, ibid., Woodford の発言。

ヘリコプターマネーと同じ効果が得られることになる。しかしターナーはそれに対して、ウッドフォードの提案では、債務返済不要な恒久的なマネタリーベース増だとは、公衆に正しく認知されない可能性があると応えている<sup>14</sup>。実際今日の日本では、国債の三分の一が日銀の金庫の中にあるにもかかわらず、それも含めた膨大な政府債務をすべて返済しなければならないと思われていることが、公衆の支出を抑制していると思われる。

そこでターナーは、今年 6 月 7 日の日経新聞の「経済教室」において、日銀保有国債の一部を、無利子永久債に転換して事実上消却することを提案している<sup>15</sup>。たしかにこれは効果的なヘリコプターマネーである。将来労働不足のインフレ時代になってからこれに追い込まれるよりも、益ばかりで害のない現在のうちにやってしまった方がよいとも言える。

### Ⅳ 財政支出が足りなかった日本経済

以上の一連の欧州左派系の財政ファイナンス論の到達点から、異次元緩和以 降の日本経済を総括・展望してみる。

いわゆる異次元緩和開始後1年たらずの間は、並行して急速な財政拡大がなされ、それに合わせて実質GDPが拡大しているが、その後政府支出の抑制と消費税増税がなされると、それに合わせて実質GDPの伸びは停滞した。

次に示すグラフは、8月 15 日発表の内閣府GDP4-6 月期一次速報のデータから作成したものである。図1は、公的固定資本形成の季節調整済み実質値の推移である。安倍内閣発足後3四半期は急激に増やされているが、その後、消費税増税や世界経済不安などの逆風にもかかわらず、昨年いっぱいまで1割以上も削減されていることがわかる。図2は、その他の支出もすべて含んだ政府支出全体の季節調整済み実質値の推移である。高齢化とともに政府消費が増加していくことを加えても、安倍政権発足後4四半期目からはほぼ一定水準を維持していることがわかる。そうすると、図3に示す実質GDP全体の推移(季節調整済み)は、概してその動きをなぞり、安倍内閣発足後3四半期は急激に増加し、その後消費税増税直前の駆け込み需要による増加と、その後の反動の落ち込みをならすと、ほぼ一定値を維持している。これはリーマン恐慌前の最高水

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Reichlin, Turner & Woodford, *ibid*.

<sup>15</sup> アデア・ターナー「経済教室:日銀の財政資金供給不可避」『日本経済新聞』 2016年6月7日。

準とほぼ同じレベルである。

図 1



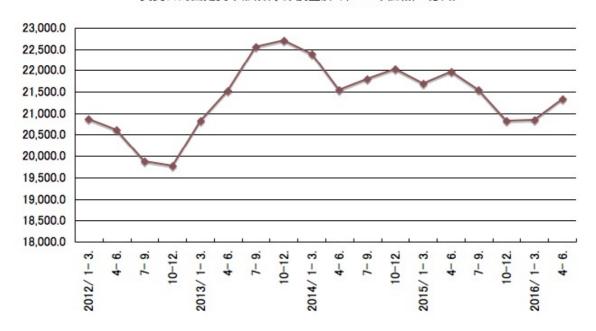
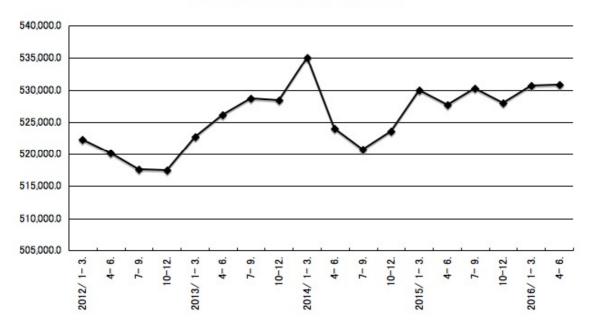


図 2

実質政府支出(季節調整済み,2005年価格,10億円)







これは上記の欧州左派勢力の認識、すなわち、これまでの量的緩和は市中銀行にマネーを滞留させるだけで実体経済につながっておらず、実体経済の拡大のためには財政支出の拡大を必要とするという認識を裏付ける。もちろん、緊縮財政下でも実質輸出の拡大と、主にそのための設備投資のある程度の傾向的拡大をもたらしたという点では、量的緩和単独での効果は認められるが、それは海外市場の動揺によって簡単に頓挫する程度の脆弱なものでしかなかった。

安倍首相の目的は、悲願である改憲等、戦後民主主義に替わる極右的新体制樹立のために選挙に圧勝することにあると思われる。そうすると、今後財政拡大を再開して好景気を演出し、解散総選挙を打つ可能性が高い。実際、3月補正予算と今年度予算の前倒し執行により、図1に見られるとおり、4-6月期は公的資本形成が増加している。さらに安倍政権は、今後5年間で財投30兆円の事業支出を打ち出し、8月2日には28兆円の追加対策を決定、9月にも第二次補正予算を組んでうち4兆円を計上するはこびである。

異次元緩和と並行した、国債市中消化の財政拡大は、上述の通り、マクロ経済学的にヘリマネと同値である。もちろん、ヘリマネと見られないための制約を自ら課しているために、その規模は私見では全く不十分であり、またその内容も旧来型の公共事業に偏りすぎであると批判できる。しかし、総需要拡大効

果は小さくないと思われる。

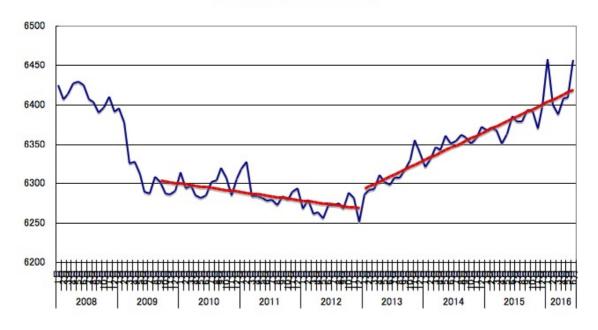
目下の経済状態は、昨年以来、外需と、それに引っ張られた設備投資の拡大が挫折して、頭打ちの状態にあるが、就業者と雇用の拡大は続いている。ここに政府支出の増大が加わると労働市場が締まっていって賃金の上昇が目立ってくる可能性が高い。

次のグラフは総務省統計局の「労働力調査」から作成したものである。図4 は就業者の推移で、時間で回帰したトレンド線を民主党政権期と安倍政権期の それぞれで記入してある。安倍内閣成立以来増加トレンドにあり、現在リーマン恐慌前の最高水準を超えていることがわかる。うち雇用者数についても同様 のことが言え、かなり前からリーマン恐慌前水準を超えて増加を続けている。

雇用のうち正規労働者の雇用者数の推移を示したのが図5であり、2014年ごろから増加トレンドにあるように見える。直近の動きを月次データでみたのが図6で、昨年末から増加が続き、現在2011年頃の水準にまで回復している。

#### 図 4

#### 就業者(万人, 男女計, 季節調整済み)

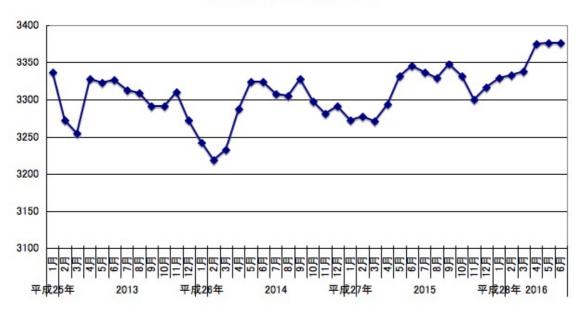


正規の職員・従業員(男女計, 万人)



図6

正規の職員・従業員(男女計, 万人)

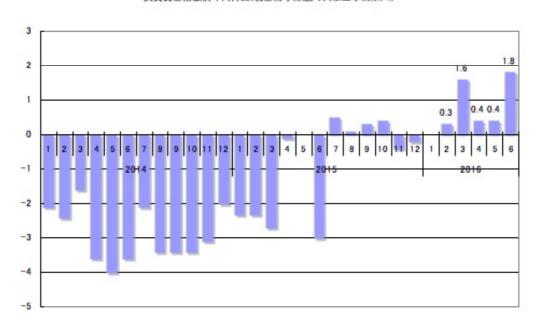


さらに、厚生労働省の「毎月勤労統計調査」によれば、図7のように、低下

が続いていた実質賃金も今年に入って上昇傾向が定着しつつあるように見える。 また、内閣府の4-6月期のGDP速報1次速報によれば、図8のとおり、名目雇 用者報酬全体は増加を続け、すでに昨年からリーマン恐慌前の最高水準を上回 っている。

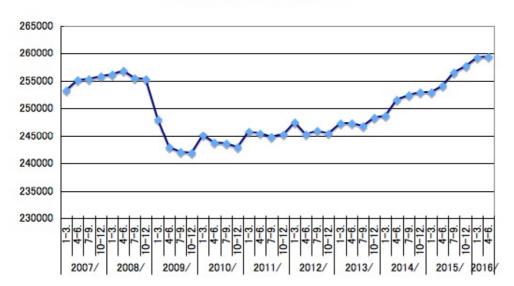
## 図 7





# 図8

#### 名目雇用者報酬,10億円,季節調整済み



それゆえ、今後の財政拡大によって、労働市場の引き締まりから賃金上昇が本格化し、消費需要の拡大に結びつく可能性がある。その結果、好況感が行き渡ったころに、解散総選挙が打たれる可能性は否定できない。

# Ⅴ 対抗政策とその「出口」論

野党側がこれに対抗するためには、安倍政権を上回る景気対策をアピールしなければならない。しかるに安倍政権側には、依然として、国債発行を建設国債に限定し、赤字国債を否定する原則や、財投など返済を前提した形式にこだわる限界がある。建設国債への限定にこだわるから、「箱もの」公共事業に偏った財政出動になってしまう。野党側が欧州左派内の動きにならって、返済前提の形式にこだわらずに、介護や医療や子育て支援など、「人」に対する支出に緩和マネーを向けるならば、景気拡大効果が安倍政権側を上回ることを公衆に認知させ、容易に支持を集めることができるだろう。

そもそもマクロ経済学的には、建設国債と赤字国債の間に違いはなく、前者はよくて後者は駄目だという理屈は成り立たない。建設国債で建設した公共施設は事実上売却など不可能であり、政府の資産が残るから負債があっても大丈夫ということにはならない。むしろ、赤字国債で子育て支援をした結果子どもが生まれたならば、将来はその子ども達が納税者になるので、その分税収が増える。赤字国債で教育支援をして、高学歴の人が増えたならば、将来その分所得が増えて税収が増えるかもしれない。これらの例のほうが、政府にとってよほど確実な「資産」になる。

財政投融資も、マクロ経済学的には通常の政府支出と違いはない。むしろ、前述のとおり、返済を前提とした形式をとらないことが、総需要拡大の効果を増すというのが、近年の欧米での議論のコンセンサスである。前述のウッドフォードの議論のとおり、赤字国債で政府支出をまかない、その分の国債を日銀が(現行どおり「玉突き」的に市中からでも)買い取って資金供給したならば、適切な経済規模自体が現在よりも名目的に拡大している将来、インフレをプラスの目標値までに抑制するために市中に出すべき国債は、デフレ不況時代に買い取った国債の量よりは少なくてすむ。したがって、その差の国債は永久に日銀の金庫の中にあり続けるので、事実上返済不要である。

なおこのとき「インフレ目標」は、財政拡大の「歯止め」という意味を持つ

が、介護や医療や子育て支援などの社会政策の制度的な充実のために財政を拡大させた場合、将来インフレ目標に到達してマネーファイナンスを(事実上も) 停止しなければならなくなったときにも、その支出を縮小させるわけにはいかないことになる。それゆえ、これらの支出の分は、すでに今のうちから所得税の累進強化や法人税増税など、富裕層や大企業に負担をかけた大規模増税で対応し、緩和マネーによるヘリマネは、その増税の景気へのマイナス効果を打ち消すための、給付金や設備投資補助金に使えばよい。すなわち、増税分と総額で同規模となる給付金(できれば全員一律)や設備投資補助金を、赤字国債の発行で支出し、その分の国債は直接または「玉突き」的に日銀が買い取って資金を出すのである。

インフレ目標が近づいたときの「出口」に際しては、漸次的にこれらの給付金や補助金を縮小することで、ネットの増税効果が上回ることになり、総需要抑制が可能になる。増税規模自体は、充実した社会政策支出などを支える分だけではなく、将来インフレ抑制のために売りオペされる国債を償還する分も含めて十分大きなものにしておくのである。

それに対して、現行政策の場合、「出口」とオリンピック特需のピークが重なり、インフレ目標を維持するための金融引締めと特需用国債の市中消化が重なって金利が高騰し<sup>16</sup>、設備投資減退と円高・輸出減をもたらすことが懸念される。インフレ圧力に地域差があるのに、金融政策は全国一律という矛盾のために、首都圏は特需で繁栄しても、地方経済は衰退するかもしれない。もしこのことによって生産の海外移転が進行したならば、オリンピック後、特需が消失した後で困難に陥るかもしれない。

これを防ぐためには、市中の国債を減らすための増税が必要になるが、特需の恩恵は首都圏に集中するのに、増税の総需要抑制効果は全国まんべんなく及ぶので、地方経済の衰退を促進してしまうと懸念される。首都圏限定の増税とするか、さもなくばインフレ目標の引き上げか棚上げが検討されることになると思われる。しかし後者の場合、あらかじめ期待されるならば、インフレ目標政策の枠組みそのものへの脅威となる。私見では、東京オリンピックの返上が適策であるが、それができないならば、インフレ目標を棚上げする条件と期限、限度をあらかじめルール化しておくことが必要だろう。

-

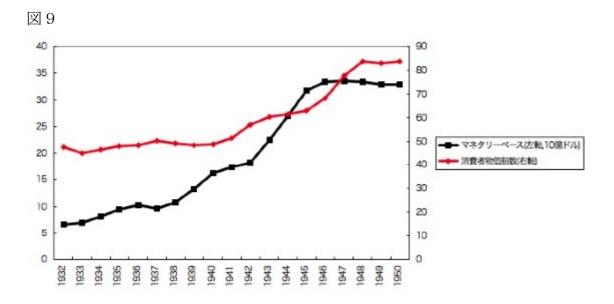
<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> I S-LM図で言うと、I S曲線の右シフトとLM曲線の左シフトが合わさって、利子率が上がるということである。

#### 補論:アメリカ大恐慌後の量的緩和からわかること

本文中で、ヘリマネのために中央銀行が買う国債や、量的緩和と併用される 財政支出のための国債は、返済不要な政府債務である旨の記述をしたが、その ことについてもう少し解説する。

戦前のアメリカでは大恐慌後、ニューディール政策、第二次世界大戦と、財政拡大が続いて不況からの脱却がなされたが、その裏では量的金融緩和が実施されていた。そのこともあって、第二次大戦が終わるまでの13年間で、マネタリーベースは約5倍に増やされている。

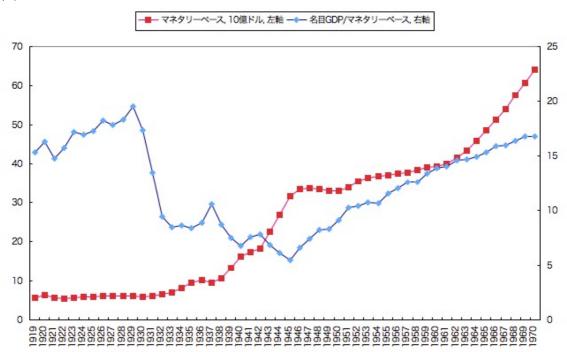
しかし、このかんに物価の上昇は約1.5倍にとどまっている。これは、平均年率では3%ほどのマイルドなもので、当然ハイパーインフレなどにはなっていない。これを、セントルイス連銀のホームページから得られるデータでグラフにしたのが次の図9である。



同じセントルイス連銀のデータを使って、マネタリーベースあたりの名目GDPの推移をグラフにしたのが、次の図10である。一見してわかるように、前世紀の平常時には、大恐慌前も戦後も、マネタリーベースあたりの名目GDPは、ゆるやかに増加するトレンドにあった。しかし、大恐慌後から第二次大戦終了までの間は、この比率が大きく低下していることがわかる。これは、この

期間、マネタリーベースの急激な増加に対して、名目GDPの増加が追いついていないことを表している。





いわゆる量的緩和の「出口」の問題について通常懸念されることは、GDP の規模に対して、量的緩和開始前と同じ比率(あるいはそのトレンドを延長した 比率)を超える分のマネタリーベースを市中から回収しないと、結局以前の比率 を回復するように急激なインフレが起こるというものである。そこで、以前と同じ比率(あるいは以前のトレンドを延長した比率)になるまでマネタリーベースを市中から回収すると、量的緩和開始後中央銀行が買い取った国債はすべて (あるいはそれ以上に)売りオペで市中に出すことになり、結局、その間財政拡大のために発行した国債の分の政府債務は、すべて民間人に償還しなければならなくなるのではないかと言うわけである。

しかしその推論は成り立たない。仮に名目GDPに対して量的緩和開始前と同じ比率でマネタリーベースが対応したとしても、当初のデフレ不況時代と比べれば、「出口」の完全雇用状態では実質GDPの規模は拡大しているので、それに対応したマネタリーベースは当初状態よりも多くなっているはずである。さらに物価水準が多少は上昇しているので、なおさら市中に出ているべきマネ

タリーベースは当初状態よりも多い。したがって、その差の分のマネタリーベースは、回収されずに市中にとどまる。よってそれを発行するときに中央銀行が買った分の国債は、市中に出されずに中央銀行の金庫に存在し続けなければならないので、償還されるわけにはいかない。

しかも、図 10 からわかるように、戦後アメリカの名目GDPあたりのマネタリーベースは、大恐慌前と同じ比率ではなくて、それよりもずっと多いところから出発して、急激なインフレになることなく、そのまま推移したのである。だから、グラフからもわかるように、戦後回収されたマネタリーベースは、大恐慌後増やされたマネタリーベースの全額から比べれば、ごくわずかの比率にすぎない。大半のマネタリーベースは回収されることなく、中央銀行の金庫にとどまり続けたのである。よって、その分に対応した国債は償還されなかったということになる。

謝辞:参考文献にあげた論者の立場や業績を調査するにあたっては、ゼミの大学院生の波床貴明の助力を受けた。記して感謝する。