

2017年3月13日

## 停止条件付変動金利永久国債の日銀引受について ～ インフレが欲しい人のために ～

早稲田大学経営管理研究科教授 岩村 充

### 現状認識と基本的着想

物価水準の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level：FTPL）に基づくクリストファー・シムズ教授の提案が関心を呼んでいる。シムズ教授の提案の本質は、統合政府（政府財政部門と中央銀行を仮想的に連結した政府）における支払い義務の大きさと支払い充当に可能な財源の大きさとの関係から、現在および将来の物価水準が満足すべき制約条件を導き出すFTPLを基礎とし、その基本的な均衡物価水準決定式：

現在の物価水準

$$= \frac{\text{マネタリーベース} + \text{中央銀行保有を除く国債発行残高の名目現在価値}}{\text{統合政府負債償還財源の実質現在価値}}$$

の分母である「統合政府負債償還財源の実質現在価値」への期待に介入し<sup>1</sup>、たとえば「消費者物価上昇率が目標に達するまでは増税を行わない」などと宣言することでそれを減少させ、もって物価水準に対する上方向への圧力を生じさせようというものであろう。

しかし、シムズ教授の提案には賛成し難い点がある。とりわけ気になるのは、①シムズ教授の提案で生じるのは、原理的には物価水準に対する期待の不連続かつ持続性のない上昇であり、それはインフレ目標論者が望んでいるはずの緩やかで持続的なインフレ期待とは異質のものであること<sup>2</sup>、そして、②そもそも上記均衡物価水準決定式の分母は将来における国債の元利払いに充当可能な財源に対する漠然とした期待に過ぎず、そうした期待に直接的に働きかけようとするのは、効果発現までのプロセスを見極めにくいばかりでなく、過大な期待が生じたときの抑制も困難になりやすいことである。

では、より確実に効果をコントロールしながら、均衡物価水準に影響を与える方法はあるだろうか。それは分母でなく分子に介入することである。

FTPLの均衡物価水準決定式における分子各項の特色は、何よりも、それが「人々の期待」ではなく「契約」により確定している大きさであることにある。また、その大きさを現在価値化する際の割引率も、分母におけるそれは政策的な操作や客観的な計測が困難な自然利子率なのに対して、分子のそれは名目金利であり、したがって自然利子率よりも操作性も計測性も高い点に特色がある<sup>3</sup>。

そうした観点から考えると、名目金利を動かさないという条件の下で均衡物価水準に対する期待に働きかけようとする問題への解の一つが、分母および他の分子各項を動かさない統合政府債務の対民間供給、すなわちヘリコプターマネーだということに気付くだろう<sup>4</sup>。

ちなみに、統合政府債務の存在が「ヘリコプターマネー」としての効果を持つかどうかは、その形式や由来によるのではなく、当該債務の始末について人々がどう考えるかに依存する<sup>5</sup>。したがって、既存の債務につき償還や利払いの財源を要しなくなったと人々が考えるような状況を生じさせれば、それが新たな債務供給を行うものでなくとも、それだけでヘリコプターマネーとしての効果を持つことになる。英国F S A前長官のアデア・ターナー氏の提案は、この文脈によるものだろう。

ヘリコプターマネーは、その呼称が与える印象もあってか、強いモラルハザード的な印象を聞く人に与える。しかし、その実質的な意味は、政策が目論見通りの効果を発揮する限り、シムズ教授の提案する政策と違いはない。そうであるならば、分子政策すなわち「見えるモラルハザード」の方が、分母政策すなわち「見えないモラルハザード」よりも安全なのではないだろうか。

ジョセフ・スティグリッツ教授は、2003年に日本で行った講演で政府紙幣の発行を行うことを提案しているが、政府紙幣とは要するに将来的な支払い財源手当てを要しない統合政府債務だということに気付けば、これはヘリコプターマネー政策の提案であることが理解できよう<sup>6</sup>。ちなみに、1931年末に就任した高橋是清蔵相のイニシアティブで実施された日銀の国債直接引受の効果にも、大なり小なりヘリコプターマネー政策の側面があったと考えることができる<sup>7</sup>。そう整理すれば、スティグリッツ教授の提案は、政府債務を市場外で発行して「リカード＝バローの等価定理」を遮断しているという点で、約70年を遡る高橋蔵相の政策に相通じるものだったということになる。

上記のような認識を踏まえ、以下では、停止条件付すなわち発行されてから統合政府の外に売却されるまでは無利子とする変動金利永久国債を作り出し、それを日銀引受により発行するというプランが、F T P L均衡物価水準決定式における分子への介入策として存在し得ること示す。

ここで示すプランにおける無利子永久国債の日銀引受という部分は、スティグリッツ教授の提案に関する翁邦雄教授の分析から想を得たものであるが、それを停止条件付変動金利国債としたのは、①プランが役目を終えたとき、②プランが所期の効果を作り出せないとき、③外部環境からの想定外のショックが日本を襲ったときの「撤退」を容易とするためである。こうしておけば、この国債が日銀に保有されている間はスティグリッツ教授の政府紙幣に近い効果を持つ一方で、それを日銀が市場で売却すれば政府は返済財源の確保を促されるはずであり、すなわち介入からの撤退が始まることになる。言い換えれば、ヘリコプターから散布されたマネーをサルベージする方法論が用意されることになるわけだ<sup>8</sup>。

言うまでもないことだが、ヘリコプターから散布されたマネーのサルベージ方法を考えることと、サルベージを行ったときのリスクにどう対するか考えることは、別の問題であると同時に一括して考えるべき問題でもある。出口のリスクへの備えのない政策は、人々の信認を遠ざけるものとなりやすい一方で、いったん踏み込んでしまった後の選択肢の乏しさから期待の暴走につながりかねないからである。

なお、一般的な金融緩和の出口におけるリスクに関しては、ベンジャミン・バーナンキFRB理事（当時）が2003年に日本で行った講演で日銀保有国債の変動金利債への転換が有効であるとしている<sup>9</sup>。また、本プラン提案者自身も政策金利をマイナスにまで引き下げるという決定を日銀が行ったことを踏まえて2016年5月に若干の提案を行っているが<sup>10</sup>、今回の停止条件付変動金利永久国債は、それを日銀のみならず金融機関一般における出口リスクについても対応できるように手直ししたものでもある<sup>11</sup>。以下、枠組みを記す。

### 提案の枠組み

- A) 政府は、市場金利連動型の変動金利永久国債（Floating Interest Rate Perpetual Government Bond：F P G B）を日銀の直接引き受けにより発行する。
- ☞ 連動の基準になる金利はオーバーナイト金利とする。ただし、金利に一定のスプレッドを付しつつ下限または上限を設定することは、発行時における日銀の同意を条件として可能とする<sup>12</sup>。
- B) F P G Bへの利払いは、日銀が保有している期間中は行われず。金利はそれが最初に日銀外に売却された日以降において発生する。
- ☞ 日銀が保有している間、日銀の業務費用に見合う程度の極めて低い利息または手数料（年利0.01%程度）を付すことはあり得ると考えている。
- C) 日銀は、日銀自身の判断で、すなわち政府と協議することなく、保有するF P G Bを市場に売却することができる。
- ☞ いったん売却したF P G Bを日銀が再び買い入れることは可能とする。買い入れにより日銀が保有することとなるF P G Bへの利払いは停止されない。
- D) 政府は、日銀が保有するF P G Bの一部または全部を、何時でも額面価額をもって、償還することができる。
- ☞ 日銀以外の保有にかかるF P G Bを償還するためには、日銀が当該F P G Bを買い入れたうえで償還することになる。
- E) 政府は、既に発行済みの固定金利付き国債の一部または全部について、保有者の同意を条件として、当該国債の時価を額面とするF P G Bに転換することができる。この場合、スプレッドおよび上下限などの条件は直近の日銀引受F P G Bに倣うものとする。
- ☞ F P G Bへの転換は日銀の既保有国債についても可能とする。転換により日銀が保有することとなるF P G Bへの利払いは停止されない。なお、転換の法的形式を、買入消却と新規F P G B発行の同時実施としても実効性は変わらない。

### 補足説明1：停止条件の意味とヘリコプターマネーの本質について

このプランは、日銀が引き受ける永久国債について、それが日銀に保有されている間は金利を支払わない、すなわちゼロ金利とするという仕組みとなっている。

しかし、FTPLという観点からすれば、この無利子という条件に大きな意味はない。中

中央銀行保有国債への利払いは、要するに統合政府内部における勘定の付け替えに過ぎず、均衡物価水準の決定には中立的なはずだからである。中央銀行が引き受ける国債を無利子とすることで得られるのは、その方が政策の意図が明確になって政策効果が得やすくなる程度のことに過ぎない<sup>13</sup>。

なお、こうした条件を付すことには代償もある。中央銀行保有国債の無利子化は、多くの人に、この政策の持つモラルハザード性を分かりやすくさせ、少なからぬ嫌悪を引き寄せるだろう。もっとも、そうした嫌悪を呼ぶことは、提案者の意図するところでもある。同じモラルハザードの域に踏み込むのならば、「見えるモラルハザード」の方が「見えないモラルハザード」より、運用に慎重さが加わり抑制が効きやすくなるからである。

現状という観点から言えば、日銀がすでにヘリコプターマネーすれすれの領域に入り込んでいることにも気付いた方が良い。池尾和人教授が指摘しているように、積み増されたマネタリーベースがヘリコプターマネー効果を持つかどうかは、それがいずれは回収されるだろうと信じられるか否かにかかるのであって、それがどのような経緯で積み増されたかという由来とは基本的に関係ない。国債の直接引受さえ避けていけばヘリコプターマネーから遠ざかっていられるというわけではないのである。

ちなみに、日銀と同じく量的緩和に踏み込んだFRBは、その開始とほぼ同時に「出口」に関する議論を開始した。出口を論じるとは、量的緩和により増加させた国債保有を永久化する意図がないことを示すことでもある。これに対して、量的緩和後の日銀は、自らの「出口」に関する議論そのものを拒否しているようにすらみえる。コントロールできない期待の暴走を恐れるのなら、日銀は現在に危機意識を持つべきであろう<sup>14</sup>。

## 補足説明2：出口を考えることの重要性について

この提案の基本的アイデアは、2003年のスティグリッツ教授の政府紙幣発行提案と1931年に始まる高橋財政から得たものだが、それらをそのまま現在の日本に持ち込むべきではあるまい。2003年の日銀は異次元緩和とも称されるマネタリーベースの大規模拡大に手を染めていなかったし、1931年に高橋蔵相が打開しようとした事態は、(あくまでも結果論ではあるが)19世紀後半から20世紀一杯にわたる世界的な高成長局面での踊り場であっただけでなく、当時の「円」は国際通貨としては今よりずっと小さな存在でしかなかったはずだからである<sup>15</sup>。そうした現在の日本の問題を考える私たちは、スティグリッツ教授や高橋蔵相の思考よりも、さらに強く「出口」における安全性の確保を意識すべきだろう。ここで提案した国債を変動利付としたのは、それが主たる理由である。

ただ、提案者が「出口」における柔軟な運用を強調する理由はそれだけではない。スティグリッツ教授の提案にも共通するところだが、ここで示したプランがもたらす効果は基本的に1回限りのものであり、したがって、その効果を出し切ったところで、(何らかの期待の自己増殖が生じなければ)作り出された物価上昇も終了することになる<sup>16</sup>。すなわち、ここで起こるのは物価の上昇ではあっても「持続的なインフレ」にはならない可能性の方が高

い。もちろん、比較的少額のF P G Bの日銀引受を繰り返し実施すれば、見かけ上で「持続的なインフレ」に近いものを生じさせることは可能なはずだが、そこまでして物価上昇を作り出す必要があるかどうかは、別に考えるべき課題だろう<sup>17</sup>。F T P Lにおける均衡物価決定式の分母または分子に介入することで作り出した物価上昇が、いったん「持続的なインフレ」へと転化したら、今度は事態の制御自体が不可能になるかもしれない。今回の提案で撤退のためのシナリオすなわち「出口」を用意しておくことの重要性を強調したのは、そのリスクに対する警戒によるものでもある。

---

<sup>1</sup> ここでの「統合政府負債償還財源」とは、基本的には元利払い費に充当可能な政府収入すなわち「プライマリー・サープラス」のことであるが、通貨への信用の根源という観点からは、政府活動の縮小により得られる収支貢献や資産売却益もそれに含まれるはずなので、これが財政学的な定義を拡張したものであることを明らかにするために、あえて「プライマリー・サープラス」という言い方を避け非限定的な概念表現にしておいた。

<sup>2</sup> こうして生じさせた不連続で持続性のない物価上昇期待でも、その効果を金利の引き上げにより現在から将来にわたって引き延ばせば、一定期間にわたる連続的な物価上昇に変えることはできる（毎日新聞出版『週刊エコノミスト』誌2017年1月31日号インタビュー記事「インフレは財政拡張だけでは生じない」参照）。

<sup>3</sup> たとえば約400兆円のマネタリーベースと約600兆円に達する国債残高（中央銀行保有を除く国債残高）を抱える日本で20兆円のヘリコプターマネー散布を実施すれば、それは物価水準に対して約2%の上方圧力を生じるはずと計算できる。ただし、この圧力が一気に実現するか、それとも時間をかけて実現するかは、市中における価格形成や賃金交渉の実態さらには日銀の金融政策スタンスの影響を受けるので何とも言えない。

<sup>4</sup> 名目金利を動かせば、分子の「中央銀行保有を除く国債発行残高の名目現在価値」を増減できるので、均衡物価水準に介入できる。これがF T P Lで考える金融政策の効果である。日本の問題は、ゼロ限界に突き当たった名目金利を下げられないところにある。

<sup>5</sup> 池尾和人教授は、「政策の効果を決めるのは、現在のベースマネーの残高ではなく、これから将来にかけてベースマネー残高がどのように増減していくかについての人々の予想である。ベースマネーの増加が一時的だとみなされればヘリコプターマネー政策が成立しないのとは反対に、現在のベースマネーの膨張が恒久的なものだと信じられるようになると、現行の政策はヘリコプターマネー政策に転じることになる」（日本経済新聞2016年6月8日）と書いている。

<sup>6</sup> 翁邦雄教授は、2011年6月刊行の『ポスト・マネタリズムの金融政策』（日本経済新聞社）において、スティグリッツ教授の「政府紙幣の発行」とは「無利子永久国債の日銀引受」と同値であるとしている。

<sup>7</sup> 日銀の国債引受の方針が議会で示されたのは、高橋蔵相就任の1931年12月から半年後の1932年6月、実際に引受が行われたのは1932年11月だった。したがって、いわゆる高橋財政の効果の相当部分は、蔵相の言行全体が償還財源を意識させることのない財政拡張を予感させるものだったことが大きいように思われる。

<sup>8</sup> スティグリッツ教授の方法でもサルベージの方法がないわけではない。日銀が回収あるいは引き受けた政府紙幣を政府が買い戻せばサルベージは成立するし（買戻しのための資金は新規国債の市中発行により調達されるはずである）、さらに日銀に売り戻し権（プット・オプション）を付与しておけば、サルベージのイニシアティブを日銀に付与することも制度的には可能になる。本提案でその方法を取らなかったのは、そうした一連の手続き

における政治的な摩擦の大きさを意識したからである。

<sup>9</sup> 当時の講演録 (The 60th Anniversary Meeting, The Japan Society of Monetary Economics) では「I am intrigued by a simple proposal that I understand has been suggested by the Japanese Business Federation, the Nippon Keidanren. Under this proposal the Ministry of Finance would convert the fixed interest rates of the Japanese government bonds held by the Bank of Japan into floating interest rates」となっているが、これは「魅力的で信頼される国債市場の発展に向けて」(2003年5月20日・日本経済団体連合会)を踏まえたものであろう。・・・本脚注2017年4月13日部分修正・・・

<sup>10</sup> 2016年5月に「日経ナウキャスト予測物価指数」の提供会社であるナウキャスト社のサイトにて公開の後、毎日新聞出版『週刊エコノミスト』2016年8月2日号にも説明を掲載している。

<sup>11</sup> いわゆる評価損の問題は、日銀よりも民間金融機関における方が本質的である。金融緩和の「出口」で日銀に生じる評価損は、統合政府としてみれば、同時に発生する財政部門における評価益で相殺されるはずだからである。日銀における評価損への対応が必要なのは、現実の制度において政府と日銀は別個の財務管理がなされているからに過ぎない。なお、現状では、政府も日銀も金融資産負債における時価評価を行っていないので、評価損益の問題は制度的な問題というよりも、各々の機関に対する市場からの信認の問題と、金融緩和の出口における自由度確保の問題と位置付けるべきだろう。

<sup>12</sup> 連動の基準金利をオーバーナイト金利としたのは、D項による償還(償還のための買い入れ)を柔軟に行えるようにすることを重視したのが主な理由だが、売却時のことを考えると最長期国債の利回りを基準とすべきという考え方もありうる。この辺りは、日銀のイールドカーブ・コントロールへの信認にもかかる問題なので別に議論したい。

<sup>13</sup> 国債が永久債であるかどうかという「形式」も本質ではない。中央銀行が保有国債の借り換えに際限なく応じるだろうという予想が一般に成立すれば、引き受けるのが期限付き債務であっても、その予想によりヘリコプターマネー効果が生じることになる。初期の高橋財政にはその効果があったし、それに対する高橋蔵相は、国債の日銀引受と並行する売りオペの実施によって、生じる効果をコントロールしていたことになると思われる。

<sup>14</sup> 2013年の黒田総裁就任後の日銀は、異次元緩和の名の下に大規模な国債買い入れによるマネタリーベース供給を行ったが、その物価に与えた効果は限られたものだった。その理由をF T P Lから解釈すれば、行われたのは要するに均衡物価水準決定式の分子各項間での入れ替えに過ぎず、その総量を変化させなかったからである(公正価格による国債オペは分子合計を変化させない)。しかし、そうして存在することになった膨大なマネタリーベースと、それを解消するときに生じるはずの日銀の財務負担への警戒とが(マネタリーベース回収の過程で金利上昇が起これば日銀に評価損が生じ、その一部は売却損として実現することになる)、人々に「ここまで来た日銀はマネタリーベースの回収に動けまい」という読みを生じさせてしまうことにでもなれば、現に存在するマネタリーベースの相当部分は一気にヘリコプターマネーへと転じることになる。そうならないための安全策が2003年にバーナンキFRB理事(当時)が講演で示唆した変動金利化であり、あるいは提案者が2016年に行った提案である(同提案の基本は今回の提案に含まれている)。

<sup>15</sup> 高橋財政の大きな特色は、日銀による国債引受と並行して、日銀保有国債の売りオペを行っていることである。すなわち高橋蔵相は1932年末からヘリコプターマネーの散布を開始する一方で、その早い段階から散布したマネーのサルベージに着手し、その効果をコントロールしていたわけだが、それが可能だったのは、1933年に始まる米国のニューディール政策もあって世界景気が回復に向かったという「運」に恵まれたからでもある。

<sup>16</sup> 繰り返しになるが、日銀が金利引き上げを同時に行えば、生じた物価上昇期待を時間軸上で引き延ばすことはできる。ただ、その効果も基本的に1回限りのものである。

<sup>17</sup> いわゆる「流動性の罭」における金融政策の自由度確保ためであれば、銀行券一般に対する付利(とりわけマイナス金利の付利)の方法を真剣に検討すべきである。