

みずほマーケット・トピック(2016年7月14日)

危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～

バーナンキ元 FRB 議長の突然の来日及び安倍首相との会談を受けてヘリコプターマネー政策(以下、単にヘリマネ)という言葉が俄かに見聞きするようになってきている。経済学を学んだことがある者ならば口にするにことすら憚られる同政策に関し、その可能性に言及する報道やレポートが増えていることは率直に驚く。ヘリマネは円の信認を「押し下げる」というよりも「叩き壊す」政策に近い。一度やったら簡単に原状回復はできない覚悟が必要である。現状、菅官房長官は明確にその可能性を否定しており、恐らくはそれが事実だろう。過去3年の経験を踏まえれば、円の価値を叩き壊すことに関して、政治的なコストとリターンが見合っているとは到底思えないし、恐らく思ってもいないと思われる。円高の歴史に苦悶した末にいよいよ通貨価値を叩き壊すという発想に至るのは自然な成り行きなのかもしれないが、自暴自棄になる前に、頑健な通貨価値を基盤として何が出来るのかを考える方が聡明と思われる。

～円の信認を「叩き壊す」ヘリマネ議論～

バーナンキ元 FRB 議長の突然の来日及び安倍首相との会談を受けてヘリコプターマネー政策(以下、単にヘリマネ)という言葉が俄かに見聞きするようになってきている。ヘリマネの定義は一様ではないが、「政府の財政出動を中央銀行の紙幣発行で補う政策」といった定義がイメージに近いかもしれない。要するに、通常の財政出動を行いつつ、その原資を「日銀による国債の直接引き受け」によって調達することをヘリマネと呼ぶことが多いように思われる。この点、新発債の殆どを日銀の量的・質的金融緩和政策(QQE)で吸収している現状は「実質的なヘリマネ状態にある」という評論はハロウィン緩和直後から頻繁に行われてきた。敢えて違いを見出すならば、消費税引き上げを中止ではなく延期としていることなどに表れるように、「財政再建の旗」を降ろしていない点などが真のヘリマネとの違いとなる。「ヘリコプターからばら撒く」というイメージに沿えば、ばら撒いた金を回収するという行為があってはならないし、その意思表示(財政再建の意思)もあるべきものではない。

だが、経済学を学んだことがある者ならば口にするにことすら憚られる同政策に関し、その可能性に言及する報道やレポートが増えていることは率直に驚く。足許では高官発言としてこれを伝える報道まで見られており、それゆえに市場でも無視できない材料となっている感が強い。例えば、産経新聞¹は前内閣官房参与の本田駐スイス大使が安倍首相に対し「今がヘリマネに踏み切るチャンスだ」と述べ、浜田内閣官房参与が関係者に「一度限りという条件ならヘリマネを検討してもよい」と語ったと報じている。だが、ヘリマネによるインフレ高進は一度では済まないところに忌避されてきた理由があり、本当にそのような発言があったのか俄かには信じがたい。実際、浜田参与はブルーム

¹ 『ヘリコプターマネー検討、安倍首相周辺で浮上 日銀資金で財政出動 「今がチャンスだ」と高官ら進言』、7月12日、産経新聞電子版

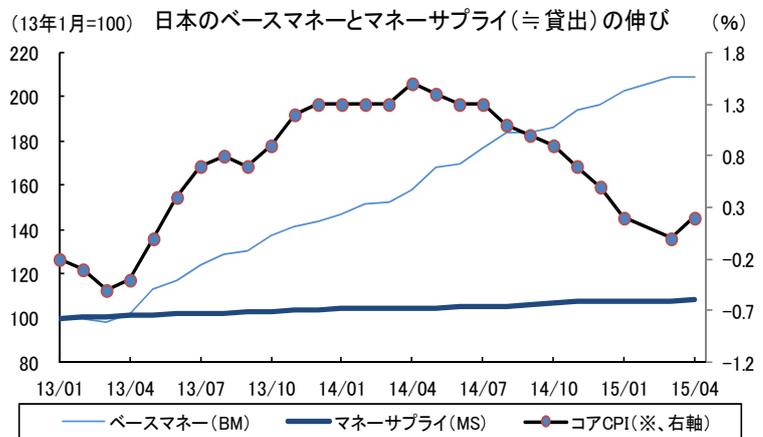
バーグのインタビュー²で「インフレに対する歯止めがなくなり、歴史的にみれば非常に大きな賭けだ」と述べている。どちらが同氏の本音なのかは知る由もないが、後述するように、ヘリマネは円の信認を「押し下げる」というよりも「叩き壊す」政策に近い。一度やったら簡単に原状回復はできない覚悟が必要である(そのような覚悟は誰も求めていないと思われるが・・・)。

もちろん、今週 12 日に行われたバーナンキ・安倍会談に際し、菅官房長官は「(ヘリマネについて)特段の言及があったとは承知していない」と述べており、黒田日銀総裁も今年 4 月の国会質疑で「(財政・金融政策を) 一体としてやるのは法的枠組みと矛盾する」と述べるなど、政策当局から正式にそのような話が浮上しているわけではない。しかし、現段階で金融市場がこの話題に浮足立っているのも確かであり、事実、今週に入ってから円安をヘリマネという言葉に結び付けて解説しようとする向きも見られる(昨日の本欄でも述べたようにそれは誤解である。あらゆる通貨がドルに対して売られる地合いであり、これは従前のドル売りが単に巻き戻されているに過ぎない)。

～確かに物価は上がり、円安にはなる～

しかし、最近ではマイナス金利政策がそうであったように、事前の情報発信と実際の政策決定に齟齬が生じた例はある。特に、参院選で政府・与党が大勝した直後にバーナンキ元議長が来日し、安倍首相と会談したとあっては市場も注目せざるを得ない。現状の報道では、経済対策に関し、国債増発が検討されるとの報道も見られており、これが「政府・与党による財政拡大＋日銀における国債購入増」の憶測を呼び、ヘリマネというワードに繋がっているようである(しかし、国債増発の真偽や政策内容、そして規模などを含め、詳細は不明である)。

とはいえ、「政府・与党による財政拡大＋日銀における国債購入増」はこれまでも行われてきた政策運営の枠組みであり、それで何か画期的な局面変化があるとは思えない。上述したように、それが真の意味でヘリマネの形を取るためには、家計・企業部門に資金を直接配布するような政策(定額給付金や地域振興券など)が採用された上で、原資は日銀による直接引き受けで調達される構図が



(資料) Bloomberg、※消費税増税の影響控除後

が一番イメージに合う。また、既に述べたように、ヘリマネで配布される資金は回収予定の無い家計・企業部門に対する「贈与」の性質を取る必要がある。とすれば、究極的には永久債、もしくは幾ばくかの良心を残したとして、今年ベルギーやアイルランドで発行された 1 世紀債(100 年債)などの形が取られるかもしれない。規模は時の政府・日銀が協議して決めるだろう。なお、当然にして直接引き受けを禁止した財政法 5 条の改正ないし特例措置³の援用は議論される必要がある。

² 『浜田内閣官房参与：財政と金融を一緒に打ち出せばいいー経済対策』、7月13日、ブルームバーグ

³ 財政法 5 条には「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」との例外を認めた記述がある。

ここまでやれば物価は上がるし、円安も進む。結局、中央銀行は金融部門におけるベースマネーを増やせても、実体経済におけるマネーサプライ(≒貸出)を増やすことはできなかった(前頁図)。実体経済におけるマネーサプライが増えないのだから、貨幣 1 単位当たりの価値が毀損する筋合いはない。よって物価は上がらないし、円安効果も持続的にはならない(ならなかった)。QQE は円安に効いたように見えたかもしれないが、それは FRB が正常化プロセスを進めている限りにおいては、という条件付きである(この点は、年初来の相場を見れば多くの説明を要しまい)。

～円の価値を叩き壊すリターンは小さい～

しかし、ヘリマネは円の価値を「押し下げる」といった生半可なものではなく、円の価値を「叩き壊す」政策である。既に述べたように、ヘリマネが奏功し始めた時点でそれは通貨の信認が喪失した状態であると考えられるため、「一度限りで止める」というファインチューニングは基本的に難しい。円の価値を叩き壊して暴落させた後に相当な勝算がない限り、実施される道理はない。2013



年以降、円の価値は最大で約 50%減価したが、2013 年 1 月～2016 年 3 月までの 13 四半期中、5 四半期がマイナス成長だった(図)。これを+3%ポイントの消費増税だけで説明するのは幾らなんでも乱暴だろう。むしろ、円の大幅減価が実質所得の毀損に繋がり、個人消費を抑制した側面に着目すべきである。斯かる事実を踏まえるだけでも、この期に及んで円の価値を叩き壊すことに関して、政治的なコストとリターンが見合っているとは到底思えないし、恐らく思ってもいないというのが実情だろう。菅官房長官が明確に否定しているという事実が全てと考えるのが自然と思われる。

～自暴自棄になってはならない～

知られている通り、変動相場移行後、円の歴史は「円高の歴史」だった。この間、金融・通貨政策面では世界で初めてゼロ金利政策、量的緩和政策(QE)に着手し、それでも止められない円高に対しては円売り介入で立ち向かってきた(結果として世界第二位の外貨準備高を積み上げた)。今年マイナス金利導入にまで踏み切ったが、やはり円高の流れは止まらなかった。また、財政政策面では消費増税を先送りにしても、それを格付け会社が指弾しても、そして政府債務残高が累増するような状況にあっても円の価値は劣化していない。さらに、未曾有の大震災や大津波、原子力発電所の事故という国難にあっても円の価値は下がらなかった(それどころか上がってしまった)。

やはり年間の経常収支が安定的に黒字であり、その結果として世界最大の対外純資産を積み上げ、デイスインフレ状況ゆえに実質金利が下がりにくいとあっては、通貨価値の毀損が難しいのだろう。こうした通貨高との悪戦苦闘の歴史の末に、もう円の価値を下げるには「押し下げるのではなく、叩き壊すしかない」という発想に至るのは自然の成り行きとも考えられる。しかし、そこまでして

円安・インフレを求めることが本当に正しいのかは慎重に考える必要がある。過去 3 年で大幅円安が進んだ際、多くの財・サービス価格が引き上げられた。市井の人々はこれに不平不満をもらしたはずである。ヘリマネの先に想定される円安やインフレは過去 3 年の比ではないだろう。

自暴自棄になって通貨価値を叩き壊す前に、頑健な通貨価値を基盤として何が出来るのかを考
える方が聡明と思われる。元より、資源輸入国の日本にとって原油安・円高は交易条件の大幅改善をもたらすものである。幸いにも上述したような経常収支や対外資産状況を踏まえれば、日本が一夜にして通貨危機に陥るようなことはない。この点、「第三の矢」として提示された各種構造改革を含む成長戦略を地道に検討・実施していく時間が日本には残されており、それが遠回りに見えて、最も堅い道になるように思われる。実際、雇用規制改革のように岩盤規制に切り込もうとする姿勢など、「第三の矢」にも引き続き注目していきたい部分は沢山ある。金融政策だけには頼れないという発想は前向きに評価される価値があるが、それがヘリマネである必要性は大きくないだろう。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イェレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック: ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序の(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～ 週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) 「原油価格上昇 & 円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	取返す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動向～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ憧れる期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくとFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)