

「財政再建に奇策はあるか？シムズ理論等の概観」

調査情報担当室

2017年5月11日、「財政再建に奇策はあるか？シムズ理論等の概観」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点のものである。また、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。



基調講演

佐藤 主光 氏（一橋大学経済学研究科教授）

コーディネーター 兼 コメンテーター

後藤 康雄 氏（成城大学社会イノベーション学部教授、企画調整室客員調査員）

○進行役 本日は、一橋大学経済学研究科の佐藤主光教授に「財政再建に奇策はあるか？シムズ理論等の概観」につきまして、お話をいただきます。先生は、財政分野では著名な研究者であり、省庁の様々な審議会の委員を務められるとともに、新聞・雑誌などにおいて積極的に御意見を公表されています。本日は、最近話題になっておりますFTPL（物価（水準）の財政理論）・シムズ理論の内容と、これに対する先生の御見解についてお話をいただきたいと思っております。

以降の進行につきましては、後藤先生、よろしく願いいたします。

○後藤氏（以下、敬称略） 後藤でございます。佐藤先生は、公共経済学・財政学の分野を中心に、学術面・政策面で第一線を走っておられている先生でいらっしゃいます。皆さんも先生の様々な著作を目にされたことがあるかと思いません。

本日のテーマ「物価の財政理論」という言葉自体は以前からありますが、ここに来て、またこの理論が注目を集めております。皆さまも言葉はお聞き及びかと思いますが、何となく分かったような分からないような、かゆいところに手が届かないという印象の方々が多いのではないかと推察します。

それでは佐藤先生、よろしくお願い致します。

○佐藤 では、よろしくお願い致します。

今年は、「物価の財政理論」やヘリコプターマネーの議論に加え、ふるさと納税や教育国債、子ども保険など、様々な話題や「珍策」といいますか、政策が見られた財政の当たり年という感じがします。

「物価の財政理論」は珍策というわけではなく、後で述べる通り、学術的なバックグラウンドがある議論なのですが、ここに来て急に注目を浴びたと思います。人の性だと思うのですが、やはり本当は財政再建をしなければいけない、消費税も本来は増税しなければいけなかった、でも人間は何もしたくないわけです。何もしない言い訳を考えることに関して人間は天才的であり、「物価の財政理論」のようなものが出てくると、これに飛びついてしまう傾向があるのだと思います。もちろん、「物価の財政理論」に実証的なバックグラウンドもないわけではないのです。ただ、これに飛びついている方々の動機はちょっと不純かなと思います。何もしないで問題が解決するなら、こんなありがたいことはないわけですから。



佐藤 主光
一橋大学経済学研究科教授

1. 財政再建の切り札か？

物価の財政理論は、我が国では「シムズ理論」として注目を浴びておりますが、シムズさんだけの理論ではなく、彼に加えてウッドフォードやコ克蘭など何人かの先生方が 1990 年代から 2000 年代にかけて確立していった理論です。ただ、シムズさんがノーベル経済学受賞者であり、かつ浜田宏一さんが「目からう

るこ」と言われたことから、ここに来て注目を浴びたのではないかと思います。

我が国におけるF T P Lに対する理解は、脱デフレのためにF T P Lを考えようということだと思います。金融政策は質的・量的金融緩和をやってはいるのですが、中々目標の物価上昇率2%には届かない。となると、ここに来て財政政策が必要だという議論になってくる。これは後ほど申し上げますが、元々金融緩和をしつつ財政出動をするという金融政策と財政政策の組み合わせは、ポリシーミックスとして景気対策ではよく言われることです。そうしないと、財政出動だけ行くと、金融市場がひっ迫して金利が上がってしまいますので。

しかし、F T P Lをこうしたポリシーミックスとして理解するには、二つ異なる点があります。一つ目は、期待が大きな役割を果たすということです。二つ目は、元々これは景気対策ではないということです。F T P Lは財政政策の重要性を強調はしますが、それは決して失業を減らそうとかマクロの有効需要を喚起しようとか、そういう議論では本当はないのです。しかし、我が国ではそういった議論の延長として理解されている節があります。元々、金融緩和と財政出動、まさにアベノミックスの第1の矢と第2の矢というポリシーミックス、ケインズとマネタリストの抱き合わせみたいな考え方の延長と思われる傾向がありますが、少し違うということです。

また、F T P Lでは、期待が最終的には大きな役割を果たしておりますが、無責任であることによって信認を得るという矛盾があります。つまり、あえて財政規律を弛緩させる、あまり財政再建をしないとコミットすることにより、脱デフレへの信用を得るという考え方です。「コントロールされた無責任」という言い方をする先生もおります。結果的に、期待に働きかけるということ言えば、質的・量的金融緩和と実はそれ程変わらないのです。フォワード・ルッキング、時間軸効果など色々な言葉を使いますが、要は将来のインフレ期待を高めたかったというのが狙いです。我が国で理解されているF T P Lが高めたい期待は、財政再建をしないことによる脱デフレという期待なのです。

2. パラダイムシフト？

我々が普通に考えていた議論と、「物価の財政理論」が考えている議論を対比してみます。

第一に、デフレに関して言うと、従来は「デフレは貨幣的な現象」であるため、金融政策で何とかするというのが基本的な考えだったと思います。「物価の財政理論」では、むしろ財政こそが、公債の残高こそが物価水準に影響を与える。物価の低迷は、実は財政サイドに要因があるのではないかと言っています。

このため、第二の「脱デフレの担い手」は、従来はもちろん金融政策でしたが、「物価の財政理論」では脱デフレの担い手は財政政策、具体的には基礎的財政収支の決定が重要だという言い方をします。ただし、ここでの基礎的財政収支は今年の基礎的財政収支ではなく、将来にわたる基礎的財政収支の現在価値です。そういう意味では、今日だけの話ではなく、長期的な視点を持っているという点は触れておきたいと思います。

第三の金融政策ですが、よく能動的とか受動的という言い方をします。我々の理解する金融政策は、日銀の独立性などと言われるように、財政当局から独立して、物価のテイラー・ルールのように物価の変化に対して果敢に対応していく、そういう意味において主導権を握っているというものでした。これを能動的金融政策という言い方をします。対照的に「物価の財政理論」では、金融政策は受動的であり、財政政策に対してどちらかと言うと追従する面があります。財政状況を見極めながら意思決定をするという点と、より大事な点として、ゼロ金利制約などがあるため、これ以上の有効な手が打てない状況という点があります。つまり、物価の下落に対して果敢に金融政策が打てない。手詰まり感を持っている状況が挙げられます。実は、FTPLの理論は、基本的には金融政策は名目金利を一定に保つとか、そういう設定なのです。名目金利が一定とは、ゼロとか低い水準で一定という感じで、物価が変わったから、インフレやデフレがあったから果敢に金利を変えていこうというテイラー・ルール的な想定をあまりしていません。そういう意味で受動的という言い方になります。

第四の財政政策ですが、普通我々が考えるのは「リカード型」です。これは、リカードの等価定理を思い浮かべればよく、最終的には長期の財政収支は均衡させなければならない。これを予算制約として、つまりプライマリーバランスが今日赤字なら明日は黒字にしないといけないという形で、長期的な収支を必ずバランスさせるように財政政策は制約を受けているという前提です。リカードの等価定理で、今日減税すれば必ず明日増税になるのは、予算制約の中でそうしないと帳尻が合わないからです。ところが、ここがイノベーションなのでしょうが、「物価の財政理論」は、非リカード型と言うのですが、長期の財政収支にはとらわれない。その意味で無責任なのです。では、誰がつじつまを合わせるのか。後ほど申し上げますが、それは財政ではないのです。

第五の予算制約ですが、従来型はどちらかと言うと政府の予算制約という理解ですが、「物価の財政理論」では基本的に政府と中央銀行の予算が統合した統合予算という考え方になります。そうでなければいけない必然性はないのですが、そういう形で語られることが多いです。

第六の「脱デフレのカギ」ですが、従来型も「物価の財政理論」も期待に頼っているという点では同じです。ただし、従来の議論はインフレ期待であり、インフレ期待が高まれば実質金利が下がり、インフレ期待が下がれば実質金利が上がる。後者の場合、いくら名目金利をゼロにしても実質金利がプラスになるのが問題だという議論です。「物価の財政理論」の期待は、増税しないという期待です。これが消費や投資を喚起するというものです。ここだけ見ればケインジアンなのですが、少しケインズとは違うという点を後ほど申し上げます。ただ、直接的な期待は、将来増税がない、だから自分たちが豊かであるという期待です。

「緊縮財政をやり過ぎると将来不安が起き、どうしても財布のひもがきつくなり、企業は投資を控える」ことがないようにする、ということです。

3. 参考：統合予算制約

F T P Lを参考までに数学的に表すと（図表）、統合予算制約で、右辺を現在価値化し、両辺ともに実質化しています。実質金利（ r ）は、時間と共に変わってもいいのですが、一応これが一定と仮定します。

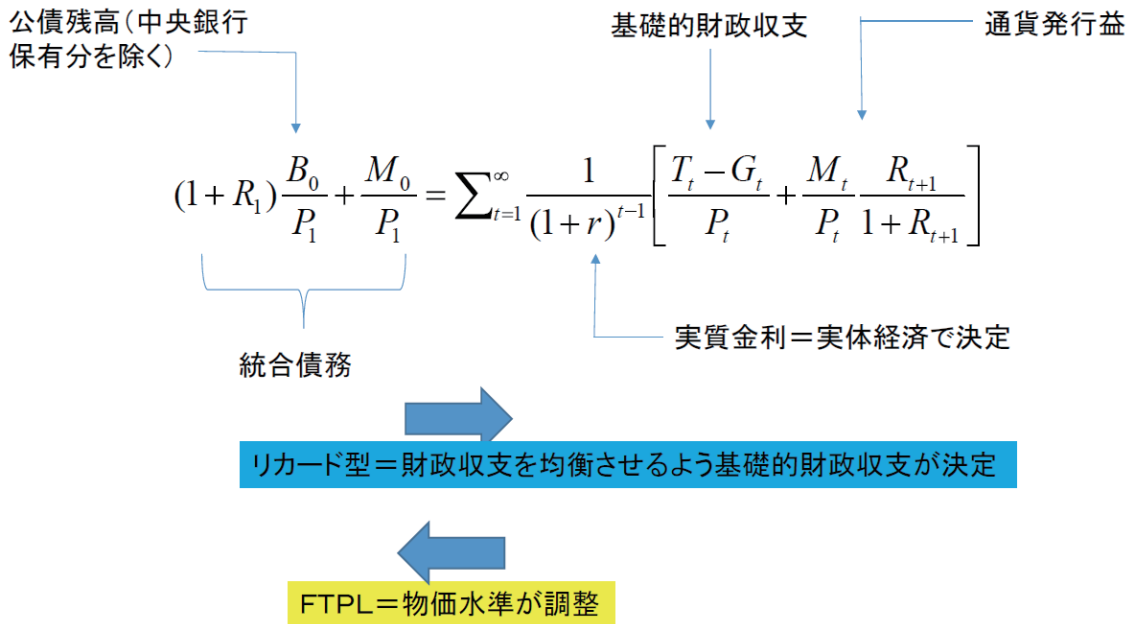
右辺の大括弧（ $[\]$ ）の中の第1項が基礎的財政収支です。第2項がシニョレージ（通貨発行益）で、日銀が通貨、マネタリーベースを発行して国債を買っていることにより、節約できる金利ということになります。日銀が受け取る国債の金利が単に国に返っていく状況を考えていただければ結構です。この右辺が統合予算制約ということになります。

なお、長期低迷はどういう状況かと言うと、この名目金利（ R ）が低い状態、下手をすればマイナスであったりする状態です。実質金利はざっくり言えば成長に、経済の生産性に依存しますので、生産性の伸びが落ちれば実質金利が低下し、マイナスになってしまいます。しかし、名目金利はマイナスにできませんので、これがゼロ制約という話になるわけです。

次に、左辺については、第1項が今日の債務残高です。ただし、この債務残高（ B ）は、中央銀行の保有分は除いていますので、市中消化分と思って下さい。第2項がマネタリーベースですが、これは要するにマネタリーベースの裏付けである日銀が持っている国債です。左辺が統合債務ということになります。

従来、私たちが理解しているリカード型では、左辺の実質化された債務が与えられているとして、右辺が帳尻を合わせるように均衡しなければいけないと読むわけです。つまり、左辺が右辺を決めているということになり、シニョレージを無視してしまうと、今日プライマリーバランスが赤字ならば、どこかで黒字にしないとこの式の等号は成立しないということになるわけです。

(図表) FTPLにおける統合予算制約式



「物価の財政理論」のイノベーションは、右から左へ見ましょと、この式の読み方を変えたというだけなのです。つまり、非リカード型な政府は、先に自分で勝手に決めてしまうのです。では何が帳尻を合わせるのか。左辺を見ると $B_0 \cdot M_0$ はもう既に発行されている債務であり、 R_1 は今日決まっている金利ですので、既に決められてしまっています。しかし、一つだけ、物価水準 (P) がまだ決まっておりません。つまり、FTPLにおいて物価水準は、両辺の帳尻が合わせられるように決まることになるわけです。

一般にマクロの理論は、ひたすら読み方だけを変えて異なる主張をするケースが多いですね。例えば、ケインジアンでは需要が決まれば供給が決まるわけですが。新古典派では供給サイドが資本ストックや労働などで決まるため、後で需要が決まってくるわけです。右から読むか左から読むかの違いという伝統は、FTPLにも当てはまっているわけですが、もちろんそれだけではノーベル賞を取ることはできません。彼らは、当然理論的なミクロ経済学的基礎付けはしっかりやっています。ただし、結果的に言えば、読み方が変わったということになります。

4. 参考：ヘリコプターマネー？

政府と日銀が連結決算しているということは、こういうことになります。まず、中央政府の債務は、ざっくり言えば（本当は日銀も民間なのですが）日銀保有の国債と、民間保有の国債の和になります。日銀のバランスシートは、保有してい

る株式などを無視すると、日銀が保有する国債が資産であり、マネタリーベース（現金とか日銀預け金）が負債です。政府と日銀が連結決算しているので、両者のバランスシートを足し合わせると、結果的に日銀保有の部分が帳消しになり、民間保有の国債とマネタリーベースが残ります。これが**図表**の数式における左辺ということになるわけです。

ヘリコプターマネーのポイントは、日銀が保有する国債は、実は債務ではないと言っているわけなのです。バランスシート上で日銀保有国債に対応するマネタリーベースは債務ではない、だから極端なことを言えば、国債を全部日銀が持ってくれば、民間保有の部分は限りなく減り、結果的には帳消しになるという議論です。マネタリーベースを債務と思うかどうかという点にかかっているということになります。人によってこの点に対する理解が違うということだけは言っておきます。ただし、FTPLに関して言えば、別にこれが債務ではないとは言っておりません。FTPLを主張する人たちにとって、マネタリーベースをどう理解するかの問題ではなく、物価水準をどう理解するかの方が大事なのです。

5. 金融政策と財政政策

財政政策がリカード型か非リカード型なのか、それから金融政策が受動的か能動的かという議論はよく出てきます。ただし、気をつけなければいけないのは、金融政策は何を操作変数としているかにより議論が変わってしまうのです。一応、マネタリスト的には政策変数は貨幣供給量なのですが、FTPLは基本的には金融政策の政策変数は金利であり、かつそれが受動的である—極端なことを言えば、名目ゼロ金利で金利が止まってしまっている—状態であり、かつ財政政策は非リカード型というこの組み合わせで実現しています。それ以外の組み合わせでは、均衡がうまく定まらなかったり、物価を決める数式が二つになってしまうと、少し厄介なことになると言われています。

6. FTPLのポイント

従来型の理論と「物価の財政理論」との違いを見てみます。第一の公債に対する理解です。かのリカード＝バローの等価定理で知られるバローの論文のタイトルは「公債は資産か」というタイトルです¹。従来型の理論すなわちリカードの世界においては、民間にとって公債は資産ではないのです。なぜかと言うと、

¹ Barro, R. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy* 82(6).

その公債は将来の増税への備えだからです。公債の裏には将来の増税がある、とならないと政府の財政収支の帳尻が合わないのです。皆が公債を持つのは将来の増税に備えるためということになり、消費に対する公債の資産効果はありません。もちろん、現実には自分で公債を持っている人はそれ程いませんので、実際のところは将来の増税に備えて皆が銀行に預金して、その預金を使って銀行が公債を持っているという理解で構いません。従って、公債に資産効果がないという言い方は極端ですが、あまりないということになります。少なくとも、公債を保有している動機が増税に対する備えである限りは。

ところが、FTPLの非リカード世界では、政府は財政収支の均衡にコミットしているわけではありません。すると、個人もそう思い、自分の持っている公債は純然たる資産であると考えため、資産効果が働き、消費の拡大につながっていくということになります。ただし、消費の拡大はケインズの世界とは異なり有効需要の拡大にはつながりません。この点は、後ほど申し上げます。

第二の財政変数（調整変数）ですが、従来型の理論では、基礎的財政収支あるいは通貨発行益を帳尻合わせさせるということになるはずですが、**図表**の数式の左辺が決まっています、右辺が後からついてくるわけですから。ところが、「物価の財政理論」の場合は、右辺が先に決まりますから、物価水準が調整されるということになるわけです。

第三の財政インフレについては、従来型の理論の場合、物価が上がるのは何らかの貨幣的なアクションがあるからです。つまり、中央銀行が公債を買う、具体的には通貨発行益を増やすことにより、結果として物価が上昇する。このメカニズムについて、私たちはウォレス＝サージェントの「マネタリストの不愉快な算術」という形で勉強したことがあるかも知れません。要するに、財政当局ではなく中央銀行が通貨発行益を出すという形で帳尻合わせをする。当然、それは物価上昇を引き起こし、インフレという形で跳ね返っていくということになるわけです。ただ、インフレの背後にあるのは中央銀行のアクションであるということがポイントです。ところが、「物価の財政理論」では、通貨発行益は必ずしも必要としていません。貨幣がなくてもいい、キャッシュレス・エコノミーでも全然構わないのです。結果的に物価水準が、自ずと財政収支を均衡させるように調整されるという摩訶不思議な世界が成立するわけです。数式的にはそうなるというだけです。

第四のフィッシャー方程式の読み方については、従来型の理論では、「実質金利＝名目金利－インフレ期待」ですので、名目は金融政策で決めるとして、インフレ期待にどう働きかけるかによって実質金利をどう変えていくかという世界

です。一方、「物価の財政理論」では、この部分だけは極めて古典経済学的であり、実質金利は実体経済が決めると割り切っているのです。ですので、フィッシャー方程式の読み方は、名目が金融政策で決まり、実質は実体経済で決まっております。インフレ期待が残ります。しかし、FTPLは別にインフレ期待そのものを動かしているわけではないというのがポイントです。物価の話をしたでしょうと思うかも知れませんが、インフレ期待と物価水準は少し違うのです。

7. FTPLへの誤解？

FTPLへの第一の誤解は、飽くまでも物価の水準を決めるモデルであり、物価の変化率を決めているわけではないという点です。もちろん、フィッシャー方程式が決めるのは期待インフレ率つまり平均のインフレ率であり、実際のインフレ率はもしかしたら変わるかも知れません。しかし、平均ベースで考えれば、これは名目金利と実質金利の乖離で決まってくるため、変化率自体は既に与えられているのです。ただ、初期の物価水準つまり今日の物価水準を何が決めるのか、ここにポイントがあるわけです。

これは、不決定性(indeterminacy)と呼ばれる議論であり、実体経済で様々な経済活動が決まり、貨幣的な要素が金融政策で決まり、インフレなども全部決まるのですが、最後に初期の物価水準、物価の初期値だけが決まらないのです。特に、テイラー・ルールが前提で、金融政策が名目金利を決めている世界を想定していますが、FTPLは、初期の物価水準が財政から決まると言ってきたわけです。そもそも、FTPLは、別に脱デフレというような話ではなく、物価水準の初期値の決まり方に関する議論として出てきたのです。

FTPLへの第二の誤解は、繰り返しになりますが、景気対策のモデルではないという点です。先ほど、FTPLでは資産効果が働き消費が盛り上がるが、有効需要にはつながらないと言いました。実は、FTPLでは完全雇用が前提で、生産量は一定です。その意味ではケインズモデルとは全く違います。ということは、総供給曲線は与えられているわけですので、民間需要はいくら増えても生産量は増えず、物価が上昇するだけです。つまり、FTPLは三段論法なのです。①財政再建しないということにコミットする。②個人は増税がないということを期待し、結果的に自分が持っている公債を含めて資産効果が働き、消費が盛り上がる。③消費が盛り上がっても生産量は決まっているため、物は増えずに物価が上がる、ということになるわけです。どこまで物価が上がるかといえば、**図表**の数式の帳尻が合うように物価が変わっていくということになるわけです。FTPLの直観は、財政再建しない、増税はない、自分の持っている国債も全部資

産である、それが消費を増やし物価圧力になる。どこまでの圧力になるかは収支の帳尻が合うまで、ということになるわけです。

F T P Lへの第三の誤解は、決して中央銀行の独立性を否定するものではないという点です。過日のシムズの講演も、実はかなりの部分が中央銀行の独立性に関する議論だったと思うのですが、F T P Lには中央銀行の独立性は別に関係ないということです。財政インフレの話をしているわけではありませんので。例えば、政府が日銀に対し、貨幣を発行して財政を補てんしろと言っているわけではありません。中央銀行自身も別に何かしているわけではなく、名目金利を決めているだけなのです。必ずしも能動的に振る舞っているわけでもなく、結果的に物価が上がると言っているだけです。その意味では、「マネタリストの不愉快な算術」のように、財政収支の帳尻合わせの責任を負わされているわけではないわけです。

なお、伝統的なモデル、「マネタリストの不愉快な算術」と物価の財政理論といった三つのモデルの相違点は、伝統的なモデルでは財政がリカード型なのです。「マネタリストの不愉快な算術」では財政は極めて無責任ですが、結果的には金融政策が帳尻を合わせるという世界です。ただ、帳尻を合わせる過程の中で貨幣的なアクションがあることから、お金が世に出てくるため、結果としてインフレが起きます。しかし、F T P Lは、貨幣的なアクションを求めておらず、別に貨幣の供給量が増えるとは言っていないのです。その意味においては、他のモデルとも、やはり違うのです。財政インフレは、中央銀行が最後にお金を発行しているわけですから、飽くまでも貨幣的現象なのです。しかしF T P Lは貨幣的な現象を求めておらず、飽くまでも財政収支の帳尻が合うように物価水準が変わるといっただけのことなのです。

8. F T P Lと期待

(F T P Lの2つの期待)

質的・量的金融緩和は、人々の将来の期待インフレに何らかの形（と言うしかないですけども）で働きかけようという議論で、「物価の財政理論」でも働きかけるのは期待です。F T P Lの場合、まず家計については、将来は増税がないよという期待であり、これが消費の拡大につながっていくのです。加えて、モデルの中では陽表的 (explicit) には出てこないのですが、もう一つ期待があります。家計は直接公債を持つことがなく、銀行に預けたりするため、銀行つまり一般的に言えば投資家の判断が大事になってくるのです。長期停滞の世界において投資家は質への逃避という形で公債に逃げてしまっており、公債の人氣があ

りすぎるわけですが、F T P Lの世界では財政の規律が緩むので、公債の安全性に不安が生じるわけです。すると、同じリスクならば他の資産を持つということになり、不動産を含む他の資産の購入に投資家が、具体的には銀行などが動く。そうすると、不動産の価格や株価が上がり、物の値段の上昇につながっていき、消費の拡大と相まって物価の上昇につながっていくというのがF T P Lの描く世界です。F T P Lにおいても期待がとても大事だということですが、その期待形成はけっこうトリッキーです。

F T P Lでは、財政が悪化することが分かっているながら財政は破綻しないと期待しているという矛盾があるのです。家計は将来増税がないと言われると、ラッキーとは思いますが、この国は大丈夫なのかとは思わないので、安心して物が買えるわけです。投資家も、財政状況が悪いため、国債をずっと持っていて大丈夫かとは思いますが、破綻があるとは思わない、つまり信頼が失われているわけではないということです。

(F T P Lにおける期待についての考え方のポイント)

ポイントは、そう都合よく期待してくれるのかなということなのです。例えば、期待インフレも別に政策変数ではなく、金融当局が直接コントロールできるわけではありません。合理的期待などと言いますが、人間は所詮合理的ではありませんし、他人を出し抜こうともしますし、期待がどのように形成されていくのか実はよく分からない面があるわけです。ですから、本当は色々な期待形成があり得るわけなのです。同様に、家計や投資家もF T P Lが想定する通りに期待してくれるかどうかは、本当のところはよく分からないのです。蓋を開けてみれば、財政が危機的だと思われて国債に対する信用がガタ落ちになるかも知れません。家計は、財政が破綻したら増税になることを危惧し、むしろ萎縮して消費などしないかも知れません。つまり、違う期待をしたらどうなるかということが問われてくるということです。

よく言われていることですが、アベノミクスがある種皮肉にも証明したことは、期待をコントロールするのは難しいということだと思えるのです。あれだけ金融政策を頑張っているのに、中々インフレ期待が向上していかない現実があるということは、金融政策ではうまくできなかったということです。まだやり方が足りないのだ、不十分だと言う人がいるかも知れませんが、現時点での評価は期待がうまくコントロールできていないということです。では、金融政策ができなかったことがなぜ財政でできるのか、という強い根拠がないのです。

さらに、日本においては、**図表**にある長期の財政収支を見ると、左辺はプラス

です。と言うことは、右辺も最終的にはプラスではないといけないのです。しかし、我が国の基礎的財政収支は、現在マイナスです。と言うことは、どこかの段階ではプラスにしないといけない、どこかの段階で財政再建されていることが前提なのです。そうでないと、つじつまが合いません。

実は、ギリシャやイタリアのプライマリーバランスは黒字ですが、過去の借金が多いので、利払い費の負担に苦しんでいるわけです。しかし、ということは、**図表**の数式を見ると、彼らの場合右辺はプラスなのです。そのため、物価が調整されるかも、と言えるかも知れませんが、我が国はこの段階でマイナスなのです。もちろん、成長すればプラスになるという楽観論もあるかも知れませんが、それは分かりません。

財政再建をしないとコミットすることで人々の行動を変え物価上昇を促すはずのFTPLが、我が国の場合は財政再建を前提にしないと成立しないという矛盾を抱えるのです。この点は、FTPLに対する批判としてよく出てきます。

(物価の伸縮性の仮定)

もう一つ、FTPLには、物価の伸縮性という重要な仮定があります。今日の物価が、**図表**の等式の帳尻を合わせるように自由に変えられるということが前提なのです。この点は、マクロ経済学の中ではあまり受け入れられていない前提のような気がします。ケインズ経済学では、典型的に物価は硬直的です。ニューケインジアン・モデルを前提にしても、物価の調整には手間取っています。だからこそ実質金利を変える余地が出てくるのですが、物価の動きがそこまでスムーズかという議論が出てくるのです。しかし、硬直的ならば、**図表**の数式の両辺がイコールにならず、収支の不均衡が起きることになります。収支が不均衡イコール財政破綻なのです。このため、物価が果たしてどこまで伸縮的なのかということが問われるのです。

FTPLは、理論としてはすごく綺麗なのですが、非常に細い道の上を歩いているようなものなのです。要するに、頑健性(robustness)がないというべきかも知れません。ちょっとした前提の変化が理論自体を壊しかねないのです。例えば人が違う期待をしたらどうか、物価が硬直的だったらどうか。前提条件が少しずれると、そもそも成り立ちにくい理論ということになるわけです。

ではFTPLは意味がないのでしょうか。そういう意味では必ずしもないということだけは申し上げないといけないのです。FTPLを強く主張されている先生方がよく言うのは、今の状況はあまりにも金融政策にとって良くない。なぜならば、金融政策はゼロ制約に直面しているからである。デフレは何かと言え

ば金融政策の正常化を阻害しているため、ここはF T P Lに一肌脱いでもらって脱デフレを実現する。そうなればゼロ金利が緩むので、そこから先は通常の世界に戻れるわけなのです。現在、金融政策が手詰まりになっているのを取りあえず財政政策で緩和してもらい、一旦ゼロ金利制約が解消されればそこから先は金融政策が引き受ける、というバトンタッチができるのではないかという議論は確かにできるわけです。

9. F T P Lと期待

デフレという言葉には、2種類の意味があったと思います。従来のデフレは、結果としてのデフレ。つまり、マクロ需要が不足することで物価水準の低迷あるいは物価の継続的な下落につながるというものです。これに対しては、典型的にはケインズ政策で有効需要を喚起しようという話です。

ところが、現在の我が国は完全雇用で、むしろ人手が不足しているぐらいです。供給側には制約がかかっていますので、マクロ需要の不足はないはずです。現在のデフレは、結果としてのデフレというよりは、金融政策の正常化を阻害する原因としてのデフレであり、これに対処するのがF T P Lという考えです。申し上げたとおり、F T P Lは景気対策ではないのですが、金融政策に対するお助けマンみたいなイメージでいいと思います。ただ、繰り返しになりますが、元々は現在価値で見れば基礎的財政収支は黒字じゃないとつじつまが合いません。現在は赤字となると、我が国でこの議論をするのは少し辛いかと思います。

もう一つ、F T P Lは、元々国債管理の議論でもあり、国債の満期構成を短期化あるいは長期化することにより、物価水準の変化のタイミングを変えるということが言われています。例えば、国債の満期構成が短期化すれば、短期化する前より早い時期に公債は償還を迎え、家計の手元現金が増えるわけです。すると、消費が増え、物価が上昇する。長期化すると、逆方向のロジックで消費の抑制につながり、物価が下がるということです。

極論を言えば、今日、全ての公債を償還すれば、家計は多額の現金を受け取ることになります。すると、資産効果が働き、消費を増やすという方向に働くかもしれないので、返すタイミングが大事だという話です。F T P Lの議論は、一方では満期構成の議論として使われていると思います。

10. 財政再建の奇策？

(物価の財政理論)

冒頭で申し上げました通り、去年くらいから、財政には様々な話題や政策が見

られており、「物価の財政理論」もその一つです。その主張は、財政再建つまり増税なんかはしないことで、皆が安心して消費や投資が喚起できれば物価は上昇するという事です。しかも、帳尻を合わせてくれるので、財政再建自体が必要なくなってしまう、という話です。しかし、財政破綻がないことを皆が信頼しなくてはならないという前提条件が必要です。財政再建をしない国の財政にどうやって信用を確保するのかという、極めて難しい議論に直面しています。「そんな期待形成ができるの？」という点がチャレンジなのです。

（ヘリコプターマネー）

ヘリコプターマネーは、先ほど申し上げました通り、中央銀行が全部引き受ければいい、コンソル（永久国債）化すればいいというものです。中央銀行が恒久的に保有すれば、民間に対する国の借金がチャラ、と言いたくなるのですが、統合予算ベースで考えれば債務の内訳が変わっただけ、公債から貨幣に変わっただけなのです。

貨幣は債務ではないという方もいますが、では貨幣の信頼を担保しているのは何かということになってしまいます。昔は金本位制でしたから、それは金だったはずですが、今は管理通貨制ですので、金ではない何かであるわけです。何かと言うと、政府の収支、税収を確保できる力（徴税権）です。通貨に対する信認をどうやって担保するのか、ということがヘリコプターマネーの主張の裏にある話です。やはり信頼なのです。無責任な政府を国民は信用するのか、裏付けのない通貨を人は信用するのかという点にかかってくるということです。

（ドーマー条件）

また昔のドーマー条件に議論が戻ってきています。与謝野・竹中論争とも言われる、金利と成長率はどちらかが高いのかという話です。金利が成長率よりも高ければ、長期的に債務残高対GDP比を安定化させるためには、基礎的財政収支は黒字化しなければならない、というのがドーマー条件です。ところが、仮に継続的に成長率が金利を上回ってくれるならば、別に基礎的財政収支は赤字でも構わないわけです。経済財政諮問会議で、与謝野さんは金利の方が高いに決まっていると発言し、竹中さんはいや成長率の方が高いと主張しています。

今、この話が違う顔で戻ってきています。2020年の基礎的財政収支の黒字化は必要ないという主張です。要するに、国債の対GDP比が下がればいいのかということなのです。ですので、基礎的財政収支の黒字化ではなく、公債残高の対GDP比を下げることを目標に掲げましょうというように、2020年の目標

を切り替えようとする動きがあるわけです²。彼らの主張は、成長が金利を長期にわたって超えていることが前提条件になります。そうでないと、(基礎的財政収支が赤字でも) 公債残高の対GDP比が安定的に下がりません。

確かに、ドーマー条件を主張する時、もし金利が継続的に成長率を下回るならば、財政収支は赤字でも構わないのですが、内閣府の中長期試算では長い目で見れば金利の方が高くなっています。この点は、ピケティの格差論の前提でもあります。経済が成長すれば、皆お金を借りるので金利も上がります。また、資本の生産性が上がることで金利は上がっていくはずですが。このため、長い目で見れば、基礎的財政収支を黒字化しないとまずい、となるはずなのです。

(各説が混在した主張も)

こうした理論が、混在した主張も見られます。例えば、よくあるのは「物価の財政理論」とヘリコプターマネーを絡めて、統合政府ベースで考えれば債務は無いから大丈夫だという主張です。また、「物価の財政理論」でも長期的には基礎的財政収支は黒字でないとつじつまが合わないのですが、ドーマー条件では成長率が金利を上回っている限り基礎的財政収支は赤字でも構わないということになります。つまり、「物価の財政理論」、シムズ理論かつドーマー条件でもって、たとえ基礎的財政収支が赤字でも別に構いません、物価が調整されておしまいという、そんな議論にもつながるということです。この辺りを織り交ぜた議論がこれから出てくるし、実際、行われている感じがしています。

なお、「物価の財政理論」は、元々は極めて学術的な議論で、アカデミックな中での議論の一つという位置付けです。マクロ経済学の分野は百家争鳴ですが、FTPLはたまたまアンテナが合ったと言うか、現在の我が国の財政状況を鑑みると助け船に見える理論なのだと思います。繰り返しますが、これが現実に対応されるための前提条件はかなり厳しいということです。人々が非常にトリッキーな期待をしてくれないといけないし、現在の基礎的財政収支が赤字であること自体がまずいのです。自ずと黒字化になることが大前提で、そうしなくていいというのであれば成長率が金利を継続的に上回り、経済が拡大していくという世界を描かないと成立しないということになります。

私の方からは以上とさせていただきます。

○後藤 佐藤先生、どうもありがとうございました。大変、貴重なお話を伺えて、

² 冒頭で触れたとおり、本講演は「経済財政運営と改革の基本方針2017」の公表(6月9日)前に開催された。

私自身とても勉強になりました。

最初に申し上げましたが、FTPLという名前はかなり流布しているわけですが、分かったような分からないようなという印象が強い分野かと思います。本日のお話を聞いて、やはり元々難しいものだったということを確認できた気が致します。印象深かったのは、その難しい話をとても明快に分かりやすくお話いただけただけということです。

特に3点ございました。

一つ目は、FTPLというものが、現在の我が国の政策的な解釈のような出自のものではないということです。この点を、学術研究全体の中でどのような位置付けになるのかという視点を交えて明確にお示しいただけたかと思います。

二つ目は、FTPLの中核的な構造部分につきまして、とても分かりやすくかみくだいてお話しいただきました。例えば、左辺と右辺の因果関係の読み方を変える点が本質であるとか、三段構造になっているとか、誤解を生まない範囲で中核的なところを分かりやすくお話しいただけただけかと思います。

三つ目は、周辺の知識のご解説です。理論を理解するに当たっては、関連する様々な経済メカニズムを前提として理解しておかなくてははいけません、往々にして経済理論を主張する人たちは、そういった関連事項をあたかも万人共通の暗黙の事柄のように話されることも多いように感じます。しかし、実際はそうではなくて、例えば経済における公債の位置付けは識者によって違ふとか、インフレ期待も一筋縄ではいかない概念であるとか、理論を理解するに当たり必要な経済メカニズムあるいは周辺情報につきましても、分かりやすくポイントをご説明いただけただけかと思います。

それでは、皆さんの先鞭を切って質問させていただきたいと思います。

1点目は、FTPLの経済全体における位置付けに絡む点です。現在の我が国の状況を考えたとき、特に財政の実務家の方々がこの理論に飛びつくのは現実感覚としてよく分かるのですが、そもそもシムズ先生たちがどのような主旨でこの理論を提唱されたのかという点を確認させていただきたく存じます。FTPL自体は登場したのが20年近く前だったように思いますが、その時は我が国以外はまだそれほどマクロ政策に今ほどの手詰まり感はなかったはずで、楽とは言えなかったかも知れませんが、アメリカもヨーロッパも含む先進国が軒



後藤 康雄
成城大学教授

並みほぼゼロ金利というよう状況ではなかった時代です。リーマンショックもまだ経験していませんでした。そのような中で、FTPLをどのような主旨あるいは目的で提唱されたのかということ、改めて伺っておきたいと思います。我が国などを見て、これから起こり得ることを先取りして提唱されたのでしょうか。その辺りを伺えればと思います。

2点目は、1点目にも絡むのですが、学界においてFTPLは、どのような基本的考え方と親和性が高いのでしょうか。端的にいいますと、新古典派とケインジアンとの関係性です。経済学界においては、新古典派に連なる流れと、ケインジアンやニューケインジアンの対立というのが我々の知るステレオタイプな対立構図かと思えます。財政が重要という点を踏まえつつ、FTPLとニューケインジアンの親和性について伺いたく存じます。先生御自身もおっしゃっていたとおり、理論の中核に物価の伸縮性が織り込まれていますので、どちらにとって乗りやすい議論かという点に興味を持った次第です。

3点目は、理論的にエレガントな構造になっている雰囲気は十分感じさせていただいたのですが、経済現象全般がそうであるように、財政分野も相応の実証分析の裏付けがあつて説得力を持ってくると思えます。FTPLをめぐる実証分析というのは積極的になされてきたのでしょうか。過去の事例においては、FTPLの描くストーリーが成立する前に、先生御自身が言及されていたように、財政破綻をしてしまうケースが多いのではないかという印象があります。FTPLの実証研究の蓄積について伺えればと思います。

○佐藤 3点目から申し上げますと、元々FTPLが出てきた背景に実証があります。物価の推移が貨幣では説明できないのではないかという議論があり、どちらかと言うとそうではないもの、例えば公債とか満期構成とかいったものにより影響されているのではないかという実証が海外で見られます。国内では、2000年に慶應の土居先生がFTPLで、我が国についての実証を行われています³。また、ブラジルだったと思いますが、1980年代、公債の増加があつて結果的に物価が上がっていったという話も出ています。

1点目に関しては、申し上げました通り、FTPLの理論的な面白さは、そもそも物価の水準はどこで決まっているのか、という初期値の決定の話だったのです。例えば、経済成長の理論であるソローモデルでは、必ず資本ストックの初期値というものがあるのです。これは目に見えるものですし、歴史的に与えられ

³ 土居丈朗「我が国における国債管理政策と物価水準の財政理論」『経済分析 政策研究の視点シリーズ』第16号、169-211頁(2000年)。

ており、分かるのです。ところが、物価水準というのは、金融政策により人間が人工的に作っている面があるので、それは歴史的に決まっているはずはないのです。そのため、モデルの中で導けないとおかしいのではないかという議論が出てきます。人間が、政策が決められている、ではどの政策が決められているのだろうかと言うと、どうも金融政策ではなさそうだとということになりますと、やはり財政かなという議論があったのだと思います。

2点目の親和性が高いのは、やはり古典派かと思います。完全雇用は大前提として、実質金利が与えられており、物価水準は伸縮的であるというのは、典型的な古典派の世界です。古典派は、通常はリカード型の政府と親和性が高いのですが、それをあえて非リカード的にするところがハイブリッドかなという気がします。ただ、逆に言うと、ケインズ経済学ではないのです。例えば、積極的に赤字を作ろうとか、財政状況が悪くても構わないというのは、同じノーベル経済学賞受賞者のスティグリッツ氏も言っています。彼の背景はケインズですので、物価は硬直的だし、雇用は不完全という世界です。従って、FTPLは、実はケインズ経済学からは離れている気がするのです。

○後藤 それでは皆様から、ぜひ質問やコメントをいただければと思います。

○質問者1 大変分かりやすい説得力のある説明をありがとうございました。シムズ理論の現実的な適用性という意味で、お伺いしたいと思います。

1点目は、FTPLは景気対策ではなく、そういう意味では物価水準に働きかける物価政策かも知れないのですが、例えば財政政策を行った際、財政政策は景気対策ではないという説明を仮にした時に、どこまで受け止めてもらえるかという点です。景気対策ではない財政政策は無いように思うのですが、FTPLの立場に基づき、説得力のある説明ができるのでしょうか。

2点目は、増税の延期をずっと繰り返していくなれば、ますます増税期待が高まるので、そういう中で増税しないという期待、財政破綻してもいいと言うと変ですけど、財政再建ということではない期待というのは現実的に持たないのではないかと思います。どのように思われますでしょうか。

3点目は、中央銀行が独立であるということが理論の中に入っていると思うのですが、現実問題としては財金分離ではなく、金融政策と財政政策が非常にミックスされ、日銀と中央政府の役割が一緒になってしまうような印象があります。そのため、国会答弁などを聞くと政府はこの理論に予防線を張っているのではないかと思っているのですが、FTPLを推進していく上での現実的な説明

方法がございましたらお聞かせいただきたいと思います。

○佐藤 1点目に関しては、現在、我が国でF T P Lを活用しようとする際に、少し面倒なのは、別に財政の拡大を求めているわけではないという点です。経済成長もするから、長い目で見れば基礎的財政収支は黒字化するということは前提ですが、積極的な支出を増やせというよりは、まず一つは増税をしないということを目安に言う、例えばインフレ率が2%になるまで消費税は増税しないという宣言を出してみたらどうかという議論はあるのです。この財政政策は何なのかと言うと、景気対策ではありません。ただ、F T P Lの世界では完全雇用は実現しているのです、デフレ自体を解消したいという世界です。

現在、我が国も完全雇用、人手不足であり、景気対策をする理由はありません。公共事業をやったとしても人がいないわけです。と言うことは、脱デフレは実は景気対策で実現するわけではないという問題が多分あるのだと思います。ですので、景気対策とは異なる脱デフレのための金融政策・財政政策が求められることになるかと思えます。具体的には、人々の期待に直接働きかけたいので、2%物価が上昇するまで消費税は先送りすると宣言するのです。人々がどう受け止めるかは分かりませんが、消費税を当面増税しないのだなと思えば、財布のひもも緩むかも知れません。財布のひもが緩めば、結果的に本当に2%になるかも知れないという、自己実現的な世界です。こうした点がF T P Lから読み解けるメッセージ、財政政策の在り方という気はします。

3点目に関しては、現実問題として考えた時に、我が国の日銀と政府との関係は、F T P Lが想定している世界よりは「マネタリストの不愉快な算術」に近い気がするのです。これは、国債を購入するという形で、結果的に帳尻合わせをしているのは日銀だからです。金利がゼロでシニョレージはほとんどない中で、基礎的財政収支の赤字は増えているわけですが、国債の民間保有は減り、マネタリーベースは増えていっていますので、結果的に見るとヘリコプターマネーに近い世界にあるのかなという気はするのです。実際、制度的には認められていませんが、日銀が直接国債を買っているのと変わりはないと思うのです。金融機関も日銀が買ってくれると思えばこそ国債を買うわけだと思えますし。

日銀と政府のヘリコプターマネー的な関係、「マネタリストの不愉快な算術」が想定するような世界においては、理屈上、最後はインフレが起きるはずですが、我々は、現在そういう世界を生きているのではないのかという気はします。恐らく、本当は、日銀の今回の金融緩和は飽くまでも時間稼ぎだったはずなのです。カンフル剤を打って少し景気を良くして、その間に構造改革をさっとやって機

動的に成長させるという当面の政策だったはずなのですが、構造改革が進まなかったため、結果的にはカンフル剤を打ち続けざるを得ない状況になってきています。だからこそ、現在の手詰まり感があると思うのです。日銀がいつまで帳尻合わせをできるのか、よく分からないですから。

○佐藤 2点目に関しては、期待の役割については、やはり未来は分からないです。将来にインフレが起こるということを期待する背景が何かなければいけないのです。それが何かということなのですが、日本経済は成長する、景気が良くなるという見通しがなければインフレなんて起きるわけがないですから、インフレを期待するというのは、空から降ってくる期待ではなく、何らかの将来に対する見通しがあればこそだと思うのです。

完全雇用の世界で、なぜデフレなのかという時に、そもそも生産性の低下に原因があるのではないかという議論があります。新古典派的な解釈をしますと、生産性の低下は賃金の下落につながりますので、賃金の下落は企業のコストを下げ、企業のコストが下がれば物価も下がります。従って、賃金が伸びない理由は生産性に帰するのではないかという議論です。

現在の我が国は、企業の内部留保が増えているということが言われていますが、誰も投資をしないのです。タンス預金も増えています。やはり、将来に対する見通しが持てないからです。企業は将来に対する見通しを持たなければ投資はしないし、個人も家を買おうとか新しい何かを買おうとか思わないのです。自治体だって新しい公共投資をしようなどと中々思えないし、事業を展開しようとも思えないわけです。やはり、国の先行きというところに帰するのだと思います。『デフレの正体』⁴という本では人口の変化に注目していましたが、人口に限らず我が国の成長の余地がどこまであるのかについて、皆懐疑的なのだと思います。すると、中々経済が上向くということがない。経済が上向かなければ物価も上がりようがないはずなのです。ですので、何も根拠がないのにインフレ期待を持てというのはかなり難しいことで、確かにインフレやデフレが貨幣的現象であればお金だけ何とかすれば良かったのですが、FTPLでも言っているとおりどうもそれだけではなさそうだ。特にグローバル化の世界においては、外国の動向にも影響を受けますので。では、我が国の経済は今どうなっているのかなと、先行きが人々のインフレ期待を低めているというか、物価上昇イコール景気が良くなる余地がないという期待形成になってしまっているのではないかという気がします。

⁴ 藻谷浩介『デフレの正体』（角川書店、2010年）。

○佐藤 3点目の財金分離に関しては。これまで我々は財金を分離して考えなければいけないと、ある種常識として理解していました。かつてのような財政インフレは避けたい、金融政策は金融政策、財政は財政としてやりたい。でも、統合予算というところからお分かりのとおり、FTPLの世界はそのようなことは無理だと言っているのです。日銀も政府の一翼を担うのですし。財金分離は、原理としてはそれでも実体としてこの二つは別れているのか、というのは統合政府という考え方の裏にある主張だと思うのです。

良いか悪いかは別として、結局、誰かが帳尻を合わせなければいけないという時に、財政が帳尻を合わせなければ金融当局がそれを担うことになります。FTPL的には、金融当局でもなければ物価水準だけなのですが。金融と財政が決してバラバラに成立するものではないだろうということは、親会社と子会社がバラバラでいるというのはあり得ますかと言っているのと同じことです。それは連結でしょう。また、我が国の場合、地方分権とは言っても、中央政府と自治体は事実上連結されているわけです。交付税など、財政的に完全に切れているわけではありません。馴れ合いが起きるとまずいので、制度的に分けなければいけないという議論があるのは分かりますが、制度的に分けたからといって実体として分かれていますかと言われれば、究極的には一方が他方を助けるという世界はあるのではないのでしょうか。マクロの中でも、金融ができなければ財政が、財政ができなければ金融がという形で経済の安定化とか成長とかやっていかなければ無理だという話になっているのです。

○質問者2 本日は、ありがとうございます。2点、お伺いします。

1点目は、図表の等式につきまして、左辺から右辺という読み方は腑に落ちるのですが、右辺から左辺という読み方が少し腑に落ちないところがございます。右辺は長期にわたる将来を見通した式になっている一方、左辺は変数の時点が現時点ということになっています。すると、左辺から右辺という読み方ですと、現時点の状況が将来に向かって影響を与えるということで腑に落ちるのですが、右辺から左辺という読み方の場合は将来が現在に影響を与えているということになり、少し腑に落ちないのです。

と言うのも、左辺は現在の値ということで、ストックで考えると確かにそうなのですが、それをフローに考えてみた時に、例えば将来の黒字で現在の債務残高を徐々に減らしていくと考えれば、差分で考えても等式が成り立つのではないかと思うのですが、その場合、右辺の分母に将来のPが残るのではないかと思ってしまうのです。そういう意味で、右辺から左辺という読み方は腑に落ちないと

思っておりますので、更に教えていただければ幸いです。

2点目は、やはり現実に当てはめる時にどうなのかということを考えて時に、実証研究の中で理論が作られてきたというお話を伺いましたが、前提を置いた上で理論を組み立てていくと、一般化する時には前提を踏まえないと現実世界に適用できないと思います。先ほど細い線の理論というお話もあつたかと思いますが、現実に当てはめるのが難しい理論は本当に現実に当てはめるべき理論なのでしょうか。前提がないと駄目な理論は机上の空論になりやすいという印象を受けてしまいますので、実際にFTPLについて人に説明する時に、前提を説明しないとこれはこうなんですと言えない理論というのは、現実世界に当てはめるに際して、本当にエレガントな理論と言えるのかという疑問を持っております。こうした疑問への御意見を頂ければと思います。

○佐藤 2点目は、経済学一般に関して言えることなのですが、我々が経済学の理論を構築するときには、色々な仮定を付けるわけですね。取りあえず面倒だから二期間モデルとか、取りあえずこの市場だけに注目とか、取りあえず閉鎖経済とか。部分均衡分析という言い方をしますが、取りあえずそのような感じで幾つかの前提条件に基づいて議論をしているわけなのです。ただ、仮定の多くは単なるfor simplicityというやつで、簡単化するためものです。別に難しくしてもいいのですが、それでは話はややこしくなりすぎるので、取りあえず捨象しましょう、世の中は複雑なので全てを取り込むことはできないため、幾つかの部分は捨象していきましょうということです。その仮定を外したから本質が変わるかと言えば、別にそれは難しくするだけであって、問題のポイントはあまり変わらないという仮定もあるのです。

典型的なのは、二期間モデルと無限期間モデルはあまり変わらないので、どちらか分かりやすい方で説明しようという話です。また、経済学でよく言われる代表的個人という仮定も、財政学者は格差の議論をしますが、マクロで成長の議論をしている時には取りあえず横に置いて良いと考えます。だってパイを大きくするのでしょう、その後そのパイをどう分割するか考えようというように、二段論法で考えてしまえば別に代表的個人でもいいわけです。まして、その代表的個人は死にません。無限期間は現実的にはせいぜい100年程度ですが、ちょっと長い期間を見たいというための簡単化として色々なものを入れたところで本質を変えるものではありません。

ただし、これが本質的であるという仮定もあります。経済学が少しずるいのは、全ての仮定を並べたとき、多分半分以上はどうでもいい仮定なのですが、残りの

幾つかが大事な仮定ということがあったりするのです。これが成立しているか否かが、意外と大きなポイントになるということがあります。例えば、「物価の財政理論」の場合は、物価の伸縮性と期待形成のところの2点は大きな仮定です。しかし、残りについては、例えば成長が入ってないと言われても、別に入れてもいいのです。また、税は何税ですかという話が出ますが、消費税でも法人税でも何でもいいのです。法人税、消費税、所得税は経済活動に歪みを与えますので、それ自体が他の編成にも影響するはずなのですが、そこも入れても別に大きく変わるものではないということになります。

1点目は、個人が合理的とは、未来があって今が決まる世界なのです。例えば、消費や貯蓄の選択というモデルにおいて、今日どれくらい消費するかは、今日の所得がいくらあるかで決まるのではなく、これからどれくらい稼げるか、つまり将来どうなるかで決まるのです。FTPLにおける図表の等式の右辺から左辺への読み方はフォワード・ルッキングなのです。つまり、実際は未来のことなど分かるわけがありませんので、皆がどんな期待を持っているかということが決まるとそれが現在 (P_t) に跳ね返ってくるのです。

くどいようですが、どのように期待形成をするのかという点が問われてくるんですが、リカード型はもっと素直で、制約として読んでいるだけです。フォワード・ルッキングという話ではないのです。ある意味で、FTPLは別に特異な話をしているわけではなく、古典派であれニューケインジアンであれ、マクロ経済学で通常行われているように、期待形成から現在の意思決定をする、合理的な個人を想定する、と考えていいと思います。

○質問者3 二点ほど、お伺いします。

1点目は、仮にFTPLがうまくいき、物価が上昇した場合、FTPLはその上昇にどう歯止めをかけようという考えなのでしょうか。2点目は、FTPLはある意味で奇策ということでしたが、日銀の金融政策に限界が見えつつあると言われる中で、我が国はどのようにデフレを脱却するのでしょうか。FTPLが適切ではないという場合、どのような道があるのでしょうか。

○佐藤 物価上昇率が2%になるまで消費税増税をしないというアナウンスをして、では2%になったらどうするのか。ここから先は、物価をコントロールするために、必要であれば金利を上げるという選択肢が出てきます。財政で物価を上げておいて、後は行きすぎないように金融政策で支えていこうという二段構えになるわけです。ただ、一回インフレに火がついた時に、急に引き締めて何と

かなるのか、どうやってインフレを抑えるのか、あまり一気に引き締めると戻ってしまうので引き締め方も難しくないかという現実的な議論は、もちろんあると思うのです。

脱デフレのためにどうしたらいいかということですが、我々は実はインフレやデフレの原因がよく分かっていないところがあります。デフレとは何か。第一に、貨幣的現象であるという考え方では、これまでの日銀の政策は間違えているので、お金を刷りマネタリーベースを拡大してみたが、これは違うとなった。第二に、F T P Lでは、財政を引き締めすぎたのがいけないのであり、引き締めなければ物価は上がるのではないかとありますが、これは分かりません。

それ以外には、人口が減っていく中で、デフレは宿命的という考え方も取れずし、生産性の低さが裏にあるのではないとも言われます。この点については、鶏と卵みたいな感じもするのですが、賃金が上がらないと駄目だという点も一方で議論されています。賃金が上がらないと、消費が増えずに物価上昇にもつながらないわけです。ただし、単に最低賃金を上げるだけならば、会社は潰れていますので、やはり生産性を上げるしかない、低生産性に問題があるということになるかと思えます。実際、我が国の生産性は、90年代のバブル崩壊後は下がっているという実証分析もあります。デフレの原因は、もしかしたら生産性かなということでは言われていますが、本当のところは分かりません。

この問題で厄介なところは、よく原因が分からないまま対処法を考えてきたという面がなきにしもあらずだと思います。ただ、歴史的に言えば、19世紀のイギリスも意外とデフレ基調だった、経済は成熟するとデフレになるという話があったりしますので、デフレの何が悪いと言う人もいます。賃金が伸びないし、良くないのも事実なのですけれども。

もし、我が国の構造に根差している面があるとするならば、構造改革をしなければいけないのではないかという議論になります。我が国の政策が少し間違えたのは、脱デフレを優先させるという発想だと思うのです。そのため、構造改革や痛みを伴う増税などは先送りされました。デフレさえ脱却すれば、後は色々な構造改革もできるという言い方をしておりましたが、もし構造自体がデフレの原因であったとしたら、それを先延ばししていることはデフレを先延ばししているのと変わらないことになってしまいます。ですから、本来アベノミクスの3本の矢は同時に打たなければいけなかったと思います。

○質問者4 本日の御説明の中で、人々が財政破綻を予想したならばどうなるのか、というお話がありました。仮にそうなった場合、F T P Lは皆が財政破綻

はしないということを前提に理論を組み立てており、破綻した場合には理論的にはお手上げで、他を当たって下さいということになるのでしょうか。あるいは、最初の価格 P_1 が天文学的に大きくなっていくだけであり、理論的には成立すると考えるのでしょうか。

○佐藤 財政破綻をしても、企業と違って国は消えないのです。借金をして、どこかの国の植民地になるなんてこともないわけです。そのため、結果的にはつじつまは合います。ただ合わせ方がどうなるかです。つまり、仮に財政破綻が起きれば、あり得るシナリオ1は、ギリシャなどがやっているように厳しい財政再建が強いられるか、デフォルトするか、あるいは日銀が救済に入るかです。要するに、財政ファイナンスが起きるか。それも無理であったならば、結果的には財政ファイナンスをしてもそうなりますが、 P_1 が上がるかです。ただ P_1 が上がる時、2%で済むかどうかは分かりません。最終的には、帳尻が合うようにどこかが調整される。それがどれになっても、国民の負担になると言っているだけなのです。

増税になったならば、国民の負担です。国債がデフォルトになったならば、我が国の場合、ほぼ全部国内で消化されていますので、国内の金融機関が破綻しかねないわけですし、それは預金者の不利益となります。銀行が潰れば、金融危機システムにそごが生じる可能性もあるわけです。ですから、結果的に見れば国民の負担になります。もちろん、物価が上がればこれも国民の負担になります。何もしないままだと帳尻が合わないとすれば、結果的に何かをすることによって合わせるしかない、どこかで思いがけない形で帳尻合わせをせざるを得ないということになると思います。

ただし、あらかじめ何により調整されるかは決まっているわけではないのです。仮定することはできますが、本当にそうかは分かりません。極端なことを言えば、戦後のように、 P_1 が急上昇して債務が帳消しということになるのかも知れませんが、予想はつきません。

○質問者5 本日は、ありがとうございました。

F T P L を用いた議論として、同じ財政悪化でも、支出の性格で影響は変わり得るといふ説を見たことがあります。例えば、10年間、毎年何兆円という公共事業のパッケージをやることで、単に毎年同額の支出を行うよりも、より財政の悪化が見込まれるため効果的などというような説だと記憶しています。このような議論は、オリジナルの論考に根差したものなのでしょうか。

○佐藤 それは、元々のF T P Lの意図ではありません。F T P Lは、別に支出について変動を求めているわけでもないし、空から降ってきているだけなのです。しかも、F T P Lを主張している人たちの中でも、取り立てて強い関心のあるパラメーターでもないのです。かつ、短期的か長期的につきましても、最終的には現在価値が変わればいいだけの話ですので、長い目で見た支出なのか、短期的に出てきた支出なのか、現在価値ベースで見て同じならば効果は同じでしょうという議論になってしまうと思うのです。

今の主張は、景気対策をやった時、一時的な景気対策ではまた元に戻ると思われることで、皆さんの将来に対する見通しが明るくならない。そのため、恒常的な給付の方がいいのではないかという議論に近いかと思います。一時的ではなく、長期的な可処分所得の増加をもたらすような政策の方が良いという議論で、ケインズ政策に近い気がします。

○質問者6 ご説明ありがとうございます。現状をF T P Lの立場から見るとどうかというところを2点、お伺いできればと思います。

1点目は、金融政策の姿勢につきまして、現在はマネタリーベースの目途はありますが、長期金利をゼロ%程度という目標になっています。F T P Lから見て、別の金融政策のやり方はあり得るのでしょうか。

2点目は、満期落ちの議論がありましたが、あの議論は今の日本の現状に照らし合わせたという議論が行われていたりするのでしょうか。

○佐藤 現状の我が国の金融政策は、ゼロ金利になるように大量に国債を買っているわけです。どちらかと言うと、操作しようとしているのは金利の方で、それに追従してマネタリーベースが決まっているというイメージです。かつ、手詰まり感があるという点では受動的になってしまっているわけです。デフレだからと言って積極的に金利を下げられるか、ゼロだからこれ以上は下げようがない。マイナス金利も不十分かも知れない。です。ので、もしこの理論が正しければ、金融政策が受動的なままで政府まで受動的、つまりリカード的だとすれば、均衡は決まらず経済がどこに流れていくのか、最終的に物価がどこに落ち着くのかよく分からない、不決定という議論になるのです。このため、もう少し財政政策の方が物価水準を決めるという意味において能動的な役割が求められるのではないかと、というのがF T P Lの主張です。これを前提に、現在の我が国の金融政策の現状が受動的だと言うのであれば、F T P L的に言えば、能動的な財政政策が妥当な世界になってくるはず。それが良いのか悪いのかは何とも言えな

いですが。一つ言えるのは、日銀は現在、能動的な政策は打ちようがないと思うのです。そこで、代わりに財政が何らかの形で脱デフレにおいて役割を果たすべきではないか、という議論にはなってくるのです。

なお、非伝統的財政政策では、皮肉なことに逆のことを言っているのです。具体的には、フェルドシュタインが言った消費税を毎年1%ずつ上げましょうという主張です。税込みで物価を理解すると、消費税率を1%ずつ上げると物価は上がります。また、現在、中々価格を上げられませんので、便乗値上げを認めてあげようというものです。毎年1%が多ければ0.5%くらいで上げていき、それに合わせて企業も便乗で少しずつ値上げするので、結果的に物価が上昇するという議論です。これが理論的に正しければ、定期的に駆け込み需要が生まれます。消費の前倒しが永久に起き、景気が盛り上がるという主張です。

ただ、現在は、完全雇用が実現しているので、消費税を少しずつ上げることで脱デフレを実現しようとしたならば、皆さんの懐具合が悪くなります。物の値段は上がるけれども、給料が伸びなかったら全体として消費が落ち込みます。そこで、税収は上がるので、脱デフレが狙いである以上、代わりに所得税や社会保険料といった他の国民の負担を下げなければいけません。すると、可処分所得は変わらず、購買力も変わりません。こういう、FTPLの世界とは真逆の議論が一方ではできてしまうのです。

つまり、脱デフレを財政でやろうとする時、全く違う二つのやり方があることになります。FTPLは、何もするな、むしろ所得税や消費税増税を先送りしろと言っています。今、申し上げたのは、消費税を少しずつ上げて脱デフレを狙うという議論です。

2点目の満期構成については、慶應の土居先生が物価の変化のうち、どの程度が満期構成の変化により説明できるかという点を見ています。恐らく、渡辺努先生の著書でもそうした議論があったと思います。

○質問者7 FTPLを採用した場合、特に財政出動をするわけでもなく、物価上昇率2%を達成するまではただ消費税を上げません、財政再建を諦めますというような宣言をするだけでよいということになるのでしょうか。

○佐藤 我が国の場合は、多分そうだと思います。先ほど申し上げた通り、基礎的財政収支は、長い目で見れば黒字でないで帳尻が合いませんので、これ以上悪化させる理由はないのです。とすれば、一つのやり方は、少なくとも今より悪くしない、何もしないということです。ギリシャとかイタリアのように、基礎的財

政収支が黒字の世界であれば、これを小さくするという選択肢が出てくると思いますが、内閣府の試算を見ても、現在赤字で長い目で見てもどうなるか分からないとなりますと、取りあえずこれ以上良くしないという選択肢になると思います。元々増税は将来のことですので先送りし、歳出のカットを計画しているのであればそれも先送りすると、少なくとも今よりは悪くならず、経済が伸びればそれに合わせて財政収支は改善しますから。

公共事業を増やすと、それ自体が赤字を大きくしてしまうので、F T P Lに従うとつじつまが合いません。また、公共事業を増やすこと自体がマクロの需要を増やしますので、もしこの理論が正しければ、物価の引上げ要因になるはずです。F T P L的にやりたいのは、民間の消費を増やしたいので、別に政府が直接支出を増やす必要はないはずなのです。おかしなことに、何もしないことが脱デフレになる、現在が財政再建の基調にあるならばそのスピードを抑える（あるいは、やらない）ことが脱デフレになるということだと思えます。

○質問者 7 我が国の予算規模は毎年増えていっており、それを少し抑制していこうという感じだと思います。仮に政府が宣言をしたとして、日銀が実際に国債を買うというようなアクションがあると、市場も日銀は本気なのかと見て金利が下がることもあるかと思うのですが、政府が宣言しただけで果たしてどこまでのリアクションがあるのでしょうか。

○佐藤 そこが難しいところであり、また期待がここにかかってくるのです。結局、財政再建しない、将来の増税はないと宣言することによって、人々のお財布の紐がどう変わるかなのです。理屈上、それにより消費が盛り上がると、物価が上がるはずですが、そこで問われるのは、人々がそれを信じるかどうかということだと思えるのです。

F T P Lを主張されている方々には、2014年の消費税率引上げにより実際に消費が落ち込んでしまったということも念頭にあるのでしょうか。すると、2019年に再び引き上げるという増税基調が今の消費を抑制している要因であるならば、2019年も先延ばししてしまえば少しは消費が増えるのではないかという議論につながると思えるのです。もし目論見通りにいくなれば、消費が増えて、完全雇用ですので物価が上がるはずなのです。先ほど申し上げた三段論法がここにあるわけですが、この道筋が本当にうまくいくかどうかと言われると、疑問があります。

F T P Lのアプローチが金融政策よりもチャレンジングなのは、信じ込ませ

なければいけない人の数が多すぎるということです。変な話、金融政策の場合は、投資家だけでいいわけなのです。市場に参加していない一般の人は関係がなく、基本的には投資家の期待インフレ率、投資家の見通しを変えていくということが金融市場に影響していくはずですが、しかし、FTPLの場合には、ダイレクトに消費者や家計の期待に働きかけなければいけません。経済学では、投資家だろうが家計だろうが皆が合理的と考えますが、現実問題として考えれば、金融政策に関わる人間と財政政策に関わる人間は全然違うわけです。財政は、関わってくるのが一般の人たちですので、専門家同士との会話ということにはならないのです。そうなってきますと、一般の人たちの期待をどこまで変えられるかというのは、よく分からないという部分があると思います。

○質問者7 FTPLでは、国債を保有することで資産効果により消費が押し上げられるという話があったかと思いますが、実際に国債を保有している銀行が国債を手放してしまうと金利が急に上がる気がします。そうしますと、「成長率>金利」としておくためには、日銀の助けが必要になるのでしょうか。

○佐藤 FTPLの世界において、名目金利が上がる要因があるとしたら、インフレだけなのです。その段階で物価は上がっているわけです。ただ、実質金利が与えられていますので、金利が上がるとしたらそれは期待インフレが上がったという時、実際に物価水準の底上げが生じていることが前提なのです。

銀行の立場に立ってみると、銀行は国債を手放したとしても、値段は分かりませんが日銀も含めて誰かが買うはずですが、ポイントは、手放した後、手元に残った資金を銀行が何に使うかです。何かを買うという行為それ自体も、物価の上昇につながるわけです。結局、こうした2点が相まって物価上昇につながっていくというのがFTPLの描く世界だと思います。なお、消費者へのダイレクトな効果は、増税がないということから来る消費拡大効果ですので、あまり資産効果は考慮されないかも知れません。

ただ、もし銀行が国債を投げ売りしたら誰が買うのという点は残るポイントなのですが、需給のバランスで誰かが買っていると言われて終わりであり、それは日銀なのかも知れません。

○後藤 それでは、本日はこれにて終了させていただきたいと思います。最後に、先生への拍手をもって終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。(拍手)

物価の財政理論について

佐藤主光(もとひろ)

一橋大学経済学研究科・政策大学院

1

財政再建の切り札か？

□ 物価の財政理論(FTPL)はシムズ教授のジャクソンホール会議(2016年8月)における講演で注目
✓ 浜田内閣官房参与「目からうろこ」・・・

□ 我が国におけるFTPLに対する理解

➢ 脱デフレ＝物価上昇には金融政策に留まらず、財政政策が必要

- 現状＝質的・量的金融緩和でも進まない脱デフレ
- 期待＝あえて財政規律を弛緩させる(財政再建を行わないことにコミットする)ことで脱デフレが実現・・・
⇒「コントロールされた無責任」

□ ポイント

- 景気対策＝財政出動と財政再建が両立？
⇔ 経済財政一体改革＝財政再建と構造改革(成長戦略)を両立

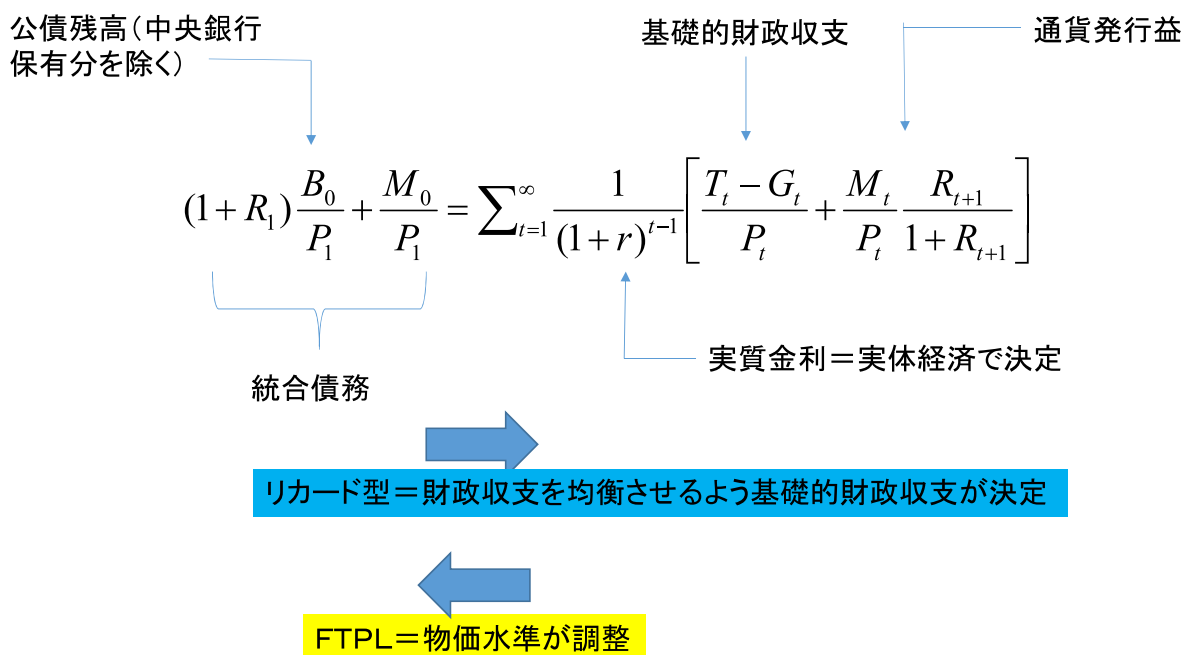
2

パラダイムシフト？

	従前	物価の財政理論
デフレ(物価水準)	「デフレは貨幣的現象」	財政＝公債残高が影響
脱デフレの担い手	金融政策 ✓ 金利・マネタリーベースを操作	財政政策 ✓ 基礎的財政収支を決定
金融政策	能動的 ✓ 財政当局から独立 ✓ 物価の変化に果敢に対応(テイラー・ルール)	受動的 ✓ 財政政策に追従的 ✓ ゼロ金利制約に直面＝物価の低迷に有効な手段を打ち出せない
財政政策	リカード型＝長期の財政収支均衡を「制約」として認識	非リカード型＝長期の財政収支均衡に縛られない
予算制約	政府単独	政府＋中央銀行の「統合予算」
脱デフレのカギ	インフレ期待 ⇒実質金利＝名目－インフレ期待の低下	財政再建＝増税はないという期待 ⇒消費・投資の拡大

3

参考：統合予算制約



4

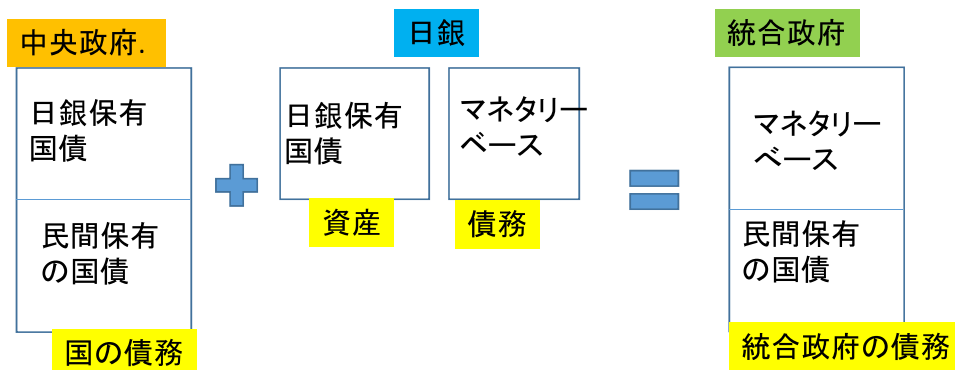
参考：ヘリコプターマネー？

□ 財政ファイナンス＝日銀が国債を（直接）引き受けた上、永久国債（コンソル）化
⇒ 国債の「塩づけ」

➤ 市場（民間）に対する国の借金は帳消し？

□ 統合政府＝日銀と政府の統合化⇒日銀の債務（現金＋日銀預け金）を継承

✓ 例：企業の連結バランスシート



5

FTPLのポイント

	従前	物価の財政理論
公債	リカード型＝公債保有は将来の増税への備え（原資）⇒消費に「資産効果」なし	非リカード型＝公債は資産として認識⇒消費に「資産効果」
調整変数＝帳尻合わせ	基礎的財政収支＝税収－支出 もしくは通貨発行益	物価水準
財政インフレ？	中央銀行が公債を購入 ✓ 貨幣発行益で財政収入を補てん ＝「マネタリストの不愉快な算術」	物価水準＝財政収支を均衡させるように調整 ✓ 貨幣発行益は必ずしも必要としない ✓ 貨幣のないモデルでも成立
フィッシャー方程式の解釈	実質金利＝名目金利－インフレ期待 ✓ 金融政策＝名目金利を決定するとともに、インフレ期待に「働きかける」	インフレ期待＝名目金利－実質金利 ✓ 実質金利＝実体経済で決定 ✓ 名目金利＝金融政策が決定（ゼロ金利を含む）

6

金融政策と財政政策

		財政政策	
		受動的＝リカード型	能動的＝非リカード型
金融政策	政策変数＝貨幣供給		過剰決定
	政策変数＝金利	受動的	不決定
		能動的	

7

FTPLへの誤解？

□ その1: 物価の財政理論は物価「水準」の決定するモデルであり、物価「変化率」(＝インフレ率)を決定するモデルではない

- (期待)インフレ率(将来物価÷現在物価)＝名目金利－実質金利
 - 問題意識＝将来の物価水準は「フィッシャー方程式」に従って決まるとして、初期(現在)の物価水準の決定要因は何か？
- ✓ テイラー・ルール＝金融政策は名目金利(≠貨幣供給)を決定

□ その2: FTPLは景気対策のモデルではない！

- FTPLモデルでは完全雇用(産出量一定)が仮定≠ケインズモデル
⇒ 民間需要(消費・投資)の増加は雇用(産出量)ではなく、物価上昇に直結

□ その3: FTPLは中央銀行の独立性を否定しない

- 財政インフレ＝貨幣発行益による財政収入補てんを求めている
- 中央銀行は(統合)予算制約の収支に責任を負っているわけではない≠「マネタリストの不快な算術」

8

FTPLと期待

□ 質的・量的金融緩和

- ・ 人々の将来期待インフレに直接働きかけ

□ 物価の財政理論

- ・ 家計＝将来の増税はないという期待⇒消費の拡大
- ・ 投資家＝「質への逃避」(公債への収益期待?)の是正⇒不動産を含む他の資産の購入
- 物価の上昇圧力

□ ポイント

- ・ 家計も投資家も財政は悪化しても財政破綻はないと期待
- ✓ 財政破綻・財政再建を期待したら？
- ✓ 財政政策は期待はコントロールできるのか？(金融政策では出来なかった・・・)
- ・ 柔軟な価格調整⇒「財政収支」均衡が実現
- ✓ 価格が硬直的であれば？ ⇒収支の不均衡＝財政破たん(横断性条件が満たされない)

9

FTPLの活用・・・

□ 二つのデフレ

- マクロ需要の不足による「結果」としてのデフレ⇒ケインズ政策(財政出動)？
- 金融政策の正常化を阻害する(ゼロ金利制約)「原因」としてのデフレ⇒FTPLが対処
- ✓ 金融政策で出来ない脱デフレを財政政策が実現
- ✓ ただし、基礎的財政収支の現在価値が黒字であることが前提⇒収支の黒字化が必須＝結局財政再建・・・

□ 満期構成と物価の変動

- 国債の満期構成の短期化(長期化)⇒今期の家計の公債償還収入増(減)⇒消費増(減)⇒物価上昇(下落)
- ✓ 満期構成が物価水準の推移に影響(Cochrane(2001))
- ・ 今期、全ての公債を償還(＝財政再建)すれば脱デフレ？⇒ただし将来はデフレに逆戻り
- ポイント
- ・ 今日償還する公債の実質価値(名目÷物価)＋将来償還する公算残高の実質「割引」価値(割引率＊残高÷物価)＝将来の基礎的財政収支黒字の現在価値
- ・ 家計にとって公債は資産(≠リカードの等価定理)

10

財政再建の奇策？

	主張	前提
ドーマー条件	成長率が金利を上回れば、基礎的財政収支が赤字でも財政は持続(=公債残高対GDP比安定的)	成長>金利が長期にわたって持続？ ・ピケティの格差論 ✓ 成長=賃金上昇率<金利が常態化
ヘリコプターマネー	中央銀行が公債を引き受け永久国債化(恒久的に保有)すれば民間に対する国の借金は解消	統合予算(連結)ベースでは債務の内訳がシフト(公債⇒貨幣)しただけ ✓ 通貨の信認は？
物価の財政理論	財政再建=増税等をしないことで民間消費・投資が喚起されれば物価は上昇=脱デフレ 財政再建自体が必要なくなる=財政収支は均衡	財政破綻(将来的に厳しい財政再建)しないことを家計・投資家が信認していることが前提 ✓ 財政再建しない国の財政への信認？

11