

アクセルとブレーキを同時に踏んではいけない： 物価の財政理論と日本経済

山 崎 好 裕*

はじめに

物価の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level: FTPL）はリーパー（1991）やシムズ（1994）によって展開された理論である。時代から考えると最初から日本経済の困難な状況を念頭に置いたものではなく、財政政策と金融政策がなぜ独立ではないかということを現代マクロ経済学的な観点から明らかにしようとする、純粹に学術的観点からの提案であった。

日本の政策当局が FTPL に注目するきっかけは、プリンストン大学のクリストファー・シムズが2016年8月にジャクソンホール会合で「財政政策、金融政策と中央銀行の独立性」と題する講演を行ったことにある。シムズは FTPL の観点から日本の経済政策に対する提案として、消費税の引き上げ時期をインフレ目標と明示的に結び付ける必要性に言及した。これをアベノミクスの主導者である元イェール大学の経済学者・浜田宏一内閣官房参与が、「目から鱗が落ちた」と日本経済新聞紙上で激賞したことで一躍注目が集まったのである。

*福岡大学経済学部

来年10月に消費税の10%への引き上げを予定している現時点で、FTPL が具体的に政策に利用された形跡はないが、財政再建を巡る議論がこここの退潮を見せていることには何らかの影響を見ることができよう。本稿は日本銀行がインフレ目標を掲げた量的質的緩和政策の旗を降ろそうとしていない現在、FTPL の理論上、政策応用上の特徴と限界を再確認することを目的にしている。

1 . FTPL のモデル

最初に考えるのは、財政政策を行う政府と金融政策を行う中央銀行とを合わせた統合政府の予算制約式である。

$$B_t + M_t = (1 + i_{t-1})B_{t-1} + M_{t-1} - S_t \quad (1)$$

式(1)で B は債務残高、 M は貨幣残高、 S は財政黒字、 i は利率の名目値である。式(1)は、貨幣残高が一定ならば、ある期の債務残高が償還額から財政黒字を引いたものに等しいという当然の関係である。

財政黒字を引く前の統合政府の貨幣発行額も含めた前期総債務残高を、今期の物価水準で割った値を a で表すと式(2)が導ける。

$$a_t = \frac{(1 + i_{t-1})B_{t-1} + M_{t-1}}{P_t} = \frac{B_t}{P_t} + \frac{M_t}{P_t} + \frac{S_t}{P_t} = \frac{B_t + M_t}{P_t} + \frac{S_t}{P_t} \quad (2)$$

ここで各期共通の実質利率を r とすると、物価水準と名目利率、実質利率との関係から式(3)が従う。

$$i_t = r + \frac{P_{t+1}}{P_t} - 1, \frac{P_{t+1}}{P_t} = 1 + i_t - r \approx \frac{1 + i_t}{1 + r} \quad (3)$$

式(3)を式(2)に代入すると式(4)を導くことができる。

$$\begin{aligned}
 a_t &= \frac{B_t + M_t}{P_{t+1}} \frac{1 + i_t}{1 + r} + \frac{S_t}{P_t} = \frac{(1 + i_t)B_t + (1 + i_t)M_t}{(1 + r)P_{t+1}} + \frac{S_t}{P_t} \quad (4) \\
 &= \frac{(1 + i_t)B_t + M_t}{(1 + r)P_{t+1}} + \frac{i_t M_t}{(1 + r)P_{t+1}} + \frac{S_t}{P_t} \\
 &= \frac{(1 + i_t)B_t + M_t}{(1 + r)P_{t+1}} + \frac{i_t M_t}{(1 + i_t)P_t} + \frac{S_t}{P_t}
 \end{aligned}$$

なお、式(2)の最初の等号関係から式(5)が出てくる。

$$a_{t+1} = \frac{(1 + i_t)B_t + M_t}{P_{t+1}} \quad (5)$$

式(4)の最後の辺に式(5)を代入し、貨幣残高と財政黒字の実質値をそれぞれ m, s で表すと式(6)が導かれる。

$$a_t = \frac{a_{t+1}}{1 + r} + \frac{i_t}{1 + i_t} m_t + s_t \quad (6)$$

式(6)の右辺第2項は、中央銀行が貨幣供給を行う際に購入した資産が生み出す中央銀行の利息収入であり、通貨発行益と呼ばれている。式(6)から次期の a の式を導き、式(6)に代入すると式(7)のようになる。

$$a_t = \frac{a_{t+2}}{(1 + r)^2} + \frac{i_t}{1 + i_t} m_t + s_t + \frac{1}{1 + r} \left(\frac{i_{t+1}}{1 + i_{t+1}} m_{t+1} + s_{t+1} \right) \quad (7)$$

この手続きを繰り返せば、今期の a を式(8)のように表すことが可能である。

$$a_t = \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{a_{t+j}}{(1+r)^j} + \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^j} \left[\frac{i_{t+j}}{1+i_{t+j}} m_{t+j} + s_{t+j} \right] \quad (8)$$

式(8)の右辺第1項は統合政府の実質総債務残高の割引現在価値である。家計の合理的行動を仮定するとこの項はゼロにならなければならない¹。なぜなら、無限の将来に資産を保有していることは合理的ではなく、それを消費に回すことで効用をえることができるからである。なお、マイナスであることもない。なぜなら、マイナスであることが許されれば、家計は無限に借入を増やして消費をしようとするはずだからである。

この結果、現在ある統合政府の実質総債務残高は今期及び将来の通貨発行益と財政黒字の割引現在価値に等しくなる。当然のことであるが、政府は無限に債務を繰り延べていくことはできず、将来のどこかの時点で返済されなければならないということである²。

2 . FTPL による物価水準の決定

現代の中央銀行の金融政策はテイラールールによって記述される。テイラールールに従えば、現在から将来にわたるインフレ率を決定するために名目利子率がコントロールされていく。名目利子率が与えられれば、前期の物価水準とインフレ率から今期の物価水準が決定される。

名目利子率を決定する政策手段は貨幣供給量の変更であるから、実質貨幣需要を与えられたものとすれば、実質貨幣残高は今期の物価水準の決定と

¹ これを政府から見れば、政府の債務が発散することがないということであり、財政の債務不履行の可能性が最初から排除されているということである。

² 日本のような先進国の場合、通貨発行益は極めて小さいので、現在の財政赤字は将来の財政黒字によって返済されなければならないという極めて常識的なことを述べているにすぎない。

もに定まる。先に見た FTPL のモデルから、名目利子率と実質貨幣残高が与えられると財政黒字は受動的に決定される。このように能動的金融政策と受動的財政政策を組み合わせたポリシーミックスは金融支配の政策レジームと呼ばれている。

金融支配の政策レジームと正反対なのは財政支配の政策レジームである。財政支配の政策レジームでは受動的金融政策と能動的財政政策のポリシーミックスが行われる³。財政ファイナンスと呼ばれている国債の直接引き受けやヘリコプターマネー⁴がその政策手段となる。このレジームで金融政策はテイラールールのようにインフレ率の決定に使われるのではなく、統合政府の総債務残高に整合的になるように実施される。これに対して、財政政策は総債務残高に拘泥せずに行われる。

財政ファイナンスは財政規律が失われているという意味で非リカーディアン型である。この場合、財政状況は統合政府の総債務残高とは独立に決定される。このとき、唯一決まっていない物価水準は FTPL モデルから決定される。これが狭義の FTPL である⁵。式(8)で右辺の財政黒字が減少した場合、等号を保つために左辺の物価水準が上昇しなければならない。インフレが政府債務残高の実質価値を減少させることをインフレ税と呼ぶが、FTPL では財政赤字がインフレ税によってファイナンスされる。

FTPL のメカニズムは家計の行動とも整合的である。たとえば、減税によって財政黒字が減少する場合を考えると、家計は所得上昇から消費を増やそう

³ 金融政策と財政政策が共に能動的であれば、モデルは過剰決定になってしまう。逆に、共に受動的であれば、モデルが過少決定になり、物価水準など何らかの変数が決定できない。

⁴ ヘリコプターマネーは、中央銀行が国債を購入して貨幣を供給するのではないという意味で、政府が永久国債を発行することと同値である。

⁵ 金融支配の政策レジームでは、式(8)は制約式の一つにすぎないが、FTPL では均衡の決定式という意味を持っている。

とするので需要の増加がインフレを招く。ただし、家計のこの期待形成が合理的であるには財政ルールが非リカーディアン型でなければならない。なぜなら、財政規律を重んじるリカーディアン型であれば、減税は将来の増税を意味するので家計は消費を増やさない。この関係はリカードの等価定理と呼ばれる。

おわりに

現在、日本銀行は量的質的緩和政策によって2%のインフレを実現しようとしている。このことによって日本政府の膨大な債務残高の実質価値が減少すれば、インフレ税による財政ファイナンスが実現するであろう。しかし、他方で日本政府は財政再建を目指した消費税を中心とする増税を実施しようとしている。これでは自動車のアクセルを踏みながらブレーキをかけているのと同じことになる。ここで自動車は日本国民家計の消費行動を意味する。

シムズが講演で提案したのは、明確に言えば、2%のインフレ目標を達成するまでは財政支配の政策レジームを明示的に採用に、目標達成後は金融支配の政策レジームを回復するということである。これはこれで筋の通った提案と言えるのだが、日本政府及び日本銀行はこうした整合的な政策展開ができていない。

このことはいつまでたってもインフレ目標が達成できず、結果日本銀行が量的質的緩和政策の出口戦略を明言できないという状況を生んでいる。そうしたなか、量的質的緩和政策の弊害が目立ってきている⁶。

⁶ 筆者が以前から指摘してきたように、超低利率の継続は異時点間の所得効果を通して家計の消費を貯蓄に置き換えている可能性が高い。したがって、適切なスピードとタイミングで超低利率を是正することが経済成長を促すことにつながるかもしれない。

このことは能動的財政政策に踏み切れない日本政府だけの責任とは言えない。日本銀行は他の先進国の中央銀行に見られない、期待に直接働きかける政策を標榜して2%のインフレ目標を十分に達成するまでは緩和を続けるというコミットメントを行っている。しかし、FTPLモデルによれば、政府が非リカーディアン型の財政ルールにコミットしない限り、インフレは起きないのであるから、国民の間にインフレを予期する合理的期待は形成されるわけがないのである。

参考文献

- Leeper, E. M., 'Equilibria under "Active" and "Passive" Monetary and Fiscal Policy,' *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147, 1991.
- Sims, C. A., 'A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy,' *Economic Theory*, 4(3), 381-399, 1994.