

## 時論

### FTPL を巡る政策論議をどう見るか

2%物価上昇率目標の達成手段としてのヘリコプターマネー論議が一段落したと思いきや、今度は「物価水準の財政理論(Fiscal Theory of the Price Level:以下 FTPLと呼称)」である。きっかけとなったのは、昨年8月のジャクソンホール会議で米国プリンストン大学のシムズ教授が FTPL に基づくデフレ脱却に言及、これに安倍内閣のブレーンである浜田宏一参与が賛同したことであった。

日銀の超金融緩和政策の物価押し上げ効果に限界説が強まっていること、G20等の国際会議では財政出動を各国に求める方針が打ち出されていること、国民に痛みを強いる増税・歳出削減を先送りしたい一部政治勢力の思惑に合致しやすいこと一なども「財政出動によるデフレ脱却策としての FTPL」が注目される背景にあると考えられる。

FTPL は、我々に馴染みがある「インフレは貨幣的現象である」という Monetary View とは異なり、「インフレは財政的現象である」という Fiscal View を主張する。その中核となる考え方をラフに表現すると、

$$\text{民間部門が保有する名目国債残高} \div \text{一般物価水準} \\ = \text{現在から将来にわたる基礎的財政収支の割引現在価値(の予測値)}$$

という均衡式になる。すなわち、基礎的財政収支の割引現在価値の減少(=財政悪化の放置=増税・歳出削減の放棄=恒常所得の増加)が確信されるようになると家計消費が増加し、この式を成り立たせるまで物価が上昇するというものである。その結果、実質国債残高が減少し、財政再建も進むという。

将来の期待形成に頼る点では現在の金融政策と同じ面があるが、中央銀行による国債引受によって通貨供給量が増え、物価が上がるという財政インフレとは異なり、マネタリーな要素は入っていない。

この考え方に拠って立ち、シムズ教授は「日本政府は、2%物価上昇率目標達成まで消費増税は延期し、かつ政府債務の一部を増税ではなくインフレで帳消しにすると宣言すべし」「インフレが加速しないように、物価上昇率が2%に達した段階で消費税率を段階的に引き上げるべし」などと述べている。

巷間の議論では、こうした FTPL に基づく財政政策については、否定的・批判的なものが多いようだ。その指摘は主に現実妥当性への疑問であり、次のように整理できる。

- ① 現行金融政策において、人々の期待を企図した方向に導くことは難しいことが明らかになったにもかかわらず、FTPL の政策効果も「政府はどんなに財政事情が悪化しても、増税することはない」という期待の醸成頼みである。
- ② FTPL 均等式の右辺「基礎的財政収支の割引現在価値」は、基礎的財政収支は少なくとも黒字であることが暗黙の前提になっていると見られるが、我が国では現状赤字であるばかりか、2020年度においても8.8兆円の赤字が見込まれており、均等式が成り立たない世界にいる。
- ③ 現在の日本の財政事情を勘案すれば、①で述べた「期待」は「市場や国民の政府に対する信頼の失墜」そのものであり、その時は国債金利の急騰、株価暴落、金融システムの動揺、景気の急速な悪化が同時多発的に発生し、恒常所得増加期待による消費拡大どころではない。
- ④ インフレを喚起しつつも、それがハイパーインフレとなる前の段階で、政策当局は一転して増税や金融引き締めを行うとの政策戦略は、当初から市場や国民から見透かされ、「増税はないという

強い確信」を持つはずがない。

筆者も同感であり、FTPLに基づく政策の採否については、もはや「勝負あった」とも思えるのだが、筆者は昨年来のヘリコプターマネーや FTPL を巡る経済政策論議に関して、次の3点を指摘したい。

第一は、そもそも2%物価上昇率を第一義的な目的と位置付け、これを達成する手段としての政策の適否、効果の有無を議論することに、いかなる意義があるのか、ということである。

日本経済は2%物価上昇率目標は未達とは言え、物価が下がり続けるという意味でのデフレからは脱却したと言える。しかしデフレから脱却しさえすれば、実質金利が下がり投資が喚起されるわけではないこと、現実成長率も潜在成長率も生産性も高まるものではないこと、デフレは低成長の原因ではなく低成長の結果と見るべきこと—も明らかになったのではないか。

よって、まずもって議論すべきことは、人口減少とグローバル競争の激化に対応した構造・規制・税財政改革をどのように進めるかということであり、人々の期待を機械操作のようにコントロールでき、とにもかくにも物価を引き上げる魔法の杖探しではなかろう。

第二は、真摯な議論が交わされていることは認めるものの、現在の財政事情や金融政策に対する危機感が不足(あるいは欠如?)しているのではないか、ということである。

我が国の財政は持続可能性がない状況であることは明らかであろう。また金融機関に身を置く者からすると、日本国債のデフォルトやハイパーインフレといった極端なケースに至る前に、足元の世界的な(緩やかではあるが)金利上昇によって日本国債金利にも上昇圧力がかかる中、日銀の長短金利コントロールの持続性に対する疑念や、その過程で生じる日銀の財務体質の悪化観測によって、国債金利の急騰を招く事態を懸念している。

財政規律の一層の弛緩、国債金利上昇を意図的に作り出すとも言えるヘリコプターマネー、FTPLによるデフレ脱却策が、こうしたリスクファクターに十分目配りすることなく(少なくとも筆者にはそう見える)語られる光景には戦慄さえ覚える。

第三は、上記第一、第二の点に通じることだが、経済学の知見の活用と政策への応用がやや安易過ぎるのではないか、ということである。

経済学はその想定する仮定世界が非現実的であり、実際の役には立たないという経営者やビジネスマンに時々見られる見方には筆者は与しない。経済的真理を理論的に抽出・実証するには、現実に行っている事象すべてを考慮するのではなく、逆に分析対象以外の条件を不変ないし捨象し、単純化することが必要であり、そのようにして得られた理論が、現実経済にそのまま当てはめても役に立たないのは当然であろう。

一方、経済学がこうした限界を有する以上、捨象・単純化した周辺条件を十分考慮せず、これをそのまま当てはめて現実の複雑な問題を解決できるように人々に説くのは一種の思考停止であり、危険とも言えよう。経済学者、これを活用する政治家や政策担当者双方に、経済学という学問の限界と効用を踏まえた謙虚さが求められるのではないか。

(フェロー役員 調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。