

シムズ提案でデフレ脱却なるか？

消費を喚起し、長期的な財政健全化をめざす

ノーベル賞経済学者のクリストファー・シムズ米プリンストン大教授が提唱する「物価水準の財政理論（FTR）」が日本で注目を浴びている。シムズ教授の「デフレ脱却と財政再建は相いれない」との発言のみ注目されるが、その真意は何か。

ポリシー・ミックスを理解する

ゼロ%近くで推移している。

こうした中、金融政策ではなく、財政政策を活用することでデフレ脱却を

日本銀行がデフレ脱却をめざした異次元の金融緩和をスタートさせてから4年が経つた。消費者物価上昇率は一時的には上昇したもの昨年以降、伸び率が再び鈍化しており、現在は

果たせるとの考え方が浮上してきている。そのきっかけとなつたのはプリンストン大学のシムズ教授が昨年夏のジャクソンホールでの会議で行つたスピ

ものであり、かなり昔からある議論だ。そのポリシー・ミックスを今風に説明する」と次のようになる。

まず金融政策であるが、物価上昇率が高くなつたとき中央銀行は、金利を引き上げてインフレを抑えようとする。中央銀行が金利をしつかり引き上げるような行動をとる場合と、金利をさほど引き上げない場合とを区別する」とにして、前者を能動的な（active）金融政策、後者を受動的な（passive）金融政策、後者を受動的な（passive）金融政策と呼ぶ

融政策の運営手法をタイプ分けするといふことである。

次に財政政策については、政府債務の残高が増加すると財政当局は財政収支を改善させて債務を返済する行動を取る。このときも、財政収支を頑張つてしつかり改善させる、さほど頑張らないというのを区別して前者を受動的な金融政策と、後者を能動的な財政政策として呼ぶことにする。債務残高の変化によって財政政策の運営手法をタイプ分けするということだ。

対してどの程度機敏に反応するかによって財政政策の運営手法をタイプ分けする」ということだ。

能動的と呼ぶのは抵抗があるかもしれないが、単なる用語の問題であり、要するに財政規律の乏しい財政運営のことである。逆に受動的な財政政策とは高い財政規律を持つ政策運営をさす。

のようにそれぞれ二つに分けると、金融と財政の組み合わせとして四つできる。図はその四つの組み合わせを示している。この中でも重要なのは、①能動的な金融政策と受動的な財政政策の組み合わせ（図のC）、②受動的な金融政策と能動的な財政政策の組み合わせ（図のB）であり、前者は金融支配（Monetary dominance）、後者は財政支配（Fiscal dominance）と呼ばれている。

金融支配は、中央銀行がインフレ率にしつかり反応して政策金利を操作する一方、財政当局は財政規律の高い運営を行つという組み合わせである。英

国では、1990年代にインフレターゲティングが導入されたが、その際、同時に財政当局に対して高い規律を課す制度を導入した。これが金融支配の典型例である。日本を含む他の先進各

渡辺 努

東京大学大学院経済学研究科教授
株式会社ナウキャスト創業者

図 ポリシー・ミックスの考え方

	能動的な金融政策	受動的な金融政策
能動的な財政政策	A 経済は不安定	B 財政支配
受動的な財政政策	C 金融支配	D 経済は不安定
度による政策 策金利の感應	金利を下げる 場合も同様で あり、要はイン フレ率の変化に 対する政 策金利の感應	金利を下げる ことによる 金利を下げる 場合も同様で あり、要はイン フレ率の変化に 対する政 策金利の感應
金融支配と財政支配	金融政策と財政政策の運営手法をこ とに対する政 策金利の感應	金融政策と財政政策の運営手法をこ とに対する政 策金利の感應

局は規律に欠けるという組み合わせである。財政支配の例としてよく出て来るのは戦時インフレである。戦時下では戦争遂行のための戦費調達が至上命題であり、財政規律の入り込む余地はない。中央銀行は財政の尻ぬぐいに忙しく、インフレを抑えるための適切な金利操作ができない。その結果起きたのが戦時インフレである。

シムズ教授の提案は、日本は財政支配に移るべしというものだ。それはなぜか。

金融支配では、中央銀行はインフレ率の変化に対して感応度を高くして政策金利を上げ下げすることが求められている。ここで障害になるのが、名目金利はゼロより下がらないという壁である。デフレは物価上昇率がマイナスになることだから、能動的な金融政策では、金利を十分に引き下げなければならぬ。しかし、ゼロ金利の壁があるとこれができない。つまり、金利を

が予想したとおり、デフレが起きてしまう。つまり、デフレ予想を出発点として実際にその予想が自己実現することになる。Dには、こうした「自己実現的デフレの危険」がある。こうした均衡では、人々のデフレ予想の揺らぎに左右され、実際にデフレが起きてしまうので物価は不安定になる。

金利から富効果へ

では財政支配に切り替えると、具体的にどのような仕組みでデフレ脱却を果たせるのか。その前に金融支配の下ではどういう仕組みを考えていたのかを簡単に復習しておこう。



わたなべ・つとむ

東京大学経済学部卒。博士（経済学、ハーバード大学）。日本銀行のシニア・エコノミスト、京都大学、コロンビア大学などで客員助教授・教授を歴任。01年発表の論文で金利がゼロより下がらないという制約の下で中央銀行がさらなる金融緩和を行うにはどうすればよいかを世界で初めて明らかにした。内閣府経済財政諮問会議政策コメンテータ。キヤノングローバル戦略研究所研究主幹。著書多数。

上げる方はともかくとして、下げる方については能動的に振る舞うことがでない。その結果、金融政策は能動的ではなく受動的にならざるを得ない。

このような理由で金融政策が受動的になり、同時に財政政策も受動的（規律高く運営される）になると、図のD安定化する（理由は後述）。そうであれば、財政政策を能動的（規律が低い）に切り替えて財政支配に移った方がよい。これがシムズ提案のベースだ。

シムズ教授の発言を注意深く聞くと、日本は既にDの組み合わせに陥っているという認識を持つているようだ。その認識が正確かどうかは判断の分かれるところだが、少なくとも理論上は、財政も金融も受動の場合には困難な状況に陥ることが知られている。

説明のために、人々が突然「将来デフレが起きる」という予想を持つたとしよう。やや不自然な想定ではあるが、

結末を人々は知っているので、そもそもデフレ予想を持つこともない。

しかしDの組み合わせの下では事情が大きく異なる。この状況で人々がデフレ予想を持つと、中央銀行は名目金利を下げたいところだが、ゼロ金利の壁があるのでそれができない。名目金利が変わらないので、デフレ予想の分だけ、実質金利が上がり、需要が冷え込んでしまう。そうなると、最初に人々

金融支配の下では中央銀行が実質金利を下げるにより需要を喚起し、それにより物価を上げようとする。ゼロ金利の壁があるので名目金利を下げる余地は限られているが、ウォードガイダンスを用いることでインフレ期待を高め、それによって実質金利を下げることができる。大事なポイントは、金融支配の下でのデフレ脱却の鍵を握り、これは日銀が繰り返し主張してきたことでもある。

財政支配はこれとは全く異なるチャネルを用いる。それが「富効果」チャネルである。簡単な例で説明しよう。

要するに人々の物価予想が何か外生的な要因で急激に悪化したということである。このとき、Cの組み合わせであれば、中央銀行は積極的かつ大幅に名目金利を下げるにより、人々のデフレ予想があつたとしても、実質金利（名目金利からマイナスのインフレ予想を差し引いたもの）を下げることができる。この結果、需要が刺激され、デフレは回避される。つまり、議論の出発点として考えたデフレ予想は実際には実現しないことになる。そういう

ことは、人々の物価予想が何か外生的な要因で急激に悪化したということである。このとき、Cの組み合わせではなく受動的にならざるを得ない。

では、財政当局が償還時点の増税は100ではなく80だとアナウンスした100を全額貯蓄に回し将来の増税に備えるはずだ。この結果、減税にもかかわらず消費は一切増えない。

では、財政当局が償還時点の増税は100ではなく80だとアナンスした100を手にし、将来の増税で80を失うとはい、20はネットの儲けである。

裕福になつた（自分の富が増えた）といふ認識を持つ納税者は、現在時点で消費を増やす行動に出る。そうすると現在時点で財の需給が締まり、物価が上昇する。物価はどこまで上昇するのか。物価上昇で国債の実質価値が目減りする（財政当局にとっては負担が軽くなる）が、その目減り分がちょうど20になるところまで物価が上昇する。100の減税が、80の増税と20のインフレ課税で賄われるということになる。シムズ提案で考えられているデフレ脱却で財政が果たす役割はこれである。

金利チャネルと富効果チャネルは独立であり、金利チャネルが効きにくい（効かない）。現在の日本でも富効果チャネルは効く可能性がある。異次元緩和の初期には緩和が様々な経路で物価に影響を及ぼすと考えられていたが、実際に起きたのは、円安を通じた輸出企業の収益好転であった。その収益増が賃上げにより家計に回ることが期待

されたが実際にはそうしたトリクルダウンは十分に起きておらず、その結果、消費が停滞した。これがいまだにデフレ脱却できていない理由である。まず企業にカネを渡しそれを家計に回すという作戦はうまくいっていない。これに対して富効果チャネルで想定されているのは、まず家計にカネを渡し、消費を喚起し、そこを起点にデフレ脱却を図るという作戦であり、好対照である。

シムズ理論は財政当局に無責任になるよう勧めていると解釈する向きもあるがそれは当たらない。上で挙げた例では100の減税に対するインフレ課税も含めて100の増税を計画しており、無責任ではない。むしろここでの財政当局は財政の帳尻合わせだけでなく、デフレ脱却にも注意を払つており、広い範囲の責任を背負つていると言える。

ズ提案では、短期的には財政規律を放棄してデフレ脱却をめざしつつ、長期的には財政規律を取り戻し財政健全化を果たすことが想定されている。また、米国大恐慌期のデフレ脱却政策に関する最近の研究では、当時のルーズベルト大統領は短期における財政拡張と長期の財政規律の両方を志向しデフレ脱却に成功したと指摘されている。

しかし、財政支配への移行は物価安定の実権が財政当局に移ることだ。それを将来のどこかの時点で再び中央銀行に再び戻すというのは政治的にはかなり難しいことだろう。そこでしくじると財政支配が永遠に続いてしまう。これはシムズ教授の望むところではない。短期的な規律喪失でデフレ脱却を図る一方、長期的には財政健全化を目指すという二兎を追う戦略をきちんと実行できるのか——シムズ理論によるデフレ脱却の成否はそこにかかって

財政規律の一時的放棄は可能か

シムズ提案に死角はないのか。シム