

物価の変動メカニズムに関する2つの見方

—— Monetary View と Fiscal View ——

木村 武*

1. はじめに

物価の安定、すなわちインフレでもデフレでもない状態を実現することが、持続的な経済成長を達成するうえで不可欠の前提条件であることは、今や各国共通の理解になっている。それでは、物価はどのような要因によって決まるのであろうか。現実の物価の短期的な動きは様々な要因によって左右されるが、少なくとも長期的には、中央銀行の金利操作やこれを通じるマネーサプライの増減が物価に影響する重要な決定要因であることは言うまでもない。そうした見方は、“Monetary View”と呼ばれ、「インフレは貨幣的現象である」という命題でも知られている。これに対し、近年、「物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of the Price Level)」と呼ばれる新しい理論が学界で議論され、注目を集め

ている^(注1)。この理論は、「インフレは貨幣的現象ではなく、財政的現象である」という“Fiscal View”を主張する。

前者の Monetary View に基づけば、政府・財政当局から独立した中央銀行を確立することが物価安定の十分条件になる。現実にも、1990年代以降、多くの国において中央銀行の金融政策運営の独立性が強化されてきたが、その背後にある考え方は、主として Monetary View であると言えよう。しかし、同時に、物価の安定を実現するうえで、財政当局の行動に対する何らかの歯止めやルールが必要であることも、従来から意識されてきた。例えば、ユーロという統一通貨圏に参加することを認める条件として、マーストリヒト条約では、財政収支や政府債務残高の対GDP比を一定の基準以内に収めるこ

本稿中で示された内容や意見、およびあり得べき誤りは、筆者に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

* 日本銀行企画室政策調査課 (E-mail:takeshi.kimura-1@boj.or.jp)

(注1) 「物価水準の財政理論」に関する平易な解説としては、Sims[1999]や Christiano and Fitzgerald[2000a, b]を、厳密な解説は、Leeper[1991]や Cochrane[2000]、Woodford[2001]などを参照。

とが設定された。このことが示すように、政府や財政当局の行動が物価に影響する可能性は従来から意識されており、Fiscal View という考え方も決して目新しい考え方ではないとも言える。

現在のところ、多くの新しい理論が登場する時と同様に、Fiscal View についても、ある程度確立した共通の評価が得られるまでにはもう少し時間がかかるように思われるが、海外の学界では Fiscal View を巡って活発な議論がなされている。そのような議論の状況を前提にすると、Monetary View と Fiscal View という、言わば2つのレンズを通して物価の変動について考察を巡らすことによって、わが国の物価動向についても、新たな洞察が得られるかもしれない。本稿は、このような問題意識のもと、金融政策や財政政策の物価安定に果たす役割に関して、Monetary View と Fiscal View の考え方を紹介したものである。

2. 政府と中央銀行、民間部門の関係

本節では、まず、Monetary View と Fiscal View の違いを理解するための準備として、政府と中央銀行、民間部門の関係について概観する。Monetary View と Fiscal View とで、物価の変動メカニズムについて異なる見方となっているのは、両者が、政府と中央銀行、民間部門の行動様式について異なる考え方に立っているためである。そこで、最初に、これら3者の取引関係について説明し、それから、Monetary View と Fiscal View について説明を進めること

とする。

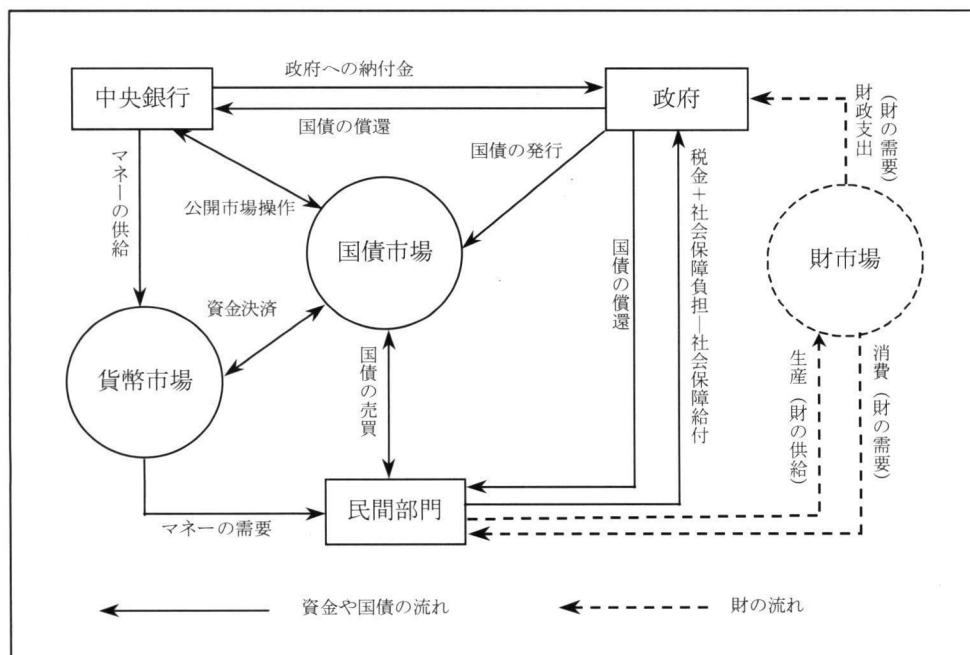
2.1. 予算制約式を通じた関係

ここでは、本稿の分析目的にあわせて、現実の複雑な経済を以下のように単純化して考える。

- ・ 経済は、民間部門、政府、中央銀行の3つの部門から構成される。民間部門は、家計、企業、金融機関から構成されるが、考察に際しては、これら3者を統合して民間部門全体の予算制約に焦点をあてる。
- ・ 経済には、貨幣市場と国債市場、財市場の3つの市場がある。政府、中央銀行、民間部門は、これらの市場を通して取引を行う。貨幣市場で取引されるマネーは、中央銀行の負債であるマネタリーベースである。中央銀行は、公開市場操作（オペ）を実行することによって、民間部門の保有する国債を購入し、マネーを供給する。なお、現実のマネーには、マネタリーベースのほかに、民間金融機関の預金があるが、民間部門全体で考えると、同部門内の資金の貸借関係は全て相殺されるので、ここでは、民間金融機関の預金は考察の対象外とする。

図表1は、国債やマネー、財の取引に関して、政府と中央銀行、民間部門間の取引関係を簡略化して示したものである。

(図表1) 政府と中央銀行、民間部門間の取引関係



図表1の中で、民間部門の取引に焦点をあててみよう。民間部門における財や資金の流れ

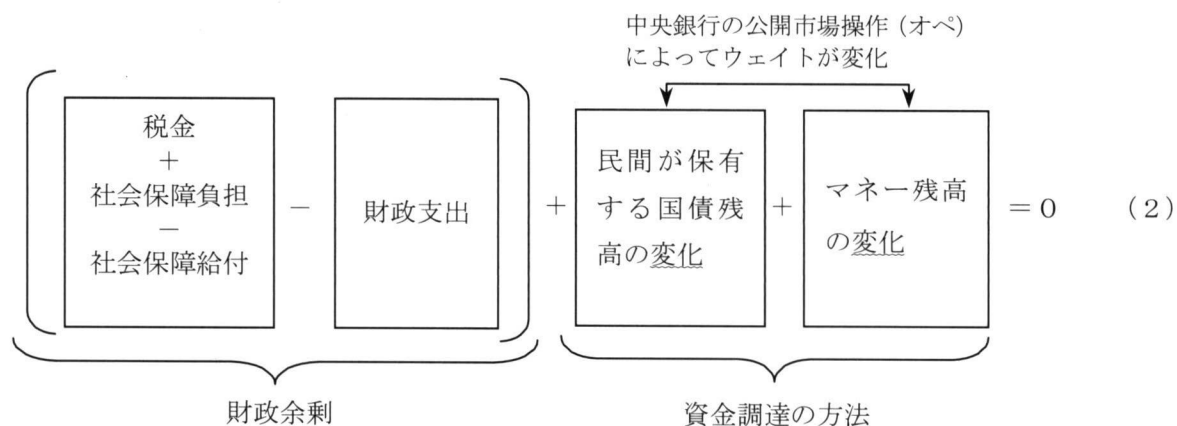
は、次式に集約することができる。

(資金源)		(資金の使途)
<div style="text-align: center;"> <p>期初に民間部門が保有する 国債残高 (元利合計)</p> <p>当期末の 貯蓄残高</p> <p>+</p> <p>期初のマネー残高</p> <p>+</p> <p>所得 (生産)</p> </div>	=	<div style="text-align: center;"> <p>税金 + 社会保障負担 - 社会保障給付</p> <p>+</p> <p>消費</p> <p>+</p> <div style="background-color: #cccccc; padding: 5px; display: inline-block;"> <p>当期末の 貯蓄残高</p> </div> <p>期末のマネー残高</p> <p>+</p> <div style="background-color: #cccccc; padding: 5px; display: inline-block;"> <p>期末に民間部門が保有する国債残高</p> </div> </div>
		(1)

上式は、民間部門の予算制約式を表したもので、民間部門は、左辺に示された期初の貯蓄残高（国債およびマネー）と当期の所得の合計を、右辺の内訳で示された項目（税金等、消費、貯蓄）に振り分けることを示している（注2）。

ここで、財の供給と需要が一致するという市場均衡式（生産＝消費＋財政支出）を上記民間部門の予算制約式（1）式に代入して整理すると、次のようになる。

（注2）家計が直接国債を保有していなくとも、家計の貯金は、銀行預金を経由して国債で運用されている。



この（２）式は、中央銀行と政府を統合した部門——これを統合政府と呼ぶ——の予算制約式を表している。統合政府とは、中央銀行と政府との間に何らかの特別な関係を念頭においたものではなく、単に、民間部門以外の部門を総称したものである。（２）式の第１項と第２項からなる財政余剰とは、税金とネット社会保障負担から財政支出を差し引いたものである。財政余剰がマイナスであれば、民間部門にとっては政府からの受取りよりも支払いの方が小さいことを意味し、政府にとっては民間部門からの受取りよりも支払いの方が大きいことを意味する。そして、政府は、その不足資金を国債の発行でファイナンスする。民間部門は、政府によって発行された国債を購入するが、これは、保有国債の残高増加となって表れる（（２）式の第３項）。一方、中央銀行は、公開市場操作（オペ）——国債とマネーの交換——の実施によってマネーを供給するが、これは、民間部門が保有する国債とマネーのウェイトの変化となって表れる（（２）式の第３項と第４項）。中央銀行が民間保有の国債のほとんどをオペで吸収してし

まえば、中央銀行が財政赤字のファイナンスをマネーの増加によって行ったことになる。逆に、中央銀行がオペによってマネーを増加させなければ、国債は全て市中消化されることになり、場合によっては、財政赤字が民間資金をクラウド・アウトすることもある。

なお、上記の説明から既に明らかなように、民間部門の予算制約式（１）式と統合政府の予算制約式（２）式は、表裏一体の関係にある。これは、経済を民間部門と統合政府の２部門に分割して考えた場合、民間部門と統合政府間の取引が（１）式に反映される時には、同時に、その取引は（２）式にも反映されるからである。

2. 2. 消費者の合理性と政府のソルベンシー条件

民間部門と統合政府の予算制約式（１）（２）式は、每期必ず成立する。そこで、毎期の予算制約式を将来にわたって積み上げると、次のような異時点間の予算制約式が得られる。（３）（４）式は、物価水準でデフレートし、実質ベースで表示したものである。

(民間部門の異時点間の予算制約式)

$$\begin{aligned}
 & \frac{\text{民間部門保有の国債とマネーの残高合計}}{\text{物価水準}} + \frac{\text{所得の割引現在価値}}{\text{〔実質ベース〕}} \\
 & = \frac{\text{税金とネット社会保障負担の割引現在価値}}{\text{〔実質ベース〕}} + \frac{\text{マネー保有に伴う機会費用の割引現在価値}}{\text{〔実質ベース〕}} + \frac{\text{消費の割引現在価値}}{\text{〔実質ベース〕}}
 \end{aligned} \tag{3}$$

(統合政府の異時点間の予算制約式)

$$\frac{\text{民間部門保有の国債残高}}{\text{物価水準}} = \frac{\text{財政余剰の割引現在価値}}{\text{〔実質ベース〕}} + \frac{\text{マネー残高の変化の割引現在価値}}{\text{〔実質ベース〕}} \tag{4}$$

民間部門の異時点間の予算制約式(3)式の左辺は、現時点における実質資産残高と将来所得の割引現在価値の和であり、民間部門が今後将来にわたって使える資金の総額を表している。一方、(3)式の右辺は、その資金使途を表したものであり、将来にわたる税金とネット社会保障負担、マネー保有に伴う機会費用^(注3)、そして、消費に振り分けられる。

(3)式の左辺と右辺が一致するということは、「消費者は生涯を終えるまでに資産を余すことなく全て使いきる」ことを意味しており、経済学では、この条件を「横断性条件(transversality condition)」と呼んでいる。仮に、(3)式の左辺が右辺を上回ると、これは、消費者が生涯を終える際に資産を使い残すことが見込まれる状況を意味する。この場合、合理的な消費者は、右辺が左辺に一致するようになるまで、消費を増やすことによって効用を高める

ことができる。逆に、(3)式の右辺が左辺を上回ると、これは資産見合い以上の支出を消費者が計画している状況を意味する。この場合、合理的な消費者は、資産に見合った水準になるまで、現在から消費支出を抑制するよう支出計画を見直す。その結果、(3)式の左辺と右辺は等しくなる。このように考えると、(3)式の左辺と右辺が一致するという横断性条件は、消費者の合理性を担保した条件と解釈できる。

次に、統合政府の異時点間の予算制約式(4)式について説明する。(4)式は、「既に発行された国債のうち、民間が保有する国債の実質価値は、将来にわたる財政余剰とマネー残高の変化の割引現在価値に等しい」ことを示している。これをよりわかり易く言えば、「政府は、民間から借りたお金を必ず返済しなければならない」ということであり、経済学では、この条件を「政府のソルベンシー条件」と呼ぶ

(注3) マネー保有に伴う機会費用とは、民間部門が利子の付かないマネーを国債のかわりに保有することによって発生する逸失利益のことである。この逸失利益は、中央銀行の公開市場操作を経由し、国債とマネーを交換したことによって発生するもので、中央銀行側からみれば、通貨発行益(シニョレッジ)と呼ばれるものである。通貨発行益は、中央銀行が無利子のマネーを債務として発行し、国債運用によって得た収益であり、最終的には納付金として政府へ移転する。

でいる。政府は、「将来にわたる財政余剰」を財源として、国債の償還を行うが、中央銀行が公開市場操作で民間から国債を購入しマネーを民間に供給すれば、その分だけ、財政余剰を財源とした国債の償還負担は減少することになる。(4)式の導出プロセスから示されるように、「政府が借金を必ず返済しなければならない」という政府のソルベンシー条件は、「消費者が生涯を終えるまでに資産を使いきる」ために満たされなければならない条件である。

3. 物価の決定に関する2つの理論

3.1. Monetary View と Fiscal View の違い

以下では、2.で説明した概念を用いて、Monetary View と Fiscal View の違いを説明する。Monetary View と Fiscal View のいずれの見方でも、民間部門と統合政府の異時点間予算制約式(3)(4)式は成立する。しかし、両者は、(3)(4)式を、事後的に必ず成立する単なる「恒等式」とみなすのか、それとも「物価を決める均衡式」としてみなすのかで大きく異なっている。すなわち、Monetary View は、(3)(4)式を「恒等式」とみなし、一方のFiscal View は、(3)(4)式を物価を決める「均衡式」としてみなしている。

3.1.1. Monetary View

Monetary View は、(3)(4)式を恒等式としてみなす。そして、物価水準はマネーの需要量と供給量のバランスによって決まると考える。Monetary View の基本的な考え方は、「貨

幣数量説」によって説明できる。すなわち、貨幣数量説は、物価水準が次の貨幣数量方程式(5)式に基づいて貨幣市場で決まると考える。

$$MV = PY \quad (5)$$

ただし、M：マネー、V：流通速度、
P：物価水準、Y：実質生産(=実質所得)

(5)式は、名目所得(PY)が生み出される過程で、経済に投入されているマネー(M)が一定の期間に何回流通するか、その関係を表したものである。その回転数が流通速度(V)である。

Monetary View における経済の均衡の決まり方を具体的に説明すると、次のようになる。

- 実質生産(Y)は、利用可能な生産要素と技術によって決まる潜在産出量に長期的に一致する。流通速度(V)を一定であると仮定すると、中央銀行がマネー(M)の供給量を決めれば、貨幣数量方程式(5)式に基づいて、物価水準(P)が決まる。
- 物価水準(P)が決まると、既に発行された民間部門保有の政府債務の実質価値(B/P)も決まる。政府は、中央銀行が決めるマネー(M)の先行きの推移と民間部門保有の政府債務の実質価値(B/P)を所与としたうえで、予算制約式(4)式を満たすように、現在から将来にわたる財政余剰を調整する。

$$\frac{\text{政府の対民間債務残高 (B)}}{\text{物価水準 (P)}} = \text{財政余剰の割引現在価値} + \text{マネー残高の変化 (ΔM) の割引現在価値} \quad \text{前掲 (4)}$$

つまり、(4)式は、政府にとって文字通り制約式として機能するため、事後的には恒等式として必ず成立する。2.で説明したように、統合政府の予算制約式(4)式と民間部門の予算制約式(3)式は表裏一体の関係にあるので、(4)式が恒等式として機能する時には、(3)式も恒等式として機能する。

ここで、数量方程式(5)式に基づいて、物価水準(P)が貨幣市場で決まるということの意味について、もう少し具体的に説明しよう。(5)式を変形すると、次式ようになる。

$$\underbrace{M}_{\text{マネーの供給量}} = \frac{PY}{\underbrace{V}_{\text{マネーの需要量}}} \quad (6)$$

右辺は、「流通速度(V)が一定であるとすると、マネーの需要は名目所得(PY)に比例する」ことを示している。マネーの需要が名目所得に比例して増えるのは、所得が増えると、取引量も増えるため、取引きのために必要なマネーも増えるからである。ここで、中央銀行が左辺のマネーの供給量を増加させたとして、すると、人々が保有したいと考えるマネーよりも大きくなるので、人々は、余分なマネーで財

を購入しようとする。その結果、財の需給が逼迫し、物価(P)が上昇する。物価(P)が上昇すると、名目の所得額も増加し、その分、名目のマネー需要も増加する。そして、物価(P)の上昇は、マネーの供給と需要が一致するようになるまで続くことになる。

上記のプロセスにおいて、マネーの増加が物価の上昇をもたらす最もオーソドックスなルートは、金利チャネルである。すなわち、中央銀行が公開市場操作でマネーの供給を増やすと、名目金利が低下し、それが民間部門の支出活動を活発化させることで、物価が上昇する。ただし、名目金利の低下余地がない場合に――すなわち、ゼロ金利制約に直面した場合に――、金融政策がなお有効性を有するかどうかについては、見解は分かれている。仮に、ゼロ金利制約のもとでは金融政策が有効でないならば、マネーが増加しても、物価の上昇にはつながらない。

3. 1. 2. Fiscal View

Fiscal View は、Monetary View とは逆に、貨幣数量方程式(5)式を恒等式としてみなす。そして、民間部門と統合政府の異時点間予算制約式(3)(4)式が物価を決める均衡式として機能すると考える。Fiscal View における経済の均衡の決まり方を具体的に説明すると、次のようになる。

- 中央銀行は将来にわたるマネー（M）の推移を決定する。したがって、マネー残高の変化（ ΔM ）の割引現在価値も決まる。一方、政府は、中央銀行が決めたマネー（M）の推移とは独立に、将来にわたる財政余剰の推移を決定する。既に発行された政府の対民間債務残高（B）は所与なので、将来にわたる財政余剰とマネー残高の変化（ ΔM ）の現在価値が決まれば、政府の予算制約式（4）式に基づいて、当期の物価水準（P）が決まる。
- 実質所得（Y）は潜在産出量に長期的に一致する。したがって、実質マネー（ M/P ）と実質所得（Y）を所与として、流通速度（V）が（5）式から事後的に決まる。

政府の予算制約式（4）式が物価を決定する均衡式として機能する背景には、民間部門の合理的な支出行動がある。ここで、もう少し具体的なイメージが持てるように、政府による恒久減税の実施を例にとって、その影響について考えてみよう。恒久減税とは、将来の増税を伴わない減税であり、財政余剰の割引現在価値を低下させるものである。恒久減税が実施されても消費者が何ら支出を増やさなければ、貯蓄が増加し、消費者は最終的には、資産を使い残してしまうことになる。つまり、民間部門の異時点間予算制約式（3）式は成立せずに、（7）式のような不等号が成立することになる。

同じことを、統合政府の予算制約式で表現すると、（8）式になる。

$$\begin{array}{c} \text{恒久減税の実施} \\ \downarrow \\ \text{民間部門の資産残高} \left[\frac{B+M}{P} \right] + \text{所得の現在価値} > \text{税金等の現在価値} \downarrow + \text{マネー保有に伴う機会費用の現在価値} + \text{消費の現在価値} \end{array} \quad (7)$$

$$\begin{array}{c} \text{恒久減税の実施} \\ \downarrow \\ \text{政府の対民間債務残高} \left[\frac{B}{P} \right] > \text{財政余剰の現在価値} \downarrow + \text{マネー残高の変化} (\Delta M) \text{の現在価値} \end{array} \quad (8)$$

これらの不等式は、消費者が資産を使い残して生涯を終えることを意味し、政府は借りたお金を全額返済せずに済むことになる。こうした状況は、消費者にとって合理的なことではない。

恒久減税が実施されれば、消費者は資産の使い残しがなくなるように、消費を増やすことが合理的である^{（注4）}。つまり、恒久減税は、生涯にわたる可処分所得の増加という資産効果を経由

（注4）家計が子孫に遺産を残す場合でも、ここでの議論は成立する。すなわち、合理的な家計には、最適な遺産水準があると考えられ、恒久減税が行われても、消費を何ら変化させなければ、遺産が最適水準を上回ってしまう。しかし、それでは、子孫に遺産を残し過ぎることになるため、家計は遺産が最適水準に低下するまで、消費を増やす。

して、消費の増加をもたらす。消費支出の増加によって財市場の需給が引き締まってくれば、物価（P）が上昇する。物価（P）が上昇し、（7）（8）式左辺の資産の実質価値が低下すれば、（3）（4）式の予算制約式が満たされるようになる。より正確に言えば、財政余剰の現在価値の低下に対して、（3）（4）式が成立するようになるまで、消費支出の増加に基づく物価の上昇が続く。これが、民間部門と統合政府の予算制約式（3）（4）式が物価決定の均衡式として機能することの意味である^{（注5）}。こうした考え方によれば、物価水準はマネーの供給量によって決まるものではなく、現在から将来にわたる財政余剰の推移によって決まるということになる。

なお、Fiscal View で想定されている物価変動メカニズムは、財政余剰の現在価値の変化を背景とした資産効果に基づいたものである。したがって、経済がゼロ金利制約に直面し金融政策の有効性が低下したケースでも、上記の物価変動のメカニズムは影響を受けない。この点も、Monetary View とは異なる特徴と言えよう。

3. 2. 財政赤字の変動が物価に及ぼす影響

このように、Fiscal View は、物価の変動メカニズムについて、伝統的な Monetary View とは、

全く異なる見方を提示している。それでは、いずれの見方が正しいのであろうか。実は、これらの見方は、中央銀行と政府の行動原理について、異なる仮定をおいているために違いが生じている。それぞれの見方を整合的に解釈するための鍵は、「経済の中で、誰が政府のソルベンシー条件を満たすように自らの行動を調整するか」という点にある。言い換えると、政府の債務返済能力を維持するように、政府自らが財政政策を変更するのか、それとも中央銀行が金融政策を変更するのか、あるいは、民間部門が支出行動を調整するのかによって、物価の変動メカニズムが異なるということである。

このことの意味を具体的に理解するために、当期の財政赤字が拡大した時に——例えば、政府が減税を実施した時に——、経済がどのように変動するかを考えてみよう。ここで、政府のソルベンシー条件とは独立に自らの行動を決定する主体を、ゲーム理論の用語に従って Leader（先導者）と呼び、政府のソルベンシー条件を満たすように、自らの行動を調整する主体を Follower（追随者）と呼ぶことにする^{（注6）}。想定し得るケースとしては、中央銀行が Leader か Follower か、政府が Leader か Follower かによって、次の4つのケースを考えることができる（後掲図表2参照）。

（注5）こうした Fiscal View のメカニズムは、価格の伸縮性如何に関係なく成立する。例えば、Woodford[1996]は価格の粘着性を前提に、Woodford[2001]は価格の伸縮性を前提に分析している。なお、価格が伸縮的な世界では、実質所得（生産）が潜在GDPに常に一致するので、（7）式における実質所得の現在価値は一定である。価格が粘着的な世界では、実質所得（生産）が潜在GDPから乖離するため、（7）式の実質所得の現在価値は変化する。

（注6）Leader と Follower という用語は、ゲーム理論のシュタッケルベルグ均衡の概念にならったものである。

(図表 2) 誰が政府のソルベンシー条件を満たすように行動を調整するか？

<div style="text-align: center;"> <div style="display: inline-block; width: 50%; text-align: right;">中央銀行</div> <div style="display: inline-block; width: 50%; text-align: left;">政府</div> </div>	Leader	Follower
	財政余剰のパスとは独立に、中央銀行がマネー（金利）のパスを決定する。	財政余剰のパスを所与としたうえで、 <u>中央銀行が、政府のソルベンシー条件を満たすようにマネーを調整する。</u>
Leader マネー（金利）のパスとは独立に、政府が財政余剰のパスを決定する。	(ケース 1) <u>民間部門が政府のソルベンシー条件を満たすように、支出を調整する。</u>	(ケース 3) 中央銀行が、政府のソルベンシー条件を満たすようにマネーを調整する。
Follower 政府は、いかなる経済の変動に対しても、 <u>自らのソルベンシー条件を満たすように、財政余剰のパスを内生的に変化させる。</u>	(ケース 2) 政府のソルベンシー条件を満たすように、政府自らが財政余剰のパスを内生的に変化させる。	(ケース 4) 中央銀行と政府の双方がソルベンシー条件を満たすように政策を調整する。

(ケース 1) 政府も中央銀行も Leader の場合

このケースは、政府が減税を実施しても、中央銀行が財政余剰の推移とは独立に——すなわち、減税財源のマネー・ファイナンスを政府から強いられることなく——金融政策を決定するケースである。この場合、政府も中央銀行も、政府のソルベンシー条件を全く意識せずに、Leader として自らの政策を決定するため、代りに民間部門が政府のソルベンシー条件を満たすように支出行動を調整することになる。こうしたケースは、中央銀行に独立性が付与されていても、政府の財政政策の裁量性を拘束するルールがない場合に起こり得る。財政赤字や国債残高の GDP 比率に上限を設けるなどした財政健全化に向けたルールがないと、民間は、「今日の減税は明日の増

税を伴わない、すなわち恒久減税が実施された」という予想を形成し易くなる。そして、そうした予想は、財政余剰の現在価値の低下による恒常所得の増加をもたらし、消費の増加につながる。その結果、財市場の需給逼迫化から物価が上昇し、国債の実質価値が低下する。こうした経済変動は、民間が政府のソルベンシー条件を満たすように——言い換えれば、民間が自らの横断性条件を満たすように——支出を調整した結果である。言うまでもなく、これが、Fiscal View の想定する世界である。

(ケース 2) 政府が Follower で、中央銀行が Leader の場合

このケースは、中央銀行の独立性が確保さ

れ、また、財政政策の裁量性を拘束するルールがある場合に起こる。例えば、財政赤字や国債残高のGDP比率に上限が設定されている場合、政府は減税を行っても、将来、上限を守るために増税をしなければならない可能性が高い。したがって、民間部門は、そうしたルールが政府によって遵守されると信用すれば、「今日の減税は明日の増税」という予想を形成する。この予想は、財政余剰の現在価値は変化しないという予想であり、民間部門の恒常所得は全く変化しないため、支出も変化しない。これは、財政変動の経済効果を否定した、いわゆる「中立命題 (Ricardian Equivalence Theorem)」の想定する世界である。この世界では、財政政策は経済に対して常に中立的であるため、中央銀行がマネーの供給量を適切にコントロールすれば、物価もコントロールできる。インフレやデフレが発生するとすれば、それは、マネーの供給量が適切にコントロールされていないためである。そうしたインフレやデフレは、Monetary Viewによって説明できる。

(ケース3) 政府が Leader で、中央銀行が Follower の場合

このケースは、中央銀行に独立性がなく、また、政府の裁量的な財政政策を拘束するルールがない場合に起きる。すなわち、Leader である政府が減税を実施すると、中央銀行が Follower

として、政府のソルベンシー条件を満たすように、マネーを増加させる。そして、マネーによる財政赤字のファイナンスは、インフレをもたらす^(注7)。このインフレのそもそもの原因は、政府が財政赤字を拡大させたことにあるが、財政赤字を中央銀行がファイナンスしてしまうからこそ、インフレが発生する。その意味で、このインフレも「貨幣的現象」であり、Monetary Viewによって説明可能である。

(ケース4) 政府も中央銀行も Follower の場合

このケースでは、今日の減税が、明日の増税とマネーの増加のいずれによってファイナンスされるか定まらない。あるいは、明日の増税とマネーの増加のそれぞれがどの程度ファイナンスに寄与するか定まらないケースである。この場合、民間の先行き予想が定まらないので、物価の水準は一意には定まらない^(注8)。

このように、物価の変動メカニズムは、中央銀行と政府の行動パターンの組み合わせによって異なるものと考えられる。後掲図表3は、上記4つのケースを改めて整理したものである。重要な点は、どれか1つのケースが普遍的に成立するという訳ではなく、物価がどのようなメカニズムで変動するかは、中央銀行と政府の行動パターンの組み合わせ次第で変わり得るということである。

(注7) このケースは、Sargent and Wallace[1981]によって、「マネタリストの不愉快な算術」として分析された。

(注8) 言い換えると、民間の予想次第で、物価が上昇する場合も下がる場合もあり得るという状況が発生する。

(図表 3) 今期の減税に対して、民間は何を予想し、その結果、何が起こるか？

中央銀行 政府 (財政当局)	Leader	Follower
Leader	(ケース 1) 民間は「今日の減税は明日の増税を伴わない」と予想する。財政余剰の現在価値の低下によって恒常所得が増加するので、消費が増加し、物価が上昇する。	(ケース 3) 民間は「今日の減税はマネーの増加でファイナンスされる」と予想する。その結果、物価が上昇する。
Follower	(ケース 2) 民間は「今日の減税は明日の増税」と予想する。財政余剰の現在価値は変化しないので、恒常所得も変化せず、経済には影響を与えない (中立命題)。	(ケース 4) 民間は、今日の減税が、明日の増税とマネーの増加のいずれによってファイナンスされるかわからない。したがって、物価の水準は一意には定まらない。

Fiscal View

Monetary View

政府が **Leader** として財政余剰の推移を決定し、政府のソルベンシー条件を満たすように、民間の行動変化を誘発する財政政策は、「非中立型財政政策 (Non-Ricardian Fiscal Policy)」と呼ばれる。一方、経済に発生したいかなるショックに対しても、政府が **Follower** として自らのソルベンシー条件を満たすように、財政余剰をコントロールする財政政策は、「中立型財政政策 (Ricardian Fiscal Policy)」と呼ばれる。中立型財政政策は、政府の行動が民間部門の恒常所得に影響を与えない政策であり、「中立命題」が前提とする政策である。既述の通り、財政赤字や国債残高の GDP 比率に上限を設定した財政ルールは、中立型財政政策の典型例である^(注 9)。逆に言うと、そうした財政ルールが設定されていない状況で、政府が財政政策を行うことは、非中立型財政政策と解釈することが

できる。経済にショックが発生しても財政余剰を全く変化させない政策——つまり、政府が何のアクションもとらない政策——も、非中立型財政政策の一種である。

4. 金融政策と財政政策の物価安定に果たす役割

前節では、中央銀行と政府の行動パターンの組み合わせによって、物価の変動メカニズムが異なることをみた。それでは、物価の安定は、前掲図表 2 における中央銀行と政府の行動パターンの 4 つの組み合わせのうち、いずれのケースにおいて達成されるであろうか。中央銀行に **Leader** としての独立性がないケース 3 とケース 4 では、金融政策によって物価の安定は達成できない。残るケース 1 とケース 2 のうち、どちらのケースにおいて、物価の安定は達成される

(注 9) 詳しくは、Woodford[2001]を参照。

であろうか。つまり、中央銀行に **Leader** としての独立性が与えられた時に、政府も **Leader** として非中立型財政政策を運営すべきであろうか、それとも、**Follower** として中立型財政政策を運営すべきであろうか。この点を明らかにするために、以下では、経済がゼロ金利制約に直面しない平時の状況にある場合とゼロ金利制約に直面する場合とに分けて考察する。

4. 1. 平時において物価安定を達成するための政策の枠組み

4. 1. 1. 中央銀行の独立性は物価安定の十分条件か

政府が税収や歳出を調整することによって財政余剰の現在価値を変化させると、消費者は生涯を終えるまでに資産を使いきるように支出を変化させる。その結果、財市場の需給が変化し、物価水準が変化する。したがって、財政以外の要因で総需要が変動した場合——例えば、世界景気の低迷により純輸出が減少した時——、政府がその影響を相殺するように財政余剰の現在価値を調整することができるならば、非中立型財政政策は経済活動の落込みや物価の下落を防ぐことができる。しかし、実際には、需要変動の影響を相殺するように、政府が機動的な非中立型財政政策を実施することは難しい。なぜなら、同政策が経済に及ぼす影響は、「財政余剰の現在価値に対する民間の予想」に基づくものであり、裁量的な非中立型財政政策の繰り返しは、民間の予想を混乱させ、所期の目的を達成できなくするためである。また、裁量的な財政政策は、意思決定から効果発現までのラグが長く、景気循環の振幅を拡大させ易いといった問題も従来から指摘されている。

こうした点を考慮すると、政府は、財政政策を経済に対して中立的になるように維持することが望ましいということになる。つまり、政府が中立型財政政策を採用したうえで、中央銀行が **Leader** として金融政策の運営にあたることで、物価安定のために望ましい政策の組み合わせと言える^(注10)。金融政策は財政政策に比べ機動性が高く、そうした特性を活かして、経済の変動に対してシステムティックに金融政策が運営されれば、民間の期待形成も安定化する。中央銀行が **Leader** として金融政策を遂行するということは、インフレ率やGDPギャップで表される経済情勢に基づいて政策判断を行うことを意味する。言い換えると、財政赤字のファイナンスを容易にするという考慮が、金融政策の判断基準になることはないことを意味している。金融政策ルールとして有名なテイラー・ルールは、インフレ率とGDPギャップに基づいて政策金利を決めるものであり、これは **Leader** としての中央銀行の行動原理を表した典型例と言えよう。

以上の考察を踏まえると、前掲図表2のケース2の組み合わせ、つまり、中央銀行が **Leader**、政府が **Follower** という組み合わせが、平時における物価安定策としては望ましいことになる。ここで重要なポイントは、中央銀行に **Leader** としての独立性があっても、それだけでは物価安定の十分条件にはならないということである。なぜなら、政府も **Leader** として非中立型財政政策を運営した場合には、ケース1が実現し、金融政策だけでは物価の安定を達成することが困難となるためである。物価安定のためには、政府が財政ルールを遵守し、財政余剰の現在価値に対する民間の期待を安定化させるよう、**Follower** として行動することが必要となる。言

(注10) より理論的な説明に関しては、Woodford[2001]を参照。

い換えれば、中立型財政政策を維持するような制度的枠組みがなければ、独立した中央銀行が金融政策の運営を行っても、物価安定の実現が保証される訳ではない。このように考えると、Fiscal View の意義は、「インフレやデフレが財政的現象である」ことを指摘した点にあるのではなく、むしろ、「インフレやデフレが究極的に中央銀行によってコントロールできる貨幣的な現象であるようにするためには、政府が中立型財政政策を採用することが重要である」ことを明らかにした点にあると言えよう。

4. 1. 2. 欧米における財政ルール

図表 4 は、欧米で現在採用されている財政ルールを整理したものである。これらのルールは、政府の裁量的な財政政策を抑制するために、フローの財政収支やストックの政府債務残高に何らかの制約を設けたものであり、中立型財政政策と解釈できる。つまり、中央銀行に Leader としての独立性が付与されたもとで、政府が Follower として行動するような制度的枠組みが設定されていると解釈できよう。

(図表 4) 欧米諸国における財政ルール

英国	<p>ブレア政権は、1998 年度の予算案作成にあたって、「財政安定化規律 (Code of Fiscal Stability)」を発表したが、その中で、以下の 2 つの財政政策ルールにコミットした。</p> <p>① ゴールデン・ルール：単年度ではなく、景気循環を通して、経常収支（＝経常支出－経常収入）を均衡あるいは黒字に維持する。</p> <p>② サステイナブル・ルール：景気循環を通して、ネット公債残高の対 GDP 比を安定的かつ健全な水準に維持する（安定的かつ健全な水準については 40% が目処とされている）。</p>
ユーロ域内国	<p>1992 年 2 月に調印されたマーストリヒト条約では、1997 年までに、①一般政府の財政赤字対 GDP 比を 3% 以下に抑えること、②グロス政府債務残高の対 GDP 比を 60% 以下とすることが義務付けられた。1997 年以降は、安定成長協定 (Stability and Growth Pact) により、一般政府の財政赤字対 GDP 比を 3% 以下に抑えることを目処としつつ、中期的な均衡財政を維持することが義務付けられている。</p>
米国	<p>1985 年のグラム・ラドマン・ホリングス法により、毎年の財政赤字削減目標を制定し、1991 年度の収支均衡が目標として掲げられた。その後、1990 年包括財政調整法により、歳出について以下の 2 つのルールが導入された。</p> <p>① キャップ制：裁量的支出について、国防、非国防国内、非国防国外の各項目に上限を設定。</p> <p>② Pay-as-you-go ルール：義務的支出について、新たな支出増加を伴う政策を策定した場合には同額の財源補填策を必要とする。</p>

ちなみに、インフレーション・ターゲティングを採用している英国では、上記の財政ルールを設定しているほか、大蔵省が財政政策の

目的を「短期的には財政の自動安定化装置を活用することなどによって金融政策をサポートすること」（HM Treasury[1999]）と明記し

ている^(注11)。また、欧州中央銀行も、金融政策の有効性を達成するうえで、ユーロ域内各国における財政ルールを重視した健全な財政政策の運営が非常に重要であることを強調している（ECB [2001]参照）。

また、米国において、近年物価安定が維持されてきた背景として、金融政策と財政政策の両方の要因が指摘される。金融政策については、政策金利がテイラー・ルールによって概ねトレースできるなど、システムティックに運営されてきたことはしばしば指摘されるところである。しかし、Fiscal View の考えに立つと、そうしたシステムティックな金融政策運営に加え、米国政府が中立型財政政策を採用してきたことも重要な要因として指摘される^(注12)。

4.2. ゼロ金利制約時における財政政策の役割

4.2.1. 景気刺激的な非中立型財政政策の役割

政府が中立型財政政策を採用し、中央銀行が物価の安定を実現するという経済政策の枠組み

は、金融政策の主たるトランスミッション・メカニズムである金利チャネルが有効に機能するという通常の経済を前提としている。しかし、そうした政策の枠組みは、ゼロ金利制約に直面し流動性の罍^(注13)に陥った状況においても、うまく機能するであろうか。ゼロ金利制約によって金融政策の有効性が著しく低下した時に、中立型財政政策を運営するということは、負の需要ショックの発生による税収減を補うために、増税ないし歳出の削減を行うことを意味する。これは、負の需要ショックがもたらすデフレ・インパクトを拡大させる可能性を高める。

既述の通り、Fiscal View の物価の変動メカニズムは、財政余剰の現在価値の変動を背景とした資産効果に基づいたものであり、経済がゼロ金利制約に直面していても機能する。Fiscal View は、このような考え方にに基づき、ゼロ金利制約に直面した経済がデフレの罍から脱却するための処方箋として、「政府が中立型財政政策から非中立型財政政策へ政策転換すること」が望ま

(注11) 下記は、HM Treasury[1999]の該当部分の抜粋である。

Given the central importance of economic stability, the key objectives of the Government's fiscal policy are:

- over the medium term, …… (中略) ……
- over the short term, supporting monetary policy, where possible, by:
 - allowing the automatic stabilizers to play their role in smoothing the path of the economy in the face of variations in demand; and
 - where prudent and sensible, providing further support to monetary policy through changes in the fiscal stance. For example, it is likely to be more appropriate to change the fiscal stance in this context if the economy is projected to be some way from trend.

(注12) 例えば、Christiano and Fitzgerald[2000a, b]を参照。

(注13) 「流動性の罍」には幾つかの解釈が存在するが、ここでは単純に、「名目金利に低下余地がない状況、すなわち、ゼロ金利制約を受けた状況」と定義する。例えば、この定義に従えば、近年のわが国では、短期金融市場はほぼ流動性の罍に陥っているということができよう。なお、ケインズが定義した流動性の罍とは、長期金利が極限まで低下し、そこから先はむしろ金利上昇によるキャピタルロスを恐れて、人々が長期債投資よりも貨幣を保有することを選好する状況を指す。わが国の現在の状況が、ケインズの定義した流動性の罍に相当するか否か、すなわち、長期金利に一段の下げ余地が存在するか否かは評価が難しいように思われる。

しいと考える^(注14)。通常の経済においては、財政余剰の現在価値を変化させて、経済の安定を実現しようとする非中立型財政政策は、民間部門の期待を不安定化させることから望ましくない。しかし、Fiscal View によると、ゼロ金利制約によって中央銀行の物価の制御能力が低下した場合には、財政政策にも物価安定を達成するうえで重要な役割があることになる。すなわち、政府が財政余剰の現在価値を低下させる非中立型財政政策へ転換することによって、デフレ圧力を抑制するという役割である。これは前掲図表2でいうと、ケース1に相当する^(注15)。

概念的には以上のような整理が可能であるが、ここで留意する必要があるのは、財政余剰の現在価値の低下は、単に「今日の減税」や「今日の財政支出の増加」で実現するものではないということである。それらの政策が将来の増税予想を生み出す場合には、財政余剰の現在価値は減少しない。財政余剰の現在価値を低下させる「非中立型財政政策」とは、概念的には「明日の増税」という予想を伴わないようにして実行される「今日の減税」や「今日の財政支出の増加」を指している。

なお、財政赤字を拡大させる景気刺激的な非中立型財政政策を実施すると、名目の政府債務残高は一時的に増加する。しかし、Fiscal View が想定する世界では、財政余剰の現在価値の低下が物価や名目GDPの上昇をもたらすので、政府債務残高が増加しても、政府債務残高のGDP比率は上昇するとは限らない。むしろ、

同比率が低下する可能性もある。

4.2.2. 理論上の留意点

ゼロ金利制約下での非中立型財政政策に関して、理論上の留意点を3点指摘しておこう。

第1に、ゼロ金利制約時に財政赤字を拡大させる（財政余剰を低下させる）ことが望ましいというFiscal Viewの主張は、流動性の罨下での財政政策の役割を重視した伝統的なケインジアン^(注16)の主張と同じである。ただし、伝統的なケインジアンの主張では、経済主体の将来予想という視点を欠いており、「当期の財政赤字の規模」が重要とされる。これに対して、Fiscal Viewは、経済主体の将来予想を明示的に取り入れ、「将来にわたる財政余剰の現在価値がどう変化するかという民間の期待」が重要であることを強調する点で、伝統的なケインジアンの主張とは異なっている。すなわち、伝統的なケインジアンでは、非効率な公共投資であっても、今期の財政赤字が拡大すれば、有効需要の増加につながると考える。しかし、Fiscal Viewでは、そうした非効率な公共投資が将来の納税負担の増加につながると民間部門が予想してしまうと、財政余剰の現在価値が実質的に減少することはないため、需要は創出されず、したがって、物価の上昇も期待できないということになる。

第2に、民間部門のフォワード・ルッキングな期待形成を前提にすると、政府は、非中立型財政政策への転換をゼロ金利制約に直面

(注14) 流動性の罨における財政政策の役割について、Fiscal Viewに基づき分析した研究としては、Benhabib et al.[2000]やWoodford[2001]を参照。

(注15) 中央銀行がゼロ金利制約に直面しても、ゼロ金利政策の実施が景気の悪化に対処したものであって、財政赤字の穴埋めのために行うものでなければ、中央銀行はLeaderである。したがって、このケースは、前掲図表2では、ケース3ではなく、ケース1に該当する。

してから宣言するよりも、平時における中立型財政政策の景気弾力条項として事前にコミットしておく方が、政策効果は強まると言える^(注16)。なぜなら、経済情勢と関連付けた弾力条項を事前に設定しておけば、経済に強い下方ショックが発生した場合でも、民間に財政余剰の現在価値の低下予想が生まれ、経済の大きな悪化を防ぐことが可能となるためである。

第3に、経済が実際に流動性の罫にはまり、景気刺激的な非中立型財政政策を発動する場合、将来どのような状況になれば、中立型財政政策に復帰するかを事前にコミットしておく方が政策の有効性を強めることが理論上示唆される。すなわち、経済がどのような状況になれば、平時の中立型財政政策の運営に再転換するかを、非中立型財政政策を発動する際にコミットすることである。例えば、「経済が安定成長軌道に乗るまで減税を継続し、それを達成した段階で中立型財政政策にレジーム転換する」というように、経済情勢に関連付けた出口政策にコミットすることが一案である^(注17)。こうしたコミットは、「財政余剰の現在価値が十分低下したと国民に納得してもらうまで、非中立型財政政策を継続する」ことを約束することに等しく、政策の有効性やクレディビリティを高めることになる^(注18)。また、そうした出口政策にコミットしておかないと、将来において中央銀行が物価をコントロールできる状態が保証され

ないので、財政規律の緩みなどから将来の物価が不安定化するリスクがある。その結果、インフレのリスク・プレミアムが拡大し、長期金利が上昇することによって、現在の政策効果を減殺してしまうと考えられる。財政規律の喪失懸念をもたらさないようにするためには、将来の物価を中央銀行がコントロールできる財政環境を整備しておくこと、言い換えれば、中立型財政政策への再転換をコミットしておくことが重要となる。

5. おわりに

以上、Monetary View と Fiscal View の紹介を行うとともに、金融政策と財政政策の物価安定に果たす役割について理論的な整理を行った。重要な点は、Monetary View と Fiscal View のうち、いずれか1つの見方が普遍的に妥当するというのではなく、物価がどのようなメカニズムで変動するかは、中央銀行と政府の行動パターンの組み合わせ次第で変わり得ることである。中央銀行の独立性が確保されていない状況では、マネーの供給量が財政余剰の変動に左右され得るため、金融政策だけでは物価安定の達成が困難となる。しかし、中央銀行の独立性が確保されても、政府の財政政策が裁量的に行われる場合は、財政余剰の現在価値が変動する結果、民間部門の支出が変化し、物価が不安定になる可能性がある。

(注 16) 例えば、Sims[1999]を参照。

(注 17) 経済情勢と関連付けずに、終了時期だけをコミットしてしまうと、予期せぬショックによって、達成期限の先延ばしを繰り返すことになり、コミットメントのクレディビリティが失われる可能性がある。

(注 18) 中立型財政政策に将来戻ることが予想された場合、現在の非中立型財政政策が景気刺激効果を持つのかという疑問もあろう。単純化のために、現在（1期目）と将来（2期目）の2期モデルを考えてみると、2期目において中立型財政政策が採用されることが予想されていても、1期目の財政余剰の現在価値（1期目の財政余剰と2期目の財政余剰の現在価値の和）を低下させることは可能である。すなわち、2期目の財政余剰を変更することなく、1期目の財政余剰のみを低下させることによって、1期目の財政余剰の現在価値は低下する。

そして、Monetary View と Fiscal View の2つの見方を重ねあわせてみると、「インフレやデフレが究極的に中央銀行によってコントロールできるようにするためには、財政政策の役割も重要である」というインプリケーションが得られる。すなわち、政府は、①平時においては、民間部門の行動調整を誘発しない中立型財政政策を実施すること、②ただし、流動性の罠に陥り金融政策の有効性が低下しているケースでは、景気刺激効果を有する非中立型財政政策に転換すること、が理論的には望ましいことが示された。

(ゼロ金利制約下の様々な政策提案)

近年、わが国では、経済活動が総じて停滞している中、物価は緩やかな下落が続いている^(注19)。このような状況のもとで、様々な政策提案が行われている。ここでは、そうした様々な政策提案の具体的評価には立入らずに、それぞれの政策提案が Monetary View や Fiscal View に照らして、どのように位置付けられるかを整理する。

第1の政策提案は、「積極的な金融政策」である。これは、マネー（マネタリーベース）をより積極的に増加させることで、金融緩和効果を高めようというものである。しかし、既述の通り、ゼロ金利制約下では、Monetary View の最もオーソドックスなトランスミッション・メカニズムである金利チャネルが機能しないため、金融政策単独で物価をコントロールすることは難しい。また、金利チャネル以外のトランスミッションを経由することで——例えば、金融資産間のポートフォリオのリバランスを起こすことで——、金融政策の有効性が引続き確保されて

いる場合でも、財政余剰の現在価値の増加懸念があると物価の上昇圧力はなかなか生まれ難い。現在、わが国では積極的な金融政策が採用され、マネタリーベースは非常に高い伸びを示しているが、物価は依然緩やかに下落している（後掲BOX1参照）。このことは、①Monetary View がゼロ金利制約下では妥当しないことを示しているのか、②それとも、政策効果がトランスミッションのラグからまだ現れていないだけなのか、③あるいは、増税懸念や年金不安など財政余剰の現在価値の増加懸念が物価上昇圧力を減殺しているのか、見解は分かれよう。

第2の政策提案は、「積極財政」である。積極財政とは、伝統的には減税や歳出増と定義される。これらによって、財政余剰の現在価値が低下すれば、物価は上昇することになる。ただし、財政政策のスタンスが経済に対して刺激のか否かを評価するためには、表面的な財政赤字の規模ではなく、景気変動の影響を調整した構造的財政収支をみる必要がある。また、当期の構造的財政収支が赤字であっても、現在価値でみた場合に、財政が景気刺激的であると評価できるかどうかを考えなければならない。例えば、近年における日本の財政状況をみると（後掲BOX2参照）、財政余剰のマイナス幅（財政赤字）が拡大し、一般政府の対民間債務残高のGDP比は、1991年にボトムをつけた後かなり高い水準にまで上昇している。Fiscal View に基づいて物価動向を分析する際には、こうした財政収支の変動のうち、景気循環要因を除く構造的な財政赤字はどれだけあるか、そして、そうした財政政策のスタンスが、財政余剰の現在価値の低下予想につながっているのかどうかを

(注19) わが国の物価動向や物価安定を巡る論点整理については、日本銀行調査統計局[2000]や白川・門間[2001]を参照。

考える必要がある。現在の財政赤字の拡大が将来の増税懸念や年金不安を惹起するのであれば、財政余剰の現在価値に対する民間の予想はむしろ増加することも可能性として考えられる^(注20)。その場合、今期の減税や歳出増加が、かえって、逆効果となることも考えられる。

第3の政策提案は、「財政再建」である。財政再建は、財政赤字や政府債務残高のGDP比率の目標達成を目指して、増税や歳出削減を実施することと定義される。一般的に言うと、ゼロ金利制約によって金融政策の有効性が低下したもとでは、こうした緊縮的な財政政策の実施は、財政余剰の拡大を通して、総需要減少の影響を大きくし物価を下落させると考えられる。ただし、非効率な財政支出が多くなされている場合や過度な納税負担が将来に先送りされているような場合には、現時点の歳出削減や増税が、財政支出の効率化や課税の平準化を通して、財政余剰の現在価値を低下させることも考えられる^(注21)。その場合、恒常所得の増加をもたらし、民間部門の支出増加や物価水準を高めることになる。

第4の政策提案は、「経済構造改革」である。積極財政や財政再建は、将来にわたる財政余剰の推移自体を変化させることによって、財政余剰の現在価値に影響を与えるが、経済構造改革は、潜在成長率の上昇など経済の供給サイドの変化を通して、財政余剰の現在価値に影響を与え得る。例えば、財政余剰の将来にわたる推移が変わらなくても、それを割り引く際の割引率

である均衡実質金利が潜在成長率の上昇によって高まれば、財政余剰の現在価値も低下する。このことは、民間部門が将来の納税負担が重いと感じるかどうかは、将来の成長期待に依存することを考えれば、理解できよう。

以上は、いずれも理論的・概念的な整理であり、これから直ちに何が望ましい政策であるのか結論が出る訳ではない。積極的な金融政策について言えば、マネタリーベースの増加が、ゼロ金利制約下でも物価の上昇をもたらすかがポイントになる。積極財政については、①財政赤字の規模が膨らんだもとでも、財政余剰の現在価値の低下を目指した政策が、金融市場の信認を得られるか、②そして、政策の経済効果が現れるまでに民間の信認を維持し続けることが可能か、③経済情勢との関係でどの程度即効性や持続性のある方策が打ち出せるか、といった点がポイントとなる。また、財政再建については、財政余剰の現在価値を低下させることも理論的には可能であるが、現実はどういった影響が出るかは、実行される財政再建の内容によって変わり得よう。経済構造改革については、潜在成長率の上昇が見込まれるようになるまでに長期の期間を要する可能性があり、即効性のある方策とは必ずしも言えない面がある。その場合、他のどの政策オプションと組み合わせることが望ましいのかといった点がポイントとなる。

いずれにせよ、Monetary View と Fiscal View による議論の整理は、経済政策運営を考える際に、1つの視点を提供しているように思われる。

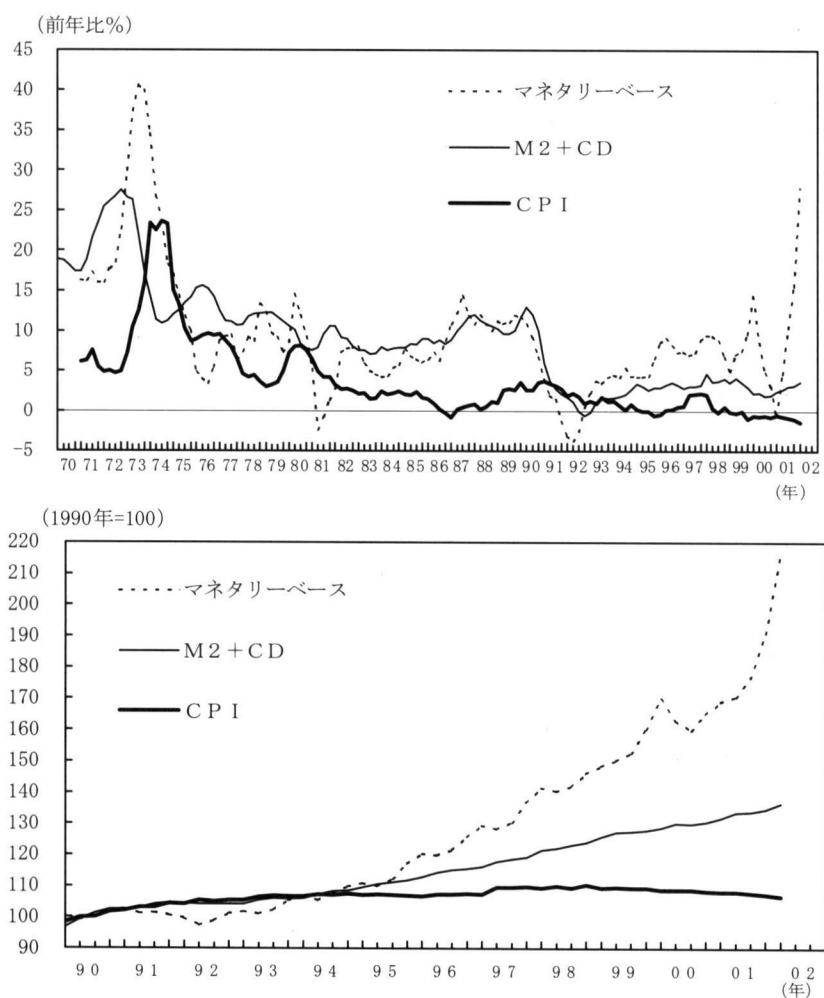
(注 20) 実際、日本では、1990 年代後半以降、増税懸念や年金不安が国民の間で高まり、それが消費抑制の一因となっていることが各種アンケート調査によって窺われる。例えば、日本銀行情報サービス局「生活意識に関するアンケート調査」(<http://www.boj.or.jp/>)を参照。

(注 21) 財政再建が景気回復をもたらす得ることに關しては、Bertola and Drazen[1993]、Blanchard[1990]、Giavazzi and Pagano[1990, 1995]、Perotti[1999]を参照。

[BOX 1]

マネーと物価

下図は、マネー（マネタリーベースとM2+CD）とCPIの推移を示したものである。1970～80年代を大局的に捉えれば、マネーとCPIの間には正の相関がある。つまり、両者の伸び率がともに非常に高い局面やともに低い局面を含むような長期の時系列でみれば、緩やかな正の相関が観察される。しかし、近年では、マネーが伸び続ける中、CPIは横這いないし下落傾向が続いており、正の相関が窺われていない。



(出所) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「金融経済統計月報」

[BOX 2]

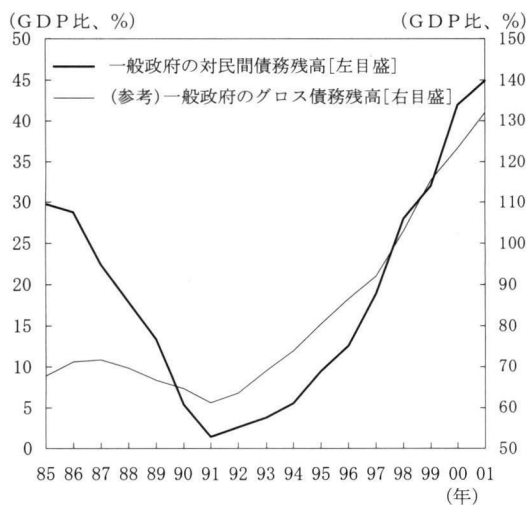
日本の財政状況

本文では、説明を単純化するために、政府債務を中央政府の国債のみに限定して説明した。しかし、現実の世界で、民間部門と経済活動の面で関係のある政府とは、中央政府のほかに、地方政府と社会保障基金を含んだ「一般政府」である。したがって、本文中（4）式の左辺分子の「政府の対民間債務残高」は、国債ではなく、「一般政府」の債務として考えることが適当である。

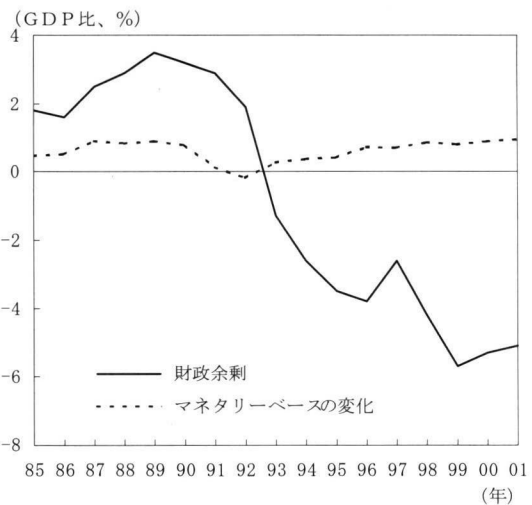
左下図が示すように、日本では、一般政府の対民間債務残高のGDP比が、1991年にボトムをつけた後、最近では財政赤字の拡大を背景に、非常に高い水準にまで上昇している。

なお、統合政府の異時点間の予算制約式（4）式において、政府の対民間債務残高の実質値と等しくなるのは、将来にわたる財政余剰やマネタリーベースの変化幅の割引現在価値であり、右下図で示した各期の実績値ではない。

一般政府の債務残高



マネタリーベースの変化幅と財政余剰



(注) 一般政府の対民間債務残高は、「一般政府のネット債務残高－日銀の保有国債残高＋日銀への政府の預け金」を示したもの（末残ベース）。財政余剰は、「一般政府のプライマリー・サープラス」を示したもの。マネタリーベースの変化幅は、平残前年差を示したもの。

(出所) OECD「Economic Outlook」、日本銀行「金融経済統計月報」

[参考文献]

- 白川方明・門間一夫、「物価の安定を巡る論点整理」、『日本銀行調査月報』、2001年11月号
日本銀行調査統計局、「わが国の物価動向——90年代の経験を中心に——」、『日本銀行調査月報』、2000年10月号
- Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohe, and Martin Uribe, “Avoiding Liquidity Traps,” mimeo, New York University, 2000
- Bertola, Giuseppe, and Allan Drazen, “Trigger Points and Budget Cuts : Explaining the Effects of Fiscal Authority,” *American Economic Review*, 83, 1993
- Blanchard, Oliver, “Comment,” *NBER Macroeconomics Annual*, 5, 1990
- Christiano, Lawrence J., and Terry J. Fitzgerald, “Price Stability: Is a Tough Central Bank Enough?,” *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2000a
- , and ———, “Understanding the Fiscal Theory of the Price Level,” *Economic Review*, 36(2), Federal Reserve Bank of Cleveland, 2000b
- Cochrane, John, “Money as Stock: Price Level Determination with No Money Demand,” *NBER Working Paper*, No.7498, 2000
- European Central Bank, “Fiscal Policies and Economic Growth,” *ECB Monthly Bulletin*, August 2001
- Friedman, Milton, *Inflation : Causes and Consequences*, Asia Publishing House, 1963
- Giavazzi, F., and M. Pagano, “Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries,” *NBER Macroeconomics Annual*, 1990
- , and ———, “Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes : International Evidence and the Swedish Experience,” *NBER Working Paper*, No.5332, 1995
- HM Treasury, “Analyzing UK Fiscal Policy,” <http://www.hm-treasury.gov.uk>, 1999
- Leeper, Eric, “Equilibria under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.27, 1991
- Mankiw, N. Gregory, *Macroeconomics*, Worth Publishers, 1992
- Perotti, Roberto, “Fiscal Policy in Good Times and Bad,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.114, 1999
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall 1981
- Sims, Christopher A., “The Precarious Fiscal Foundations of EMU,” *De Economist*, 147, No.4, 1999
- Woodford, Michael, “Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability ?,” *NBER Working Paper*, No.5684, 1996
- , “Fiscal Requirements for Price Stability,” *NBER Working Paper*, No.8072, 2001