

話題のFTPL (Fiscal Theory of Price Level) とは

経済調査部 首席エコノミスト 永濱 利廣 (ながはま としひろ)

米国のノーベル賞経済学者、クリストファー・シムズ教授による2016年8月の米ジャクソンホールでの講演が話題になっている。その趣旨はこうである。

「金利がゼロ近辺まで低下すると量的緩和は効かなくなり、マイナス金利を深掘りすると金融機関のバランスシートを損ねる。物価上昇のためには今後は減税も含めた財政の拡大が必要」

実際、日本はこの事例研究の先駆けになりつつあり、安倍政権内部では緩和策の効果を高めるため「金融緩和と財政支出の合わせ技で」という機運が強まっている。

日本やEU等が典型であるが、これまでは緊縮財政を維持したまま金融緩和で景気の下支えする政策が主流であった。つまり、金融緩和のアクセルを踏みながら緊縮財政のブレーキをかける政策だ。しかし、この政策では十分な景気浮揚にはつながらず、デフレリスクが依然として解消されていない。

そこで注目されているのが、金融政策のみではインフレ率の長期的変動をコントロールできないとする物価水準の財政理論(FTPL:Fiscal Theory of Price Level)だ。FTPLにおいて、物価水準は金融政策のみではなく、財政政策との組み合わせによって決まる。このためFTPLでは、政府と中央銀行のバランスシートを連結した一体運営が仮定されている。金融政策の効果が低減する中、金融政策と財政政策を一体運営することで物価上昇につながるとされている。

実際、シムズ氏は今年8月のジャクソンホール会合の基調講演で「金融政策が効果を発揮するには財政政策の裏付けが必要」と主張しており、日本経済に対しても政策提言をしている。例えば、マイナス金利によって銀行や貯蓄者から抽出された資源が、減税や歳出増加ではなく、財

政赤字の削減にすべて使われれば、マイナス金利はデフレ圧力をもたらす。このため、金利引き下げが需要を刺激するのは、効果的な財政拡張政策を伴う場合のみとして

いる。またFTPLでは、財政政策が金融政策と協調してインフレ率の上昇を目指していると認識されることが必要となる。実際にシムズ氏は、インフレ目標達成までは消費増税を見送る等、将来の消費増税計画を明示的にインフレ目標の達成と維持に結びつけることで、インフレ目標が達成されるとの見方を示している。そして、財政出動に伴う赤字は増税や歳出削減ではなく将来のインフレで賄うべきと提案している。つまり、財政健全化の計画が低インフレの原因と結論付けているのである。

こうしたシムズ氏の議論を受けて、内閣官房参与でエール大学教授の浜田宏一氏も財政政策の重要性を強調するスタンスに変化している。これまで浜田氏は、変動相場制下のマンデルフレミングモデルに基づき、金利上昇や通貨高により最終需要が抑制される「クラウディングアウト」の懸念から、財政政策には懐疑的な見方をしてきた。しかし、日銀のイールドカーブコントロール導入によりクラウディングアウトは回避でき、財政の助けで金融緩和がより効果を発揮するという状況になっている。

日銀においても、11月1日に公表した展望レポートの中で、大規模な財政出動と強力な金融緩和の合わせ技が為替レートやGDP、インフレ率に与える影響を評価するシミュレーションを披露している。そして、名目金利を固定すれば、公共投資がベースラインから名目GDP対比1%分増加したケースで財政乗数が0.6程度上昇することが示唆されている。