

アベクノミクスと FTPL (物価水準の財政理論)

早稲田大学国際学術院教授

樋口 清秀

はじめに

2012年11月安倍政権が発足し、今年で4年過ぎ、5年目に入った。安倍首相はそれまでのデフレの脱却、過度な円高是正、経済成長率3%回復を目標とする新しい経済政策、いわゆるアベノミクスを展開し、今日まで政権運営をしてきている。2013年3月には、この政策を実現すべく、日本銀行総裁に黒田東彦氏を任命し、新たな金融政策を実施させた。まさにそれまでの日銀の独立性論など一顧さえせず、政府・日銀一体となって、デフレ不況からの脱却を目指してきた。

この政策展開には、いくらかの経済学者が賛同あるいは擁護してきている。彼らはレフレ派とよばれ、インフレターゲットとして2%の物価目標の実現に向け、大胆な金融政策の導入の正当性を積極的に主張してきている。彼らはデフレ脱却するために、明確なインフレ目標を設定し、その実現に向け、金融政策の発動の正当性を展開した。

ところが、4年経過しても経済は依然低迷状態、すなわち経済成長率は2013年度から2015年度にかけて、名目で2.6,2.1,2.8%,実質では、2.6,-0.4,2.3%であり、2016年4月以降も四半期ベースでも名目で1.2,0.7,1.2%,実質で1.8,1.4,1.0%と相変わらず低迷状態が続いてきた。これに対して、内外からアベノミクス失敗論あるいは政策変更論さえ出てきた。とくにアベノミクスの政策的支柱であった浜田宏一エール大学名誉教授でさえ、『BUNGEISHUNJU』2017年1月号および『月刊資本市場』同年1月号にて、「「アベノミクス」私は考え直した」を発表するに到った。浜田氏はそれまで「デフレは貨幣供給量の少なさに起因するマネタリーな現象」と主張し、それを根拠にインフレ目標を設定し、金融政策、それも非伝統的金融政策を用いて、貨幣供給量を増やすことがデフレ不況脱却に重要な政策であると主張し、安部首相の重要な政策ブレーンとして今日までアベノミクスを理論面で支え続けるはずであった。ところが、「僕は、状況が変われば意見を変える。」、また「有効求人倍率はタイトになったが、賃金も物価も硬直状態にあり、アベノミクス導入時のように期待インフレ率を起こすのが難しくなった」として、貨幣供給量増加による物価上昇をクリストファー・シムズプリンストン大学教授が唱える「物価水準の財政理論=FTPL (the Fiscal Theory of Price Level)」を引き合いに出し、財政の赤字化促進によって、インフレを喚起させると言い出す始末である。日銀が2016年9月それまでの金融政策を変更し、金利に直接働きかける政策の実行を打ち出して、インフレ目標の実現を図ろうとの金融政策の強化を宣言した矢先にもかかわらずにである。

本稿では、これまでのアベのミックスを黒田日銀の非伝統的金融政策の展開を合わせて「アベクロミックス」と呼び、これまでの経済実績の展開と新たな理論への脚光および今後の政策目標実現の可否について理論的側面から検討することにする。

1 アベクロミックスとは

アベノミックスは、2012年11月安倍氏が自民党総裁に就任時に打ち出した、長く続いてきたデフレ不況脱却と過度な円高是正に向け、①インフレ目標の設定、②その実現に向けた「大胆な金融緩和」の実施を主眼とする政策であり、

- 1) 大胆な金融政策、すなわち大胆な金融緩和によるデフレマインドの払拭
- 2) 機動的な財政政策、100兆円規模の財政発動：財政の均衡化の先延ばし
- 3) 規制緩和・イノベーション促進による民間投資喚起と各個人が実力を発揮できる社会の構築による経済成長の実現

を3本の矢として、景気を浮揚させ、3%の経済成長を目指すものであった。

そこで安倍首相は、2013年3月20日黒田東彦氏を日本銀行総裁に就任させた。黒田日銀は、さっそく同年4月4日異次元の金融緩和の第一弾、質的・量的金融緩和（QQE1）を発表し、実施した。ところが政策目標の達成どころか、株式市場以外実体経済に好転の兆しが見られなかったため、14年10月31日金融政策の拡大策として「質的・量的金融緩和の拡大策（QQE2）」を公表し、短期国債利回りをマイナスに持っていくことで資金流通の浮揚を図った。しかし、それでも経済に好転が見られず、15年12月18日「質的・量的金融緩和」を補完するための諸措置導入を決定した。それに続き、よく新年の1月29日には、「マイナス金利付き量的金融緩和」を実施した。その結果、同年2月9日には10年物国債利回りが史上初めてマイナス金利となった。

それにもかかわらず、インフレ2%の実現は到底不可であった。それどころか、物価が下落していく時期さえも出てくる始末であった。そのため黒田日銀は更なる金融緩和策として、同16年7月29日ETF（Exchange Traded Fund= 指数連動型上場投資信託受益権、いわゆる上場投資信託）の買い入れ増額を実施し、日銀による市場への一層の資金供給増加を行うとともに、企業や金融機関への外貨資金獲得の支援を図った。さらに、16年9月21日には黒田総裁は、これまでの金融政策の総括をする一方、更なる金融緩和策として「長短金利質的・量的緩和」の導入として、長短金利の直接コントロールに踏み出した。

黒田総裁は、これら一連の非伝統的金融緩和策実施を総括して、インフレ目標2%実現は未達成ながら、これら一連の金融政策導入前に比べて、

- ① 企業収益は回復
- ② 家計部門でも雇用・所得は回復
- ③ 物価もインフレ基調に明確に改善

したとの成果を強調する一方、2%物価の上昇未達成については、その要因として

- ① 原油価格が14年以降幾度となく大幅に下落
- ② 14年4月の消費税引き上げ以降には需要が軟弱化
- ③ 年以降の新興国経済の減速、それに伴う国際金融市場の不安定化

を掲げ、これらが国民の「予想物価上昇率」に大きく作用し、デフレ基調をもたらし、需要の低迷を長引かせてきたとした。非伝統的質的・量的金融緩和（QQE）による貨幣供給増加策でデフレ脱却が図れない硬直状態について、昨年9月の金融総括において、黒田総裁は、金融政策の基本メカニズムとは、自然利子率に対して実質利子率をそれより高くしたり、低くしたりすることであると、実質利子率を自然利子率より高くすると、産出量を完全雇用水準よりも低く押さえ、結果的に物価引き下げにつながる。それは、実質金利を自然利子率よりも低くすると、割安感をもった企業・個人は資金借入れを増加させ、投資を増やすことになる。これが国内需要を引き上げ、物価上昇に繋がるというストーリーになろう。黒田日銀は、そこでは貨幣数量説ではなく、後者の説を引き合いに出したのは、もはや質的・量的金融緩和による貨幣供給増大ではデフレ脱却が不可能であることを自ら明かしてしまっただけになりはしないであろうか。日銀はそれ以降、さらなる質的・量的緩和策として「長短利付質的・量的緩和」を導入し、長短期金利を直接低水準に誘導し始めたのである。

2 アベノミクス下の日本経済とその功罪

ここで、2013年度から2016年12月までの日本経済の実績を改めて見てみよう（表1、表2）。13年度から15年度および16年第2四半期、第3四半期、第4四半期の対前年比経済成長率は、名目/実質で1.7/2.0, 1.5/-0.9, 2.3/0.9, 1.2/1.8, 0.7/1.4, 1.2/1.0と低率の経済成長で推移してきている。法人営業収益は15年度までは高い伸びを示してきたが、16年第二四半期以降、対前年比マイナスとなった。公共工事請負については、13年度には高い伸びをしましたが、以降はマイナス成長基調であった。個人所得については、ここ4年現金給与総額はほとんど伸びていない状況であり、消費支出はマイナス成長の連続である。したがって、それが起因し、小売業販売額、全国百貨店売上高もマイナス成長基調である。

一方、金融・貨幣市場では、マネタリーベースは13年度、14年度、15年度で44.0%、39.3%、32.1%の伸びを示したのち、16年4月以降は年末に向け26.8%から23.1%へと伸び率が減少してきた。コールレートは16年4月から12月にかけてマイナス、新発10年国債利回りも15年度、16年4月から11月にかけてマイナスであった。にもかかわらず、銀行貸し出しは急増せず、残高ベースで13年度から16年12月まで対前年比2.0~2.6%伸びの間で安定的に推移してきている。また物価は、輸入物価の急落もあり、国内企業物価指数、消費者物価指数ともに前年比マイナス基調で推移してきたの

である。これを概観しただけでも、アベクロノミクスが目指したデフレからの脱却及びインフレターゲット 2%の達成および 3%の経済成長などとてもおぼつかない。ただ株式市場に対しては大きなプラス効果があり、日経平均 225 は 13 年度から 16 年 12 月にかけて大幅上昇し、14406.76 円から 19066.03 円にもなった。

しかし、これもかなりのからくりがあり、14 年 10 月以降年金積立管理運用独立行政法人（GPIF）がそれまでの低利すぎて国債運用による資金確保困難のため、国内株式への投資比率を大幅に増やすことを決定し、実行した。これに先んじて、日銀も株価引き上げによる景気刺激策として国内株式に分散投資をおこなう ETP（上場投資信託）の購入を拡大していたことから、14 年 10 月には 16,000 円台であったものが 15 年 4 月には、実に 15 年ぶりに 2 万円の大台に乗った。朝日新聞 17 年 2 月 26 日号（朝刊）では、前年末までに株式投資総額が東証 1 部上場企業の時価総額で約 500 兆円、そのうち 8%を占める 40 兆円（ちなみに民間の資金運用最大会社 日本生命は 8 兆円にすぎない）もの投資を行い、その結果、GPIF と日銀とを総計すると、東京証券取引所 1 部上場企業 1945 社のうち約 980 社で 5%超の大株主、また 490 社では筆頭株主になっているとのことである。まさに公的資金による株価押し上げの様相が色濃いことから、株価の上昇を見て経済回復した証左とは言えないであろう。

長内・大村（2016）は、アベクロノミクスの結果として 1995 年から 2015 年にかけての日本の資金移動について言及し、この政策の低金利、あるいはマイナス金利誘導ゆえに、公的資金の運用が国内運用 3 倍増に対して、海外投資が 10 倍となった一方、企業の資産運用も国内で 50%増に対して、海外投資が 6.2 倍増となっており、これらが結果的に円安に寄与したことは疑いなかろう。さらに家計の現金・預金は約 42%増（金融資産は 35%の伸び）である一方、金資産は何と 2.5 倍の伸びであり、家計所得がほとんど横ばいの状況下で、個人は懸命に将来の生計確保に向け資産形成に励んできている点は注目すべきであろう。その一方で、非伝統的金融政策実施の結果、日銀への弊害が如実となり、2016 年度上半期決算は特にこれまでの金融緩和策による大量の国債購入から、資産残高が過去最高の 456.8 兆円になった一方、最終利益が 2002 億円の赤字に陥った。その結果、日銀の資本比率は 8.0%と中央銀行の健全性目安のぎりぎりまで下落してしまった。アベクロノミクスはまさに日銀の経営健全化を全く無視した非伝統的金融政策の継続的实施なのである。

The Economist (Jul. 30th 2016 号) は、“Overhyped, underappreciated” や T.Sawa (2016) は、アベノミクスはまだ道半ばであり、デフレを終結させ、経済成長も多少は上昇し、円安・株価高を実現させはしたが、未解決な問題として、貿易の自由化・規制緩和を含めた構造改革、財政再建のための消費税の再引き上げ、財政債務の長期的維持・安定化、質的・量的金融緩和の一層の有効化措置の実践などを挙げた。これに対して、The Japan Times (2017) は Editorials として “Abenomics four years on” を掲載し、アベ

ノミクスのこの4年を総括している。アベノミクス3本の矢の第一の矢は金融緩和であった。日銀の大量の国債買いにより、市中に大量の資金注入がなされた結果、円安を引き起こした。これにより、主な輸出企業の収益は大幅に増加し、これが株高にもつながった。そこで、こうした経済効果が賃金引き上げに転嫁され、それが個人消費拡大をもたらし、さらに企業投資拡大へとつながっていくとの好経済循環の実現が期待されたが、4年すぎてもこうした期待が実現してこない。企業の内部留保と海外投資の増大の一方、雇用は改善されたものの、個人所得はほとんど増えず、その結果、消費支出も国内資本投資もほとんど増えてきていない。それゆえ国内の有効需要の伸びがほとんどないというのがこの4年間の結果であった。政府は第3の矢である規制緩和を通じて国内需要の拡大を期待しているが、規制緩和そのものも実践が難しい局面に出くわしてきたことしばしばであるし、政府も本気で規制緩和を実現させようとする気概が見られないことも事実である。そして、この4年間動いたのはただ時間だけだったと最後を結んでいる。これまでの日本経済の実績データ読み取れば、まさにこれしか言いようがなかろう。

3 リフレ派は正しいのか？

アベノミクスの基盤とする経済理論はリフレーション理論であり、これを主導する経済学者グループをリフレ派と呼ぶ。彼らは、緩やかなインフレーションの継続を実現することによって安定的経済成長ができると主張する。デフレ不況から脱却するためには、まずインフレを引き起こさなければならない。ところが物価コントロールするにもある程度の目標設定がなければ、ハイパーインフレさえ起こしかねない。そこで緩やかなインフレ率の目標値（インフレターゲット）を設定し、その実現に向け、大胆な金融緩和を行う。インフレを喚起し、ターゲットが実現すれば、それによって人々の行動は変化し、それが企業収益、個人消費、国内投資の拡大につながっていくと期待するものである。

では、どのようにしてインフレーションを起こすのか。彼らが依拠するのは貨幣数量方程式：

$$M = k P y \quad (1)$$

あるいは

$$MV = P y \quad (2)$$

M：貨幣残高

k：一定

P：物価

y：実質GDP

V：貨幣の流通速度

である。これらの方程式に依拠すれば、貨幣供給の増大あるいは貨幣の流速度が上昇すれば、物価上昇・インフレが発生することに相違ない。ところがこの貨幣数量方程式には前提条件「経済に供給された貨幣はすべて、保蔵・退蔵されることなく経済循環のなかで流通する」というものである。したがって、もし貨幣保蔵あるいは退蔵がその経済で起こるならば、いくら貨幣供給や貨幣の流通速度を拡大したとしても、物価の上昇は起こらないであろう。実際この約4年数か月非伝統的な金融緩和によって貨幣供給は継続的に増加してきたのも関わらず、物価は上昇するどころか、下落した時期さえもあったのである。

それゆえに、日銀は、昨年9月の黒田総裁による「金融緩和の総括」以降、先にも言及したように、インフレターゲット実現が容易ではないと見なし、資金供給量の数値目標を廃止しつつも、物価上昇率が2%を超えるまで資金供給は続けるとしているものの、一方では新たに「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という金利操作策を展開し出した。これは政策手段の資金供給コントロールから金利誘導への変更である。これはイールドカーブを用いて、長期金利（10物国債利回り）を当面ゼロ、短期金利（日銀当座預金の一部の金利）を当面マイナス0.1%にするとのことである。これはまさに貨幣数量説からWicksell理論への転換であると言えよう。K.Wicksell（1898）によれば、実質金利を

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{期待インフレ率} \quad (3)$$

と規定する一方、自然利子率を市場での均衡利子率と定義し、

もし

$$\text{実質利子率} > \text{自然利子率} \quad (4)$$

ならば、資金需要は縮小し、投資は減退する。また、

もし、

$$\text{実質利子率} < \text{自然利子率} \quad (5)$$

ならば、資金需要は増大し、それが投資拡大につながるとのことである。これは、低金利を実現することで、期待インフレ率の引き上げを実現させ、それを通じて、実質金利を自然利子率以下にし、投資を喚起させようとするものである。

I.Fisher（1933）は、一般均衡状態は債務過剰によって攪乱されることからスタートし、9つの局面を結びつけることで、デフレ不況が発生することを説明する。それは以下の通りである。

- 第1局面 借金倒産の増加によって売上げが減少する。
- 第2局面 銀行返済への滞りによる預金通貨の減少および貨幣流通速度の低下、かつ売上げ減少による預金減少と、預金資金の流通速度の低下へ
- 第3局面 それが物価水準の低下へ
- 第4局面 企業の純資産は下落し、それが倒産増を予期。

- 第5局面 企業利潤の低下
- 第6局面 生産量、取引、雇用の減少
- 第7局面 悲観論、自信喪失の蔓延
- 第8局面 貨幣保蔵の増加あるいは貨幣の流通速度の減少がさらなる流通速度の減退を生む
- 第9局面 以上の8局面から、名目・実質金利の複雑な金利変動を生む。

これが I.Fisher によるデフレ不況論である。

前 FRB 議長、B.Bernanke は Fisher 理論を高く評価し、大幅な貨幣供給によって景気は回復できるとし、アメリカにおいて大幅金融緩和 QQE I,II の採用を主導した。彼に続いた J.Yellen 議長もこれを引き継ぎ、金融緩和、低金利政策を維持してきた。その結果、米経済は順調な経済成長を回復し、雇用も大幅に改善した。ところが日本では結果が得られていない。2017年2月8日の新聞報道によれば、日銀が2017年1月30～31日の日銀金融会合における「主な意見」を公表した内容によれば、物価動向は「期待外れ」であり、2%の物価目標に実現にはまだ力が立ちないことで認識が一致した。しかし、「早期の政策スタンス変更には慎重にあるべき」との意見があり、2016年9月の長短金利操作を始めてすでに4か月過ぎているにもかかわらず、マイナス金利政策は引き続き実施し、政策変更しないとのことである。

J.M.Keynes (2013) は、デフレ不況を物価の下落と失業の拡大と定義し、投資の急落がこの不況を生む。投資が急落すると、不況感が蔓延し、これが企業利潤の縮小・下落につながり、雇用削減が拡大する。また、不況は人々に現在・将来の生活に不確実性を生み、これに対する防衛手段としての貯蓄を増加させる傾向を持つ。これがさらなる消費節約につながり、企業の売り上げ、利潤はさらに深刻化すると主張する。

不況終了への対策としては

- ① イノベーションと産業進歩の促進
- ② 既存の資本の消耗と新規資本投資の喚起
- ③ 金利の引き下げ
- ④ 政府による投資計画の適切な実行
- ⑤ 戦争

を挙げる。すなわち、投資の引き上げによって、需要が押し上げられる。これが物価の引き上げに貢献する。それによって、企業の利潤は回復し、雇用も改善していくものである。I.Fisher、J.M.Keynes 双方ともデフレ不況脱却に物価の引き上げが重要であることを強調しているところには相違ない。問題はいかに物価を引き上げるかにある。これまで日本は非伝統的金融緩和を用いて貨幣供給量を拡大してきたにもかかわらず、物価は上がるどころかかえって下がる時期さえあった。したがって、リフレ派の論理は正しいと言えるだろうが、実際には4年を超す“非伝統的緩和”をもってしても物

価は上昇してこなかったのである。そこで浜田氏は「マクロ経済学においてパラダイムの転換が起こった」として、C.Sims (2016) や M.Woodford (1995) などが主導する、物価水準への財政政策の影響を強調する「物価水準の財政論」に着目し出した。

4 新たなデフレ不況脱却策として「物価水準の財政理論」

物価水準決定の理論には、これまで、(1) および (2) 式がしめす貨幣数量説によるものと現代マクロ経済学によく出てくる総供給曲線と総需要曲線との交点で決定されるとする、どちらかといえばニュークラシカル派のものとの2つがあった。その変動としてのインフレ、デフレは金融現象として捕えられ、独立性を叫ばれ続けられてきた中央銀行が金融調節、とくに貨幣供給、金利操作を通じて、物価安定の役割を果たすべきものと考えられてきた。そこでアベクロノミクスは日銀が非伝統的金融緩和を行うことでデフレ脱却を図ったのである。日銀による大量の国債買い取り、あるいは日銀預け金の一部へのマイナス金利策による市中へ大量の貨幣供給を行い続けたが4年たってもその効果は出ず、昨年9月には直接金利操作によって物価上昇を図ったが、本年月末の日銀金融会合においても「好ましい結果が出ていないこと」を認めたのが実情である。つまり、QQE（質的・量的金融緩和）は頭打ち状態に陥ってしまっているのである。

こうした状況下で、浜田 (2017a,b) は、2016年8月アメリカでの「ジャクソンホール会議」で C.Sims プリンストン大学教授の基調報告を聞き、その論文を読み、「金融政策が効かない理由は財政にある」、「中銀が量的緩和で貨幣量を増やしても、同時に政府が財政赤字を減らそうと増税すれば、インフレにはならず、デフレになってしまう」点を高く評価し、「財政が赤字であっても、デフレ脱却を目指すならば、財政を拡大すべき」との政策論に同調した。この説こそ「物価水準の財政理論」である。金融の役割を認めつつもその効果が出ないときには、財政の役割を動員するというものであり、これまでの「中央銀行の独立性」論からは逸脱するものである。では「物価水準の財政論 (FTPL=Fiscal Theory of Price Level)」とはどのような理論であろうか。

まず、FTPL は完全雇用（すなわち生産量一定）を前提条件として、インフレ・デフレを金融現象とみなし、貨幣数量でインフレ・デフレコントロールできない場合には、国債の発行量が物価決定に重要な役割を果たすと Sims (2016) は言う。FIPL が注目するのは、貨幣数量方程式 (2)

$$M_t \cdot V_t = P_t \cdot Y_t \quad (2')$$

t:時間

Y: 実質 GDP

ゆえに、貨幣流通速度 V_t は

$$V_t = P_t \cdot Y_t / M_t \quad (6)$$

となる。もし、貨幣流速度 V_t が一定ならば、貨幣残高 M_t の増加は物価 P_t を押し上げ、インフレを喚起することになるだろうし、貨幣残高が減少すればデフレが生ずることになるであろう。

FTPL はこの方程式を援用し、国債の発行残高が物価決定の重要な枠割りを果たすと主張する。すなわち、リカードの等価定理では、政府は仮に今季赤字財政によって赤字国債を発行するならば、この国債償還のために将来かならず増税をすることになるといえる。それを予見する家計は今期の財政出動によって有効需要が増えるとしても景気が上向くと財布のひもを緩めたりはしないのである。結果景気刺激のための財政出動は好結果が得られないであろうと言われているのであるが、FTPL は、リカードの等価定理で使われる、今期の赤字国債残高は将来の財政黒字で賄うとする財政の異時点間予算制約式：

$$B_t/P_t = (g_{t+1} - \delta_{t+1}) / (1+r_t) + (g_{t+2} - \delta_{t+2}) / (1+r_{t+2}) + \dots \quad (7)$$

B:国債の発行残高

P:物価

g : 財政支出

δ : 財政収入

r: 時間割引率

t: 時間

を均衡式として用いる。もし、 $r > 0$ で、方程式 (7) の左辺が無限等比級数になるならば、(7) 式は

$$B/P = s/r \quad (8)$$

s: 財政余剰 (=g - δ)

と書くことができ、これは

$$(\text{実質国債残高}) = (\text{無限期間にわたる基礎的財政黒字総額の割引現在価値}) \quad (8')$$

を意味する。これを均衡式とし、将来の財政余剰の割引現在価値を一定とするならば、国債発行残高の増加は物価 P の上昇につながるといえる。したがって、特にデフレ状態では、赤字国債発行を増加すれば、それが物価上昇につながり、デフレはだ脱却できると確信できる。Leeper (1991) はこれを“Active Fiscal Policy”と呼び、Woodford (1995) はこれを“Non-Ricardian fiscal regime”と呼んだ。

いずれにせよ、彼らはマネタリストと同様に経済を均衡状態にあることを前提にしているうえ、マネタリストはすべての通貨は経済流通すると仮定している一方、FTPL はそれに加えて、国債も貨幣とまったく同様な流動性を持つものと仮定している。貨幣は名目上決まった価値で交換できるが、国債はそれが保障されない。したがって、国債は貨幣に比べて流動性が低いとみるのが妥当であろう。もし国債残高が大量にあった場合、国債の市場で超過供給が発生し、その流通価格は下落する。それが長期

金利の引き上げとなり、物価押し上げにつながるかもしれないし、逆に投資を抑制し、有効需要の減退から、不況がさらに深刻化する場合さえ考えられよう。要は、均衡状態を前提にすると貨幣及び国債の供給増加は物価上昇に繋がることは均衡式から自明であろう。しかし、直面している経済状況はデフレ不況であり、それは不均衡状態なのである。この均衡状態を前提とした経済理論をベースにした金融財政政策を用いること自体矛盾が生じているのではないであろうか。さらに方程式 (8) の右辺は、国債発行以降一定の財政黒字が永遠に継続し、祖の余剰によって国債発行による負債が返済されると仮定している。もし財政黒字になるならば、継続的に国債発行をしなくて済むであろう。これも非現実的であろう。したがって、FTPL は到底実際に有効な結果など得られなさそうである。やはり J.M.Keynes (2013) に立ち戻り、デフレ不況を超過供給あるいは過少需要とみて、その脱却策として投資・消費の回復及び拡大による需要回復・拡大策を模索すべきではないであろうか。

むすびに

2012 年 11 月に安倍政権がアベノミクスを引っ提げて登場して本年 2 月末ではや 4 年 3 か月、いっこうに物価上昇の兆しが見えない。これまで使われてきた非伝統的金融緩和策も昨年 9 月にさらに強化されたにもかかわらず、1 月末の日銀の金政策会合の場でさえ悲観的見解で一致した。3 本の矢を用いて経済を活況にし、2020 年には財政においてプライマリーバランスにおいて均衡を実現するとの明言を非常に影がうすくなってきており、最近ではアベノミクス・アベクロノミクスの言葉さえ聞かれなくなった。こうしたなか、その閉塞状況を打破すべく FTPL が紹介された。本稿でこの理論の合理妥当性を考察したが、前提条件がきわめて非現実的であることを明確化された。非現実的な前提条件のもとで得られた論理的帰結を活用して現実における政策展開をする。それで期待通りに結果を得られることこそきわめてレアなケースであり、通常は期待通りの結果が得られないこと必定であろう。政策策定の場合、現実観察し、その現実に近い前提条件のもとに設定された理論を用いることこそまさに重要である。アベクロノミクスはこのことを我々に教えてくれたのである。

注) 本稿における経済データは、すべてに日本経済新聞 2017 年 2 月 27 日朝刊「景気指標」による。

なお、本稿はゆうちょ財団インターネット研究会 (2016/12/02 開催) にて口頭発表した「アベクロノミクスについて」をベースに作成しました。参加会員から有益なコメントをいただきました。この場を借りて感謝申し上げます。

【参考文献】

- 愛宕伸康 (2017) 「17 年の日本経済と統計によるアベノミクス点検」『ゆうちょ資産レポート』、1 月号。
- Bassetto Marco, "Fiscal Theory of the Price Level", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, forthcoming, users.nber.org/~bassetto/research/ . . .
- Chritiano, Lawrence J. & Terry J. Fitzgerald (2000) , *Understanding the Fiscal Theory of the Price Level*, Economic Review, Vol.36.No.2.
- Colander, David etc (2009) , "The Financial Crisis and the Systematic Failure of Academic Economics", *Working paper*, Kiel Institute for the World Economy.
- Cot, Annie L. (2013) , "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions: On Irving Fisher's Use of Medical Metaphors" *Economia*, 3-2.
- 土居丈朗 (2003) 「物価水準の財政理論」の真意」『三菱信託銀行』、3 月号
- Fisher, Irwing (1933) , "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, Oct., Vol.1, No.4.
- Forum, "Abenomics: Success or failure" www.wkforum.org/WKF/sessionDOC/ 2016/10/25.
- 浜田宏一 (2017a) 「アベノミクス」私は考え直した」『BUNGEISHUNJU』1.
- 同上 (2017b) 「経済政策の新たなパラダイムを語るーFTPL (物価水準の財政理論) のフレームワーク : 金融・財政の組み合わせでアベノミクス進化」、『月刊資本市場』1. (No.377)。
- Kahn, George (1984) "Theories of Price Determination", *Economic Review*, April.
- Keynes J.K. (松川訳) (2013) 『デフレ不況をいかに克服するか。: ケインズ 1930 年代評論集』文芸春秋。
- Leeper, Eric M. (1991) , "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics* 27
- みずほ総合研究所 (2017) 「財政政策でインフレは実現するか : 誤解されがちな「FTPL (物価水準の財政理論)」」、『みずほインサイト』、2 月 3 日号。
- 大村敬一 (2016) 「債券市場の機能低下」『日本経済新聞 10 月 4 日号朝刊』
- 長内智・岡本佳祐 (2016) 「4 年目を迎える大胆な金融緩和の「光」と「影」」、『大和総研調査季報』秋季号、Vol.24.
- 佐藤主光 (2017) 『物価の財政理論 (FTPL) と財政再建』、東京財団 税・社会調査会。
- Sawa, Takamitsu (2016) "Why Abenomics is falling", *The Japan Times*, <http://www.japantimes.com.jp/2016/03/13/commentary/ 2016/12/20>
- Sims, Christfer A. (1994) , "A Simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy", *Economic Theory*, 4.
- Sims, Christfer A. (2016) , "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence", [http//](http://)

creativecommons.org/, 2017/01/23.

Wicksell, K. (1898) , *Geldzins und Gueterpreise* [北野・服部訳『利子と物価』日本評論社、1984]

Woodford, M. (1995) , “Price level determinacy without control of a monetary aggregate”,

Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 43.

吉川洋 (2016) 「期待で物価は上げられるか」『日本経済新聞 11月29日号朝刊』