

## 物価の財政理論 (FTPL)

### \* Liberal Arts 第2回 クリストファー・シムズ ジャクソンホール演説

2017.2.16

## 物価水準の財政理論

- 今週は予定を変更して、最近話題のクリストファー・シムズの
- Fiscal Theory of Price Level (FTPL) を取り上げる
- 去年は「トマ・ピケティ・21世紀の資本」「格差社会」が話題となった
- 資本収益率 ( $r$ ) > 経済成長率 ( $g$ ) に原因がある。経済が拡大するよりも資本の取り分が大きくなる。(次回以降)

\* 財務省や経済学者が「日本の財政は危ない」というと、「政府は倒産しないから大丈夫」という人がいます。

\* 倒産は「資金繰がつかなくなって、借金が返せなくなること」ですから、政府はいくらでもお札を印刷できるから借金がいくら増えてもかまわない、というのですが、本当でしょうか？

\* いくらでも(名目で)借金できるというのは本当です。

\* 日本政府の借金はいま1000兆円ぐらいですが、いくら増えてもお札を印刷すれば返せます。

\* これを名目債務のデフォルトは起こらないといえます。

\* でも借金を返す財源は税金(社会保険料を含む)しかないので、たとえば今後の税金の現在価値(会社の時価総額みたいなもの)が500兆円だとすると、500兆円足りないことになります。この足りない分はどうやって払うのでしょうか？

会社だと、株価が下がってバランスがとれます。

\* たとえばトヨタの時価総額は21兆円で、株価は6445円。株式数は32億株ですから、

時価総額21兆円 = 株式数 × 株価 = 32億株 × 6445円

\* ですが、ここでトヨタの業績が悪くなって、時価総額が10兆円に下がったらどうなるのでしょうか？ これは小学生の算数でわかりますね。

10兆円 = 32億株 × 3100円

\* つまりトヨタの株価は6445円から3100円に下がるわけです。トヨタが倒産することもありえないので、トヨタはいくらでも借金を返せますが、その株価が下がってバランスが取れるのです。

財政も同じです。

株式を国債に置き換え、時価総額を将来の（正味の）税収、株式を国債に置き換え、国債の価格を100円とすると、収入と支出のバランスがとれるためには、  
 税収総額＝政府の借金1000兆円＝国債の数×100円  
 という条件が必要です。

\*ここで将来の税収が500兆円しかないとする  
 と、バランスがとれる国債の価格は、

500兆円＝国債の数×50円

\*なので、国債が売られて価格が半分になり、金利が上がります。このとき借金を返すためにお金（日銀券）をどんどん印刷するのでインフレになり、物価が2倍（お金の価値が半分）になってバランスがとれるわけです。でも株価が下がると株主が損するのと同じで、国債や日銀券をもっている国民の財産は半分になります。

### 小学生にもわかるFTPL

※ここからThe Financial Pointer記事

\*シムズ・エッセーは昨年8月に公表されたもの。

論文ではなくエッセーとして書かれており、極めて読みやすい読みものとなっている。

\*FTPLの中核をなす「政府債務評価方程式」を紹介し、小学校高学年でもわかるように、その式のもつメッセージを導いてみたい。

### 一番大切な式は実はDCF 政府債務評価方程式

$$\frac{M_t + B_t}{P_t} = E_t \int_{\tau=0}^{\infty} \frac{1}{R_{t,t+\tau}} s_{t+\tau} d\tau$$

M: マネタリー・ベース

B: 政府債務

P: 価格

R: 政府債務の実質利回り（粗利率の形で書かれている）

s: プライマリー・バランスの黒字

E: 条件付き期待値

DCF法とは、Discounted Cash Flow（ディスカウント・キャッシュフロー）の略語で、事業が生み出す将来のキャッシュフローを予測して、それをある一定の割引率で割り引いて現在価値を求める手法のことを言います。

まずは、Eや積分を無視してしまおう。  
 すると、こんなことが見えてくる。

M+B: Mは日銀、Bは政府の借金だから、

M+Bは統合政府の借金。

それをPで割るとは、借金総額を実質ベースに換算していることになる。

プライマリー・バランスの黒字sとは国のフリー・キャッシュフローであり、それをRで割り引いている。左辺は、国についてDCFをやっているということ。

つまり、政府債務の価値は、プライマリー・バランスの黒字のディスカунテッド・キャッシュフローで計算されるというのが、政府債務評価方程式の考えなのだ。

### インフレ誘導の手段

マネタリー・ベースMとPが変数で残りは定数の場合、右辺は一定になる。

だから、Mを増やすとPも増えざるを得ない。

**金融政策だけじゃダメ**

M	マネタリー・ベースを↑	物価↑
B	政府債務↑	物価↑
R	政府債務の実質利回り↑	物価↑
s	プライマリー・バランスの黒字↑	物価↓

### 金融政策だけじゃダメ

- \* シムズ・エッセーでは、日米欧の金融政策が物価水準を目標まで引き上げるのに無力だったと総括している。
- \* その理由は、政府債務の項にある。物価を上昇させるのには、MではなくM+Bを増やす必要があった。しかし、Mを増やす一方で、財政再建努力をってしまったため、M+Bが十分に増えなかったというのがシムズ教授の主張なのだ。

### 借金は返すな

さらに、この式が教えてくれることがいくつかある。政府債務の実質利回りを上げれば、インフレが上昇するというメッセージだ。実質利回りを上昇させるには、政府債務の投資家の不安を掻き立てればよい。つまり、借金を返すそぶりを見えないことだ。これを具体的に言い現わしたのが、[返さずにインフレで減らせ](#)というシムズ教授の提案なのだろう。プライマリー・バランスの改善、つまり財政の改善が物価を引き下げるとはどういうことだろうか。シムズ・エッセーではこう書かれている。

### 借金は返すな

- \* 「財政政策は、将来債務の利払い・償還をするためにいくらの実物資源があてられるかを定めることで、名目政府債務の投資としての魅力度に影響する。将来プライマリー・バランスの黒字が増えると期待されると、名目債務はより魅力的な投資となり、需要は減少し、デフレ圧力を生じる。」
- \* 財政健全化が[クラウドディング・アウト](#)の原因になりうることを言及したものと思われる。

### 参考資料

- <http://agora-web.jp/archives/2024173.html>
- <http://jbpress.ismedia.jp/articles/-/48432>
- <http://www.kanekashi.com/blog/2011/09/001687.html>