

金融システム研究フォーラム 概要

第 20 回 2010.1.8 (金)

新年早々開催の今回は、加納隆氏に John H. Cochrane, “Understanding fiscal and monetary policy in 2008-2009”, (October 11, 2009) に関する報告をお願いして討議した。

(<http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/>)

「マクロの話題も取り上げるのか・・・」との声もないではなかった。「膨大な政府債務の影響・行く末は・・・?」「金融の量的緩和政策の有効性は?」「両者の関係は?」という通常に関心に加えて、「今日の政府債務の累積に対してアメリカやイギリスで関心・懸念が高い。その累積が急激に進行した 1990 年代の日本でなぜ同様の関心が高まらなかったか?」「なぜ日本で激しいインフレにならなかったか? 今後はどうか?」「日本の金融資本市場は特殊か? 特殊な資本市場が激しいインフレの発生を防止したのか?」「いかなる特殊性か? 今後も持続するか?」などという、多くのフォーラム参加者の基本的関心にも深く関わる。この面白そうな論文を報告できるメンバーがフォーラムに参加しているかというより深刻な懸念があった。幸いにも、加納氏がメンバーであり、こういう話題に日頃から関心をもつメンバーが少なくとも数名含まれていた。例によって議論が沸騰し、3 時間経過した段階で終結させることになった。

この論文は実証研究ではない。The Fiscal Theory of Price Level (FTPL) に基づく “fiscal inflation” の現実的可能性に関する見解、それを適用した the US monetary and fiscal policies in 2008-2009 に関する Cochrane の見方の提示が基本的内容である。

物価水準（さらに産出量水準、景気）の決定を左右する重要な変数として貨幣供給量 M に注目するのが標準的である。しかし、「なぜ M か?」「 M の定義は?」「政府債務残高 B は影響しないのか?」「なぜ、たとえば、 $M+B$ ではないのか?」「昨今の観察事実を照らして M に Treasury Bills を加えない理由は何か?」「これだけ M に対する B の相対的比重が大きくなり、さらに金利もほとんど 0 に近い状況の下で、 $M+B$ や B ではなく M に格別の焦点を合わせ続ける理由は何か? 適切か?」などという一連の疑問を抱く（ことができる?）人も少なくないだろう。「 $M+B$ こそが重要であるとすれば、中央銀行が B を購入して M を増加させる政策にいかなる効果を期待できるのか?」という疑問もその一環である。

FTPL は $(M+B)/P$ こそが重要であり、その償還方法に対する投資家の期待が P を決定するという見方である。この見方によれば、物価水準は “fiscal valuation equation” によって決る。この見方を明示的に主張する論文は少なくないが、最近では Cochrane の一連の論文が代表である。金融政策と財政政策の coordination の重要性を明示的に示した論文となれ

ば Sargent and Wallace(1981)の”unpleasant arithmetics”にまで遡る。

具体的内容に関しては、加納氏の分かりやすい Summary をご覧いただく。 (M+B)/P の償還方法に対する投資家の期待が P を決定するという。投資家の期待(expectations)には、大別して Ricardian と non-Ricardian の 2 つのタイプがある。前者では、償還は財政余剰によって実現されると期待する。1990 年代の日本で膨大な政府債務の蓄積がインフレに帰結しなかったのは、投資家の期待が Ricardian であったことによると解釈できる。そうであれば、財政支出の増加による「景気刺激策」は将来の増税期待により相殺されるため、大きな効果は期待できないことになる。

投資家の期待が Ricardian から non-Ricardian にシフトすれば・・・とするシナリオは、当然、かなり恐ろしいものとなる。シフトの期待を投資家が抱くというシナリオでも・・・。フォーラムでは、この点に関する期待・予想が大きな話題となった。加納氏の Summary の最後には、”Worst case scenario more realistic for Japan?” (これは加納氏のものであって、Cochrane のものではない) が含まれている。

Cochrane をはじめ、マクロ経済学分野の錚々たる顔ぶれが FTPL の立場を支持する論文を書いており、フォーラム参加者の多くもこの立場に共鳴した。「なぜマクロ経済学者の多くは依然としてゼロ金利下においてさえ M+B ではなく M に格別の関心を抱き続けるのか？」という当然の疑問が提起され、しばしの話題となった。これに結論を導くことはフォーラムの課題ではない。

3 時間にわたってマクロ経済学の素養に乏しい参加者を相手にわかりやすい説明・解説に根気よく徹していただいた加納氏に深謝しつつ、今後の物価動向に注目しましょう。