

於：CARF--「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会・金融システム研究フォーラム

三輪芳朗

数か月間続いた騒々しい状況の途中から“Abenomics”とか「三本の矢」とかいう表現が頻りに登場するようになり、円安・株高との関連性、さらに今後の景気や物価・地価の動向から経済成長や日本経済の将来への「政策」効果が大きな話題となりました。「Abenomicsって何？」などといまさら聞きにくく、これに疑問を提示し批判したりすれば面倒なことになりかねない雰囲気になりました。

「財政破綻後の日本経済の姿」について研究するためには、新たに生まれたこの状況の実質的意味と影響について議論し見定めることが必須でしょう。そう考えて、3月半ばに検討の素材とすべく簡単なメモを作成しました。今回の会合では、このメモを素材にして「財政破綻後の日本経済の姿」との関連性を念頭に置いて“Abenomics”について多面的に議論したいと思います。何のことだかわからず、あるいは、話題にしにくく、話し相手も見つからず・・・などの理由でフラストレーションが蓄積した方々にもお楽しみいただけると思っています。実態不明あるいは実質未定のようなので、政策効果の評価、批判のいずれでもありません。

FTPL (Fiscal Theory of the Price Level)が基盤となる見方です。この見方に不案内の方は、前回会合の福井さんの報告用スライドや参考資料（さらに第1回会合の参考資料）などを参照して、一応の準備をお願いします。「FTPL から見た・・・」であり、FTPL の応用が中心となります。サッカーの試合に参加し観戦して楽しむためにも、準備が必要です。

簡単な報告用スライドを作成する予定ですが、こちらは早くて直前になります。

- \* 「財政破綻」へのプロセスと“Abenomics”祭りあるいは騒動——あくまで、前座としての論点整理。——Abenomics 批判ではない。批判するには、漠然としすぎている。
- Cochrane は、FTPL に基づく検討結果の紹介に際して、あくまで **warning** であって **prediction** ではない、と記す。同様に、これも……。だから、時間軸については特定化しないし、展開するのも **scenarios** である。
- 基本的結論？：さしたる実質的効果もなく、政府に失望した投資家が、国債を手放し始めると、インフレが激化し、財政破綻……が顕在化する。——そういう状況下で、団塊の世代の老後の生活（設計）への影響は……？(p.13)

[改訂版：March 15, 2013]

Yoshiro Miwa

- 時節柄、これ以上の展開は止める。これでも、「怪文書」のように見えるかもしれない……。
- ……と言いながら、少し追加した。たとえば、冒頭の2つの引用。March 29, 2013.

\* まずは、2つの引用文からどうぞ。最初に読むか、途中あるいは最後にするか、もしくは読まずに済みますか、はご自由にどうぞ。

“... The sad fact is that few in Washington pay the slightest attention to neo-classical or intertemporal ideas. Paul’s simple Keynesianism has dominated policy analysis for decades and continues to do so. From the CEA to the Fed to the OMB and CBO, everyone just adds up consumer, investment and government “demand” to forecast output and uses simple Phillips curves to think about inflation. If a failure of ideas caused bad policy, it’s Keynes’ ideas that failed.”

John H. Cochrane “How did Paul Krugman get it so Wrong?”: Cochrane’s response to Paul Krugman’s *New York Times Magazine* article “How did Economics get it so wrong?” より。2009年に書かれ、広く読まれたものです。CochraneのWebPageからダウンロードできますが、Googleでも簡単に見つかります。*Economic Affairs*, 31-2, June 2011, pp.36-40に掲載されています。

日本の永田町、霞が関、それに大手町あたりにも……？日本の金融政策をめぐる議論あるいは騒動にも……？

“Specialists involved in the post-socialist transition often complain that too little heed is paid to *expert considerations* when decisions are taken. Economists object that efficiency criteria are relegated, doctors that health factors are ignored, theater managers and museum curators that cultural considerations are not respected and so on. And they all object to that everything is being

‘overly politicized.’

There is little point in wringing one’s hands. The change of system is, above all, a political process, so that politization of every decision is inescapable. ....

The political sphere --- even if it would like to --- could not resign its responsibilities for the quality of the transformation. Not that it would want to, of course. Politicians are driven simultaneously by their political philosophy and world outlook, the interests of the groups or strata they represent, and their own interests in wielding power (and in some cases financial interests as well). They cannot look with indifference on any projected measure or action by the state. Regardless of whether they are in office or opposition, they try to intervene and influence the course of events.

This has to be accepted from the outset as a reality. Whatever change is being made, the experts putting forward a proposal have to consider carefully its political implications....”

Janos Kornai [2008], *From Socialism to Capitalism: Eight Essays*, Central European University Press の pp.155-156 からのものです。見出しは、*No Such Thing as a “Non-political” Decision* です。

[As-1]. 前提となる視点 1

\* default とインフレ

- ・日本政府による日本国債の default 宣言はない。——「政治的理由」から？——意思決定責任者あるいはその周辺の間、さらにその立場につこうとする人たちは、できれば default は選択したくないと考え（てい）る。代替策として、インフレが選択可能。——選挙民受けもしない。だから、default 宣言が選挙公約になることもない。——援助等の必要性に迫られて国際機関等の要望を受けて選択する（外圧）以外には、実現しない。——日本で、近い将来に default 宣言が実現することはないだろう。——（革命などにより誕生した政権が、国民 and/or 債権者に対して正当性を象徴しうるケースであって、その後遺症に悩まされないケースでは論理的にはあり得る？あるいは、富裕な商人たちへの債務を政府が切り捨てる「徳政令」？）
- ・とはいえ、この 2 つの選択肢のいずれの選択がより望ましいか、いかなる意味で・・・そうか、などの点について検討することも有意義？——default の方がより望ましいにもかかわらず、「政治的理由」で実現できそうにない・・・ということになるかもしれない。——政策に行き詰った政権が default 宣言をして、後を他に任せる・・・などということも・・・？——実現が難しいことを実行するのが「政策実現力」？——増税や社会保障の見直し、身近なところでは TPP 加盟交渉参加？
- ・つまり、選択肢としてのインフレのコスト・・・？
- ・たとえば、「破綻」あるいは「破綻処理」、そういうプロセス経過後の投資家の期待に対する影響・・・？——これに影響を与えれば、重大な選択となる。
- ・象徴的には、政権担当者もこういうことは 2 度と経験したくないと考えるし、それを可能にするような大幅な default を実現しその後の財政再建を実行すると投資家が考えるから、その後の時期の投資家の「信頼回復」が可能？（もちろん、相対的なもの）——これに対し、インフレによる「再建」を選択すると、終わりが見えず、今後も同様の事態が繰り返されるあるいは継続すると予想する？そのため、投資家が求める risk premium が高くなる・・・あるいは国債発行が容易でない。——インフレ下の混乱が長期的に継続する？しかも、大胆な支出削減と増税が実現できない。
- ・「投資家」のみならず、多くの国民の貯蓄・消費行動も影響を受ける。——将来に対する不安が継続する。しかし、「貯蓄」も不安？
- ・戦後の日本は、default 宣言こそしなかったが、たとえば、戦時債務補償は戦時利得税として没収し、さらに、預金等を凍結したままインフレが進行し（させ）た。
- ・混乱が回避可能だったのは、占領下にあったため？
- ・インフレ等による実質損失の「補償」等は実行しなかった。——「できなかった」。占領下にあったため、あるいはそれを口実にしたため・・・。

- ・ こういう「制約」がないと、インフレによる財政破綻への対応は、多くの面でしり抜けになる？——このことを予想する **forward looking behaviors** が横行する？
- ・ ここでは、来るべき状況下では投資家の行動の結果として激しいインフレが進行する・・・と想定している。——どうやって物価上昇を実現するか、上昇率を例えば 2% の水準で安定させるか、そんな安定的 **control** は実行・実現可能かなどの論点は、**Abenomics** の検討の部分で・・・。——国会での意見聴取(?) を見るかぎり、黒田・岩田両氏は、容易だと考えているように見える。
- ・ また、デフレ（この定義は問わない）脱却が是であり。物価上昇（たとえば 2% での）が望ましい・・・とする理由についても、同じ。
- ・ **default** あるいはインフレによる投資家等を含む国民・消費者の通貨価値に対する信頼の「喪失」の回復という重大な課題についても、同じ。

#### [As-2]. 前提となる視点 2

- \* 2 月の会合でとりあげた **Fiscal Theory of the Price Level** の考え方を前提にする。——内容については、2 月の会合の福井さんのメモおよび参考文献、とくに **Cochrane** のものと **Sims** のものを参照。——もっとも、新聞・TV 等に登場する「識者」・「専門家」・「エコノミスト」などのコメントを見ても、**FTPL** などという見方の理解あるいはその影響はかけらほども見られない・・・。
  - ・ 詳しくは後で見るが、政権の命運にかかわる事態の顕在化はさほど遠い時期ではない？——金融政策による物価上昇は実現できず、かといって大胆な **fiscal policy** の実行もできない。——物価も上がらず、デフレ脱却も実現しない。
  - ・ 他方、意図するしないに拘わらず激しいインフレが実現するかもしれない。それは、政府の府債償還能力・意思に対する投資家の信頼が揺らぎ、大きく低下するから・・・。
  - ・ 安倍政権、自民政権にかぎらず、政治そのものへの信頼喪失？
  - ・ 社会保障や税制など、さらにインフラ整備・維持などに対する信頼の喪失でもある？
  - ・ 大混乱の始まり。
- このプロセスと“**Abenomics**”との関連の検討が、このメモの主眼？

- ・ 日銀犯人説の亡霊からの覚醒プロセス？——20 年間にわたって、「失われた 20 年」の根本原因は日銀の政策だとする日銀犯人説が、少なくとも一部の人たちには人気があった。——インフレ・ターゲット論議もその一形態？——主張者が本気でそう思ったかどうかはともかく、簡明な主張とともに提示される「犯人説」に人気が集まりやすいのは、いずこでも・どの時代でも同じこと。——「**x x** の陰謀」などという主張(?)・言説の類かもしれない・・・？——今回の政権がこれに乗るという選択をした・・・ということ？——困ったら「外敵」を指定して、それに目を向けさせる・・・という類の選択？（ど

こかの国の愛国教育と同質?) ——しかし、日銀の政策を実質的に決定できる時期の政権でもあった……。——だから、結果が出てしまう。

- ・覚醒に至るプロセスが必要だったとしても、そのコストは大きい?
- ・実は、先行する時期の反自民の民主党政権を誕生させた、反市場主義とでもいうべきメンタリティーへの信仰・支持からの覚醒にはさらに長い時間とコストがかかった……。これに比べれば、日銀犯人説からの覚醒プロセスは、短く、コストも相対的に小さい?

### [As-3]. 前提となる視点 3

- \*円安と株高、さらに地価上昇などの因果関係は、確認されていない……。
- ・安倍政権の発足前後から、円安、株高、地価上昇が進行した (している)。——このことと、“Abenomics”との関係、とりわけ因果関係は明らかでない。もちろん、相関関係と因果関係は別物である。——もちろん、継続するという保証もない。
- ・総選挙の見通しが立ち、結果として民主党政権が終わる……ことへの投資家の反応があったかもしれない。——政策効果だというなら、「識別」する必要がある。
- ・為替レート的大幅変動の実現メカニズムは……不明? ——もっとも、そんなものが分かった例はない? ——プラザ合意後に現実化した長期的な大幅円高……についても……? ——何らかの要因で国内物価が大幅に上昇し、それを反映して (並行して) 大幅円安が実現する…ようなことはあり得るとしても、現在の日本では、そんなことは起こっていない。——予見している、という見方も稀だろう。
- ・高齢化の進展&将来の増税予測やインフレによる資産の目減り、貯蓄率の低下、さらに、震災およびその後の状況で加速化されたエネルギー資源などの輸入増——これらの要因により、円安傾向の顕在化は時間も問題だった……?

## [ABENOMICS] ?

\* 三本の矢とか言うけど、実質はよくわからない。——評価もしようがない・・・？

- ・しかし、財政政策に関しては、これまでの趨勢以上の勢いで国債残高を増加させるとは言っていない。ごく短期的にはともかく、中長期的には、財政赤字をさらに増加させるとも主張していない。
- ・日銀総裁を標的にした日銀批判、さらなる「金融緩和」が最大の話題であり、これが **Abenomics** の象徴となっている。——どれほどの「緩和」か？という点に関しては、年率 2% の物価上昇の早期実現が可能になる程度・・・というのみ？——「これまでも前例のないほどの「緩和」をしてきた、物価は上昇しなかったが・・・」という質問に対しては、効果が上がるまで緩和すればよいのです、という回答？——効果がないケースや、副作用が大きいケースなどは考えていない？
- ・成長戦略については、具体策は？——インフラ整備と TPP？——少なくとも、短期・中期で顕著な効果がある、ということはない？——たとえば、**Reagan** 政権下のアメリカのような、可能な限り政府が手を引くという政策が前面に出ることはない？——「規制緩和こそが本丸」という雑誌の記事の見出しもあるが・・・。——視界不良このうえない？
- ・M を増加させても、M+B は変化しない。——それでは、物価も変わらない？
- ・国債ではなく民間債務を買い入れても同様。——外債でも？
- ・総裁・副総裁候補者は、日銀だけでインフレ目標を実現する、できるというが、どうやって？——中曽氏だけはそのようには言っていない・・・？
- ・岩田氏が、長期国債を買い入れて長期金利を低下させる・・・と主張する。それで民間設備投資を刺激？（昔懐かしい・・・“operation twist”の主張？）——これは物価の話とは別？——さらに、国債期限の短期化につながるから、**Cochrane** のショック緩和策（インフレが一挙に実現しないようにするために国債の長期化を実現しろという主張）とは、逆方向？
- ・物価の上昇に失敗すると？——責任を取って辞職するというが、気休めにもならない。——次に何を？
- ・物価上昇の実現が最優先課題だとすると、**FTPL** を理解して、政府に対する信頼を減少させることが、インフレの実現につながるとして、投資家を呆れかえらせる・・・。これが実質的な「政策目標」？——だから、有効で望ましい政策などは考えていない？少なくとも、裏方・黒幕は？
- ・インフレ以外に、有効な財政再建策は存在しないし、政治的に実現不可能・・・と判断し覚悟した？

- ・さらに、いずれ激しいインフレが発生して大きな混乱が生じ、政府の政策実行能力が大きく低下するなら、それまでに、将来のために必要な「政策」を前倒しにして実行しておこう・・・？——インフラの整備、TPP、そして、社会保障の見直し？
  - ・さらに、「破綻」までの期間を長引かせると、各方面での対応策が進み、不公平が助長されるし、後遺症が大きくなる。——「破綻」した時点で国内に残っているのは、対応できなかった（しなかった）人・資源のみ？
  - ・物価の下落をデフレというなら、デフレ脱却も実現できる・・・かもしれない？——しかし、雇用の増加や成長の加速などは無理？
  - ・政府・政策に対する信頼の低下という壊滅的打撃は、回避できない？
  - ・図式に乗りやすい（乗せやすい）人たちが政権を担当することになった？
- （黒幕は誰か？という問いは不毛？——笑顔で見ている人も少なくない・・・あるいは少しはいる・・・という程度？財務省の陰謀とでもっておけば喜び安心する人も少なくない？）
- ・インフレ・ターゲット論？・・・定義・意味と位置付け、および実現手段とその有効性？
  - ・インフレ・ターゲット論の主張は、主張する側がこの用語を振りかざし声高に叫ぶが、その意味等は必ずしも明確ではなく、主張者の間に実質的な合意は見られない。——疑問を提示するあるいは反対するのは、容易ではないし、まともに取り上げる気にもならない？——だから、実質的にかみ合わず、言葉だけが飛び交う。——観客・応援団の構成も同様で、結果として、主張者側に偏る。——図式的な主張に偏向するメディアは、応援団でもあるメンバーの企図に乗りやすい。——これに、日銀犯人説が格好の話題として取り上げられた・・・。
  - ・今回、インフレ・ターゲット 2%の早期実現・・・という「政策」スローガンを政権担当者が主張することにより、従来の構図が、実質変貌した？
  - ・日銀総裁選びの中で、この早期実現を目指すことに同意し、これに積極的に加担する人物であることが実質条件とされた。
  - ・Abenomics との関連では、インフレ・ターゲット論の定義・意味や実質的内容という一般論ではなく、その実現手段と有効性、コスト等が話題の焦点になる。
  - ・黒田・岩田両氏とも、早期実現は容易であり、日銀だけで実現できる・・・と断言する。——政策手段は何であり、念頭に置く手段は有効に機能するか？
  - ・インフレ・ターゲット論者の中でも、両者が特異な存在か、共鳴者が多いかは不明？
  - ・要するに、より大幅な金融緩和・・・というだけ？——M と B の構成比の変更？
  - ・たとえば、次の文章で始まる 2003 年に書かれた Christopher Sims “Limits to Inflation Targeting”を参照。Sims の WebPage からダウンロードできます。



Economists should recognize that they have a history of proposing simple “nominal anchor” prescriptions for monetary policy that have eventually proved not to be very useful. If economists satisfy a demand for spurious technocratic solutions to the political and institutional pathologies that generate destructive episodes of deflation or inflation, they can do harm by diverting attention from the sources of the problem. Such nostrums can also be harmful, usually with a delay, by failing to work, and thereby undermining the credibility of monetary policy. A cynical view might be that inflation targeting has become attractive less because of advances in our discipline than because of the demand for a replacement for the gold standard, monetarism, and exchange rate anchors.

- ・ハイパーインフレにはならない・・・と浜田氏が雑誌に書いている？
- ・動き出した物価上昇を2%程度の水準にうまく control できるか・・・という疑問・不安もあるが、それ以前に、どうやって上昇させるか・・・？
- ・原因あるいは政策手段がなんであるにせよ、物価上昇が始まった際には、どうするか・・・という点にも目を向ける必要がある。——浜田氏がハイパーインフレにはならない・・・と断言するとして、その理由は？——FTPL では、これを決めるのは投資家。
- ・fiscal policy や、政府の周辺のドタバタによる投資家の信頼喪失の結果であれば、手の打ちようがない？
- ・金融を緩和して物価を上昇させろ・・・という主張、大合唱は、それによる雇用の創出、さらに経済成長の実現、を期待してのもの？
- ・物価を上昇させることが可能だとして、それがなぜ雇用の創出・・・に結びつくのか？——昔ながらの Phillips Curve ？
- ・1970年代のアメリカをはじめとする各国での経験や、最近数十年間のマクロ経済学研究の流れに照らせば、いまどき珍しい見方？
- ・M+B を変化させないという意味では fiscal policy は変化しない。——つまり、fiscal backing はない？
- ・大幅な surplus の計上が必要な時期に、現状通りだから、過去からの趨勢にブレーキがかからないということ。——これに commit するというのか？それなら、現在の状況下ではむしろインフレ的？
- ・物価も上がらないとすると、fiscal policy を変化させないで済ませられるか？——そうならば、「結果が出るころにはその立場にはいないし・・・」というシステム・メカニズムが本領発揮？

- ・ それでは、積極的な **fiscal policy** は有効か？
  - ・ 過去 20 年間の日本の経験は、「やはり有効ではない・・・」という見方を確認した・・・と認識されている？——結果として、膨大な政府債務が残った。
  - ・ B を増加させるだけでなく、その分を支出増に回す。
  - ・ かりに、 $\Delta B$  が物価上昇に結びつかず、政府の **real** な収入増になり、**real** な政府支出増につながるとして、乗数が 1 を上回らなければ・・・。——「 $\Delta B$  が物価上昇に結びつかない」という前提が、現時点の日本でいつまで満たされるか・・・という点についても慎重な検討を要する？
  - ・  $\Delta B$  の償還まで考慮したモデルで計測すると、乗数は極めて小さく、マイナスという結果も数多く報告されている。
  - ・ 償還まで考えないモデルで計測しても、乗数はあまり大きくない。
  - ・ さらに、これは未稼働資源（失業）が存在することを前提にし、それを限度とするから、中長期的な「成長」とは関係がない？——つまり、短期。
  - ・ たとえば Barro の一連の論文を参照。かんたんには、2 頁目に引用した Cochrane の **response** の“stimulus”の部分参照。
- 
- ・ 長期債へのシフトが進めば一挙に物価の **jump** が実現する事態を回避できるという見方に照らせば、国債、とりわけ長期債の買い入れによる「金融緩和」は、急激なインフレのショックを緩和する政策に逆行する。——Cochrane の **consols (consolidated annuities)** のすすめ？。
- 
- ・ 成長？——いかにして可能か・・・？という基本問題を棚上げすれば、「成長戦略」は望ましい？
  - ・ 明治維新以来の日本経済の発展における政府の役割・貢献の伝統的イメージを受け入れている大多数の国民を前提にすれば、「成長戦略」という表現は魅力的な **catch copy** である。——しかし、有効な具体策を提示し実行することの困難さは、直接の担当者には自明？——もっとも、すでにそういうことをやることがない若い世代と交代している。また、2 年程度の担当期間中は夢の中？
  - ・ 政策手段の有効性をどの程度意識し認識する（している）かはさておき・・・、そうなるはずだと確信し「やれ・・・。やってみよう・・・」？
- 
- ・ 数カ月のうちに、有効な具体策が出てこないことに、政権担当者がいらだち、怒り出す？——（これさえムリ？期待しすぎ？）

- ・政府債務  $B_t$  に変化がなく、GDP が増加すれば、成長戦略と財政再建( $B_t/GDP_t$  の低下) は整合的である。——だから、fiscal policy と monetary policy という 2 本の矢が実質的に張子の虎であるとしても、成長戦略は・・・？
- ・しかし、そんな妙案は？しかも、Reagan 政権下のアメリカのようなことは、やろうとも思わないし、できそうにない？——日本の政策決定システムの現状からは、出てきそうにない？——現在の官僚システムの下では incentive compatible でない。また、今の政治家には無理なないものねだり？
- ・過去の経験も参考にならない？——有効な政策を実施した実績・・・が多いといっても、実施した政策は実質的に placebo にすぎず、参考にして実施しても成果は上がらない・・・？——それぞれの時点の政策担当者は知っている？——石油ショック時の対応策に対する椎名副総裁の発言？
- ・とはいえ、TPP 交渉参加を含め、成長戦略をめぐる議論・試行が続く？——いつまで？
- ・3本の矢の実質と政策効果が冷静な話題になるのは・・・？6月から7月？
- ・円安？——どの時代のどの国でも自国通貨が depreciate するのを歓迎する傾向が強い。それを実現すべきだとの要求・主張・「政策」に対する人気が高い。
- ・今回の円安が、いかなる要因によるものかは不明？——政策なら、手段は？その有効性はどのようにして確認されたか？——インフレ政策？——それが有効なら、2000年代初頭の日本は？
- ・短期あるいは超短期についてはともかく、自国政府も市場の一参加者にすぎないから、「政策」による為替レートの操作可能性は高くない。——「政策」であるとすれば、政策手段は何であり、その有効性はいかなるものであり、そのコストは？——もちろん、相手国にも政府が存在する。——通貨戦争、近隣窮乏化政策などについても、表現は昔から存在するが、とりわけ為替市場が膨大な数の投資家に開かれた近年の状況下では、その実質的意味や有効性は自明ではない。
- ・三本の矢などと呼ばれる「政策」の有効性と望ましさ？——短期、たとえば、2年や3年の景気刺激が可能だとしても、中長期的な成長率の引き上げは、容易ではない？——短期の刺激策がマイナスに機能するかもしれない？——Cochrane (たとえば、National Affairs 論文の最後の部分) は成長率を高めることの重要性を強調している。
- ・こういう視点は、財政破綻後の scenarios を考えるうえでも重要かもしれない。——破綻に至るプロセスの後遺症？

- ・2013年1月～3月の市場は何を見ているか？
- ・地価の上昇、不動産などの土地関連銘柄の株価上昇：これは？「バブル」イメージで、上昇後に戻ってくる・・・ことを前提にして、飛び乗り飛び降り・・・競争？——そうではなく、インフレを予想して、早めに飛び乗れ・・・？——後掲「余談」を参照。
- ・企業収益の改善？——景気上昇期にあたっていた・・・？円安の効果？——景気上昇期待？
- ・インフレヘッジ？——金価格の上昇と並行・・・。
- ・単なるお祭り？

- ・お札を刷れ、国債を印刷しろ・・・？
- ・FTPLの中で指摘されるように、中央銀行がMを増加させても、それをBと交換するだけでは影響はない。Helicopter moneyは、中央銀行には不可能であり、たとえば、「ふるさと創生資金」(?)や、減税として、実施されるfiscal policyである。——Abenomicsではこういうことはしない・・・と言っている。
- ・国債を刷る・・・のは、Mを変化させずにBを増加させるということ？——それなら、それで調達した資金をどのように使うか・・・が重要であり、使わずに政府の日銀預け金を増加させるだけ・・・であれば、影響はない？——財政当局と日銀を統合した「政府」勘定で見たB+Mは変化しない。
- ・国債を増発せずに、政府の日銀預け金にマイナスの金利を支払うことにすると・・・、金利分の所得の移転が政府から日銀に発生する。——これと上のケースは同じ？
- ・国債増発分を市場で売却し、売却代金を政府が日銀に預けると・・・。——民間の日銀預け金に金利を支払うようにするのと同じ？
- ・いずれにしても、fiscal policyの発動・・・。

\*壁にぶち当たった後に、どうなるか？どうするか？

- ・fiscal policyは発動しない・・・ですむか？それでは物価も上がらない？
  - ・破綻に至るとして、後遺症は？タイミングは？
- このあたりが、「破綻後の・・・」検討に重要？
- ・全体として、Abenomicsは「破綻後」論議に重大な影響を及ぼすか？
  - ・第1段階の金融政策中心の「政策」に関するかぎり、あまり影響ない？——だから、それが有効でない・・・ことに国民が気づき始めた段階以降の選択次第？
- ・長期間にわたって支持を得られず、「政策」に反映されなかった（と、少なからぬ人たちに認識されている）主張の唱道者・支持者が、次々と舞台に登場し、活動・活躍を始め、拍手喝采を浴びて、ブームの観を呈している。“Abenomics”(or「アベノミクス」)祭り？——そういえば、少し前に「啓蟄」も到来した。

- ・ 政権担当者の政策・戦略「採用」が基本的要因である。
- ・ これに移り気なメディアが同調している。
- ・ 「やれやれ・・・」と見ている人たちも多いだろう。——その実質的内容は多様である。  
FTPLの支持者はほとんどいない・・・？
- ・ もちろん、拍手喝采している人も多い。

\* さしたる実質的効果もなく、政府に失望した投資家が、国債を手放し始めると、インフレが激化し、財政破綻・・・が顕在化する。——そういう状況下で、団塊の世代の老後の生活（設計）への影響は・・・？

- \* 金融政策、さらに日銀総裁の役割・任命条件がこれだけ政治問題化し、奇妙・あるいは滑稽な様相をしてくると・・・と、呆れ返り、腹を立てるかもしれない・・・。
- ・ Hungary など旧社会主義諸国・経済の市場化に長年取り組み、1990年代以降も活発に活動している Kornai が、2008年に刊行した書物で（冒頭の引用文）、体制移行や市場化プロセスがあまりに政治化・政治問題化(politicize)しすぎて・・・と嘆き怒る若者たちに対して書いた文章を思い出す。

——政治過程を通じて実現するのだから、当然のことなのだ。誰かが理想的な状態を実現してくれる・・・などということはありません。

[余談]:「バブル」?——1990年代初頭以来、久しぶりに、「バブル」という表現が広範囲に飛び交っている。——「バブル」の意味や定義は昔も今も明確ではなく、多様な意味で、多様な用途で愛用され始めている。

- ・「バブル」と「ブーム」の違い?——「バブル」あるいは「ブーム」功罪?
- ・大昔に『日本の株価の決まり方:四酔人株価問答』という本の中で、「バブルのバはバカ  
のバ・・・」この言葉を口にするとか何かいいことを言ったような得意な気分になる人達が多い・・・」などと書いた。
- ・「バブル」は関係者(たとえば、日本人?)全員が同じ方向を向いたということではない。  
——地価や株価の上昇は、売買が実現して顕在化する?現実に大量の売買が継続的に実現した。——ということは、買い手と同数の売り手がいた(同量の販売量と購入量があった)。将来価格の動向に対する見通しは異なった、ばらついたということ。
- ・「バブル」崩壊による価格下落といわれる現象は、売り手には実現しない。——「私は高値で売却して・・・」と言う誘因はない・・・?——政府も税収増で潤った?
- ・代表的個人(家計・企業)を想定して検討すると、この側面に目がいかない。——もともと、代表的個人では、「いってこい・・・」。抱えてただけで、損失も・・・。
- ・「バブル」と呼ぶか否かに関わりなく、こういう資産価格の大幅変動の市場メカニズムの一環として重要?——弊害があるとしても、功もある。——**trials**を促し、適者の選択に結果する。
- ・特定の分野・ビジネスモデルなどの選択・採用についても、参画する企業が消費者に受け入れられれば「成功」、そうでなければ「失敗」。——市場を通じる消費者の評価を通じて、適者生存。——やってみなければわからない。——こういうプロセスを許さないシステムは、中長期的に停滞し、失敗する。
- ・アイデア、才覚などに対して、市場の評価を試すプロセス。——もちろん“**venture business**”がすべて成功するわけではないし失敗するわけでもない。だから、“**venture...**”?——この選択を期待される存在の一つが **venture capital** と呼ばれる **venture business**。
- ・株式や土地に対するものを含め、資産価格の変動も同じ?——適者生存?——不適者から適者への資産の移転・・・?
- ・「バブル」と呼ばれることになるものは、その価格変動幅と参加者の規模が大きいもの?
- ・BRICsも、いまのところ **collapse** が到来していない・・・ということ。
- ・IT bubble や bio-venture boom も?——IT bubble だって、Amazon は今でも繁栄している。
- ・ボーリングやスキーブームも同じ?ナタデココも?——すぎに飽きられて消えるという意見も多かった初期のミニスカート・ブームも・・・?ガンダムやAKBのブームも?—

—稼働率の下がったボーリング場や、着なくなったミニスカートを見て、「バブル」だった・・・と悔やむ存在。——これが問題か？

- ・困るのは、自己責任で行動せず、事後的にも責任を問われない存在・・・？——政府や自治体。——最近の大阪市は、バブル時代の「施策」のツケを支払わされている・・・。
- ・会社であれば、被雇用者も株主も会社を選べるし、適宜、意思決定者に意見を言える。交代させることもできる。
- ・「バブル」という表現を口にして得意になる人達が次々と登場している。——Abenomics、とりわけ最近の日銀総裁選びに対する冷ややかな雰囲気存在を前提にしている。——しかし、背景や基本的考え方はバラバラ・・・？
- ・株式市場では、「バブルだ」と騒いでいる連中が黙るまでは大丈夫だ・・・という見方もある？

“Crying ‘bubble’ is no good unless you have an operational procedure for identifying bubbles, distinguishing them from rationally low risk premiums, and not crying wolf too many years in a row.” 冒頭に引用した Cochrane [2009]からのものです。

[Abenomics の影響？]

- Abenomics により政府の債務返済能力に対する信頼が増すことはない・・・だろう。——そうであれば、事態の進行は。早まることはあっても、遅れることはない？
- 成長戦略等が目覚ましい成果を上げて、日本経済の中長期的な成長力が多く高まり、それが  $p$  の水準に影響することもない？
- 金融（緩和）政策の効果に対する「期待」（誰のものかは問わない）は、早晩、萎れるだろう。
- その際に、fiscal policy に関する話題が・・・？——しかし、・・・。
  
- 以上に加えて、日本以外の国々でも、いろいろ深刻な「問題」が顕在化する・・・かもしれない？
  
- 従来通りの方針で検討を進めればよい・・・？



[国民の選択肢]

- ・年金、とくに公的年金が実質的に(?) その多くを国債で運用するようになっていることは……。Captured?
- ・戦時中の強制貯蓄と似ている?——欲しがりません、勝つまでは……。多くの国民が自主的にこのように考えたのではない?——年金運用方法を年金受給者が実質的に選択しているようにすると……?
- ・現状では、実質的に、「未実現の課税」のようなもの?
- ・これを前提にして、政策も考えられてきた? 今後も……?
  
- ・郵貯は?
- ・一般金融機関の資産運用は?——税制や検査などは?——国債を「安全資産」とみなして……となると、同じ?
  
- ・預金や保険は?
- ・投資信託は?
- ・海外不動産は?

[団塊の世代] with financial assets and pensions——彼らの老後の生活設計への影響？

- 年金については国債価値の目減りの影響から逃げられない？
  - hedge は可能か？そのコストは？——借金して実物投資？
  - 金融資産は？——普通の国民の海外資産への投資？——実態と障壁？コスト？—これから進行する？
  - たとえば、医療サービスは？
- 
- 影響？：対応策としての選択肢？——これまでの経過と今後？

[福井さんからの情報]

# The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany

Constantino Bresciani-Turroni

1931年にイタリア語で刊行され、37年に英語版が出て、2版、3版が出た本で、2007年に再版になったそうです。

PDF版は今日、インターネットで見つけたものです(無料でダウンロードできました)。著者は賠償問題に対処するため戦勝国側の専門家としてドイツに滞在したエコノミストのようです。

フリードマン型 quantity theory of money の観点から書いてありますが、次の引用(54頁)が示すように、FTPLの実例と解釈できます。

What is the explanation of this sudden depreciation of the German mark? The financial statistics show that the cause was not a sudden rise in the expenditure of the State. The curve of the floating debt (see Diagram in) shows a rise more or less uniform. Neither is there any indication of large payments having to be made to foreigners about that time. The coincidence of the signing of the Treaty of Versailles with the beginning of the sharp ascent of the exchange curve leads one to suppose that there was some connection between the two phenomena. But since the financial obligations imposed on Germany by the Treaty of Versailles could only have made their influence materially felt later, that connection can only be explained by the existence of psychological influences. Probably the signing of the treaty provoked a psychological crisis in certain German circles, lack of confidence in the future of Germany dominated the German mind and was manifested—for the first time in the history of the mark—in a “flight from the mark,” i.e. in a demand for foreign exchange. Fear of revolutionary movements at home and the desire to avoid the heavy taxes with which the Government intended to balance the Budget also contributed to the “flight from the mark.”

データが豊富で、ハイパーインフレで何が起るかに詳しく、とくに、「2章国家財政、インフレ及びマルク減価: 1部」、「8章インフレの社会的影響」は参考になるかと思います。

<http://mises.org/document/3125>

に簡単な紹介があります。

[466頁もあるそうですが、2章や8章などをどなたか紹介しませんか?]