

# FTPLから見た“Abenomics”と 「財政破綻後の日本経済の姿」

April 12, 2013: 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

miwa@e.u-tokyo.ac.jp

# まえおき と 結論

- 「財政破綻」へのプロセスと“Abenomics”祭りあるいは騒動——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。——報告者の関心の中心は「財政破綻後の日本経済の姿」
- 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)

## 2つの引用 と 3つの前提となる視点

- Cochrane on Krugman
- Kornai on “politicization”
  
- 財政破綻 : Defaultとインフレ
- FTPL
- 政策効果 ? : correlation and causality

Sims, Fiscal/Monetary Coordination When the anchor Cable Has Snapped,  
May 22, 2009 冒頭のExplanation of the Title

- ▶ In what have been conventional macroeconomic models there are two policy “anchors”.
- ▶ Most widely understood: Monetary policy has to control the level of some nominal variable: E.g. the money stock, inflation, the price level itself.
- ▶ The other is that fiscal policy has to refrain from interference with this “nominal anchoring” by itself in effect targeting a *real* value for interest-bearing nominal public debt — a real-valued “fiscal anchor”.

## FTPLについて

- Fiscal Theory of the Price Levelについては、自助努力で・・・。
- 次のtwo sheets (sheets 6,7)の内容は、John Cochrane, Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic, *European Economic Review*, 55, 2-30, 2011より。Sheet 8はCochrane, The Fiscal Theory of the Price Level and its Implications for Current Policy in the United States and Europe, 2012より。これはSimsとSargentのノーベル賞受賞記念conferenceでの報告論文の要約。
- 30年ほど前に登場し、徐々に展開し、受け入れられてきたもの。経済状況の変化の影響もあり、少なくとも外見上は、内容も変化してきた。――FTPLといっても、多様なvariationsがある。――ここで話題にしているものは、John Cochrane, Christopher Simsを代表的主張者とするもの。――多くの関連文献が、彼らのWebPageにある。
- 今日の話題ではないが、FTPLでないと、代わりに何を採用するか？

Review paper

## Understanding policy in the great recession: Some unpleasant fiscal arithmetic

John H. Cochrane\*

$$\frac{M_t + B_t}{P_t} = E_t \int_{\tau=0}^{\infty} \frac{\Lambda_{t+\tau}}{\Lambda_t} (T_{t+\tau} - G_{t+\tau}) d\tau,$$

$$M_t V(i_t, \cdot) = P_t Y_t,$$

### 2.3. Sargent, Wallace, seigniorage and nominal debt

My analysis of (3) and (4) differs from Sargent and Wallace (1981) and many other joint fisc explicitly consider *nominal* government debt—debt is only a promise to pay U.S. dollars.

To see the importance of nominal vs. real debt, we can rewrite (3) (see the Appendix) as

$$\frac{B_t}{P_t} = E_t \int_{\tau=0}^{\infty} \frac{A_{t+\tau}}{A_t} \left( T_{t+\tau} - G_{t+\tau} + \frac{dM_{t+\tau}}{P_{t+\tau}} \right) d\tau,$$

counting seigniorage by money creation rather than interest savings. With real debt, this eq

$$b_t = E_t \int_{\tau=0}^{\infty} \frac{A_{t+\tau}}{A_t} \left( T_{t+\tau} - G_{t+\tau} + \frac{dM_{t+\tau}}{P_{t+\tau}} \right) d\tau,$$

where  $b_t$  denotes the *real* amount of debt, which does not change if the price level changes.

# The theory of monetary-fiscal policy coordination

I want to start by dispelling that view. There really isn't a "fiscal theory." There really is only one, very conventional theory, monetary-fiscal policy coordination. You do not have to believe in exogenous surpluses, weird off-equilibrium threats and so forth. Every model includes some equation describing monetary affairs, such as a money demand function or an interest rate rule, and the valuation equation for government debt,

$$\frac{\text{Nominal Debt}_t}{\text{Price level}_t} = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \frac{\text{Real primary surplus}_{t+j}}{\text{Discount rate}_{t,t+j}}$$

(Nominal debt is the market value of debt. This is a valuation equation, an equilibrium condition, not a budget constraint.) The "fiscal theory" just consists of thinking a bit harder how this equation works.

Eric Leeper's fiscal and monetary "regimes" were brilliant thought experiments, and they helped many including myself to think through the issues clearly. But the "regimes" are observationally equivalent for equilibrium macroeconomic time series. That's a theorem<sup>2</sup>. There is no point at all in testing for monetary vs. fiscal regimes. And any distinction that is observationally equivalent must be meaningless. So there is no separate fiscal theory. There is only one theory, the theory of monetary-fiscal policy coordination.



# 三本の矢とか言うけれど・・・

- いずれも実質不明で、検討・評価のしようがない？
- 成長戦略も・・・？
  
- Mを増加させても、M+Bは？
- 総裁は、「なんでもやる・・・」という。何ができるというのか？
  
- 最も有効な「政策」は、政府に対する信頼の失墜・・・まさか、それが？
  
- Abenomicsの真の狙い？——破綻の前倒し？

# 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？
- 2%の早期実現・・・というけれど？――2年以内に？？？
- MとBの構成比の変更で・・・？
- Sims, Limits to Inflation Targeting, 2003---a nostrum?
- 近時の日本では、要するにMをもっと増加させること？
  
- ハイパーインフレにはならない・・・？――Why? Possible? How?
- Pを決めるのは投資家では？
  
- デフレ対策として？――物価を上昇させたとして、それが、雇用を創出する？――昔ながらのPhillips Curve?

# Fiscal policy? Stimulus?

- Fiscal policyは変化しない？さらなるfiscal stimulusは発動しない？・・・それでは？
- そうですね？
- それでは積極的なfiscal policyは有効か？
- かりに短期的には有効でも・・・？中長期的な成長とは？
- Keynes famously said, “Practical men ... are usually the slaves of some defunct economist.” He was right (for once). Now he is the defunct economist. But we need not be his slaves. Cochrane, Fiscal Stimulus, RIP, Nov. 9, 2010のthe ending statement. (RIP, requiescat in pace (latin))
- 政府債務の長期化は、shock absorberになる？Cochrane——長期国債の買い入れの推進は、これに逆行？

# 成長戦略？経済成長の促進？

- 現在のような状況では、誰も反対しない？——総論賛成
- しかし、具体策が話題になると、反対の大合唱。——各論反対。
- これまでと同じ。
  
- すべてはこれから・・・？——ということは、現時点では、看板だけ？
  
- たとえば、1980年代のReagan政権下でのUSやThatcher政権下でのUKのようなことは・・・？

# そうなるか・・・？

- 好意的・楽観的に、さらに期待を込めて・・・？
- 何が残るか？
- $\bigcirc \times \alpha Q \beta \nabla \gamma P \text{凸} (\sim \cdot \sim) \nabla \dots !!$ などと騒々しくなるのは？
- しかし、円安・株高が進行した？ — — — だから・・・？
- お札を刷れば・・・？ 国債を増発して？

# “Abenomics” or 「アベノミクス」

- 数か月後には、「宴の後・・・」？
- それで済むか？
- Forwardlookinglyに考えて・・・？
- 多様な国民は、それぞれ何を考えているか？
- 多くの国民が賛同しているとすれば、突然気づき思い立ったのか？——これまで「抑圧」されていた？——しかし、誰に？
- 本当は・・・?????????
- だから、「バブル」論議に大きな人気がある？

# 「財政破綻後の日本経済の姿」論議 への影響は？

- 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・・・？
- 影響あるいは後遺症は？
- タイミングが早まる？
- 政府の対する信頼が失墜すれば、「破綻」後の混乱が長引き深刻化する？

# 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。
- “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