

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 19 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380373

研究課題名(和文) 財政金融政策の相互依存関係とその帰結に関する政治経済学的分析

研究課題名(英文) Political-Economic Analysis of the Interactions between Fiscal and Monetary Policy and their Consequences

研究代表者

小西 秀樹 (Konishi, Hideki)

早稲田大学・政治経済学術院・教授

研究者番号：50225471

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：金融政策と財政政策の相互依存関係のもとで物価水準が決まってくるという「物価水準の財政理論(FTPL)」にもとづいて、なぜ最近の日本では大胆な金融緩和が実施され続けているにもかかわらず物価水準が上昇する明らかな兆しが見えてこないのかという問題を分析した。分析に当たっては、標準的なFTPLと異なり、世代重複モデルをベースとした動学モデルを構築し、国債発行を通じた世代間の政治的対立も考慮に入れた。そして、政治的には高齢化がその原因として考えられ、また財政当局の債務返済先送り体質が金融緩和の効果を減殺している点を明らかにした。

研究成果の概要(英文)：Based on the Fiscal Theory of the Price Level (FTPL), which states that the price level is determined through interactions between fiscal and monetary policy, this research analyzed the issue of why the price level in Japan does not appear to increase in spite of the BOJ's unprecedented quantity-easing monetary policy. For the analysis, this research set up a dynamic model of overlapping generations, departing from the traditional framework of the FTPL, and focused on the political conflicts between generations through the issuance of public debt. It then revealed that aging can be a source of the sluggish movements of the price level and that the inflationary impact of the quantity-easing monetary policy is eliminated by the fiscal policy that tends to postpone repaying debts to the future.

研究分野：公共経済学

キーワード：デフレーション 財政金融政策 政治経済学

1. 研究開始当初の背景

1990年代初頭のバブル崩壊以降、日本ではデフレ状態が継続しており、ほんの一時期を除き今なお物価は低迷を続けている。デフレからの脱却が急務であることはおそらく経済学研究者の一致した意見であると思われるが、なぜ物価がこのような動きをするのかという点については必ずしも共通の理解は生まれていない。たとえば、いわゆるリフレ派の論客たちは日本銀行の金融政策を強く非難し、インフレターゲットの導入や長期国債の購入によるマネタリーベース拡張の必要性を訴えている。一方、金融市場における政策の波及効果やシステムの安定性を重視する立場からは、市場が機能不全に陥っているときには貨幣供給量を拡大しても必ずしも物価を引き上げるわけではないという、日銀擁護的な議論が展開される(大垣ほか編『現代経済学の潮流 2012』)。とはいえ、デフレ退治をめぐる論戦に共通しているのは、貨幣の需給バランスによって物価が決まるという伝統的なマクロ経済学の基本的枠組みである。

現在の日本政府は同時に、GDPの2倍を超えた政府債務残高をどうするかという問題を抱えている。とくに懸念されるのは、仮にデフレからの脱却に成功したとしても今度は将来のインフレ予想が名目金利を上昇させる結果、政府債務の利払い費を急増させ財政破綻をもたらすかもしれない点である。もしも金融当局がこのような可能性を予見したならば、安易に貨幣供給量を増やしインフレを引き起こすことを慎み、名目金利の上昇を回避するような金融政策をとるかもしれない。最近のマクロ経済学では、このように運営される金融政策を受動的(passive)な金融政策という(Leeper (1994, JME))。たとえば長期国債の購入で貨幣供給量を増やすような量的緩和政策は現在でこそデフレ脱却のために正当化されているが、そういう事態でなければ、長期金利を安定させ財政負担を引き下げのための、受動的な金融政策と見ることもできる。

金融政策が受動的に運営されるならば、財政当局は少なくとも当面は、公債利払い費の急増を避けることができるため、積極的な財政再建に取り組む必要がなくなる。いいかえれば、通時的な予算制約を考慮せず財政政策を策定することが可能になる。このように運営される財政政策は能動的(active)な財政政策と呼ばれる。

伝統的なマクロ経済政策の分析枠組みでは、財政当局は政府の通時的な予算制約を満たすように財政政策を策定すると仮定されてきた。このような場合、物価を決める主役は金融政策である。しかし、金融政策が受動的に、財政政策が能動的に運営される場合、物価水準はもはや貨幣市場の需給関係では決まらない。代わりに、財政政策が物価を決める主役になる。すなわち、物価は政府の通

時的な予算制約を満たすように、将来の財政余剰の現在価値を現在の政府債務の実質残高に一致させる水準に決まり、それと整合する名目金利の水準を維持するように金融政策が調整される。物価の決定に関するこのような見方は、物価水準の財政理論(FTPL; Fiscal Theory of the Price Level)と呼ばれている(たとえば、渡辺・岩村『新しい物価理論』岩波書店、2004年)。

FTPLは主に1990年代に、Leeper (1994, JME)、Sims (1994, Economic Theory)、Woodford (2001, JMCB)らによって精力的に研究されたが、その後Cochrane (2011, EER)やLeeper and Walker (2011, NBER)など一部の研究者を除くと、マクロ経済学者の関心は下火になっていたようである。しかしながら、財政の破綻が現実味を帯びて語られるようになった今日の日本は、Leeper and Walker流に言えば、財政限界(fiscal limit)を迎えており、財政と金融の政治的な相互依存関係が物価水準やインフレ率の決定を左右する世界に突入したのではないかと考える余地が十分にある。

2. 研究の目的

日本で長期にわたってデフレが続いている原因を、財政政策と金融政策の政治的な相互印損関係の観点から理論的に検討し、その含意をシミュレーションや現実のデータにもとづいた計量分析によって実証する。具体的には、貨幣に対する需要と供給のバランスで物価水準が決まるという標準的な枠組みに依拠せず、政府の財政バランスを実現させるように物価が決まるという「物価水準の財政理論(FTPL)」を政治経済学的な動学モデルによって再構築し、高齢世代への再分配政策という切り口で、物価水準やインフレ率の決定に関する含意を得る。

3. 研究の方法

(1)従来のFTPLモデルを世代重複モデルに拡張する

Sims (1994, Economic Theory)、Woodford (JMCB, 2001)など、今日まで研究されてきたFTPLのモデルはすべて、無限期間生存する代表的消費者を前提している。これでは物価水準の変動をもたらす再分配効果を捉えられない。本研究では、従来のFTPLモデルを若年世代と老年世代からなる標準的な世代重複モデルへと拡張する。世代重複モデルを用いる利点は2つある。第1は、従来のモデルでは論じられてこなかった人口構造の高齢化を分析枠組みに組み込むことができる点である。第2は、将来の財政収支と現在の物価水準の関係について、従来のモデルで論じられてきた「資産効果」とは別のチャンネルを検討できる点である。すなわち、無限期間生きる個人を想定したモデルでは、将来の財政赤字は民間部門での資金余剰を意味するため、それが現在の消費を拡大して物価水準

を引き上げるという「資産効果」が FTPL の核心になっていた。しかし、世代重複モデルだと、今の世代は将来時点ではすでに死亡しているため、将来の財政赤字が現在の物価水準に、生涯所得の変動を通じた需要の変化によって影響するチャンネルは断絶している。FTPL のメカニズムが生き残るには、別のチャンネルに焦点を当てなければならない。

(2) 短命な政府が連鎖する政治経済モデルを構築する

従来の FTPL のモデルでは財政政策の決定は外生的に与えられていた。本研究では財政政策が内生的に決まる状況を分析するため、每期政権交代が起き、異なる政府が財政支出、課税、そして公債発行を決定する政治経済モデルを構築する。政府が短命であるため、それぞれは通時的な予算バランスを考慮しない財政政策を必然的に選択することになり、FTPL がベースとしている非リカード型の財政政策が採用される。

(3) マルコフ完全均衡を定義し、比較静学を行う

短命な政府が連鎖して毎期の財政政策についての意思決定が行われるとき、ある時点の政府による公債発行は将来時点の政府が採用するインフレ政策によって事実上のデフォルトに晒される可能性がある。各時点の政府はそのときどきの政治的支持だけでなく将来政府の政策対応も考慮しながら財政政策を選択する必要がある。こういった異時点間の政策選択における相互依存関係を動学ゲームによって記述し、そのマルコフ完全均衡で選択される政策の特徴を分析する。とくに、高齢化や投票率の格差によって老年世代の政治的影響力が相対的に増大したとき、均衡で決まってくる物価水準にどのような変化をもたらされるか検討する。また、実際の日本のデータに当てはめてみて、高齢化によって物価水準の変化がどの程度説明できるのかシミュレーションによって分析する。

(4) 国債の期間構造を考慮し、量的緩和政策の効果を検討する

上記のモデル分析とは別に、政府が長期国債と短期国債を発行する場合を想定し、中央銀行が政府の発行した国債を直ちに買い上げ、事実上の財政ファイナンスを行ったときに物価水準に与える効果を分析する。この分析は、財政政策と金融政策の相互依存関係により明確なフォーカスを当てる分析になっている。というのは、中央銀行が政府の発行した国債を直ちに購入しても、国債の期間構造によっては物価上昇につながらない可能性を指摘できるからである。

4. 研究成果

財政政策と金融政策の相互依存を端的に示す物価水準の財政理論を、2 世代の世代重

複モデルに導入した上で、世代間の物価水準と財政赤字を巡る政治的な対立の結果、インフレ率、公債残高、財政赤字の水準がどのように決まるか分析した。

このモデルの特徴的な点は、物価水準の操作も所得再分配政策の 1 つと考えられることである。物価水準の財政理論に従えば、今期の物価水準は政府の財政余剰の割引現在価値が政府債務の実質残高と一致するように決まってくる。そのため、若年世代の所得に課税して財政余剰を増やせばデフレになるが、このような物価水準の変動は名目資産を多く持つ高齢世代に有利な所得再分配効果をもたらす。一方、財政赤字を増やして公債を発行すればインフレを誘発し、逆に高齢世代には不利な所得再分配効果が生じる。したがって、インフレ率は世代間の政治的影響力の差を反映して決まってくることになる。

人口構造の高齢化は経済的には社会保障関連の財政支出を増加させたり、労働人口の減少によって税収を減らしたりするため、物価水準の財政理論で考えればともにインフレ要因と捉えられる。しかし、政治的にどちらも高齢世代の政治的影響力を強化する結果、デフレ政策を誘発する要因になる。

このモデルを日本のデータに当てはめシミュレーションを行ったところ、1976 年からの 40 年間で見て、高齢化は日本の物価水準を年率 0.8% で下落させてきたという結果が得られた（以上は、投稿中の論文、Mitsuru Katagiri, Hideki Konishi, and Kozo Ueda, Aging and Deflation from a Fiscal Perspective, WINPEC Working Paper Series, E1413, 2014 にまとめられた研究成果にもとづく）。

一方、国債の期間構造を考慮した分析では、中央銀行が長期国債を大量に購入しても現在の物価水準を引き上げることができない場合として 2 つのケースを明らかにした。

1 つは、民間の貨幣保有によって決まってくる通貨発行益の割引現在価値に上限があり、通貨発行のスケジュールがその上限に到達している場合である。このとき、中央銀行が現在時点において国債を購入してベースマネーを供給しても、それは民間が将来必要とするマネーへの需要を先食いしているだけであり、通貨発行益の総額が現在価値で見えて増えることはない。したがって中央銀行の国債購入が政府の通時的な予算バランスに与える効果はゼロであり、物価水準にも何の影響もない。

もう 1 つは、債務の返済を先延ばしする財政政策が継続する場合である。債務の返済を将来に先送りすると、それに反応して将来時点での物価水準が上昇する。これは現在時点で見れば、将来返済すべき長期債務の実質負担が減少することを意味する。その結果、現在の物価水準にはむしろデフレ圧力がかかることになる。（以上は、小西秀樹「デフレの政治経済学」、井堀・小西著『経済学で読

み解く政府の行動：アベノミクスの政治経済学』(第2章, 近刊)にもとづく)

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 0件)

〔学会発表〕(計 5件)

小西秀樹, Aging and deflation from a fiscal perspective, 明海大学経済学部セミナー, 明海大学(千葉県), 2015年11月26日

小西秀樹, Aging and deflation from a fiscal perspective, 横浜市立大学国際総合政策学部セミナー, 横浜市立大学(神奈川県), 2015年10月15日

小西秀樹, Aging and deflation from a fiscal perspective, 神戸大学六甲台財政・公共経済セミナー, 神戸大学(兵庫県), 2015年9月25日

Hideki Konishi, Aging and deflation from a fiscal perspective, International Institute of Public Finance, ルガーノ(スイス), 2014年8月22日

Hideki Konishi, Aging and deflation from a fiscal perspective, European Public Choice Society, ケンブリッジ(イギリス), 2014年4月6日

〔図書〕(計 1件)

井堀利宏, 小西秀樹著, 経済学で読み解く政府の行動：アベノミクスの政治経済学, 木鐸社(近刊)

〔産業財産権〕

出願状況(計 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

出願年月日:

国内外の別:

取得状況(計 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

取得年月日:

国内外の別:

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

小西 秀樹 (KONISHI, Hideki)

早稲田大学・政治経済学術院・教授

研究者番号: 50225471

(2)研究分担者

()

研究者番号:

(3)連携研究者

()

研究者番号: