

シムズ理論の意義と課題



東京大学大学院経済学研究科 教授

渡辺 努

日銀がデフレ脱却を目指して異次元の金融緩和をスタートさせてから4年が経った。消費者物価上昇率は一時的には上昇したものの2016年以降、伸び率が再び鈍化してきており、現在はゼロ近くで推移している。日銀の目指す2%の物価上昇からはかなりの距離があると言わざるを得ない。

こうした中で金融政策ではなく財政政策を活用することでデフレ脱却を果たせるとの考え方が提示されている。そのきっかけとなっ

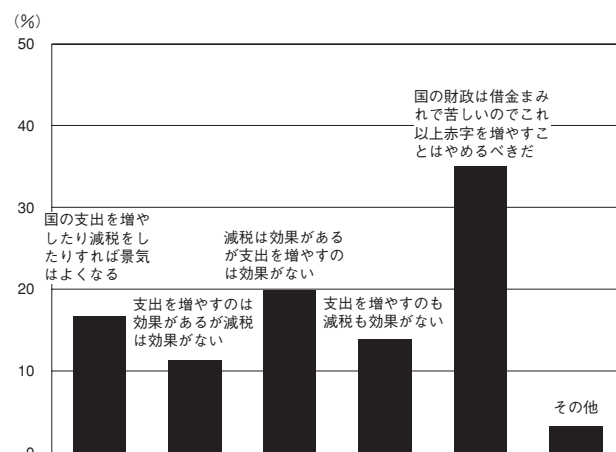
たのはプリンストン大学のシムズ教授が2016年夏のジャクソンホールでの会議で行ったスピーチである。このスピーチの日本にとっての意義をイエール大学の浜田教授が指摘して以降、注目を集めている（この点について詳しくは本誌1月号の浜田教授の解説を参照されたい）。この間、シムズ教授は2月に東京で講演を行ったほか、コロンビア大学の日本経済経営研究所が主催した研究会でも、日本のデフレ脱却に有効との発信を続けている。

シムズ教授の提案を「金融政策でデフレ脱却のトライしてみてもうまくいかなかったから今度は財政政策で」と単純化して解釈する向きも少なくない。一面の真実ではあるがシムズ教授の真意とは大きな隔たりがある。以下では財政政策を活用してデフレ脱却を果たすとはどういうことなのかをシムズ理論に即して解説したい。

〈目 次〉

1. 「超リカードィアン」という問題
2. ポリシーミックス
3. 金融支配と財政支配
4. ゼロ金利の壁
5. 金利チャネルから富効果チャネルへ
6. 米国大恐慌期のデフレからの脱却
7. アベノミクスの下での物価
8. 財政規律の一時的な放棄は可能か

(図1)「財政発動は効果がありますか」



(出所) 東京大学物価プロジェクト

■ 1. 「超リカーディアン」という問題

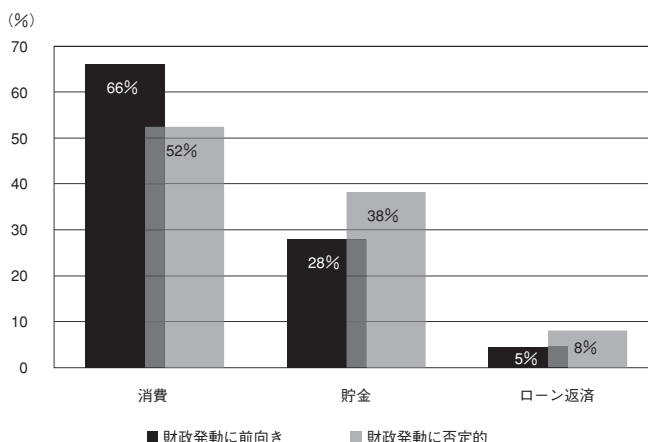
シムズ教授は、米国や日本など先進各国の財政が直面する深刻な問題は「超リカーディアン (Hyper-Ricardian)」だと指摘している。これは、国民が政府の懐事情を気にするあまり、将来の増税に対する懸念が過度に強まり、消費行動が委縮することを指す。日本の例で説明しよう。筆者が代表を務める東大物価プロジェクトでは毎年1回、物価に関する人々の認識を聞くアンケート調査を行っている。直近では2月末に約1万人を対象に第4回調査を実施した。そのアンケート項目の中に2017年は財政関連の質問をいくつか含めた。

最初の質問は「財政政策に景気刺激効果はあるか」であり、その回答が図1にまとめて

ある。支出増や減税に効果があるとする回答者は決して少なくないが、最も多かったのは「国の財政は借金まみれで苦しいのでこれ以上赤字を増やすことはやめるべきだ」で、全体の35%を占めた。国民の3分の1が財政発動には反対である。

この数字を大きいと見るか小さいと見るかは判断の分かれるところだろう。我々は同じ質問を日本に住む外国人（北米・南米出身と中国出身）に対しても行ったのでその結果と比較してみると、外国人で「借金まみれなので財政発動は不可」という選択肢を選んだのは15%に過ぎず、最も多い回答は「支出増は有効・減税は無効」の29%だった。日本在住の外国人を調査対象に含めたのは、現在は日本人と同じ生活をしているが育った環境は大きく異なる人たちの回答と比較することにより、日本人のバイアスをあぶりだせると考え

(図2) 「10万円の減税があったらどう使いますか」



(出所) 東京大学物価プロジェクト

たからだ。その意図どおりになっているか否かは今後さらなる検証が必要だが、日本在住外国人の日本の財政に対する認識は日本人とはかなり異なっており、裏を返せば、日本人の財政認識はバイアスがかかっている可能性がある。シムズ教授の言う超リカーディアン（超利子控）の傾向が日本人は強い可能性がある。

アンケートでは、さらに、日本人回答者を「財政発動不可」と回答したグループと、財政発動に前向きな回答をしたグループに分け、それぞれに対して「仮に減税で10万円戻ってきたら何に使うか」を聞いた。その結果を見ると（図2）、財政発動に否定的なグループでは「手を付けず貯金」「ローン返済」など、貯蓄に向けるという回答が財政発動に前向きなグループに比べて多かった。つまり、超リカーディアンの人たちは、減税でおカネが戻ってきても貯蓄する傾向が強く、シムズ

教授の主張を裏づけている。ただし、シムズ理論では、彼らが減税分を貯蓄するのは、減税分はいつか増税されると予想するからということになっているが、日本の超リカーディアンたちがそこまで深く考えて貯蓄に向かっているのかは明らかでない。

2. ポリシーミックス

では、超リカーディアンが多いのはなぜ問題なのか。ここからがシムズ理論の根幹である。そこを理解するには、少し準備が必要で、「ポリシーミックス」という概念を理解する必要がある。ポリシーミックスとは、金融政策と財政政策を上手に組み合わせて経済を安定させるというような議論であり、かなり昔からある議論だ。その意味合いは今も変わらないのだが、中身はだいぶ異なっている。ポ

(図3) ポリシーミックス

	能動的な金融政策	受動的な金融政策
能動的な財政政策	A 経済は不安定	B 財政支配
受動的な財政政策	C 金融支配	D 経済は不安定

リシーミックスを今風に説明すると次のようになる。

まず金融政策であるが、物価上昇率が高くなったとき中央銀行は金利を引き上げてインフレを抑えようとする。中央銀行が金利をしっかりと引き上げるような行動をとる場合と、金利をさほど引き上げない場合とを区別することにして、前者を能動的な（active）金融政策、後者を受動的な（passive）金融政策と呼ぶことにする。金利を下げる場合も同様であり、要はインフレ率の変化に対する政策金利の感応度によって金融政策の運営手法をタイプ分けするということである。

次に財政政策については、政府債務の残高が増加すると財政当局は財政収支を改善させて債務を返済するという行動をとる。このときも、財政収支を頑張ってしっかりと改善させる、さほど頑張らないというのを区別して前者を受動的な財政政策、後者を能動的な財政政策と呼ぶことにする。債務残高の変化に対してどの程度機敏に反応するかによって財政

政策の運営手法をタイプ分けするということだ。財政収支をあまり改善させないのを能動的と呼ぶのはやや抵抗があるかもしれないが、単なる用語の問題であり、要するに財政規律の乏しい財政運営のことである。逆に受動的な財政政策とは高い財政規律をもつ政策運営を指す。

3. 金融支配と財政支配

金融政策と財政政策の運営手法をこのようにそれぞれ2つに分けると、金融と財政の組み合わせとして4つできる。図3はその4つの組み合わせを示している。この中でも重要なのは、①能動的な金融政策と受動的な財政政策の組み合わせ（図のC）、②受動的な金融政策と能動的な財政政策の組み合わせ（図のB）であり、前者は金融支配（Monetary dominance）、後者は財政支配（Fiscal dominance）呼ばれている。

金融支配は、中央銀行がインフレ率にっ

かり反応して政策金利を操作する一方、財政当局は財政規律の高い運営を行うという組み合わせである。英国では、1990年代にインフレターゲットが導入されたが、その際、同時に財政当局に対して高い規律を課す制度を導入した。これが金融支配の典型例である。日本を含む他の先進各国もこの組み合わせを志向してきた。

一方、財政支配は、中央銀行がインフレに対して十分に反応せず、財政当局は規律に欠けるという組み合わせである。このように説明すると、財政支配は望ましくない組み合わせのように聞こえるかもしれない。実際、財政支配の例としてよく出て来るのは戦時インフレである。戦時下では戦争遂行のための戦費調達が至上命題であり、財政規律の入り込む余地はない。中央銀行は財政の尻ぬぐいに忙しく、インフレを抑えるための適切な金利操作ができない。その結果起きるのが戦時インフレである。政府の放漫財政が原因で自国通貨が売られる現象は通貨危機であるが、これも財政支配の例である。

財政支配はどうみても分が悪いが、しかし理論的には財政支配と金融支配は同等に望ましいと考えられてきた。その理由は、図3のAやDでは経済が不安定化することが知られており（この点について詳しくは渡辺努・岩村充『新しい物価理論』（岩波書店）を参照）、それと比べるとBやCの下で経済は安定するからだ。もちろん金融支配や財政支配の下で無条件に経済が安定するわけではない。金融

支配の下で最も重い役割をもつのは中央銀行であり、ここがしっかりして初めて物価が安定する。同様に、財政支配の下で大事な役割を果たすのは財政当局であり、物価の安定はここにかかっている。中央銀行なり財政当局なりがしっかりしている限りにおいて、金融支配と財政支配はともに物価安定を実現できるという意味で同等である。

■ 4. ゼロ金利の壁

シムズ教授の提案は、日本は財政支配に移るべしというものである。なぜ日本は財政支配に移らなければいけないのか。金融支配では不都合なことがあるのか。

金融支配では、中央銀行はインフレ率の変化に対して感応度高く政策金利を上げ下げすることが求められている。ここで障害になるのが名目金利がゼロより下がらないという壁である。デフレは物価上昇率がマイナスになることだから、能動的な金融政策では、金利を十分に引き下げなければならない。しかしゼロ金利の壁があるとこれができない。つまり、金利を上げる方はともかくとして下げる方については能動的に振る舞うことができない。その結果、金融政策は能動的ではなく受動的にならざるを得ない。

このような理由で金融政策が受動的になり、同時に財政政策が受動的（規律高く運営される）とすると、図3のDの組み合わせになる。先述のとおりDでは経済が不安定化す

る。そうであれば、財政政策を能動的（規律が低い）に切り替えて財政支配に移った方がよい。これがシムズ提案の背景にある考えである。その際に問題になるのが超リカーディアンである。彼らは、財政が受動的（規律高く運営される）と信じており、Bに移るには、彼らにその認識を変えてもらう必要がある。

シムズ教授の発言を注意深く聞くと、日本は既にDの組み合わせに陥っているという認識をもっているようだ。その認識が正確かどうかは判断の分かれるところだが、少なくとも理論上は、財政も金融も受動の場合には困難な状況に陥ることが知られている。説明のために、人々が突然「将来デフレが起きる」という予想を持ったとしよう。やや不自然な想定ではあるが、要するに人々の物価予想が何か外生的な要因で急激に悪化したということである。このとき、Cの組み合わせであれば、中央銀行は積極的かつ大幅に名目金利を下げることで、人々のデフレ予想があったとしても、実質金利（名目金利からマイナスのインフレ予想を差し引いたもの）を下げるができる。この結果、需要が刺激され、デフレは回避される。つまり、議論の出発点として考えたデフレ予想は実際には実現しないことになる。そういう結末を人々は知っている、そもそもデフレ予想をもつこともない。

しかしDの組み合わせの下では事情が大きく異なる。この状況で人々がデフレ予想をもつと、中央銀行は名目金利を下げたいところ

だが、ゼロ金利の壁があるのでそれができない。名目金利が変わらないので、デフレ予想の分だけ、実質金利が上がり、需要が冷え込んでしまう。そうすると、最初に人々が予想したとおり、デフレが起きてしまう。つまり、デフレ予想を出発点として実際にその予想が自己実現することになる。Dには、こうした自己実現的デフレの危険がある。こうした均衡では、人々のデフレ予想の揺らぎに左右されて実際にデフレが起きてしまうので物価は不安定になる。

ゼロ金利の壁は越えられないほどに高いのか。日銀を始めとして主要国の中央銀行はこの壁を越えるために様々な施策を行ってきた。マイナス金利は最も象徴的な例であるが、実際にやってみた結果、どこまでも深堀できるわけではないことがわかった。また、フォワードガイダンスは中央銀行が将来の金利を下げると約束する施策であり、2000年代初頭には、筆者を含め内外の経済学者が理論的にはかなりの効果をもつとする論文を発表した。しかし実際には十分な効果が得られていない（その理由については渡辺努編著『慢性デフレ』（日本経済新聞出版社）序章を参照）。ゼロ金利の壁を越えられないものと結論するのは時期尚早かもしれないが、少なくとも、経済学者が当初想定していた以上にこの壁は高い。その意味でシムズ提案にはそれなりの必然性と説得力がある。

■ 5. 金利チャネルから富効果チャネルへ

それでは、財政支配に切り替えると、具体的にどのような仕組みでデフレ脱却を果たせるのか。財政支配について説明する前に金融支配の下ではどのような仕組みを考えていたのかを簡単に復習しておこう。金融支配の下では中央銀行が実質金利を下げることにより需要を喚起し、それにより物価を上げようとする。ゼロ金利の壁があるので名目金利を下げる余地は限られているがフォワードガイダンスを用いることでインフレ期待を高め、それによって実質金利を下げるができる。大事なポイントは、金融支配の下でのデフレ脱却の鍵を握るのは金利チャネルということであり、これは日銀が繰り返し主張してきたことでもある。

財政支配はこれとは全く異なるチャネルを用いる。それが「富効果」チャネルである。簡単な例で説明しよう。財政当局が1期目(現在時点)に100の減税を行ったとする。その財源として同額の国債を発行する。この国債は2期目(将来時点)に満期が来るとする。1期分の利子はゼロで固定されているものとする。財政当局は2期目に100償還しなければならないので、その時点で増税しなければならない。仮に2期目に100の増税を行うことを財政当局が1期目にアナウンスすると、今は減税で100もらっても将来100取り上げら

れてしまうので納税者は得した気にはなれない。そのため合理的な納税者であれば減税で得た100を全額貯蓄に回し将来の増税に備えるはずだ。この結果、減税にもかかわらず消費は一切増えない。これがリカードの等価定理と呼ばれる状況である。

では財政当局が償還時点の増税は100ではなく80だとアナウンスしたらどうなるか。納税者は今日の減税で100を手にし、将来の増税で80を失うとはいえ、20はネットの儲けである。裕福になった(自分の富が増えた)という認識をもつ納税者は現在時点で消費を増やす行動に出る。そうすると現在時点で財の需給が締まり、物価が上昇する。物価はどこまで上昇するのか。物価が上昇することによって国債の実質価値が目減りする(財政当局にとっては負担が軽くなる)が、その目減り分がちょうど20になるところまで物価が上昇する。つまり、100の減税が、80の増税と20のインフレ課税で賄われるということになる。

金利チャネルと富効果チャネルは独立であり、金利チャネルが効きにくい(効かない)現在の日本でも富効果チャネルは効く可能性がある。異次元緩和の初期には緩和が様々な経路で物価に影響を及ぼすと考えられていたが、実際に起きたのは、円安を通じた輸出企業の収益好転であった。その収益増が賃上げにより家計に回ることが期待されたが実際にはそうしたトリクルダウンは十分に起きておらず、その結果、消費が停滞した。これがいい

まだにデフレ脱却できていない理由である。まず企業にカネを渡しそれを家計に回すという作戦はうまくいっていない。これに対して富効果チャネルで想定されているのは、まず家計にカネを渡し、消費を喚起し、そこを起点にデフレ脱却を図るという作戦であり、好対照である。

本当にそんなにうまく進むのかという疑問をもつ読者も少なくないかもしれない。しばしば耳にするのは、財政当局のアナウンスを人々が信じると考えるのは現実的でないと批判である。筆者もその点は同意見である。アナウンスすれば信じてもらえるというほど現実には単純ではない。しかしここで強調したいのは、アナウンスへの信認の欠如の可能性は財政支配に固有の問題ではなく、金融支配でも同じく存在するということだ。フォワードガイダンスでインフレ期待を高めるには中央銀行のアナウンスを信用してもらう必要がある。財政当局のアナウンスが中央銀行のアナウンスに比べ著しく信認が低いという確かな理由がない限り、信認の有無を理由に財政支配への移行を排除するのは適切でない。

また、シムズ理論は財政当局に無責任になるよう勧めているという解釈も適切でない。上の設例では100の減税に対してインフレ課税も含めて100の増税を計画しており、無責任ではない。むしろここでの財政当局は財政の帳尻合わせだけでなく、デフレ脱却にも注意を払っており、広い範囲の責任を背負って

いると言える。

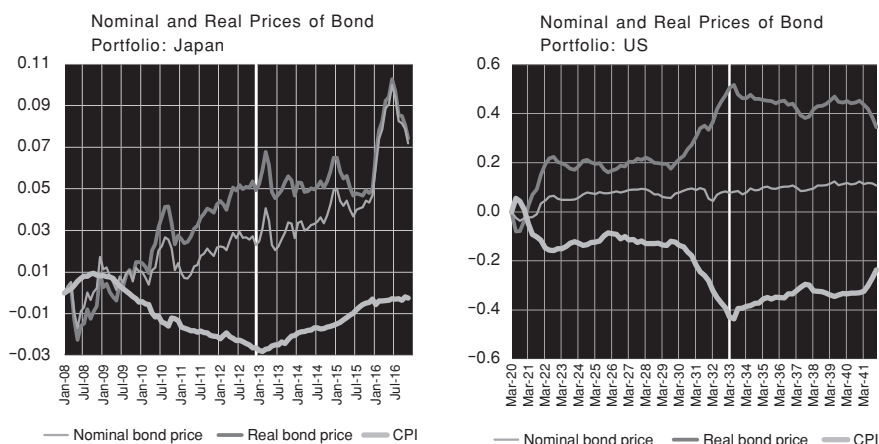
■ 6. 米国大恐慌期のデフレからの脱却

理屈はともかくとして本当に財政支配でデフレ脱却できるのか。この点について現時点で確たることは言えないが、米国大恐慌期のデフレ克服のエピソードは考える材料を多少なりとも与えてくれる。

米国の大恐慌期には消費者物価が毎年8%下がる激しいデフレが起きた。日本のデフレは毎年1-2%の下落という緩やかなものであり、だいぶ様相が異なる。このデフレを止めるために、新たに大統領職についたルーズベルトは、①金本位制の放棄と自国通貨の下落容認、②均衡財政から積極財政への転換、③金融緩和を柱とする施策をパッケージとして打ち出すことにより、デフレを止める決意を人々に示した。アベノミクスの3本の矢が政策パッケージとして打ち出されたのと非常によく似ている。ルーズベルトの施策が打ち出されるとドルは対ポンドで50%超安くなり、それが引き金となって物価も賃金もV字回復を見せた。

では物価の回復に財政はどのように寄与したのか。この点を詳細に調べたリーパー教授の研究によれば (M. M. Jacobson, E. M. Leeper, B. Preston, "Recovery of 1933," October 2016)、ルーズベルトの財政拡張の結果、足元の財政赤字が拡大し、将来も赤字

(図4) 日米の国債価格



(出所) 筆者作成

Source : M. M. Jacobson, E. M. Leeper, B. Preston, "Recovery of 1933," October 2016.

拡大が続くとの見方が広がった。このため人々は国債に魅力を感じなくなり、国債を売り、その代わりに商品の購入を増やすという行動をとった。これが物価上昇へとつながった。図4の右図はこの間の国債の名目と実質の価格の動きを示したものであるが、国債の実質価格はルーズベルトによる拡張的な財政拡大が実施されて以降、下落していることが確認できる。

7. アベノミクスの下での物価

次に、大恐慌期の米国とアベノミクスの時期の日本を比較してみよう。アベノミクス開始直前に円安が始まり、75円から125円まで低下した。これは米国に匹敵する自国通貨安であり、これを背景として消費者物価が米国と同じくV字回復を示した。ただし、2015年

末以降は、名目賃金の伸びが緩やかにとどまる中で、消費者物価の回復も止まった。

このように為替や物価等の動きは、少なくともアベノミクスの初期段階では、米国とある程度似ている。しかし国債価格の動きは大きく異なっている。図4の左図に示した日本の実質国債価格を見ると、上昇基調が変わっていない。すなわち、2013年から2015年末の間は、アベノミクス開始前の上昇トレンドがいったんは取まったものの、2016年入り後はマイナス金利導入で名目国債価格が大きく上昇する中で物価が横這いにとどまったため、実質国債価格が再び大きく上昇した。

日本の国債価格の動きをシムズ教授の仮説に沿って解釈すると、実質国債価格の上昇トレンドに変化が見られた2013年から2015年末の間は、財政拡張の結果、国債の魅力が薄れ、国債から商品への需要シフトが生じ、これが

物価を押し上げた可能性がある。つまり、この時期の政策は、米国大恐慌期と同じく、能動的財政と受動的金融の組み合わせ、つまり財政支配だったというのが彼の見立てである。しかし2016年入り後は、国債の名目金利がマイナスまで低下する中で、金融機関等から政府へと所得移転が発生した。その結果、国債の魅力が再び高まり、国債から商品への需要シフトが止まり、それが物価の伸び悩みをもたらした可能性がある。こうした解釈に基づけば、マイナス金利に伴う政府への所得移転に伴う財政収支の改善を放置せず、それを打ち消すように財政拡張を行っていれば物価の伸び悩みを回避できたはずということになる。ただし、この時期の財政・金融政策がどのように運営されていたかについては不明な点も多く、彼の解釈を鵜呑みにするのは危険であろう。今後、丁寧な検証が必要である。

■ 8. 財政規律の一時的な放棄は可能か

シムズ提案に死角はないのか。既に述べたように財政当局のアナウンスを納税者が信じるかどうか、仮に信じたとして本当に消費を増やすか否かなど、様々な課題があり、今後これらを詳細に検討していく必要がある。しかし、繰り返しになるが、これらの課題は財政支配に固有のものではなく、金融支配も同様の課題を抱えている。このことは正しく認識されるべきである。

また、筆者がかねてから指摘してきたように、デフレ脱却を難しくしている一因は企業の価格設定行動にあり、これがフィリップス曲線を平坦化させている。そのため需要を増加させたとしてもそれが物価上昇につながる度合いが小さい。しかし、教科書の言葉で言えば、これは総供給曲線の問題であり、一方、財政支配か金融支配かは総需要曲線に関わる事柄である。財政支配に切り替えたからといって企業の価格設定行動の問題が雲散霧消するわけではないことも認識しておくべきだ。

シムズ提案の最大の懸念は、いったん財政支配に移ったとして、将来再び金融支配に戻るのかということである。シムズ提案では、短期的には財政規律を放棄してデフレ脱却を目指しつつ、長期的には財政規律を取り戻し財政健全化を果たすということが想定されている。また、リーパー教授らの研究では、ルーズベルトは短期における財政拡張と長期の財政規律の両方を志向し成功したとのことである。財政支配への移行というのは物価安定の実権が財政当局に移ることを意味する。それを将来のどこかの時点で再び中央銀行に戻すというのは政治的にはかなり難しいことだろう。そこでしくじると財政支配が永遠に続いてしまうことになる。これはシムズ教授の望むところではない。

しかし筆者は、より本質的なのはそうした政治的な難しさではないと考えている。財政支配への移行が一時的であり、やがては金融支配に戻るとする枠組みを所与とすると、シ

ムズ提案が想定する、富効果を軸としたデフレ脱却のストーリーがそもそも成り立たない可能性がある。

そのことを例示するために、先ほどの簡単な設例に戻り、1期目に100の減税があり、そこで発行された国債が2期目に償還されるとする。先ほどと同じように財政当局は100のうち80だけを2期目の増税で賄うとアナウンスしているとする。先の例では2期目までは財政支配を想定しており、財政当局は規律を欠くと仮定していた。今その設定を微修正し、3期目には財政当局が財政規律を取り戻し、金融と財政の組み合わせは金融支配に戻るとする。つまり、1期目と2期目は財政支配だがそれは一時的であり、遠い将来である3期目には金融支配に戻るという想定である。

この場合に納税者はどう考えるか。先ほどと同じく、「減税で100既にもらった。しかし2期目の増税は80に過ぎない。もらい得だ。だから消費を増やそう」と考えるかもしれない。しかし新たな可能性として、減税でもらった100を全て貯蓄に回す納税者が出現するかもしれない。この納税者はこう考える。減税100に対して2期目の増税が80しかないの
で20だけ穴があくはずだ。財政当局はその20を2期目に借換債を発行することで賄うだろう。その償還が来るのが3期目だが、その時点では財政当局は規律を取り戻している。だから3期目には借換債の償還のために20の増税があるはずだ。2期目に80の増税、3期目に20の増税で合計100の増税が控えているの

だから1期目の減税は全額貯蓄に回そう、と。

この例は、財政当局が一時的に規律を失った行動をとるとしても、いずれは元のように強い規律を取り戻すと人々が認識すると、あたかも一時的な規律喪失がなかったかのような結果になってしまうことを示唆している。これは、財政当局が人々の期待の操作に失敗するからである。ここでは詳細を省くが、理論的には、財政当局のアナウンスの仕方を工夫することにより、この問題を克服することは可能である。しかし現実の問題としては解決は容易でないだろう。その意味で、短期的な規律喪失でデフレ脱却を図る一方、長期的には財政健全化を目指すという二兎を追う戦略は非常に難しいということを認識すべきである。

