

# 債務と日本銀行資産

木立 力<sup>※</sup>

## 1. はじめに

日本財政の債務は GDP の 2.35 倍余り<sup>2</sup>で第二次世界大戦後の債務の倍率<sup>3</sup>を既に大幅に上回っている。高齢化率は現在世界一位で将来も上昇すると予測されているので、支出要因としての社会保障支出の増加が不可避である。他方で、合計特殊出生率は 1970 年代から 2 を下回り、生産年齢人口は急速に低下しているため収入要因としての保険料の増加も期待できず、債務削減の見通しは立っていない。

これらの財政の条件の上に、日本だけではなく世界的に自然利子率はゼロかマイナスが続いているので、海外需要に多くは期待できず、ゼロ金利制約のため金融政策にも多くを期待できない。金融政策に限界があるため、債務削減や社会保障ための増税、財政支出削減など緊縮的な財政政策に否定的な経済学説も有力である。

債務削減や社会保障のために増税をする、あるいは金融緩和をする等、それぞれ単独では妥当に見える政策も総合的に考察する必要性が高い状況である。しかし両者には少子高齢化、長期停滞など共通の原因があるので、現在の財政・金融政策をもたらした構造の概略を踏まえた評価が重要と考えられる。

世界的な自然利子率の長期低迷を背景として行われたゼロ金利政策と量的緩和政策という金融政策の結果として、日銀は買いオペによって国債を大量に保有する選択をとった。他方で、膨大な債務により財政破綻に至った日本や世界の歴史を振り返ると、中央銀行が国債を大量に保有し、インフレを招いた事例が多数見られた。日銀による大量の国債保有は、現状の金融政策と財政政策が交錯する問題であり、財政破綻とも近い関係にある。

そこで、小論では、日銀の国債保有に現れた金融政策と財政政策をもたらした構造を財政と金融部門を統合する「物価水準の財政理論」を援用して提示し、各政策をめぐる諸学説の比較検討と若干の評価を試みるものである。

以下 2 節では財政の現状、3 節ではゼロ近くにある自然利子率、4 節では、現状を解釈するための金融危機説と長期停滞論について、5 節では自然利子率と政策金利の関係について、6 節では、現在の日銀の国債大量保有と日銀引き受けの異同について、7 節では、物価水準の財政理論から見た日本財政について、8 節では、日本の財政規律について述べる。

## 2. 日本の債務と基礎的財政赤字の現状

現在の日本の債務は世界史上どれほど特殊なのだろうか。Reinhart and Rogoff (2009) によれば、過去 400 年の世界の財政の歴史の中で GDP の 2 倍を超える債務を抱えて破綻しなかったのは 18 世紀の英国の一例しかない。英国では 100 年かけて返済した。同著によれば、マクロ経済政策は進歩したかに広く思われているにもかかわらず、金融危機の頻度は新興国、先進国ともに減少していない。その都度、「今回だけは違う」(this time is different) と考えられながら、実際に金融危機は起こってきた。

土屋・森田 (2011) によると、国債のデフォルトは次のように分類されている。

### (1) 狭義のデフォルト

- ① 額面の毀損 (一部しか返済しない)
- ② 償還の遅れ (リスケジュール)
- ③ 利子を払わないなど返済条件の緩和

### (2) 広義のデフォルト

※ 青森公立大学教授

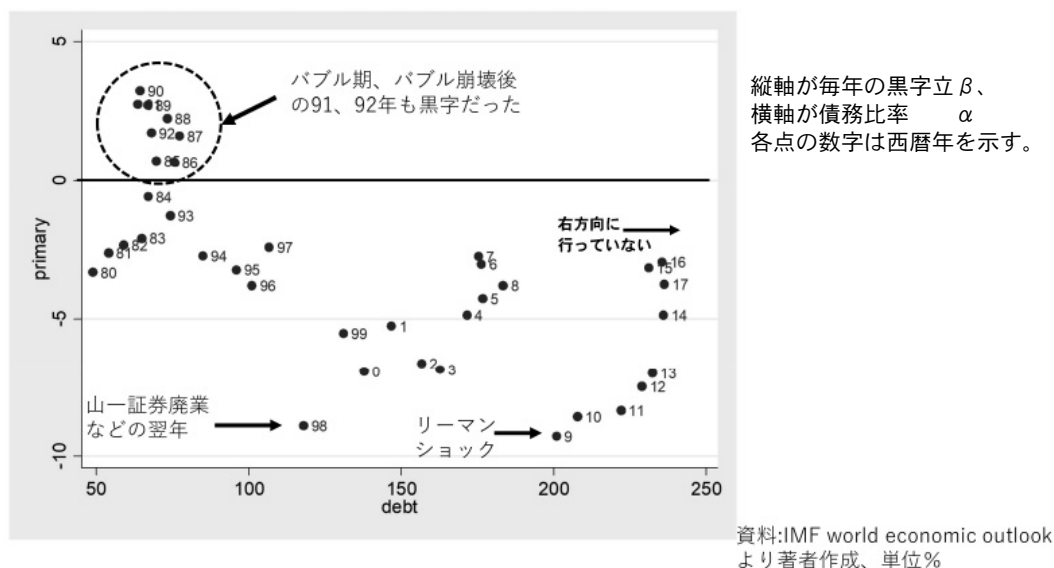
- ①高度のインフレ
- ②大增税、資産課税
- ③預金封鎖（預金引き出しをしばらく禁止）
- ④自国通貨の大幅安

以上の分類のうち、第2次大戦後の日本では(2)の①、②、③が行われた。国債の債務不履行以外に、政策指標にも使われている財政破綻しない条件として、「債務／GDPの比率が発散しない」というものがある。日本の現状を見てみよう。

$\alpha$  = 債務／GDP、 $\beta$  = 基礎的財政収支／GDP、 $i$  = 名目利子率、 $g$  = GDP成長率とすると、次の関係式がある。下添え字は時点を表す。

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + (i_t - g_t)\alpha_{t-1} - \beta_{t-1} \quad (1)$$

基礎的財政収支がゼロの場合でも利子率がGDP成長率を上回れば、債務比率は増大する。図表1は、横軸に債務／GDP比率 $\alpha$ を、縦軸に基礎的財政収支比率 $\beta$ を、1980年～2017年までプロットしたものである。80年代後半から92年だけが黒字で他は赤字であった。98年とリーマン・ショック後の2009年の赤字幅が特に大きい。2009年以降、赤字幅は縮小する。近年はGDP成長率が国債の利子率を上回るため、2014年以降、基礎的収支は赤字であるが、債務／GDPが増加していないことが注目される。



図表1：債務比率と基礎的財政収支比率の推移

Blanchard (2019) ,Blanchard and Tashiro (2019) は、近年、先進各国では利子率がゼロ近辺でGDP成長率はプラスの状態が続き債務比率が上昇していないので、日本においても金融政策を補完するために赤字財政によって利子率を上昇させる政策の有効性を述べている。

Blanchard (2019) ,Blanchard and Tashiro (2019) でも指摘されている基礎的財政赤字の原因として次のものがある。

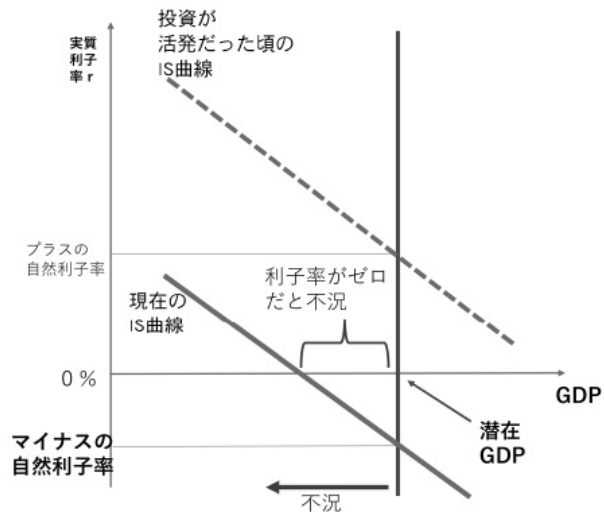
- ・消費税率が先進国の中ではカナダに次いで低い。

- ・国民所得比で先進国の中で最も所得税収の比率が小さい。
- ・65歳以上人口比率が世界一高く、2025年に向けて、65歳以上人口の絶対数が上昇する。
- ・生産年齢人口の絶対数が、90年代から減少し続けている。
- ・出生率が低く生産年齢人口は将来も増加しない。
- ・女性の労働力率が低い。

### 3. 自然利子率

図表 2 の IS 曲線は、貯蓄と投資が等しくなるような GDP と実質利子率の組み合わせを表すが、

自然利子率は、IS 曲線が潜在 GDP のときの実質利子率の値である。この実質利子率のときに完全雇用となる。中立利子率や均衡利子率と言われることもある。



図表 2：マイナスの自然利子率

日本では 90 年代後半から、非常に低い金利でも不況から脱することができずバブル崩壊の後遺症と考えられてきた。その後、リーマン・ショック後の 2009 年以降にアメリカやヨーロッパでも利子率が長期にわたって低下している。自然利子率は IS 曲線で定義されるから、現実には実施されている財政支出や減税などによる上方シフトが仮にない場合には、もっと低い値となる。

図表 2 に示すように、自然利子率がマイナスで、名目利子率にはほぼゼロの下限があるので、実質利子率にもゼロの下限（zero lower bound, ZLB）があるならば、金融政策によって完全雇用を達成することはできないことになる。

自然利子率について多数の実証研究がある。日本の自然利子率について、新谷・宮尾（2018）、岡崎・須藤（2018）によれば 90 年代半ばにゼロ近くになり、2009 年に低下、その後上昇し、2015 年頃からプラスの値となっている。先進国の自然利子率について Eggertsson, Mehrotra, et al. (2017) によれば、日本よりも遅れて 2009 年以降は先進国共通にゼロまたはマイナスになっ

ており、先進国間の国際資本移動の影響が指摘されている。

### 4. 長期停滞論か金融危機の後遺症か

自然利子率が長期にわたってゼロ近くにある状態を長期停滞ということがある。サマーズ他（2019）はサマーズとバーナンキの長期停滞を巡る講演、雑誌、ブログなどでの論争が収められている。バーナンキは長期停滞論に否定的である。戦前にハンセン<sup>4</sup> が使った長期停滞（secular stagnation）の用語が現代の経済を対象に初めて使われたのは、サマーズの 2013 年 11 月の講演（サマーズ他（2019）第 1 章）とされている。次のように述べている。

「金融正常化から 4 年経って、（中略）金融危機以後の嘆かわしい経済パフォーマンスというアメリカの経験は、ロゴフとラインハートの研究<sup>5</sup>が示したように、アメリカに限られるものではありません。特に日本の例が明確です。」

「マクロ経済政策で達成可能な目標というのは、変動を抑えることだというのが不動の柱です。しかし、ひょっとしたら、スタン<sup>6</sup>の講義でかなり徹底的に否定された、古くてかなり過激な発想、つまり長期停滞と呼ばれていた古い考え方なのですが、これが1990年代以降の日本の経験を理解するために重要なのではないかと思うし、また今日のアメリカの経験とも無関係ではないと思うのです。」

サマーズは、マイナスの自然利子率が長期に継続することを長期停滞と呼び、短期の景気循環における不況とは異なるのではないかと述べている。

長期停滞の原因としては供給要因と需要要因の諸説がある。

- ・供給要因：画期的な新技術が乏しく潜在GDP成長率が低下している。
- ・需要要因：世界的な少子高齢化により貯蓄が多く投資が少ない。また世界的な所得格差拡大により、平均的な消費性向が低下している等である。

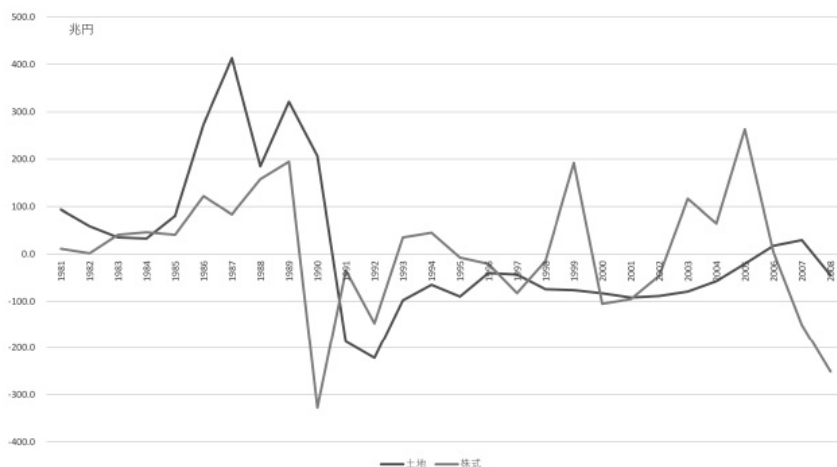
日本では90年代半ば以降、欧米では2009年以降に自然利子率はマイナスと推計されている。日本ではバブル崩壊、世界的にはリーマン・ショック、の後であるので、Reinhart and Rogoff (2009) のように、長期停滞ではなく、金融危機

の後遺症が長引いているという見方もある。特に地価の回復は時間が長引く、と述べている。アメリカのように合計特殊出生率が2に近く、新技術が豊富な国でもマイナスの自然利子率は生じているので、サマーズが挙げるような長期停滞の原因は日本に当てはまるとしても、アメリカにも当てはまるかについては異論もあるようだ。

Reinhart and Rogoff (2009) は、次のように述べる。「先進国の場合、経済活動への衝撃を和らげるために、景気刺激策に頼る傾向が強い。1990年代の日本で積極的な公共事業が行われたのは、その代表例である。これに対して新興国は、債務に対する耐性が先進国より弱い。きまぐれな国際資本市場への依存度が高いため、景気対策を講じられるような状況ではない。にもかかわらず、銀行危機が税収におよぼす影響は、新興市場国でも先進国でもさして変わらなかった。」(訳書 P.257)

また、同書では90年代日本で景気対策のために債務が積みあがったことを紹介している。

小峰 (2019) は、国民経済計算のストック勘定の数値で、バブル期とそれ以降の株価と地価の日本全体の規模を示している。図表3は小峰 (2019) の方法で、筆者がグラフにしたものである。



(出所) 国民経済計算の国民貸借対照表の調整勘定より筆者作成

図表3：土地と株式の資産価格の年変化額

80年代の地価、株価の上昇は極めて大きく、80年代後半の地価、株価の増加額は、毎年のGDPに匹敵する規模だった。この間に設備投資が拡大したので、その後長い期間、設備投資は増えなかった。Reinhart and Rogoff (2009) が述べたように、地価の下落は長期にわたっており2000年代まで継続した<sup>7</sup>。90年代には公共事業、減税などで景気を支えたが低成長から脱することはできなかった。

## 5. 中央銀行の政策金利と自然利子率

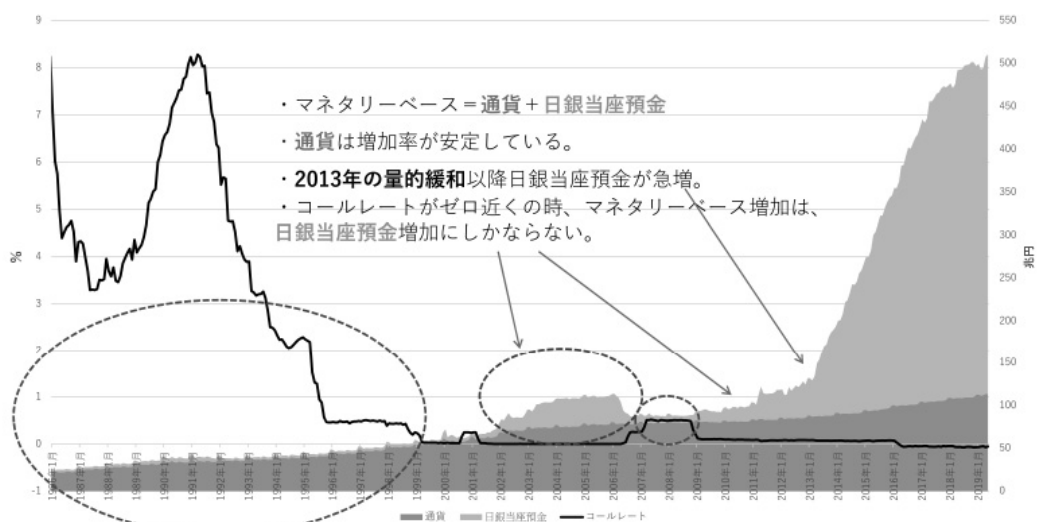
バーナンキは政策金利の目標について次のように述べている。「もしFRBが資本と労働の完全雇用を実現したいなら、その仕事は市場金利に対する影響力を使って、この利率を均衡金利、または一もっと現実的には一直接観察はできない均衡金利の最高の推計と、整合したものへと動かすことになる」(サマーズ他 (2019) P.34) 均衡金利、中立金利とも呼ばれる自然利子率は、理論上のものであり、推計値であって、現実にはどのような高さにあるかわからない。しかし実質利子率が自然利子率よりも高いとデフ

レギャップ、自然利子率よりも低いとインフレギャップになるはずなので、単純化して言うと中央銀行は実質利子率が自然利子率に等しくなるように、名目利子率やインフレ率を変えようとするという趣旨と理解される。

国債買いオペによって、日銀が得た代金は市中銀行が持つ日銀当座預金に入る。マネタリーベースには次の式が成り立つ。

$$\text{マネタリーベース} = \text{通貨} + \text{日銀当座預金}$$

日銀は国債オペによってマネタリーベースを増加（減少）させ、コールレートを下降（上昇）させる。コールレートが正の時はおそらく目標とする自然利子率も正のはずである。この場合、日銀の買いオペの代金は市中銀行が持つ日銀当座預金に入ると、市中銀行は正の利子率で借り手を見つけることができる経済状態なので、当座預金には必要準備しか置かない。他方で自然利子率がゼロかマイナスの経済状態のときに日銀はコールレートを下限のゼロにするだろう。この場合、市中銀行は当座預金のゼロ金利のほかが、悪化した貸し出し環境よりもよいので、当座預金に置いたままにする。



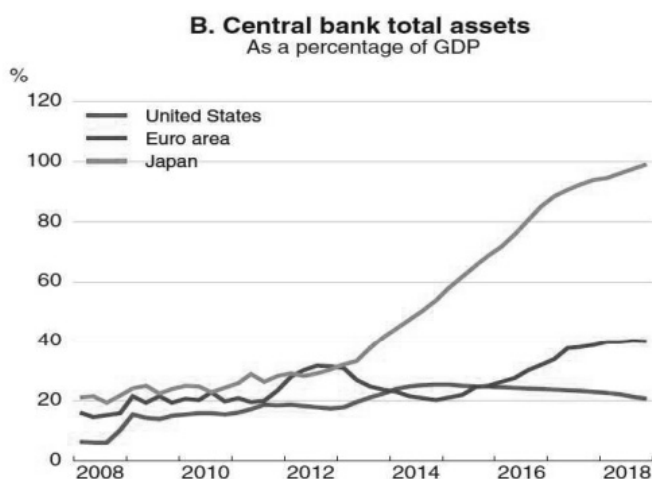
出所：「日本銀行関連統計」より筆者作成

図表4：コールレート、マネタリーベース

図表4によると、2001年～2006年にかけてコールレートがゼロのときには日銀当座預金が多く、2006年～2009年にコールレートがプラスのときには日銀当座預金が少ない。2009年以降に再びコールレートがゼロになってからは日銀当座預金が増加している。負の自然利子率では政策金利のゼロ制約があるため、マネタリーベースを増加させても、銀行からの貸し出しが増加していないことが図に表れている。

自然利子率がマイナスの場合には、ゼロ金利制約により貸し出しを増やすことは難しい。2013

年以降は、主に国債買いオペによって、マネタリーベースを年間70兆円から80兆円を増やすという非伝統的金融政策をとっているが、当初の円安効果の後の効果については否定的な説が多い。図表4からわかるように日銀の資産は主に日銀当座預金から構成され、規模は500兆円に達し、GDPに匹敵する大きさになっている。図表5は、同様の政策をとっているアメリカ、EUの中央銀行資産対GDP比をとっている。アメリカ、EUに比べて日銀資産がいかに大きいか、また日銀だけが増加を続けているかがわかる。



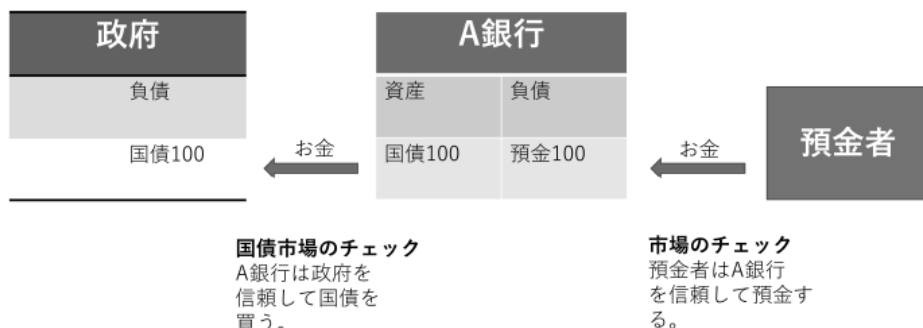
(出所) General Assessment of the Macroeconomic situation 2018  
OECD

図表5：中央銀行資産の対GDP比

## 6. 日銀の買いオペと日銀直接引受

2000年頃まで日本国債の主な買い手は日本の市中銀行であった。家計の資産運用先の半分以上

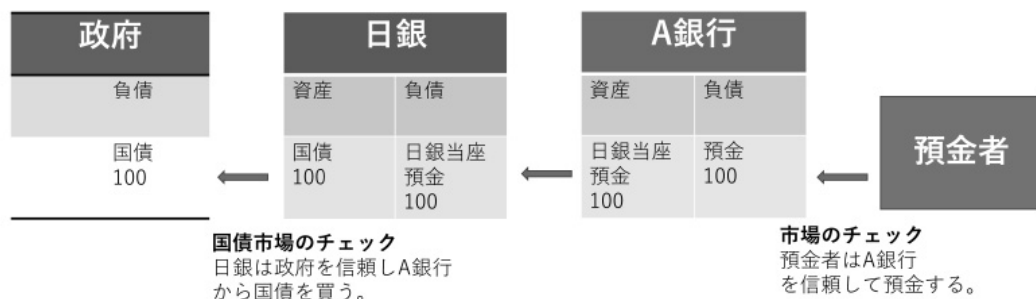
上は預金であったので、代表的なお金の流れは、図表6のように、家計などの貯蓄から市中銀行、市中銀行から政府支出であった。



図表6：政府が国債発行で得たお金はどこから来ているか

図表4の日銀資産の増加の主な原因は日銀による市中銀行から買いオペである。国債を日銀が保有した場合のお金の流れは、図表7のようになる。日銀は、銀行が保有していた国債を国債市場で買う（買いオペ）。国債は日銀の資産と

なる。代金は市中銀行が日銀に持っている市中銀行の日銀当座預金口座に振り込まれる。日銀を経由しただけで、国債のお金は、結局は、預金者から来ていることに変わりはない。



図表7：銀行保有の国債を日銀が買った場合

日銀の国債引き受けは、政府が発行した国債を日銀が直接に引き受けることであり、政府が発行した後に市場に出た国債を日銀が買うのは日銀直接引き受けではない。それでは、日銀の国債引き受けはどのように制限されているのだろうか。

財政法第5条では、次のように国債の日銀引き受けを禁じている。

「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。」

これについて日銀のホームページでは法律の目的について次の解説がある。

「法律の目的：政府の財政節度を失わせ、ひいては中央銀行通貨の増発に歯止めが掛からなくなり、悪性のインフレーションを引き起こすおそれがある。」<sup>9</sup>

しかし、既に次のような懸念が生じている。第1は、日銀の独立性の懸念である。仮に政府が日銀に支配力を持っていると、国債が将来返済されるかを、日銀がチェックしないまま日銀が市場または市中銀行から国債を買う。さらに、市中銀行は日銀が買ってくれるならば、国債が将来返済されるのか（デフォルトリスク）を

チェックしないで、国債を買う。それは現実に生じている可能性がある。野村証券の証券用語集には「日銀トレード」という業界用語が載っている。

証券用語解説集（野村証券のページ）：<sup>10</sup>

「金融証券会社などが財務省から落札した新発国債を数日で日銀に売却して利ざやを稼ぐ取引。日銀が量的金融緩和策で国債を大量に買い入れるため、転売までに金利が急上昇（価格が急落）しなければ、証券会社は確実に利益を得ることができる。」

日銀を経由しない図表6と日銀を経由する図表7が実質的に同じであるか否かは、上で述べた第1の懸念がないかあるか、各主体がデフォルトリスクを考慮しているか否かである。

すでに述べたように、国債のお金の源泉は主に家計の貯蓄であった。それに関連する第2の懸念は、齊藤（2018）で述べられている。国債の量が家計の貯蓄を超えない範囲にとどまるか否かである。戦前の日本では1937年を過ぎると家計貯蓄を超えて国債が増加し、国債が急増する。齊藤（2018）によると、現在の日本では毎年の貯蓄を毎年の国債純増が既に上回っているのである。この事態は日銀を経由しない場合には市場規律によって生じなかったのかもしれない。



図表8：日銀が政府から直接買った場合：日銀直接引受

財政法第5条で禁じられている日銀直接引受はどのようなものだろうか。図表8はそれを表している。市中銀行と日銀のリンクは完全に遮断される。①家計によるチェックと市中銀行によるチェック、②家計の貯蓄の範囲で国債が増加する、という制約が外れることを意味する。しかし、前段で述べたように、既に2つの制約は実質的に外れている可能性がある。

政府と日銀を広く公的部門と見て、統合勘定として説明されることがある。そこで政府と日銀の統合政府で見た場合には、政府と日銀の国債の資産と負債は相殺されるから、日銀保有分の国債を政府は返済しなくてよい、という極論も存在する。図表7を見てみよう。後に述べるように、図では政府の資産が省略されているが、ここには将来の財政黒字の流列の価値が入るのである。日銀券の裏付けは国債であり、国債の裏付けは政府の将来の純財政余剰の価値なのである。したがって統合政府で見た場合には、統合政府は徴税による財政余剰によって、市中銀行が持つ当座預金を賄わなければならない。それによって預金者は貯蓄を引き出すことができるのである。

## 7. 物価水準の財政理論の含意

図表1では債務／GDPと基礎的財政収支比率の実際の変化を示したが、ここでは政府と中央銀行の両者を入れた統合政府について、物価の流列も考慮した式を考える。これらは物価水準の財政理論 (FTPL<sup>11</sup>) で用いられる式である。以下の定式化は渡辺・岩村 (2004)、小寺・出水 (2017) に基づいている。ここでは主にその含意を述べる。

統合政府の予算制約式は次の(2)で表される。

$$B_t + M_t = (1 + i_{t-1})B_{t-1} + M_{t-1} - S_t \quad (2)$$

ここで  $B$  は名目債務、 $M$  は名目貨幣残高、 $i$  は名目利子率、 $S$  は基礎的財政収支 (黒字) を表し、下添え字は各変数の時点を表している。物価水準を  $P$  で表す。

$$\frac{(1 + i_{t-1})B_{t-1} + M_{t-1}}{P_t} = d_t, \frac{S_t}{P_t} = s_t, \frac{M_t}{P_t} = m_t \text{ と置く。}$$

$r$  を各期一定の実質利子率とし、フィッシャー方

$$\text{程式 } 1 + i_t = (1 + r) \frac{P_{t+1}}{P_t} \text{ が成り立っているとする}$$

と、次の(3)式が導かれる。



$$d_t = \frac{d_{t+1}}{1+r} + \frac{i_t}{1+i_t} m_t + s_t \quad (3)$$

横断条件を使うと次式が導かれる。

$$d_t = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^j} \left( \frac{i_{t+j}}{1+i_{t+j}} m_{t+j} + s_{t+j} \right) \quad (4)$$

現在の政府債務と貨幣残高という統合政府の負債の実質価値が、右辺の貨幣発行益と基礎的財政収支の割引現在価値の和に等しいことを表している。

2つの見方がある。第1の見方は、債務の実質価値である左辺を所与とした場合、金融政策によって右辺の名目利子率の流列が決められたならば、右辺第2項の財政収支は(4)式の等式を満たすように収支が決められる必要がある。長期間では財政規律が受動的に守られることになる。

第2の見方は次の通りである。たとえば静学的期待によって来期以降の名目利子率が一定と予測したとしよう。また将来の財政収支の流列も左辺と独立に人々が予想したとする。この場合には、右辺で表す将来予測と左辺の過去の名目債務を所与として、左辺の  $m$  と  $s$  の定義の分母にある今期の物価が内生的に決定される。将来の財政収支の予測が今期の物価を決定するので、この考え方は物価水準の財政理論と呼ばれている。

それでは、現実にはどちらの見方が現実的なのだろうか。日本の現状を見ると、第1の見方のように、現状の債務を所与として増税などの調整を現在も過去も少なくとも近い将来も行うような市場の仕組み、国民の見方、政府の制約が存在するように思われない。

むしろ債務とは別に市場、国民、政府は財政収支の将来の流れをきわめて楽観的に予想しているように思われる。渡辺・岩村（2004）では1990年代のアジア通貨危機のとき各国は債務が大きくなかったのに、将来の財政収支が悪化する、と予測を変更したことによって物価が上昇した、と解釈し、FTPLが該当する事例ではないか、と述べている。

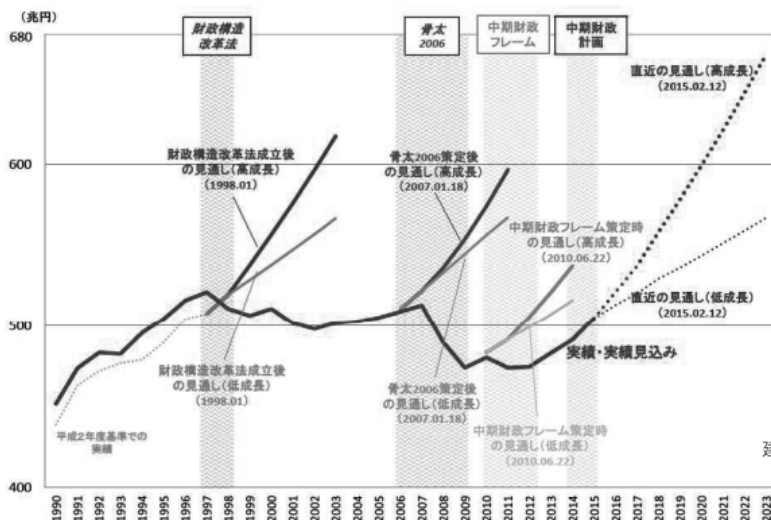
現在の日本で国債がデフォルトしない理由として挙げられる代表的な要因は、日本の消費税率が他の先進国に比べて低いので、増税余地が大きいことである。近い将来の財政収支予測は悪いままだが、その先は十分に高い税率で現在の債務を償還できる、と人々は暗黙のうちに楽観しているのなら第1の見方と整合する可能性が残されてはいる。

しかし、いつか楽観できない状態である、という予想が広まると、第2の見方のように、債務の実質価値の低下すなわち現在の物価上昇によって調整される可能性がある。これは意図した国債発行で軍事費を支出した戦前の財政ファイナンスとは異なり、将来の財政収支改善を悲観することで市場を通じて起こりうるインフレである。

## 8. 財政規律のための制度

前述のように、量的緩和によって日銀の国債保有が増加し、市場のチェックが機能しにくくなっている。中央銀行の独立性に疑義が生じる状態であるが、中央銀行の独立性とは、政府の影響からの独立性ということであり、そもそも政府は国民のチェックを受けているはずであるから、中央銀行の方向を決める政府の方向性が独立機関や市場でチェックされているかの問題がさらに重要と思われる。

図表9は富田（2015）が日本の過去の中期見通しが実際とどれだけ異なったかを図示したものである。公的年金財政検証など常に楽観的予測を繰り返した同様の事例は多い。これらの、チェックされることがない楽観的な見通しに基づいて財政運営がなされている。



図表9：見通し・計画と実績（名目 GDP）

どの国の政府も同じなのだろうか。熊倉 (2019) は、その結果もたらされた債務について先進 21 개국について債務/GDP とエコノミスト誌のエコノミスト民主主義指標との相関を調べている。また債務/GDP と老年人口指数との相関もとっているが、民主主義指標が低いほど債務比率が高いという強い相関を示している。また田中 (2013) は OECD 諸国の予算透明性を指標化しているが、日本の指数が最も低いという結果である。

## 9. おわりに

日本に始まり近年は世界的にみられる自然利子率の長期的な低迷は、長期停滞なのか、金融危機の後遺症なのか、という原因に関する見方は共有されていない。しかし、自然利子率の低迷という課題と非伝統的金融政策という対策は先進国で共有されている。

伝統的金融政策における政策金利は調整力を失い、日本だけではなく、先進諸国では中央銀行が国債を大量に購入する量的緩和が行われている。この政策はいまなお模索中であることも、量的緩和政策は、アメリカでも EU でも国債大量購入によって行われていることも共通している。

しかしながら、日本と他の先進国で大きく異なる点がある。先進各国の量的緩和政策は債務増大を必ずしも伴ってはいない。特に日本では、小論で述べたように、それらの国々異なり<sup>12</sup>、国債を買い支え財政規律を弛緩させるという金融政策から財政規律へのマイナス効果が同時にもたらされている可能性が高い。

日本は世界で最も著しい少子高齢化に伴う社会保障給付費の増加という点が異なる。一般的には、このことが債務の理由として考えられているようである。しかし、社会保障給付費の増加の原因は高齢化がすべてではないこと<sup>13</sup>、社会保障給付費が先進国の中でも特に急増しているにもかかわらず、消費税やさらには所得税の国民負担率が先進国でもっとも低いことから容易にわかるように、財政規律の問題である可能性が高く、少なくとも少子高齢化だけが債務増大の原因ではないことは確かである。

債務と中央銀行資産増大を論じる際に有益な考え方として FTPL を取り上げた<sup>14</sup>。それによれば、利子率上昇局面では日本銀行の損失により統合政府が損失を出す可能性があり、それが物価上昇につながる可能性がある。財政規律を高めるような財政健全化法、財政予測や検証の第 3 者機関設置なども課題である。ゼロ金利から脱

する過渡期やゼロ金利から正の金利になった際の財政問題などが今後の検討課題と考えられるが、FTPL はそのための重要な洞察を与える考え方である。

(2019 年 12 月 2 日受付、2020 年 1 月 15 日受理)

## 謝 辞

小論作成にあたって匿名の査読者より有益なコメントを賜ったことを感謝したい。残された誤りは筆者に帰するものである。

- 1 青森公立大学経営経済学部
- 2 IMF (2019) の 2017 年名目値で、「一般政府総債務」12809278 億円を「国内総生産」5451037 億円で割った倍率は約 2.35
- 3 財務省 (2019) の P59, 「参考 戦前からの債務残高の推移」の 1944 年の債務 ÷ GDP は約 2 である。
- 4 Alvin Harvey Hansen, 1887-1975.
- 5 Reinhart and Rogoff (2009) のことと思われる。
- 6 Stanley Fischer のこと。
- 7 80 年代に上昇した地価の調整なのか、高齢化など 90 年代以降にあらたに発生した要因による低下なのかは、このグラフからはわからない。
- 8 齊藤 (2018) P.340 によれば 1950 年代から 95 年頃までマーシャルの  $k$  (通貨/名目 GDP) は約 8% で安定していた。図表 4 の通貨も 2000 年以降はなだらかに上昇している。ゼロ金利が続き、貨幣の機会費用が小さいため貨幣需要が増加しているためと考えられる。
- 9 「教えて日銀」<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/op/f09.htm>
- 10 <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ni/A02606.html>
- 11 Fiscal Theory of Price Level の略称
- 12 たとえばドイツでは債務/GDP は低下して

- おり、他の諸国もこの比率は増加していない
- 13 この理由については稿を改めたい。
  - 14 これらの背景のもとで、FTPL の提唱者の 1 人による講演である Sims (2016) が日本で大きく取り上げられた。インフレ目標を達成するために、財政規律を緩めよ、という主張として曲解する論者がいるようだが、全体の論旨をそのように読むことは難しい。Leeper (1991) にみられるように FTPL の起源は古く、Walsh (2017) 等の金融理論の上級教科書でも 1 つの章で扱われる理論的な考え方である。

## 参考文献

- 新谷元嗣・宮尾龍蔵 (2018) 「均衡利子率の推計手法および推計結果について」、NIRA 総合研究所
- 岡崎陽介・須藤直 (2018) 「わが国の自然利子率—DSGE モデルに基づく水準の計測—」、日本銀行ワーキングペーパー。
- 熊倉正修 (2019) 『日本のマクロ経済政策—未熟な民主主義の帰結—』、岩波新書。
- 小寺剛・出水友貴 (2017) 「物価水準の財政理論と政策に関する諸議論」『ファイナンス』53(9), 42-48,
- 小峰隆夫 (2019) 『平成の経済』、日本経済新聞社。
- 齊藤 誠 (2018) 『〈危機の領域〉：非ゼロリスク社会における責任と納得』、勁草書房。
- 田中秀明 (2013) 『日本の財政』中公新書。
- ローレンス・サマーズ、ベン・バーナンキ、山形浩生訳・解説 (2019) 『景気の回復が感じられないのはなぜか—長期停滞論争—』、世界思想社。
- 土屋剛俊・森田長太郎 (2011) 『日本のソブリンリスク—国債デフォルトリスクと投資戦略—』、東洋経済新報社。
- 富田俊基 (2015) 「財政健全化～これまでの取組と教訓～」  
[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_fiscal\\_system/proceedings/material/zaiseia270406/03.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_fiscal_system/proceedings/material/zaiseia270406/03.pdf) (最終閲覧日：2020 年 3 月 4 日)

渡辺努・岩村充 (2004)『新しい物価理論－物価水準の財政理論と金融政策の役割－』岩波書店。

財務省 (2019)『日本の財政関係資料』

[https://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/201910\\_00.pdf](https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201910_00.pdf) (最終閲覧日：2020年3月4日)

内閣府 (2018)「ストック編、付表、国民資産・負債残高」『2018年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)』(最終閲覧日：2019年7月8日)

[https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/kakuhou/files/h30/h30\\_kaku\\_top.html](https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h30/h30_kaku_top.html)

日本銀行関連統計、マネタリーベース

<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mb/index.htm/> (最終閲覧日：2019年6月16日)

日本銀行、「教えて！にちぎん」

<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/index.htm/> (最終閲覧日：2020年3月4日)

野村証券、「証券用語解説集」

<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ni/A02606.html> (最終閲覧日：2020年3月4日)

Blanchard, Olivier(2019) “Public Debt and Low Interest Rates.” *American Economic Review* 109(4) 1197-1229.

Blanchard, Olivier and Takeshi Tashiro(2019) “Fiscal Policy Options for Japan.” *Peterson Institute for International Economics*.

Eggertsson G.B., N.R. Mehrotra and J.A. Robbins(2017)

“A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation.” Working Paper 742, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Leeper, E.M.(1991) “Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies.” *Journal of Monetary Economics*, 27(1) 129-147.

Reinhart, Carmen, M. and Kenneth S. Rogoff(2009) *This time is different*, Princeton University Press. (カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ著、村井章子訳(2011)『国家は破綻する』、日経BP。

Sims, C.A.(2016) “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence.” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Conference Proceedings*.

Walsh, Carl E.(2017) *Monetary Theory and Policy*, forth edition, MIT Press.

IMF (2019), *World Economic Outlook Database*, October 2019.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/index.aspx> (最終閲覧日：2020年3月4日)