

## ポストコロナの財政と金融

～変わることに変わらないこと～

岩村 充

早稲田大学の岩村でございます。このような機会を与えていただき、本当にありがとうございます。

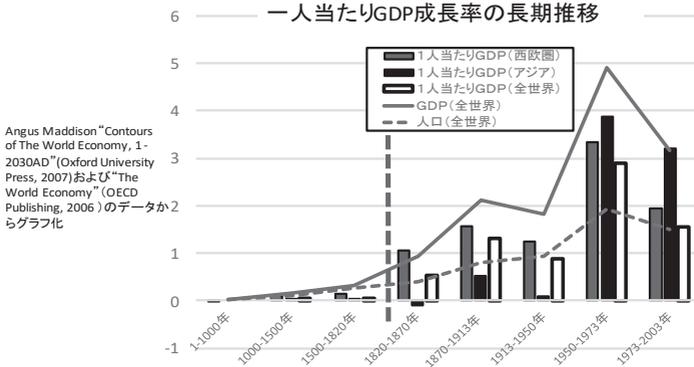
本日のテーマは、少し大きな視点で、今私たちが直面していること、そして、コロナで変わったことと変わらないことは何かを考えることです。私は、ほとんど変わらないけれども、一つだけ大きく変わったことがあると思っておりますので、それについてお話ししたいと思います。

### 一、経済成長とともにデザインされた国家、企業、通貨

話の入り口をどこにするかいつも悩みますが、本日のテーマだと、一九世紀から今の時代を眺めてみるのが一番いいでしょう。理由は、私たちの経済が成長を始めたのは一九世紀からだからです。

アンガス・マディソンという先生が、世界中の学者を集めて、長期のデータベースをつくってみ

図表1 経済成長は19世紀に始まった



背景：産業技術革新と私有財産権制度の確立

⇒成長の時代は長い人類史の一部でしかない

ようというプロジェクトを数十年前からやっています。マディソン先生は一〇年ほど前に亡くなられたのですが、その成果をまとめたものが出版されています。この図は、私がそこから拾い上げたものです（図表1）。

縦棒線は一人当たりGDPです。一見してすぐ気がつくように、一人当たりGDPは一九世紀に入って急速にふえ始めました。人類経済という点で言えば、もちろんそれ以前から発展し、大きくなっていきますが、それは、人口が多くなるのに従って経済全体の規模が大きくなるという意味での成長で、一人当たりの豊かさが大きくなるという意味での成長は、一七世紀の最後の時期から一八世紀にかけて急速に起こってきています。

これは、重要な話です。一人当たりの豊かさが利子率を決めるからです。利子を決める要因にはリスクプレミアムや時間選好率がありますが、最

も重要なのは自然利子率と言われるものです。

自然利子率が重要なのは、例えば、今日私は一個のパンを持っている。来年はみんなが一・二個のパンを持つようになるだろうと予想すれば、今日の一個のパンと来年の一・二個のパンを取りかえるのがフェアな取引ということになるからです。そういう意味では、今日の豊かさと将来の豊かさを交換する、そこに金融取引の本質があるわけですが、そういう意味での金融取引が始まったのは一九世紀なのです。

別の言い方をすれば、資本市場が現在のような形で生まれる条件が生じたのは、一九世紀になってからにすぎないということになります。古代や中世にも資本市場や金貸しは存在します。しかし、資本市場がダイナミックに動くためには、自然利子率がプラスでなければいけない。現在と将来の交換比率が市場で決まるといふ状態がなければ

はいけません、それが起こったのは一九世紀です。

つまり、成長の時代が始まったのは意外なほど新しいということです。私たちは生まれてこの方ずっと成長経済の中にいて、成長することが当たり前だと思つていますが、長い人類史の中では、それは必ずしも当たり前ではないということをまづ確認しておきたいと思ひます。

現代の国家と企業、そして通貨の基本デザインは、一九世紀の成長の時代の中でつくり上げられ、一九世紀の終わりにほぼ安定したと考えることができます。

まず国民国家ですが、それ以前の国家は、「家」という言葉が入っていることが示すように、所詮は国王、皇帝、將軍や大名の家の延長です。そこに住んでいる人たちは家に附属しているわけですが、一九世紀にそれが変わりました。国家の本質

は国民なり市民になる。より具体的に言うると、「財産権を保障された市民」になるわけです。

これは大変重要なことです。財産権が保障されていないと、事業に成功して儲かった人や家があるかわれたとしても、来年もその状態が維持されるかどうかかわからないからです。歴史上よくあるのは、「税」とか「運上金」という名目で得られた成果を領主や君主や国王や皇帝が横取りしてしまうということでした。そうすると、今年豊かな成功に恵まれても、それを来年につなげることができなくなります。貯蓄を投資に循環させるメカニズムが存在しない、あるいは、一時的に存在しても長くは維持できなかったのです。でも、それが一九世紀に維持できるようになりました。それを可能にしたのが、私有財産権を保障する国家というデザインです。

イギリスでは、一九世紀に入るころにはそういう

う考え方がほぼ主流になり、ビクトリア王朝の時代に議会制民主主義が確立していく中で確固たるものになりましたが、それ以外の国がこのデザインに到達したのはもっと後のことです。フランスは、普仏戦争の後、第三共和政に移行し、ついに君主政から完全に手を切りました。また、中部ヨーロッパでは、プロイセンがドイツ帝国になったのが普仏戦争終了のとき（一八七一年）です。アメリカは、南北戦争（一八六一〜一八六五年）で北軍が勝ったことで、地主国家か産業資本家国家かという問題に決着がつき、産業資本家たちの国家になりました。

日本については、戊辰戦争が終わった明治二年（一八六九年）と考えていいと思います。そのとき日本は、日本人を主体とする国家になりました。それ以前の日本人は、「私はただの私」であって、「私は日本人です」とは思っていない

でした。しかし、明治の人たちは「日本人」という言葉を主語にして語り出す。その意味では、日本が国民国家になったのは欧米からそれほど遅れていません。

次に、企業のデザインです。これも一九世紀の最後の時期にほぼ固まったと思っています。その形態は株式会社です。

「株式会社は一九世紀にできた」と言うと、反論なさる方が多いです。株式会社の起源として、一七世紀（一六〇二年）の東インド会社を思い浮かべるからだと思います。しかし、東インド会社は、インド支配という国策プロジェクトにお金を投じた人たちにプロジェクトから得られる利益を分配する機関にすぎません。国策に沿っているからこそ会社というものを認める、これが当時の世界でした。一般的ルールとして、利益追求のために人々がお金つまり資本金を持ち寄り、定款を定

めれば会社をつくってよろしいという意味での株式会社制度の準則主義化が進んだのは一九世紀の最後の時期です。

その一九世紀は鉄道の世紀でもありました。鉄道会社は、最初のころ特許会社として設立されました。それが拡張されて鉄道に限らず全ての事業が株式会社でできるようになったのは、イギリスが最初で、一八六二年の株式会社法によつてです。ヨーロッパの国々はこれに続いていきました。

日本はいつかというところ、一八九九年制定の新商法で、そこに株式会社制度が取り込まれたことが転機です（なお「新」商法というのは、その前の一年間ほど「旧」商法というのがあったからなので、気にしないでください）。この立法によつて、会社は国策に沿ってつくられるものではなく、お金儲けのためにつくられるという今の私た

ちにとつて当然のイデオロギーが制度化されたわけです。

ちなみにアメリカはもつと遅く、一九〇二年です。しかも、連邦法ではなく州法（デラウェア州会社法）によつてなのです。アメリカは、自由と民主主義の国という顔を持っていると同時に、キリスト教原理主義の国という顔も持っています。

その感覚からすれば、特別な事情がない限り、独立した人ではない人の集まりに人格を与えるのは許せないという気分が濃厚だったせいで株式会社の準則主義化が遅れたのだと思いますが、デラウェア州会社法はその思い込みを突破するものだったのです。

そして通貨制度です。これもイギリスが早く、一八四四年のピール銀行条例です。ロバート・ピールという首相が主導し、イングランド銀行に銀行券の発行独占権を与えました。

もつとも、この当時のイングランド銀行が行つていたことを見ると、今の中央銀行のそれとは随分違っています。当時のイギリスは、ナポレオン戦争の遺産として、GDPの二・六倍に達したと言われる公債を抱えていました。その公債をマネタイズするかわりに国債市場を管理するというのが、どうもイングランド銀行の本来のミッションだったようです。それが今の中央銀行的な動き方をするようになるのは、一九世紀のかなり後期（一八六〇〜七〇年代）ではないかという感じがしています。

要するに、国債の残高が減つてくると、中央銀行は「金融政策」という看板を掲げることができるようになるわけです。国債残高が途方もなく大きくなつてきたときに「金融政策」という建前にこだわっていると、国債マーケットを維持できません。今の日本銀行は「金融政策をやっている」

と言っています。後世の歴史家は、「あれは国債市場を管理していたのではないか」と見るかもしれません。

そういう観点で見ると、日本銀行が日本銀行券の発行を開始したのが一八八五年ですので、それほど遅れているわけではありません。一方、アメリカは遅いです。二〇世紀（一九一三年）に連邦準備制度が発足し、それでやっと通貨の発行独占、金融政策という世界に入りました。

以上のことから言えるのは、現代の国民国家というデザインも、株式会社というデザインも、そして中央銀行通貨という制度デザインも、基本的には成長の時代しか経験していないということ。成長が止まった時代にこれらがどうなるかというの、いろいろ議論することはできても歴史に試されていないのです。これが最初に私が確認したい点です。次に、二〇世紀の話に行きたいと

思います。

## 二、二〇世紀における格差の縮小と再拡大

いろいろな側面から二〇世紀を捉えることができると思いますが、これからの金融政策や財政政策を考えるうえで私が重要だと考えているのは「格差」の問題です。

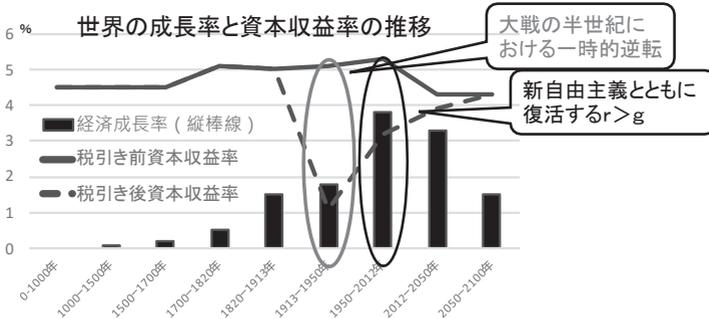
ここで切り口になるのは、トマ・ピケティの『二一世紀の資本』でしょう。読むのに骨が折れるほど厚い本ですが、私は、テーマはただ一つだと思っています。「ほとんどの時代において  $r$  は  $g$  より大きかった」、これがピケティの議論のコアだと思います。

なお、「 $r$ 」は資本収益率で、「 $g$ 」は実質成長率だとピケティは言っていますが、私はそれより

図表2 20世紀における格差の縮小と再拡大

# ピケティの $r > g$

資本収益率 ↑ ↑ 実質成長率 ≡ 自然利子率



ピケティ『21世紀の資本』では、税引き前と税引き後の資本収益率と経済成長率との関係を図10・9と10・10という2枚のグラフにしているが、ここでは見やすさのために1枚のグラフにまとめた。

も、資本収益率と自然利子率の差のほうが重要だ  
 と思います。ただ、実質成長率と自然利子率の違  
 いは、本質的には人口の増加率の差だけで、年単  
 位で考えると、大差ないと言ってもいいと思いま  
 す。その観点で長期的な全世界の成長率と資本収  
 益率の推移を見ると、 $r$ （資本収益率）は、  
 ほぼ一貫して  $g$ （実質成長率ないしは自然利子  
 率）を大きく上回っているというのが彼の指摘な  
 のです（図表2）。

図表1と比べて見るとわかる通り、彼の分析は  
 基本的にはアンガス・マディソンのデータに沿っ  
 ているのですが、それはともかく大事なことは、  
 二〇世紀の一九一三～一九五〇年のピリオドを除  
 く長い歴史において、ほぼいつも  $r$  は  $g$  より大き  
 かったという事実です。

ピケティによると、歴史的には一八世紀まで  
 ずっと  $r$  が  $g$  を三～四%も上回っていました。こ

の差は積み重なれば非常に大きいものになり、一〇〇年、一〇〇〇年もの間に収益の半分でも再投資されていたら世界はとてつもない富の偏在が生じてしまったはずなのです。世界の中に一人（一家族）の超大金持ちがいて、それ以外の人はぎりぎりの生活をするという状態になってしまっていたはずなのです。しかし、実際にはそこまでのことは起こりませんでした。それは、一八世紀までの世界は財産権が保障されていないので、たまたま事業で大きな資本収益を上げて、その富は国王や領主にかすめ取られ、脅し取られてしまっていたからです。

そう整理すると一九世紀という時代の重要さに気がつくと思います。一九世紀は階級闘争の時代です。そして、社会主義や共産主義の思想が台頭しますが、これは思想自体の内在的発展から生じたものだけではありません。現実の問題として、

私有財産権が保障されたことによって普通の人々の間で格差が発生し、再生産されるようになり、それが階級闘争という状況をつくり出したのだと思います。

ところが、二〇世紀にこれが一旦大きく逆転しました。一九一三―一九五〇年という時期ですが、この時期に税引き後資本収益率が成長率を下回るようになります。理由は、この時期が一九一四年に第一次世界大戦が始まり、途中の休戦期間を経て一九四五年に第二次世界大戦が終わるまでの時期だからです。要するに国と国とが総力戦を交えた大戦の時代に、貧しい人たちは命と血を投げ出し、金持ちは金を投げ出す。そのため、所得税は累進制化し、今までほとんどなかった法人所得税というものも出現して、企業活動、正確に言うところと資本の投資活動に大きな税率を課すようになったわけです。それが大戦の半世紀における一

時的逆転の背景です。二〇世紀の後半は、こうして中間層の時代になりました。日本では「一億総中流化」ということが言われるようになりました。

そして、ピケティが最も言いたいところもそこにあると思うのですが、一旦は起こったはずの逆転が、今、再逆転しているのです。格差が復活しているのは国際的資本移動によるものだと言ってもいいと思いますが、もっとわかりやすく言えば、新自由主義とともに $r$ は $g$ を超えるという関係が復活した。これが現代の姿であり、私たちの社会に大きな影響を与えているのだと思います。

### 三、法人税軽減と消費税増税が意味するもの

新自由主義とともに $r$ と $g$ が逆転したことにつ

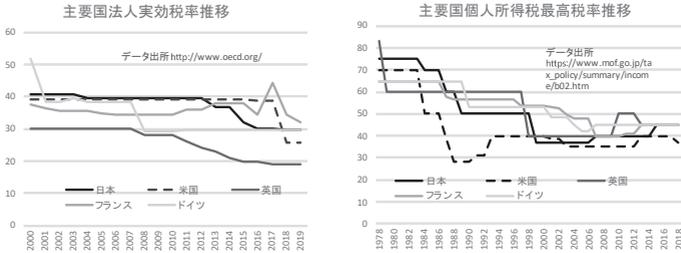
いて、税という観点でもう少し具体的にみてみたいと思います。

主要国の個人所得税は、マーガレット・サッチャーが登場した一九八〇年ごろから下がりはじめます（図表3）。そして法人税は、国際資本移動の活発化によるものだと思いますが、個人所得税より少し遅れて二〇〇〇年ごろから大きく下がりはじめています。

法人税について、かつてOECDは「二〇%台にまで税率を下げるのは有害だ」と批判していましたが、今はOECD加盟国のほぼ全てが二〇%台に下がっている状況です。その理由は「底辺への競争」と言われるものです。全世界的な資本誘致競争がこういう状態をつくり出したのです。要するに、自国内で産業が起こってくれないと困る、自国内に企業活動をつなぎとめたい、そのためには法人税は安いほうがいいという税下げ競争

図表3 新自由主義とグローバリズムの中で

## 止められない税制における「底辺への競争」



ツケはどこに回るのか

(1) 消費税という「逃げない財源」への依存

(2) 際限ない金融緩和による財政赤字ファイナンス

⇒ 崩壊していく中間層と深刻化する国家の分断

が起こるわけです。これが「底辺への競争」です。

そしてまた、企業の所有者であるお金持ちの所得に対しても、できる限り税金を下げないと本国から企業活動が出ていってしまうという恐怖に駆られて、最も低い税率に向かって世界の国々が突進するという「底辺への競争」が起こります。法人税のみならず個人所得税の世界でも競争が止まらなくなってしまうのです。

そのツケはどこに回るのかというと、まず一つは、「逃げない財源」である消費税や付加価値税の増税です。

貿易自由化はともかくとして、国境を越える資本の移動が自由化された、つまり国境を越えて自由に企業活動ができるようになったのは一九八〇年代です。日本で一九八五年に外国為替管理法が改正されたことを考えれば、その時期がわか

ります。お金持ちと企業は税対策がしやすい。

制度に依存して税金を取ろうとすると、制度をいじる力がある人、制度をいじれる専門家を雇える余裕がある人は税負担を最小化できてしまうので、それに悩む国家たちは、「逃げる税金」に依存せざるを得ません。「逃げる税金」とは何かというと、実取引、すなわちキャッシュフローに課税することです。それが消費税や付加価値税を増税することにつながるわけです。

そして、それでもやはり税収不足が生じると、財政赤字が恒常化し、それを金融緩和でファイナンスするという循環が起ってきます。世界中のどの国でも、二〇〇〇年ごろから金融緩和による財政赤字ファイナンスがごく普通に行われるようになり、日本では特にそうなっています。

その結果、私たちの社会に及ぼす影響として、中間層に税負担が集中し、国家の分断は深刻化し

ている。日本ではまた別にいろいろな現象が起こっていますが、アメリカなどの危機的な状況を見ると、こういうことのツケが回っていると言ってもいいと思います。

$r$  と  $g$  が逆転している姿について、さらに二つほどお話ししたいと思います。

まず一つは、日本も含め世界的な傾向として、法人税が減税され、そのツケが消費税（付加価値税）に回っている、このことの意味を整理してみたいと思います。

売上から物件費を引いたものが付加価値で、これに課税するのが消費税（付加価値税）です。そして、売上から物件費と人件費を引き、残りに課税するのが法人税です。もちろんこれは極端な単純化で、実際の課税に当たっては減価償却などいろいろなことを考慮するのですが、長い時系列で見れば、たとえば減価償却は、税金をまけるわけ

でも加重するわけでもなく、時間軸の中で調整しているだけです。したがって、究極的に言えば、消費税（付加価値税）と法人税の違いは、人件費を課税対象から外すかどうかだけで、人件費に課税するのが消費税（付加価値税）、人件費に課税しないのが法人税です。

法人税を下げ、それを補うために消費税（付加価値税）を上げる。この二つの組み合わせは、企業の二大要素を資本（K）と労働（L）に分けるという整理をすれば、Kに対する課税を軽くし、Lに対する課税を重くしているということです。もちろん、誰が納税義務者かといった話はありませんが、経済的に転嫁される先は消費者である給与所得者であるということに私たちは気づかなければいけません。つまりこれは、簡単に言えば「労働いじめ・資本優遇」の面があり、格差を大きくしている要因の一つになっていると思います。

もう少し日本の現代的な問題にひきつけて言えば、アベノミクス下での株高です。アベノミクスがスタートしたのは二〇一三年で、最初は、「黒田日銀総裁による異次元緩和だけじゃないか」と言われていました。ところが、その異次元緩和、二〇一六年初めに明らかに失速し、その後打つ手がなくなった。これが例のマイナス金利の失敗ですが、しかし意外にも、日本の株式市場は崩れていません。それは、安倍政権がみずから法人税を減税する一方で、民主党からのよき遺産として消費税の増税をいただいたからです。

#### 四、資本優遇競争への中央銀行参戦

rとgの関係についてお話ししたいことの二つ目は、資本優遇競争への中央銀行の「参戦」とも

いべき事態です。

これは案外気づかれていないことですが、 $r$ が $g$ より大きいというこのピケティの不等式は、実は少しアンバランスなところがあります。

$g$ は、企業活動に投じられた資本が成長していくスピードにほぼ等しいはずで、経済成長率と、そこに回る配当という意味での資本の配当率は大体等しいはずだからです。にもかかわらず、 $r$ と $g$ に差が出てくる。資金と言うべきか、資本と言うべきかはさておき、株式以外の資金（資本）、つまり貸出とか年金といった形で企業活動にお金を預けている人へのリターンを切り下げないと、 $r$ が $g$ より大きいというこの不等式は成立しないはずで、

$g$ はパイの大きさで、 $r$ はその分け前ですから、 $r$ を $g$ より大きくするためには、残りの人の分け前を小さくしなければいけません。そう考え

てみると、「現代において、資本優遇競争に中央銀行が参戦してしまった」と言いたくなる気持ちを理解していただけるのではないかと思います。

つまり、市場原理から言えば、 $r$ と $g$ と $i$ は等しくなければおかしい。一方的にいつも $r$ が $i$ を上回っていれば、 $i$ 、つまり名目金利という形で企業に資金を提供する人がいなくなるはずで、しかし、実際にはそうではありません。銀行預金は存在するので、 $i$ は存在するのですが、ほかのことを全く考えなければ、「 $r \gg i$ 」でないとおかしいわけです。

もう少し踏み込むと、ピケティの言う $r$ （資本収益率）は、株式投資と不動産投資の収益率です。企業にとっては株主の収益率です。株主は企業についての決定権を持っています。決定権は、それ自体が経済価値です。ファイナンスの間人は、それを「オプションプレミアム」と言いま

す。オプションプレミアム分だけ  $r$  は  $g$  よりも少し少なく、その分  $i$  が積み上がってもよさそうですが、現実には正反対で、 $r$  は大体  $g$  より大きい。

私は、 $i$  は  $g$  と同じでなければいけないとは思っていません。 $i$  を  $g$  より大きくして、 $r$  に割を食わせることを「金融引き締め」と言うのだと思います。金融引き締めについてはいろいろな説明ができますが、これは金融引き締めのあらわれ方の一つです。 $i$  を高くすると企業活動は縮小させられ、逆に  $i$  を低くすると企業活動は活発化します。

それが金融引き締めと緩和の効果ですが、中央銀行が、資本という形で企業活動に資源提供する人たちと、貸出や預金という形で資金提供する人たちの間の公平を考慮するのであれば、引き締めと緩和は両方あるべきです。ずっと緩和すれば格差

が大きくなり、ずっと引き締めれば経済は成長力を失ってしまう。「金融政策はエンジンではない。アクセルとブレーキだけである」というのはそういうことです。

物価上昇率2%を目指しながら、資本収益率5%を狙いつつ、金利はゼロ%、これを延々と続ける日本の金融政策は、中央銀行がピケティの言う  $r$  と  $g$  の関係に賛成し、それを補強している状態になっていると言われても仕方がないと思います。いずれ巻き戻すという考え方がない「 $r > g$ 」という不等式が続いているという現状は、中央銀行が格差拡大競争に入り込んでいる、「底辺への競争」という資本優遇競争に参戦していると言われても仕方がないと思います。

## 五、MMTとFTPL

こうした状況に入り込んでしまった中央銀行通貨の世界に何が起こったかというところ、まずは、金融政策に対する非伝統的要求の噴出です。

私は、その典型がMMT (Modern Monetary Theory) だと思います。

MMTはいろいろな側面を持っていますが、よくも悪くも、法定通貨というのは国家の信用に基づいている。違いは、国債は金利がついて、銀行券は金利がつかないだけだ。だから金利がゼロ%であれば、国債を発行して市中で消化させることなど必要なく、ゼロ金利国債でも、銀行券でも構わないから、それをどんどん配って、彼らが考えるよきことをすればいいというのがMMTの論理だと思います。これはなかなか鋭い論理で、現実

にゼロ金利が永遠に続くのであれば、MMTの論理は間違っていないことになると思います。

もう一つは、通貨発行独占の説得力の喪失です。

ゼロ金利の国債を維持し、金融資産としては全く等価の貨幣を供給する、金融政策を動かす気はない。日銀などは「出口を論ずるのはまだ早い」と八年間も言い続けている。これによって何が起るかというと、中央銀行の貨幣発行独占は要らないのではないかという議論が出てくるわけです。貨幣発行独占に基づく金融政策という中央銀行制度は、一九世紀の産物です。当時は、自然利子率(実質金利)が基本的にプラスなので、貨幣と国債を区別する意味があったわけですが、その意味がなくなってくると、なぜ独占させるのかという疑問が出てきてもおかしくありません。

例えば仮想通貨に人気が集まると、当局はいろ

いろ文句を言います。よく「犯罪に使われるから」と言いますが、その点ではドルのほうが名門です。どんなギャング映画でもドル札を運んでいます。その法定通貨の現在について反省せずに、リブラに対しては、「犯罪に使われる」「マネーロンドリングだ」とお叱りになる財務省や中央銀行とは一体何様なのでしょうか。これでは理屈になっていません。

MMTとリブラ、これについてまとめて問題点を言えば、自身の至らなさに気がつかない提唱者たちの未熟さが一つあると思います。例えば、ケルトン先生はMMTについていろいろな説明をしています。通貨と国債は実質的に差がなくなっているところまでは論理的に正しいのですが、だから幾らでも通貨を発行すればいいというのは、長期的な問題意識がありません。リブラに至ってはもっと幼稚です。彼らはご当局に叱られ

てすっかり恐縮してしまったようですが、何とも情けない話です。

さて、MMTとリブラの提唱者たちの考え方は未熟過ぎると思いますが、一方で情けないのは権威者たちの反応です。権威者とは、財務省や中央銀行、あるいはノーベル賞級の一流の経済学者たちのことですが、彼らは異様な怒り方をします。

MMTにも論理的には正しい部分がありますし、リブラに対してももっと論理的に批判すればいいとは思いますが。

MMTの主張は、貨幣の本質は結局国家の信用であるという、私が年来持っているFTPLの主張と全く同じ部分はあるのですが、だからといって、何でもやっていいという言い方をしないのがFTPLです。

それは結局、これまでさまざま議論をし、制度を積み上げてきた社会計画者や中央銀行や財務

省、そして経済学者たちの基本図式である「成長」という前提が空洞化し、成長を前提として主張できたことが主張できなくなっているということだと思います。具体的には、ゼロ金利に追い詰められたままの金融政策が生み出した副産物だということになると思います。

F T P L の考え方について少し解説したいと思っています。

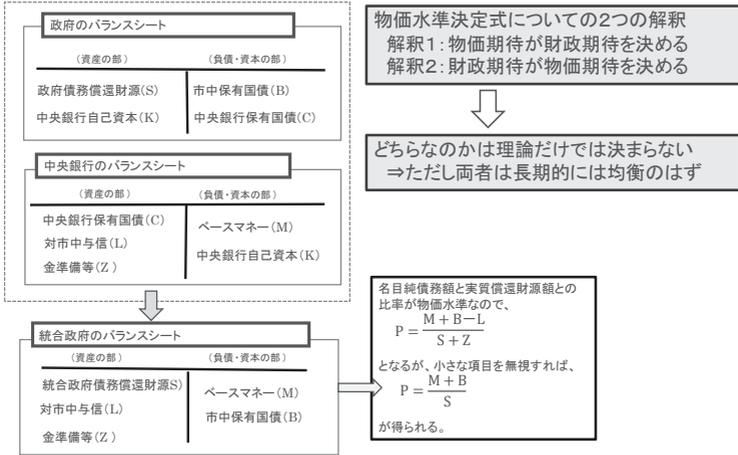
簡単に整理をすれば、それは中央銀行と政府は中央銀行の資本金を通じて結びついている、要は親会社と子会社のようなもので、意思決定がどうであるかは別にして、財務的には一体であるということに注目する理論と言っていると思います。あるいは、政府と中央銀行はいずれも公的マネタリーセクターで、それ以外のセクターから見れば両者は一緒であるということに注目し、政府と中央銀行のバランスシートを並べて重複を連結消去

する、そういう考え方だと言ってもいいと思います。

ただし、ここで言うバランスシートは、財務会計で言うバランスシートではなく、世の中の人が政府や中央銀行をどう見ているかということだと思います。といつても、事実そのものが客観的に観察できる項目もあります。例えば、金準備は何トンとというのは客観的に観察可能です。しかし、政府がこれからのくらの徴税力を持つかというのは確定できません。人々の期待の集まりだからです。ただ、ここでは、それも一応バランスシートに書けると割り切って両者を連結して考えると、「統合政府」のバランスシートが書けるわけです（図表4）。

この統合政府のバランスシートの中には、名目値である市中保有国債の現在価値、中央銀行保有国債の現在価値、ベースマネーの大きさというも

図表4 解説その2-1：FTPLによる金融政策解釈



のが入っている一方で、政府債務償還財源というのは実質的な問題です。インフレになろうがデフレになろうが、政府が何をしてくれるかは、長期的にはどれくらい税金を払ってくれるかで決まります。そう考えると、実質値と名目値を区別してバランスシートを整理すれば、「 $P = \frac{M+B-L}{S+Z}$ 」という式ができます。「P」は物価水準で、貨幣価値の水準の逆数です。

さらにその中の小さい項目を無視すると、「 $P = \frac{M+B}{S}$ 」という大変単純な式になります。「M」はベースマネーの大きさ(量)で、文字どおり現在価値です。「B」は市中保有国債の現在価値で、国債発行残高ではありません。中央銀行が持っている国債は連結消去されますから、そういう意味で重要なのはB、つまり市中保有国債の名目現在価値です。一方で、「S」は政府債務償還財源で、政府がどのくらい役に立つとみんなが

思つて、どのくらいの税金まで革命を起こさずに払ってくれるかということに対する漠然とした予想と考えれば、このような式ができます。

これが「物価水準決定式」なのですが、この式については実は二つの解釈ができます。一つは、物価期待が税制期待を決める。二つ目は、財政期待が物価期待を決める。私は、この二つともあり得る解釈だと思っています。つまり物価の動きが財政を縛ってしまうような状況もあり得るので、今日は二つの解釈のうちに第二の解釈からお話したいと思います。

私たちが合理的に行動するのであれば、この式は長期均衡条件としては成立しているはずですが、合理的に行動しなかったらどうなるのかはわかりません。ただ、合理的でない期待はいずれ潰れると考えれば、長期的には均衡しているはずだというのがFTPLの基本スタンスです。FTPLと

いうのはこれだけです。MMTと違って政策的な主張を全く含んでいないという点では、ケインジアンと全く違いますし、マネタリストとも違うと思います。単に、「この式が存在する」「この式を意識しろよ」と言っている人たちをまとめてFTPL派の考え方と言うわけですが、私はこの派の人というように分類されてもう二〇年ぐらいになるといふわけです。

## 六、FTPLによる金融政策解釈

さて、これから金融政策とはどのようなものなのかについて考えたいのですが、物価水準決定式を見ているだけではわかりにくいので、割引現在価値に注目して整理してみたいと思います。

まず、「B」は市中保有国債の支払義務額を金利で割引引いたもので、名目金利を「 $i$ 」としま

図表5 解説その2-2：FTPLによる金融政策解釈

～割引現在価値で整理した物価水準決定式～

① 市中保有国債残高  $B$  は各期の支払義務額を  $b_1, b_2, \dots$  などとすれば、現在から限りなく未来までの価値を定式化して下記のように表現できる(「 $i$ 」は名目金利)。

$$B = \frac{b_1}{(1+i)} + \frac{b_2}{(1+i)^2} + \dots = \sum_{k=1, \infty} \frac{b_k}{(1+i)^k}$$

② 統合政府債務償還財源  $S$  は各期の支払義務額を  $s_1, s_2, \dots$  などとすれば、現在から限りなく未来までの価値を定式化して下記のように表現できる(「 $r$ 」は自然利子率)。

$$S = \frac{s_1}{(1+r)} + \frac{s_2}{(1+r)^2} + \dots = \sum_{k=1, \infty} \frac{s_k}{(1+r)^k}$$

③ FTPLの物価水準決定式

$$P = \frac{M+B}{S} = \frac{M + \sum_{k=1, \infty} \frac{b_k}{(1+i)^k}}{\sum_{k=1, \infty} \frac{s_k}{(1+r)^k}}$$

FTPLに金融政策を組み合わせるとこうなる

- … 財政バランスへの予想 ⇒ 物価の「水準」を決める
- … 金融政策(金利政策) ⇒ 物価の「坂」を決める

す。この  $i$  は中央銀行が決めるとしておきます。

一方で、「 $S$ 」は統合政府債務償還財源です。

要するに、政府がどのくらい役に立つとみんなが思っているかということの実質価値で、それを現在価値に持ってくるのが自然利子率です。自然利子率は成長率が低くなれば低くなり、場合によってはマイナスになるかもしれませんが、高成長経済では大きなプラスになります。

すると、物価水準決定式は、具体的には③のような式になります(図表5)。もちろん、もっと精緻化することはできません。例えば  $i$  を時間軸の中でいろいろな数値にすることはできませんが、話を分かりやすくするために  $i$  は全部均一としておきます。それから、この場合の「 $r$ 」は自然利子率です。ピケティが使っている  $g$  はこの式では  $r$  に近いものになるのですが、議論するときにそれぞれ符号の使い方の癖がありますので、御理解い

ただければと思います。こちらも時間軸の中で均一としておきましょう。

こういう関係式から考えれば、財政バランスへの予想が物価の「水準」を決めることになりま。これがFTPL (Fiscal Theory of the Price Level) という名の由来です。「Price Theory of the Fiscal Level」と言ってもいいのですが、今は物価がどう動くかを考えたいので、「Fiscal Theory of the Price Level」とします。ただ、重要なのは、財政で決まるのは、究極的には現在から将来までの平均的な水準、高さだけです。だから「Price Level」なのです。

では、「坂」はどうなるのかというと、坂を決めているのは*i*だと考えます。それがFTPLの物価理論のもう一つの側面で、金利というものをここで意識するわけです。金融政策は金利を決める政策なのですが、そのとき何が重要かという

と、「 $\sum_{k=1}^{\infty} \frac{b_k}{(1+i)^k}$ 」の項目が動きますので、分子が動くわけです。例えば金利を高くしていくと、*i*が大きくなって割引率が大きくなりますから、物価決定式の分子が小さくなる。分子が小さくなるということは、物価水準に下向きの圧力がかかるということです。

例えばの話ですが、戦争で国家の大きな財産が奪われるなどすると、それは財政基盤への外部性シヨックを意味しますから、その結果として物価は上がります。FTPLの式で言えば分母の*S*が小さくなるので、物価を跳ね上げるような力が働くわけです。これを中央銀行は何とか吸収できるかということ、理論的にはできるはず。金利を上げればいいのです。金利を上げて分母が小さくなった分、分子も小さくすれば、物価水準は変わらないという状況は演出できます。

ただ、ここで忘れていけないことは、こうした

金融政策の力は無償で得られるものではないという事です。名目金利を上げて自然利子率を大きく上回るようなところに持っていけば、生じたショックが現在の物価を跳ね上げることを防止することはできますが、それには物価が徐々に上がっていくという代償を伴うのです。

そのことは皆さん御存じのフィッシャー方程式で理解することができます。「1+物価上昇率」は「1+名目金利」と「1+自然利子率」の比というのは論理的な均衡式ですから、この作用で物価は徐々に上がっていく。つまり、金融政策で物価を抑え込むというのは、ショックを将来に散らしているだけで、ショックそのものを吸収しているわけではないのです。金融政策というのは、新しい価値をつくっているのではなく、ちょうど「朝三暮四」という言葉のように、今日のショックを明日に分配しているだけという面があります。

す。

次に、自然利子率が下がったときに何が起こるかを考えましょう。そのとき金融政策が動かなかったら何が起こるかというところ、まず、物価は単純にスリップダウンします。物価水準決定式 
$$P = \frac{M+B}{S}$$
 の「S」の中には自然利子率による割引項が入っていますので、割引項が下がったことに伴って分母が大きくなるので、それが物価を一旦引き下げます。要するにデフレが起こるわけです。ただし、その後、今度は名目金利が自然利子率を上回ってしまうので、フィッシャー方程式に従ってインフレが起こります。これが基本シナリオです。

次に、自然利子率と同幅利下げした場合ですが、これをやってもショックを完全には消し切れません。なぜなら、物価水準決定式の中に「M」が入っているからです。金利を上げてても下げても

貨幣の現在価値は変わらないので、全部のシヨックを消し切れないわけです。ただ、一旦そのシヨックを我慢すれば、自然利子率と名目金利は等しいので、フィッシャー方程式的なインフレ圧力は生じません。一回限りの物価のスリップダウンが生じるだけです。

では、こういう状態で中央銀行は何ができるか。もつと金融政策の力を大きくして、マイナス金利もつけることができるようにすれば、やや状況が変わります。幾らでも名目金利を下げることができるようになれば、スリップダウンが起こらなくすることもできます。ただ、そうすると今度は名目金利が自然利子率を下回って、フィッシャー方程式的な関係から言うと、物価が継続的に下落します。これが金融政策の効果と副産物なのです。この辺りで、金融政策は何も新しくは生んでいないということに気づくでしょう。FTP

し的な考え方をする人間がよく「金融政策は魔法の杖ではない」と言うのは、こういうことです。

金融政策とは、いわば手品のようにただ現在と将来を置きかえているだけなのです。一回でシヨックを現実化してしまうことも、散らすこともできますが、いずれその代償を払うことになります。

私は、マイナス金利は万能でないとして一〇年ほど前から強く思うようになりました。中央銀行の選択の幅を広げるという意味では、ないよりいいかもしれません。しかし、マイナス金利を導入すれば金融政策が力を取り戻せると考えるのは誤りです。

このことは、物価を完全にコントロールしたければ、貨幣量あるいは国債の量そのものをいきなり増やしたり減らしたりすることを考えない限り、貨幣価値を完全にはコントロールすることはできないということを意味します。私は一〇年ぐ

らい前から、「ヘリコプターマネー」という言葉に多くの人が感じるような抵抗感をあまり持たなくなりました。

ただし、このヘリコプターマネーについては、形式や行きがかりにとらわれずにプラグマティックに考える必要があると思います。その観点から大事なものは、ばらまいたマネーをサルベージすることができるようしておくことです。サルベージの方法がないドロップはおかしいと思います。それが今の日本銀行がやっていることのおかしさです。

以上がFTPLから見たときの基本です。これで現在の私たちの困難が直ちに解決できるわけはありませんが、FTPLというミラーを通して見ると、金融政策というのはこのように見えてくるということをお話ししました。

## 七、異次元緩和の置き土産

異次元緩和の置き土産については、一つ目はもう明らかで、多くのエコノミストが指摘しているように、ゼロ金利下での量的緩和は無意味だということですが。

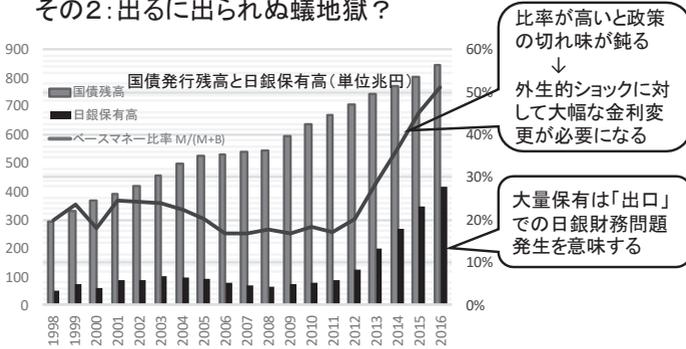
それはFTPLの式が示しているとおりで、ゼロ金利のもとでは $i$ が動かないので、常に金融政策は、物価水準決定式の中の「B」と「M」を単純交換しているだけになります。Bを一〇〇減らしてMを一〇〇ふやすというのがゼロ金利下での異次元緩和で、S（財政の動き）に働きかけてくれなければ無意味です。

もっとも、これ自体を単純に批判すべきではありません。私も異次元緩和そのものを単純に批判したことはないつもりです。理由は、異次元緩和

図表6 現状に戻って：異次元緩和の置き土産

その1：ゼロ金利下での量的緩和無意味を実証！

その2：出るに不出られぬ蟻地獄？



金融政策の「復活」は可能だろうか？

自体は、日銀が狙っているような方向に関しては無害・無益だからです。ただ、それはあくまでも、日銀の考えているシナリオの中では無害・無益だということです。そうでないシナリオを考えたら無害・無益とは言えない。一言で言うところ、「出るに不出られぬ蟻地獄」という状態が中央銀行で今起こっている面があるからです。それを(図表6)で考えましょう。

この図で重要な点は、折れ線で示したベースマネー比率です。これは、物価水準決定式の分子である「M(ベースマネー) + B(市中保有国債残高)」に対して、どのくらいベースマネーが占めているか、要するに日銀はどのくらい国債を買っていたのかをあらわしています。

ベースマネー比率は、「こんなに国債を買っている、インフレが起こったら大変だ」というような文脈で議論されることが多いのですが、物価理

論の観点から言うと、MとBの大小が金融政策の効き目に関係することが重大です。Bは金利の影響を受ける項目で、Mは受けない項目ですから、ベースマネーが市中保有国債に匹敵するぐらい大きくになると、金融政策の効きが悪くなるからです。

ただ、効きが悪くても、少なくともインフレの可能性を心配するのであれば、あまり気にする必要はないという面もあります。次に何かしなければいけないとして、それが引き締めだとすれば、金利を上げればいいからです。国債残高は今や五〇%を超えています、この比率が小さかったときはショックと同幅の利上げをすれば済みました。しかし、今の日本では、自然利子率における三%のショックは六%の名目金利上げぐらいで頑張らなければいけなくなっています。ベースマネー比率が高くなると、外生的ショック

に対して金融政策は左右に大きく動かなければいけなくなるからです。

その一方で、日銀の国債保有残高は約五〇〇兆円ありますが、これだけ大量に保有していると、金融政策をわずかに動かしただけで日銀の国債の現在価値が大きく変化してしまいます。その財務問題こそが「出口問題」なのです。つまり、異次元緩和というのは日銀を二重に苦しめることになるわけです。

もともと、これを解決する方法はあります。それは日銀保有国債の変動金利化だと思います。そうすれば、日銀が金融政策を大きく引き締めても財務問題は生じません。なぜなら、日銀保有国債の現在価値は、変動金利債（フローター）に置き換わっていれば、利上げによっても変化しないからです。

私は以前から、大きな金融緩和をした以上は、

国債の在庫を変動金利化しておけば安全なのではないかと思っていました。実は理事時代のバーナンキも、二〇〇三年の日本での講演で、「そんなに緩和し過ぎが心配だったら、さっさと変動金利化しておけばいい」ということを言っています。

でも、それで何が得られるでしょうか。できることは、時計の針を七、八年巻き戻し、今の日銀を異次元緩和開始前に戻すことです。これはできます。しかし、中央銀行が「底辺への競争」に参加せざるを得ない状況を消すことはできません。企業が国別に立地し、各国がその誘致競争している現状がある限り、それを我慢することはできません。そこまで考えると、日銀保有国債の変動金利化を言うたびに、私はいつも自分で自分に虚しさを感じていました。

そうしたところに降って湧いたのがCOVID

19です。これによって、私の考えが変わった部分について最後にお話ししたいと思います。

## 八、COVID-19で変わったこと

COVID-19で生まれたのは、将来税収増への展望なき財政支出だと思えます。財政がいかにあるべきかについてはいろいろな議論があるわけですが、経済政策を論ずる人たちの間では、財政がいいことをすれば、経済状況が良くなって税収も増大する、つまり将来において報われるというのが暗黙の前提でした。ケインジアン的前提と云ってもいいと思います。

しかし、COVID-19で出てきたのは、「そんなことは関係ない。とにかく世の中を維持するために、財政で一方的な支出をせざるを得ない

だろう」という主張です。それ自体は賛成・反対どちらもあると思います。ただ、私が注目したのは、竹中平蔵さんのような実績のある方が去年の夏ごろ、「ベーシックインカム」という名前で議論を展開したことです。

それは、一〇万円の定額給付金を一回限りなどと言わずに、全国民に月額七万円（年額八四万円）を一律給付することにしたらどうかというものです。

ただ、竹中さんは「余裕のある人には将来返済させる」とも言っていますが、残念なことに、これでは彼の提案はベーシックインカムになっていないということになります。

ベーシックインカムというのを理論的に整理すると、それはマイナスの人頭税（ポールタックス）ということになります。ちなみに、ポールタックスとは、一定の金額を一律に徴収するもの

で、その限りでは合理的な税制という面があります。なぜ合理的かというと、人の投資や生活行動にバイアスを与えない税制だからです。それが、ベーシックインカムという仕掛けが、いわゆる新自由主義的な考え方の人に支持されることが多い理由でしょう。

ですから、そういう議論でポールタックスを支持するのなら、ベーシックインカムも支持してもいいのではないかと面もあります。経済学者は、「ポールタックスはなぜいいのか」と聞かれると、「税が市場の均衡に影響を与えないからだ」と言います。確かに一定の条件の場合はそうなります。しかし、そう言うっておきながら、ベーシックインカムを支持しないのは違和感があります。

考えてみれば、ベーシックインカムとポールタックスは符号が逆転しているだけです。マイナ

スのポールタククスがベーシックインカムで、マ  
 イナスのベーシックインカムがポールタククスで  
 す。ただ、竹中さんは、同時に「余裕のある人  
 は将来返済させる」ともおっしゃっています。こ  
 の辺が、私にはよく理解できない点です。「全国  
 民一律に一定の金額を給付します。でも、余裕が  
 出たら将来返してもらいますよ」というのは、そ  
 れはそれで財政行動についての一つのアイデアだ  
 と思いますが、ベーシックインカムとは異質なも  
 のです。効果も違うし、持つ意味も違います。お  
 そらく、竹中さんは世の中のある種の「空気」の  
 ようなものを読んでこの言葉を使ったのではない  
 でしょうか。どんな空気なのかというと、それは  
 COVID-19の定額給付金のようなことを考え  
 ると、ネガティブもポジティブも含めて、いずれ  
 税制の再デザインが焦点になるだろうという空気  
 です。だから、税制の話と表裏になる「ベーシッ

クインカム」という言葉を使ったのではないかと  
 思います。

なぜ経済学者たちは、「柔軟な金融政策」を支  
 持しても「柔軟な税制運用」をあまり議論しな  
 かったのか。経済学者たちは税制を道具として使  
 わないことにしていたわけですが、COVID-  
 19はそれを根底から吹き飛ばしてしまったと思  
 います。

税制を使いやすくする方法はあります。それ  
 は、消費税（付加価値税）の体系を根底から大き  
 く変えることです。

一つは、資本取引も付加価値税の対象とする。  
 こう言うと、利子課税とか配当課税と皆さん考え  
 ることが多いのですが、実は配当課税と法人税は  
 同じです。だからこそ、法人税を取られていると  
 配当課税が免除される。そうであれば、法人税も  
 付加価値税の体系の中に入れて、資本の提供に対

して付加価値税を取る。そのかわり、原価は仕入税額控除にする。原価とは安全資産金利です。安全資産金利分はフェアな仕入なので、それは控除するということのように考える。

もう一つは、労働に対する対価も付加価値税の対象とする。経済学の原則から言うと、労働は資本とは全く別のもので、生産要素ではないと考えているところがあります。しかし、企業活動という観点で言えば、モノと同じように労働も仕入ですから、そこに着目して、賃金に付加価値税をかけてしまえばいい。ただし、企業から給料をもらう人が食べることに、寝ること、着ること、本を読むことのようなものを仕入税額控除すれば全部が付加価値税の体系に入ってくるので、税制を「環境」ではなく「政策手段」にすることができると考えれば、手をつけられないものではなくると考えれば、コロナ後の新しい世界をつくれるだろうと思つて

います。

本日何よりも言いたかったことは、コロナで何が変わったかというところ、それほど大きくは変わっていない。国家と国家が競争するという状況も変わっていないし、成長というものもコロナが大きく変えたわけではありません。ただ唯一、財政に対する要求が大きく変わるだろうということを私たちは考えておいたほうがいいと思つています。

○増井理事長　それでは時間も過ぎましたので、本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。と思います。

最後に、岩村先生に盛大なる拍手をお願いいたします。（拍手）

（いわむら　みつる・早稲田大学大学院経営管理研究科教授）

岩 村 充 氏

略 歴

学歴・職歴

東京大学経済学部卒業。日本銀行勤務を経て1998年より早稲田大学教授。早稲田大学博士。

主な著書

『貨幣進化論』（2010年・新潮選書）

『中央銀行が終わる日』（2016年・新潮選書）

『金融政策に未来はあるか』（2018年・岩波新書）

『国家・企業・通貨』（2020年・新潮選書）

『ポストコロナの資本主義』（2020年・日本経済新聞出版）