

第2章 「デフレ」「デフレ・スパイラル」のメカニズム

この章では、論者によって様々な使われ方をする「デフレ」「デフレ・スパイラル」のメカニズムについて整理する。ここでは、「デフレ」とは景気の低迷と物価下落が並存する状況、「デフレ・スパイラル」とは物価の下落と実体経済の悪化が互いに原因となり、両者がスパイラル的に進行すること、と整理する。現在の日本経済は、景気の低迷に加え、卸売物価が下落しているものの、消費者物価は安定しており、従って「デフレ」というよりもむしろ「デフレ」的状況と整理される。また、企業の交易条件は改善しており、「デフレ・スパイラル」とは言えない。なお、資産価格まで含めると、その下落が実体経済に影響を及ぼし、特に97～98年にかけては、「資産デフレ・スパイラル」的状況も見られた。

1. 「デフレーション」と「デフレ・スパイラル」

(1) 「デフレ」とは

デフレ（デフレーション）という言葉は、論者によって意味合いが必ずしも一致しておらず、一般的には、次のような意味に用いられている。

一般的に不況、景気後退をさす場合。

物価の下落を伴った景気の低迷をさす場合。

景気状況にかかわらず物価の下落をさす場合。

物価下落のうち需給緩和による部分のみをさす場合。

なお、の純粹に物価の下落を呼ぶ場合、「デフレ」はインフレーション（インフレ）の対概念であり、「負のインフレーション」と考える。インフレに「デマンドプル」「コストプッシュ」さらには「スタグフレーション」があるように、デフレにも需要要因、コスト要因（生産性要因）両方があってもよい、と考える。

一般的にはデフレという言葉が景気との関連で議論されることが多く、本委員会でも市場の需給と物価下落との関係に注目していることから、ここでは、

第 の「物価の下落を伴った景気の低迷」として整理する。

(2)「デフレ・スパイラル」とは

デフレ・スパイラルという言葉も、多義的に用いられている。

一般に景気のスパイラル的落ち込みを総称する場合。

物価下落を伴った不況のスパイラルの場合。

需給悪化による物価の下落がさらに実体経済に悪影響を与える形で物価下落と実体経済の縮小とが相互作用的に進行する場合。

一般的に、デフレと同様デフレ・スパイラルは物価と景気との相互関係として議論されるが、単に景気後退に伴って物価が下がるのであれば政策対応も景気一般ということになる。物価の下落が実体経済に一層のマイナス影響を持つならば、物価形成自体が問題になり得るところから、ここでは最も純粋な第の意味に整理する。さらに、「デフレ・スパイラル」とは純粋にフローの経済変数・物価変数の中での相互作用とし、資産・負債要因が加わったものは「資産デフレ・スパイラル」として次項で扱う。

(3)デフレ・スパイラルのメカニズム

一般的には、経済システムには自動安定化機能がある。デフレ・スパイラルのように経済活動が累積的に落ち込むのは、そのメカニズムがうまく機能していないためである。

その理由として、次のような説明がなされる。通常デフレ・スパイラルは次のようなプロセスを経て生じる。

物価下落が企業の売上を減少させる

その際賃金コスト等生産要素価格はある程度下方硬直性を持つため企業収益を引下げ、企業は減収減益になる。

物価下落により実質金利が高止まりし、金融緩和効果の発現を妨げる。

企業の減収減益が企業行動を慎重化させ、設備投資などの最終需要の低下が国内需給をさらに悪化させる。

(4)最近の日本における交易条件の改善

日本がこうしたフローのベースでの「デフレ・スパイラル」的状況にあるかどうかを検討する。その際、物価要因が実体経済を悪化させる要因になっているかどうかのポイントとなる。ここで、最近の日本における製造業の交易条件指数に注目したい(図2 - 1)。これは、投入物の物価に対する産出物の物価の比率であり、通常、物価と企業収益の関係をみるために使用される。製造業企業の交易条件をみると、産出物価も下落しているものの投入物価が大きく下落しているため、97年の後半から改善しており、この面からは物価要因が企業収益を圧迫しているとは必ずしもいえない。また、賃金は労働需給を反映して柔軟に決まっており、名目金利も著しく低くなって、ともに物価下落によってコスト高止まり、収益圧迫などをもたらしているとは言いがたい。以上から、物価動向が実体経済に悪影響を及ぼす、デフレ・スパイラルの状況にあるとはいえない。

2. 資産デフレ

日本だけでなく、世界のいくつかの国でも、80年代後半から90年代はじめにかけて資産価格が大幅に上昇した後、大幅な低下(資産デフレ)を経験した。この資産価格上昇の過程でバランスシートを資産・負債両建てで膨張させた企業は、資産価格の下落により、財務が大きく悪化(債務デフレ)し、また、融資を拡大した金融機関も不良債権拡大で金融仲介機能が弱まり、信用収縮に至った(クレジット・クランチ)。

その引き金となったのは、資産価格の下落(資産デフレ)である。例えば、不動産の場合では、商業地(三大圏)の地価(地価公示、毎年1月1日現在)でみると、地価は1991年初の336.8(1983年=100)をピークに下落に転じ、1999年初には106.4となった。すなわち、3倍に上昇した資産価格が1/3に下落

する一方、債務は膨張したままという状況が生じた。したがって、金融債務（金融資産）の価値と実物資産の価値が見合うところまで、債務者のバランスシート調整は進まざるを得ず、資産価格の回復がないとすると、債務の削減を行うしかない。それが、企業の生産的投資を抑え、また金融機関は自らの貸出資産の不良化と信用リスクの拡大によって、信用供給を慎重化する。そのメカニズムは通常次のように説明される(注)。

(注) 資産価格も価格であるから、その下落が実体経済に悪影響を及ぼしてスパイラル的に経済が落ち込むなら、「デフレ・スパイラル」であるとの見方もある。しかし、資産価格は理論的には将来インフレ予想と当該資産の将来実質収益率予想によって決まるのであり、一般物価要因はその一部にすぎない。

(1) 資産デフレ・スパイラルのメカニズム

資産価格下落が実体経済に悪影響を及ぼす形での経済の累積的落ち込みを「資産デフレ・スパイラル」と呼ぶ。これは、次のようなプロセスを経る。すなわち、

先行きの需要予測や資産収益率予想の弱さが地価や株価など資産価格を下落させ、次のような影響ををもたらす。

負の資産効果を生み出す

企業は一層のバランスシート調整を余儀なくされる

金融機関の貸出抑制要因となる

この結果、消費や設備投資などの最終需要を低下させる。これが再び資産価格を引き下げる。

(2) 資産価格下落の経済効果

ここでは、バブル期以降の日本の資産価格下落の経済への影響について簡単に分析、整理する。

資産価格の物価・実質GDPへの影響（図2-2）

今回の不況については、資産価格の低下が債務デフレ、クレジット・ク

ランチを発生させ、これらが実質GDP成長率を大きく抑制したといわれている。そこで、資産価格と物価、実質GDP成長率との関係が、バブル期以降どのように変化したかをみる。

インフレ率と株価、地価との関係、実質GDP成長率と株価、地価との関係について2変数VARによるグレンジャー・テストを用いて推計した。推計期間は、全期間(1970:1~98:3)、石油ショック期間(1970:1~84:4)、バブル期以降(1985:1~98:3)である。

まず、物価への影響についてみると、株価、地価とも、全期間および石油ショック期間では有意であるものの、バブル期以降については、有意ではないことがわかる。一方、実質GDP成長率への影響では、株価については、全期間および石油ショック期間で有意であるが、バブル期以降は有意ではなくなるものの、地価については、全ての期間において有意な結果が得られた。

以上の結果より、バブル期以降の地価の大幅な上昇と下落は、実質GDP成長率に影響を与えたものと示唆される。

最終需要項目別での資産価格下落の経済効果(図2-3)

次いで、資産価格下落が、最終需要にどのような影響を与えたのかについてみる。

名目消費支出については、名目所得、物価に加え、資産効果の影響をみるために、金融資産、土地資産を含めて推計した。推計の結果、土地資産は消費支出に対し有意な影響を与えていないものの、金融資産は有意となっており、金融資産の価値の下落が消費支出にマイナスの影響を与えていることがわかる。なお、貨幣錯覚(実質消費の伸びが同じであっても、名目所得の伸びが高い方が実質消費支出の伸びが高くなるという見方)が起きている可能性は非常に小さい。

次に、住宅投資支出についてみると、消費支出同様、金融資産の価値の下落は逆資産効果を通じて住宅投資を抑制する方向に働くが、地価の下落は、住宅投資を抑制する方向にも、促進する方向にも影響を及ぼす。これ

は、家計や企業にとって、土地は資産であると同時にコストでもあるからである。そこで、土地資産と金融資産を説明変数として持家と貸家に分けて住宅投資関数を推計した。その結果、金融資産の価値の下落は住宅投資に対して抑制的な効果があるものの、土地資産の価値の下落は住宅投資を促進していることがわかる。

最後に設備投資支出についてみると、資産価値の下落は、企業の外部からの設備投資資金の調達を困難にし、設備投資を抑制する。例えば、担保価値として土地資産を説明変数として設備投資関数を推計すると、土地資産の減少は有意に設備投資を抑制していることがわかる。また、資産価格が下落して自らの資産額が減少すれば、企業はそれだけリスク負担能力が低下し、設備投資を抑制すると考えられる。企業のリスク負担能力をみる指標として、自己資本比率(バランスシート(B/S))をとり、これを説明変数として設備投資関数を推計した。その結果、製造業では、自己資本比率の低下は有意に設備投資を抑制している。

このように、バブル期以降、土地価格の下落など資産価格の変動が实体经济に影響を与えていることがうかがわれる。

3 . 日本経済の現状

以上を整理すると、

日本経済の現状をみると、景気の低迷に加え、卸売物価が下落しているが、消費者物価は安定しており、物価が全体として下落しているとはいえない。従って、1 . (1)での整理で見れば「デフレ」と言いきるよりはむしろ、「デフレ」的状況というのが適当である。また、賃金など柔軟に決まっていること、企業(製造業)の交易条件が改善していること、等から、物価の下落自体が实体经济の悪化につながっているとはいえず、その意味で「デフレ・スパイラル」とは言えない。

資産価格まで含めると、その下落が实体经济に影響を及ぼし、特に97年秋以降98年にかけての、株価が下落し、金融機関の破たんによる金融

システムへの信頼低下が懸念された時期においては、「資産デフレ・スパイラル」的状況もみられた。

4. 「デフレ・スパイラル」のメカニズムに関する補足

なお、委員会においては「デフレ」、「デフレ・スパイラル」、「資産デフレ・スパイラル」の生成プロセスに関し、企業や金融機関のバランスシート問題、債務の実質価値拡大、金融システムの機能不全などを考慮して、次のようなモデルが提示され、議論がなされた。

(1) 「債務デフレ」と金融システム機能不全による不安定化（付注1）

物価上昇率低下は、実質貨幣残高を増加させて民間部門の需要増加効果を持つはずである（インフレ需要曲線は右下がりになる）。しかし、物価下落が債務者から債権者への所得移転を通じて需要を減少させる効果（フィッシャー効果）が大きい場合、物価下落が需要を増加させず、むしろ需要を減退させる。この経路を通じて、物価の下落はスパイラル的な経済の縮小をもたらす可能性がある。

フィッシャー効果を大きくする要因として、各経済主体のバランスシートが資産・負債両建てで膨らんでいるなかで、不良債権問題の深刻化等により、実質所得が増加する債権者から債務者に対する円滑な資金移動が阻害される場合が考えられる。

(2) フィリップス曲線上の調整の遅れ

長期フィリップス曲線の議論から考察すると、貨幣供給量の不足による経済の縮小、失業率の上昇は、長期的には物価下落により長期均衡点に戻るはずである。しかし、物価水準が下がる中で、債務デフレが生じた場合、金融システム不安定化などを通じて経済の縮小、失業増がオーバーシュートし、容易に長期均衡に戻らない可能性もある。

(3) 金融システム機能不全とデフレ・スパイラル(図2 - 4)

ミシュキンが定式化した 80 年代末から 90 年代にかけての金融システムの機能不全を伴うデフレ・スパイラルのモデルを用いる。

利率の上昇や資産市場の下落、不確実性の増大は、リスクが大きく困難に直面した借り手ほど情報の非対称性を利用して銀行借入れを増やそうという行動を発生させる。つまり、借り手の逆選択やモラルハザードを発生させる。この結果、銀行部門の不良債権が増加して金融システムの資金仲介機能が弱まる。また、モラル・ハザード的借入れによる投資活動、経済活動自体が経済合理性を逸脱し、均衡破壊的になる可能性もある。こうして経済活動は低下する。

経済活動の低下は、さらに金融システム機能不全を起こし、それにより、一層の経済活動低下が生じる。こうした状況下では、企業の価格切り下げを余儀なくされる。

物価の下落は、さらに債務の実質負担を急増させ（債務デフレ）、それがさらに逆選択やモラルハザードを悪化させる、という悪循環に至る。

(4) 価格メカニズムの機能とデフレ・スパイラル

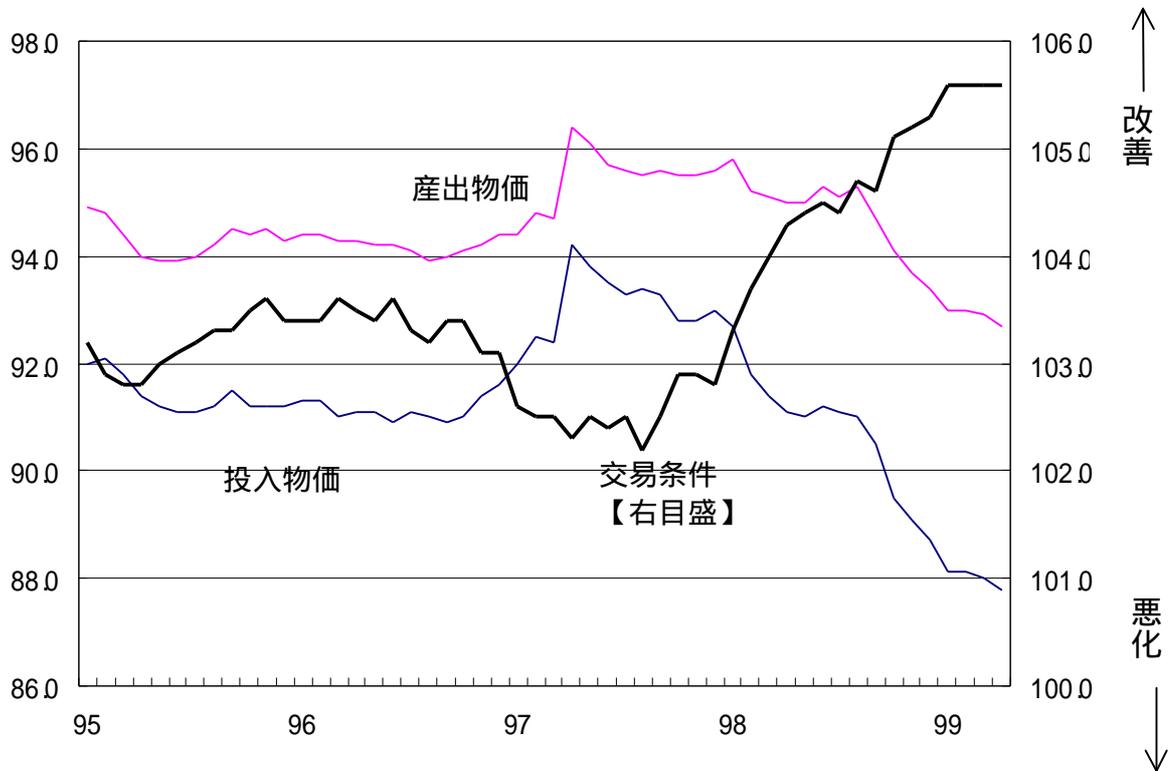
物価下落や経済の活動低下が生じた場合、市場に何らかの硬直性があるため、スパイラル的悪化からの自動反転メカニズムが働かないと考えられる。

市場における価格の硬直性のうち、債務額が変わらないことにより債務者や金融機関のバランスシートが劣化する、および名目金利がゼロ以下にならないため実質金利が上昇する、という経路は、デフレ時には不可避となる（債務デフレの一部）。

それ以外の硬直性として、名目賃金の硬直性や被規制部門の存在は、一時的には家計部門や低生産部門での実質所得の増加をもたらすデフレの進行をくい止める歯止めの役割を果たすが、そこでの支出性向が低いため、プラス面は小さく、他部門へのコスト高のしわ寄せを通じて企業収益の一層の悪化を招き、下方への調整過程を増幅させるなど、結局は自律調整メカニズムを低下させる。

市場メカニズムの機能と価格の柔軟性が十分にある経済では、デフレ・スパイラルの自律反転が可能であると思われるが、そのメカニズム、及び自律反転に至るまでにどれだけ経済収縮が進むかについては明らかでない。このため、債務デフレを含むデフレ・スパイラルが進行している状況で、自律反転メカニズムに過度に期待することは、リスクが大きいといわざるを得ない。

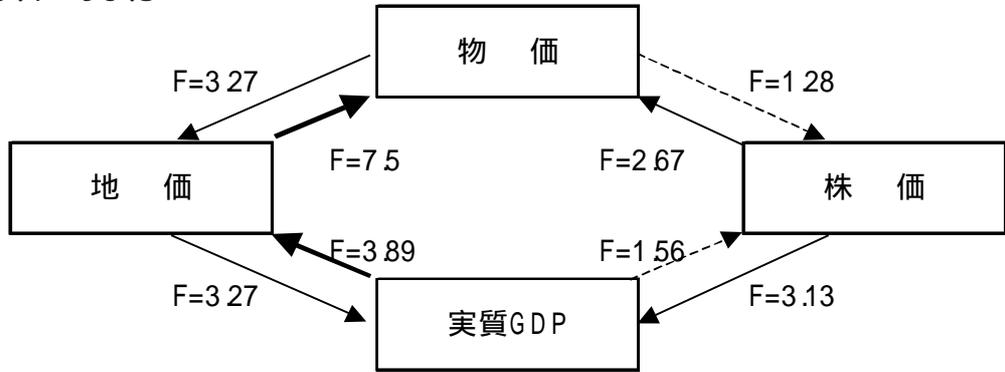
図 2 - 1 交易条件の推移



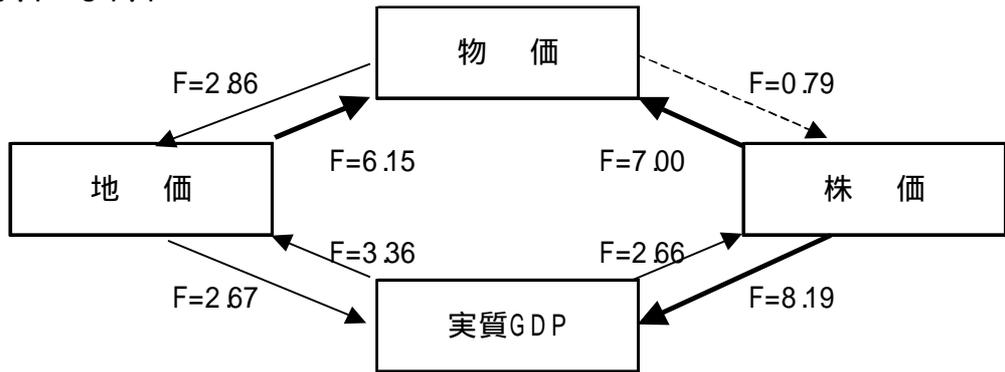
(備考) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」(グロス・ウェイトベース)による。
 交易条件指数 = 産出物価指数 / 投入物価指数 × 100。

図2 - 2 株価、地価と物価、実質GDP間のVAR

70:1~98:3



70:1~84:4



85:1~98:3

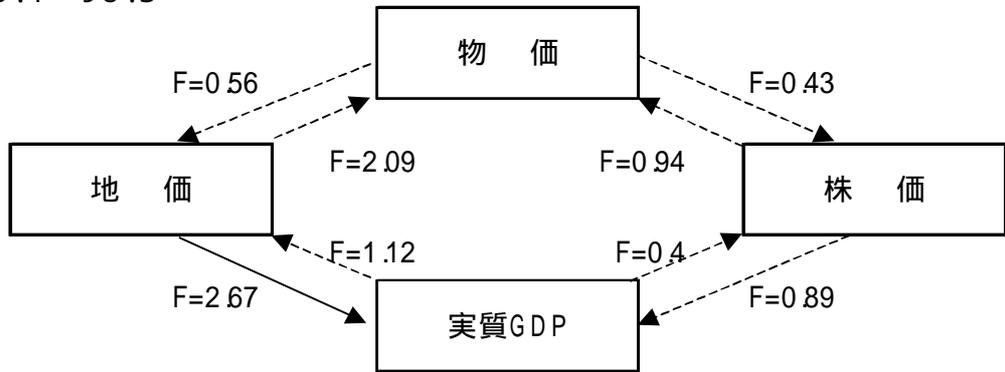


図 2 - 3 資産価格の下落が各需要項目に与える影響の推計結果

(1)消費関数

()内は、値。

推計期間	名目所得	物価	金融資産 残高	土地資産 残高	Adjusted R-squared	D W .	-
71 ~ 97	0.509 (4.13)	-0.485 (-2.85)	0.214 (4.01)	-0.013 (-0.42)	0.780	1.85	0.024
71 ~ 94	0.512 (3.89)	-0.490 (-2.69)	0.212 (3.69)	-0.012 (-0.33)	0.767	1.85	0.022
71 ~ 90	0.424 (2.65)	-0.375 (-1.72)	0.226 (3.34)	0.002 (0.04)	0.717	2.08	0.048

(備考) 経済企画庁「国民経済計算」、労働省「職業安定業務統計」による。

消費支出 SNA民間最終消費支出(実質、前年比)

名目所得 SNA家計可処分所得(前年比)

物価 SNA民間最終消費支出デフレーター(前年比)

金融資産残高:

$$\frac{\{(家計当期末金融資産 - 家計当期末負債) + (家計前期末金融資産 - 家計前期末負債)\}}{2 / SNA民間最終消費支出デフレーター} (前年比)$$

土地資産残高:

$$\frac{\{家計当期末再生不可能有形資産(うち土地) + 家計前期末再生不可能有形資産(うち土地)\}}{2 / SNA民間最終消費支出デフレーター} (前年比)$$

資産残高(金融+土地); 金融資産残高 + 土地資産残高

(2) 住宅投資関数

持家

$$h(ZM) = C + h(MA(t-1)) + h(LA(t-1)) + M I(t-1)$$

ZM: 持家着工戸数 (持家+分譲)

MA: 家計金融資産 (調整勘定) 累計 (1970年~)

LA: 家計土地資産 (調整勘定) 累計 (1970年~)

M I: 持家合成金利 (公庫基準金利と都銀住宅ローン金利の合成、マンション価格で実質化)

推計期間: 1979年 ~ 1997年

	C				adjR2 D.W.
推定量	22.482	0.200	-0.771	-0.161	0.48
t値	11.16	2.21	-4.26	-3.95	1.22

貸家

$$h(ZK) = C + h(YAD(t-1)) + PU + h(MA(t-1)) + PL(t-1) + h(KS(t-2))$$

ZK: 貸家着工戸数 (全国)

YAD: 民営家賃指数 / 住宅投資デフレーター

PU: 長期プライムレート (年末値、住宅投資デフレーターで実質化)

MA: 家計金融資産 (調整勘定) 累計 (1970年~)

PL: 土地資産 (公示地価対前年変動率)

KS: 貸家ストック

推計期間: 1979年 ~ 1997年

	C						adjR4 D.W.
推定量	38.971	1.483	-0.066	0.450	-0.009	-4.157	0.94
t値	9.68	1.65	-3.15	7.15	-2.52	-7.26	2.60

(備考) 建設省「建築着工統計」、総務庁「住宅統計調査」、経済企画庁「国民経済計算年報」、国土庁「地価公示」等により作成。

(3)設備投資関数

(推計式)

設備投資

$$\begin{aligned}
 &= \text{定数項} \\
 &+ 1 \times (\text{土地担保要因} \text{ 又は } \text{バランスシート要因}) \\
 &+ 2 \times \text{キャッシュフロー要因} \\
 &+ 3 \times \text{稼働率要因} \\
 &+ 4 \times \text{貸出態度要因}
 \end{aligned}$$

設備投資：

設備投資 / 期首期末平均資本ストック
 それぞれ、(その他有形固定資産 + 建設仮勘定)を使用した。

バランスシート要因：

実質自己資本比率 = (資本 + 土地 株式含み益) / (総資産 + 土地 株式含み益)

土地担保要因：

製造業 地価 (工業地) / 名目 GDP
 非製造業 地価 (商業地) / 名目 GDP

キャッシュフロー要因：

(償却前経常利益 - 受取利息等) / 売上高

稼働率要因

製造業 製造工業稼働率指数
 非製造業 所定外労働時間指数

貸出態度要因

貸出態度DI 金融機関の貸出態度 (ゆるい - きびしい)

(推計結果)

< 製造業 >

()は値。

期間	土地担保	キャッシュ	稼働率	貸出態度	修正 R ²	D.W.
86-98	0.391 (1.99)	0.466 (1.70)	0.0014 (2.34)	0.0095 (0.68)	0.90	3.06

	B / S	キャッシュ	稼働率	貸出態度	修正 R ²	D.W.
86-98	0.135 (2.45)	-0.154 (-0.96)	0.0020 (5.95)	-0.0071 (-1.08)	0.89	3.28

< 非製造業 >

	土地担保	キャッシュ	稼働率	貸出態度	修正 R ²	D.W.
86-98	0.178 (3.67)	0.162 (1.03)	0.0006 (4.75)	0.0163 (1.38)	0.92	2.32

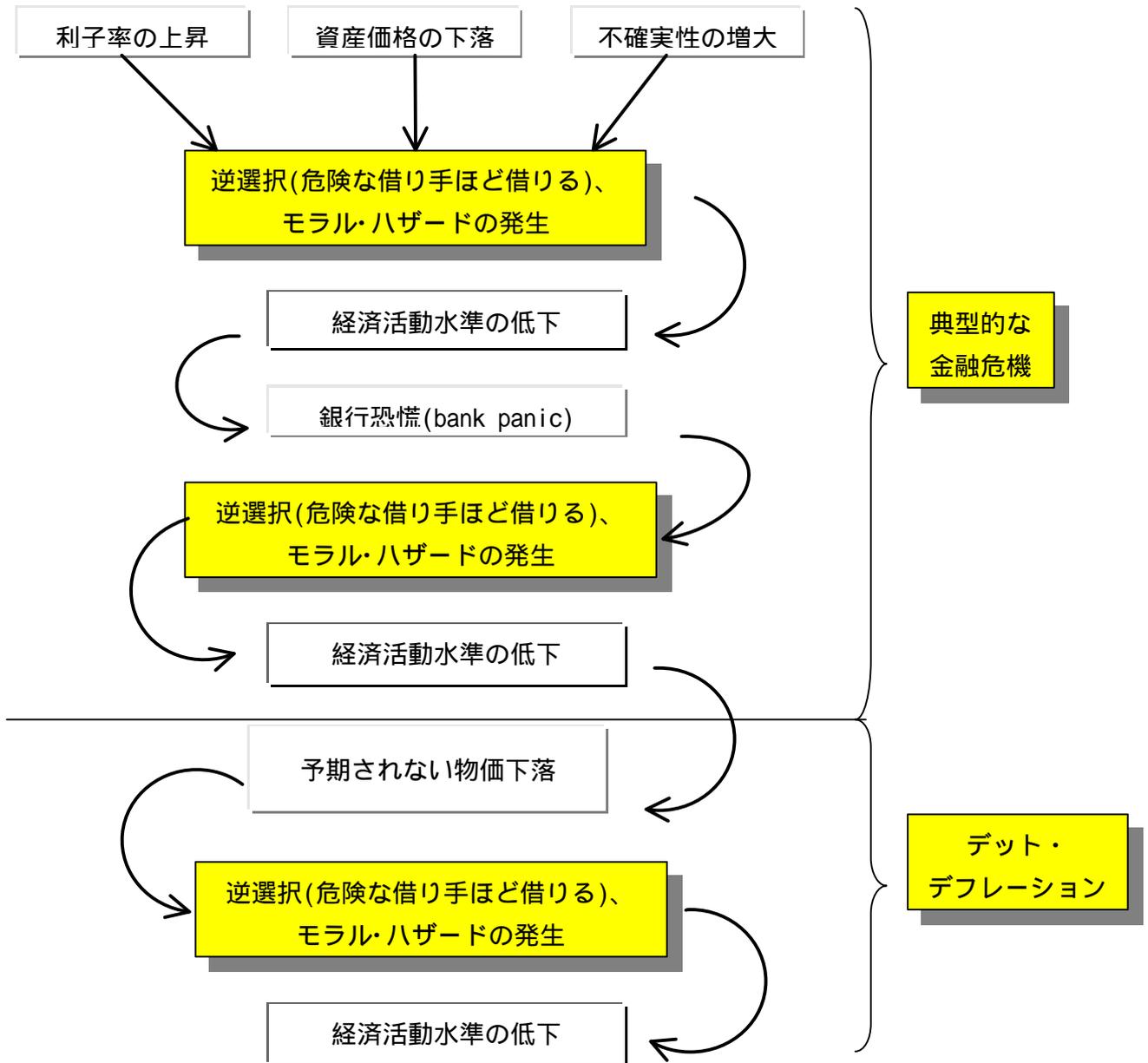
	B / S	キャッシュ	稼働率	貸出態度	修正 R ²	D.W.
86-98	-0.057 (-0.63)	-0.368 (-1.25)	0.0012 (3.35)	0.0022 (0.31)	0.91	2.03

備考) 1.大蔵省『法人企業統計季報』、日本銀行『短期経済観測』、経済企画庁『国民経済計算』等による。

2.説明変数は、4期のアーモンラグをとっている。

3.推計期間86年 ~ 98年。

図 2 - 4 デット・デフレーションのメカニズム



(備考) Mishkin, F. S., The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Fifth ed., 1997, Addison Wesley.による。

第3章 日本経済が置かれた状況と政策対応

この章では、景気後退と物価の下落が並存する日本経済を回復させるための政策課題をまとめる。

日本経済の現状は、単純なフローの「デフレ」モデルでは説明できず、さらに金融システムの機能低下を組み込んだモデルでも不十分であり、資産デフレ、債務デフレ、信用デフレ、さらに構造変化に伴うコンフィデンス欠如などが組み合わさった状況にある。こうした状況は、「流動性のわな」の状態とは言えないにしても、通常の金融緩和政策の波及メカニズムは働きにくい。

こうした状況で、調整インフレ論、実質金利低下を目指すクルーグマンの提案、そしてデフレ下におけるインフレ・ターゲティング論などが提案されている。いずれも金融政策によってインフレ期待を作り出すことによってデフレ的状況からの脱却を狙う戦略である。しかし現状で安定的なインフレ期待をつくろうとしても、金融政策当局が本当にそうした政策スタンスを採り続けると、国民が信ずるようになることは難しい。中央銀行にとっても、せいぜい長期的将来にわたっての不確実性の高いインフレ・リスクをもたらすだけでは、そうした政策を採用することは困難である。

従って、政策対応としても、金融緩和努力の継続は引き続き重要であるが、金融政策のみによって対応することは適当でない。日本経済の現在の困難が多様な問題に起因している限り、政策目的に対応した他の政策手段との組み合わせることにより、経済収縮のスパイラルに陥らないような戦略をとることが不可欠である。

1. 日本経済の置かれた状況と金融緩和政策

一般にはマネーサプライが安定的に伸びていれば物価の下落が続くことはないはずであるが、日本では資産価格下落や金融システム問題があって、金融政策でマネーサプライを制御しにくい状況にある。

(1) 通常のデフレのモデルと金融システム機能不全を伴うモデル

まず、日本経済の置かれた状況を通常のデフレを捉えたモデルと比較することで、その特殊性を明らかにしたい。

通常の物価下落を伴った経済収縮の場合、収縮の範囲は基本的にはフローの経済変数に限られ、資産価格下落、債務問題、金融システムの問題などに至らない。この場合は、金融緩和政策（マネタリーベース拡大により短期市場金利に影響を与える）は有効である。マネタリーベース供給は金融機関の貸出を増加させ、借入れた企業・家計は投資など支出を増加させ、それが預金を増加させて貸出を拡大する。通常の預金創造過程と最終需要の回復が同時進行するかたちで、経済回復過程に入っていくと考えられる。

80年代末から90年代はじめにかけて、金融システムの危機に見舞われたいくつかの国の経済が経験したのは、次のような状況である。すなわち、債務が大きい中で経済活動が低下した場合の、金融システムの機能低下を伴うようなデフレ過程である。

・ 第1に、経済活動低下が借り手の経営を悪化させ、そのモラルハザード、逆選択行動を通じて金融機関の不良債権を増加させる。このことは金融機関の貸出行動を慎重化させ借り手の選別を強化させる。また不良債務を抱えた借入れ先の債務返済停滞はマネーフローの金融機関への還流を減少させる。この2点により、マネタリーベース供給が預金創造過程につながりにくくなる。

・ 第2に、不良債権問題悪化は、金融機関のバランスシート悪化、自己資本低下、場合によっては金融機関の破綻といった金融システム問題を発生させ、金融機関のリスクテイク能力、貸出供給能力を低下させる。さらに、信用リスクの拡大に直面した金融機関は超過準備を増加させる。マネタリーベース供給がマネーサプライ増につながる程度はさらに低下する。

・ 第3に、経済活動低下によって企業は製品価格の切下げを行い、物価下落が実質金利を上昇させることは通常のケースと同じだが、その程度が大きくなると民間（企業および家計）債務の実質価値増加がより深刻になり、債務返済負担が高まる（債務デフレ）。

こうした状況では、マネタリーベース増加により金融機関が貸出を増加させても、民間の債務の元利返済に使われ、最終需要を十分増加させないから、預金創造過程はさらに弱まる。預金創造と最終需要の回復が同時進行する過程は、資金需要、資金供給両面から弱まっている。そうはいって

も、債務者が資金調達できれば、投資などがある程度は出てくる。したがって、マネタリーベース供給と並んで、金融システムへの資本注入などを通じて、金融システムを安定化させ機能を回復させる政策がとられなければならない。

(2) 日本の状況 資産デフレ、コンフィデンス・クライシスが加わった状態
日本の現状は、上記の金融システム機能低下のケースに該当するが、さらに次のような条件が加わる。

・ 資産価格の下落。日本の場合は、バブル期に、メインバンク制による企業統治メカニズムが低下した状況下ですでにモラルハザード的な資産投機があり、金融機関も不動産担保に依拠してそこに資金供給した。資産と債務は両建てで拡大し、その後資産価格のバブル以前の水準への調整が起こった。民間(企業・家計)にとっては、バランスシートの資産価値が下がることにより、それに見合った債務の削減を余儀なくさせ、債務返済の実質負担をさらに大きくする。金融機関にとっては、不良債権の担保価値を低下させて不良債権問題をさらに大きくする。これによって、金融システムの資金仲介機能は一層低下する。(しかも、不動産価値の中心がビルや商業施設でなく土地であるため、不良化し取引されなくなった不動産からはフローの収益も得られない。)

・ 金融仲介システムへの依存度が大きいこと。民間の資金調達に占める間接金融機関経由のウェイトが大きいこと、金融システムの資金仲介機能低下の影響が大きい。

・ 長期的な経済構造変化とそれに伴う民間の将来コンフィデンスの弱まりが背景にあるため、資金調達ができて投資など最終需要増に結びつきにくい。

・ 短期金利がほぼゼロまで低下している。

すなわち、フローのデフレに、資産デフレ、債務デフレ、金融システムの機能低下、そして長期的なコンフィデンス・クライシスがすべて重なった状態となる可能性があったと言える。もっとも現実には、政策面の下支えにより、以上のような「破局のシナリオ」の実現は回避されてきた。

(3) 金融政策効果の波及メカニズム

この状況下で、日銀がマネタリーベースを追加供給した場合に、それが

金融機関の超過準備拡大を通じて量的に貸出供給を増やすことになるか。または、金利がゼロ以下に下がらない環境では、「量的」に緩和しようとしても、金融機関のマネタリーベース需要も、非金融部門の資金需要も出ない状況にあるのか。後者の状態がいわゆる「流動性のわな」であり、その場合は通常の金融緩和政策の波及メカニズムは機能しないことになる。

日本経済が現在「流動性のわな」の状況にあるかどうかについては、次のような主張があり、意見は分かれている。

- ・ 短期金利ゼロのもとでは市場金利低下による金融機関の準備需要（マネタリーベース需要）増加につながりにくい。「量的」緩和といっても金利変化を通じないマネタリーベース拡大は限界がある。また、金融機関は、信用リスクにきわめて敏感になり、貸出増に慎重になる。とくに、金融機関は超過準備がもともときわめてわずかなので、貸出先やインターバンクでの信用リスクが拡大すると超過準備を積み増そうとし（98年前半に生じた状況）、貨幣乗数はますます低下する。
- ・ 金利のいかにかわらず、マネタリーベースを供給すれば金融機関の非借入れリザーブが拡大し、金融機関の信用供給が積極化するはずである。（銀行間金利がゼロであっても、すべての金融機関が無制限に資金調達できるわけではなく、一種の割当が生じているはずなので、マネタリーベース追加的供給は信用を拡大する効果がある）。
- ・ 銀行間翌日もの金利はゼロでも、タームものは下げる余地があり、さらに長期金利は操作可能であるので、量的拡大で金利を引き下げて資金需要を喚起することは可能である。

以上から見て、日本経済は、拡張的金融政策がまったく効果を失ってしまっているという意味での「流動性のわな」の状態には必ずしもないが、上記のどの見方をとろうとも、マネタリーベースの量的拡大によってマネーサプライを増加させる効果はかなり限られているということだけは言えよう。

さらに、民間非金融部門も、調達した資金を不良資産の処理、債務の返済により多く回すので、投資などの最終需要に結びつきにくい。またそもそも民間は長期的な投資や消費の拡大に消極的になっており、資金調達しても最終需要に結びつきにくい。よって、マネタリーベース増による預金創造、最終需要回復のメカニズムはさらに弱まっていると言える。

2. 調整インフレ論とインフレ・ターゲティング論

短期金利がゼロ近傍で通常の金融緩和政策の効果が少なくとも低下している状況下で、マネタリーベースの量的拡大によってインフレ期待を人為的に作り出すことで、家計や企業の経済活動を刺激し、日本経済をデフレ的状况から脱却させようとする処方箋が論じられている。

(1) 日本のデフレと調整インフレ論

「調整インフレ論」は 70 年代初に円高を避けるための議論として用いられたが、これが再び論じられるようになってきている。今回は、目標インフレ率の明示、一層の金融緩和によるマネーサプライの増加などの手段により、人為的にインフレないしインフレ期待を作り出すことによって、需要の前倒し効果、実質金利引下げによる需要喚起、資産価格回復によるバランスシート改善、などを狙うものである。(図3 - 1)

しかし、前述のように、マネーサプライを大幅に増加させることは難しい。また、後述のように、物価がむしろ下落している日本経済の現状において、現在の物価変動率を数パーセント上回るインフレ期待を作り出すことも、困難と言わざるを得ない。

さらに、仮にインフレないしインフレ期待が生じたとしても、その需要拡大効果には限界があると考えられる。

.インフレ期待の上昇は、ある程度の駆け込み需要をもたらすかもしれないが、消費税率引き上げのとき経験したように、それは単なる需要の前倒しでしかなく、後での落ち込みが明らかである。

.実質金利低下効果については、インフレないしその期待が名目金利を高める可能性があり、そうなれば実質金利低下を通じた効果は弱まる。さらに、経済構成員の将来へのコンフィデンスが低下しているなかで、仮に実質金利が低下してもその投資刺激効果は限られよう。

.インフレ期待による資産価格上昇は短期的なバランスシートの改善をもたらすだろうが、不動産価格が下がることによる生産的投資の機会拡大を犠牲にする。

一方、仮にインフレが起こればその弊害は言うまでもなく、またいったん生じたインフレが制御できなくなるリスクもある。

こうして、インフレを人為的に作り出そうとする「調整インフレ論」は容認しがたい。

なお、賃金を人為的に引き上げたり、また金利を引き上げることにより、家計の所得を増加させ、企業はそれらのコストを価格に転嫁することで、デフレ的状况からの脱却を図るべきとの議論がある。しかし、賃金コストや金利コストの増大分を現状の需給の悪化の中で価格に転嫁できるとは考えられず、企業収益の悪化、さらには雇用の一層の調整といったマイナス影響が出よう（注）。また、現状のきわめて低い金利水準が金融システムの安定化を支えてきていることも明らかである。こうして、市場に高コスト要因を作り出すという処方箋は、経済全体としてマイナスの効果をもたらす可能性が高く、受け容れることはできない。

（注）1930年代のアメリカ大恐慌の際、ワグナー法による賃金の上昇は、高失業を持続させる結果となった可能性がある。参考資料3．参照。

(2)クルーグマンのインフレ期待形成論

クルーグマンは、日本経済において貯蓄投資をバランスさせ、完全雇用均衡を達成するためには、マイナスの実質金利が必要であるとして、そのためにインフレ期待を形成することが不可欠であると指摘する。

すなわち、日本経済の現状は、ゼロ近い名目金利と不況が并存し、「流動性のわな」に陥っている。また高齢・少子化に向かって貯蓄が高く投資が低い経済、と捉える。そのうえで、日本国内で貯蓄と投資を均衡させ完全雇用を達成させるために、また実質為替レートを減価させて外需を拡大するために、マイナスの実質金利を実現させることが必要であり、そのために人々の「インフレ期待」を創り出し、かなりの長期間持続させるべきである、との主張である。このためには、海外諸国で行われている「インフレ・ターゲティング」を日本の金融政策当局が採用し、国民を信頼させることが必要であるとする。

クルーグマンのモデルは、債権者、債務者の区別がなく、またインフレは完全に予想されている。なお、日本経済の現状を捉えるには、異常な信用収縮を扱ったモデルでない、フローの貯蓄投資需給のモデルでありストック面の傷みを扱っていない、等のモデルの特性を念頭に置く必要がある。

クルーグマンの議論は日本の政策論を喚起するうえで大きな役割を果

たしたが、日本の現状認識との関連では、次のような点が問題となろう。

・金融政策によりインフレ期待をつくり、コントロールすることが可能と考えているが、後述のインフレ・ターゲティング論のところで論ずるように、日本経済の現状で安定的なインフレ期待をつくり持続させることは困難ではないか。

・日本経済は、金利がゼロであるという意味で「流動性のわな」に陥っているだけでなく、長期構造的にも投資が貯蓄を下回り、マイナスの実質金利が達成されない限り貯蓄・投資の均衡は達成できないとの考えである。構造的に実質金利がマイナスを続けなければマクロ経済がバランスしないという認識の背景には、日本経済の長期停滞が前提されているとみるべきであろう。しかし現在の投資の落ち込みは、循環的な要因、さらに97年以来先行き見通し難から企業の将来予想成長率が一段と低下したことへの調整という面があり、将来展望が開け事業機会、投資機会が拡大すれば回復は可能と考えられる。95～96年にはバブル後の資本ストック調整やバランスシート調整を終了した部門で投資が活発化し、高い成長を達成できたことを想起すべきである。貯蓄が高いことについても、将来信頼感の弱まりが影響していよう。

・金融仲介システムの問題についてクルーグマンは、金融機関の信用供給を抑制して金融政策の効果を弱める面があることは認めつつも、政府が銀行を救済するとか、預金を暗黙に保護すると認識されている場合は、逆に問題金融機関にモラルハザードを発生させ、むしろ信用拡張的に働く面もあるので、金融システム問題はデフレの主因ではないとみている。しかし、少なくとも大手金融機関の破綻が生じた97年秋以降は、日本の金融機関はバランスシート改善のために貸出供給にきわめて慎重になったことは間違いなく、資金仲介の機能不全と人々の将来コンフィデンス悪化の両方から、デフレ的状态を生み出す主因になったと考えられる。

(3)インフレ・ターゲティング論

欧州諸国やカナダ、ニュージーランドなどでとられているインフレ・ターゲティングは、物価安定を、一定の物価安定目標を明示的に設定し、ルールに基づく金融政策運営を通じて達成しようとするものである（表3-1）。この方式を日本に援用して、デフレ的状态を物価安定状況（物価上昇

率ゼロまたは若干のプラス)に持っていきこうとする議論がある。「調整インフレ論」が人為的に物価上昇を作り出そうとするのに対し、インフレ・ターゲティング論はあくまで物価安定を達成しようとするものである。

70年代からのスタグフレーションの経験から、工業国では、物価・賃金と成長・雇用のトレードオフは、少なくとも長期には存在しないことが共通認識になり、むしろ成長・雇用を促進するためにも物価安定がとくに重要な政策目的となってきた。各国とも、金融政策の目的は物価安定に割り当てられるようになった。物価安定が達成されかつ持続するためには、市場においてそれに見合った期待が形成されることが重要である。その際、金融政策当局が物価安定の目標をどれだけ遵守するかという、クレディビリティ(信頼性)が鍵になる。これを確保するために、金融政策の執行を裁量的な判断で行えるようにするか、あるいは何らかのルールに従って恣意性を排除するかが問題になる。

金融政策当局が物価安定を目的に行動することが国民に十分信頼されている国では、金融政策ルールを明示的に宣言することは必ずしも必要ではなかった。しかし当局への信頼性が十分でない場合には、金融政策運営のルールを明らかにし、裁量部分を限定することが必要であった。このため、中間目標としてマネーサプライ目標を設けたり、それでうまく行かない国では直接にインフレ目標を設定してきた。全般にはこれら「ルール・ベース」の金融政策は成功してきたといえる。金融政策で最終目的である物価安定を実現する際の最重要要因は、透明性とクレディビリティであるというのが一般的合意である(補論参照)。

すなわち、例えばインフレ・ターゲティング政策が採用されたとき、それぞれの国のインフレ率はなお高かったものの、傾向的には高インフレ率が低インフレ率に下がっていく過程にあった。世界的なディスインフレも物価安定に寄与した。金融政策がこの目標達成に割り当てられることで有効な政策手段が確保され、目標が現実に達成されることの積み重ねにより、政府・金融当局への信頼性が醸造され、それがさらに政策の有効性を増す、という好循環が働いて物価安定が定着してきたのである。

したがってインフレ・ターゲティングの場合でも、その物価目標に対応したインフレ期待を作り出す必要があることに変わりはなく、その実現可能性が問題となる。

(4)インフレ期待を作り出せるか

調整インフレ論にしても、クルーグマンの期待インフレ論にしても、インフレ・ターゲティング論にしても、その成否は、(1)金融政策によって、(2)特定のインフレ期待を作り出す、ことができるかどうかで決まる。例えば諸外国でのインフレ・ターゲティングは、もっぱら金融政策によって達成することになっている。それ以外の政策手段を組み合わせることはもちろん可能だが、金融政策以外の政策であれば物価上昇率を変えることを目指す必要はなく、政策割当ての観点から、物価変化率は金融政策に割り当てられているとみるべきである。

金融政策によって特定のインフレを実現することができるかどうか、すなわちインフレ率の制御可能性をどうみるか。言い換えれば、金融政策のトランスミッション・メカニズムをどう捉えるかが問題になる。

マネタリーベースを増やしても、マネタリー・アグリゲートが増えにくいことはすでにみたが、マネタリーベースを増やしさえすればインフレ期待を作り出せるか。長期的にはイエスである。将来のどこかの時点で増加したマネタリーベースはマネタリー・アグリゲート増加をもたらすと考えられるから、そういう意味でのインフレ期待は生じよう。ただし、将来のどの時点で現実の物価上昇が発生するかまったく不確実であり、当面はありそうもないという状況では、現在の経済主体の消費・投資行動を変えるとは考えにくい。

つぎに、インフレ期待をコントロールできるか。インフレ・ターゲティング論が言うような、特定水準のインフレ期待を作り出すことは不可能ではないか。すなわち、現在増加するマネタリーベースが将来のマネタリーベースのどの程度の伸びに対応するのか(将来の貨幣乗数)は誰にもわからない。時期も規模もわからないほど不確実な将来のインフレであり、しかも国民の間に物価上昇の弊害への懸念は依然として大きい。こうした状況で、中央銀行が現状より高いインフレを目標として長く維持しつづけると、人々が信じると想定することは非現実的ではないか。中央銀行がその政策意図とそれを遵守する決意とを各経済構成員に納得させることができない限り、安定的なインフレ期待をつくることはできない。

このほか、(1)インフレ期待が高まれば実質金利は下がるか(名目金利が上昇してしまうリスクがあるか)、(2)実質金利低下によって投資など内需が刺激され、あるいは実質為替レート減価による外需の増加が生じるか、などについても不確実であることは、調整インフレ論のところで述べた通

りである。

また、インフレ・ターゲティングが各国で成功してきたから、日本でも適用可能であると結論するわけにもいかない。各国のインフレ・ターゲットのレンジとして、ゼロないしマイナスということは想定されていない。ゼロないしマイナスからプラスへの目標設定は世界的にも経験がないことも、そうした政策スタンスに対する信頼感が得られにくい一つの要因となる。

特定のインフレ期待を作り出すことが難しい限り、金融政策だけでデフレ的状况からの脱却を図ることは困難と言わざるを得ない。現実の日本では、次項に述べるように、様々な政策手段の組み合わせが必要である。

3. 各種の政策手段と政策目標の対応

物価の下落が必ずしも実体経済の悪化の原因となっているわけではないにしても、現在のような形で景気の低迷と物価の下落が並存するような状況は避けるべきであり、経済政策手段を駆使して脱却しなければならない。

金融緩和政策の継続は、「デフレ的状况」を悪化させないために、依然として重要な役割を果たす。とくに金融システムの安定化のためには潤沢な資金供給は不可欠である。しかし、金融政策だけに頼って「デフレ的状况」からの脱却を図ることは困難と言わざるを得ない。とくに、金融政策に主として依存する、インフレ・ターゲティング政策や調整インフレ政策は、その望ましさだけでなく実現可能性の面からも、疑問とせざるを得ない。

日本経済が様々な問題点を抱え、「デフレ的状况」が様々な原因の組み合わせで発生しているならば、その問題点、つまり政策目標に見合った数だけの政策手段が必要となる。その意味で、「総合的アプローチ」と呼ぶことができるかもしれないが、「総合」という言葉はしばしば現状診断と処方箋の対応をあいまいにし、無原則な政策運営を結果する。政策目標と政策手段を対応づけ、体系的な政策運営を考えることが肝要である。

すなわち、金融政策だけでなく、次のような各種政策を組み合わせることにより経済収縮の悪循環からの脱却を図ることが重要であり、現にそうした政策スタンスがとられているのである。

・ 財政面からの短期刺激策による経済活動の下支え。あくまで「下支

え」であり、需給ギャップのすべてを埋めるとか中長期的に継続するわけではない。

・金融システム安定化策と信用収縮対策。金融機関のバランスシート改善のための不良債権処理と資本注入、破綻金融機関公的管理や民間借入れへの信用保証による信用リスクの軽減、政府系金融機関による資金供給など。これによって金融仲介機能を回復できれば、量的金融緩和の有効性が増す。ただし、バブル期に経済規模に比べて膨張した銀行信用総量が長期的に圧縮されることは避けられず、金融システム大改革の中で直接金融チャネルが発展しリスクマネーを供給することも、長い目で見て必要条件となる。

・企業や家計の将来コンフィデンスを回復するための、経済改革による事業機会、雇用機会創出等。95～96年には、情報化などの投資機会が拡大し、バブル期の過剰投資やバランスシート悪化の調整過程を早めに終了した部門で投資が回復し、内需全体が高い成長を達成して、需給ギャップも縮小した。現在の高貯蓄・低投資を運命的に見る必要はない。家計や企業の期待成長率が改善すれば景気回復につながる。

こうした政策が効果を発揮してくれば、「デフレ的状况」から脱することが可能となる。

図3 - 1 調整インフレ論などの問題点

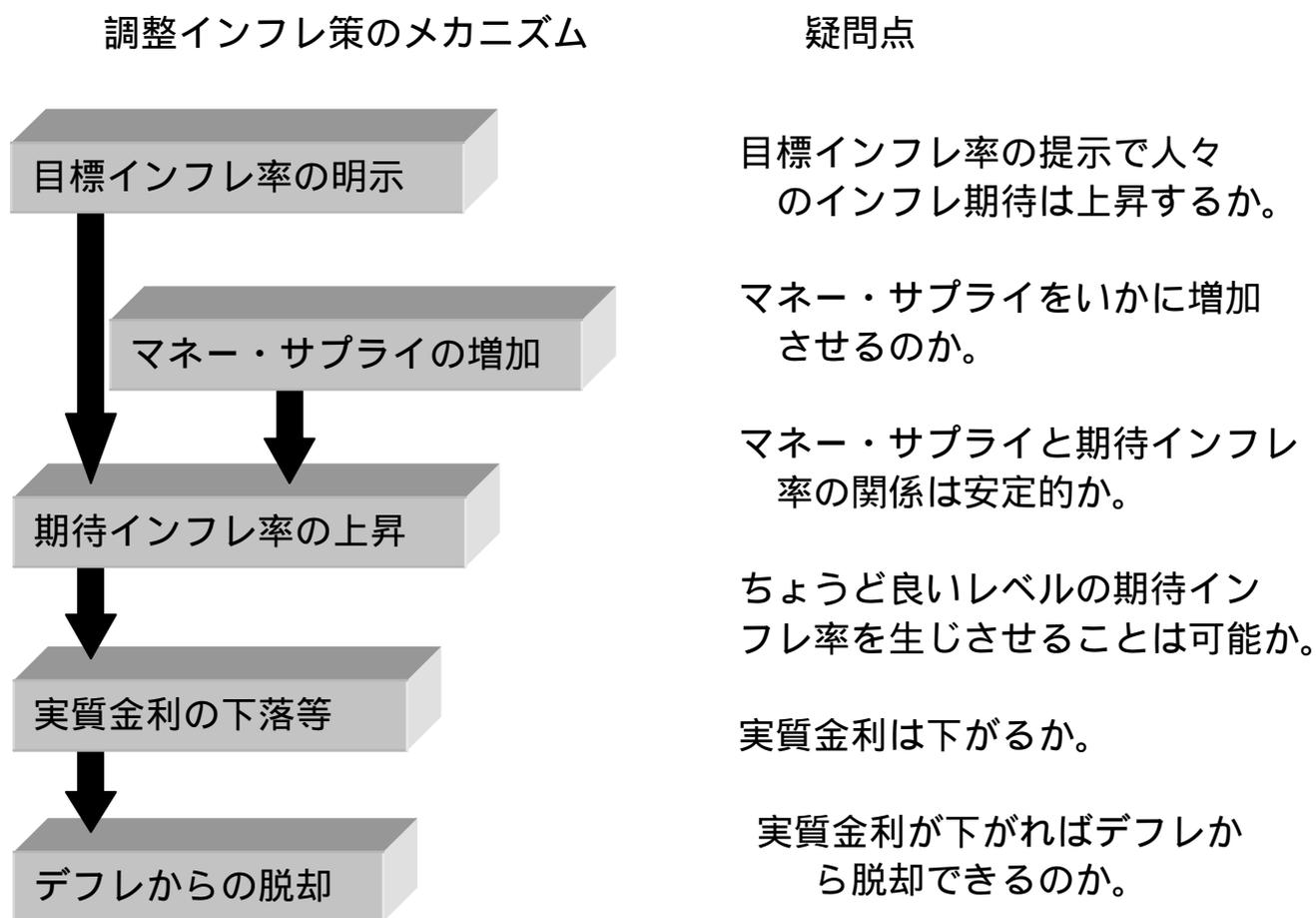


表3 - 1 各国のインフレーション・ターゲティング

国名	ターゲットレンジを設定する物価指標	97年時点のターゲット(前年比)	制度の導入年
ニュージーランド	CPI (間接税の変更、利子率の影響等を除く。)	0 ~ 3%	1990年
カナダ	CPI (食料、燃料、間接税の影響を除く。)	1 ~ 3%	1991年
イギリス	RPIX	2.5%	1992年
スウェーデン	CPI	1 ~ 3%	1993年
ECB	HICP	2%以下	1999年

備考1 . CPI : 消費者物価指数

- 2 . RPIX : RPI (小売物価指数) から住宅ローン金利を除いたもの。
- 3 . HICP : harmonized index of consumer prices、欧州加盟国共通の指標。CPI から医療費、持家コストなどを除き、幾何平均で集計したもの。
- 4 . 実際にインフレーション・ターゲティングを行っている国ではターゲット・レンジを設定する物価指標としてCPIを採用している。この場合、金融政策の責に寄らない要因(生鮮食料品、住宅ローン金利等国内物価の基調を反映しないものの変動又は間接税の変更等)を除去するのが普通である。

第4章 中長期的な物価政策の目標

最後に、短期的な政策論を離れ、日本経済が落ち着きを取り戻した中長期的将来について、物価政策が目指すべきはゼロ・インフレかプラス・インフレか、また明示的目標を設定すべきか、についての論点を整理した。

まず、インフレ率低下のコスト・ベネフィットをみることにする。インフレ率低下が生産性の向上等を反映したものであれば、経済全体にとってメリットがあることはいうまでもない。他方、現状のように需給の悪化によってインフレ率が低下する場合には、成長率の低下や失業率の上昇などのマイナスの効果が同時に生ずる。ここでは、こうしたマイナス効果をインフレ率低下の短期的なコストと整理する。

次いで、長期的観点からインフレ率の低下の経済効果を考える。インフレがもたらす様々な資源配分の攪乱、所得分配上の歪みが是正することからベネフィットが生ずる。ここでは、こうしたベネフィットについて各国の実証分析例をもとに日本について試算した。その結果、インフレ率がゼロに下がっていく場合、経済全体としてプラスの効果が発生するが、さらにインフレ率がゼロ以下に下がっていく場合には、必ずしもプラスの効果が発生するとは限らない。

したがって物価政策は、実質的にゼロ・インフレを目指すことでよいのではないか。ただし消費者物価指数にプラスのバイアスがありうるため、その分は見込んだインフレ率が考えられるべきである。

以上の検討結果に基づき、各国の経験等を踏まえつつ、物価政策、金融政策との関連で、中長期的な観点から、物価目標のあり方について検討していく必要がある。

1. インフレ率低下のコストとベネフィット

日本経済の現状では、インフレ率が低下するよりもむしろインフレ率をマイナスからゼロないしプラスに引き上げるべきか否かという議論が行われている。こうしたインフレ率の議論に当たっては、インフレ率が動くときいかなる問題が生じるかを分析しておくことが有意義である。従来からこの議論は、インフレ率低下の成長率や失業率への短期的マクロ的コストないし「犠牲」の計測として、短期フィリップスカーブやオーカン係数に基づいて分析されてきているので、これを日本にも当てはめてインフレ率低下のコストとして分析を試みた。

(1) インフレ率低下に伴う成長率や失業率の悪化

ここでは、インフレ率低下のコストについて考えてみる。はじめに、第1章でみたように、インフレ率の低下が規制緩和や生産性の向上等を反映したものであれば、経済全体にとってメリットがあることはいうまでもない。他方、現状のような需給の悪化によってインフレ率が低下する場合には、成長率の低下や失業率の上昇などのマイナスの効果が同時に生ずる。ここでは、こうしたマイナス効果をインフレ率低下の短期的なコストと整理する。

このように整理した場合、インフレ率低下のコストを模式的に考えれば、失業と物価のトレードオフを表す短期のフィリップス曲線が右下がりになっているために、需給悪化によってインフレ率が低下する局面では、成長率低下や失業増が同時に発生する。なお、短期フィリップス曲線の論に照らせば、既に述べたように、生産性の上昇や市場での競争活性化など供給面からインフレ率が低下する場合は、短期フィリップス曲線は左下方へシフトするので、こうしたコストは生じないと考えられる。

(2) 日本経済における短期コストの推計

ここでは日本について、インフレ率低下の成長や雇用への短期的コストを推計した。具体的には、インフレ率低下のコストについて、日本とアメリカのインフレ率と失業率、実質GDP成長率との関係より、犠牲率（インフレ率が1%低下した場合に生じる失業率の上昇や成長率の低下）を推計した。なお、インフレ率と失業率の関係については、名目賃金の下方硬直性により、インフレ率が低いほど、失業率の上昇幅が大きくなる（フィリップス曲線が凸型である）のではないかと、若年労働者比率など労働市場の変化によりフィリップス曲線がシフトしているのではないかと、等の議論も多くなされているところであるが、ここでは、短期フィリップス曲線は線型であると仮定して試算した。

インフレ率と失業率----まず、インフレ率（消費者物価指数）と失業率との関係を見るために、短期フィリップス曲線により犠牲率（インフレ率が1%低下した場合に上昇する失業率）を推計すると（付表参照）日本については、犠牲率は0.4となる（推計期間70:1~98:2）。すなわち、インフレ率を1%低下させることにより失業率は0.4%上昇することがわかる。一方、アメリカについてみると、1.6であり、日本に比べ、インフレ率低下の失業率に与える影響は大きい。

インフレ率と実質GDP 同様の手法でインフレ率（GDPデフレーター）と実質GDP成長率との関係についてみると、日本については、犠牲率は1.7となる（推計期間70:1～98:2）。すなわち、インフレ率を1%低下させることにより実質GDP成長率は1.7%低下することがわかる。一方、アメリカの犠牲率は3.1であり、失業率同様、日本に比べ、インフレ率低下の実質GDPに与える影響は大きい。

以上の試算結果は、あくまで過去におけるインフレ率と失業率、実質GDP成長率との関係を一定の前提の下（線型関係にある等）平均的な関係を捉えたものである。したがって、近年のようにインフレ率が極めて安定的に推移している場合や、資産価格下落が实体经济に影響を与えているような場合について考えると、この試算結果についてもある程度幅をもって考える必要がある。

また、こうした分析は、主として欧米各国で物価安定に主眼をおいた経済政策を実行するための論拠として、金融引締めなどによるインフレ率低下がもたらすコストの推計として行われてきた。一方、日本においては近年消費者物価の上昇率は極めて安定しており、かつ、インフレ期待も後述のようにゼロ近傍まで下がっている。したがって、現状のゼロないしマイナスのインフレ状態を維持するような場合、こうした意味でのインフレ率低下のコストは考えなくても良いのではないと思われる。むしろ、将来ひとたびインフレ率が高まる事態に陥るようなことがある場合、高まったインフレ率ないし人々のインフレ期待を低下させることには相当なコストが生じると考えるべきであろう。

表4 - 1 日本とアメリカの犠牲率 (%)

	犠牲率	
	失業率	実質GDP成長率
日本	0.43	1.72
アメリカ	1.59	3.12

(3)インフレ率低下の長期的ベネフィット

ア) 各国の分析例

インフレの弊害（インフレ率を低下させた場合、逆にベネフィットとな

る)としては、資源配分や所得分配を歪めるなどさまざまな点が考えられ、多数の研究が行われている。例を挙げれば、一般的に高インフレ時ほどインフレ率の変動も大きく、不確実性が増し、厚生低下や個人や企業の投資の萎縮をもたらすと考えられている。また、インフレ率が安定的であったとしても、インフレの存在は各企業の価格引き上げの時点の差から生じる相対価格差による混乱を引き起こす(Okun、Carltonら)といったことなどである。Fischer、Barroらは、各国のクロス・セクション・データを用いた計測により、1%のインフレ率の上昇の成長率へのマイナスの影響を0.1%以上などと推計し、インフレは経済成長に対して負の影響を与えると分析している。

このようにさまざまな見方があるなかで、経済政策が、インフレ率ゼロを目指すべきか、プラスまたはマイナスのインフレ率を目指すべきかについては従来明確な結論は得られていなかった。一般的には、低水準のプラス・インフレを持続することが経済成長を円滑化する、という認識が広くもたれている模様である。この認識は、経済構成員の中にプラスのインフレ期待がある限り、実際のインフレ率をゼロにすることは摩擦的な副作用を伴い、そのコストが無視できない、という見方が背景にあるのではないかと推測される。

これに対しFeldsteinは、わずかなインフレ率でもそれをゼロにもっていくような政策をとれば、長期的にインフレがもたらすさまざまな資源配分上、所得分配上の歪みが是正され、これによる経済厚生へのプラス効果が期待できるとしている。

アメリカについて推計したFeldsteinの研究のほか、経済厚生面からイギリス、ドイツにおいても同様の推計がなされている(表4-2)。
[情報システム課1]各国の推計についてみると、インフレ率低下による資源配分の歪みの是正を通じ、長期的なベネフィットがみられる。

表4 - 2 各国におけるインフレ率低下の効果(インフレ率を2%から0%へ低下させた場合) (% GDP)

	アメリカ	イギリス	ドイツ
消費配分	0.63 ~ 0.92	0.11 ~ 0.37	1.48
住宅需要	0.22 ~ 0.55	0.11 ~ 0.30	0.09
貨幣需要	0.17 ~ 0.03	0.15 ~ 0.02	0.04
赤字利払い	0.38 ~ 0.10	0.33 ~ 0.09	0.12
総効果	0.63 ~ 1.01	0.06 ~ 0.37	1.41

(出所) アメリカ ~ Feldstein(1996)

イギリス ~ Bakhshi, Haldane and Hatch(1997)

ドイツ ~ Todter and Ziebarth(1997)

なお、これまで各国ともマイナス・インフレの経験は少なくとも第2次世界大戦後なく、したがって、マイナス・インフレのコスト・ベネフィットを分析することは行われていない。しかし、90年代後半の日本においては、物価指数によってはマイナス・インフレが持続し、これが生じ得ることが内外に示された。そこで、日本については、プラス・インフレからゼロインフレに移る場合、さらには、ゼロ・インフレからマイナス・インフレに移る場合の両方について、経済厚生増加と財政収入減少の両者からなるベネフィットの大きさの推計を試みた。

インフレ率低下の長期的ベネフィット---日本の場合(試算)

ここでは、Feldstein等の先例に従い、インフレ率が2%から0%へ低下したときの日本におけるベネフィットの計測を試みた。(注)

まず、インフレ率低下のベネフィットの分析のメカニズムを、消費配分を例にとり、模式的にあらわしたものが図4 - 1である。さきに述べたように、インフレによってもたらされる税を通じた歪みは、経済活動の多くの分野に影響を与える。インフレ率の上昇は、税制が物価にインデックスされていないために、実質的な課税率を上昇させる。逆に、インフレ率の低下は、実質的な課税率を低下させ、個人の投資・貯蓄の収益率が上昇し、結果として消費者の効用は増加する。

このようにインフレ率低下は、消費配分の歪みを縮小させ、将来消

費を拡大するというプラス効果を持つ。他方、政府収入減少はマイナス効果を持つ。インフレ率低下による資源配分の効率性の改善による社会全体としての経済厚生増加は、消費の拡大と財政収入の減を合わせたものがネットの効果となる。

以下、()消費配分、()住宅需要、()貨幣需要、()赤字の利払い、の4分野について、ベネフィットをみていくことにする。(詳細については付注2参照)。

(注)なお、Feldstein に従って、ここでのインフレ率とは、インフレ・バイアス分を控除した「真の」インフレ率として扱っている。インフレ・バイアス幅の想定を変えることによる結果への影響は比較的小さい。

図4-1 インフレ率低下のベネフィットのメカニズム

インフレ率低下のベネフィット **長期的**

インフレ率の低下は、所得に対する実質的な税率の低下など、税制等を通じた資源配分の歪みを縮小させる。

消費配分モデルの例

(若年期)

所得を得て、投資・貯蓄により退職後の消費分を蓄える。

(退職後)

蓄えをもとに消費。

インフレ率の低下により、実質的な税率が低下し、
若年期の投資・貯蓄のリターンの増大
退職後の消費コストを下げ、消費者の厚生増大。

- ・消費配分の歪みを縮小（プラス効果）
- ・政府の収入は減少（マイナス効果）

4分野のネットベネフィットの合計（毎年GDP比換算）

消費配分 住宅投資 貨幣需要 赤字利払い

インフレ率 2% 0%

1/2 ~ 1%程度

インフレ率 0% -2%

1/2 ~ 1/2%程度

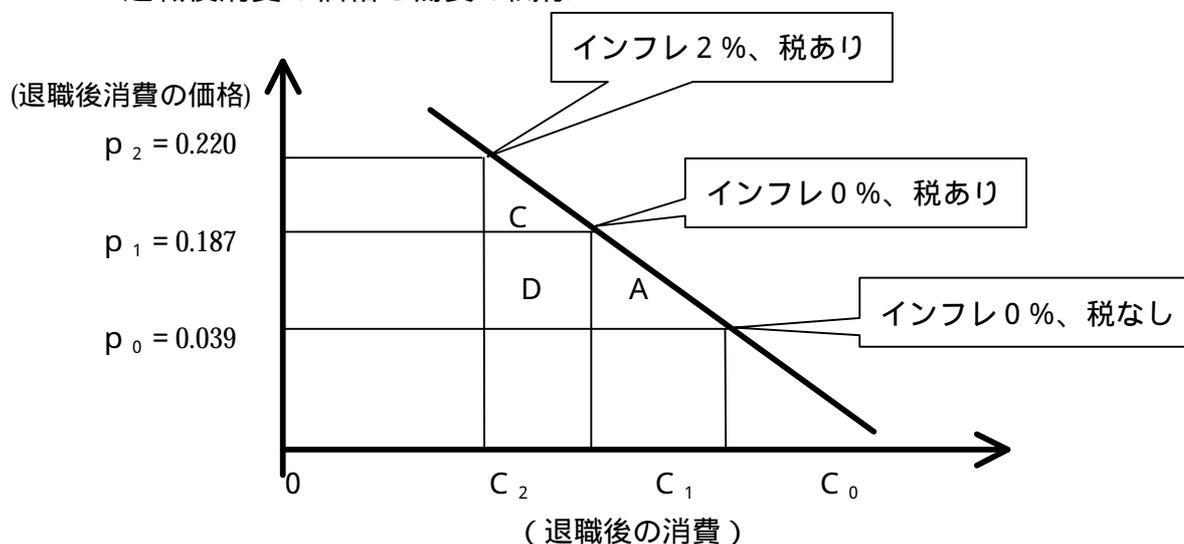
()消費配分

インフレの消費に与える効果について、消費の異時点間配分モデルより考えていくことにする。個人は若年期に収入を得、そのうちSの割合を貯蓄し、残りを消費する、貯蓄は収益率rで投資され、T年後には、個人は退職し、 $C = (1 + r)^T S$ の消費を行う、と仮定する。このフレームワークでは、貯蓄は、退職後の消費財を価格 $p = (1 + r)^{-T}$ で購入するための費用と想定される。税やインフレは、貯蓄の収益率(r)を低下させ、退職後の消費価格pを上昇させる効果をもつ。以上の仕組みを簡単にあらわしたのが図4 - 2である。ここでは、退職後の消費需要Cは、退職後の消費価格pの関数としてあらわされている。

インフレも税もない世界では、収益率(r_0)より価格は p_0 に決まり、個人は退職後の消費 C_0 を生み出すのに十分な貯蓄を選択する。インフレはないが、税が課される世界では、前者より収益率が低下するため価格は p_1 に上昇し、消費は C_1 に減少する。価格 p_1 の上昇は、Aであらわされるデッド・ウェイト・ロス(歪み)を発生させる。次にインフレが0から2%に上昇した場合、収益率はさらに低下し、価格は p_2 まで上昇、消費は C_2 まで減少する。したがって、インフレによってもたらされる、税を通じた消費と貯蓄の異時点間の配分の歪みは、 $C + D = (p_1 - p_0)(C_1 - C_2) + 0.5(p_2 - p_1)(C_1 - C_2)$ としてあらわされる。

一方、インフレ率の低下は、税収を減少させることになる。両者(デッド・ウェイト・ロスの縮小効果と税収の減少効果)を推計すると、インフレ率が2%からゼロに低下することによるネットでの効用の拡大は、毎年GDPの0.81~1.32%となる。

図4 - 2 退職後消費の価格と需要の関係



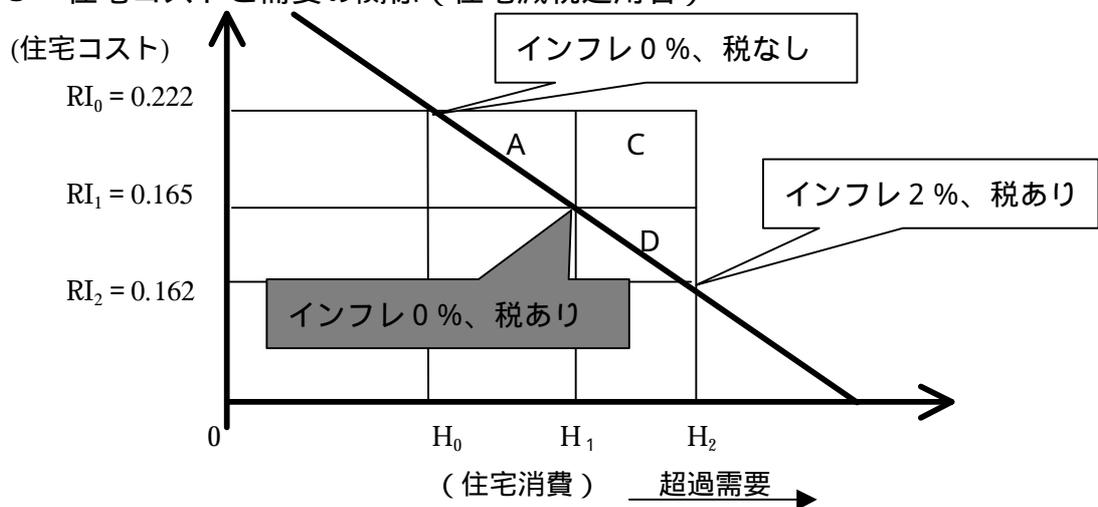
()住宅需要

さきにみたように、インフレは企業に対する実質的な税率を引き上げるため、投資の収益率を低下させる。このため、インフレ率が上昇すると、設備投資に対する需要が減少する一方、その代替として、住宅投資に対する過大な需要につながる。したがって、インフレ率の低下は、住宅投資に対するこうした過大な需要から生まれるデッド・ウェイト・ロスを減少させ、経済厚生を改善する。さらに、住宅投資の減少は、住宅ローン残高に対する税額控除額の減少、企業部門へシフトした投資資金からの収益に対する税収増などを通じて、税収を増加させる。

インフレが低下した場合の住宅コストと住宅需要との関係をあらわしたものが図4 - 3である。税がない場合、住宅コストは R_0 であり、住宅需要は H_0 であるが、税があり、インフレがゼロの場合には、住宅コストは R_1 に低下し、住宅需要は H_1 に増加する。この場合、デッド・ウェイト・ロスはAの部分である。インフレ率が2%に上昇した場合、住宅コストはさらに R_2 に低下し、住宅需要は H_2 に増加する。したがって、インフレによってもたらされる、税を通じた住宅需要の歪みは、 $C + D = (R_0 - R_1)(H_2 - H_1) + 0.5(R_1 - R_2)(H_2 - H_1)$ とあらわされる。

こうした、インフレ率の低下による歪みの縮小効果に税収増加の効果を加えると、インフレ率低下(2%からゼロ)のネットでの効果は毎年GDPの0.04~0.05%に達するものと推計される。

図4 - 3 住宅コストと需要の関係(住宅減税適用者)



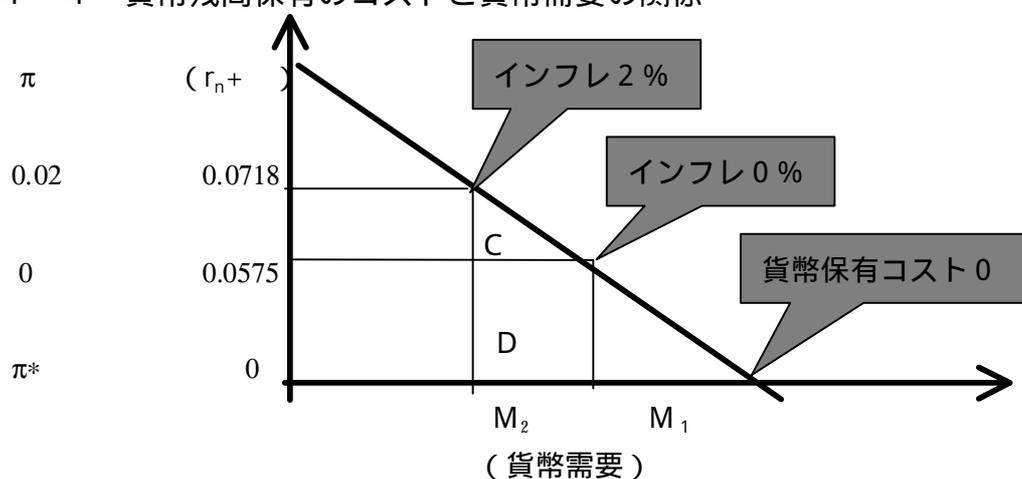
() 貨幣需要

インフレ率の上昇は、金利がつかない貨幣残高の保有コストを上昇させ、最適な水準以下に貨幣需要を減退させる。まず、インフレによる貨幣需要の歪みについて試みる。貨幣の量を増加させるための実質コストをゼロと仮定すると、インフレ率は貨幣残高保有のコストを完全に取り除く、すなわち、名目金利がゼロである場合最適となる ($r + \pi = 0$ 、 $r =$ 収益率、 $\pi =$ インフレ率)。

図4 - 4は、インフレ率の低下、したがって、貨幣保有の機会費用が低下した場合のデッド・ウェイト・ロスの低下をあらわしたものである。貨幣供給のコストがゼロなので、インフレの低下による効用の増加は、貨幣需要曲線とゼロの線との間のC + Dの部分となる。

一方、インフレ率の低下による政府部門の歳入効果についてみると、通貨発行益の減少や生産資本からの資金流出による歳入の減少などの影響を受ける。両者(貨幣需要の歪み是正によるデッド・ウェイト・ロスの縮小効果と政府の歳入減効果)を推計すると、インフレ率低下(2%からゼロ)のネットでの効果は、毎年GDPの0.19~0.06%となる。

図4 - 4 貨幣残高保有のコストと貨幣需要の関係



() 財政赤字の利払い

インフレ率の低下は、個人の利子収入に対する税収を減少させ、これ(インフレ率2%から0%)による厚生減を推計すると(詳細は付注参照)毎年GDPの0.18~0.07%に達する。

() インフレ率を2%から0%に低下させた場合のベネフィット。

以上、インフレ率の低下のベネフィットについて試算したが、これをまとめると、インフレ率を2%から0%に低下させた場合のベネフィットは、表4 -

3にあるとおり、全体で毎年のGDPの1/2～1%程度に相当するものと試算される。

表4 - 3 インフレ率低下の効果(インフレ率を2%から0%へ低下させた場合)
(毎年、%GDP)

	インフレ率低下のベネフィット
消費配分	0.81 ~ 1.32
住宅投資	0.04 ~ 0.05
貨幣需要	0.19 ~ 0.06
赤字利払い	0.18 ~ 0.07
全体でのベネフィット	0.49 ~ 1.22

()インフレ率を0%からマイナス2%へ低下させた場合

次に、上記の推計方法により、インフレ率をゼロからマイナス2%に低下させた場合の効果を推計した。

表4 - 4 インフレ率低下の効果(インフレ率を0%から-2%へ低下させた場合)
(毎年、%GDP)

	インフレ率低下のベネフィット
消費配分	0.09 ~ 0.65
住宅投資	0.03 ~ 0.05
貨幣需要	0.19 ~ 0.07
赤字利払い	0.18 ~ 0.07
全体でのベネフィット	0.42 ~ 0.54

インフレ率を0%からマイナス2%に低下させた場合、全体でのベネフィットは、2%から0%に低下させた場合に比べ大きく低下し、マイナスになる可能性さえ生じることがわかる。これは、インフレ率が低いほど税による歪みが小さくなるため、同じ2%ポイントのインフレ率の低下であっても、インフレ率低下によって改善される資源配分上の歪みの大き

さが相対的に小さくなるためである。一方、政府の歳入の減少幅は、インフレ率を2%から0%に低下させる場合に比べて拡大する。この点を考慮すれば、インフレ率が0%からマイナス2%に低下する場合には、ネットのベネフィットが必ずしもプラスになるとは限らないというが示唆される。

ウ) インフレ率低下の効果

インフレ率低下の長期的なベネフィットをみると、経済全体にとってインフレによる資源配分の歪みの是正からの観点からはプラスのベネフィットをもつことがわかる。例えば、インフレ率が2%からゼロに低下した場合のベネフィットの総計は、毎年GDPの1/2%程度から1%程度である。しかし、インフレ率がゼロからマイナス2%に低下した場合は、経済全体にとってのベネフィットは、1/2 ~ 1/2%と試算され、マイナスになる可能性も示唆される。

すなわち、長期的にみたインフレ率低下の効果は、インフレ率をプラスからゼロに低下させる場合にはベネフィットは大きいものの、ゼロからマイナスに低下させる場合は、ベネフィットは小さくなる、もしくはマイナスになってしまうことが示唆される。

このことは、長期的にみてもマイナスインフレは必ずしも望ましいものでなく、さりとてプラスのインフレ率も望ましいとは言えないことを示唆する。すなわち、長期的な物価の目標としては、ゼロインフレを目指すべきであるとの一つの証左となろう。

なお、ここでは消費の異時点間配分モデルにより長期的なベネフィットを推計した。ここでは、生産技術、経済制度等は変化しないもの等の前提を置いている。従って、実際には、技術革新や構造改革等によって企業の収益率が影響を受けることなどに留意する必要がある。

2. 物価政策が目指すべきは「ゼロ・インフレ」か「プラス・インフレ」か

最後に、当面の日本経済のデフレ的状況からの脱却という政策論を離れて、日本経済が落ち着きを取り戻した中長期的将来において、そもそも今後の物価安定政策が目指すべきは、どのような物価の状態であるべきか、「物価安定」とは何か、について論じる。すなわち、「物価安定」の姿として、ゼロ・インフレ、プラス・インフレのいずれが望ましいか、また明示的な目標を設

定すべきかについて、考え方を整理する。

この議論に関しては、海外の経験はあまり参考にならない。欧米でのインフレ・ターゲティングの経験では、現実に物価安定の目標を具体的にどう設定するかは、ケース・バイ・ケースで異なっている。とくに、ゼロ・インフレを目指すのか若干のプラス・インフレを目指すのかは、はっきりした基本的考え方は存在しない。そもそもディスインフレを目指す、それが達成された場合は低インフレを維持することが政策目標であったから、ゼロ・インフレやマイナス・インフレは考慮の対象外であった。政策当局者に聞いても、マイナス・インフレは除外するが、CPIバイアスを除いた「真の」インフレをゼロとすることを目指すのか、わずかなプラスとすることを目指すのか、一義的な答えはない

一般にマイルド・インフレが経済の成長にとって好ましいとの議論がある。これは、需給面からインフレ率が低下すると、短期的に成長率の低下や失業率の上昇などのマイナス効果が同時に生ずることが各国で観測されていることによると思われる。このマイナス効果は一般に、インフレ率低下のコストと言われる。これは暗黙に経済構成員の間に、プラスのインフレ期待があること、貨幣錯覚があることが背景にあると考えられる。短期フィリップス曲線のトレードオフの形状によっては、ゼロ・インフレにするのに限界的コストが大きくなる可能性があるのである。しかし、日本はすでにゼロないしややマイナスのインフレを経験してきており、インフレ期待もゼロ近傍まで下がっている。したがって、日本では、こうした意味でのインフレ率の低下のコストは考えなくてよいのではないか。ただし、いったん将来においてインフレ期待が高まってしまうと、それを再び低下させるのにコストが生ずると考えられる。

他方、長期的な観点からは、インフレのもたらす資源配分や所得分配の歪み、さらに将来の不確実性、といった弊害を考えると、インフレ率の低下によるベネフィットは大きい。このため、ゼロに近いインフレ率を目指すことは合理的であろう。ただし、さらにインフレ率をマイナスにしていった場合、必ずしもプラスの効果があるとは限らない。

したがって物価政策は、実質的にゼロ・インフレを目指すことでよいのではないか。ただし、真の「ゼロ・インフレ」を目指すことは、現実の物価指数でのゼロ上昇を目指すことには限らない。まず、卸売物価指数や生産者物価指数は、あくまで製造業の物価であり、トレンド的な生産性上昇、交易条件変化などの影響を強く受けるから、目標にはなりにくい。資産価格はその性格上将来インフレへの予想を含む点で重要な情報ではあるが、同時に将来の

収益性予想を反映するので、純粋なインフレ指標ではない。GDPデフレーターは物価指標というより付加価値のデフレーターである。結局消費者物価指数を使うのが自然であり、また国際標準でもある。その場合、CPIバイアス（品目ウェイト変化、購買行動変化、新製品や新機能製品の登場などの影響）の存在を考慮すれば、目指すべき物価指標上のインフレ率はわずかなプラスとなる。もちろん、CPIバイアスを縮小するための指標改善が必要である。

このため、各国の経験等を踏まえつつ、物価政策、金融政策との関連で、中長期的な観点から、物価目標のあり方について検討していく必要がある。

(付表) 犠牲率の計測結果

インフレ率と失業率との関係を見るために、短期フィリップス曲線を以下のように仮定する。

$$\pi_t = (1 - \alpha)\pi_{t-1} + \alpha\pi_t^e + (U_t - U^*) + (U_t - U^*)_{t-1}$$

ここで、 π_t はインフレ率、 π_t^e は期待インフレ率(20期移動平均インフレ率)、 U_t は失業率、 U^* は均衡失業率(HPフィルターにより推計)である。この式より、犠牲率(インフレ率が1%低下した場合に上昇する失業率)は $(1 - \alpha) / (\alpha + \beta)$ とあらわすことができる。

インフレ率と実質GDP成長率との関係についても同様の手法で推計することができる。

$$\pi_t = (1 - \alpha)\pi_{t-1} + \alpha\pi_t^e + (Y_t - Y^*) + (Y_t - Y^*)_{t-1}$$

ここで、 Y_t は実質GDP、 Y^* は潜在実質GDP(HPフィルターで推計)である。

推計結果は以下のとおり。

	失業率	実質GDP
日本	0.586	0.680
	-2.672	0.489
	1.714	-0.302
R	0.575	0.663
DW	2.225	2.232
$(1 - \alpha) / (\alpha + \beta)$	0.432	1.716
アメリカ	0.703	0.705
	-0.424	0.086
	0.237	0.008
R	0.734	0.724
DW	2.196	2.239
$(1 - \alpha) / (\alpha + \beta)$	1.593	3.122

