

「デフレ」について検証する

【出席者】

- 須田 美矢子氏（学習院大学経済学部教授）
高橋 進 氏（日本総合研究所調査部長）
林 敏彦氏（大阪大学大学院国際公共政策研究科教授）
古川 彰 氏（経済企画庁調整局審議官）

古川（司会）

本日は「デフレ」について論じていただきたいと思います。経企庁物価局では、昨年から今年にかけて「ゼロインフレ下の物価問題検討委員会（貝塚啓明座長）でこの問題を議論し、6月に報告書を出しました。本日まで出席の須田、高橋両先生にはこの委員会にご参加いただきましたが、本日は研究会の議論にこだわらずご自由にご議論下さい。

本日まで議論いただきたい点の第1は、「デフレ」とは何なのか、日本経済は「デフレ」なのか、「デフレ」進行のメカニズムは何か、という点であります。

日本経済は、今年1～3月期のGDPが前期比1.9%増となり、戦後最大の景気の落ち込みがやっと止まりつつあり、物価については、戦後最大の不況とともに卸売物価が下がり、消費者物価も極めて安定ないしやや弱含みという状況が続いております。この不況と物価の弱含み、あるいは下落の共存ということでデフレ状態であると言われる。

ただ、「デフレ」、「デフレ・スパイラル」という言い方があいまいに使われているような気がします。そこで、「デフレとは何か」、「日本経済はデフレなのか」が本日のテーマの一つです。日本だけではなく、中国も物価が下がっていますし、ヨーロッパでも今年に入りましてから、ややデフレではないかと言われました。このような意味では、日本のここ数年の経験をどう分析し、対応することが望ましいかという議論が、世界経済の今後にとって大きな意味を持つのではないかと考えております。

第2の点は、デフレに対する政策、特に金融政策の効果であります。デフレに対する最大の政策は金融緩和政策であります。これについてはだいぶ評価が分かれていますの

で、この点も議論していただければと思います。処方箋として「調整インフレ論」や「インフレ・ターゲティング論」などが提案されたわけですが、これらが日本に適用できるのかどうかについても議論していただきたい。

当面の循環的な景気後退や物価の下落という現状を離れて、もう少し長い目で見て望ましい物価の安定とはどういうものであろうか。ある程度プラスのマイルド・インフレが長期的に望ましいのか、ゼロインフレか、あるいは物価が安定的に下がるような状況が長期的に好ましいのか。このあたりについても議論していただければと思います。

それでは最初に、最近の日本経済の状況をどう見るか、「デフレ」あるいは「デフレ・スパイラル」というように見ているのか、についてご意見を伺いたいと思います。

日本経済はデフレなのか

高橋

ようやくここに来て景気が下げ止まり始めたということについては、皆さん認識が一致しているのではないかと思います。下げ止まりか横ばい状態だと思います。ただ、横ばいの中身の問題でして、やはり民需がまだ非常に弱い、そういう中で政策需要でもってかなり持ち上げられている部分がある。

したがって、先行きを展望しますと、このまま民需が自律的に持ち上がってくれば景気は良くなるわけですが、果たしてそうなるのかどうか。その前に政策需要が力を失ってしまうという懸念があると思います。概して民間のエコノミストは悲観的になっていまして、やはり民間の自律的な回復がなかなか展望できない、その間に政策の押し上げ効果がだんだん落ちていくのではないかと懸念をしているところだと思います。

ただ、1～3月期のGDP成長率が非常に強く出ましたので、それが本当に一時的なものなのか、それとも民需回復の兆しが少しでも現れてきているところなのか、そこはかなり慎重な見極めが必要だと思います。

今回の景気後退も含めまして、バブルの後、結構長い景気後退が何回もあった。例えば、95年のときにも円高になって、あのときも「円高デフレ」という言葉を私どもは使っていました。それから、今回の場合にも「デフレ」、あるいは「デフレ・スパイラル」というような言葉まで私どもは使いました。そういう意味で、バブルのあと、単なる不況という

ことではなくて、どうもかなり深刻な景気後退、それに伴って物価が下落するというような状況を、皆さんはデフレと呼んでいるのではないのかと思います。

私は、「物価の下落を伴う深刻な景気後退」をデフレと捉えていいのではないかと思います。そういう意味では日本経済は足元までデフレ状況だったと思います。去年の夏ぐらまでの急激な景気の悪化は、やはりデフレ・スパイラルという状況の入り口にあった、あるいはそれに近づいていたという状況ではなかったかと思います。日本は一時非常に危険な状況にまで行っていた。

ただ、その後、政策総動員がございましたので、何とかデフレ・スパイラルという危機は乗り切って、一般的なデフレ状況というところに来ているという認識を持っております。

須田

私は現在のマクロ経済状況の判断は必要だけれども、それがデフレであるかどうかという議論は少し不毛なところがあるという気がしています。どう定義しようとしても曖昧さは残るし、定義を厳密にしてみると今度は現状分析が「デフレ的」というような判断になってしまう。

報告書（ゼロインフレ下の物価問題検討委員会報告書）では、景気後退プラス物価下落がデフレという定義を出していますが、もしグローバルにみて世の中からインフレ問題がなくなってきたら、このような状況は異常なことではなくなってしまうんですね。これまではインフレ率がプラスだから物価が下がることは特別のことだけれど、世界全体でインフレ率が低くなった状況では、単なる景気後退でも物価の下落が起こってしまう。

でも、デフレは単なる景気後退ではなく、もっと深刻な状況だという意味を含めて用いられているところがある。そういう意味でも定義を厳密にしてしまうのは問題だし、それに基づいてデフレかどうか議論してもあまり実のある議論を生むとは思っていません。

さて、マクロ経済の現状認識は皆さんと違いはないと思うのですが、問題は今後です。今後については、私は楽観主義者で、日本経済のファンダメンタルズは強いものを持っていると思っています。確かに、民需がなかなか増えず、政策で支えて成長率を上げていくのならば、財政支出を増やしていかななくては
いけない、というところを考えると、否定的な見解もあるとは思いますが。

けれども、今日のグローバル化した世界の中で、日本の問題は日本だけの問題ではないと他の国々も思うようになってきていて、日本経済が落ち込んでいくところをただ見てい

るとは考えられない。そういう外的な環境も考えると、これから先にそんなに悲観的なことが起こるとは思いません。

林

景気の現状をどういう方法論で診断するかということは、皆さんそれぞれの物差しをお持ちだと思います。

私は関西に住んでいて、計量分析でもなく、理論分析でもなく、カジュアル・オブザベーションから言いますと、結構関西では去年の暮れから今年にかけてマンションの売れ行きが好調です。値ごろ感のあるマンションですとモデルルームの店員さんが殺気立っていますね。それから、アウトレットの店には長い行列ができています。北新地では特徴のあるところは流行って、特徴のないところが潰れている。学生が3,000円ぐらいまでで飲み食いできる居酒屋さんなんか、これまたコンパの時期になると殺気立っている。それから、最近、高速道路が朝トラックで混むんですね。

そういうのを見ると、やはり少し動きが出てきたなという気がいたします。それが政策のしからしめるわざなのか、自律回復なのかということはまだわかりませんが、少しモードが変わってきたなと思います。それが現状の認識です。

一方、失業率が高く、有効求人倍率も低いのですが、これは遅行指標ですから、これからどうなるかということ占う上でどれほど役に立つのか。本当はここが一番ポイントだと思うのですが、今の数字が悪いからといって今が景気が悪いという意味ではないだろうと思うのです。

それから、「デフレ」という言葉についての私の感想を申し上げますと、インフレーションは物価が上がる現象である、と皆さんおっしゃるわけですから、デフレーションはその反対で物価が下がること、と単純に考えていいのではないかと。そこで、何で下がるかというときに、技術革新で生産性が上がったなら下がるというのではなく、需要不足で物価が下がるという現象がデフレである、つまり、皆さんが今おっしゃったように物価の下落と景気後退が同時に起こることがデフレだという定義でいいと思います。

ただし、その景気後退と物価の下落のどちらを強調した言葉かということ、デフレは物価の下落を強調した言葉になっている。これは1930年代のアメリカの大不況の時に、今日でこそ「グレート・ディプレッション」と表現しますが、あの時代に生きていた人たちは「グレート・デフレーション」という認識で、物価が下がるのが諸悪の根源だ、だ

から物価を上げなければいけないという認識が非常に強くて、ニューディール政策もほとんど物価の下落を食い止めるための政策だったんですね。農業調整法にせよ産業復興法にせよ、これは要するにある種の不況カルテルないしは支持価格を導入して物価が下がらないようにしようということなのです。ですから当時の認識は大不況という側面よりも物価が下がって大変だという側面が強調されていたと思います。

「賃金の下落」と「需要不足による景気後退」の
スパイラルが「デフレ・スパイラル」

林

それから、スパイラルについてですが、私はスパイラルはもう少し限定的に考えた方がいいと思う。少なくともケインズが考えていたようなスパイラルとは、「賃金の下落」と「需要不足による景気の後退」とかがスパイラルで起こっていくことであった。この認識が「デフレ・スパイラル」というときの根本になければならない。

例えば、川上から川下へ物価の下落が波及していくとか、輸入物価から消費者物価へ波及していく過程で物価が順次下がっていくとか、あるいは元請、下請関係を通じて値下がりが波及していくこと自体はスパイラルではないと思います。それよりも、やはり失業や賃金の下落によって有効需要不足が起こってきて、さらに物価が下がって、景気が悪くなっていくということが起これば本気で心配しなければいけない。そのことが今起きているかと言われると、私はまだそういう言葉を使う必要はないのではないかと思います。

まとめますと、デフレと言われるれば、私は現在はデフレ局面にある、デフレーションであると言い切っていると思います。スパイラルになっているかと言われると、先ほどのようなスパイラルは幸いにしてまだ起こってない。先行きどう見るかという、少し明るさが出てきた。これが私の認識です。

資産デフレ

古川

今、皆さんおっしゃったのはフロー要因でのお話だと思うのですが、今回の景気後退は相当ストック面の影響も大きく出ています。資産価格がバブル気に非常に上がってしまったものが、その分だけ下がる。しかし、バブル気にそれに対応して拡大した負債の方が減らない。したがって企業のバランスシートが悪化し、不良債権問題となって金融システムにも影響を及ぼすという形でのマイナスが、特に97年の金融機関の破綻によって大きく表面化し、それがまた一段と経済の悪化を促進するようになったわけです。このような資産価格の下落を、このデフレの中に含めて考えるべきなのかどうか。

1930年代にも似たような動きがあったと思いますし、1990年代の初めごろの欧米諸国、特に北欧の国々などで、資産価格の下落に伴う金融システムの悪化の問題が生じたわけです。この点を考えると、やはりデフレ・スパイラルというか、資産デフレ・スパイラルといったものが生じていたのではないかという気はいたします。

また、これまでのさまざまな措置によって、金融システムがある程度安定化してきたのかどうかについてもご議論下さい。

高橋

今、まさにおっしゃった意味でのストック面でのデフレ、デフレ・スパイラルというのが、私は今回の場合にはもう一つの大きな要素として日本経済に働いていたと思います。

私は資産デフレに伴うスパイラルもデフレ・スパイラルに含めるべきだと思います。資産価格が下落する、ところが企業サイドで言えば負債は減らないわけですから、バランスシートが悪化する、そこに貸し出しをしている金融機関の不良債権が増大していくという形で、金融機関は不良債権が増加すれば貸出余力が低下、あるいは貸出態度が慎重化する。これが实体经济に影響していく。实体经济が悪くなると、また資産デフレが激化する。このような形での、資産デフレと实体经济との間のスパイラルというのが働きかけていたという気がいたします。

これは決して銀行行動だけではなく、例えば、企業側で見ましても、結局、今、「雇用」「設備」「債務」の3つの過剰と言われますが、債務を大量に抱えている中で、資産デフレの中では当然設備をカットしていくという話になるでしょうし、家計についても債務負担が減らない中で資産価値がどんどん下落していくということで、家計消費が非常に慎重化していく。そういうようなことを通じて、結局、資産デフレが債務デフレになり、金融シ

システムの機能の低下を招く、という形でのスパイラル的な状況が起きていたという気がします。

特に97年の末から98年の夏にかけて、銀行が貸出をしないため景気が悪くなり、さらに景気が悪くなるので金融機関の不良債権がどんどん膨らんでいくという形で、景気と金融機関行動との間でのスパイラルというのは実際に起きていたように思います。ここに来て公的資金の投入や金融システム対策がだんだん功を奏してきて、少しずつスパイラル的な状況は薄れてきたという気がします。

ただ、足元の資産デフレということだけを見れば、この状況がまだ解消するという段階ではないと思います。特に土地価格等を見ますと、まだ下落を続けているわけですから、資産デフレの軛から逃れて、金融システムが健全化の方に向かったというには、ちょっとまだ早いと思います。

市場メカニズムをどこまで信頼すべきか

古川

資産価格、あるいはバランスシートを通じた経済のスパイラル的な悪化という状況は、1930年代の大恐慌のときに最も激しい形で見られたと思います。このような状況に対し、市場メカニズムを頼って放置していいのかどうかは一つの論点だと思います。30年代の経験に鑑みて、市場メカニズムに任せておくと、そういう資産価格、物価、実体経済というスパイラル的な悪化は自然に反転するものでしょうか。まず、大恐慌の経験について、林先生からお伺いしたい。

林

1930年代に一世を風靡した経済学者にアービング＝フィッシャーという人がおりました。貨幣数量説で有名な人でして、 $(貨幣数量) \times (流通速度) = (物価) \times (取引量)$ [$MV = PT$] というのを考案した人だと言われていますが、この方が過剰債務説というのを当時から唱えています。企業は債務超過に陥っていて、資産価格が下落したので家計も企業も債務超過から需要を萎縮させて不景気が起こっているというのを、大恐慌の診断として、アメリカ経済学会の会長講演などでもおっしゃっているのです。ですから、そう

という見方は当時たくさんあった。

それから、比較的最近になって恐慌のことを分析したものの中に二つぐらい説があります。一つはバランスシート・エフェクト。バランスシートが傷んでいて、そのバランスシートを立て直そうとすると、フローの経済効果に影響が出て、それが需要不足に拍車をかけているということを指摘したフレデリック＝ミシュキンの研究論文があります。

それから、もう一つはベン＝バーナンキの議論です。ご存じの通り、かつてミルトン＝フリードマンが大恐慌は金融政策が間違っただから起こったんだというマネタリスト的見解を出しましたが、その際手がかりにしようとしたのは、マネーサプライのコントロールが適切であったかどうかというところでした。しかし、バーナンキの論文はマネーサプライの量が問題だったのではなくて、当時は1933年の3月4日にすべての銀行が閉鎖されたように、支払いシステムがストップしたことの影響の方が大きかったということを言っています。

その二つの論文を思い出しました。そうすると日本で支払いシステムのストップなどということは起こっていない。バランスシートが問題か、これはそのとおりです。当時でも銀行が倒産するのは3回ぐらい銀行倒産の波があって、それぞれ違う原因で起こったのですが、共通しているのはバランスシートが悪かったからです。ですから、これは今日でも生きていると思います。

日本は「整理する」というコンセプトが弱い

林

それではどうしたのか。確かに政策的対応もありました。それは、預金保険が導入されたり、あるいは証券法とか証券取引法というルールが導入されたり、ルーズベルト政権は金融に冷たかったですから、金融に対してかなり規制的な手法を導入する形で問題を解決しようとしたところがあります。

しかし、基本的には「整理」したのだと思います。恐慌が始まったときに、当時の財務長官アンドルー＝メロンが、「整理しなさい」ということで、不良債権を整理しなさい、人員を整理しなさい、何々を整理しなさい、とにかくこれしか方法はないということをしていました。基本的には損切りをするというか、整理したんだと思うんです。

政府の政策は、それをどの程度か和らげる効果を持ったとは思いますが、恐慌そのものは別の要因によって終わっていった。しかも恐慌と言われている時代は今から見ると10年しかなかったんですね。日本もバブルが崩壊してもう10年ですから、もう終わってなければいけない。

ですから、メカニズムとしてはよく似ている部分があるし、よく似た診断もあった。現在の日本と当時のアメリカとで対応の仕方が違うかということ、根本的に違う点は「整理する」というコンセプトが、日本の場合やや弱いのかなという気がします。

高橋

当時はR F C (Reconstruction Finance Corporation 復興金融会社) をつくって整理をさせながら、助けるところについては公的資金を銀行の資本に直接注入していったと思うのですが、それでもなかなかうまくいかなくて、R F C は結局一般企業にまで資金供給していった。そういう意味ではなかなか金融機能が回復しなかったというような記憶があるのですが、それは正しいでしょうか。

林

最初は銀行に公的資金を注入しようと思いました。しかし、当時は鉄道会社の不良債権が大きかったので、R F C は銀行と鉄道会社を救おうとしてフーバー大統領の時代にできました。ルーズベルトはそれを受け継いでやったのですが、銀行は使いたがらなかった。R F C からローンを受けているという噂が立っただけで信用不安が広がったからです。バンク・オブ・アメリカなど数行しか最初は申し込まなかったと言われています。

ですから、最近R F C の役割が日本で非常にクローズアップされていますが、アメリカの文献を見るとあまりたくさんは書いてないんですね。ということは大したことなかったのかなという気がします。手法としては、例えば、優先株を引き受けるなど学ぶべき点はあると思いますが、R F C で銀行は救えなかった。

それと、もう一つ見落としてならないのは、アメリカには銀行と名のつくところがたくさんありまして、恐慌当時も3万5,000行くらいあったのが、30年代の半ばに至っては半分ぐらいに減っている。だからそれも「整理」という意味なんですけど、日本でも、A銀行がどうだ、B銀行がどうだじゃなくて、日本の銀行の数が半分減ったというのだったら整理したという感じがするんですけども、大げさな割には大したことは起こって

ないと後世の人は思うんじゃないかなと思います。

経済には自律反転するメカニズムがあるか

古川

先ほど須田先生は楽観的とおっしゃいましたけれども、これは資産デフレ的な状況があったとしても、ある程度市場メカニズムに任すことによって、どこかで自律反転するようなメカニズムが経済にあるというふうに考えていいのでしょうか。

須田

私は、デフレがスパイラル化していくということに関しても、やはり基本的にプライス・メカニズムがうまく機能していないからだと思います。つまり、本来、資産価格というのは予想の変化があったらすぐ反応するべきで、その調整に時間がかかるというのは、情報が価格に十分反映されていないからです。

そういう意味では、市場メカニズムに任せるといっても、放っておけばいいという意味ではなくて、市場の価格がシグナルとしての効果を発揮するようにしなければいけない。市場が不安定な状況であったら、それを解消するようなことはやっていくべきです。それから、放っておけばいつかは自律反転すると思いますが、市場は必ずオーバーシュートする。だからオーバーシュートを避けるためにも、市場を整備しつつ、何らかの政策で市場にショックを与えていくということで反転を助けていくことが必要です。政策についても、何をやっても市場に見越されて、織り込まれてしまったら効果はないので、とにかく驚かせるような政策を同時にやりながらオーバーシュートは避ける努力を行う。そして片方で市場を整備する。セーフティネットをつくるということまで含めた意味で、市場に任せて大丈夫だということになるような環境をつくるのが非常に大事だと思います。

林

市場へ出てくれば市場が処理できると思うのですが、例えば、いわゆる含み資産、含み損、あるいは過剰人員を抱えるといったように、企業組織の中でできるだけ頑張ってしまう市場に委ねないところがあるのが、却って調整を長引かせたのかなと思います。

やがて台風が過ぎ去るんだからということで、長期的に考えていけば、一旦吐き出してまたリクルートするのも大変だからという計算も成り立つのですが、そういう意味では、須田さんのおっしゃるように市場がある意味で頼りにされていない。だからそれを整備して行って、「一人で悩んでないでマーケットに出してみんなで考えようよ」という仕組みになれば、もう少し調整ができるかなと思います。

高橋

そういう意味では、銀行行動に限ってみますと、やはり今回の公的資金の投入に際して、相当基準をはっきりさせた上で引当をさせたことが、結局その銀行の持っている資産を市場価格に近づけるという意味で非常に興味があった。今まで含み損を抱えてきましたが、これがある程度市場価格に近づいていくことを余儀なくされたという意味では、メカニズムが働きやすくなったという気がします。

それから、アメリカの90年代の経験を見ても、アメリカでS&Lを処理するためにRTCが使われた、そのときにRTCが不動産の証券化ということで、市場形成に一役買って、民間がそれにのっかる形で市場を使い出したということがあります。私はこれからの金融の問題について解決するときには市場メカニズム、あるいはそれが働くための環境整備というのは非常に重要なことだろうと思います。

物価下落の功罪

古川

今までの議論を踏まえて、短期的、循環的な要因で物価が下がっていくことの功罪、特にマイナス面をどう考えるかということについてご意見をいただきたい。

林

物価が上がるときにインフレの功罪という議論がしきりになされたんですね。そのときの議論を思い出してみますと、物価が上がると決まった所得をもらっている人が困る。実質所得が下がってしまうということがあります。それから、物価が上がると、お金を貸している側と借りている側では、金利は物価を完全に調整し切れませんので、実質金利が下

がる形で、借り手が得をして貸し手が損をする、一般預金者が損をして、借りて事業をやっているところは得をすると言われましたね。金融資産と実物資産で言うと、実物資産を持っていれば損をするなんてことを言われた。物価が上がるときの功罪の罪の方ですけれども、弱者に対する課税になるというのがインフレの害悪だったわけです。では、デフレは弱者に対する救済か、もちろんそういう側面もあります。例えば、年金生活者は物価が下がったからといって年金は切り下がりません。そういう人たちはインフレでは損をするかもしれないけど、物価が下がることだけから言うと暮らしやすくなるという側面はあるかもしれませんね。

ただ物価が下がる時には同時に経済情勢が悪化していますから、むしろ物価下落の功罪だけを論ずるわけにいかなくて、暮らしやすくなった人が出てきたと思ったら、実は経済の屋台骨が揺らいでいて、皆が貧乏になってしまうというところがあります。だからトータルに考えると確かに罪の方が大きいんでしょうね。罪の方はむしろどちらかということと实体经济が悪化するということから、例えば、失業とかリストラとか、産業構造の転換の基準とかいろいろなことが罪として出てくる。しかし、功もないわけではないという気がします。

古川

その点に関しまして、例えば金融の引き締めなどによって人為的にインフレ率を安定させるときに、「犠牲」が生じる、つまり成長率が下がる、雇用が悪化する、ということが短期的に生じます。短期フィリップスカーブが右下がりという前提で犠牲を試算したところ、1%インフレ率を低下させるときに、70年代からのデータを使いますと、失業率は0.4%くらい上がったはずである、実質成長率は1.7%下がったはずである、という結果が出てきました。ただ、こうしたマイナスは、人々の間に一定のインフレ期待があるときに、現実のインフレ率をそれ以下に引き下げることによって発生するのではないかと思います。

林

スタグフレーションが問題になったときに、インフレ率プラス失業率というマイゼリー・インデックス (Misery Index 悲惨度指数) という考え方が出てきましたね。今の日本では、失業率の上昇が効いて不快感、悲惨度が上がっているのかもしれないですね。

「流動性の罠」と言えるか

古川

次に、政策面の議論に入っていきたいと思います。日本経済が「流動性の罠」の状態にあるのかどうか、仮にそれがイエスであれば、金利が下がる余地がないから、マネタリーベース供給を拡大してもマネー需要増、さらに消費や投資需要増につながらない、つまり伝統的な意味での金融政策の波及メカニズムが働かない、ということになりますが、そのときに、いわゆる量的緩和政策によって、人々のインフレ期待を高めようとする政策をとることがどれだけ有効なのだろうかということが、日々活発に論じられています。

私の解釈ですと、流動性の罠にあるかどうかについては、確かに銀行間オーバーナイト金利などはゼロでありますので、これ以上名目金利が下がりようはないわけですが、少なくともイールドカーブは右上がりである。したがって、より長期の金利をターゲットにマネタリーベースを供給していくことによって全体としての金利を下げる余地はまだ多少あるだろうと考えています。けれども、その余地は相当小さいという気はいたします。

それでは、「量的緩和」で事が解決するのとなりますと、これは結局インフレ期待をつくれるかどうかということにかかってきますので、現状では困難ではないかという感じがしております。もちろんマネタリーベースを大幅に拡大すれば、将来的には恐らくマネーサプライの増加につながって、どこかの時点でインフレが起こる可能性は高いわけですが、いつの時点でどれだけのインフレが起こるのか分からない限り、そうしたあやふやな「インフレ期待」では実体経済を動かすような効果はなかなか持ち得ないのではないかと思います。

一方で、金融政策はそれだけのルートではない、為替レートを通じた効果、資産価格を通じた効果などいろいろあるのだから、金融政策の量的な拡大という意味での金融政策の効果は決して失われていないし、ほかの政策手段よりももっと大きいんだという議論もあるわけです。このあたりについてご議論いただければと思います。

須田

金融政策のあり方については、私は今のような資本移動性の高い状況では、為替レートに対する影響、つまり通貨を減価させる効果というのは働くと思います。そういう意味で

は金融政策は有効である。マンデル・フレミング流に考えると、金利は外国金利からあまり離れることはできない状況ですから、金利を下げられるかどうかは、金融政策の効果にはあまり関係ない。それよりもマネーをたくさん出すことが資本流出につながって為替レートが減価する。この意味で金融政策は近隣窮乏化政策になりうるのですが、米国の経済状況を考えると、このような政策をとっても問題ない状況にあると思っています。したがって、金利はこれ以上下げられないという状況であっても、金融政策の有効性がないとは考えていません。

ただ、金融政策のやり方について言えば、オープン・マーケット・オペレーションをもっと積極的にやってほしい。長期の国債を利用するといろいろ問題が起こる可能性があるわけですが、新しくできつつあるF Bの市場ならば、もう少し量的金融緩和はやりやすい。金融政策の方法はもう少し変えて欲しいと思っていますが。

高橋

もう既に日銀はゼロ金利政策をとっていて、最近総裁は量的な緩和をしているということをおっしゃっていますが、中央銀行の量的な緩和が最終的に需要創出につながっていくというメカニズムが働きにくい環境が国内にあると思います。そういう意味で、「流動性の罨」に近い状況にあるのではないかと。

何が金融緩和の効果を妨げているかというのと、二つある。一つは金融仲介機能が働いていない、銀行の貸出行動が慎重化していること。もう一つは、資金の需要サイド、特に企業が過剰債務を抱えている、あるいは将来の期待成長率が低いもとで、資金需要そのものがかなり限定されており、いわゆる実物投資につながる資金需要がないことが大きいという気がいたします。

この二つのことが、今、非常にネックになっていて、少なくとも短期的にはなかなか金融政策の効果が出ない状況なのではないかと思っています。

それから、ちょっと最近気になるのは、日銀が量的緩和を続けている中で、株が上がる、あるいはゴルフ会員権が上がるという事態が起きていて、どうもミニバブル的な要素が出てきてないだろうかということです。資金が実物に向かわないで資産に向かっていくのが現在好ましいのかどうかについては注意が必要です。

もう一つ、足元で長期金利がまた上がり始めている。そういう意味では量的な緩和についてはある程度限界があるという気がしますし、効果があるかどうかということと同時に、

そういう政策をとっていくときの副作用についても注意しないといけない時期に来ていると思います。

林

私もどちらかというと「流動性の罟」にあるという説明の仕方の方が、現状を簡単によく表していると思います。しかし、低金利政策が長く続いたことで、歪みも出てきている。金利は設備投資のコストであると同時に、金融資産を持っている人にとっては収入源になっているわけですから、個人と言わず、財団法人等のNPO等も、所得の源泉が細っていることは否めない。今後もこの政策を続けていくときのコストを、景気刺激の効果とそのコストを誰が負担しているかということについて慎重に比較しなければいけない。そういう難しい時期に来ているのではないかと思います。

それから、ゼロ金利が実現しているのはそのとおりだと思いますが、金利はマイナスにもなるんですね。というのは、もしFBやTBなどの短期物がたくさん出ているとしますと、こういうものにオーバーパーの値段がつくようになってマイナスの金利が実現することになります。実は大恐慌時代の統計に、TBレートで数字がグラフに出てこないというのがあって、脚注を読むとマイナスの金利と書いてあるんですね。ですから、預金金利にはマイナスがつかないかもしれませんが、マーケットとしてはマイナスがあってもおかしくないと思います。いずれにせよ、長い間低金利が続いていることの功罪についてもそろそろ考えなければいけません。

期待はどのように形成されるのか

林

それから、オープン・マーケット・オペレーションも有効だと思いますが、それがインフレ期待にどの程度効くかという議論が先ほどからある。私は期待というのは二つのところから出てくると思います。一つは実績を見て期待はつくられていく。適応型期待形成のように現実を見ながら、それに追いついたり学習していったりする形で期待が形成されていくという側面。

もう一つは最初に須田さんが強調なさった、「びっくりした」というものです。「ここま

でやったんだからこうなるんじゃないか」という期待を抱かせる部分がある。その意味で言いますと、日本の金融ないし経済政策は演出が下手ですね。びっくりさせる要素がなさ過ぎます。もっと言いますと真面目すぎますね。もっと不真面目な政策を採った方がいいのではないのでしょうか。

古川

例えば、日銀が長期にわたって、ある程度のインフレ率を維持すると宣言せよという議論がありますが、こういうのはびっくりするような政策に入るわけですか。

林

そう思いますね。過去、外国では、効いたか効かないかわからないですが、例えば、オペレーション・ツイストなどのびっくりするような話がちょくちょく出てくるわけです。ところが日本からそういうのは一切出てこないですね。だから日銀総裁が「何%ぐらいのインフレ率がいいんじゃないの」ともし言ったら本当にびっくりするでしょうね。誰もそんなこと言うとは思っていませんから。

クルーグマンの議論について

古川

一般に短期的に人を騙すのは可能かもしれませんが、長期的にも可能なのでしょうか。

例えば、最近、マサチューセッツ工科大学のポール＝クルーグマンが10年間など相当長期にわたってプラスのインフレ率を維持することが日本経済には必要であると言っていますが、実現性には疑問があります。

クルーグマンは、日本は単に現在「流動性の罨」にあるだけではなく、長期的に見ても高齢化、少子化が進み、貯蓄率は高く投資率は低くなるような傾向にあって、それを日本国内でバランスさせて完全雇用均衡を達成するために、マイナスの実質金利が実現しなければいけない、そのためには長期間にわたってインフレ率がプラスにならなければならない、そうなるように、いわゆるインフレ・ターゲット政策を使って人々にそれを信頼させなければいけない、と議論しているわけですがけれども、この点についてどう考えればいい

のでしょうか。

先に三点ほど反論を言わせていただきますと、一つは安定的なインフレ予想をつくり出し長期間持続させるのは不可能に近いぐらい難しいのではないかという点。

二点目は、長期的にマイナスの実質金利でなければ経済の完全雇用均衡が成り立たないと言いますが、これは相当日本経済に対する長期的なペシミズムに立脚した話です。つまり、相当長期の停滞が続くことが前提になっているわけですが、例えば、95年や96年にはかなり投資機会が出てきて、それに企業がうまく乗って設備投資を行い、一時的には世界でもかなり高い成長を記録したわけです。要するに、企業や家計のコンフィデンスが回復すれば、日本経済はそんなに長期停滞することはない。現在はやや循環的に落ちていくということではないか。

三点目は、クルーグマンは、金融システムが機能不全になり、信用供給を抑制して金融政策の効果を弱めているということは認めつつも、当局が金融システムを救うという期待がある限りモラルハザードが起きて、問題金融機関はむしろリスクな貸出を拡大する面がある、従って金融システム問題はデフレの主因ではないと言っていますが、これは少なくとも97年、98年の日本の金融機関の非常に慎重な貸出行動を見る限り妥当しないのではないのでしょうか。

林

まずひとこと言わせていただくと、クルーグマンというのは非常にきちんとした仕事をしてきた天才、立派な経済学者ですが、今のような、ある意味ではばかげたことを言うわけです。そこが面白いところです。けれども、日本の経済学者、いわゆる偉い先生と言われている人たちは、そういう人をびっくりさせるような考え方を言わないですね。だから、もうちょっと不真面目なことを言ってもいいのではないかというのが一つ。

日本経済の長期的見方に関して悲観的すぎるというのは、僕もそのとおりだと思う。ただ単に二千何年かに人口ピークを迎えることだけをとって需要が先細りだというのは暴論で、事実アメリカでも1930年代に同じ議論があったのです。少子高齢化が言われまして、構造不況だとか、フロンティアがなくなったとか、自動車は買える人はみんな買っちゃったからマーケットが飽和したとか、今日本で言われていることと同じことを言われた。しかし、自動車産業はそれから60年後も隆々と生き残っているし、アメリカという国も現在栄えているわけです。

そう考えると、現状、足元のいくつかのデータを手がかりに、将来はだめだと言うことは暴論でしかない。ですから、その見方には反対です。

それから、インフレ期待を10年にわたって作り出すというのもできない話です。きっかけぐらいは作れるかもしれませんが、長期にわたってというのは不可能です。インフレも期待も、あらゆる経済現象は一つが次を誘発して、次々に玉突き的に転がっていくわけですから、何かきっかけ的なことがあれば歴史が違う方向に流れていくかもしれないわけですから、それに関連して、国会での議論にも出てきましたが、財政法を改正して国債を日銀引受にしてマネーサプライを増やし、インフレ期待をつくるという議論があります。もしそれをやるならば、僕は、財政法を改正するだけで、実際に日銀が引き受けなくても充分だと思っています。つまり、じゃんじゃん派手に論争して、「さあ大変だ、日本は大変なインフレになるかもしれないぞ」という状況をつくって、一方で当局は念書か何かを交わして「絶対に国債引受はしない」とやっていけばよいではないですか。それはきっかけになる。そうすると深読みする人たちが動き出してくる。

それから、私は景気の現状については、自律回復のところへ来ていると思います。ですから、この座談会がもう半年前に開かれていたら、私はもっと熱心にクルーグマンを支持する発言をさせていただこうと思いますが、今はむしろやらない方がいい、遅きに失したという感じがしています。

高橋

ただ、もしこれから補正予算の話などが出てきますと、政治家から必ず、国債引受、あるいは買いオペ増額という議論が出てくると思うんです。ですから、そういう議論が出る前に日銀としてどう考えるかということをはっきりさせるべきです。その方が、金融政策の独立性がむしろ維持できる。

ですから、クルーグマンの話についても、日銀としてどう考えるかをもっとはっきり言っているのではないかと。それがアカウンタビリティではないかと思います。財政が動き始めて金融政策に対して要望を始めたときに、要望に応じて金融政策が動いてしまうということでは、財政も金融も規律がなくなってしまう。それでは日本全体に対する信任が低下してしまう。

須田

日銀の国債引受については、必要ならば日銀が市場で買えばいいわけで、直接引き受けるのは世の中の流れに逆行している。世界の中央銀行が政府にはお金を貸さないという方向で独立性をどんどん高めていくときに、その逆をやったら、日銀に対する信頼は落ちると思います。

それから、クルーグマンの議論については、彼は基本的に各国は閉鎖経済に近いという認識が非常に強いんですね。例えば、世界の金利は資本移動によって均等化していくとしても、それぞれの国の物価で測ったら実質金利は乖離でき、マイナスの実質金利も実現可能と言っている。基本的には彼は人々が言うほどには実物経済は開放的ではないという判断でこういう議論をしています。

もともと調整インフレ論が70年代に出てきたときにはみな馬鹿にしていたのに、ここが日本人の悪いところで、クルーグマン教授が同じようなことを言っているとされた途端に態度が変わる。この姿勢はちょっといただけない。だからクルーグマンの議論に関しては正面から批判しておく姿勢が必要だと思います。

金利引上げ論について

古川

ちょっと戻りますが、先ほどの林先生のゼロ金利の功罪のお話に関連して、今はむしろ金利を引き上げることで景気を刺激すべきだという議論があります。1,200兆円と言われる金融資産の半分以上を高齢者が持っているわけで、金利を引き上げることによって短期的にも消費需要を喚起できる。一方、金利感応的な需要は、住宅や一部の耐久消費財を除いて、非常に低迷していてそもそも金利引き下げ効果は出てこない。だから、金利を引き上げるべきであるという議論がありますが、どうお考えでしょうか。

高橋

金利引き下げに反応しづらくなっているのは事実だと思いますが、引き上げれば明らかに経済主体にとってコスト高になって跳ね返ってくると思います。金利の引き上げは、当然、企業の設備投資を抑制し、個人の消費、住宅投資を抑制していくという形で、マクロ

経済全体が押し下げ効果を受ける。この効果と金利引き上げで恩恵を受けるものとを天秤にかけたとき、どちらが大きいのか。

そういう意味では金利を上げて、金利生活者などの恩恵を受ける人たちがいても、結局、その人たちもマクロ経済全体が沈んでしまえば、マイナスの影響を受けるわけですので、金利だけを人為的に引き上げても实体经济の自律的な回復をむしろ妨げることにしかならないと思います。

中長期的な経済成長のための物価政

古川

最後に、そもそも中長期的な経済成長、経済発展にとって、物価はどのような状態であるべきかということについてご議論いただければと思います。

物価が非常に安定化してきたということ自体は世界共通の現象である。例えば、今年の3月ごろには欧州でも一部デフレの可能性が話題になりました。過去にはだいたいマイルド・インフレが続く方が安定的な経済成長にとってプラスであるという議論が主流だったと思いますが、今のような物価が非常に安定している状況から出発しても、なおマイルド・インフレに戻ることが望ましいのかどうか。

一方で、ハーバード大学のフェルドスタインのように、仮に2%ぐらいのマイルド・インフレであったとしても、税制がインフレにインデックスされていないなど経済に内在する硬直性のために、人々の消費と貯蓄の選択が歪められ、長期的な厚生損失を招くという見方もあります。

ゼロに近いインフレが持続することが望ましいのかどうか、あるいは生産性上昇によって総供給関数が下がるような形での物価下落が長期的に続くということならば望ましいのか、あるいはそれでまた別の副作用があるのかどうかといった点ですね。

高橋

インフレが長期的に見て資源配分を攪乱していく、所得配分を歪めていく、あるいは不確実性を高めていくということについては異論がないことだと思います。したがって、インフレを引き下げていくべきですが、目標がゼロなのか、若干のプラスでもいいのかとい

うところについては、私はそんなに大きな違いはないと思います。むしろ中央銀行がインフレをきちんとコントロールしているという期待がマーケットにあれば、もうそれでいいのでないか。

ただ、マイナスについては、生産性が上がり続けているということであればいいのかもしれないませんが、マイナスインフレを目指す必要性までは感じません。逆にいろいろとデメリットも出てきてしまうと思います。

須田

マネーはヴェールだという考え方に立つと、別にインフレ率が何%であろうがどうでもよいということになるのですが、不確実性や情報の非対称性、それから税の歪みの問題などを考えると、やはりゼロインフレの近傍が経済にとって効率的だという認識を持っています。

ただし、今までプラスだからマイナスの物価は大変なことですが、物価が下がることが日常茶飯事になったらあまり騒がなくなって、それを悲観的に考えなくなる。そうなったら少し物価が下がっても許容範囲内で、絶対ゼロ以下にしたらいけないという意識は持つ必要はないと思います。

林

物価というのは経済の体温みたいなものですから、体温が上がっても下がっても何か変なことが起きているだろうというぐらいなことであって、体温を一定に保つことを目的にすべきかという、それはどうもおかしい。やはり健康な肉体であるということを目指すべきで、実体経済が安定的に成長していくことの方が大事で、それを図る指標の一つとして物価があるのだと思います。

そういう意味で言いますと、三つのポイントがあると思う。まず、須田さんの言われるように、あまりこだわらなくていいじゃないのという点の一つ。

しかし、制度がゼロインフレを前提にできていますから、どっちかへ物価が振れると何かと不都合なことが起こる。一つを例を挙げますと、減価償却です。これはインフレのときには償却不足が起こる。逆に、今がもしデフレなら過剰償却になっているはずですね。だから企業決算は減価償却コストを引きますから、決算は悪いけれどもキャッシュは持っているという状況が起こりますね。それは償却という税制がインフレでないことを前提に

できているからです。制度がすべて物価にインデクゼーションできないのであれば、物価は安定している方が望ましいというのが二つ目のポイント。

三つ目のポイントは、須田さんが強調しておられるように、世界の中の日本ですから、日本だけがある物価の動きを望ましいかどうかということはありません。日本の物価が安定的である間に、世界がインフレ基調だったら為替レートは変わるだろうし、日本だけいろいろな影響は出てくるでしょう。やはり世界全体の中の一つとして日本の物価があるというのが三点目です。

ですから、物価そのものを取り立てて言う必要はない。30年代は物価そのものを問題にし過ぎて、政策のポイントがずれていた。だからケインズは物価そのものが問題でなくて、実体経済が問題だ、有効需要だといったところに大きな意味があった。物価というのはいつの時代でも危険を知らせる兆候ではありますけれども、それをコントロールすることを政策の基本にするのはというのが第1点で、第2点目は制度が全部インデクゼーションされてない現状ではゼロインフレに近いところの方が望ましいんじゃないか。第3点は、例えて言えば世界全体が狂気になっていたとき、日本一人正気でいたら間違えるから、日本も狂気になった方がいいんじゃないのという気がします。

古川

中長期的には経済全体のパフォーマンスが重要なのであって、物価だけを取り出して望ましい姿を描くのはあまり意味がない、というのはその通りだと思います。

本日はどうもありがとうございました。

『E S P』(Economy Society Policy) 1999 No.328 より転載

編集協力 経済企画庁

編集発行 社団法人 経済企画協会