

第42回日本学生経済ゼミナール東京部会

文京学院大学 インナー大会 提出論文

分科会番号：02-01 部門名：日本経済論

テーマ：財政金融政策

サブテーマ：デフレ脱却

参加パート名：専修大学 経済学部 望月ゼミ C班

代表者 伊藤和孝

参加者氏名 伊藤和孝

白井大地

岡田菜里

間仁田修

目次

第一章	デフレの現状と問題	2
第二章	財政政策	4
第三章	不良債権処理	7
第四章	インフレターゲット政策	9
終章		13
参考文献		15
図表		16

第1章 デフレの現状と問題

第1節 デフレの現状

デフレを「持続的な物価下落」と定義し、デフレの現状を見てみる。(図1-1A)はAD-AS曲線の動きを予測するため物価上昇率と実質成長率の均衡点をとったものである。全体として左下がりであることからデフレが進行しており、現在の日本は年率2%程度のデフレの状態であることがわかる。

短期AD-AS曲線では、総需要の減少によってAD曲線が左シフトし、GDPギャップを拡大させていると考えられる。(図1-1B)それも持続的に需要が減少する期待デフレの状態であると考えられる。従って、総需要の減少に対し景気対策として財政政策やインフレターゲット政策が必要である。

長期AD-AS曲線では、潜在成長率の低下によって長期AS曲線が左シフトしていると考えられる。(図1-1C)潜在成長率の低下は、生産性、資本投入、労働投入の減少が原因である。具体的には、不良債権によって資金や労働などの資源が生産性の低い産業・企業に滞留していることが挙げられる。この他に、新規投資の減少などによる国際競争力の低下も目立っている。従って、潜在成長率の低下に対し、構造改革として不良債権処理や新規投資の振興などを行う必要がある。

(図1-2)は消費者物価上昇率をもとにしたフィリップス曲線である。全体として右下がりであることから、短期フィリップス曲線上を右に移動しており、総需要の減少によるデフレが進行していることがわかる。さらに、97年以降、インフレ率が上昇しても以前の低失業率が実現できなくなり、長期フィリップス曲線が右シフト、つまり潜在成長率が低下している。

以上でフローのデフレを見たので、次にストックのデフレを見てみる。(図1-3)は資産価格の推移を表したものである。バブル崩壊以降の急激な資産デフレが見られる。

いずれのグラフからも現状の日本がデフレに陥っていることがわかる。(図1-1D)デフレの原因は総需要の減少である。但し、潜在成長率が低下しているため、総需要の減少を埋める景気対策のみでは不十分であり、潜在成長率を上昇させる構造改革も行うべきである。

第2節 デフレの問題

デフレは実質賃金の上昇、実質金利の上昇、フィッシャーのデット・デフレ効果、ファ

ィンシャル・アクセラレーター（金融増幅効果）、円高をもたらす。

まず実質賃金の上昇について説明する。デフレは名目賃金の下方硬直性によって実質賃金を上昇させ、労働コストの上昇のために投資の減少や失業を発生させることを示す。企業の労働コストは実質賃金や労働時間、雇用量によって決定する。デフレによる実質賃金の上昇に対しては、名目賃金の引き下げや労働時間の削減によって失業を防ぐことがある程度可能である。しかし、名目賃金の下方硬直性によって一定水準を超える調整は困難となり、結果失業を発生させる。

（図1 - 4A）には縦軸に名目賃金上昇率をとったフィリップス曲線があるが、賃金高水準では垂直傾向、賃金低水準では水平傾向が見られる。つまり、名目賃金の下方硬直性が成立している。そして、賃金上昇率は下限に達しており、現在のデフレに対し調整困難に陥っている。（図1 - 4B）は実質賃金上昇率と労働生産性上昇率の推移を表したものであるが、実質賃金は5年周期でほぼ一定であり、物価変動に対し賃金調整を行っていることがわかる。しかし、ややプラス傾向があり、バブル期の実質賃金を維持しているため、調整困難が伺える。（図1 - 4C）からも、生産量の低下やデフレに対し、労働時間削減や解雇で対応していることがわかる。

次に実質金利の上昇について述べる。フィッシャー恒等式（実質金利 = 名目金利 - 期待インフレ率）により、期待デフレは実質金利を上昇させる。現状はデフレによって実質金利の水準がバブルの時期と大差なく、むしろ金融引締め状態である。（図1 - 5）ゼロ金利政策や量的緩和政策により名目金利はゼロとなり、これ以上名目金利は下げられない。日本経済は大きな需給ギャップをかかえており、完全雇用実質金利がマイナスであることから、完全雇用実質金利とは乖離する傾向にある。

次にフィッシャーのデット・デフレ効果によって、デフレが負債の実質負担を増大させることを示す。物価が下落すると従来の販売量では収益が不足し、債務返済目標額を達成するため企業は販売量を増やそうとする。同時に多数の企業が同様の行動を取るとさらに物価が下落し、投げ売りをしても収益はあまり増加せず、在庫や資産の価値が低下する。（図1 - 6）そしてさらに負債の実質負担に苦しむことになる。日本経済の場合は特に地価や株価の資産デフレが原因になったことが考えられる。

次にファイナンシャル・アクセラレーター（金融増幅効果）について述べる。地価の下落は銀行の土地担保制を崩壊させ、特に土地によって信用を得ていた中小企業の資金調達を困難にする。また、不良債権の回収を困難にし、自己資本比率を守るための貸し出し抑

制につながる。株価の下落は銀行の自己資本比率を悪化させ貸し出し抑制につながる。さらに企業の資産価値が下落し資金調達コストが増加する。以上のようにデフレは金融を通して投資や消費の減少につながる。

次に円高効果について説明する。為替レートは長期には購買力平価説 ($e = P / P^*$) により貿易財物価が等しくなるように決定される。短期・中期にはアセット・アプローチ ($e = g + 1 / [(i^* - *) - (i -) -]$) によって内外の実質金利が主要な決定要因であると考えられる。購買力平価では貿易財のデフレが円高をもたらす、マンデル・フレミングモデルでは期待デフレが円高をもたらすことがわかる。経常収支は円建て実質為替レートの増加関数であるため、実質為替レートの円高化は経常収支黒字の減少を通じて国内輸出産業に打撃を与え、結果として実質成長率の減少につながる。

こうしたデフレの問題に対しては、以下の章の政策によってデフレ脱却を目指すべきだと考えられる。

第2章 財政政策

財政政策に、我々が期待する効果はデフレ圧力の緩和である。不良債権処理に伴うデフレ圧力を緩和するとともに、景気を財政による下支えをすることによって、処理のしやすい環境を整えること。すなわちデフレ・ギャップの拡大を防ぎ、さらなる景気悪化、不良債権の発生を防ぐ目的も兼ねている。

財政政策、特にケインジアン政策は日本において主要な景気対策として幾度も発動されてきた。その結果、莫大な財政赤字を抱える結果になったが、不況が深刻化するのを防ぐ下支えの効果が、恐慌に陥るのを防いできた。しかしながら、累積した国債は莫大になり、今までのような主要な景気対策としては限界がありながらも、上記の効果が期待できると考える。デフレは需要が不足している状態であり、内需が決定的に不足している現在において、その内需を補強する必要がある。

投資は在庫や資本ストックにあたる供給と需要によって決定する。つまり、企業改革として挙げられるストック調整のみでは投資は増えない上に自発的な需要拡大も期待できない。(図2-1)は在庫循環表と資本ストック循環表である。在庫は在庫調整局面から回復局面にある。資本ストックは期待成長率の低下により資本ストックをあまり積み上げない短期の循環を繰り返している。よって、ストック調整は頻繁に行われている。

以上のことから、供給面だけではなく、公共投資拡大・減税やインフレーターゲットのよ

うな需要に直接働きかける政策が不可欠である。しかも加速度原理 ($I = v \cdot Y$ 但し v : 資本係数) から需要を加速度的に増加させなければ投資は増加しない。これが期待成長率を上昇させることにつながる。逆に、財政規模を縮小することは、削減した額の乗数倍、景気に対してマイナス効果があり、デフレ・ギャップも拡大、デフレが深刻化するため、好ましくない。($Y = 1 / s \cdot G$ 但し s : 限界貯蓄性向)

また、不良債権処理に伴い、それ自体もデフレ圧力になる状況において、そのデフレ圧力を緩和するためにも必要であり、財政により、マクロ環境を整えている状況の方が、処理もスムーズになる。デフレによる実質利子率の拡大を防ぎ、物価の下落、需要の増加がその間期待できるため、その間企業収益の増加、実質債務負担の減少効果により、企業側もスムーズになり、銀行も企業収益増加に伴う株価上昇による含み益が発生、またその間の不良債権の新規発生を防ぐ効果も期待できる。

このような効果が期待できながらも、財政は莫大な赤字を抱え、国債累積も先進国中最悪の水準にある。この状況において、懸念される問題は、以下の点である。

第1に、財政政策の効果を考える。まず問題となるのがクラウドイング・アウト効果である。通常、財政政策は資金需要を増大させることにより、金利が上昇するため、民間の資金需要を抑制するクラウドイング・アウト効果が働く。但し、現状の日本ではゼロ金利政策や量的緩和政策により金利は下限にあり、資金需給は供給過剰である。このような流動性の罫の状況下ではクラウドイング・アウト効果は発生しないため、この点で財政政策の効果は大きいといえる。IS - LM 分析すれば、流動性の罫により LM 曲線が水平化していることから、財政政策の効果が高いことが確認できる。

しかし、「リカードの中立命題」により財政政策の効果はかなり減殺されていることが考えられる。「リカードの中立命題」とは、財政政策を行っても国民は将来の増税に備えて消費を減らし、結果、乗数効果が低下してしまうことである。過剰な累積債務と現実の成長率、期待成長率ともに低下している現状から考えてこの効果は相当程度発生していると考えられる。(図2 - 1C)

第2に、財政政策の副作用を考える。問題となるのは国債暴落の可能性である。政府が債務履行不可能と市場が考えると一気に暴落するというシナリオである。財政政策やインフレターゲットを行う場合、長期金利上昇による国債の暴落が懸念されているが、これは論理が逆である。デフレや総需要の減少が名目成長率を低下させ、財政赤字をさらに悪化させている。

負債・GDP比率の上昇率を基準にすると（負債・GDP比率の上昇率＝赤字・GDP比率－負債・GDP比率×GDP成長率）である。GDPデフレーターで年2%程度のデフレになっており、名目成長率は-2%から1%程度であることから、デフレや総需要の減少が負債・GDP比率の上昇率を悪化させていることが分かる。

従って、財政政策やインフレターゲットによってデフレ脱却やGDPギャップを解消することで名目成長率の上昇、さらには負債・GDP比率上昇率の改善へとつなげていくことが通常の政策手順である。特に日銀の国債買いオペは国債価格を支えるという直接的効果も期待できる。

さらに、現状は貯蓄超過であるため、長期金利は低水準にある。少子高齢化により貯蓄不足になれば長期金利が上昇し、深刻な問題となるが、これは10年程度先の長期的問題である。従って、現在は他の短期的問題を最優先にする必要がある。また、現状の名目長期金利の低水準はデフレの結果であり、デフレを脱却すれば名目長期金利が一定程度上昇することは甘受しなければならない。国債の暴落に伴って、キャピタル・フライトの発生も一部で懸念されている。これは第4章で述べる。

最後に具体的な財政支出の規模を算出してみる。まず、財政支出上昇率と実質経済成長率のグラフを並べたところ、1年目の財政支出と3、4年目の実質成長率との相関関係が見られた。（図2-2A）リカードの中立命題などにより乗数効果が低下しているとはいえ、景気対策効果が明確に見られる。つまり、リカードの中立命題が完全に成立してはいないことが示された。これは、財政支出によって人々の期待成長率が変化し、実質成長率を増減させたものと考えられる。信頼値であるt値は1以上で十分高く、相関関係の度合いを示す相関係数RもGDPに占める財政支出の割合を考えれば十分な値と考えられ、3年目に成長率が上昇するか4年目かの誤差を修正すればさらに高まることが考えられる。

以上のことから、 $(G_1 - G_0) / G_0 = (Y_4 - Y_3) / Y_3 +$ という式が導かれる。そして t を計測し、GDPギャップを4-5%と想定すると、財政支出のみでGDPギャップを解消するには4-7.5%程度の財政支出増大が必要となる。（図2-2B）そして政府支出のうち、政府最終消費支出を一定とし、公共投資のみでGDPギャップを埋めようとするれば、対GDP比で7.5-8%程度、約40兆円から44兆円の公共投資が必要であることが分かった。（図2-2C）

注意点は、これは単年度のものであり、一度支出すればよいというものではないということである。仮に毎年40兆円をn年間支出しつづけるものとして、累積で40兆×n円

必要である。これは現状の累積債務にさらなる追い討ちをかける。n年は日本経済が自立的な成長軌道に乗るまでであり、長期化することが予想される。そして、不良債権処理を行えばさらにGDPギャップが広がってしまう。

これに対し、GDPギャップが早期に自立的に小規模になり、40兆円支出しないで済むことや景気回復による税収の増加に期待するにはあまりに安易である。

以上のことは、減税を行った場合も同様であり、財政政策のみでGDPギャップを埋めることは極めて困難だといえる。従って、金融政策の併用をしていくべきである。それに関しては、第4章で述べる。

第3章 不良債権処理

第1節 不良債権問題の現状

金融市場で現在大きな問題となっているのが、不良債権である。金融庁による2001年3月期では、現在の日本における不良債権額は、約32.5兆円となっている。我が国銀行の不良債権残高を、全国銀行の「リスク管理債権」残高でみると、バブル崩壊後の93年3月期以降毎年、増加傾向を続けている。(図3-1)。この間、不良債権比率(リスク管理債権/貸出金)についても上昇傾向をたどっておりこれも同様、2001年3月期には、6.6%まで上昇している。なお、銀行以外に、信用金庫や信用組合等を含んだ「預金取扱金融機関」合計のリスク管理債権は、2001年3月期で43.4兆円にまでなっている。

このように我が国の不良債権額は、バブル崩壊後の10年間ずっと増加し続けている。そこで、なぜここまで不良債権が増加してきたのかについて考えてみると、「新規の不良債権の発生ペースに比べ、法的整理や債権放棄などによる不良債権のバランスシートからの切り離しのペースが遅かったこと」が要因としてあげられる。

しかし、そもそもの要因としては、不良債権の定義が徐々に拡大されていった98年3月期以前は、定義の拡大に伴うリスク管理債権額の増大に加え、バブル崩壊による資産価格の下落と景気の低迷により、貸出先債権の不良化が進んだこともあって、不良債権残高の増加が続いていた。そして、リスク管理債権の定義が現在と変わらない98年3月期以降、その面からの不良債権増加はなくなったが、今だ不良債権残高は約30兆円で横這いまたはやや増加傾向にある。この背景にあるのが、新規発生による不良債権の存在である。

これについて細かく見てみることにする。まず、不良債権最終処理額は、「直接償却+

間接償却 + 担保の土地売却など処理時回収額」で表される。直接償却に貸倒引当金を加えた合計額は、98年3月期～2001年3月期の4年間で、38兆円となっている。これに回収額を加えたものが最終処理額となるが、仮に回収額を債権額の2割と仮定すると、この4年間に45兆円の不良債権が最終処理されたことになる。(図3-2)。なお、回収率の仮定を1～3割に変えても、この結果に大きな変化はないと考えられる。このように不良債権残高は、既存の不良債権残高に最終処理額を差し引き、新規不良債権の発生額を加えたものであるから、この間の不良債権残高がほぼ横這いまたは、増加しているので、最終処理額とほぼ同額ないしそれ以上の新規不良債権額が発生したと考えられる。つまり、最近の4年間についてみると、銀行は年間10兆円あまりの不良債権を最終処理しているが、ほぼ同額の不良債権が新規に発生し、その結果、不良債権の総額は約30兆円に高止まっているのである。このように銀行では、今日まで相当な額にのぼる不良債権の最終処理を実施してきたが、新規の発生も止まらず、不良債権残高が横這いまたはやや増加傾向を続けているのが現状として挙げられる。

第2節 不良債権の処理方法

これまで、不良債権処理の主流は「間接償却」であった。しかしこの間接償却は、業績の急激な悪化を避けるために査定を甘くする傾向にあり、引当てが不十分な場合が多いと考えられる。BIS規制もその一つとして挙げられる。それは自己資本比率の基準を維持するために、実態は「破綻懸念先」の企業であっても、査定を甘く見積もり「要管理先」としている場合が多々ある。2001年度3期末の大手14行の不良債権保全額は13.1兆円で保全率は74.8%であり、うち担保分は40～50%また引き当て分は20～30%になっている。つまり、このままデフレによって資産価格の下落が続けば、銀行は追加的な引当てを計上しなければならないことになる。

以上のことから今後の不良債権処理の主流方法として、不良債権の残高を帳簿上も減らすことを目的にした、不良債権の売却、債権放棄、企業の法的整理による「直接償却」への移行を促進するべきである。また現在、「デフレ下での不良債権処理は可能なのか」という問題があるが、デフレで資産価格が目減りし、不良債権の実質負担が増加しても、この直接償却によって、追加的な処理をする必要がないと考えられる。

しかしこれらの不良債権の最終処理によって、短期的な日本経済への悪影響は不可避である。それは、雇用不安の拡大によって一層の不況が起こり、デフレへの誘導も強まる

と考えられる。しかし、不良債権処理の先送りによって非効率な部門を延命させることは、効率的な部門の成長を阻害することになる。日本では依然として不採算部門に資金・資源が過剰に注入され、効率的な部門に資金が回らず窮地に追いやられてしまっている。(図3-3) その結果、潜在成長率を押し下げている。このようなことから、国際社会の中で日本の信認を取り戻すためにも、不良債権を先送りにするべきではないと考えられる。そしてこの不良債権処理によって、資金が不足している産業へ貸出しを可能にし、また政府によるマネーサプライ増加による金融緩和(信用乗数の増加)は、GDPギャップの解消となることから、やはり早急な不良債権処理が必要である。

しかしながら、最終的な不良債権処理によって発生すると思われるこれらの経済的な諸問題を、セーフティネットの構築等によりいかに緩和できるかが、この不良債権処理に伴う今後の課題になってくると思われる。

第4章 インフレーターゲット政策

第1章で、分析してきた通り、デフレは実質賃金と実質金利の上昇、デット・デフレ効果、ファイナンシャル・アクセルレーター、円高の効果により、総需要の減退を招く。そのため、総需要の上昇がデフレ払拭には不可欠である。総需要刺激策として、第2章では拡張財政政策の必要性を述べた。現状では財政政策には限界があり、金融政策と併合した政策が不可欠である。金融政策、とりわけインフレーターゲットが必要であると我々は考える。インフレーターゲットとは、マネーサプライ(M2+CD)を増やすことによってマイルドなインフレにさせるとAD(総需要)を刺激するという効果が期待される。この章ではインフレーターゲットにより総需要の増加が必要であることを述べていく。

第1節 インフレーターゲットによる期待効果

まずはインフレーターゲットのメカニズムを簡単に説明する。期待インフレの目標値をきめてからマネーサプライ(貨幣供給)を増やすということでインフレーターゲットが始まる。どうやってマネーサプライを増やすかということとマネーサプライというのは「マネーサプライ」=「貨幣乗数」×「ハイパワードマネー」というように決定される。ここから考えられることでは「貨幣乗数」か「ハイパワードマネー」の値を増やすことによってマネーサプライを増やすことができるということである。インフレーターゲットは「ハイパワードマネー」の値を増やすことによってマネーサプライを増やすことをいう。「ハイパワードマ

マネー」の増やし方で最もよいと考えられる方法としては国債を買い取ることである。日本の国債残高は今では以前より加速度的に増えている。国債残高の累増は人々に将来の増税を予想させることにより、家計の消費を抑制し財政政策の効果をかなりの程度相殺していると考えられるために買い取りが必要なのである。ここで政府は銀行の短期国債は短期国債現先買いオペとなっているところを短期国債買い切りオペにすることや長期国債では、今行っている長期国債買い切りオペの月額が4000億円となっているがさらに増やすことによって「ハイパワードマネー」が増えることとなる。そうすることによってマネーサプライが増える、すると短期的にはIS-LMモデルによると二章の拡張財政でIS曲線の右シフトをうながし、このマネーサプライの増加によってLM曲線の右シフトをする。そうすると短期的には*i*（利子率）の上昇を防ぎながら*Y*（GDP）の上昇を促す。長期的に見るとマネーサプライを増やすことによってマイルドなインフレーションが起こる。つまり*P*（物価）が上昇する。このことは $M/P=L(i,Y)$ の式からも確認することができる。物価が上がることによって、実質金利が下がる。それにより、投資は増加し、IS曲線はさらに右シフトする。その結果、流動性の罍から脱出することができる。流動性の罍から脱出することは、過去の大規模な積極財政を行った経験から、財政政策だけでは不可能であることが分かる。また、AD曲線を右にシフトさせるには、期待インフレ率が高い程良い。それによりGDPギャップも消滅していく。物価が上昇した結果、実質賃金は W/P から W/P' へと減少し、*D*から*D'*へと労働需要が増加し、その結果、失業率が低下する。（図4-1）

以上のことからデット・デフレから脱却が可能となる。この物価の上昇を目的としてインフレターゲットを行っているわけであるから、財政政策だけでなく、金融政策とりわけ、インフレターゲットの必要性を確認することができる。

このインフレターゲットは、短期（完全雇用状態が発生していないと考える）ではデフレ・ギャップを埋める効果をもち、そして長期（完全雇用状態は発生していると考え）にはデフレ払拭に効果をもつと考えられる。

以上のことから、我々はインフレターゲットが総需要の増加のために必要と考える。特に重要な点は以下で説明する。

まず、インフレターゲットにより、デフレからマイルドなインフレになる、すなわち物価上昇率がプラスになることによって、

第1に、実質金利減少効果が挙げられる。デフレは実質金利の上昇を招き、債務負担を

増加させるが、インフレはその逆である。これにより企業は借金返済がしやすくなるとともに、実質金利の減少により投資増加に繋がる。また家計においても同じく、実質債務負担の減少により消費が増えると考えられる。これにより総需要の増加、GDP の増加によりさらなるデフレ・ギャップの縮小が期待できる。

第2にデフレ期待払拭効果である。デフレ期待が醸成されると現金を保有しているだけで実質価値が増加するため、消費を控える傾向が強まる。そのためさらにデフレが拡大するという悪循環に陥るが、それが払拭されれば、消費をする方が得になり、消費が増加することが期待できる。消費増加のためにはインフレ期待醸成、すなわち長期的なマイルドなインフレをアナウンスするインフレターゲットが必要である。

第3にマネーサプライ増加による金融緩和効果である。デフレは貨幣需要の増加でありマネーサプライの上昇により、それを緩和できる。また、マネーサプライの増加により、インフレ効果、GDP の増加効果が挙げられる。しかし、これはデフレ期待払拭による信用乗数の正常化が必要である。デフレ期待払拭のためにも、インフレターゲットが必要である。

第4にポートフォリオ調整効果が挙げられる。マネーサプライの増加により、民間部門の資産は流動的になり、ポートフォリオリバランス効果が起きる。現金が過剰になれば、それ以外の資産にポートフォリオすると考えられる。それが株式、外貨、債権、国債、土地などの他の資産を保有するようになる。それにより、株高、円安、長期金利の低下が期待できる。円安になれば、国内企業の輸出が増え、GDP の増加ができる。またその資産効果によって、消費や投資の増加効果が期待でき、新規不良債権発生量も減少する。

以上挙げたように、インフレターゲットには日本経済に不足している、総需要を刺激する効果があり、流動性の罨からの脱出、GDP ギャップの消滅、デフレからの脱却が可能となる。LM 曲線のシフトによって、IS 曲線のシフトが可能であることも、図から導くことができる。

第2節 実施による発生可能性がある問題

この節では、インフレターゲットの批判派が論じている問題に関する批判を論じる。

まず第1にインフレターゲットはハイパーインフレに陥るという問題である。我々は現在の状況においてハイパーインフレは起き得ないとする。ハイパーインフレの条件として、インフレ・ギャップがあること、マネーサプライの無制限の増加が挙げられる。どち

らも日本には存在していない。マネーサプライの増加に関しては、日銀のインフレ目標値に従ってハイパワードマネーを調整した結果であるから、それが出来ないということは、そもそも日銀が諸外国の中央銀行のような力がないことを意味している。

第2に、キャピタル・フライト問題である。これは固定相場制度特有の問題であり、変動相場制の日本においては起き得ない。

第3に名目金利上昇が起き、国債価格下落するという議論である。これはまた銀行に含み損を発生させ金融危機が起きるという議論もある。名目金利は将来の価値と現在の価値が異なり、それを待忍するための報酬であり、そのため物価上昇とともに名目金利が上昇するのは当然である。名目金利上昇するからインフレにすべきでないという議論は、「デフレを容認」すべきであると考えているのではないだろうか。名目金利以上にインフレ率が高くなれば実質利子率が減少し、デフレ期よりも利子率は低くなる。国債価格下落の懸念も同様である。それによる含み損を考えるのであれば、インフレターゲットによる株価上昇により含み益が発生していることを加味しているのかも疑問である。また、銀行の資産バランスによる発生する問題はそもそも一企業である銀行が調節すべき問題であることも忘れてはならない。

またインフレターゲット自体が、政策として実行不可能もしくはすべきでないとする議論がある。デフレ払拭のために用いられたことがないので、実施すべきでないとする議論である。デフレ払拭にも理論的な根拠があるインフレターゲットを否定するのも疑問であるが、ニュージーランドが初めて実施したときも前例が無かった。そして、カナダの例では、インフレ下限を下回ったがその例により有効性が示されたと言える。

インフレターゲットの批判が多く挙げられているが、このように多くが論理的、理論的でない根拠のものが多い。

第3節 金融政策の重要性

さて、インフレターゲットを実施にあたり、その物価目標値が問題となる。物価には様々な指標が存在する。消費者物価指数、卸売物価指数、GDPデフレーターなどが存在する。いずれの指標も、デフレを示しているが、GDPデフレーターではすでに七年間もデフレが続いていることを示している。その他2つの指標においては、上方バイアスがあり、下方硬直性も存在する。よって、物価目標値を設定する場合、それらの問題を考慮に入れる必要があり、「ゼロ%以上」では、まだデフレである可能性がある。また我々の試算によ

ると(図4-2)から、2%以上が最適と考える。3.75%の物価目標値であれば財政政策無しでデフレ・ギャップを埋めることができる。またインフレターゲットは期間限定ではなく、デフレが沈静化するくらい長期間行うべきである。そうでないと、消費者に深く根付いているデフレ期待を払拭するのは難しいと考える。よって期間を設けず、2%以上のマイルドなインフレを目標値にすれば、消費や投資の計画も立てやすくなり、それをアナウンスすることによってデフレ期待払拭にも寄与すると考える。

終章

終章では、我々のゼミにおいてのこれまでの意見を総括したい。第1章にあったように、日本において、デフレを克服するためには、デフレ・ギャップの縮小、物価上昇率をプラスにすることが不可欠である。そのためには、不良債権処理、そのデフレ圧力を緩和、また総需要の補助としての財政支出、マクロ環境を整えるためにインフレターゲットが必要であると考えられる。

現在の日本の政策を見ていくと、不良債権処理に偏り、マクロ政策が欠如していると考えられる。不良債権処理は必要であるのは確かであるが、処理をするとそれ自身がデフレの原因であるとともに、さらなるデフレ圧力をもたらす。そのため、不良債権処理を加速させても、デフレ圧力を緩和するような政策がなければ、デフレが深化していつてしまう。また、日銀が9月18日発表した大手銀行から株式を直接購入する政策も、中央銀行としての信用性・公平性、キャピタル・ロスの損失補填の責任所在などの問題を孕んでいる。

構造改革においても、デフレをさらに深化させる要因となり得る。構造改革は日本の供給力を増やすための政策であるが、デフレは供給過剰、需要不足において起きる現象である。デフレ下において、供給力が増えると、さらにデフレ・ギャップが拡大してしまう。構造改革は長期的には必要な政策であるのは間違えないが、時期が問題となる。デフレ下ではデフレが悪化するから、好況時に行うことが望ましい。好況時に行えば、高まる需要を吸収する潜在成長率(供給力)の増加により、さらに成長率を高めることが可能となるからである。新規産業を育成してそれを競争優位産業にしたとしても、総需要が不足している経済においては、新たな供給が増えても既存の需要に置き換わるだけで、需要増加につながらず、成長率の増加には繋がらない。

現在のような政策を行いマクロ政策が欠如していると、デフレは悪化するばかりで脱却は難しい。そのため、不良債権問題のような構造的な問題を解決するのも必要であるが、

それを支えるマクロ政策は不可欠である。インフレターゲットによって物価上昇率をプラスにし、実質利子率を下げ、株価上昇、円安になり、財政政策によって内需の下支えをして、経済が安定している状態の方が問題解決し易いのは言うまでもない。不良債権もマクロ環境が良ければ新たに増える額も減少するし、実質利子率の減少、株価上昇によって返済もしやすくなる。そして、GDP の6割を占める消費も、以上の政策によりデフレ期待を払拭すれば消費をした方が得になるので消費増加も期待できる。また不良債権処理が進めば潜在成長率が高まるので、将来の成長に寄与することができる。

以上のように、我々は、デフレ脱却には、総需要の増加による政策、またデフレの構造的な問題としての不良債権処理が不可欠であると考えます。総需要を無視した政策はデフレ脱却には効果が無いと考える。

(40文字 × 389行)

参考文献

- 福岡正夫[2001] 『ゼミナール経済学入門』日本経済新聞社
- 吉川洋[2000] 『マクロ経済学』岩波書店
- N・グレゴリ - ・マンキュー[2001] 『マンキュー経済学 ミクロ編』東洋経済新報社
- N・グレゴリ - ・マンキュー[2001] 『マンキュー経済学 マクロ編』東洋経済新報社
- 早稲田公務員セミナー[1999] 『バイブル経済原論』早稲田経営出版
- 岩田規久男[2001] 『デフレの経済学』東洋経済新報社
- 伊藤隆敏・大守隆・翁邦雄・小林慶一郎・白塚重典・深尾光洋・藤木裕・C・ベリィ・
星岳雄・吉川洋・L・ヨーク [2001] 『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社
- 野口旭[2002] 『経済学を知らないエコノミストたち』日本評論社
- 斎藤精一郎[2001] 『日本経済非常事態宣言』日本経済新聞社
- 岩田規久男[1995] 『国際金融入門』岩波書店
- ポール・クルーグマン[2002] 『恐慌の罠』中央公論新社
- 小林慶一郎・加藤創太[2001] 『日本経済の罠』日本経済新聞社
- リチャード・クー[2001] 『日本経済 生か死の選択』徳間書店
- 木村剛[2002] 『キャピタル・フライト 円が日本を見棄てる』実業之日本社
- 田中隆之[2002] 『現代日本経済 バブルとポスト・バブルの軌跡』日本評論社
- 内閣府編[2001] 『経済財政白書』財務省印刷局
- 『週刊 ダイヤモンド』[2002]ダイヤモンド社 4/6 特大号
- 堀内昭義[1998] 『金融システムの未来 - 不良債権問題とビッグバン - 』岩波新書
- 金森久雄・荒憲治郎・森口親司[2000] 『有斐閣経済辞典』有斐閣
- 『日本経済新聞』日本経済新聞社

図 1 - 1 A 物価上昇率と実質成長率の均衡点

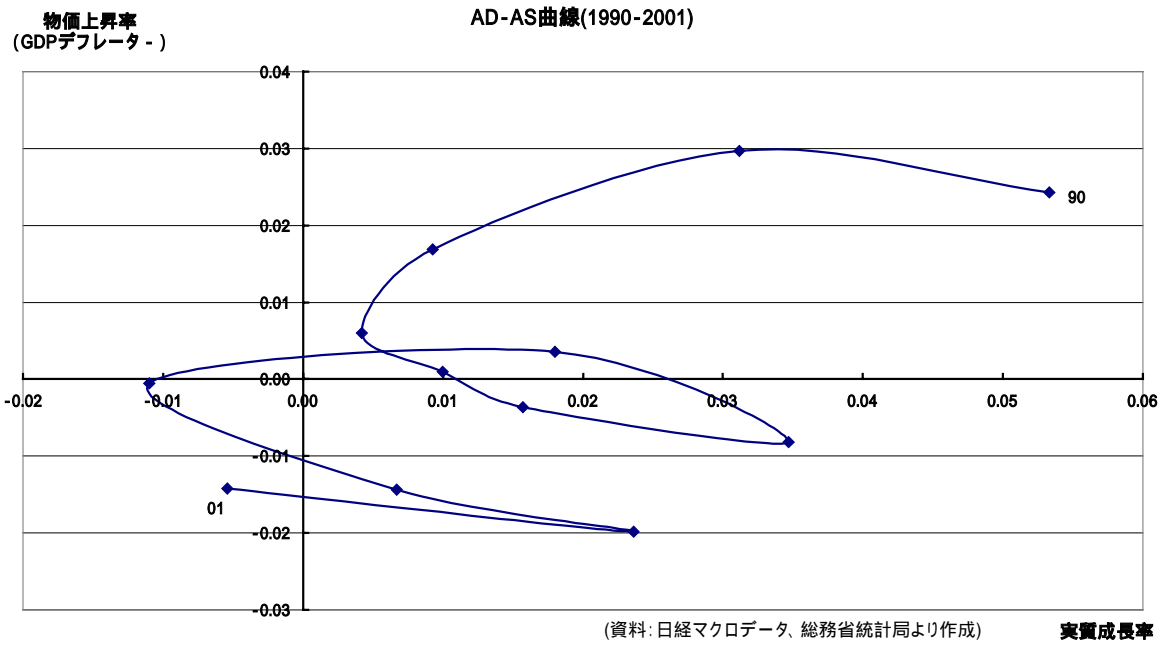
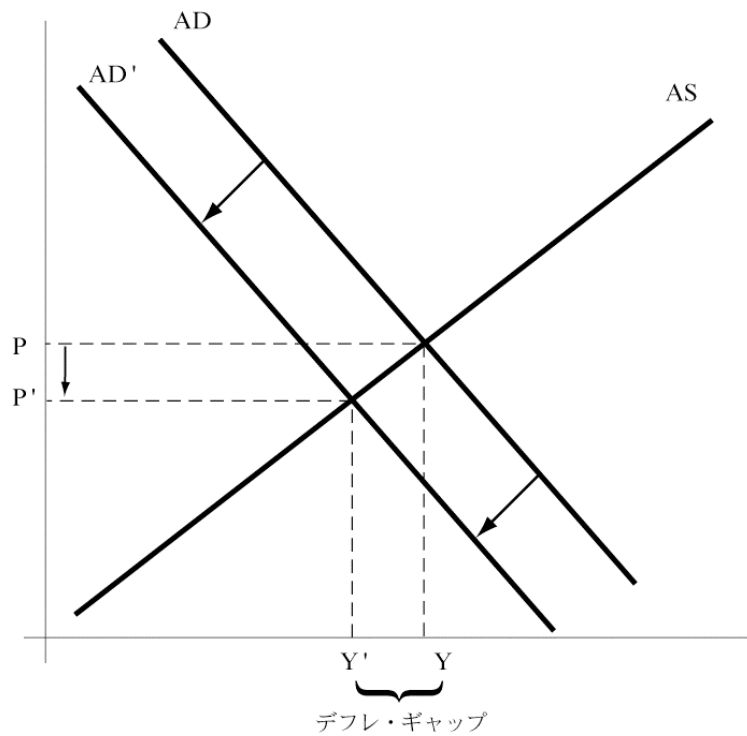


図1 - 1B 短期

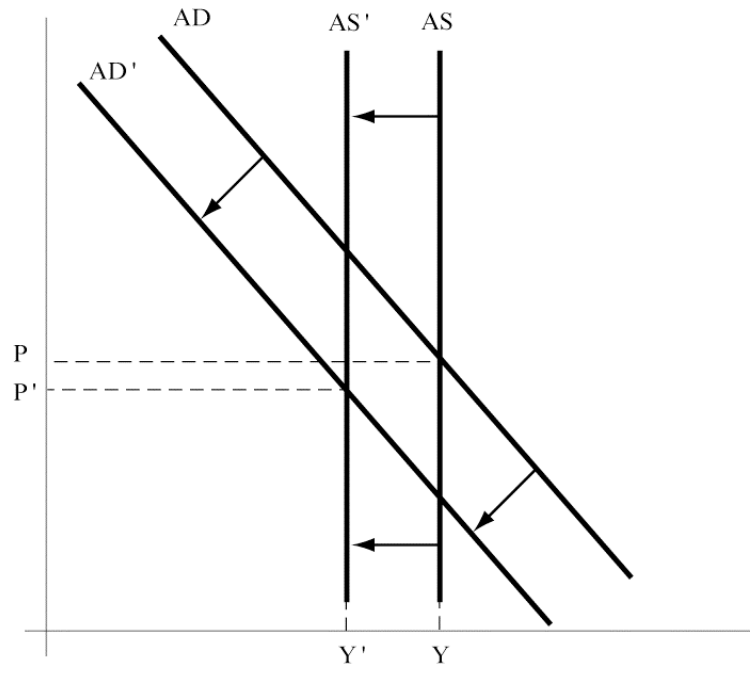


(AS...総供給曲線、AD...総需要曲線、Y...GDP、P...物価)

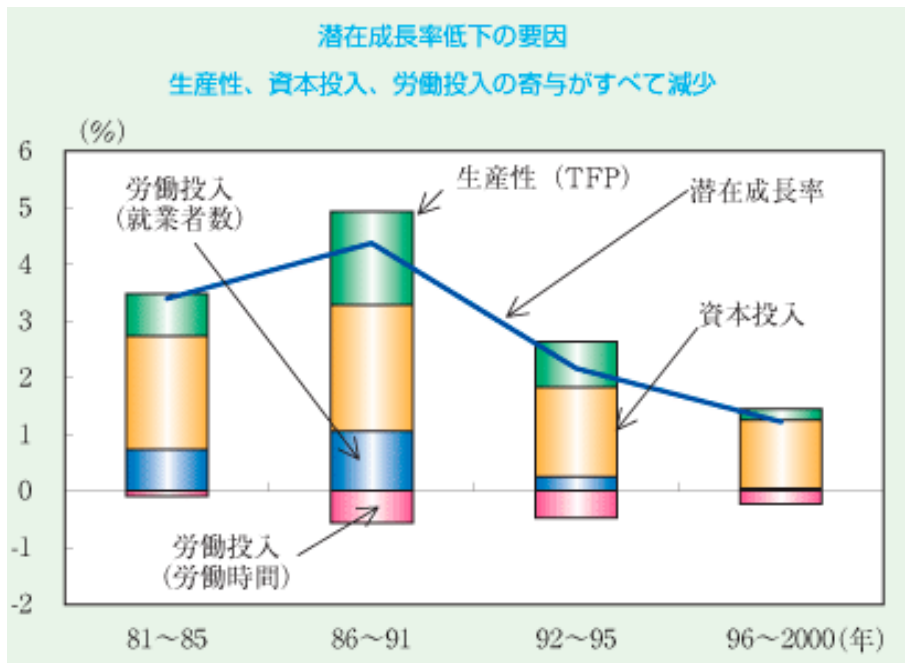
(「GDP ギャップの推移」のグラフの出所) 内閣府：平成13年度経済財政白書



図 1・1C 長期

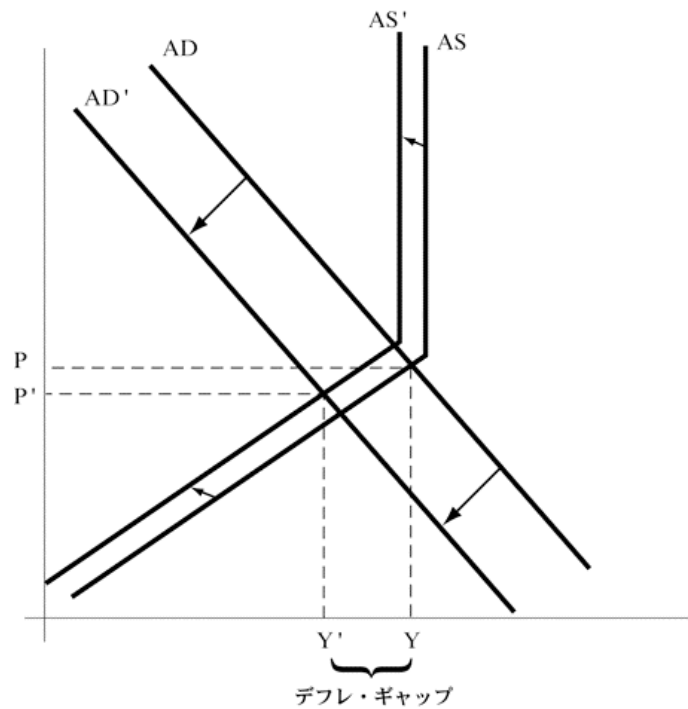


(AS...総供給曲線、AD...総需要曲線、Y...GDP、P...物価)



(「潜在成長率低下の要因」のグラフの出所) 内閣府：平成 13 年度経済財政白書

図1 - 1D



デフレ・ギャップ

(AS...総供給曲線、AD...総需要曲線、Y...GDP、P...物価)

デフレ・ギャップは、図中の $Y-Y'$ を指す。現在の日本は、総需要が減退しているためにデフレ・ギャップが発生してしまっている。また、潜在成長率の低下から、AS も左にシフトしていると考えられ、それはインフレ効果があるが、それ以上に AD が左にシフトしているため、現在デフレ (P から P' にシフト) にあると考えられる。デフレ払拭のためには、総需要を増やし、AD 曲線を AD' から右にシフトさせ、デフレ・ギャップを縮小させる必要がある。デフレ・ギャップは、需給ギャップ、GDP ギャップとも言う。

図 1 - 2 A

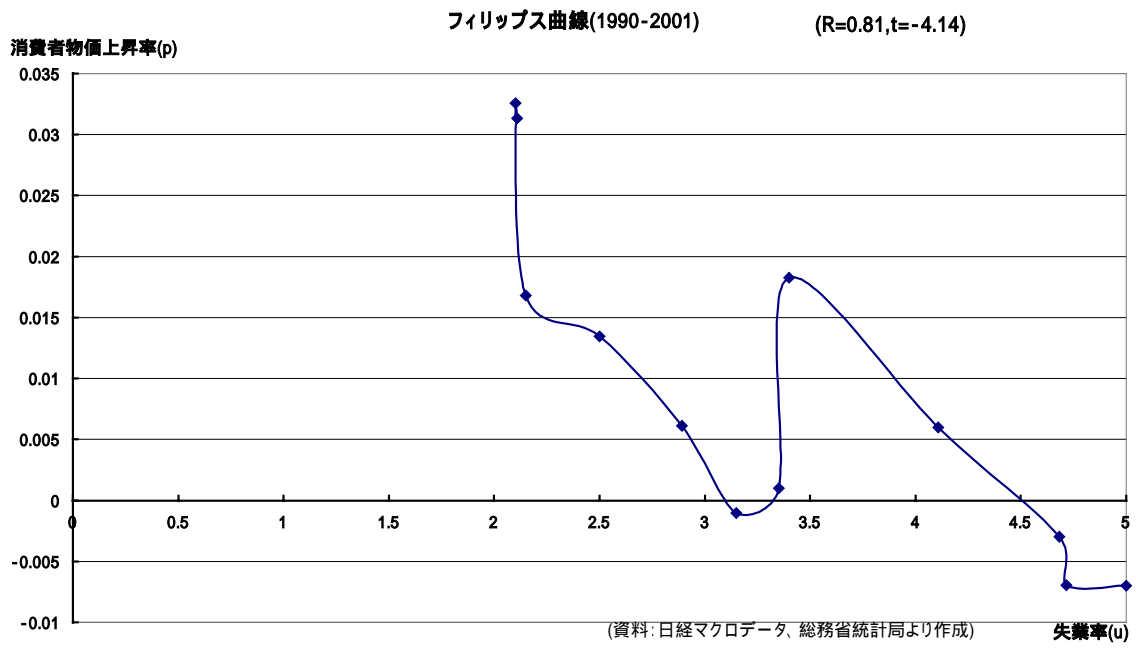


図 1 - 2 B

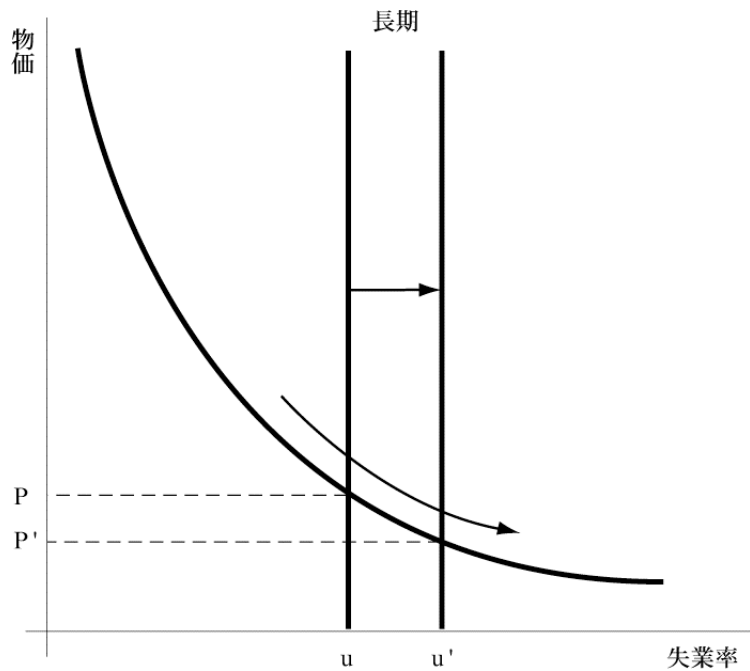
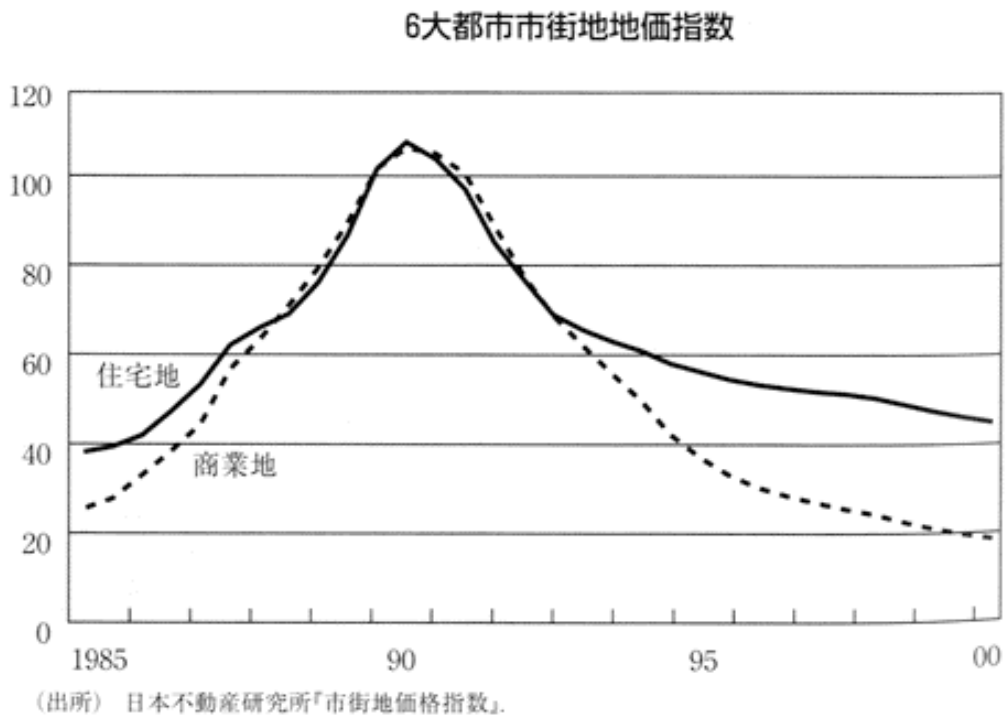
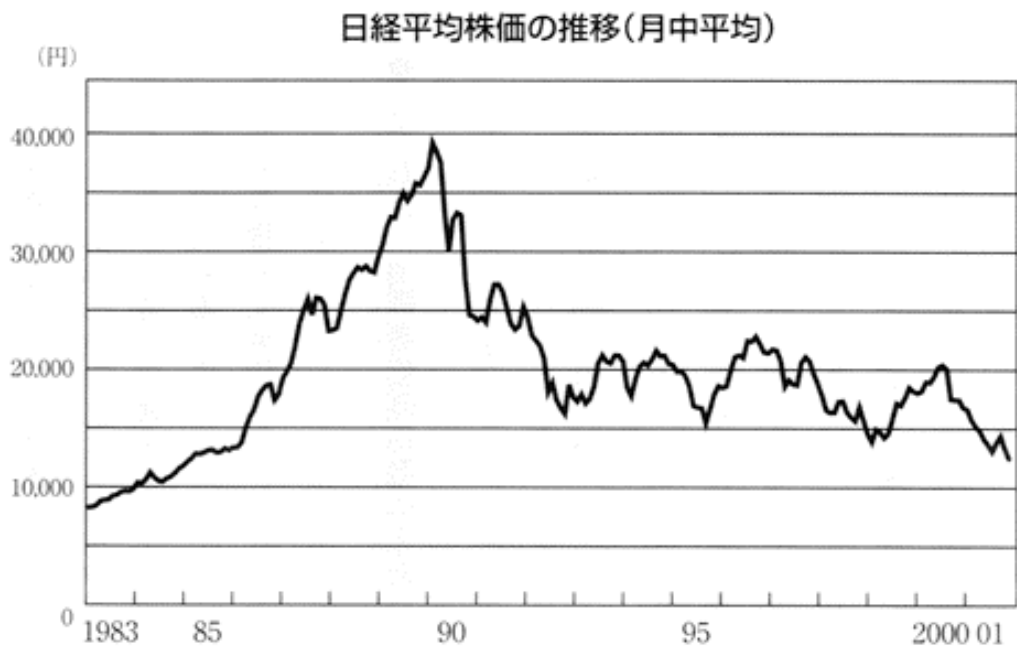


図 1・3



(出所) デフレの経済学 (岩田規久男、東洋経済新報社)

図 1 - 4 A

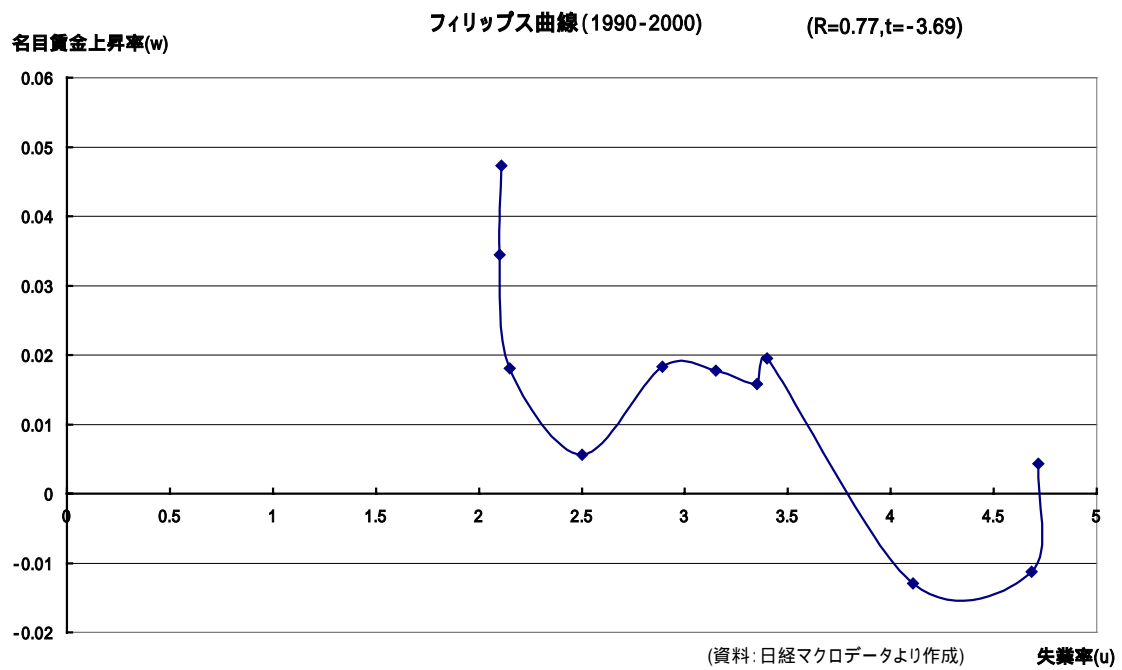


図 1 - 4 B

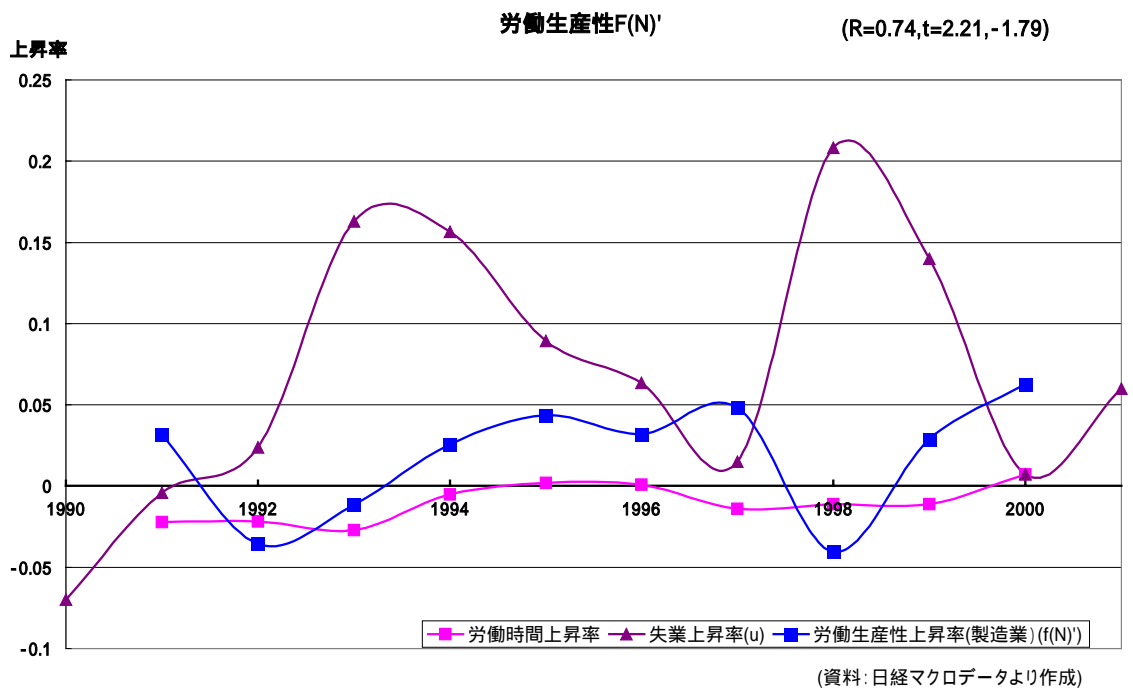


図 1 - 4 C

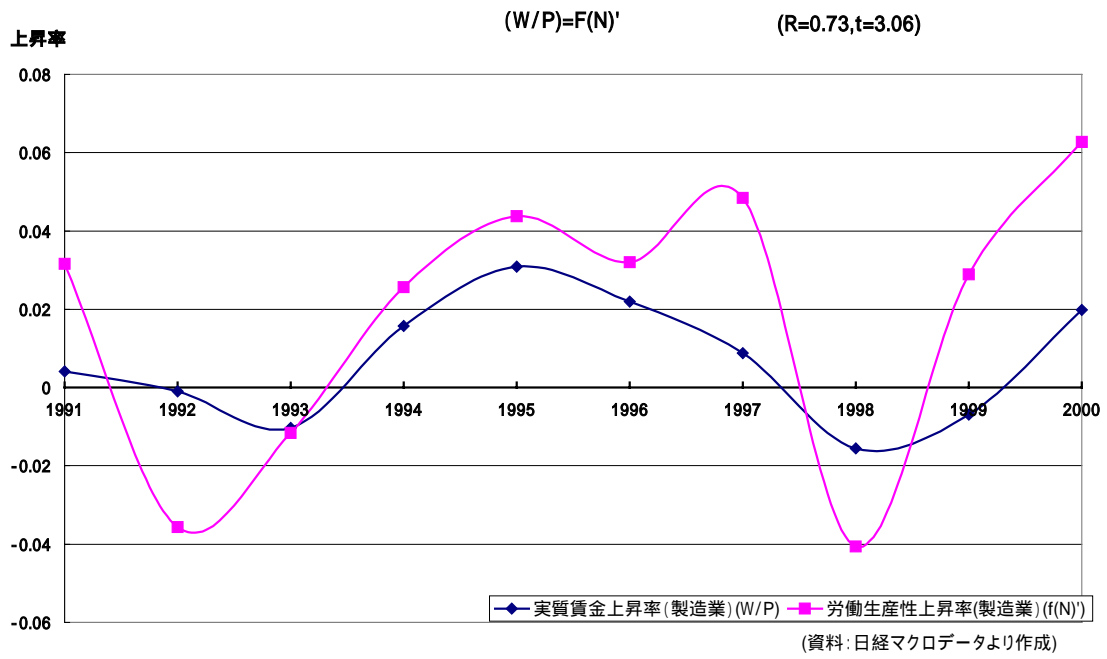
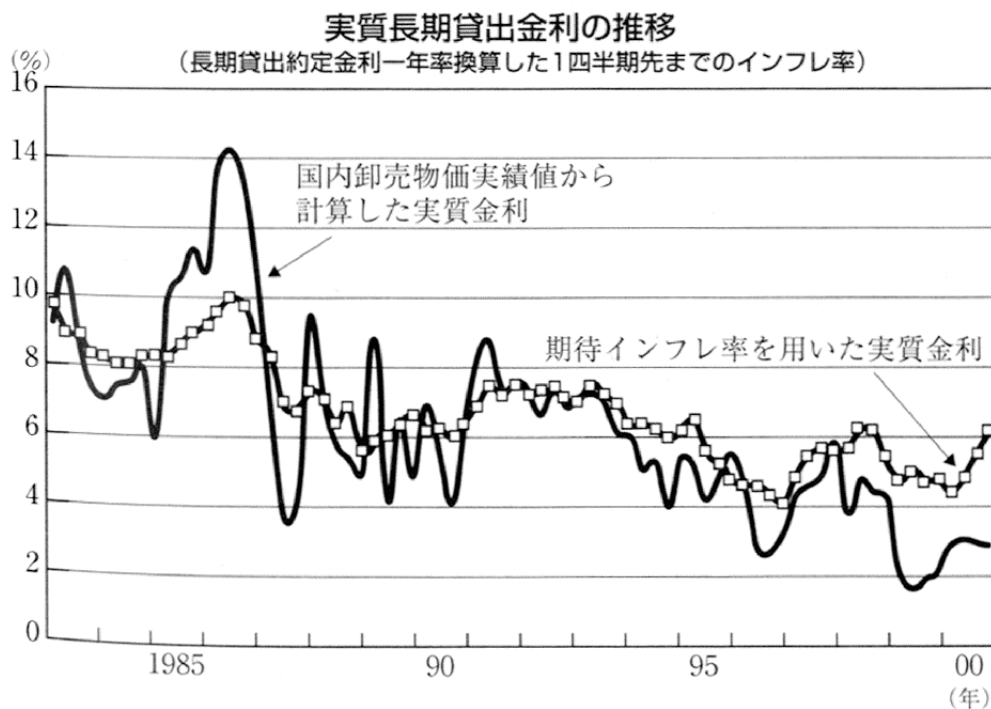
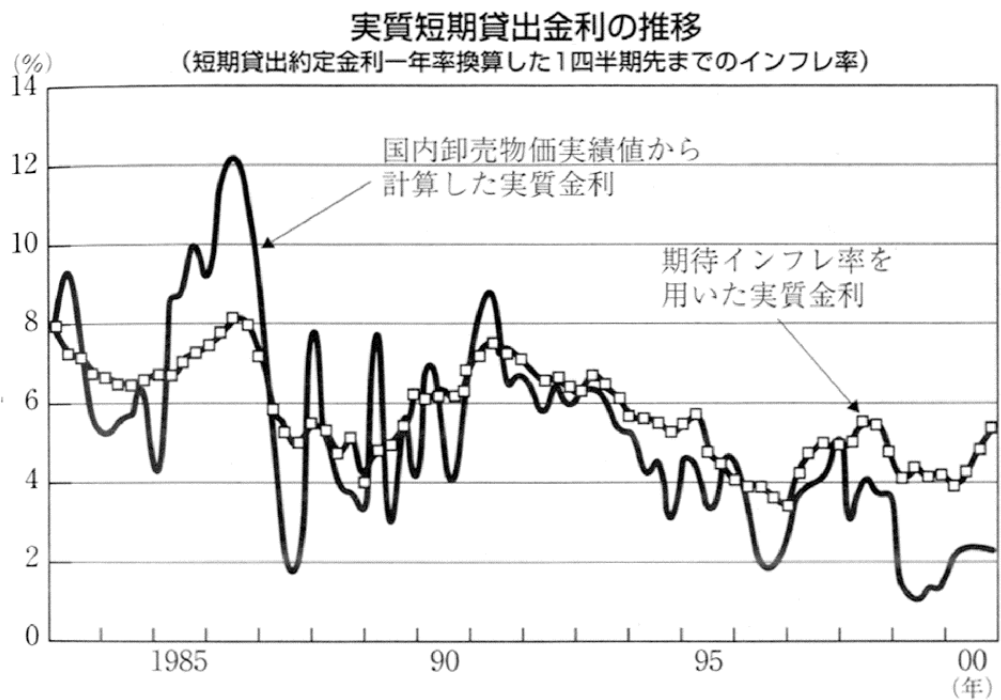
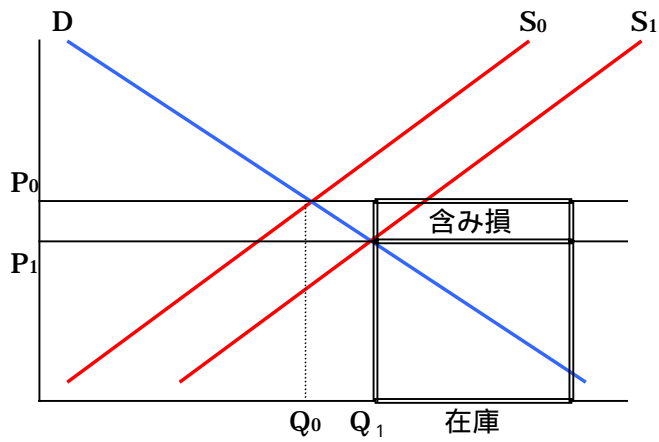


図 1・5



(出所) デフレの経済学 (岩田規久男、東洋経済新報社)

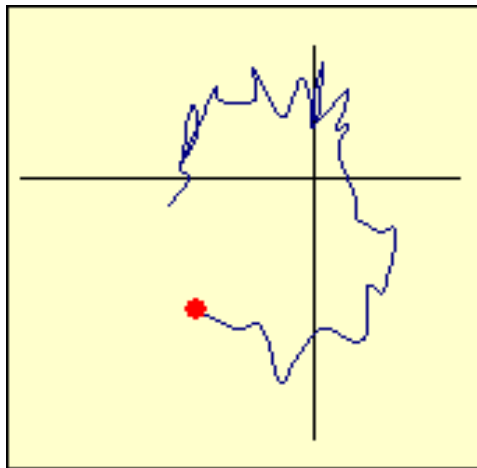
図 1 - 6



フィッシャーのデット・デフレ理論 [$P = \text{Debt} / P$]

P 収益 債務返済のため投げ売り (供給過剰) P 収入増えず、借金返済できない + 在庫・物資の価値 (含み損) Debt / P P

図 2 - 1 A 在庫循環表



在庫循環の見方

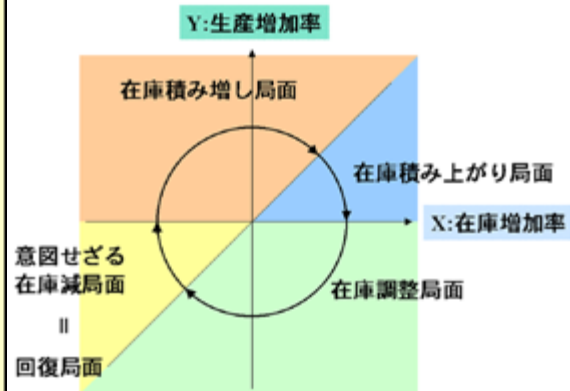


図 2 - 1 B

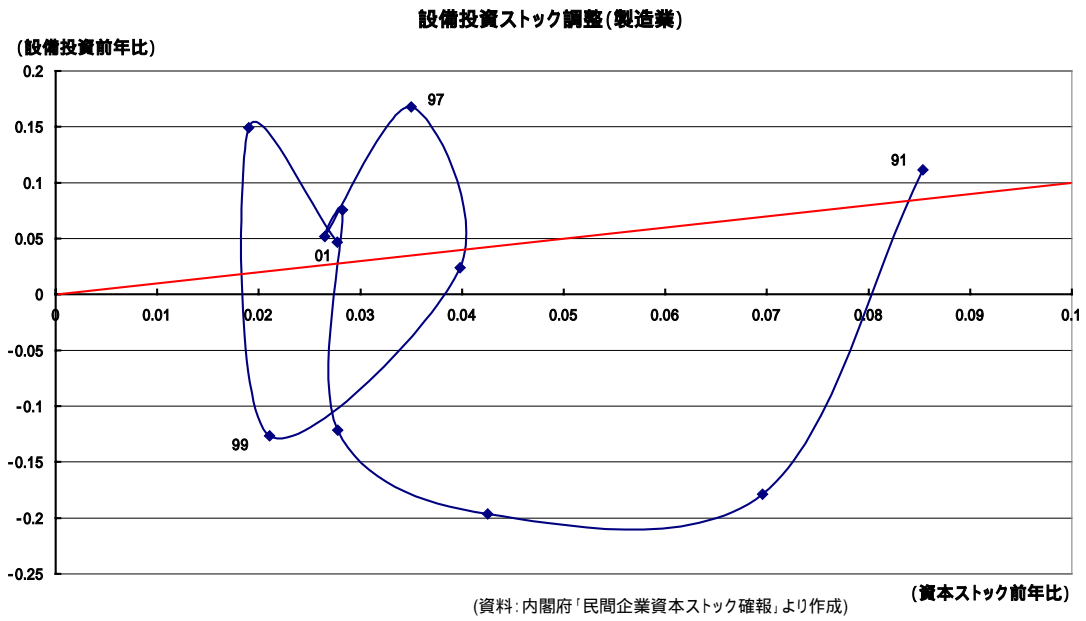


図 2 - 1 C

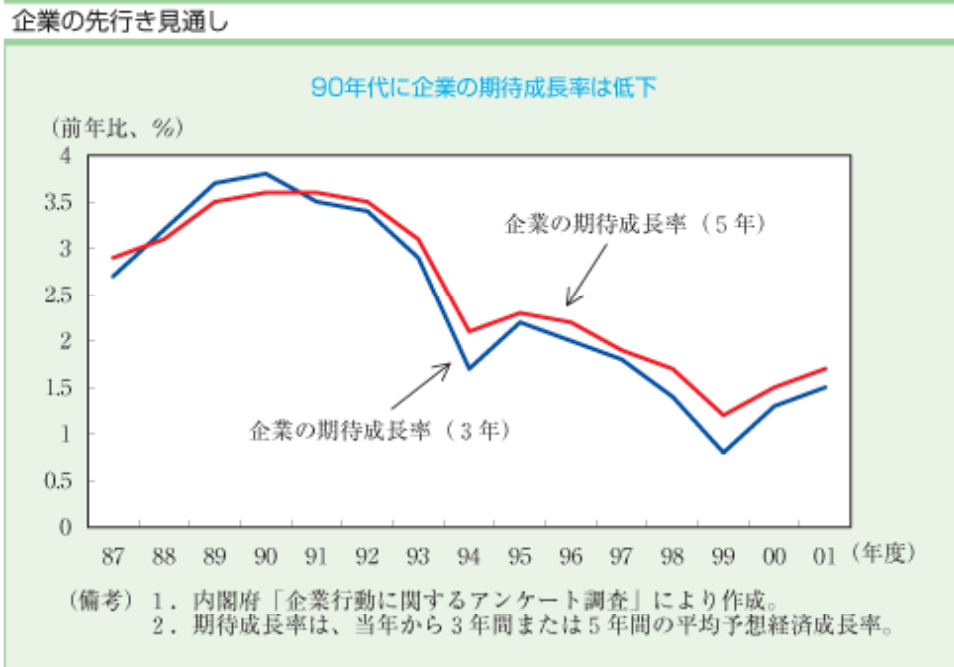


図 2 - 2 A

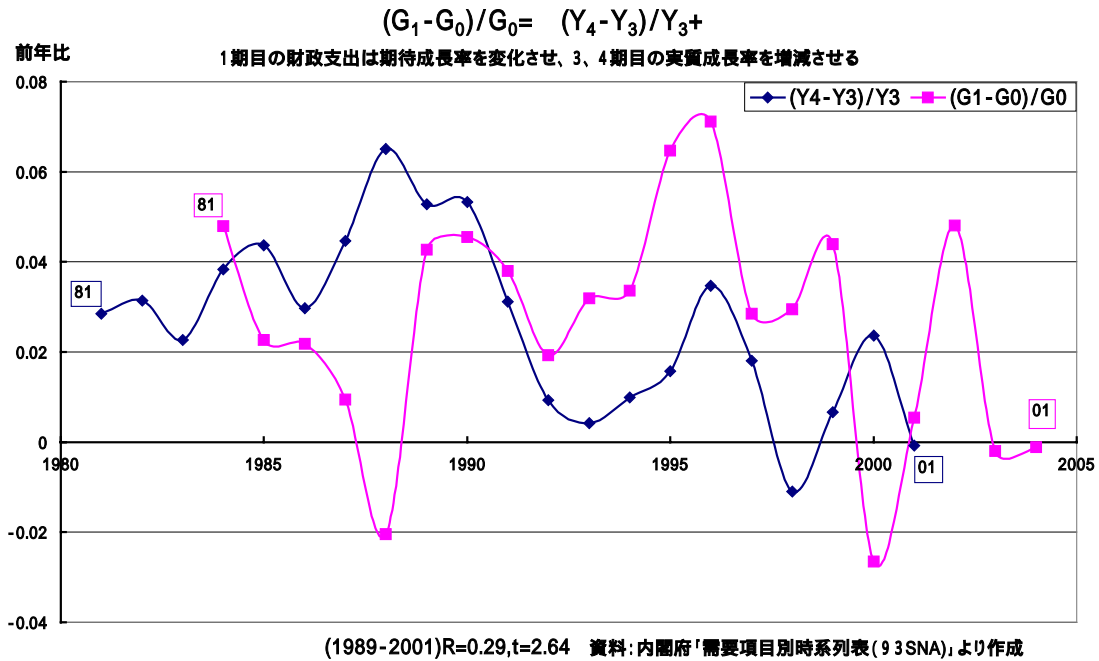


図 2 - 2 B

シミュレーション (1989-2001)R=0.29,t=2.64
 財政支出のみでGDPギャップを解消するには4 - 7.5%程度の財政支出増大が必要
 (財政支出10 = 政府最終消費支出7 + 公的固定資本形成3)

	GDP上昇率 (Y4-Y3)/Y3		財政支出上昇率 (G1-G0)/G0	誤差	
	0.372	Y'+	0.026 =	G'	0.03
GDPギャップ	0.05		0.044	0.074	
	0.04		0.041	0.071	
	0.03		0.037	0.067	
	0.02		0.033	0.063	
	0.01		0.030	0.060	
	0		0.026	0.056	
	-0.01		0.022	0.052	
	-0.02		0.018	0.048	

資料:内閣府「需要項目別時系列表(93SNA)」より作成

図2・2C

公共投資のみで4 - 5%のGDPギャップを埋めるには
 対GDP比で7.5 - 8%程度、約40兆円から44兆円の公共投資が必要

暦年	国内総支出	政府最終消費支出	公的固定資本形成	財政支出
2001	既存額 533,717.0	既存額 89,005.8	既存額 34,971.9	既存額 123,977.7
財政支出		必要額	必要額	必要額
1.041		92,627.3	36,394.9	129,022.2
1.074		95,628.6	37,574.1	133,202.8
公共投資のみ		既存額	必要額	必要額
		89,005.8	40,016.4	129,022.2
		89,005.8	44,197.0	133,202.8
			対GDP比	
			0.075	
			0.083	
			必要額/既存額	
			1.144	
			1.264	

資料：内閣府「需要項目別時系列表(93SNA)」より作成

図3 - 1 (図3-1、図3-2、図3-3 とともに出所：内閣府 平成13年度版経済財政白書)

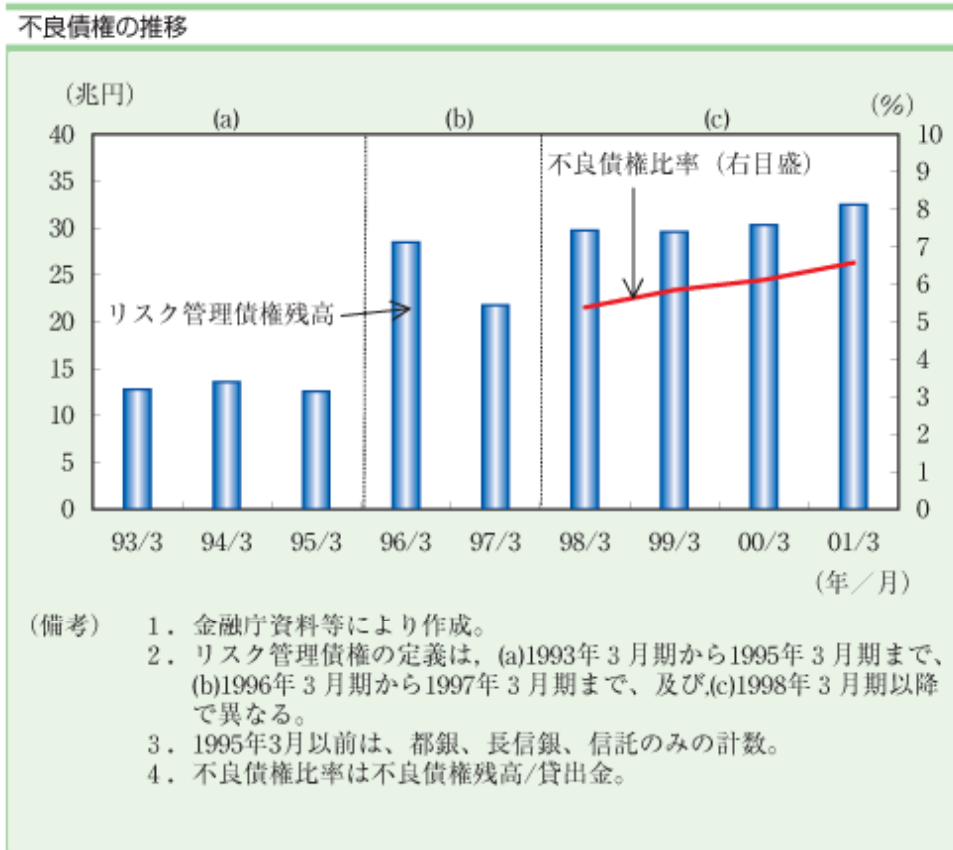


図 3 - 2

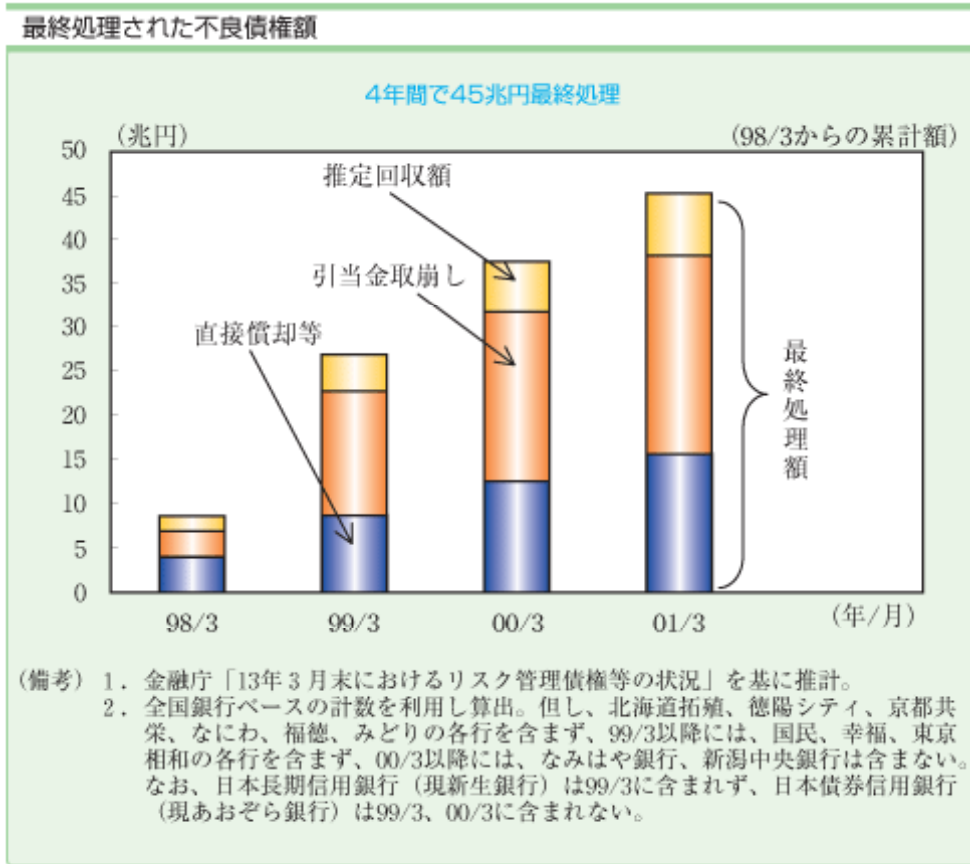


図 3 - 3

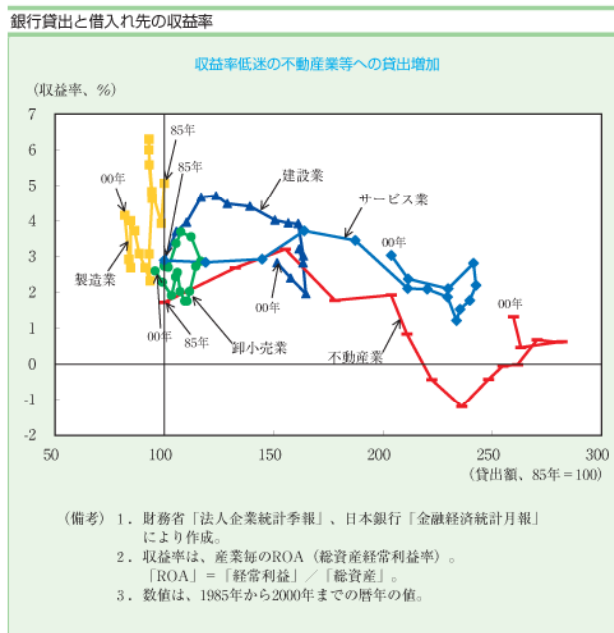
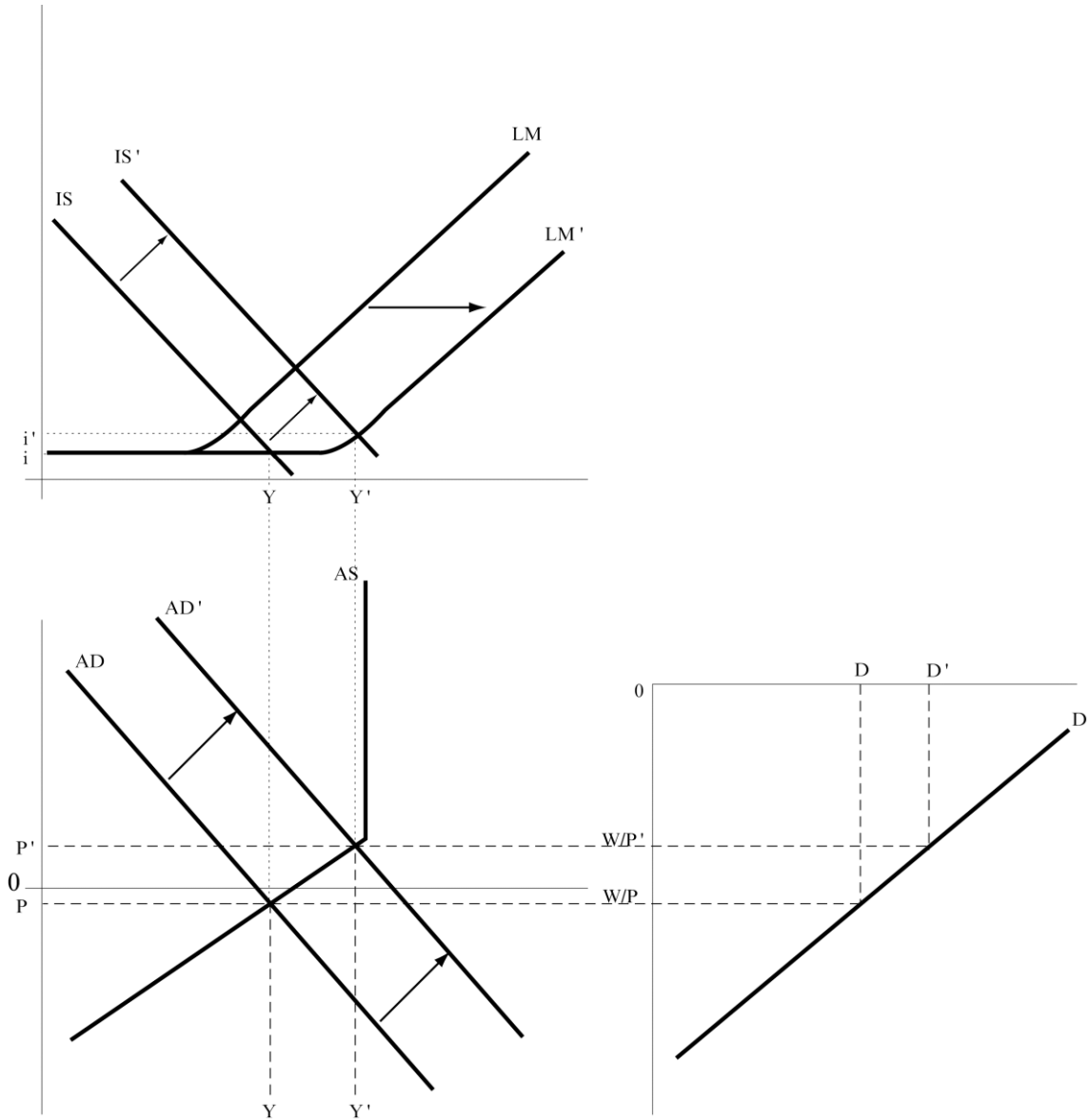


圖 4 · 1 ISLM-ADAS-労働需要曲線



IS : 投資・貯蓄曲線、LM : 資金需要・供給曲線、AD : 総需要曲線、AS : 総供給曲線、
 i : 利子率、 Y : GDP、 P : 物価、 W/P : 実質賃金、 D : 労働需要

図 4 - 2

< ポリシーミックス・シミュレーション >

期待インフレ率を 2 - 3% に設定した場合、
 対GDP比で 7 - 8% 程度、約 38 - 43 兆円の公共投資が必要
 但し、GDPギャップを 5% と仮定する

GDPギャップ分配		GDPギャップ分配		誤差		誤差	
インフレーターゲット	期待インフレ率	公共投資	対GDP比	対GDP比	必要額	必要額	必要額
0.05	3.75	0	0.072	0.078	38171.44	41890.77	
0.04	3	0.01	0.072	0.079	38632.68	42352.01	
0.03	2.25	0.02	0.073	0.080	39093.92	42813.25	
0.027	2	0.023	0.074	0.081	39247.66	42966.99	
0.02	1.5	0.03	0.074	0.081	39555.15	43274.49	
0.01	0.75	0.04	0.075	0.082	40016.39	43735.72	
0	0	0.05	0.076	0.083	40477.63	44196.96	

資料: クルーグマン・モデル、内閣府「需要項目別時系列表(93SNA)」より作成