

「デフレ脱却に向けて」

専修大学経済学部 望月宏研究室

<現状分析>

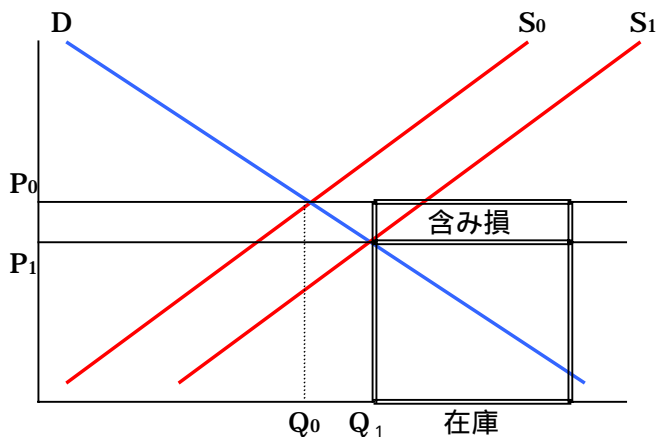
・ デット・デフレ

実質金利の上昇

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。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。

デフレによる負債の実質負担の増大

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。（下図参照）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。



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

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） $\frac{Debt}{P}$ P

- ・ ファイナンシャル・アクセルレーター

金融増幅効果

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。

< 財政 >

- ・ 積極財政

在庫循環表や資本ストック循環表から分かるとおりストック調整は積極的に行われており、財政支出拡大による需要の増加が不可欠である。しかも、加速度原理から、需要を加速度的に増加させなければ投資は増えない。逆に財政支出縮小は削減した額の乗数倍、景気に対してマイナス効果を生じさせる。

- ・ 公共投資と減税

公共投資と減税は基本的に同様のものと考えている。理論上、公共投資の方が政府の支出分、効果が高い。公共投資は建設業界の既得権維持につながるが、減税はその心配はない。減税は公平性が期待できる。

- ・ 効率的な公共投資

教育や都市開発などの社会的に必要とされる効率的な投資先に投資していくべきである。「公共投資の便益が大きいと期待されれば、民間は貯蓄を増やす必要はなく、現在の消費が刺激される。逆に、無駄な公共投資は将来の負担増が予想されるから、消費は抑制される。」というストック効果がある程度期待できる。

しかし、公共投資の効率化に過度に期待すべきではない。たしかに使われない建物を作るよりは首都高速の整備の方が経済効果は高まるはずである。しかしこれは供給を増加させるのであり、需要はあくまで乗数効果を通じる金額で決まる。供給の増大が需要の増大に必ずつながるとは限らず、かえって需給ギャップを拡大させてしまう虞もある。公共投資の額を減らしてしまえばなおさらである。従って、少なくとも効率化したことによって公共投資の額を減らしてはならない。

- ・ 国債暴落の可能性

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。

景気回復よりも財政再建を優先して景気回復と財政再建に成功した例がない。

日銀の国債買いオペによって国債価格を支える。

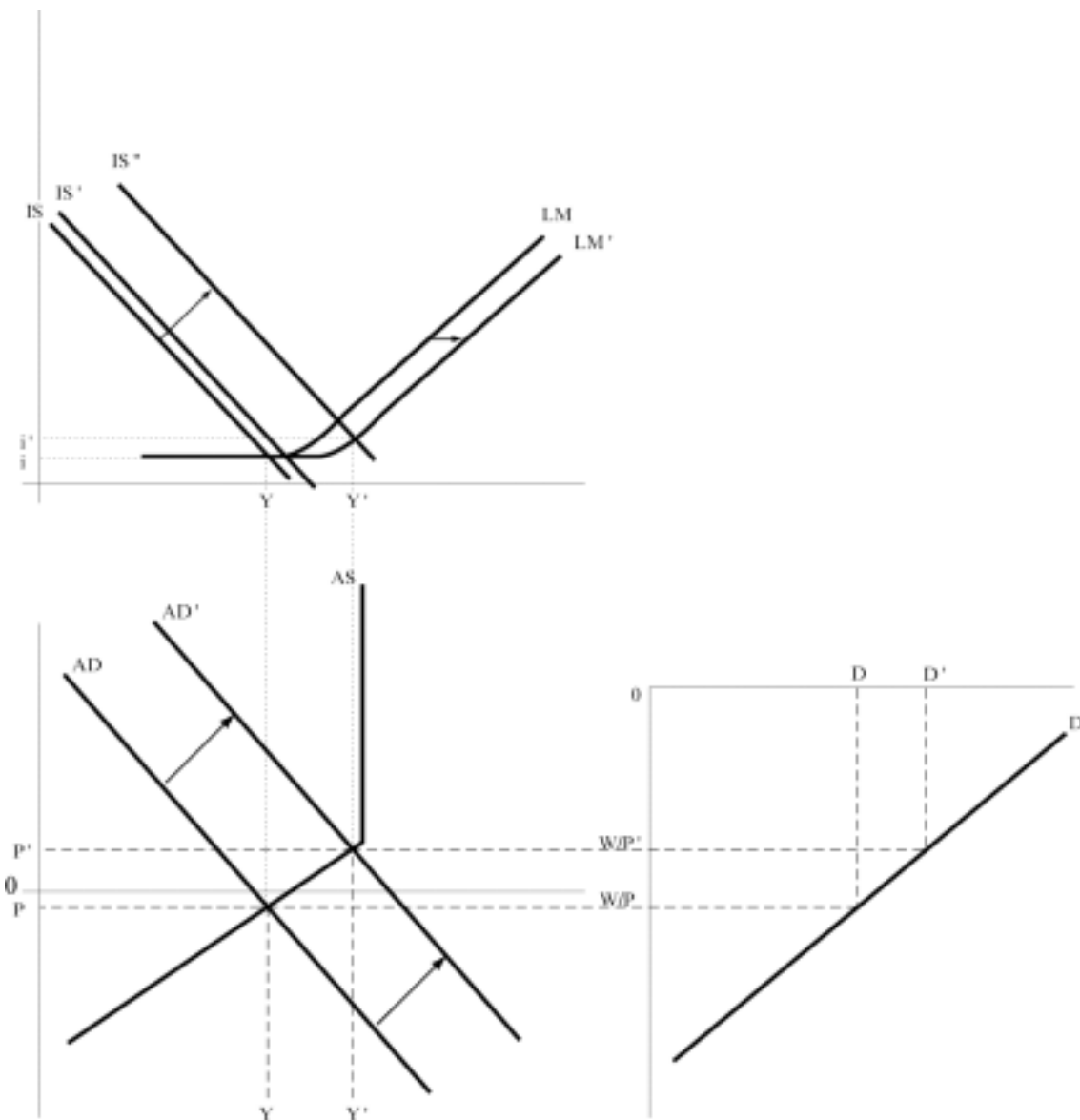
貯蓄超過経済なので長期金利は低水準。

<インフレ・ターゲット>

目的：物価上昇、ポートフォリオリバランス効果による総需要喚起

物価	実質金利・賃金	総需要		
量的緩和のポートフォリオリバランス効果		株高、円安、長期金利引下げ	総	
需要				
総需要	流動性の罨から脱却	物価	デフレ脱却	

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 : 利率、Y : GDP、P : 物価、W/P : 実質賃金、D : 労働需要

- ・ 安全資産からリスク資産へのオペレーション
金融政策の効果はタイムラグがあると言われている。よって急激にリスク資産を購入

し、日銀のバランスシートをいたずらに傷付けるよりも、安定物価上昇圏に向けて、公平性があり、債券の中で最も安全性の高い国債からオペを進めていき、効果が表れないようであれば、リスク資産や実物資産など、直接マネーサプライが増える債券にシフトさせていくべきである。

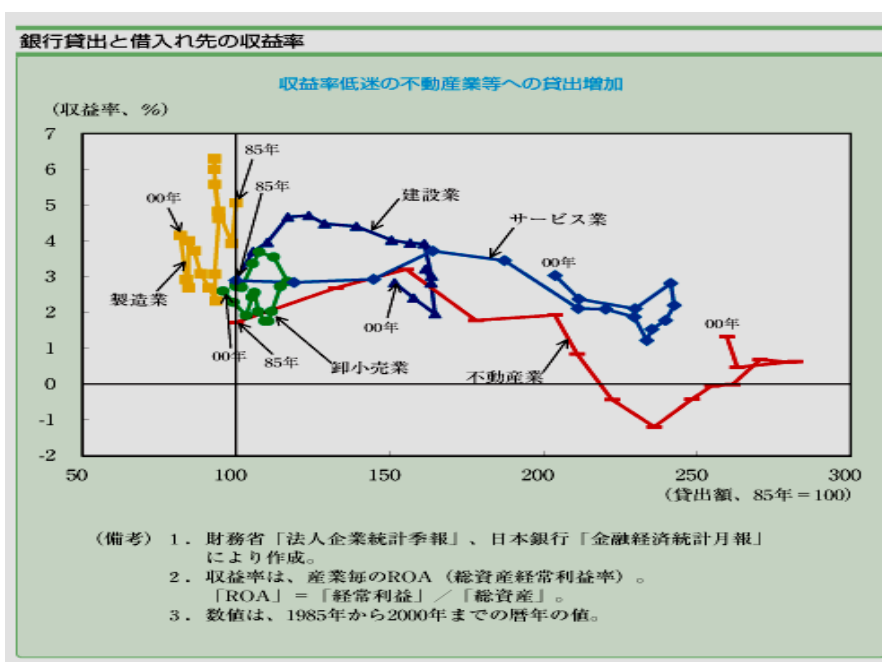
また、不良債券処理、安定物価上昇圏のアナウンスによりデフレ期待を払拭すること、財政政策によってもマネーサプライは増えていく。

このような政策を併せて行うことで、総需要の刺激を行っていくべきであるとする。

<不良債権処理>

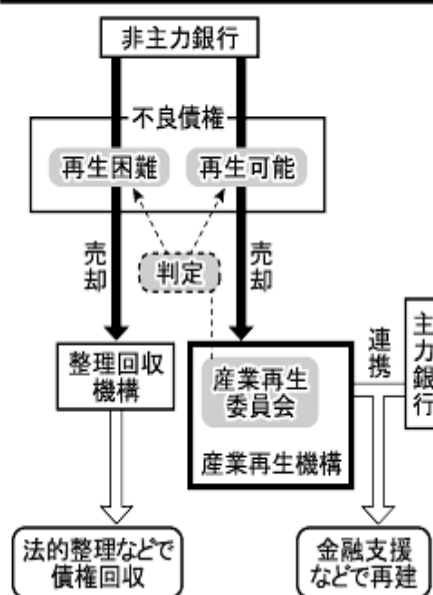
我々は不良債権処理が早期に行われるべきだと考える。理由として、不良債権処理を行わない限り実体経済は回復せず不況は更に長期化すると考えられる。確かに、短期的には不良債権処理による倒産、失業等により経済状況は悪化するであろうが、中長期的に見れば、資金が経済で回るようになり経済をより早く回復させると考える。

銀行が不良債権を抱えそのためのコストにより、銀行の資金仲介機能が低下している。さらに貸出先が収益性の薄い業種に偏っており、それらの企業を生き延びさせその影響で新規の産業に資金が回りにくくなっている。具体的には不況三業種と呼ばれる小売・建設・不動産に過剰な貸し出しを行い、それが更なる不良債権につながっていることがわかる。

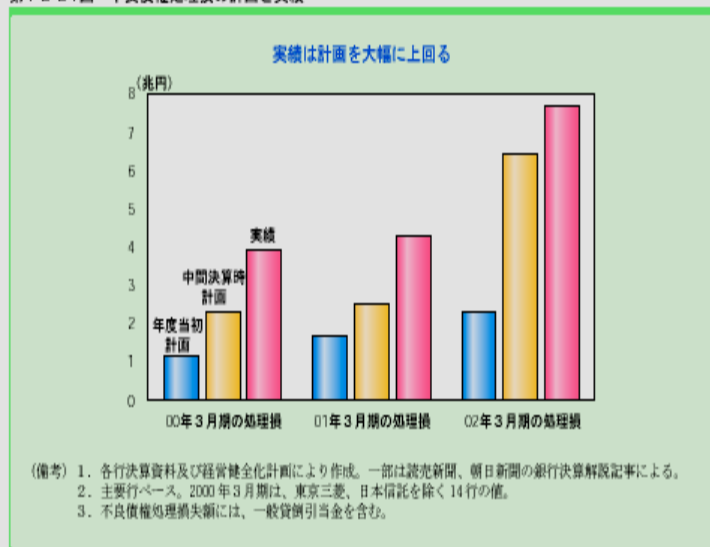


いままで不良債権処理が進んでこなかった理由として、銀行が正確な査定をしてこなかったことと、不況により新規に不良債権が発生したことが原因であるといえる。実際銀行は毎年不良債権処理は十分に行われていると主張してきたが、毎年処理計画を訂正している。この原因としては債権の格付けを銀行自身に行わせてきたため銀行が自分に有利なように格付けを行ってきたことが挙げられるもちろん新規発生分も大きなウェイトを締めていると思われるがそれ以上に銀行の査定の甘さをうかがうことが出来る。

産業再生機構による企業再生の流れ



第1-2-21図 不良債権処理損の計画と実績



不良債権処理を早期に行うために銀行が自ら抱える不良債権の査定を金融庁の検査官とともに「特別検査」を今まで以上に、査定を厳格に行ってゆく必要がある。

また、現状で査定を厳格化した場合、BIS 規制を下回ってしまうことが予想されるがこれに対しては、公的資金の注入を行い不良債権の処理を優先すべきであると考え、そして、不良債権処理を円滑にするために RCC や来年 1 月に発足が予定されている産業再生機構などの仕組み利用しやすい環境を作るべきである。

不良債権処理の早期化によって発生する問題点として、当然倒産が多発しそれに伴う大量の失業が発生すること、銀行側の貸出量の減少が上げられるがこれらはインフレ・ターゲットと公共投資により、総需要を喚起しこれらの問題を軽減する。

<スラックス>

『スラックス』とは

市場において有効活用されていない資源。資源（人・土地・金・情報 etc）といった生産要素が有効に活用されていないため、デフレに陥っている。

前期ゼミでは各市場で現状を分析し、スラックスの存在、原因、関係を考察してきた。

財市場

【前提】： 有効活用されていない生産資源を見る。

【定義】： 財市場におけるスラックスとは、市場にある生産要素が有効に活用されていない状況をいう。それは短期的には需給ギャップ、長期的には本来の成長トレンドと実際の潜在成長率とのギャップによってあらわされる。

・ ソロースワソン = モデルからの分析

$$Y = K/K + (1) N/N + A$$

{ K : 資本投入 (資本ストック) N : 労働投入量、 A : 全要素生産性 (技術進歩) }

➢ 2001 年度経済白書による潜在成長率への各要素の寄与度 (第 2 章第 3 節、第 2-3-2 図参照) をみると、潜在成長率の低下というトレンドに各三要素が影響していることが読み取れる。

・ 国際競争力の低下

IMD (International Institute for Management Development) による 2002 年度国際競争力ランキングによると、日本は 30 位で 1997 年の 17 位から低下の一途 (17 20 24 24 26 30) 。

金融市場

【前提】： ゼロ成長から自立的成長に向けて、有効活用されていない資金を見る。

【定義】： バブル崩壊に伴う金融システムの不安定化や企業収益悪化による需給ギャ

ップ。

99 年を境に銀行の国際保有額 と民間への貸付金 が同時におきている。

- ・ 経常収支黒字 + 資本収支赤字 資金流出 = 国内投資減少 GDP ギャップ・潜在成長率の低下
- ・ 92 年頃からの信用乗数の低下。
- ・ 不良債権の劣化・過剰債務の存在
- ・ 企業側の資金需要として、先の売上、所得の増加が見込めない。過去の債務の返済に値からを傾倒。このような期待が低下した状況下では、新規投資、すなわち積極的な資金需要を生むような状況にない。 実際には民間企業の資金調達の割合も外部よりも内部資金の割合が大きくなってきている。

以上の通り各市場に前提にしたスラックスが存在し、GDP ギャップの発生・潜在成長率の低下影響を与えていると考えられる。