

日本経済の持続的発展のための安 定化政策と成長政策¹

明治大学 千田亮吉研究会 金融分科会

草野貴大 梅田将志 高橋祥人
田中顕 堀口瑞生

2010年12月

¹本稿は、2010年12月11日、12日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2010」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、千田亮吉教授（明治大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

日本経済の持続的発展のための安 定化政策と成長政策

2010年12月

要約

日本は、高度経済成長からバブル経済を経て、1990年代初めにそのバブルが崩壊して以降、20年近くにも及ぶ不況に陥っている。経済が成長しなくなったことにより、財政赤字の増大や、失業率上昇など多くの社会的問題が発生している。

現在の日本の停滞の原因は、長期的なデフレーションである。しかも、日本銀行が金融政策を正しく行っていたら回避できたであろうデフレである。日銀は金融政策において、2000年のゼロ金利解除、2006年の量的緩和及びゼロ金利の解除、2007年の金利引き上げと過去3度大きな失敗を犯しているのである。

デフレにより実質の利子率が上昇し、民間の需要である設備投資が大きく減少したのが現在の日本の長期停滞をもたらしていると考えられる。また、デフレは労働市場、資産価格、実質金利など、様々な経路を通して、私たちの生活に悪影響を与える。デフレで実質賃金や実質年金支給額が上昇し、生活水準が上がるのは事実だが、それはごく短期的なものにすぎない。デフレは様々な経路を通して、私たちの生活に悪影響を与える。

こうした日本経済の現状を打破し、成長を取り戻し、あらゆる社会問題を解決に導くには、日本銀行の金融政策をこれまでのようなデフレ容認型から、穏やかなインフレ誘導型へ転換させ、それによって、デフレから完全に脱却することが必要となるのである。

ゼロ金利政策や量的緩和政策が効果をもつのは、人々が金融緩和は続くと考えるからである。しかし、日銀は過去3度にわたって少し景気が回復しただけで金融緩和政策をやめてしまったのである。そのため、新たに金融緩和政策の採用をアナウンスしたとしても、市場の信用が得られない可能性がある。

金融政策に関する政策決定にルールを設け、信頼の置ける金融緩和の継続を生み出さなければならぬ。信頼を得るためには政策の達成についての責任の所在が明確である必要がある。そこで、導入を提案するのが、マクロ経済の安定化を目指すものとして、プライスレベル・ターゲット政策である。今や日本経済には、これ以上デフレを続けて経済を停滞させている余裕はない。バブル崩壊後の景気後退の期間中、いまだ日本では実施されたことのないプライスレベル・ターゲット政策の導入を試してみる時期である。

インフレ・ターゲット政策やプライスレベル・ターゲット政策に対しては、多くの反対論があるが、その反対論には多くの矛盾が含まれている。マイルドなインフレを目標とする政策は、名目金利のゼロ下限や名目賃金の下方硬直性による金利・賃金調整機能の不全を是正できるので、現在のようなデフレの状況より、高いGDPを達成することが可能である。

また、回帰分析により、インフレ率を上昇させ、実質金利を低下させることによって、設備投資が増加するというを示す。

安定化政策によってギャップを埋める、つまり、実質GDP成長率を上昇させることを行い、その後、成長政策によって潜在GDPを引き上げる。そこで発生したギャップを安定化政策によってまた埋める。このように繰り返していくことによって、日本経済の持続的な成長が可能となる。

もちろん経済成長によって、現在日本にあるすべての経済問題が解決できるというわけではない。しかし、持続的な経済成長を達成することによって、政府の税収は増え、雇用も発生し、貧困問題への対策などは非常に楽なものとなる。

目次

はじめに

第 1 章 現状分析・問題意識

- 第1節 デフレの弊害
- 第2節 経済成長の要因
 - 第1項 供給サイド
 - 第2項 需要サイド
 - 第3項 デフレの要因

第 2 章 先行研究

第 3 章 安定化政策

- 第1節 安定化政策とは
- 第2節 安定化政策の必要性
 - 第1項 リスク回避志向と安定化
 - 第2項 資源利用と安定化
- 第3節 安定化政策の手法
- 第4節 日本銀行の金融政策
 - 第1項 バブル期
 - 第2項 1995年～2000年
 - 第3項 2001年～現在
 - 第4項 FRBとの違い
 - 第5項 日銀の3度の失敗
- 第5節 プライスレベル・ターゲット政策
 - 第1項 プライスレベル・ターゲット政策とは
 - 第2項 インフレ・ターゲット政策とは
 - 第3項 インフレ・ターゲット政策に対する反対論
 - 第1段 無効論
 - 第2段 弊害論
 - 第4項 インフレ・ターゲット政策の採用国
 - 第3段 ニュージーランド
 - 第4段 イギリス
 - 第5段 スウェーデン

第 4 章 分析

- 第1節 設備投資関数
- 第2節 ニューケインジアン・フィリップス曲線
- 第3節 安定化のためのプライスレベル・ターゲット政策
 - 第1項 プライスレベル・ターゲットとインフレ・ターゲットの違い
 - 第2項 プライスレベル・ターゲット政策導入の利点
 - 第3項 プライスレベル・ターゲット政策の導入へ

第 5 章 成長政策

- 第4節 産業政策
- 第5節 成長政策

第 6 章 政策提言

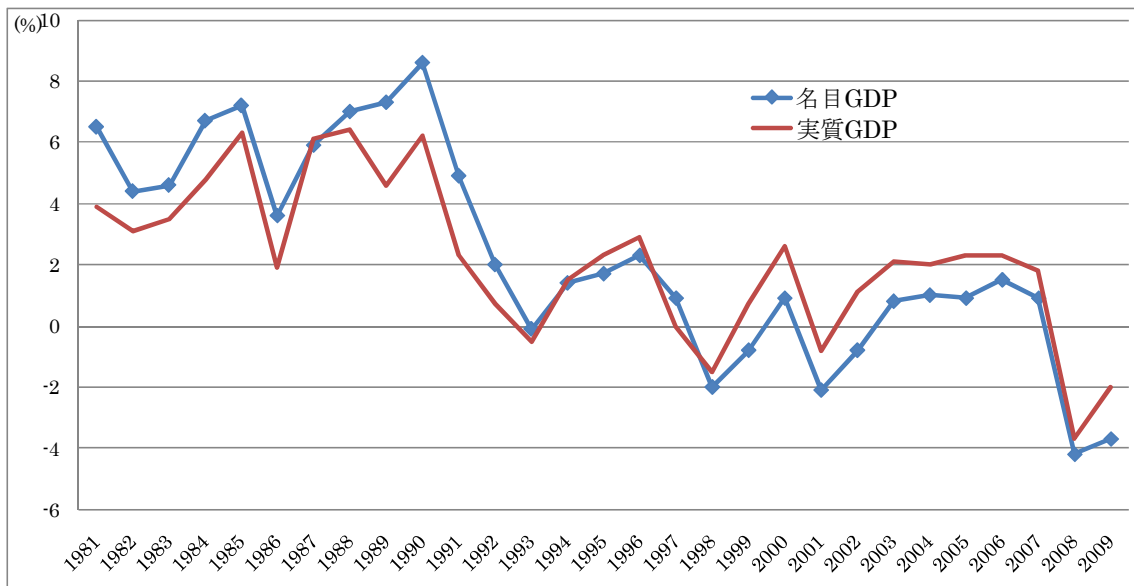
先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

日本は、高度経済成長からバブル経済を経て、1990年代初めにそのバブルが崩壊して以降、20年近くにも及ぶ不況に陥っている。経済が成長しなくなったことにより、財政赤字の増大や、失業率上昇などの社会的問題が発生している。

かつて、“Japan as No.1”と言われた日本も1人当たりの国内総生産は今や、先進国中最下位グループに位置することとなってしまった。

図1を見てもわかる通り、バブル崩壊後、1991年から2009年の実質GDP成長率は平均して0.8%となっている。これは、1974年から1990年までは平均4.2%の成長を記録していたことを考えると、明らかな停滞である。もし、90年代の実質成長率が現実の1%ではなく3%であったならば、日本の実質GDPは現在よりも20%以上大きかったはずであり、90年代から2003年までの実質成長率が3%ではなくて1%であったために失われた実質GDPの累積額は、700兆円にもなると言われている¹。



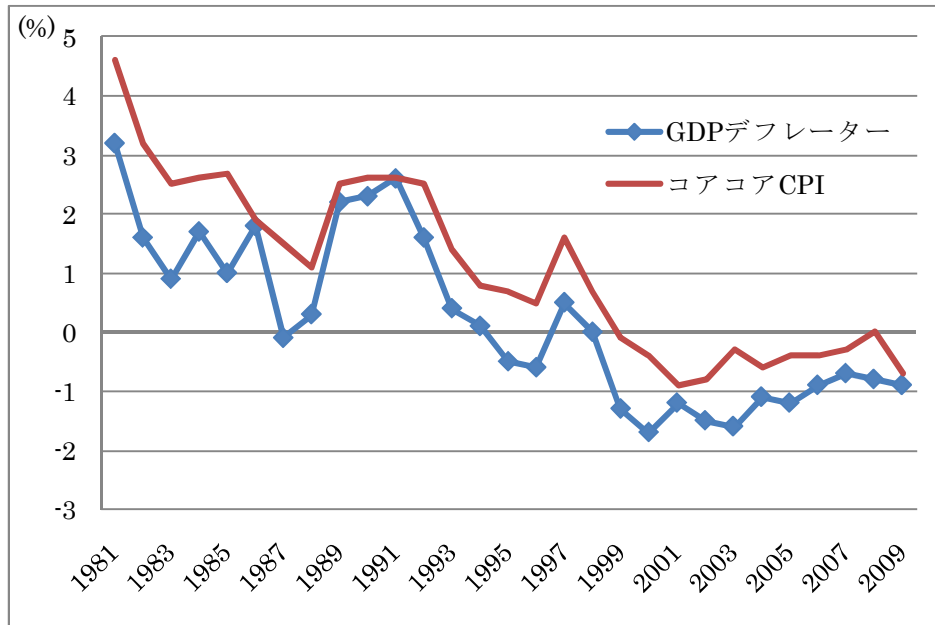
<図1 日本のGDP成長率の推移>

出所：内閣府「国民経済計算年報」より作成

また、GDPデフレーター²は1991年の2.6%(前年比)から2009年にはマイナス0.9%へと低下した(図2参照)。

¹ 原田泰(2004)『デフレはなぜ怖いのか』文藝春秋, 22項

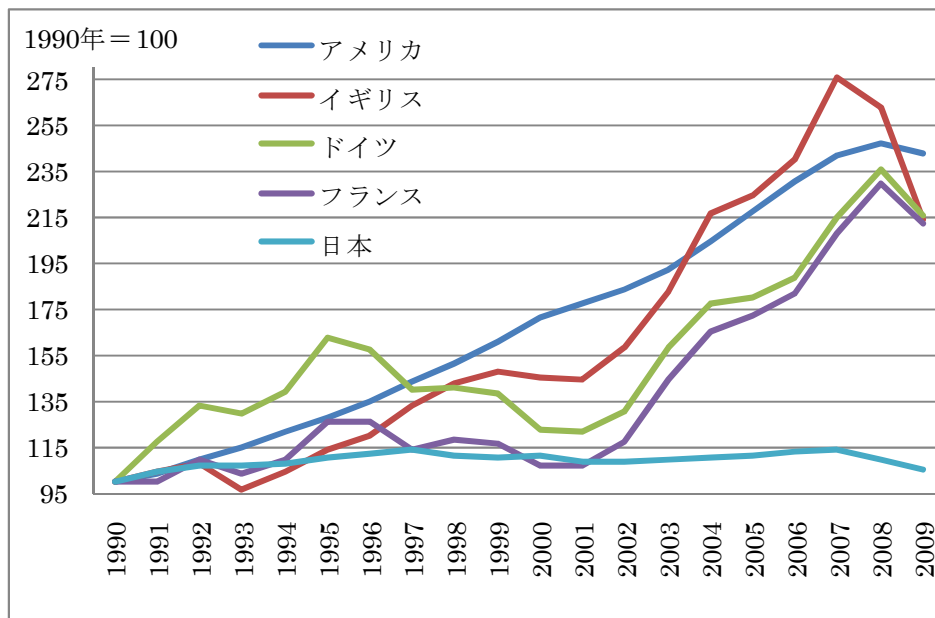
² 名目GDPを実質GDPで割ったもの。GDPデフレーターがプラスであればインフレーション、マイナスであればデフレーションである。



<図 2 日本の GDP デフレーター(暦年)ならびに食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(コアコア)消費者物価指数(CPI)の推移>

出所：内閣府「国民経済計算 四半期別 GDP 速報」・総務省「消費者物価指数」より作成

他の主要国の多くが、1990年時に比べ、GDP の成長を記録しているにも関わらず、日本の GDP は現在においても 1990年時と同程度の GDP のままである(図 3 参照)。



<図 3 主要国の GDP の推移(1990年=100)>

出所：IMF “World Economic Outlook(2010年4月版)”より作成

このいつまでも続く停滞の原因は、長期的な「デフレーション¹(以下デフレと表記)」である。しかも、日本銀行(以下日銀と表記)が金融政策を正しく行っていたら回避できたであろうデフレである。先進国で日本のように10年以上にもわたってデフレが続いている国は、ほかにはない。デフレにより実質の利子率が上昇し、民間の需要である設備投資が大きく減少したのが現在の日本の長期停滞をもたらしていると考えられる。

本稿の目的は、プライスレベル・ターゲット(以下 PT と表記)政策の導入により、日本経済を現在のデフレ状況から脱却させ、緩やかなインフレを起こすこと道筋を示すことである。経済をインフレに導き、実質利子率を低下させることによって、民間の設備投資が上昇し、経済成長率を引き上げると示す。

本稿の構成は以下のとおりである。第1章では、現在の日本経済が陥っているデフレによって、どのような問題が発生するのかをみていく。また、そのデフレを引き起こした原因や、経済成長の要因をみていく。第2章では、先行研究を示し、日本の現状に対して、どのような考えがあるのかをみていく。第3章では、安定化政策としての PT 政策導入の必要性を示す。第4章では、実質利子率を低下させることにより、民間の設備投資が増大し、成長率を引き上げる要因になるということを経済成長関数の分析により明らかにする。また、ニューケインジアン・フィリップス曲線の分析により、将来の物価水準が現在の物価に影響を及ぼしていることを示す。第5章では、政府主導の産業政策ではなく、民間に任せる成長政策の重要性を示す。第6章では、政策提言として、政府・日銀に対して、PT 政策の導入を提案する。

¹ ここでは、「デフレーション」を内閣府や国際通貨基金(IMF)の定義と同様に「物価下落が2年以上継続している状態」と定義する。

第1章 現状分析・問題意識

本章では、日本経済の現状、ならびにどのような問題が生じているのかをみていく。第1節では、現状日本はデフレに陥っているが、その中で、どのような問題があるのかということを中心に明らかにする。第2節では、経済を成長させる要因を供給側、需要側から見ていく。第3節では、日本がなぜデフレに陥っているのか、その理由を明らかにする。

第1節 デフレの弊害

デフレにより、実質賃金や実質年金支給額が上昇し、生活水準が上がるのは事実だが、それはごく短期的なものにすぎない。デフレは労働市場、資産価格、実質金利など、様々な経路を通して、私たちの生活に悪影響を与える。

まず、労働市場の問題からみていく。実質賃金は、次のような式で決定される。「実質賃金＝名目賃金÷物価」である。名目賃金に変化がないとしても、デフレになると、実質賃金は上昇することがわかる。実質賃金の増加は、企業側から見ると、費用の増加である。企業は費用の増加に対して、労働時間を短縮させることや、正社員をリストラすることでこれに対処しようとする。労働に対する需要は小さいのに、労働供給は大きいという、ギャップが生じる。こういった場合での生産量が、現実の GDP となっていると、潜在 GDP と現実の GDP との間にギャップが発生しているということである。また、実質賃金の上昇は、企業利益の減少につながる。利益が減少すると、企業は、実物投資や技術開発投資を削減する。すると、資本蓄積が停滞し、長期的な成長率の低下を引き起こしてしまう。雇用の停滞の面から見ても、職場での技能の熟練の形成が阻害され、人的資本の蓄積が進まない、という問題が生じる。

2つ目の資産価格の問題である。「資産価格＝インカムゲイン／(名目金利＋リスクプレミアム－資産価格の予想上昇率)」という式によって資産価格は決定される。インカムゲインの伸び率と資産価格上昇率は、景気の上げ下げに連動して上下するからほぼ等しい方向に動く。デフレで景気が悪いときには賃貸料や配当の伸び率は低下する。したがって資産価格は下がる。資産価格の下落は、企業の財務レバレッジを通じてさらに深刻な影響を経済に及ぼす。企業は普段、資産と同時に負債を抱えながら、負債によるレバレッジをかけて営業を行っている。デフレに転落し、資産価格が低下したとしても、借金の金額自体は変化しない。そのため、自己資本の大幅な減額が起こるのである。

そして、実質金利の問題である。実質金利も、実質賃金同様に、インフレ率によって左右される。「実質金利＝名目金利－予想インフレ率」という式により決定される。予想インフレ率がマイナス、つまり、デフレが予想される場合には実質金利は上昇し、逆にインフレが予想される場合には、実質金利は低下する。企業は金利負担と今後の価格動向を比較しながら投資をするかしないか決めていたため、インフレ率がマイナスで、実質金利が高い場合には、企業は投資を行わないと考えられる。

さらに、物価が下がればさらに下がるだろうという期待が人々の間に発生する。この期待は、過去の債務が残っている時にはさらに大きく作用する。債務超過になりそうな人々は、

必死に債務を返済し、資産を流動化するように行動する。あらゆる支出は先送りされ、資産価格の引き下げをもたらす。

また、企業の利益が落ち、人々の収入も上がらないと、政府の税収は落ち込み、その一方で景気対策のために支出を増やさなくてはならないので、財政危機が深刻になる。年金や保険の保険料収入も伸びなくなり、年金危機も加速する。経済全体としても内需が伸びず、外需依存となる。外需に依存するようになると、海外の景況に影響を受けやすくなる。デフレは円高を招き、輸出産業を窮地に追い込む。そういった企業は工場を海外に移転させるため、国内では「産業の空洞化」が起こる。このように、不況がデフレを呼び、デフレがさらに経済に悪影響を与えることで、不況をさらに悪化させるという負の相乗効果を生む。これが「デフレ・スパイラル」と呼ばれる現象である。

このように、長期間に渡って継続しているデフレは、経済を疲弊させるだけで、「百害あって一利なし」なのである。

今年の6月にワシントンで開催されたG20(20ヶ国地域財務大臣中央銀行総裁会議)では、「世界経済の回復は予想以上に進んでいる」という共同声明が採択された。世界各国が、リーマン・ショックに端を発する世界同時的な不況からようやく脱出しようとしている中で、日本は依然として深刻なデフレが続くなど、一人置いていかれているような感がある。

こうした日本経済の現状を打破し、経済の成長を取り戻し、あらゆる社会問題を解決に導くには、日本銀行の金融政策をこれまでのようなデフレ容認型から、穏やかなインフレ誘導型へ転換させ、それによって、デフレから完全に脱却することが必要となるのである。

第2節 経済成長の要因

第1項 供給サイド

国内総生産(GDP)は、その国によって利用可能な資本、労働力、技術力によって決定される。資本が無駄なく利用され、働きたい人が全て働いているときに、現在の技術水準で達成される GDP を潜在 GDP という。これら3つの生産要素の増加率が高ければ、生産物を供給する能力も高まる。つまり、潜在 GDP 成長率が高くなるのである。しかし、これらの生産要素の増加率が高くても、必ずしも実際の GDP の成長率が高くなるわけではない。

同じ資本や労働力でも、質が異なれば、生産性も変わってくる。たとえば、同じ労働者でも教育水準が高まれば、その人の生産性は向上する。つまり、教育は潜在 GDP を引き上げる要因となる。同様に同じパソコン(資本に分類)でも計算能力の高いパソコンの方が生産性は高まるため、計算能力の高いパソコンの普及は潜在 GDP を引き上げる要因となる。

また、技術進歩は資本と労働の組み合わせのもとで生産を拡大させるため、全要素生産性(TFP)の増加とも呼ばれる。

小泉純一郎総理が述べた「改革なくして成長なし」というのは、供給サイドを重視した考え方である。

第2項 需要サイド

上述した供給サイドの要因は、潜在 GDP の決定要因である。しかし、潜在 GDP は、それ相応の需要が無ければ達成されない。多くのモノを作る力はあるにも関わらず、何らかの理由で人々がモノを買ってくれなくなると、企業は、在庫が増大するのを防ぐために商品の生産を減らす。企業が生産を減らす結果、社会全体での生産量(実質 GDP)も低下してしま

う。人々がモノを買わないと企業は値下げを強いられることとなる。その結果、社会全体でも物価が下落し、デフレを引き起こしてしまう。

第3項 デフレの原因

デフレの原因をマクロ経済的に考えると、供給要因と需要要因の 2 つが理論的には可能である。供給要因によるデフレとは、技術進歩が起き同じ物価水準や生産要素コストのもとで、より多くの生産が採算に合う形で可能となる場合である。これは、総供給曲線の右方へのシフトとして表される。この場合には、生産の拡大とデフレが同時に起きることとなる。これに対して、需要要因によるデフレとは、何らかの要因で経済の総需要に不足が生じて超過供給が発生し、デフレが生じるケースである。これは、総需要曲線の左方へのシフトである。この場合には、上述の通り、不況とデフレの組み合わせが生じることとなる。

1990 年代初めのバブル崩壊によって景気後退が始まり、インフレ率の低下が進行し、その後、一時景気が盛り返す場面はあったものの、金融政策の失敗、財政政策の発動時期の失敗などの複合的な要因から経済が長期低迷に陥ったことをみると、日本は、基本的には、総需要が下落して、さらにインフレ率を低下させたと考えられる。その結果、1998 年ごろからデフレに陥ったのである¹。

¹ 図 2 参照。GDP デフレーター・CPI とともに、1998 年を境にマイナスとなっていることがわかる。

第2章 先行研究

デフレの弊害については、これまでさまざまな研究が行われているが、特に、清水谷(2005)では、パネルデータを用いて家計の消費行動や企業の投資行動を分析している。その中で、設備投資については、最も単純には費用最小化問題により決まるが、これは資本ストックが瞬時に調整されることを仮定している。そこで、資本ストックの変化は望ましい資本ストック量と今期の資本ストック量の差を縮めるように決められるとする「ストック調整型」設備投資関数や、設備投資自体が生産量の変化に直接影響されるとする「投資の加速度原理」があり、設備投資は、企業の利潤最大化行動と矛盾する可能性を指摘している。現在の標準的な設備投資理論では、 $I(t)/K(t)=h(q)$, $q=(\text{株式市場で評価される企業価値}+\text{負債総額})/\text{資本の再調達費用}$ 、と表され、投資・資本ストック比は、資本の市場価値と資本の再調達費用の大小関係を示す株式市場で評価される企業価値のみで決まるとした。設備投資に、期待成長率の低下、不確実性増大の与える影響を、今後 3 年間の設備投資の伸び率・期待成長率・不確実性指標・企業属性ダミーで回帰すると、期待成長率の低下が設備投資の低迷をもたらしている可能性が高いことを示している。「企業行動アンケート」のマイクロデータを用いたデフレ期待に関する指標が設備投資に与えた影響を定量的分析した結果、デフレ期待が直接設備投資に与えた影響は大きくないとし、デフレは設備投資にマイナスの影響をもたらしたが、デフレが直接設備投資を減らした分は設備投資全体の動きからすれば大きくないと結論づけた。

福田慎一・粕谷宗久・慶田昌之(2007)では、デフレ下の日本経済において上場企業の設備投資が低迷した要因は、バブル崩壊後の経営者の設備投資に対するスタンスの変化にあるとしている。

それでは、果たして企業の設備投資が減少したのは、デフレとは別の要因なのだろうか。

永濱(2003)によると、実質金利の上昇は実質的な資本コストの上昇を通じて、企業の設備投資行動に悪影響を及ぼすとされている。

本稿では、設備投資関数を用いて、デフレにより実質利子率が上昇したことにより、設備投資が減少したことを明らかにする。また、経済をマイルドなインフレに導くことにより、実質金利を低下させ、設備投資は増加する、ということを示す。

また、加藤(2007)によると、物価水準の変動は、需給ギャップやインフレ期待、あるいは実質賃金の伸びなどによって決定されると考えるのが一般的である。とりわけ、将来の需給ギャップやインフレ率に対する期待要因が、現在の物価上昇率にはたす役割は大きいと考えられる。ニューケインジアン・フィリップス曲線(New Keynesian Phillips Curve, NKPC)は、ニューケインジアンを理論的根拠として展開されるものであり、将来の期待形成を重視した物価変動と需給ギャップの関係を示すものである。

本稿第 4 章にて、この NKPC を用いた分析の結果を示す。

第3章 安定化政策

本章では、経済の成長に必要な不可欠な安定化政策について見ていく。第1節では安定化政策とは何かを説明する。第2節では、安定化政策の必要性を2つの点から説く。第3節では、その安定化政策にはどのような手法があるのかを示す。第4節では、これまで日銀がどういった金融政策を行ってきたのかを概観する。その上で、第5節では、現在の日本にとって、PT政策導入が必要となることを、インフレ・ターゲット(以下ITと表記)政策を導入した各国の例などを取り上げながら示す。

第1節 安定化政策とは

マクロ経済の安定化政策は、その名の示すとおり、経済活動の振幅をできる限り縮小し、実現する実質GDPを供給能力の近辺に安定させるための政策である¹。現実の実質GDPが経済全体の供給能力を下回る場合、つまり、デフレ・ギャップが存在している状態では、本来得られたであろう生産と所得が失われることとなる。このような場合には、景気を浮揚させる政策が必要となる。ただし、不況対策のみが安定化政策ではない。不況期に景気を回復させる政策を実行する一方で、景気が過熱気味のときには、それを抑える政策を実施する必要がある。こうして、GDPギャップをできる限り小さくしていく政策を「安定化政策」という。

現在の日本には、潜在GDPと実際のGDPとの間には、年約30兆円のギャップがあるといわれている²。

第2節 安定化政策の必要性

それでは、なぜ安定化政策が必要となるのか。岩田・飯田(2006)によると、大きく分けて2つの理由がある。人々のリスク回避志向と資源の利用に関するものである。

第1項 リスク回避志向と安定化

人々の多くは普段の生活に関して、リスク回避的であると考えられる。たとえ平均すれば同じ金額になるとしても、収入が乱高下するよりもある程度安定的であるほうが満足度は高い。つまり、長期的な所得水準の期待値は同じでも、景気の波が小さく、所得の分散が小さいほうが望ましいと考えられる。

¹ 岩田規久男・飯田泰之(2006)『ゼミナール 経済政策入門』日本経済新聞社、20項より

² 内閣府の推計による。また、GDPギャップについては、内閣府の推計以外にも日本銀行、OECD、IMFなどにより異なる定義・推計方法が存在している点に留意が必要である。

第2項 資源利用と安定化

次に資源利用の面から考えてみる。市場の失敗がない限り、自由意思に基づく取引によって達成される競争的な均衡状態で総余剰は最大化される。このとき、労働や資本などの資源は完全に利用されている。人々の自由な取引の結果実現する GDP は、その時点の技術水準における最適な生産量の水準を表し、「潜在 GDP」と呼ばれる。現実の GDP が、潜在 GDP を下回っているような不況期には、生産のために利用されている労働や資本などの資源は、不完全利用となり無駄となる。このような無駄を無くすためにも、安定化政策は必要である。

また、景気過熱時には、その過熱を抑えることも安定化政策の役割となる。供給能力を超えた経済を維持し続けることは不可能であり、景気の過熱した状態が終わりを迎えない不況期になると、資源の遊休が大規模に発生してしまう。現実の GDP が潜在 GDP を上回る水準にある場合、つまり、インフレ・ギャップが存在しているときには、労働や資本などの資源が最適な量を超えて利用されているということである。労働を例にとると、人々が過剰に雇われるのは、労働の供給や、人を雇うことに対して補助金が支給される場合である。その場合、労働投入量は均衡投入量以上となる。しかし、補助金には財源が必要となり、その財源は最終的には国民が負担することとなる。補助金の財源まで考慮した総余剰は、補助金のないときの均衡した取引に比べ小さくなってしまふ。

このように経済にインフレ・ギャップが存在する状況は、補助金政策のような、その政策によって増加した GDP を上回る余剰の減少を伴う政策が実行されなければ発生しない。好況も行き過ぎると、人々の幸福度を下げる要因となる。したがって、安定化政策は不況期だけでなく、景気過熱期にも必要である。

デフレ・ギャップが存在すると、その分資本蓄積も遅れる。先行き見通しの不透明さや、予想実質金利の上昇は、投資を減少させる要因となる。資本蓄積の源である投資が減少すると、長期的な経済成長にも負の影響を与える。

第3節 安定化政策の手法

では、安定化政策にはどのような手法があるのか。浅子(2000)によると、安定化政策は大きく分けて、財政政策と金融政策の2種類がある。

まず、財政政策として考えられるのは、歳出面からみると財政支出の拡大である。具体的には、政府が財政支出を拡大することによって、公共事業を行う。乗数効果によって民間消費や設備投資が増加するので、当初の公的固定資本形成額の増加以上に GDP が増加する。また、歳入面からみると、減税や給付金という形で国民が使えるお金を増やす方法がある。

しかし、近年では財政政策は、乗数効果の面において、安定した効果を持たないともいわれている¹。これは、現在、日本政府の借金が非常に大きく膨らんでいることによって、国民の将来不安を増大させ、リカードの等価定理²を働かせてしまうからであると考えられる。

¹ 北坂進一(2006)

² 財政赤字になって、その分を穴埋めする公債の発行が増えた経済において、公債の負担は将来世代にかかる税によって償還されなければならない。このとき、公債の市場利率と民間資金の割引率が同じであれば、生涯所得は変わらない。人々は将来の増税を見越して現在の消費を少なくするであろう。そうすると、現在世代は税負担と同じ効果を節約という形で受けているわけであり、将来世代の負担が重くなるということはない。国家の歳入を租税で賄うか、公債で賄うかは、それぞれの場合の予算制約式を解くことによって現在から将来への負担転嫁が起こるかがわかる。実際に解くと、前者と後者で予算制約式は一致するので、公債発行は経済に中立的とした。これをリカードの等価定理という。(貝塚啓明(2003)『財政学 第3版』東京大学出版会より)

そこで現在では、安定化政策は財政政策よりも金融政策に重点を置かざるを得ない。金融政策とは、各国の中央銀行が貨幣供給量や利子率を変更することによって行う政策である。具体的には、公開市場操作、公定歩合操作、預金準備率操作などが伝統的な金融政策の手段として挙げられる。

第4節 日本銀行の金融政策

それでは、日銀はこれまでどのような政策を採ってきたのか。伊藤・林(2006)を参考に、ここでは、バブル期以降の日銀の金融政策の運営について概観する。

第1項 バブル期

まず、バブル期の金融政策についてである。当時、一般物価は安定していたが、株価や地価は上昇傾向を示していた。そのことを理由に、そのバブル部分が大きくならないように、金利を引き上げることができただろうか。1988年の時点で政策目標金利を実際の4%から8%にまで引き上げていれば、バブルは防げたという主張もある¹。しかし、一般物価が上昇していない状況では、このような大幅な利上げは困難であったろうと考えられる。

1990年から1991年にかけて経済成長率は比較的高く維持されていた。しかし、1992年第2四半期にはマイナス成長を記録し、景気後退は1993年まで続いた。これは、その後現在まで長く続く、平均成長率1%の長期停滞期の始まりでもあった。

この時期の金融政策については、バブルをつぶすことに主眼を置いたため、景気後退が明らかになってからの金融緩和は遅れ気味であった。

第2項 1995年～2000年

1995年、公定歩合が0.50%に引き下げられた。その後1998年9月にコール・レートの誘導水準が0.25%に引き下げられるまで、政策は変更されなかった。その後、1999年2月、日銀はゼロ金利政策、すなわちコール・レートの誘導水準をゼロとする政策に踏み切った。

1993年10月からは景気の拡大局面にあり、1996年には3%を超える成長を記録した。ところが、1997年には、消費税率の引き上げと特別減税の廃止(4月)、アジア通貨危機(7月以降)など大きなショックが続き、景気後退が予想されるようになった。1998年10月には、経済成長率はマイナス1.1%と1970年代のオイルショック以降で初めて年平均でマイナスとなった。また、1998年には、インフレ率がマイナスになり、経済がデフレに陥ったことが明確になった。

情報通信技術(ICT)ブームにより、ICT関連株価が上昇したこともあって、株価は1999～2000年にかけて上昇した。2000年前半には、経済成長率も第1四半期が年率4.1%、第2四半期が3.9%と、本格的な景気回復が期待された。

このように、景気の先行きに明るい材料が増えたため、日銀も2000年8月にはゼロ金利の解除を行った。このとき、政府は、この時点ではデフレは継続しており、景気回復の見通しも不確実性が大きいとして、ゼロ金利解除に反対した。しかし、金融政策の決定について「独立」である日銀は政府の反対を押し切り、ゼロ金利の解除を決定した。後に判明したことではあるが、日銀がゼロ金利を解除した当時、実際には、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く消費者物価指数(コアコアCPI)はマイナス0.3%であった。物価は明確なデフレ傾向を示していたのである。

¹ Bernanke and Gertler(1999)

消費者物価の下落率は翌9月から直ちに拡大を始めた。日本経済は2000年後半にふたたび停滞に向かい、経済成長率は大きく落ち込んだ。このため、2001年3月、日銀は、単にゼロ金利に戻すだけでなく、金融市場調節に当たって、主たる操作目標を、それまでの無担保コールレート(オーバーナイト物)から日銀の当座預金残高におくこととした。「量的緩和」である。この量的緩和には、「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで継続する」旨のコミットメントがつけられた。無担保コールレート(オーバーナイト物)は、それまでの誘導目標である0.15%からさらに大きく下落した。

第3項 2001年～現在

2001年から2002年にかけて、日銀は、長期国債の購入額の増額などの政策をとった。2001年4月に誕生した小泉政権は、悪化した財政状況のなかで、さらなる財政拡大を回避し、2002年度の国債発行額を30兆円に抑えるなどの目標を掲げて、一連の構造改革を通じた経済の自立的な回復を目指した。

2003年3月には、任期満了に伴って日銀の総裁、2名の副総裁が同時に交代した。新総裁である福井俊彦氏は、日銀の当座預金残高の目標額(量的緩和の指標)の引き上げを行った。

経済成長率は、2003年第4四半期と2004年第1四半期には高い成長を記録した。1992年以降の長期経済停滞のなかで、3度目の景気回復である。

量的緩和は、流動性供給による金融緩和政策の1つであるが、歴代の速水優総裁、福井俊彦総裁ら、日銀首脳部はその効果に対して一貫して否定的ないし懐疑的である。2006年には、このときもデフレ状態にあるにも関わらず、量的緩和を「役目を終えた」として解除し、その後ゼロ金利政策もやめてしまった。

2010年9月には、円売り・ドル買い介入を行った。そこでは、市場に供給される資金を吸収せずに放置する非不胎化措置を実施した。

第4項 FRB との違い

では、アメリカの中央銀行に当たる連邦準備制度理事会(FRB)は、2008年9月のリーマン・ショックに始まる経済危機に、どのように対応したのか。

FRBの危機対応は、リーマン・ショック以前のサブプライムローン問題発生から始まっている。まず、2007年8月、サブプライムローン問題による混乱を受けて、それまで5%を超えていた政策金利であるフェデラル・ファンド(FF)金利の引き下げを開始した。2008年の前半には一時、1%で落ち着いていたが、リーマン・ショックなどの金融危機の広がりに対応してさらに急速な利下げを進め、2008年12月以降、FF金利の誘導目標は0~0.25%と、実質的なゼロ金利政策が続いている。

日銀との対応のスピードの違いに注目したい。日銀の場合、バブルが崩壊しつつあった1990年8月になってもまだ金利の引き上げをしており、引き下げに転じたのは1991年7月である。最終的にゼロ金利政策を採用したのが2001年9月であり、下げきるまで10年以上を要したのである。一方のFRBは下げ始めてからゼロ金利に達するまで1年4カ月であった。もっとも「FRBが素早く危機に対応できたのは、日本銀行を反面教師にしたから」とも言われている。

FRBはリーマン・ショックの後、以下のような非伝統的金融政策を実施している。①財務省証券の買い入れ。②政府関係機関の発行する政府機関債、および住宅ローン担保証券の買い入れ。③コマーシャル・ペーパー(CP)、資産担保CPの買い入れ。④各種ローンを担保とする資金供給。このように従来、FRBが買い入れ対象としなかった証券の買い入れや、それを担保とする資金貸し出しについて、FRBは、「信用緩和」と称した。

日本経済の長期停滞は、日銀の実質的な金融引き締め政策によって引き起こされたものである。日本がこのデフレ不況から脱出するには、日本経済全体で、財やサービスの供給能力に見合った所まで需要が増加することが必要である。

日銀の金融政策の最大の問題点は、インフレに対して過度に警戒的であり、デフレに対しては寛容であるというその姿勢である。日本が低成長に陥った原因は、供給サイドによるものではなく、日銀の過度な金融引き締め政策がデフレをもたらし、民間内需を大きく減少させたことであったということがわかる。

第5項 日銀の3度の失敗

ここまでみてきたように、また竹森(2006)や高橋(2010)によっても述べられているが、日銀は金融政策において、過去3度大きな失敗を犯している。

まず1つ目が2000年のゼロ金利解除である。日銀は「ゼロ金利を継続してデフレ脱却を目指す」と言っていたにも関わらず、日本経済がデフレの状態にあった中でゼロ金利を解除してしまった。

そして、2つ目が2006年の量的緩和およびゼロ金利の解除である。このときも経済はデフレ状態にあるにも関わらず量的緩和を解除し、その後ゼロ金利政策もやめてしまった。

最後に2007年に行われた金利引き上げである。当時もデフレ状態であったが、日銀はコール・レートの引き上げを行った。

ゼロ金利政策や量的緩和政策が効果をもつのは、人々が金融緩和は続くと考えるからである。しかし、日銀は過去3度にわたって少し景気が回復しただけで金融緩和政策をやめてしまったのである。そのため、新たに金融緩和政策の採用をアナウンスしたとしても、市場の信用が得られない可能性がある。

金融政策に関する政府や日銀の政策決定にルールを設け、信頼の置ける金融緩和の継続を生み出すことが必要となる。信頼を得るためには政策の達成についての責任の所在が明確でなければならない。そこで、導入を提案するのが、PT政策である。

第5節 プライスレベル・ターゲット政策

ここでは、熊野(2002)を基に、安定化政策としてのPT政策の必要性を見ていく。

第1項 プライスレベル・ターゲット政策とは

PTとは、物価の上昇率ではなく、一定の物価指数の水準を目指して、金融政策を行うタイプの物価目標ルールである。現状、日銀が表明している「消費者物価(除く生鮮食品)の伸び率を安定的にゼロ%以上にする」というルールは、プライスレベルではなく、ゼロ%以上というインフレ率を目標にしたITだと言ってよい。このPTがITと異なっている点を簡単に指摘すると、第一にPTの方がより高いハードル(クリアすべき目標)を日銀に負わせることになる点、第二に目標達成のために日銀にはより強いプレッシャーがかかる点、が挙げられよう¹。

第一のハードルが高くなる、という点についてである。あるターゲットを追求する金融緩和をただちに行っても、すぐに物価下落が止まるということはない。仮に指数が下げ止まっても、インフレ率がゼロを上回るには、さらに多くの年月を要する。しかし、ある時点での物価水準(プライスレベル)に政策目標が設定されているとすると、その水準に戻るには、イ

¹ 熊野(2002)

インフレ率を目標としている場合に比べ、より多くの時間を要することになる。このことから、物価を押し上げるための金融緩和は、PTを設定した方が、ITよりも長期化することが分かる。

第二の日銀により強いプレッシャーがかかるという理由である。日銀の金融緩和が不徹底で、デフレの進行を止めるタイミングが遅れた場合を考える。そのときには、PTとの乖離幅が大きくなってしまう。ようやく金融緩和が効きはじめて、デフレの進行が止まるとしても、それまで通りの金融緩和をやっている、目標としているプライスレベルを取り戻すには、より長い時間がかかることになってしまう。日銀がそうした遅れを取り戻そうと思えば、さらに金融緩和を強化して、目標への復帰に努めなくてはならない。つまり、日銀がプライスレベルへの復帰に成功しない場合には、余計に金融緩和に取り組むプレッシャーがかかるのである。日銀が早く金融緩和を止めたいと思えば、早い段階から、積極的に行動することが求められるのである。目標達成のための動機付けが工夫されているという点に焦点を当てれば、PT政策の方がIT政策よりも優れていると言える。

第2項 インフレ・ターゲット政策とは

ではまず、現在多くの国で導入されている IT 政策とは、どのようなものなのか。

IT 政策とは、一般的には、次のようなことを内容とする、金融政策の透明性向上のためのひとつの枠組みである¹。

- (1) 中央銀行の目的である「物価の安定」を、具体的な物価上昇率（消費者物価指数等）の「数値」で示す。
- (2) 中央銀行は、先行きの物価上昇率の「見通し」を公表し、それと上記目的がずれそうな場合に政策対応を行う。
- (3) 目標の達成が難しい場合には、それを説明するための仕組みを整備する（政府向けのレターなど）。

つまり、日銀がインフレ率の目標を宣言し、そのための手段を国民に示し、もし達成できなかったら、その理由を国民に示す、というものである。

第3項 インフレ・ターゲット政策に対する反対論

Bernanke(2004)の解説の中で高橋がまとめているように、IT 政策の導入に対して、日本では大きく分けて 2 つのタイプの批判がある。IT 政策では、デフレを克服することができないという無効論と、IT 政策には副作用があるという弊害論である。

第 1 段 無効論

まず、無効論として、最も多く挙げられるのが、金融緩和を行ってもインフレは起こらないというものである。しかし、いくらお金を刷ってもデフレから脱却できないということは、いくらお金を刷ってもインフレが起きないということである。もし、これが本当であるならば日本銀行は通貨を大量発行することができる。つまり政府は、毎年の支出に相当する全額を、紙幣を刷って調達することが可能となる。しかし、世界中のどこを見渡してもそのような無税国家は存在しない。無税国家の成立は不可能である。必ずどこかのタイミングでインフレが起こるのである。これは、「バーナンキの背理法」と呼ばれている。

¹ 引用元：日本銀行「教えて！にちぎん」<http://www.boj.or.jp/oshiete/seisaku/02102001.htm>

また、デフレは中国などからの輸入のためであり日本では対処できない、と言われることもある。しかし、近年 OECD 諸国のほとんどの国で中国からの輸入の対 GDP 比率は上昇しているが、デフレになっているのは日本だけである。

その他、IT 政策は、これまでインフレ下の国でしか導入されておらず、デフレの下で IT 政策を導入した国はないといわれる。しかし、これは事実ではない。後で述べるが、スウェーデンの例があり、ニュージーランドやカナダでも、一時的な物価下落に対応した¹。

第 2 段 弊害論

反対論にはもう 1 つ、IT 政策を導入することによって、ハイパーインフレなどの弊害がでるといものである。

まず、ハイパーインフレとは、標準的な定義だと、月率 50%、年率 13000%以上のインフレを指す。インフレ目標を定めるということが、防止策を取り過激なインフレにはしないという宣言しているということであるので、IT 政策をすぐにハイパーインフレに結び付けるのは、矛盾している。インフレ率が予想以上に高くなってきたならば、金融引き締め政策などの対策を行うため、ハイパーインフレなどは起きない。

また、インフレ期待が生じた場合、名目金利が上昇するという批判がある。しかし、名目金利と実質金利、物価上昇率の関係を表すフィッシャー方程式において予想インフレ率の上昇分だけ名目金利が上昇するためには完全雇用が達成されていなければならず、現在のようなデフレ下では、直ちにフィッシャー効果を実現することはないと考えられる²。

その他、日銀が非伝統的な金融政策の手段(社債や株式の購入)を行うと、日銀に損失が発生する可能性があり、その場合日銀のバランスシートが傷むだけでなく、最終的には納税者に負担がかかる、と日銀の白川総裁は発言をしている³。しかし、日銀の第一の目的は『物価の安定』であり、日銀の財務状況を安全に保つということではない。

第4項 インフレ・ターゲット政策の採用国

現在、IT 政策は、多くの国々で採用されている。日本経済が低迷する中、日本以外の先進国や新興国は比較的安定した成長を遂げてきた。これらの国の多くが、IT 政策を採用しており、IT 政策が、安定した成長に寄与してきたと考えられている。ここでは、それらの国の中から、代表的な事例を採り上げていく。以下の説明は、伊藤・林(2006)に基づくものである。

第 1 段 ニュージーランド

ニュージーランドは、世界で最初に金融政策の目標として、IT 政策を導入した国である。ニュージーランド政府と中央銀行(Reserve Bank of New Zealand)との間でインフレ目標を定める「政策目標合意」(Policy Targets Agreement, PTA)が締結されたのは、1990 年 3 月である。

ニュージーランド経済は、1970 年代から 80 年代にかけて、低成長にも関わらず、ほぼ毎年 2 桁の高インフレ率が定着していた。1970 年代の石油危機による世界経済の落ち込み

¹ スウェーデンとニュージーランドの例は月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料(2003 年 1 月 17 日)にも記載あり。

² 実質金利は名目金利から予想インフレ率を引いたものに等しいという関係。(名目金利 = 実質金利 + 予想インフレ率)は実質金利に期待インフレ率を加えたもの)預金と債券の金利や借入れの金利などはすべて名目金利によっており、名目金利にはインフレの進行による実質の金利収入や金利負担の目減り分などは考慮されていない。しかし、実際の経済活動に影響を与えているのは実質金利である。期待インフレ率の変化が名目金利の変化に影響を及ぼす過程をフィッシャー効果と呼ぶ。

³ <http://sankei.jp.msn.com/economy/finance/101028/fnc1010282146021-n1.htm>

や、1973年に主要輸出相手国であったイギリスが欧州共同体に加盟したことによって、輸出は落ち込んだ。1980年代初めには、実質経済成長率の低下、財政赤字の増大、慢性的な高インフレに見舞われ、1984年には、国際収支危機もおとずれた。この停滞の原因として、政府による過剰な市場介入があったと考えられる。1984年6月当時、政府による規制は、賃金、輸入、外貨、一次製品の輸出の方法と様式にまで広がり、銀行、教育、各種公益事業など多くの分野で国有企業が存在していた。

1984年6月、ニュージーランドは、政権交代をきっかけに、OECDの中でもっとも包括的であるといわれる経済改革が開始された。その内容は、第一に、市場メカニズムを重視し、国営企業の民営化や規制撤廃・緩和、貿易自由化をはじめとする供給サイドの改革である。第二に、マクロ経済環境の安定化対策として、IT政策の採用などの中央銀行改革である。

改革開始後数年は、低成長の時期が続いたが、1990年代に入り、改革の成果が出るようになった。この金融政策の改革の重要な点は、金融政策の目的を経済成長促進や、完全雇用の達成など複数の目標に変えて、インフレを克服し、一般物価水準を安定させることに置いたことである。1989年のニュージーランド準備銀行法改正の際に、インフレ目標を掲げ、これに政府・中央銀行がコミットするというPTAの締結も盛り込まれた。この結果、政策目標の最終決定権は政府にあり、一般物価水準の安定を達成するための金融政策の手段は準備銀行が政府から独立して決定するという形が出来上がり、独立性を与えられた準備銀行の説明責任は明確化されたのである。

政府と準備銀行との間の最初の協定は、5%台であったインフレ率を0~2%にまで低下させることであった。この協定の達成までの期間は1990年3月から33カ月先と、長い期間をとっており、大きな物価変動や交易条件の変動などが生じた場合には、この目標値から一時的には、乖離することが許容された。

このPTAが締結された後は、目標に沿った金融政策の運営が行われた。インフレ率の低下は予想以上に速く、1992年末までには目標としていた0~2%の範囲に落ち着いた。

しかし、1999年3月から9月にかけて、アジア通貨危機が起こった。その影響により、消費者物価指数の前年同月比は、マイナス0.1~0.5%に低下した。それを受け、目標インフレ率の見直しが行われた。2002年9月に締結されたPTAでは、1%未満の消費者物価上昇率は、3%を超えるインフレと同様に経済にとって有害であるという結論に達し、インフレ率の下限を0%から1%に引き上げて、目標を1~3%に変更した¹。この見直しをした報告書によると、目標インフレ率の見直しの際に参考としたのは、デフレに陥り、経済が長期間にわたって低迷していた日本であったとされている。ゼロ金利制約²があるから、デフレに一旦陥ってしまうと、抜け出すのが非常に難しいという教訓をニュージーランド政府と準備銀行は、日本から得ていたのである。

ニュージーランドはこのように、IT政策を実際に運用していく中で、インフレ目標の枠組みを適応させてきたのである。

ニュージーランドのマクロ経済指標(表1)を見てみると、PTA締結前の1980年~1990年においては、平均インフレ率11.34%の高インフレの中、平均成長率は1.77%と低く、逆に平均失業率は5.32%と高かった。PTA締結後は、平均インフレ率は目標の範囲内に収まり、平均成長率も2.5%以上を記録するなど、安定した成長を続けている。平均失業率に関して、一時期上昇したものの、現在ではPTA締結前の失業率を下回っている。これは、IT政策が経済の安定的な発展に寄与していることを表している。

¹ 2002年の合意文書：<http://www.rbnz.govt.nz/monopol/pta/0124848.html>

² ゼロないしマイナスのインフレ率の下で、名目金利がゼロ下限に到達する危険性によって、中央銀行が安定化政策を成功裡に実施する能力にかかる制約のこと

＜表 1 ニュージーランドのマクロ経済指標＞

	1980-1990年	1991-1998年	1999-2009年
平均成長率	1.77	2.57	2.66
平均インフレ率	11.34	1.65	2.51
平均失業率	5.32	8.34	4.95

出所：IMF “World Economic Outlook(2010年4月版)”より作成

また、ニュージーランドの金融政策の決定は、最終的には総裁 1 人が行っており、責任も総裁 1 人が負う。このような政策決定方法については賛否あるものの、責任の所在が極めて明確になるという利点がある。総裁が責任を負う判断の基準がニュージーランドのように明確であれば、このような決定の枠組みも機能するのである。

第 2 段 イギリス

イギリスは、1992 年に IT 政策を採用した。それは、同年秋の欧州通貨危機がきっかけであった。また、1992 年に IT 政策を導入したが、1997 年まではイギリスの中央銀行(イングランド銀行)が金利決定権、つまり金融政策の手段の独立性を持っていなかったために、1997 年以前と以後では、内容的に異なっている点に注意が必要である。

イギリスは、1990 年に欧州通貨制度(European Monetary System, EMS)に参加した¹。当時のドイツは、統一に伴う財政コストや、インフレを抑え込むために、高金利政策をとっていた。かつ、ヨーロッパの金融政策を事実上引っ張っていたのは、ドイツの中央銀行ブンデスバンク(Bundesbank)であった。ブンデスバンクが利上げを行うと、イギリスを含む各国の中央銀行は、ブンデスバンクに追随する形で利上げをせざるを得ない状況にあった。利上げをしなければ、マルク買い・ポンド売りが起き、イギリスのポンドがマルクに対して、定められた範囲を超えて安くなってしまうからである。

しかし、不況の長引くイギリスは、1992 年、高金利政策から金融緩和政策へと変更する為に、EMS から離脱することとなった。イギリスは EMS 離脱後、金融政策のアンカーとして、IT 政策を採用した。

1992 年に IT を導入したものの、イングランド銀行には、独立性が無かった。金利の決定は財務大臣が担当し、「手段の独立性」もなかった。金融政策の決定は財務大臣が行うものであり、現在の枠組みとは、大きく異なるものであった。

1997 年 5 月、イギリスでは総選挙が行われ、政権が保守党から労働党に交代した。新政権はイングランド銀行に独立性を与え、金利の決定権は財務省からイングランド銀行に移った。イングランド銀行に「手段の独立性」を与え、金融政策に政治的な意図が反映されないようにすることで、IT 政策の信認を高めるという狙いがあった。インフレ目標の値も 1~4% という幅の目標から 2.5% という点の目標となった。

1997 年以後、イギリスのインフレ目標は財務大臣が決定し、イングランド銀行との協議は正式には行わない。つまり、イングランド銀行には、「手段の独立性」はあるが、「目標の独立性」はないのである。

また、インフレ目標は、常時その時点から 2 年先までに達成することが期待され、結果としてインフレ目標のプラスマイナス 1% を超えた場合には、総裁は、その理由、今後の見通し、対処方法を明らかにしなければならない。これによって、総裁は説明責任を果たすのである。

¹ 通貨の統合をめざす EC (欧州共同体) が、域内での為替の安定化を目的として 1979 年に設立。従来の固定相場制と共同変動相場制に改善を加えたもの。

IT 政策導入前は高いインフレ率(6.64%)を記録していたイギリスであるが、導入後には、平均 2%前後と、目標付近で安定するようになった。それに伴い、導入前には平均 1.85%であった成長率は、導入後、1993 年から 1996 年の平均では 3.11%へと、1997 年から 2009 年の平均では 2.14%へと上昇した。また、失業率も 1997 年度以降大幅に低下したことがわかる(表 2 参照)。

<表 2 イギリスのマクロ経済指標>

	1980-1992年	1993-1996年	1997-2009年
平均成長率	1.85	3.11	2.14
平均インフレ率	6.64	2.39	1.81
平均失業率	9.58	9.22	5.67

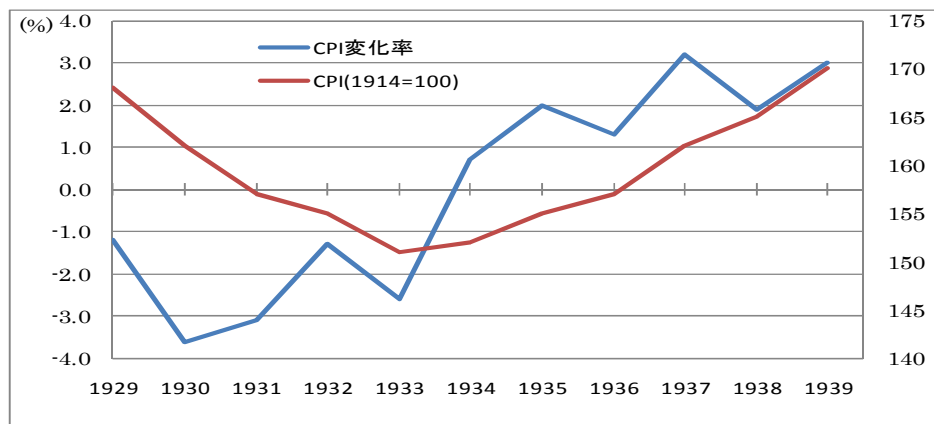
出所：IMF “World Economic Outlook(2010 年 4 月版)”より作成

第 3 段 スウェーデン

1931 年の秋から 1937 年までスウェーデンは「通貨プログラム」という名称の PT 政策を採用した。通常の IT 政策ではインフレ率を前年に対して何%以内に抑えるというように設定するが、このときのスウェーデンは率ではなく物価水準を目標にした。スウェーデンは変動相場制の下にあり、デフレ時に PT 政策を採用していたということで、デフレのまった中にいる日本にとっては参考になるかもしれない。

スウェーデンは 1931 年 9 月から 1933 年 7 月までは変動相場制(金本位離脱期間)、それ以降は通貨を切り下げて英ポンドにペッグ(固定相場制)していた。従って、日本の参考になるのは 1931 年 9 月から 1933 年 7 月までの変動相場制の間のデフレの期間である。この間に採用されたスウェーデンの PT 政策がデフレ解消に効果があったのかどうか重要である。1931 年から 1933 年にかけては図 4 で見られるように物価水準は低下している。しかし、1933 年後半から物価水準は徐々に上がり続け、1935 年には、1931 年の水準に回復した。1933 年後半以降物価が上昇したのは、為替を切り下げたことによる効果も考えられるが、金融政策は通常半年から一年半程度のラグがあることを踏まえると、1930 年代のスウェーデンは、PT 政策を導入したことによって、デフレから脱却したといえる。

このスウェーデンの事例は、デフレに苦しむ現在の日本にとって大いに参考となるものである。



<図 4 1929 年から 1939 年までのスウェーデンの消費者物価指数>

出所：スウェーデン統計庁 『Consumer Price Index (CPI)/Living Cost Index, excluding taxes and social benefits, July 1914=100.』

この3カ国の例を見て、どの国においても、IT政策もしくは、PT政策を導入したことによって経済に安定がもたらされたということがわかった。特に1930年代のスウェーデンはデフレ下にあった中で、PTが大きな効果を発揮したということで、日本がPT政策を導入する際の良い前例であると考えられる。

第4章 実証分析

本章では、実証分析を行った結果を示す。第1節では、設備投資関数を用いた分析、第2節では、NKPCを用いた分析の結果を示す。そして、第3節で、なぜPT政策の導入が必要であるのかを示す。

第1節 設備投資関数

ここでは、実質金利とキャッシュフローが、企業の設備投資に影響を及ぼしていることを示す。そのために、実質金利とキャッシュフローを説明変数として用いて設備投資関数の推定を行う。キャッシュフローは企業の内部資金を表し、企業が借入制約に直面しているときには設備投資に有意な影響を及ぼすと予想できる。なお、新設投資額は内閣府発表の『国民経済計算』の中の民間企業資本ストック速報新設投資額(取付ベース)を参照し、実質有形固定資産は、民間企業資本ストック速報資本ストック(取付ベース)を参照した。また、実質金利は、日本銀行統計『長・短期プライムレート』を暦年単位で実施日数の加重平均をとり、4で除して1四半期のプライムレートとしたものを、GDPデフレーター(内閣府国民経済計算四半期別GDP速報四半期デフレーター季節調整済系列前期比)で引いたものを用いた。キャッシュフローは、『国民経済計算確報(93SNA)』第1部フロー編付表21. 民間・公的企業の所得支出勘定(1)民間法人企業 a. 民間法人企業営業余剰を4で除して1四半期のデータとした。

推定結果は以下のとおりである。

$$\frac{I_t}{K_t} = 0.002407 - 0.07223RI + 0.73058 \frac{I_{t-4}}{K_{t-4}} + 3.6653 \frac{CASH_t}{K_t}$$

(t 値) (2.821) (-2.858) (10.109) (4.416)

推定区間 1991年Q1~2008年Q4 観測数 72 自由度修正済決定係数 0.886

なお、I: 新設投資額 K: 実質有形固定資産 RI: 実質金利 CASH: キャッシュフロー を表す。

この推定結果を見ると、実質金利の係数が負で有意であることから、実質金利が上がると、投資率が下がる、ということが確認された。

また、CASH/K は企業のキャッシュフロー比率を表しており、これが正で有意であることは、内部留保に余裕がある企業ほど投資率が上がるということを示している。

そして、前年同期比投資率が正で有意であることは、企業は、前年同期比投資率も考慮して設備投資を行っているということである。

以上より、実質金利の上昇は、企業の設備投資に負の影響をもたらすことが確認できた。日本経済を、現在のデフレ状況から脱却させ、緩やかなインフレを起し、実質利率を低

下させることによって、民間の設備投資が上昇する。つまり、実際に現実の経済成長率を引き上げることとなるのである。

第2節 ニューケインジアン・フィリップス曲線

NKPC は、ケインズ経済学におけるミクロ的基礎を重視し、かつ新古典派とは異なり、価格の粘着性などを取り入れたニューケインズ経済学を理論的根拠として展開されるものであり、将来の期待形成を重視した物価変動と需給ギャップの関係を示すものである¹。

また、加藤・川本(2005)によると、伝統的フィリップス曲線は、インフレ率と GDP ギャップの間に観察される経験則に過ぎず、背後に理論モデルを想定したものではなかった。これに対し、NKPC におけるインフレ率と GDP ギャップの関係は、不完全競争市場において自社製品の価格を頻繁には変更できない企業の利潤最大化行動の結果として導出される。こうしたミクロ的基礎を持つ NKPC によれば、インフレ率は過去の GDP ギャップではなく、将来の GDP ギャップに依存するのである。

ここでは、フォワードルッキング的な性格を持つ NKPC の推定を通じて、現在の物価水準あるいはインフレ率の決定に関して、期待形成が重要であり、また、影響を及ぼすということを示す。

NKPC の式は具体的には以下の通りである。

$$\pi_t = \alpha \text{gap}_t + \beta E_t(\pi_{t+1}) + \varepsilon_t$$

なお、 π_t はインフレ率、 gap_t は GDP ギャップ、 $E_t(\pi_{t+1})$ は期待インフレ率を表す。つまり、NKPC は、当期のインフレ率が、将来のインフレ率に対するフォワード・ルッキングな期待によって決定されることを示すものである。

以下が NKPC を用いての分析結果である。表 4 は、物価指数として GDP デフレーターを用いたケース、CPI(コアコア・食料及びエネルギーを除く)を用いたケース、被説明変数を GDP デフレーターの水準にしたケースについて推定結果を示したものである。期待インフレ率あるいは期待物価水準として 1 期先の実績値を用いているので、1 期前のインフレ率あるいは物価水準を操作変数とした操作変数法を用いて推定を行った。つまり、

$$y_i = \alpha + \beta x_i + w_i$$

で、説明変数 x_i は確率的であり、 w_i と相関をもつ。ただし、説明変数は、

$$p \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 = Q \quad , \quad 0 < Q < \infty$$

となるような定常なものと仮定する。操作変数 z_i は、 x_i とは相関をもつが w_i とは相関をもたないような観測可能な変数である。

$$\begin{aligned} \sum (y_i - \alpha - \beta x_i) &= 0 \\ \sum z_i (y_i - \alpha - \beta x_i) &= 0 \quad (\text{直交条件、操作変数と誤差項は無相関}) \end{aligned}$$

この 2 つの条件から、 α, β の一致推定量 (操作変数推定量) が得られる。

¹ 加藤(2007)

$$\hat{\alpha}_{IV} = \bar{y} - \hat{\beta}_{IV} \bar{x} \quad , \quad \hat{\beta}_{IV} = \frac{\sum_{i=1}^n (z_i - \bar{z})(y_i - \bar{y})}{\sum_{i=1}^n (z_i - \bar{z})(x_i - \bar{x})}$$

また、GDP ギャップとして実質 GDP を Hodrick・Prescott フィルター (Hodrick-Prescott filter) で分解した際の循環要因を用いている。また、価格調整の時間差を考慮して GDP ギャップは 4 期前の値を用いている。

<表 4 NKPC による推定結果>

被説明変数：GDPデフレーター変化率				
変数名	係数	標準誤差	t値	P値
定数項	0.021007	0.031315	0.397697	0.6917
GDPギャップ	1.10E-05	5.17E-06	1.791182	0.0764
期待インフレ率	1.029683	0.026549	18.57455	0

1%有意

被説明変数：GDPデフレーターの水準				
変数名	係数	標準誤差	t値	P値
定数項	-0.065357	0.020938	-3.121519	0.0024
GDPギャップ	5.96E-07	1.93E-07	3.091529	0.0026
期待インフレ率	0.000653	0.000212	3.079029	0.0027

1%有意
同上
同上

被説明変数：CPI変化率				
変数名	係数	標準誤差	t値	P値
定数項	0.021007	0.031315	0.670826	0.504
GDPギャップ	1.10E-05	5.17E-06	2.122719	0.0364
期待インフレ率	1.029683	0.026549	38.78468	0

5%有意
1%有意

以上の推定結果より、将来の物価が上がるという期待を人々に与えることによって、現在のインフレ率や物価水準に影響が与えられる、ということがわかる。日銀は、PT 政策を導入し、将来の物価水準の目標を人々に明確に示すことが必要となるのである。

第3節 安定化のためのプライスレベル・ターゲット政策

第1項 プライスレベル・ターゲットとインフレ・ターゲットの違い

現在の日本のようなデフレ不況から脱出するためには、達成責任を伴ったプライスレベル・ターゲット政策の導入が必要である。

ここでは、上述した PT 政策がインフレ・ターゲット政策よりも現在の日本が導入するのに適していることを示す。

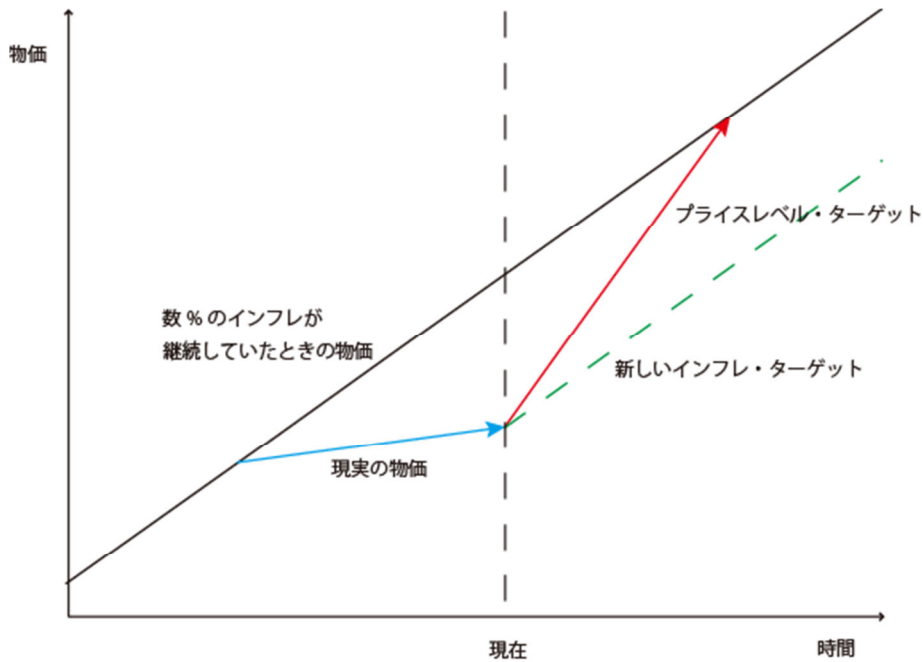
熊野(2002)と *Fels・Pradhan・Andreopoulos(2010)*を基に、PT と IT の違いを見る。IT 政策は、毎年の望ましい物価上昇率は、例えば 2%として上下 1%のバンド内であれば許容という論議である。ところが PT 政策の場合は望ましい物価水準を下回っていたら、一度プライス・パス(望ましい物価水準/マンドレート)以上の物価目標を設定し、物価をもとのパスに乗るように設定する。例えば、2010 年の物価レベルが 100 として、望ましい物価水準が 2%とすると、2011 年には 102 となるのが理想だが、実際に 2010 年のインフレ率が 1%であれば 2011 年の物価レベルは 101 となる。さらに 2012 年についても望ましい物価上昇率が 2%であり、理想の物価レベルは 104 となる。しかし、実際は 2011 年の物価レベルが 101 なので、これに 2%の IT を用いても 2012 年には 103 に留まることになる。従って、2012 年に望ましい物価レベルである 104 にするには物価上昇率の目標を 3%に誘導する、という手法である¹。

また、IT政策の場合、中央銀行がある期間にITを達成することが出来なくても、この点に対して何らかの対応が特にとられるわけではなく、「済んでしまったことは、済んでしまったこと」として水に流してしまう。だが、PTの下では、過去のITからの逸脱は是正しなければならない。このような相違点は、ターゲットからの逸脱が続いている場合、大きな意味を持ってくる。現下のような状況でPT政策を導入するなら、日銀は、過去のターゲットからの下方への逸脱を是正するために、暫くの間ターゲットを上回る水準へインフレ率を誘導しなければならない。日銀が常に、ITを達成できるなら、PTとITは同一となる。しかしながら、インフレ率がターゲットを下回った場合、PTの下では中央銀行は、プライス・レベルを目標へ戻すために、一時的にインフレ率を高めに誘導して下方向のギャップを相殺しなければならない。反対に、ある期間のインフレ率が目標を上回った場合は、その後続く期間のインフレ率を下方修正することより相殺する必要がある。要するに、PT政策の下では、政策決定プロセスにおいて従前のターゲット達成度合いが勘案されるのである。これは、「過ぎたことは問わない」IT政策とは対照的である。

また、PT政策の利点は、信頼に値するものであるなら、IT政策に比べてインフレ期待が自動的に安定化することである。金利がゼロ近傍にあるような状況下では、金融政策の変更にとってインフレ期待は重要である。

また、PT 政策は、中央銀行に政策目標を国民にはっきりと明示させ、金融政策の内容を国民に説明しなくてはならないという「金融政策の透明性」を要求するのである。

¹ Economist "Level worship Price-level targeting could make monetary policy more potent—or just more confusing "



<図 5 PT 政策の仕組み>

第2項 プライスレベル・ターゲット政策導入の利点

前節で PT 政策と IT 政策の違いを明らかにした。ここでは、*Fels and Pradhan and Andreopoulos(2010)*を基に、PT 政策導入の利点を述べる。

PT政策は、インフレ期待の安定に資する。金融政策が需要に影響を及ぼす場合に最も重要な波及経路は、実質金利を通じた経路である。金融政策運営にあたる中央銀行にとって主要政策ツールである短期政策金利が既にゼロ近傍にある状況下にあっては、前章でNKPCを用いた実証分析を行ってわかった通り、実質金利に影響を及ぼすものは、インフレ期待を介することになる。

また、*Spyros Andreopoulos(2010)*によると、過去のインフレ率のアンダーシュートをその後のインフレ率の高め誘導で相殺することは、債務残高が高水準にあり債務返済負担が重くのしかかる公的部門および民間部門にとってはプラスに働くのである。

このように、長期間にわたって、デフレの続いている日本にとって最も導入すべきなのはIT政策ではなく、PT政策なのである。

第3項 プライスレベル・ターゲット政策の導入へ

仮にインフレ率が通常目標水準を一時的に超えた場合でも、PT という明確な出口戦略が存在する限り、中央銀行は信認を失うことなくそうした事態を容認することができる。中央銀行は物価水準の軌道に照準を定めることにより、仮に物価の短期変動が長期適正インフレ率を上振れた場合でも、実質金利低下と景気刺激を実現するための金融緩和を続行することが可能になる。また、物価安定を数値で示すことで、日本銀行の透明性、説明責任が明らかとなる。説明責任と引き換えに、金融政策の手段については、日銀の独立性を確保することができる。そして、インフレ率が一定の範囲に収まる(と期待される)ことは、通貨、金利など、名目値についてのアンカーが与えられ、経済の安定化につながるのである。

今や日本経済には、これ以上デフレを続けて経済を停滞させている余裕はない。バブル崩壊後の景気後退の期間中、いまだ日本では実施されたことのない PT 政策の導入と、非伝統的金融政策を試してみる時期である。日銀ならびに、各国の中央銀行は、デフレを回避するのに最善の努力をしなければならない。

第5章 成長政策

第1節 産業政策

岩田規久男・飯田泰之(2006)によると、産業政策とは、一国の産業間の資源配分、または特定産業内の産業組織に介入することにより、その国の経済厚生に影響を与えようとする政策のことである。つまり、政府や官僚が次に日本を引っ張る産業部門(=リーディングセクター)を見つけだし、その産業を補助金などの優遇措置によって保護することで、育てていこうとする政策のことである。

しかし、現在、日本に存在するようなデフレ・ギャップを埋めるほどの新産業が勃興する兆しは、いまに至るまでいまだ出ておらず、政府が巨大な需要を埋めるだけでの新産業創出に成功したという実例は、少なくとも戦後の日本の歴史においても見つけ出すことはできない。実際に現在の日本を引っ張っている自動車産業や電機産業などは、政府からの支援を受けてその産業に力が注がれたのではない。

産業政策の最たるものであったと考えられる戦後の傾斜生産方式¹も、現在では、香西(1981)によって「傾斜生産の貢献をそれほど高く評価すべきではないかもしれない²」と認識されており、「石炭についてはまずまずの成功、それ以外については成功ではない³」という評価が大来・エルピラ=クルマナリエバ(2006)によって与えられている。政府が有望産業を見極める正しい情報を持っていると考える根拠は乏しく、政府の方が民間よりも新産業発見の比較優位を持っていると考えられる理由は特にない。

民主党政権は「成長戦略」がない、と批判され、2009年12月と2010年6月に、「新成長戦略」を閣議決定した。民主党は、「強みを生かす成長分野」として、環境・エネルギーと医療・介護・健康関連産業を挙げているが⁴、何が成長分野であるかは競争的な環境の市場が決めることであり、政府・官僚が決めることではない。

第2節 成長政策

第4章の分析により、適度なインフレは、実質金利の低下を通じて、企業の設備投資を増加させることがわかった。かつ、前節でも述べた通り、成長産業を決定するのは、政府・官僚ではなく、競争的な市場である。政府は過度に市場に介入するのではなく、企業が投資を行いやすい環境を作り、競争を活発にすることが、最も効率的な成長政策となるのである。

¹ 第二次世界大戦後、GHQによる占領下にあった日本で経済復興のために実行された経済政策。当時の基幹産業である鉄鋼、石炭に資材・資金を超重点的に投入し、両部門相互の循環的拡大を促し、それを契機に産業全体の拡大を図るというもの。

² 香西泰(1981)『高度成長の時代—現代日本経済史ノート』日本評論社、46頁

³ 大来 洋一・エルピラ=クルマナリエバ(2006)「傾斜生産方式は成功だったのか」GRIPS Policy Information Center

⁴ 首相官邸、新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～

第6章 政策提言

本稿では、日本経済が長期間にわたって低迷している原因が日銀のデフレ容認型の金融政策にあることを明らかにしてきた。

この停滞から脱却するためにも、安定化政策として PT 政策の導入が必要である。PT 政策に対しては、多くの反対論があるが、その反対論には多くの矛盾も含まれている。マイルドなインフレを目標とする政策は、名目金利のゼロ下限や名目賃金の下方硬直性による金利・賃金調整機能の不全を是正できるので、現在のようなデフレの状況より、高い GDP を達成することが可能である。

PT 政策は、インフレ期待の安定に資する。第 4 章の分析により、インフレ率を上昇させ、実質金利を低下させることによって、設備投資が増加するということがわかった。逆に、実質金利の上昇は、企業の設備投資に負の影響をもたらすことが確認できた。日本経済を、現在のデフレ状況から脱却させ、緩やかなインフレを起こし、実質利子率を低下させることによって、民間の設備投資が上昇する。つまり、実際に現実の経済成長率を引き上げることができるのである。

また、現在の物価水準には、将来の物価水準の期待が影響していることがわかった。将来の物価水準に対して、日銀が責任を持つことにより、市場には、安心感が生まれる。

PT 政策は IT 政策に比べ、日銀により強いプレッシャーをかけることができる。

また、PT という明確な出口戦略が存在する限り、中央銀行は信認を失うことなく物価のブレが起きる事態を容認することができる。中央銀行は物価水準の軌道に照準を定めることにより、仮に物価の短期変動が長期適正インフレ率を上振れた場合でも、実質金利低下と景気刺激を実現するための金融緩和を続行することが可能となるし、逆もまた可能となるのである。

安定化政策によってギャップを埋める、つまり、実質 GDP 成長率を上昇させることを行い、その後、成長政策によって潜在 GDP を引き上げる。そこで発生したギャップを安定化政策によってまた埋める。このように繰り返していくことによって、日本経済の持続的な成長が可能となる。

もちろん経済成長によって、現在日本にあるすべての経済問題が解決できるというわけではない。しかし、持続的な経済成長を達成することによって、政府の税収は増え、雇用も発生し、貧困問題への対策などは非常に楽なものとなる。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- Schmitt-Grohe and Uribe(2009) "The Optimal Rate Of Inflation," Elsevier/North-Holland Handbook of Monetary Economics, Volume 3*
- Berg, Claes and Lars Jonung(1999) "Pioneering Price Level Targeting : The Swedish Experience 1931-1937" Journal of Monetary Economics, June.*
- Jung・寺西・渡辺(2004) "Zero Bound on Nominal Interest Rate and Optimal Monetary Policy" Journal of money, Credit, and Banking*
- Fels and Pradhan and Andreopoulos(2010) "QE2から PT1 へ" The Global Monetary Analyst, Morgan Stanley*
- Spyros Andreopoulos(2010) "Debtflation Temptation" The Global Monetary Analyst, Morgan Stanley*
- 北坂進一(2006)「マクロ安定化政策としての財政政策—近年の動向と理論的・実証的研究の整理—」『経済学論叢 第57巻 第3号 森一夫教授古稀記念論文集』同志社大学経済学会
- 白塚重典(2000)「現時点におけるインフレ・ターゲットティングは時宜にかなった政策提言ではない：物価安定を目指すための金融政策の枠組み」『週刊金融財政事情』2000年11月13日号、きんざい
- 北村行伸(2002)「物価と景気変動に関する歴史的考察」『金融研究第21巻第1号』日本銀行金融研究所
- 加藤久和(2007)「わが国のニューケインジアン・フィリップス曲線」『社会経済研究』No.55、財団法人 電力中央研究所 社会経済研究所
- 敦賀貴之・武藤一郎(2008)「ニューケインジアン・フィリップス曲線に関する実証研究の動向について」『金融研究』2008年4月号、日本銀行金融研究所
- 鈴木将覚(2006)「ニューケインジアン・フィリップス曲線(NKPC)からみた日米のインフレ圧力と金融政策へのインプリケーション」『みずほ総研論集』2006年1号
- 竹田陽介・小巻泰之・矢嶋康次(2004)「日本におけるニューケインジアン・フィリップス曲線の推定」『日本大学経済科学研究所ワーキングペーパー』No.04-03
- 清水谷論(2005)『期待と不確実性の経済学』日本経済新聞社
- 福田慎一・粕谷宗久・慶田昌之(2007)「企業家精神と設備投資：デフレ下の設備投資低迷のもう一つの説明」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』

《参考文献》

- 岩田規久男(2010)『「不安」を「希望」に変える経済学』PHP 研究所
- 永濱利廣(2003)『我が国経済に縮小スパイラルをもたらす実質金利の上昇』株式会社 第一生命経済研究所 ニュース No.3
- 深尾京司・宮川努(2008)『生産性と日本の経済成長』東京大学出版社
- 伊藤隆敏・林伴子(2006)『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社
- 伊藤隆敏(2001)『インフレ・ターゲット—物価安定数値目標政策』日本経済新聞社
- 浅子和美(2000)『マクロ安定化政策と日本経済』岩波書店
- 竹森俊平(2006)『世界デフレは三度来る(上・下)』講談社
- 高橋洋一(2010)『日本経済のウソ』筑摩書房
- 岩田規久男(2009)『金融危機の経済学』東洋経済新報社
- Ben S. Bernanke(2004)『リフレと金融政策』日本経済新聞社
- 深尾光洋・吉川宏(2000)『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社

- 林伴子(2003)『マクロ経済政策の「技術」——インフレ・ターゲティングと財政再建ルール』日本評論社
- 速水優(2004)『中央銀行の独立性と金融政策』東洋経済新報社
- 藤井良広(2004)『縛られた金融政策 一検証 日本銀行一』日本経済新聞社
- 白川方明(2008)『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社
- 熊野英生(2002)「プライスレベル・ターゲットとは何か」『経済研レポート』2002年4月号、第一生命経済研究所
- 加藤涼・川本卓司(2005)『ニューケインジアン・フィリップス曲線：粘着価格モデルにおけるインフレ率の決定メカニズム』日銀レビュー
- 岩田規久男・飯田泰之(2006)『ゼミナール 経済政策入門』日本経済新聞社
- 田中秀臣(2010)『デフレ不況 日本銀行の大罪』朝日新聞出版
- 香西泰(1981)『高度成長の時代—現代日本経済史ノート』日本評論社
- 小川一夫・得津一郎(2002)『日本経済:実証分析のすすめ』有斐閣ブックス
- 深尾京司(2009)『マクロ経済と産業構造 バブル/デフレ期の日本経済と経済政策』慶應義塾大学出版会

《データ出典》

- 内閣府 Web サイト <http://www.cao.go.jp/index.html> (2010年9月22日参照)
- 総務省 Web サイト <http://www.soumu.go.jp/> (2010年11月10日参照)
- 経済産業省 Web サイト <http://www.meti.go.jp/> (2010年11月10日参照)
- 国際通貨基金(International Monetary Fund, IMF)Web サイト <http://www.imf.org/external/index.htm> (2010年9月20日参照)
- 連邦準備制度理事会(Board of Governors of the Federal Reserve System)Web サイト <http://www.federalreserve.gov/> (2010年9月28日参照)
- スウェーデン中央銀行(Riksbank)Web サイト <http://www.riksbank.com/> (2010年9月26日参照)
- スウェーデン統計庁(Statistics Sweden)Web サイト <http://www.scb.se/> (2010年11月2日参照)
- 首相官邸 Web サイト 「新成長戦略」 <http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/> (2010年9月21日参照)