

デフレ（物価下落）と経済政策 序文

伊藤 隆敏

日本が現在置かれているマクロ経済状況は、非常に難しいものである。経済成長は、過去10年間、潜在成長率を下回っており、1990年代は、「失われた十年」と呼ばれるようになってきた。1997年以降、景気刺激の経済対策を打ってきたため、財政赤字を膨らませ、金利は低下してきた。そのため、しだいに、政策手段の余地が限られるようになってきた。しかしながら、2001年も、財政金融政策は、景気刺激的なスタンスを維持してきた。日本銀行は、2001年3月の政策転換で、実質上ゼロ金利政策に戻り、その後流動性（日銀当座預金残高）を段階的に増加してきた。2001年度の財政も、GDP比6%程度にものぼる赤字による景気刺激を維持した。しかしながら、2001年後半にかけて景気は一層悪化した。結局、2001年には、再び、景気後退とマイナス成長、デフレの進行、企業倒産、失業の増加が起きた。

このような難しい状況のなかで、有効な政策手段を見つけるのは難しい。伝統的な金融政策手段である短期名目金利はゼロ%となって、これ以上下げることはできない。一方、デフレが（消費者物価で約1%、GDPデフレーターで測って約2%で）進行しているため、実質金利（名目金利－インフレ率）は、プラスのままである。インフレ率がマイナスからプラスにならないかぎり、実質金利を政策的に低下させることはできない。初歩のマクロ経済学では、このような場合を「流動性の罠」と呼んでいる。これ以上金利が下がらない状況で、金融政策が無効になるが、財政政策は有効であることから、財政政策による景気刺激が提言される。ところが、日本では、過去数年間の景気刺激策により（累積）債務が急増してしまった。累積政府債務（SNAベース、中央地方連結）・GDP比率は、2002年

3月末には、140%に達したと考えられている。1990年代初めより、主要先進国（G7）の中では、これまでイタリアが最低の国債格付けを付けられていたが、日本国債が格下げされるなかで、2002年5月には、ムーディーズがイタリア国債を格上げしたことにより、日本が「単独最下位」の不名誉を得ることになった。このような状況で、さらなる赤字財政（とくに公共事業）による景気刺激効果が疑われ、債務増加による国債格下げの悪影響の方が大きいと考える研究者も多くなってきた。

一方、バブルの破裂とその後の景気低迷のなかで、不良債権が増加している。不良債権の増加は、銀行の経営を圧迫し、貸し渋りを引き起こしたり、債務回収による企業倒産を引き起こしている。なにより、金融システムの不安定性や、リストラによる失業者の増大が、マクロ経済に対して負の影響を及ぼしている。金融機関が、既存の不良債権を「処理」しても処理しても、あらたな不良債権が発生している。

現在のマクロ経済の状態における最大の問題がデフレであることは、多くの研究者がみとめるところであろう。デフレが続く限り、実質利子率を引き下げることはいかなる場合にもできないし、債務者の実質負担の増加という形で、不良債権の発生を促進する。なにより、企業、家計が、投資や消費を手控える事によって、景気刺激とはならない。

本特集では、このようなマクロ経済における困難な状況を打破する可能性について、伝統的ではない金融政策、財政政策について検討する。

深尾光洋氏は、「デフレ、不良債権問題と金融政策」のなかで、デフレの危険性を強調し、大胆な政策転換を迫っている。多くの金融機関が事実上、資本不足の状態にあることを、論ず

る。また財政も危機的な状況にある、との認識から、思い切った金融政策の転換を求めている。物価安定目標（インフレ・ターゲット）の採用、日銀による株価指数連動の投資信託や不動産投資信託の購入をすすめる。それでも、問題が解決しないときには、現金、預金、国債など政府が実質的に価値を保証する金融資産の残高への課税を提案している。

伊藤隆敏は、「日本における物価安定数値目標政策の可能性」のなかで、インフレ・ターゲット論を「金融政策の枠組み」として理解すべきで、単にインフレ率を高めるだけの政策であるという批判を一蹴している。まず、世界で初めてインフレ目標政策を導入したニュージーランドの金融政策の枠組みにおけるインフレ目標の役割について紹介する。インフレ・ターゲットを採用するメリットとして、期待の安定化（マイルドな正の値に収束）、日銀のアカウンタビリティの確保、手段の独立性の明確化、を挙げており、これが、デフレ下でも有効である、と論ずる。そして、インフレ目標をしめしたうえで、非伝統的な金融政策をすすめている提言は、深尾氏と意見が一致している。

このような政策提言に対して、小田信之氏は、「量的緩和下での短期金融市場と金融政策—日銀当座預金残高ターゲティングの分析」のなかで、2001年3月に日銀が導入した、「量的緩和」政策の効果について論じている。これは、大幅な超過準備を供給するように、日銀当座預金残高をターゲットとして金融政策を行うことによる、短期金融市場や金融政策効果について検討している。まず、利子率がゼロである日銀の当座預金への需要の検討を行う。これは主に、資金ショートが発生可能性があることで、このような需要が生まれる。日銀当座預金残高の上昇（2001年12月～2002年3月）は、予期せぬ資金繰り不安に備えていたと解釈される。

堀雅博氏の「大恐慌期のデフレーションとその終焉」は、1930年代の大不況・大デフレーションの経験を回顧して、「デフレ脱出の鍵」を探す。この鍵は、金本位制離脱＝為替減価（金

融緩和）であり、必ずしも拡張的な財政や輸出拡大ではなかった、と論ずる。主要5カ国の歴史的なデータの検討から、1930年代のデフレ脱出が、デフレ・ギャップの存在のもとでも可能であったことから、デフレの終焉に「レジーム」の転換が必要であるとの、結論を導いている。

以上の4篇の論文は、いずれもデフレの問題について、金融政策から論じたものである。残りの2篇の論文は、財政の立場からデフレ問題に迫っている。通常、デフレはマネタリーな現象として理解されているので、その意味では、この物価水準の財政理論の論文は、（特に日本では）異色の論文といえる。

渡辺努、岩村充氏は、「ゼロ金利制約下の物価調整」のなかで、自然利子率の低下を、現在財の将来財に対する相対価格の低下ととらえる。このとき、将来の税収が変わらなければ、税収をバックに発行されている国債が、魅力的な投資機会となり、価格が上昇する。しかし、もし名目利子率がすでにゼロになっている場合には、利子率の低下が不可能になり、現在財を売って、国債を買うという行動が起こる。現在財の価格は下がる（デフレ）。これは、現在財で測った国債価格が十分に高くなるまで続く。デフレ収束のためには、将来の徴税額を減少させる政策が必要であると考ええる。

竹田陽介氏の「デフレ下における財政政策ルールをもとめて」では、まず（金融政策の反応関数ルールとして）名目利子率をターゲットにする金融政策では、名目価格の不決定問題が生ずるというモデルから出発している。そこで、名目利子率がゼロのもとでは、財政政策が、活用されなくてはいけない、と考え、一時的には、長期的な均衡財政を崩すような、「非リカーディアン政策」をとることが重要だ、と説いている。

このような論文の主張から、主な論点を取り上げると、つぎのとおりである。

第一に、デフレは深刻か、という問題である。これについて、深尾論文と伊藤論文は、深刻で

ある、という立場をとっている。まず、実質金利を高止まりさせることにより、金融政策の効果を妨げるという理由。また、不良債権を増加させる効果もある。第二に、デフレが深刻な問題として、それを、金融政策により解決することができるだろうか、という問いである。これに対して、深尾論文、伊藤論文では、非伝統的な金融政策は効く筈である、と論じている。小田論文では、すくなくとも2001年3月から実施されている量的緩和政策では、日銀当座預金を増やす理由（需要）が無ければ、無理やり増やすことはできない、ことを理論的に論じている。小田氏の見解が正しければ、流動性の増加だけでは景気に対して刺激的な力とはなりえない。堀氏は、大恐慌からの脱出にも金融政策の果たした役割りが大きいことを示した。しかし、効果のチャンネルの大きな部分は、為替減価である。第三に、デフレを財政政策によって、解決できるか、という問題である。これに対して、渡辺・岩村論文、竹田論文では、ゼロ金利のもとでは、財政政策の役割りが極めて重要である、という結論を導いている。

このように、主に、金融政策と財政政策の有効性について、議論が戦わされている。デフレに関する書物も増えているが、この特集号を読むことで、バランスのとれた見解が醸成されれば幸せである。