

パネル「最近の金融政策と市場の機能」 デフレ下の金融政策

明治大學 原 正彦

< 報告要旨 >

1 デフレにかんする二つの見方

デフレをどうみるかによって金融政策の位置づけも異なるであろう。一つの見方は、新古典派の二分法のもとで、継続的な物価下落が生じる貨幣的現象だとする見方である。竹中経済財政・金融相の意向を踏まえた『経済財政白書』やインフレ・ターゲット論者は、こうした見方を代表するものである。このデフレの見方の理論的根拠はマネタリズムである。

いま一つは、貨幣的生産経済のもとでフロー（投資や消費）・ストック（地価や株価）両面の悪循環による継続的な物価下落だとする見方である。実物サイドと貨幣サイドは、価値貯蔵物の連続体（continuum）をかいして、あざなえる縄のごとくに結合されていて、単純な二分法は現実に当てはまらない。このデフレの見方の理論的根拠はケインズ理論である。

2 適応調節にかんする二つの見方

このいずれの見方をとるにしても、デフレが継続的な物価下落の現象であるからには、なんらかの適応調節の理論がなければならない。ここでも二つの理論がある。新古典派では、実物サイドにおいて相対実物価格（relative real price）が決定され、貨幣サイドでは、貨幣数量が流通速度をかいして、絶対価格を決定する。これに対してケインズ理論では、各種資産の価格は、広義の流動性選好をかいして、相対貨幣的価格（relative monetary price）体系が決定される。

前者では、無時間的な完全競争売買市場モデルが想定されているが、後者では、時間を含む現物価格 先物価格市場をつうじて決定される。こうした現物 先物市場を導入せずに、ケインズ革命を理解することはできない。

この適応調節メカニズムの相違は、貨幣の働きが数量かその質ともいべき流動性選好によるのかについての認識の相違から生じる。

3 「流動性の罅」に落ち込む負の調整メカニズム

この二つの相対価格理論の相違を反映して、日本経済が「流動性の罅」に落ち込む負の調整メカニズムもきわめて対照的である。新古典派では、均衡への調整はつねに実物体系によって決定される自然価値 た例えば自然利子率 にむけて、市場価値 た例えば市場利子率 が収斂する。P.クルーグマンを例にとれば、流動性の罅では、名目利子率（ i ）= 0、実質利子率（ r ） $>$ 0の状態なので、将来のインフレ率が負の実質利子率を可能にするまで高くなることを社会に納得させることが必要だということになる。

ケインズの貨幣経済理論では、これとはまったく逆の収斂過程をたどる。貨幣利子率こ

そが各種資産の自己利子率を引き寄せる重力の役割をはたす (JMK, , p.103)。わが国の実態にそくしていえば、1990～2000年にかけて、企業の資本収益率 (ROA) が長期低落し、これをうけて株式収益率 (ROE) も急低下し、短期資金のみならず、長期金利も趨勢的に低下し、ある時期には長期国債すらも日銀の当座預金との違いがわずかな資産となってしまう。こうしてゼロ金利政策のもとで量的緩和政策をとらざるをえない必然性が生じたのである。

4 デフレ克服のための金融政策

日本銀行が2001年3月から採用した量的緩和政策の枠組みは、操作目標をコールレートから日銀当座預金残高に変更したこと。必要におうじて長期国債の買い切りオペの実施。消費者物価指数が安定的にゼロ以上になるまで量的緩和を継続する「時間軸効果」の三つの柱からなる。

当座預金残高は、当初5兆円程度であったが、とりわけ03年4月に福井総裁に引き継がれてから異様な速さで増額され、足下(04.1.20)では30兆円～35兆円程度である。長期国債の買い切りオペは、当初の3倍、月額1兆2千億円に増額され、新規国債発行の4割弱を占めるにいたった。こうして当座預金残高の増額は、つきつめれば長期国債の買い切りオペで賄われることになった。その結果、04年3月末の日銀の国債保有額は100兆円に達した。こうして、長期国債の買い切りオペは、時間軸効果とあわせて、事実上の国債価格を維持するとともに、長期金利の市場機能を損なうリスク負うことになった。

日本経済には公的債務残高という巨大なマグマの溜まりが内包されてきた。国債・財投債・地方債の残高が812兆円、そのGDP比率は150%にも達した。欧米諸国では50～60%程度だから、その異様さがうかがわれよう。日銀の保有額に加えて、金融機関の保有額は130兆円を超えている。日銀の時間軸政策によって物価が上昇しはじめる、景気回復局面では、発行済み長期国債の価格は下落するであろう。民間の金融機関が大量の長期国債を保有している状態で金利が上昇すると、それだけ資産価値は大きく下落し、再び金融不安定化が生じかねない。そうした事態に直面して、日銀はさまざまな安定化措置を講じるであろう。

だが注意すべきことは、金利はときとして異様に急騰することだ。金利は高度に心理的現象であるよりも、むしろ高度に慣行的な現象である。慣行的な現象であるだけに、ある日突然に崩壊し、前ぶれもなく人々の行動を支配する。これまでの日銀の金融政策は景気循環にたいして慎重な措置を講じてきた。しかしながら、異常な出来事に遭遇したさいに日銀の示したトラックレコードは、必ずしも芳しいものではなかった。英エコノミストの評価のように、「最優秀の福井」か「最悪の速水」かは、そう遠くない将来、歴史が判定をくだすであろう。

< 討論者からのコメント >

慶応義塾大学 田村 茂

原氏の報告は、イギリス王立経済学会による『ケインズ全集』全 30 巻の刊行を機に盛んになってきたケインズ経済学再構築の動きの中でとくに重要視されてきたケインズの自己利子率理論に立脚して、わが国における近年のデフレが単なる貨幣的現象ではなく、貨幣的要因と実物的要因が複雑に絡みあった構造的現象であり、したがって専ら貨幣面からそれに対応しようとする日銀の「ゼロ金利政策」あるいは「量的緩和政策」は効果が期待できないばかりか、日銀が国債価格支持に手を貸しているかのような印象を市場に与える恐れがあることを示そうとしたもの、ということができる。

原氏によれば、政府の地価対策と日銀の金融引き締め政策への転換でバブルが弾けて資産価格が急落したことにより、バランスシートの毀損（原氏の表現）から企業の流動性選好が強まり、その資産需要すなわち投資は減退する。そうなれば弱気が支配的になるため、先物価格が直物価格を先導する形で資産価格の下落が続くことになるが、これは各種資産の自己利子率（原氏の用語によれば相対的貨幣価格）の低下傾向にほかならない。企業が保有する資本ストックでいえば自己利子率は資本の限界効率つまり資本収益率に当たるとの考えから、原氏は 1990 年代に入って以降製造業と非製造業の両方に見られる平均 ROA と平均 ROE の低下傾向こそ、バブル崩壊後の自己利子率低下の証左であるとしている。だからといって、各種資産の自己利子率が同一歩調で低下しているわけではない。供給が弾力的で需要動向に合わせてそれを速やかに調整することが可能な資産ほど先物価格の下落は小さくて済むから、自己利子率低下の程度も小さくなるが、供給の弾力性が小さい資産の場合はその逆で自己利子率低下の程度は大きくなる。このようにして生じる各種資産ごとの自己利子率低下はバブル期におけるのと丁度逆の動きになっている。強気が支配的だったバブル期には土地のように供給が非弾力的な資産ほど先物価格の上昇が顕著で、自己利子率上昇の度合いは大きかった。それゆえ、バブルが弾けた後の各種資産の自己利子率の動きは、それまで高かったものがより速やかに低下するという自己利子率体系（相対的貨幣価格体系）の変化を表していることになるわけで、その結果として各種資産の自己利子率の間にそれぞれが持つ流動性の差に応じた格差が存在しなくなり、貨幣に対する需要がきわめて弾力的になる状態、いうなれば流動性の罨が顕在化する状態が出現してきた。わが国で問題になっているデフレはこのような状況から生まれてきたものであるから、それは単なる貨幣的現象ではなく貨幣的要因と実物的要因が深く絡み合った現象といえる。そうであれば、「ゼロ金利政策」ないしは「量的緩和政策」といった貨幣面からの対応だけでそれを克服できるとは考えにくい。しかもそれだけではなく、日銀がそういう政策に固執していると、日銀が国債価格支持に手を貸しているという印象を市場に与えてしまう恐れすらある。

以上が、私が理解した限りでの原氏の報告の骨子であって、大筋においては私の理解に

誤りがないことを前提にすると、次の2点について原氏の主張の当否にかかわる重要な問題があるように思われるので、それらについてお尋ねしたい。

(1) バブルの崩壊に伴う資産価格の下落で自己利子率体系の下方修正が進展し、流動性の罨といえる状態が出現してきてデフレになるという論理展開の中で重要な役割を果たしているのは、原氏のいうバランスシートの毀損である。これが企業の流動性を低下させその投資を減少させるから資産価格の継続的下落 自己利子率体系の下方修正という図式が成立するわけで、その意味でバランスシートの毀損ということがデフレに向かう一連の動きの起点になっているといえる。それなのに、そのバランスシートの毀損の内容については何の説明もされなかったように思う。それが明確にされないと、自己利子率体系の下方修正で流動性の罨の状態が顕在化してデフレを招くとする論理も一概に妥当とはいえずなくなる。それです、お考えになっておられるバランスシートの毀損とはどのような内容のものなのか、お尋ねしたい。B. Bernanke と M. Gertler は 1999 年にカンザス・シティ連銀が開催した New Challenges for Monetary Policy と題するシンポジウムに提出した論文 (B. Bernanke and M. Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility," Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 84, No. 4, 1999) の中で、資産バブルの崩壊で資産価格が低落すると、家計、企業、金融機関のそれぞれでバランスシートの劣化 (deterioration) が起こり、それが信用の流れを阻害して短期的には総需要の減少、長期的には生産と雇用レベルの低下を惹き起こすという議論を展開しているが、そのバランスシートの劣化とは富の減少だけでなく、保有する資産の売却やそれを担保に差し入れての借入れで入手できる資金量が減少することまで含むものとして明確に定義されている。原氏のいうバランスシートの毀損もこれに近いものと見てよろしいのかどうか、お答えをお願いしたい。

(2) 原氏自身も認めておられるようにデフレとは継続的な物価の下落現象のことである。したがって、それがどのようにして起きてくるのが最も重要な問題であるはずなのに、資産価格の継続的下落と自己利子率体系の下方修正の発生メカニズムについて詳しい説明があるだけで、物価の継続的下落が起こってくるメカニズムについてはほとんど触れられていない。資産価格の継続的下落で自己利子率体系の下方修正が進むことと物価の継続的下落がどう結びつくのか、この点についてご説明をお願いしたい。

以上

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

田村氏のコメントは、私の報告のエッセンスを見事に要約されている。そのことにまず感謝したうえで、二つの質問にお答えしたい。

第1の質問は、バランスシート毀損の概念とその内容についてである。バランスシートの毀損というのは、すべての取引が貨幣表示の契約によってなされる貨幣経済のもとで、「負債」価値の固定化と資産価格の下落による「資産」価値の減価によって生じる不均

衡のことである。この定義は、たとえば小林・加藤の『日本経済の罨』(2001)など、多くの論者によって用いられている概念である。

肝心なことは、このバランスシートの変化を説明するために用意されたのが、拡大された流動性選好概念だという点である。あと知恵の有利さで、われわれは流動性選好というのは、たんなる貨幣需要理論ではなくて、支払い不能の備えてバランスシートを保護する、あるいは金融ポジションを流動化する能力だと考えている。だから、流動性選好は企業や金融機関のバランスシートの問題にほかならない。

田村氏は、バランスシートの劣化とは・・・資産の売却やそれを担保に借入資金量の減少も含まれると適格に指摘されているが、全面的に賛成である。

第2の質問は、物価の継続的下落のメカニズムについてである。現物 先物市場が同時に存在する市場経済において、大量の過剰在庫が存在すると、現物価格 (p_s) が先物価格 (p_f) を下回り、さらに最低フロア供給価格 (p_m) をも下回る ($p_s < p_m < p_f$) 順ざや (contango) の市況となる。

この過剰在庫の圧力は、価格をその「正常」水準以下に引き下げ、それがさらなる価格低下の「期待」を生み出すであろうから、現実の価格の動きはその生産費にかかわらず、既存在庫を売りさばく市況となるだろう。こうした状況において、生産者が明日期待されるよりも高い価格で今日販売することによって、損失を最小化しようと判断するかぎり、価格は低下しつづける。だから、価格は、企業家が将来期日より高い価格で販売できるようになって、収益が上がるの見越して、既存在庫を保有することを納得するような水準に落ち込むまで、低下しつづけるであろう。今後、こうした現物 先物市場における投機と裁定の理論のいっそうの展開が求められよう。

最後に、直接の質問事項ではないが、田村氏は私の「量的緩和政策」の評価が過少にすぎるとは思わないかと指摘されている。私の意のあるところを一言弁明しておきたい。

既述の「負の調整メカニズム」から、量的緩和政策を採用せざるをえなくなったことは明らかである。問題は、速水前総裁と福井総裁との政策スタンスの違いである。速水は金融政策は「予防的」なもので、「主導的」なものにはなりえないことをかたくなに主張した。速水によれば「そもそも金融政策は、需要を直接作り出せるものではありませんし、ましてや構造政策を代替するものとはなりえません」(『日本経済の再生に向けて』『週刊東洋経済』2002.2.9)。

これにたいして、福井のもとでの金融政策は「予防的」性格から次第に「主導的」立場に踏み込むようになった。福井によると「量的緩和はデフレをくい止める効果があったのだから、経済が前向きに動いているいま、それを後押しする力がある」として、景気回復を後押しする効果を強調する。

この両者の政策スタンスの相違から、古くして新しい銀行主義 vs. 通貨主義という根源的な政策思想の違いが垣間みられる。今後、両者の違いが日本経済に与える影響は計り知れないものとなるだろう。