

デフレのマクロ経済効果

今井 亮一

長期理論

- 貨幣数量説(フリードマン)
貨幣供給量 × 流通速度 =
物価水準 × 実質GDP
- フィッシャー方程式
実質金利
= 名目金利 - インフレ率

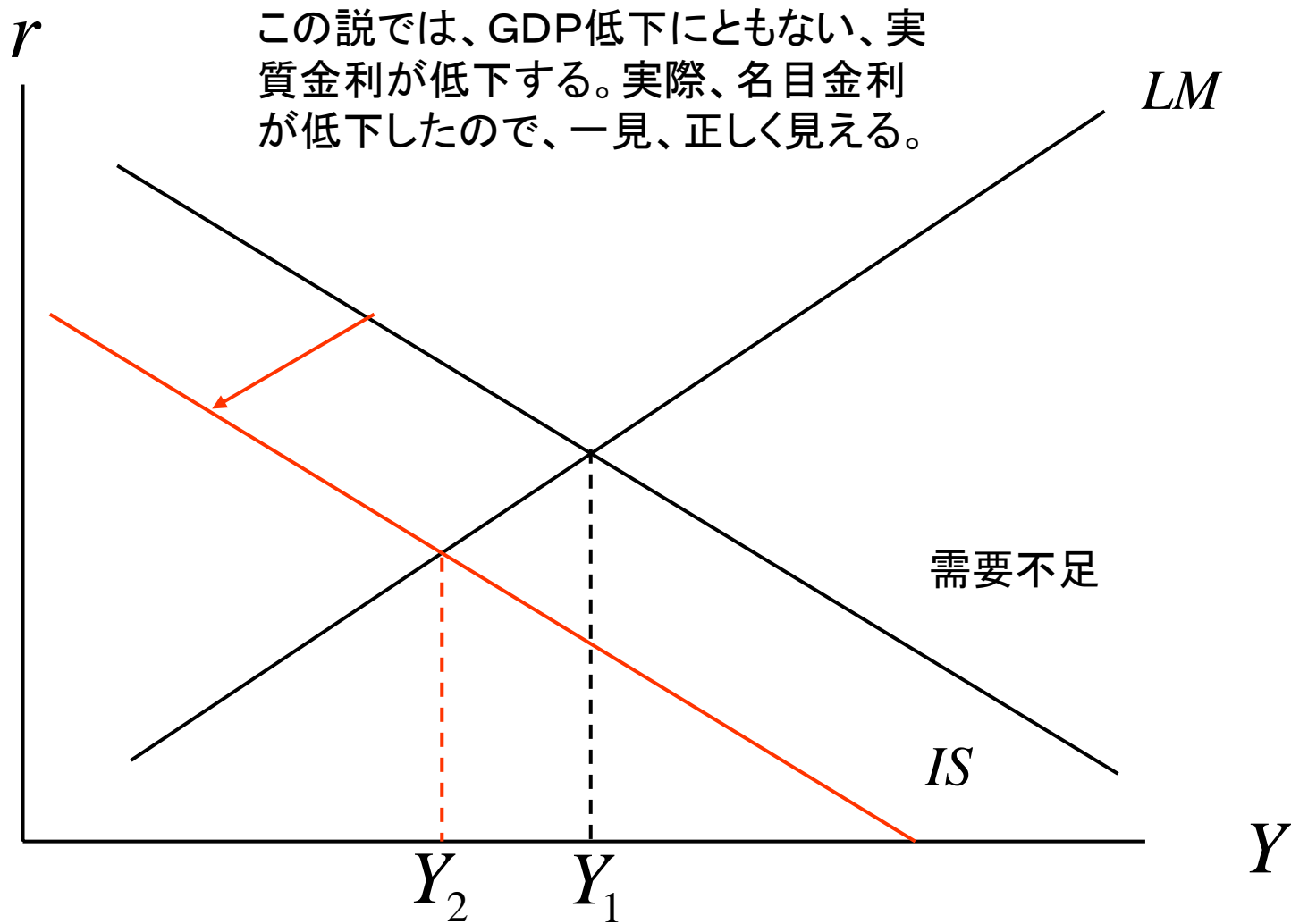
$$MV = PY$$

$$r = i - \pi$$

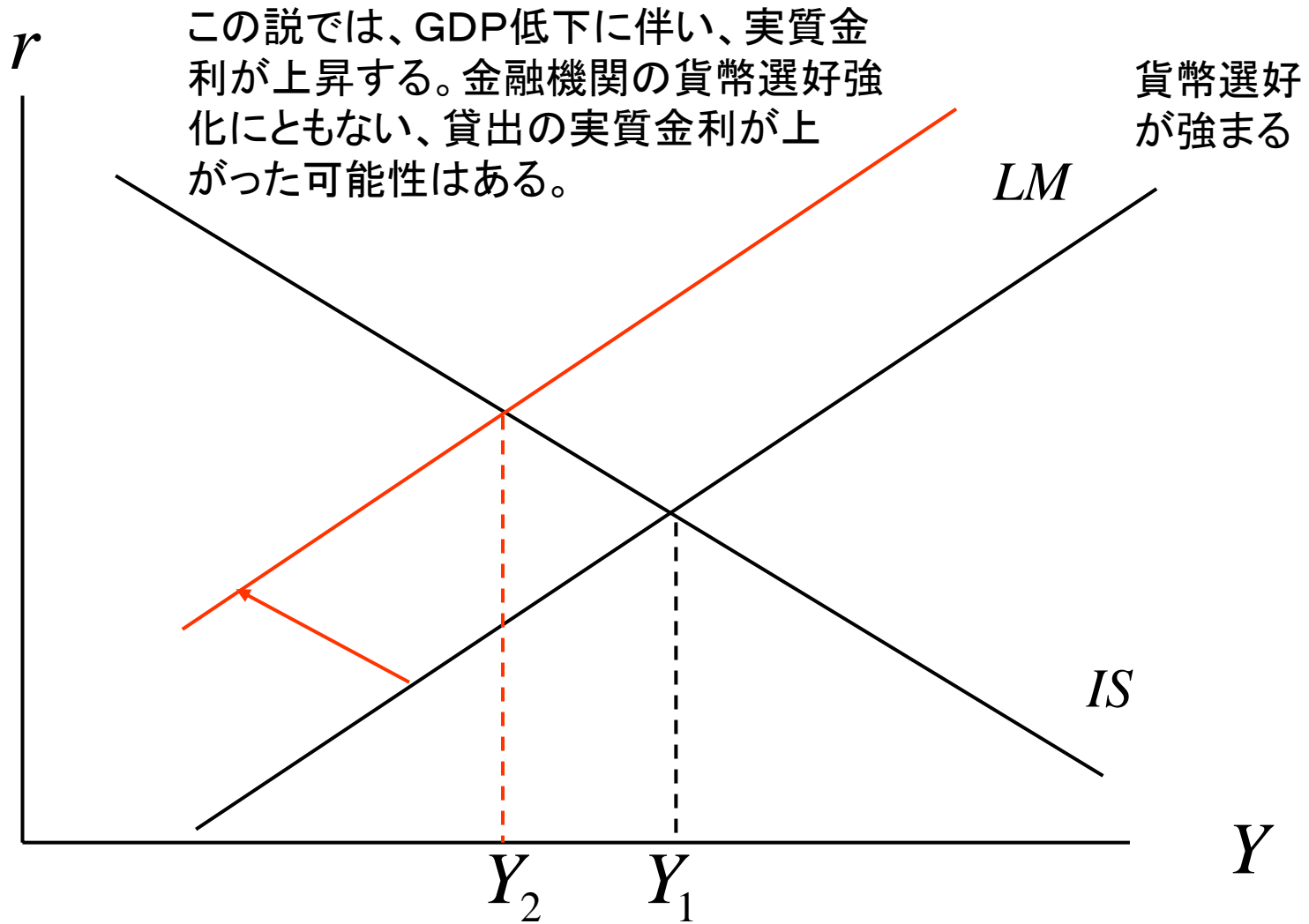
IS-LM分析で「平成不況」を読む

- IS主犯説： 投資や消費、政府支出などが落ち込んで、IS曲線が左にシフトしたために、不況Lが起こった。
- LM主犯説： 何らかの理由で貨幣需要が高まり、LM曲線が左にシフトしたため、不況が起こった。
- 両説の間で、実質金利の変化の方向が違ふ。したがって、実質金利を正しく測定できない限り、決着は着かない。

IS主犯説



LM主犯説

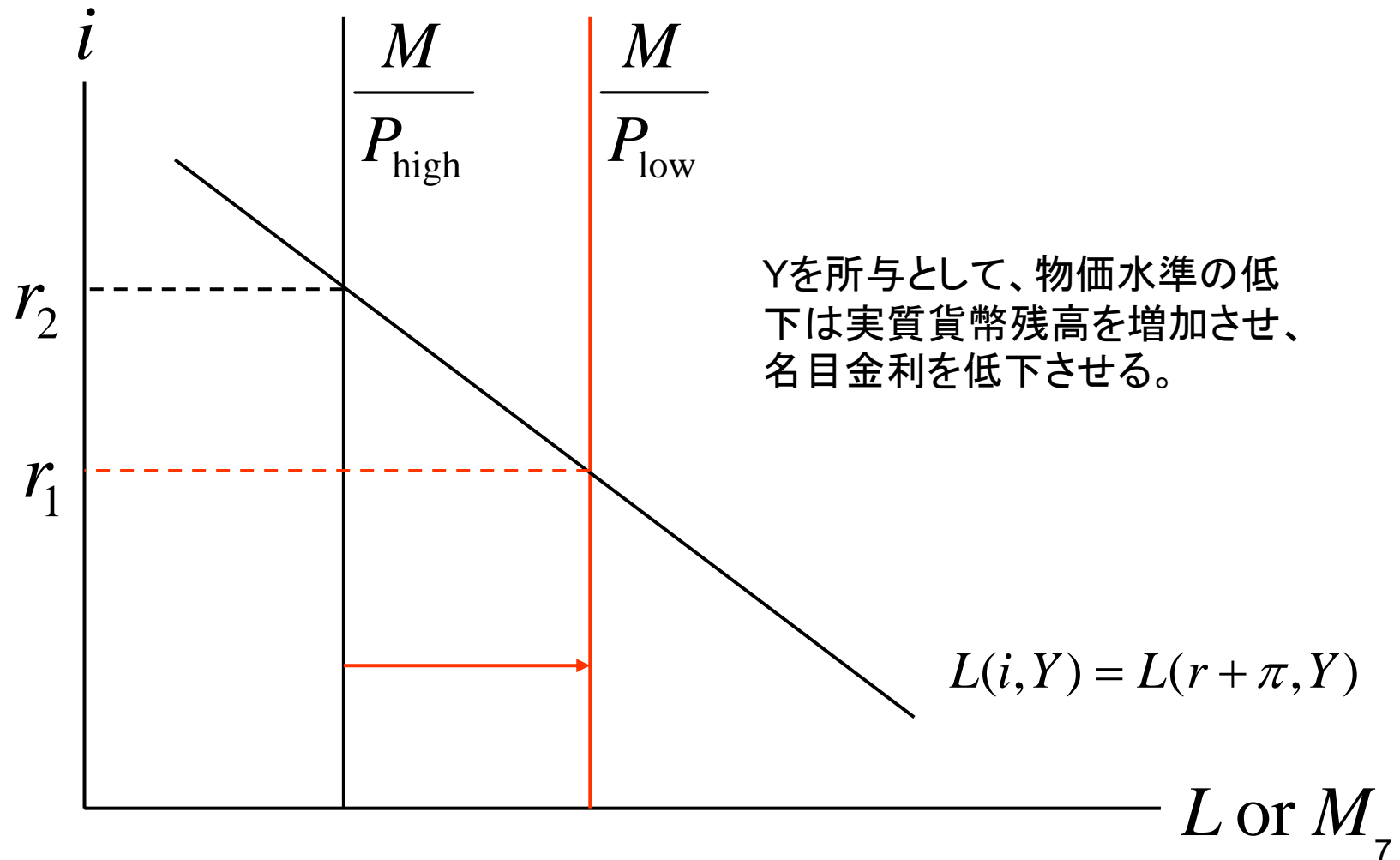


「予期されないデフレ」と 「予期されるデフレ」

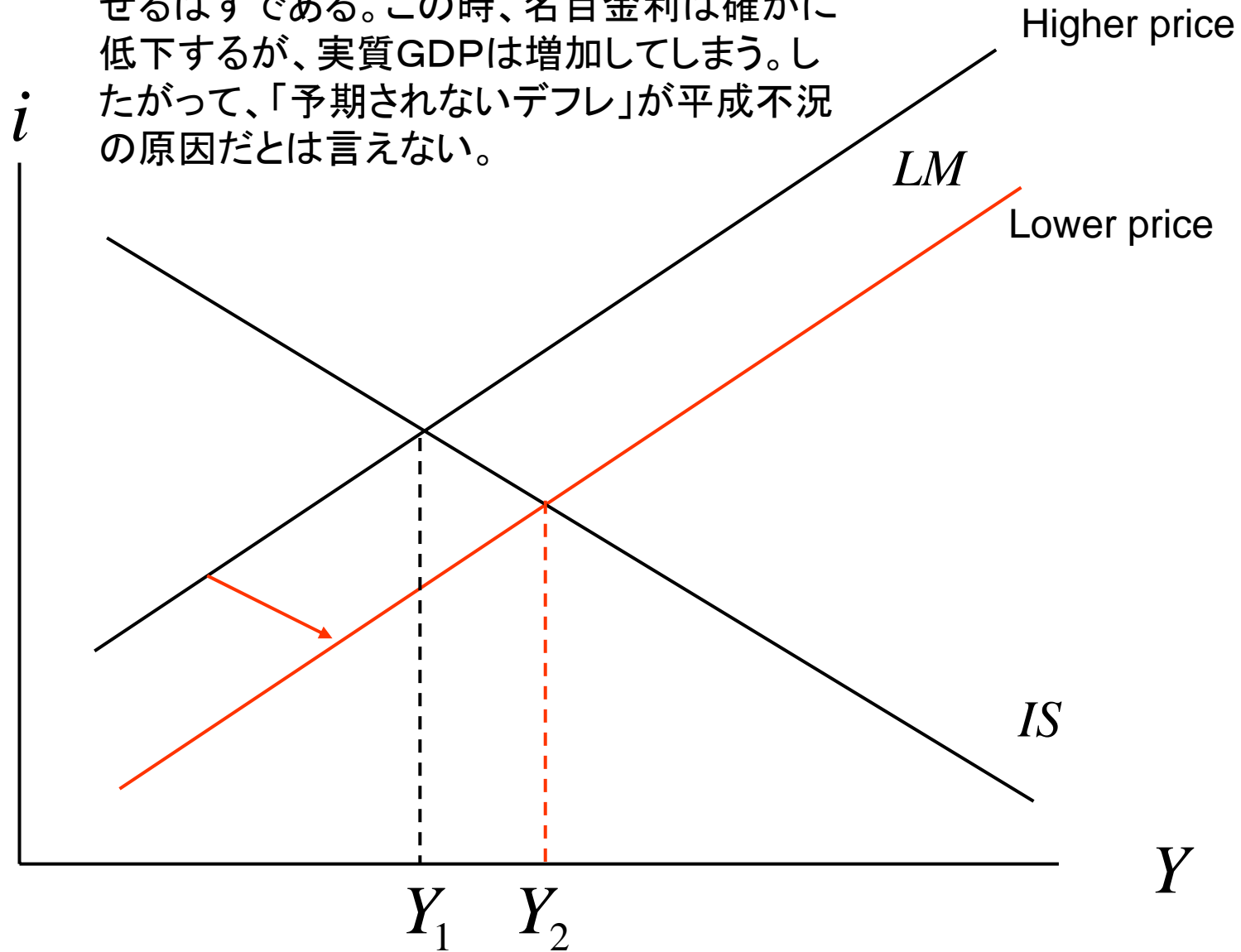
- まず、IS-LMモデルを、名目金利と実質GDPの関係として書く。
- 「予期されないデフレ」とは、LM曲線における物価水準 P の低下と解釈される。
- 「予期されるデフレ」とは、IS曲線における投資の決定要因である予想インフレ率 π の低下と解釈される

$$I(i - \pi) = S(Y), \quad L(i, Y) = \frac{M}{P}$$

貨幣市場



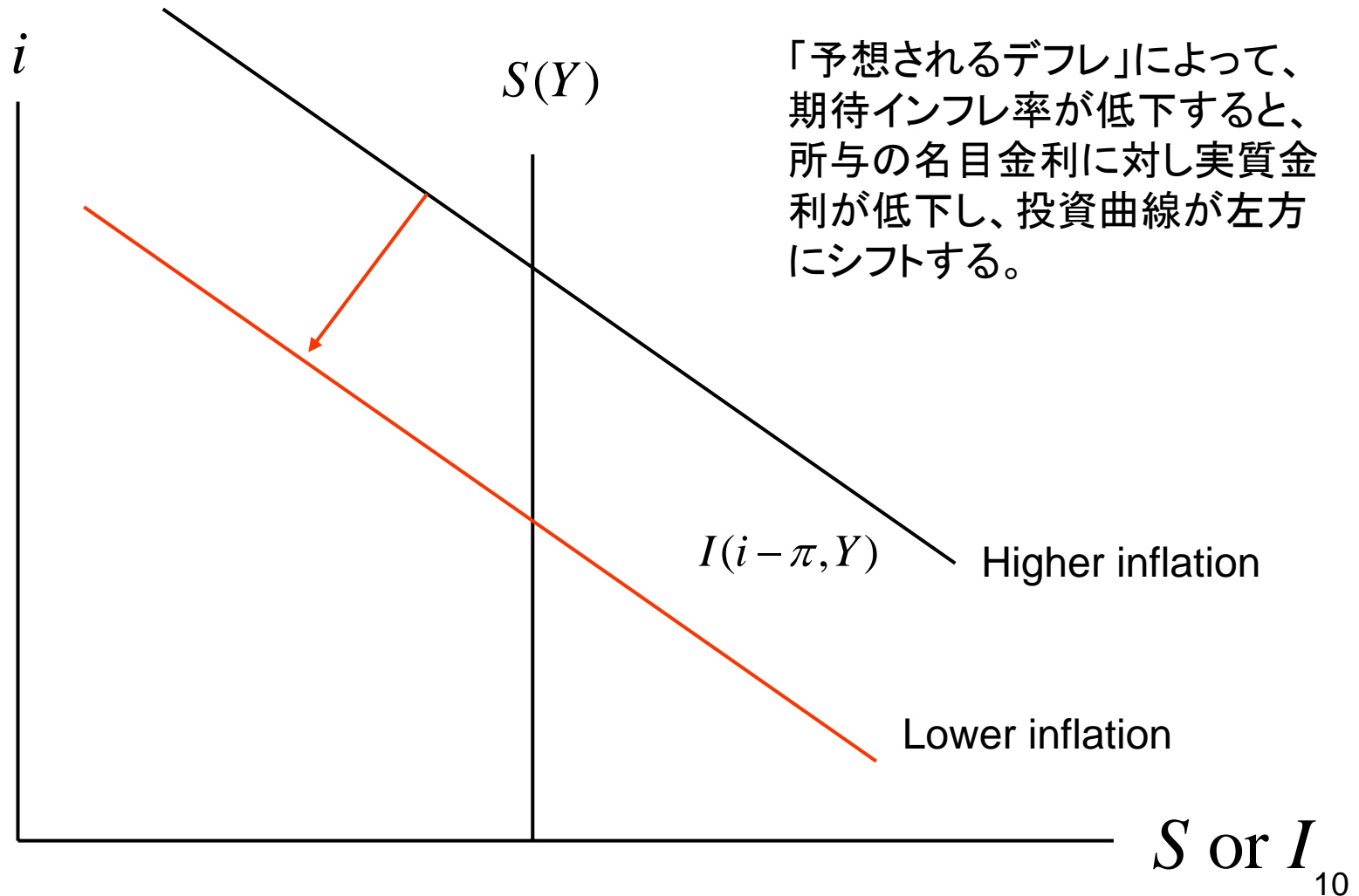
予期されない物価水準の低下は、実質貨幣残高の増加を通じて、LM曲線を右にシフトさせるはずである。この時、名目金利は確かに低下するが、実質GDPは増加してしまう。したがって、「予期されないデフレ」が平成不況の原因だとは言えない。



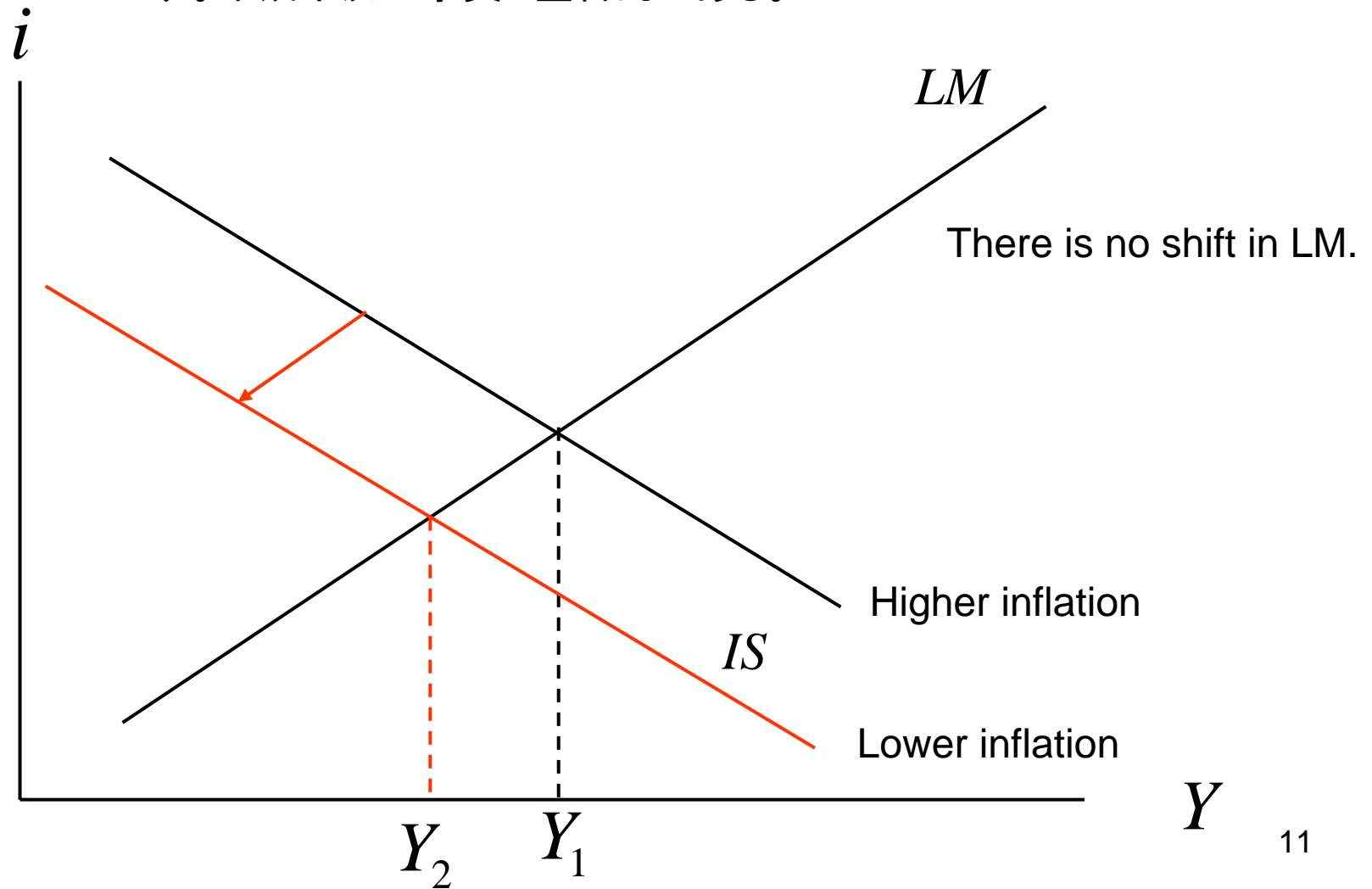
Debt Deflation Theory (Irving Fisher)

- しかし、「予期されないデフレ」は、借り手から貸し手への予期されない所得移転をもたらす。
- 一般に、借り手は貸し手よりも高い支出性向を持つ。したがって、同額の富の所有者が変わっただけであっても、経済全体として、支出は変化する。
- すなわち、「予期されないデフレ」はIS曲線の左方シフトをもたらし、不況の原因となる。

貸出市場



「予想されるデフレ」はIS曲線を左方にシフトさせ、GDPと名目金利両方の低下をもたらす。平成不況の事実と整合的である。



「インフレ目標」論

- 90年代の終わりごろ、またもや、Paul Krugmanによって深刻な問題提起がなされた。
- 日本の均衡実質金利はマイナスであるが、名目金利がゼロ未満にはならないという制約のため、インフレ率がゼロ以下である場合には、絶対に、ゼロ未満の実質金利は実現しない。
- ゼロ未満の実質金利を実現させるために、日銀は予想されるインフレ率が十分にゼロより高くなるように、必要な政策にコミットしなければならない。

インフレ期待を醸成する政策手段1

- 財政政策（減税・公共事業）： 需要を増やせば景気が良くなり、いずれデフレは解消されると考えらる。しかし、財政赤字が拡大すると言って財政当局が反対する。
- 日銀による国債買入： これによってマネーサプライを増やせば、いずれ支出増に結びつくと期待されるが、「日銀のバランスシートが悪化する」と言って、日銀が嫌がる。

インフレ期待を醸成する政策手段2

- 外国為替市場への「円売りドル買い」介入：
これによって、円を低く抑え、輸出競争力を維持し、景気を下支えすることができる。しかし、あまりいつまでもやっているると、外国からの批判を招く。
- いろいろな政策を組み合わせて、後は、「インフレ目標」という念仏を唱える。

実際に取りられた政策1

- 財政政策： 公共事業は減らしたが、若干の減税をした。当分、消費税は上げないことを約束した。社会保険料等は値上げした。
- 金融政策： 名目金利をゼロに誘導し、さらに、「量的緩和政策」という名の下に、ベースマネーの拡大に努めた。しかし、マネーサプライそのものは、それほど拡大しなかった。

実際に行われた政策2

- 為替介入：2003年、経常収支と資本収支の和にほぼ相当する「円売りドル買い」介入を行った。2004年に入り、やめた。
- インフレ目標：「物価指数が安定的にゼロを上回るまで、量的緩和を続ける」と宣言した。実質的に、ゼロを目標値とするインフレ目標を立てたと解釈できる。

経済理論上の問題点

- トービン効果： インフレによって、お金を持っていても目減りして損だから、実物への投資が進む、と考えられる。1970年ぐらいまで有力な考え方であった。
- インフレ課税： インフレによって、お金の価値が目減りするから、人々の効率的な消費や投資の意思決定が損なわれ、経済成長率はむしろ低下するという考え方が、1970年ぐらいから有力になった。(Lucas, Stockman)

ゼロ金利の評価

- インフレ課税によって、人々の行動が歪められる (distortされる) のは、目減りするぐらいなら、持っているお金を消費や投資で無理やり使ってしまうからである。これを、CIA (Cash-In-Advance) 制約が効いている状態と言う。
- CIA 制約が効くのは、名目金利がゼロより十分に高い時のみである。名目金利がゼロに近づくと、CIA 制約が効かなくなり、例えインフレ率が正であっても、インフレ課税が発生しなくなる。

国債の後世代負担

- 一般に内国債は、後世代の負担にはならないとされる。なぜなら、後世代は、国債償還のためのお金を税金で負担するが、その分、それに見合った金額の償還を受けるからである。
- しかし、償還時の課税は、多かれ少なかれ資源配分を損ねる方法(例えば所得税)によって行うほかはない。したがって、仮に内国債であっても、後世代の負担はある。
- したがって、何らかの方法で、国債の実質負担を低下させることができれば、全体として経済厚生を改善すると考えられる。

ゼロ金利下の国債買入

- Auerbach and Obstfeldは、日銀が巨額の国債を買い入れることによって、大幅に経済厚生を改善できると主張した。
- ゼロ金利下では、インフレ課税は発生せず、インフレによって国債の実質価値を低下させるというメリットだけが残る。
- シミュレーションでは、インフレ率がさほど高まらず、ゼロ金利が続く間に、大量の国債が日銀によって回収される。

日銀のバランスシート問題

- 日銀は常々、大量の国債を保有すると、いざゼロ金利から経済が脱出し、名目金利が大きく有意にゼロから乖離すると、巨額のキャピタル・ロスが発生し、バランスシートが毀損して信用不安を招く、と主張している。
- これに対する大方の経済学者の見解は、いかなる借金があろうとも、日銀の債務は円建てであり、通貨を発行する日銀ならいくらでも返すことができるから、問題ではないと考えている。

物価水準の財政理論

Fiscal Theory of Price Level

- 政府が存在する経済で、政府の通時的予算制約式は、任意の物価系列に対し、可能な財政政策、すなわち実質政府支出および実質税収の時系列の組み合わせを決定すると、普通は考える。(Ricardian Regime)
- これに対し、政府の通時的予算制約式とは、政府が勝手に決めた財政政策の実質値の時系列に対して、物価を決めるものである、とするのが「物価水準の財政理論」である。

Consider a two period model.

The price level at period 1 is normalized to one, while the price level at period 2 is p .

i denotes the nominal interest rate.

$$G_1 = T_1 + B$$

$$pG_2 + (1+i)B = pT_2$$

Combining these two equations, we have the intertemporal budget constraint of the government.

$$G_1 - T_1 = \frac{p(T_2 - G_2)}{1+i}$$

$$G_1 - T_1 = \frac{p(T_2 - G_2)}{1+i}$$

This relationship can be read in two alternative ways.

In the Ricardian Regime, for any given p , a rise in G_1 must be compensated by a rise in T_2 . That is, if the government increases spending today, the future generation must pay for it.

In the Non - Ricardian Regime, however, a rise in G_1 can be paid back by a rise in p , the future price level. That is, the government finances the present spending by raising inflation taxes.

日本語で説明

- Ricardian Regimeでは、政府の予算制約式は任意の物価系列に対して成り立たねばならない。したがって、政府が今日支出を増やすと、その分、将来の税金が増える。
- 一方、Non- Ricardian Regimeでは、政府の予算制約式が満たされるように、物価水準が調整される。例えば、政府が今日支出を増やすと、その分、インフレが起こり、実質税負担を増加させずに、政府の債務は完済される。

$$G_1 - T_1 = \frac{p(T_2 - G_2)}{1+i}$$

- この関係は、現在の実質財政赤字が、将来の実質財政余剰の現在価値に等しいことを意味しているにほかならない。
- 「物価水準の財政理論」では、割引因子 ($p/(1+i)$) が、 p の変更によって事後的に調整されることを表している。