

**ポイント**

- 日本のデフレ、既存理論で説明しきれず
- 欧米の非伝統的緩和、日本と背景異なる
- ゼロ金利の長期化がデフレを生む可能性

# エコノミクス



小林慶一郎  
慶応大学教授

文でも貨幣数量（原論文では政府債務）は減少し続けるとされている。つまり古典的なデフレと実態は同じである。日本のデフレについては、

日本ではなぜ長期にわたりデフレが続いてきたのだろうか。今も様々な説が提示されているが論争に決着はついていない。既存理論では説明しきれない部分も多いためだ。例えば「デフレ期待が自己実現的にデフレを生む」という説がある。「今後物価が下がる」という期待がある。消費や投資を先延ばしするのでもノが売れなくなり、現実には物価が下がる、という考え

# 長期デフレ 解明は途上

## 金融政策には限界も 成長の潜在力引き上げを

ロンビア大学のマイケル・ウッドフォード教授の2003年の論文、米カリフォルニア大学のアラン・オーバック教授とモリス・オーストフェルド教授の05年の論文も基本的に同じ構造だ。

これらに共通するのは「将来のある時点で、政策と無関係に経済が正常化し、ゼロ金利が終わっている」という仮

補完したからである。サンフランシスコ連邦準備銀行のヴァスコ・カディア氏とウッドフォード教授も同じ趣旨の分析を行っている。

ただ、00年代半ば以降の日本で銀行セクターが機能不全に陥っているとは言えない。現在の日本で金融緩和が経済を拡大させる効果を発揮するとして、米国での非伝統的緩和の効果とは別のメカニズムで説明する必要がある。

同じ性質を持つのである。デフレにより、発行した貨幣の総価値（政府債務が増え続けるなら、その価値を支えるには将来、増税が必要になる）と人々が確信できるように、日銀の金融政策が期待を操作するには限界があるのではないだろうか。

定だ。デフレを短期的現象とみており、ゼロ金利が終わった後のインフレ率を高くすると約束すれば、ゼロ金利の現在でも効果が出るとする。ただ、10年以上続くデフレには当てはめにくく、その処方箋が有効かも判然としない。

ニューヨーク市立大学のマーク・ガートラー教授と欧州中央銀行（ECB）のビタ・カライ氏の11年の論文やガートラー教授とプリンス・トンの清滝信宏教授の10年の論文は、欧米の非伝統的金融政策を分析している。これらは資産買入れなどによる大規模金融緩和を、銀行の貸出能力が何らかの理由で失われたときに、中央銀行が企業に直接資金を貸し出す政策としてモデル化している。これらの理論によれば、米国の非伝統的金融政策が効果的だったのは、金融セクターが一時的に機能不全に陥ったときに中央銀行がその機能を

を反映する。すると「ゼロ金利政策が長期間継続すると、長期デフレが生み出される」という結論が導かれる。

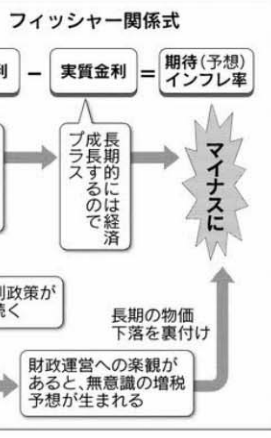
これは次のように説明できる。長期の実質金利は実質経済成長率を反映するのでプラスの値になるはずだ。一方、ゼロ金利下で名目金利はゼロに張り付く。するとインフレ率はフィッシャー式から「名目金利（ゼロ）＝実質金利（プラス）」でマイナスになる。「名目金利をゼロにする政策が長く続くと予想されると、将来のインフレ率予想もマイナスになり、実際にデフレが続く」と言えるのである。

ただ、この理屈は従来のデフレ期待説と同じ。「貨幣供給量が増えるならデフレ期待は続くが、減る中でなければデフレ期待が維持できるのか」という問題に直面する。

### 経済教室

方である。しかし10年以上のデフレをこの説で説明するには、実は困難がある。

長期デフレの成立条件の一つは「貨幣量が将来的に減少する」という予想である。貨幣が減ると財・サービスの価値が貨幣に比べて低下しデフレが起きます。これは19世紀の古典的なデフレだ。ただ、日銀はお金の供給をいくらでも増やせ、実際に一時期を除き増やしてきたのでそうした予想があったとは考えにくい。



002年の研究はデフレ期待説を厳密に理論化し、ゼロ金利下で長期デフレが発生することを示した。ただ、この論

結局、長期のデフレが生じる原因は何なのだろう。名目金利、実質金利、期待(予想)インフレ率の関係から市場の金利を説明するフィッシャー関係式（図参照）から考えてみよう。長期的には期待インフレ率は実際のインフレ率に一致する。また、インフレ率についての予想は長期的政策

4人の筆者が交代で執筆、原則、月1回掲載します。