

**ポイント**

- 長期停滞説の理論は「現金」の存在が欠如
- 貨幣が増える下でのデフレ均衡も未解明
- 欧州のデフレ懸念の先行きは楽観できず

# エコノミクス



小林豊一朗 慶大教授

欧州中央銀行(ECB)が1月に量的緩和の開始を決定し、欧州のデフレ懸念の深刻さが改めて印象付けられた。日本型の長期デフレに落ち込む懸念が続いている。マネーの供給を増やせばデフレから脱却できる、という考え方は「短期」のデフレなら成り立つかもしれないが、10〜20年の「長期」デフレを同じ考え方で捉えていいのだろうか。米欧経済の長期的悪化を懸

要) サイドの議論がある。供給サイドの議論は、12年に米ノースウェスタン大学のロバート・ゴードン教授が唱えた仮説である。先進国では

技術進歩の速度が落ちなくても何らかの理由で総需要が長期的に収縮することがあるという。昨年は欧州経済との関連で経済学者の注目を集め、論争をまとめた電子書籍が英国の経済政策研究センター(CEPR)から出版された。論争でサマーズ教授の説を厳密な理論モデルとして提示したが、米ブラウン大学のガウティ・エガートソン准教授らの14年の論文である。賃金の粘性が高い経済で「借入れが制限される」か「人

口が減少する」という状態が長期的に続くならば、経済は長期停滞に陥る、と理論的に示した。この状態では名目金利はゼロになり、デフレが続く、とも主張している。エガートソン氏は金融政策よりも財政政策が効くとして、量的緩和政策の効果は分析していない。そもそも、彼らのモデルでは「現金」という存在が省略されている。ここでは現金の量を増やす量的

緩和を分析できない。この点をさらに考えると、彼らのモデルは長期デフレ現象を正しく説明できているのか、という疑問が湧く。モデルに現金があると仮定すると、矛盾が生じるのである。ゼロ金利でデフレが続く長期停滞の経済では、現金が一定量であれば、物価の下落とともに現金の価値(購買力)は上がっていく。モデルでは老人が若者に現金をすべて渡して財を買うはずなので、現金の購買力が上がれば老人の消費量は増える。つまり現金の名目量が一定(または増加)ならば、デフレが続くと現金の購買力が上がり、結果的に消費が増えて好況になる。

これは量的緩和政策が効果を持つことを示すようだが、そうではない。貨幣量が一定であっても好況になるなら、量的緩和でなく通常の金融政策でもデフレから脱却でき

る。言いかえると、現金を省略した彼らのモデルでは長期停滞が起きるが、そこに現金を導入するだけで、長期停滞は起きなくなるのである。このモデルも、エガートソン氏らのモデルと同じく貨幣量が一定のままデフレが続けば貨幣の購買力が上がり、消費が増えることになる。消費が低迷するデフレ均衡に陥るには、貨幣量の減少が大前提になるのである。こうしたモデルは、日本の長期デフレや、デフレ懸念にのぞく欧州の現状を説明できるだろうか。

逆に、貨幣量を増やしてもデフレから脱却できないという日本の新モデルが仮に今後作られ、それが正しかったとすれば、量的緩和は効果がないと理論的に示すことになってしまうかもしれない。

## 経済教室

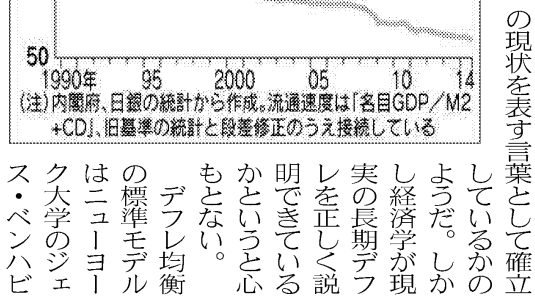
念する議論は「長期停滞(Secular Stagnation)」論や「デフレ均衡」論と呼ばれる。内容はほぼ同一だが、少し文脈が違うところもあるのでそれぞれ説明したい。



まず長期停滞論は、1938年の米経済学会の講演でアルビン・ハンセン会長(当時)が唱えた、大恐慌後の米国内需の停滞は半永久的に続くという仮説である。実際は第2次世界大戦の特需で米国内需は急成長し、仮説は忘れられたが、2013年に米ハーバード大学のローレンス・サマーズ教授が米欧の現状を論じるために持ち出し、再び脚光を浴びることになった。現在論じられている長期停滞論には、サプライズ(供給)サイドの議論とデマンド(需

要) サイドの議論がある。供給サイドの議論は、12年に米ノースウェスタン大学のロバート・ゴードン教授が唱えた仮説である。先進国では

過去2000年、産業革命以来の継続的な技術進歩によって年2%程度の経済成長が実現している。しかし近年の情報革命のインパクトは思ったより小さく、今後の技術進歩は停滞し、経済成長が止まると論じた。これに対し、新しい基幹技術が社会を変えるには数十年かかるから、情報革命の効果は今後もっと大きくなる、という反論もある。需要サイドの議論を主張したのがサマーズ教授である。



この点をさらに考えると、彼らのモデルは長期デフレ現象を正しく説明できているのか、という疑問が湧く。モデルに現金があると仮定すると、矛盾が生じるのである。ゼロ金利でデフレが続く長期停滞の経済では、現金が一定量であれば、物価の下落とともに現金の価値(購買力)は上がっていく。モデルでは老人が若者に現金をすべて渡して財を買うはずなので、現金の購買力が上がれば老人の消費量は増える。つまり現金の名目量が一定(または増加)ならば、デフレが続くと現金の購買力が上がり、結果的に消費が増えて好況になる。

これは量的緩和政策が効果を持つことを示すようだが、そうではない。貨幣量が一定であっても好況になるなら、量的緩和でなく通常の金融政策でもデフレから脱却でき

る。言いかえると、現金を省略した彼らのモデルでは長期停滞が起きるが、そこに現金を導入するだけで、長期停滞は起きなくなるのである。このモデルも、エガートソン氏らのモデルと同じく貨幣量が一定のままデフレが続けば貨幣の購買力が上がり、消費が増えることになる。消費が低迷するデフレ均衡に陥るには、貨幣量の減少が大前提になるのである。こうしたモデルは、日本の長期デフレや、デフレ懸念にのぞく欧州の現状を説明できるだろうか。

# 長期停滞 理論と現実には

## 貨幣の流通速度に謎

### 量的緩和の効果は不確か

長期停滞と同じような概念としてデフレ均衡がある。最近日銀の中曽宏副総裁の講演などでも使われているので、いまやデフレ均衡は日本の現状を表す言葉として確立しているかのようだ。しかし経済学が現実の長期デフレを正しく説明できているかという心もとない。デフレ均衡の標準モデルはニューヨーク大学のジェス・ペンハビ

教授らの01年と02年のモデルである(13年6月の本欄で紹介)。10年に米セントルイス連銀のジェームズ・ブラード総裁が論文で紹介し、一気に経済論壇で標準モデルの扱いを受けるようになった。ブラード総裁は量的緩和政策が有効だと主張したが、その根拠は「貨幣量が増えればインフレ期待が変わるだろう」という推測と、米英の09〜10年の経験であり、量的緩和の有効性を理論的に示しているのではない。

このモデルでも貨幣量が一定ならデフレは起きない。貨幣が減少するときにのみ長期デフレは続くのである。ペンハビ氏らの02年の論文では、均衡の貨幣量(正確には名目金利を下回る率でしか増加できないことが示されている。中央銀行が名目金利ゼロの政策を続けると経済はデフ

レ均衡に陥るが、そのとき貨幣量は減少することになる。このモデルも、エガートソン氏らのモデルと同じく貨幣量が一定のままデフレが続けば貨幣の購買力が上がり、消費が増えることになる。消費が低迷するデフレ均衡に陥るには、貨幣量の減少が大前提になるのである。こうしたモデルは、日本の長期デフレや、デフレ懸念にのぞく欧州の現状を説明できるだろうか。

4人の筆者が交代で執筆、原則、月1回掲載します。