

# **なぜデフレーションが続いているのか －経済理論的な論点整理－**

キヤノングローバル戦略研究所  
小林慶一郎

# 概要

- ▶ 1. 長期デフレの原因の理論的説明が困難であること
- ▶ 2. 長期デフレ下でのゼロ金利政策の有効性に対する疑義
- ▶ 3. フィッシャー的デフレの仮説
  - ー ゼロ金利政策がデフレ長期化の原因？
- ▶ 4. 日本のデフレに対する含意

---

# 1. 長期デフレの原因についての仮説

# 1. 長期デフレの原因についての仮説

- ▶ 古典的デフレ = 貨幣供給の収縮によるデフレ

19世紀: 実質経済成長 > 金の産出量

# (1) デフレ期待説(デフレ均衡説)

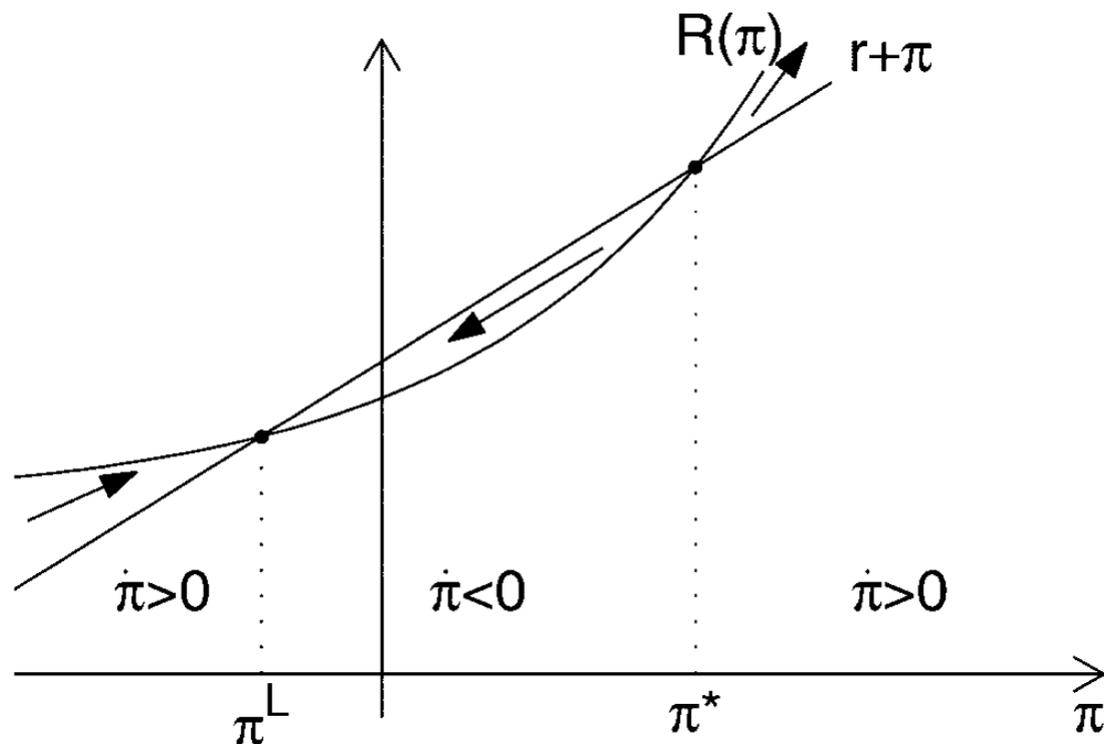
- ▶ 「デフレ期待が自己実現的にデフレを生む」  
一見もっともらしいが・・・
- ▶ 「デフレ期待による長期デフレ」には矛盾が・・・
  - ▶ 長期デフレ＝貨幣価値が永久に上昇
  - ▶ 貨幣の発行量が減らないなら、政府債務(＝貨幣)の総額が永久に上昇するはず
  - ▶ どうやったらそうなるのか?? ⇒ 横断性条件の問題

# (1) デフレ期待説(デフレ均衡説)

- ▶ 横断性条件 (Transversality Condition)
  - ▶ 貨幣(政府債務)の価値が永久に上昇することは可能か
  - ▶ 解決策① 貨幣の発行量を減らす
    - ▶ これは古典的デフレと同じ。Friedman Ruleともいう。
  - ▶ 解決策② 「税金」を、いつか無限大にする(注:税金は名目値ではなく、実質値である)
    - ▶ 貨幣の発行量が減らなければ、増税して価値を支えるしかない。
    - ▶ 遠い将来に無限大の増税が起きるはず
- ▶ 長期デフレ期待＝「将来の大増税」期待:  
なぜ人々はこの期待を維持するのか？

## (2) デフレ期待の定式化

— Benhabib, Schmitt-Grohé and Uribe



- ▶ デフレ均衡では、政府債務は減少することになっている。
- ▶ 貨幣発行量や政府債務がともに膨張するときには長期デフレは起きない

### (3) 自然利子率の一時的な低下(選好へのショックなど) —Krugman たちの論文

- ▶ 「期待を変化させることで、デフレから脱却できる」
- ▶ しかし、前提は…
  - ▶ デフレは、選好ショックなどによって生じる**短期的な事象**
  - ▶ ショックを緩和しようとして当局が金利を低下させ、たまたまゼロ金利制約の壁に突き当たったときにデフレが起きる。
  - ▶ 政策と無関係に選好ショックは消えて経済は正常化する。
  - ▶ 日本が直面する問題は、短期的な「選好ショック」なのか？

### (3) 自然利子率の一時的な低下(選好へのショックなど) —Krugman たちの論文(続き)

- ▶ Krugman (1998)  
2期間モデル
- ▶ Auerbach and Obstfeld (2005)  
選好ショックによってT期に流動性の罫から脱却(政策と無関係に)
- ▶ Eggertson and Woodford (2003)  
選好ショックによって一定確率で流動性の罫から脱却(政策と無関係に)

## (4) 実質賃金や人口問題などの実物要因

- ▶ 貨幣乗数の低下の原因が解明できれば、「貨幣供給の減少 ⇒ デフレ」で説明可能
- ▶ なにが貨幣乗数を変化させるのか
  - ▶ 実質賃金の減少(吉川氏)
  - ▶ 人口減少(藻谷氏)

---

## 2. 金融政策の有効性 についての議論

# (1) ニューケインジアン・モデルにおける 金融政策の効果

- ▶ 価格が硬直的であるため、  
名目金利の変更に応じて、実質金利も変動  
  
(価格が伸縮的なら、名目金利を変更しても、価格が変動するだけ。実質金利は変動しない)
- ▶ 実質金利の下落は、消費と投資を増やすので景気刺激的。
- ▶ 実質金利の上昇は、消費と投資を減らすので景気抑制的。
- ▶ **NKモデル: 価格変動がない状態(インフレ率ゼロ)が最適**
- ▶ ゼロ金利では、(デフレになるので)最適状態から乖離

## (2) 自然利子率の一時的低下への対応

### ▶ Krugmanたちの基本的なロジック

- ▶ 将来時点(金利が正常化した時点)での金融緩和にコミットできれば、現時点での緩和効果を得られる。
- ▶ 経済の正常化が、(政策と無関係に)発生することが前提。

### ▶ Svenssonのロジック(Foolproof way)

- ▶ 為替を固定 ⇒ 外国のインフレを輸入してインフレを実現

### (3) 非伝統的金融緩和の理論

Gertler and Karadi (2011)、Gertler and Kiyotaki (2010)、  
Curdia and Woodford (2011)

- ▶ 非伝統的金融緩和  
= 民間銀行が貸出能力を喪失したときに、中央銀行が  
企業に直接、貸出を行う
- ▶ 非伝統的金融緩和の効果は、**信用の供給不足の緩和**
- ▶ 現在の日本で、民間銀行の貸出能力は機能不全か？  
そうでないと、非伝統的金融緩和が有効と言えない。

---

# 3. フィッシャー的デフレーション (Fisherian Deflation)



## (2) フィッシャー的デフレーションを説明する理論

疑問:

- ▶ 「ゼロ金利政策は、経済活動を刺激する効果があったはずではないか。ゼロ金利政策が経済活動を刺激するのに、同時に、デフレをもたらすという考え方は矛盾しているのではないか。」

理論への要請:

- ▶ ①ゼロ金利政策は、経済を刺激する効果を持つが、
- ▶ ②ゼロ金利政策の永続は、長期デフレ期待を生成

## (2) フィッシャー的デフレーションを説明する理論 (続き)

- ▶ 財の購入  $y$  が次の流動性制約で制限:

$$y \leq m + d = m + \theta q k$$

ただし、 $m$  は貨幣、 $d$  は信用(債務)、ここで

$$d \leq \theta q k$$

であり、 $\theta$  は担保率、 $q$  は資産価格、 $k$  は資産の保有量。

- ▶ 資産価格  $q$  の低迷、担保率  $\theta$  の低下  $\Rightarrow$  需要  $y$  の低下
- ▶ ゼロ金利政策  $\Rightarrow$  流動性制約の緩和  $\Rightarrow y$  を増加
- ▶ ゼロ金利政策  $\Rightarrow$  フィッシャー恒等式  $\Rightarrow$  長期デフレ

## (2) フィッシャー的デフレーションを説明する理論 (続き)

疑問2:

- ▶ 「ゼロ金利政策が景気刺激効果を持つなら、日本の2000年代において、なぜ、生産や雇用は望ましい水準まで回復しなかったのか」

## (2) フィッシャー的デフレーションを説明する理論 (続き)

- ▶ 異質な流動性制約を考える

- ▶ タイプ1

$$y_1 \leq m_1 + d_1 = m_1 + \theta q k_1$$

- ▶ タイプ2

$$y_2 \leq d_2 = \theta q k_2$$

- ▶ 中央銀行が供給するマネーはタイプ1の人には問題なく行きわたるが、タイプ2の人は中央銀行からのマネーの供給を受けられない

## (2) フィッシャー的デフレーションを説明する理論 (続き)

- ▶ 「情報の非対称性」が異質性の原因：
  - ▶ タイプ1の企業の株主はマネーの使い道を監視できる
  - ▶ タイプ2の企業の株主は経営陣がどのようにマネーを使うか監視できない
  - ▶ 経営陣を信用できないタイプ2企業の株主は、マネー  $m$  をタイプ2企業に渡さない

## (2) フィッシャー的デフレーションを説明する理論 (続き)

- ▶ ゼロ金利政策の効果
  - ▶ タイプ1の流動性制約を緩和  
⇒ タイプ1の需要は完全に回復
  - ▶ タイプ2の流動性制約は不変  
⇒ タイプ2の需要は回復しない
  - ▶ 経済全体は完全には回復できない。  
タイプ1とタイプ2の所得格差が拡大。

---

## 4. 日本のデフレーションに対する含意

## 4. 日本のデフレーションに対する含意

- ▶ ① 長期のゼロ金利政策で、長期デフレ期待が醸成されフィッシャー的デフレが発生
- ▶ ② ゼロ金利政策は流動性制約を緩和する効果がある。
  - ▶ 一部の産業セクターの生産量を拡大。
  - ▶ その他のセクターには効果がなく、全般にセクター間の格差を拡大。
- ▶ ③ 流動性制約がきつくなった理由
  - ▶ 金融実務の構造変化（貸出慣行や金融規制の保守化など）

### ゼロ金利政策が十分に効かない理由

- ▶ 情報の非対称性（投資家と企業の間ガバナンス問題など）

## 4. 日本のデフレーションに対する含意

- ▶ ④ 構造問題の存在を前提にすると、現状で日本経済は最大限の成長を実現している(?)
- ▶ ⑤ 経済成長を促進するためには、
  - ▶ さらなる金融緩和は必ずしも適切な手段ではなく、
  - ▶ (金融政策の効きが悪くなった要因となっている)構造問題の解消が必要か。