

Title	日本経済の安定とデフレーション
Sub Title	Deflation and the stabilisation of the Japanese economy
Author	嘉治, 佐保子(Kaji, Sahoko)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2004
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.97, No.1 (2004. 4) ,p.35- 58
JaLC DOI	10.14991/001.20040401-0035
Abstract	<p>「デフレーションは純粋に貨幣的現象である」という主張を定義し、検討する。過去に経験されたデフレについてこの主張が正しいことが示せても、理論的には示せない。昨今の日本のデフレーションについて「構造的要因」を否定する見解があるが、総供給のみでなく総需要に影響する「構造的要因」があることを考えても、日本経済の安定を達成する手段が金融政策のみであるという主張は支持できない。</p> <p>This study defines and discusses the statement: "Deflation is a purely monetary phenomenon. "Even if this statement can be demonstrated to be correct for past experiences of deflation, it is not theoretically correct in general. Some deny that "structural factors" are behind Japan's deflation. But "structural factors" exist not just on the supply-side but also on the demand-side, and we cannot support the statement that only monetary policy can lead to stability of the Japanese economy.</p>
Notes	小特集：経済学の進路
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20040401-0035">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20040401-0035</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

日本経済の安定とデフレーション

## Deflation and the Stabilisation of the Japanese Economy

嘉治 佐保子(Sahoko Kaji)

「デフレーションは純粋に貨幣的現象である」という主張を定義し、検討する。過去に経験されたデフレについてこの主張が正しいことが示せても、理論的には示せない。昨今の日本のデフレーションについて「構造的要因」を否定する見解があるが、総供給のみでなく総需要に影響する「構造的要因」があることを考えても、日本経済の安定を達成する手段が金融政策のみであるという主張は支持できない。

### Abstract

This study defines and discusses the statement: “Deflation is a purely monetary phenomenon.” Even if this statement can be demonstrated to be correct for past experiences of deflation, it is not theoretically correct in general. Some deny that “structural factors” are behind Japan’s deflation. But “structural factors” exist not just on the supply-side but also on the demand-side, and we cannot support the statement that only monetary policy can lead to stability of the Japanese economy.

## 日本経済の安定とデフレーション\*

嘉 治 佐保子

### 要 旨

「デフレーションは純粋に貨幣的現象である」という主張を定義し、検討する。過去に経験されたデフレについてこの主張が正しいことが示せても、理論的には示せない。昨今の日本のデフレーションについて「構造的要因」を否定する見解があるが、総供給のみでなく総需要に影響する「構造的要因」があることを考えても、日本経済の安定を達成する手段が金融政策のみであるという主張は支持できない。

### キーワード

デフレーション、貨幣的現象、インフレ・ターゲット、経済の安定、構造改革

### 1. はじめに

日本経済は、過去十年以上にわたって先進国の中で最も状態の悪い経済として認識されてきた。そのような状況の中で、デフレーションとその解消方法をめぐる意見の対立が表面化した。2003 年の第 4 四半期には、実質経済成長率が前期比年率で 6.4%，2004 年第 1 四半期には同 5.6% を記録するなど、景気が上向く傾向は見え始めている。しかし消費者物価指数の変化率は、ゼロに近づいてきているとはいえ依然としてマイナスである。

一方、2003 年は日本にとってアジア経済統合元年と言われた。日本はようやくアジア地域における経済統合にむけた本格的な歩みを始めたかに見える。日本がアジア経済統合に貢献し、その長いプロセスの中で重要な役割を果たすためにも、日本経済の安定化は急務である。

通常、マクロ経済的側面から「経済が安定している」というときには、失業率・インフレ率ともに低く、財政が健全で、実質経済成長率が継続してプラスである状態をさす。しかし本稿では失業

---

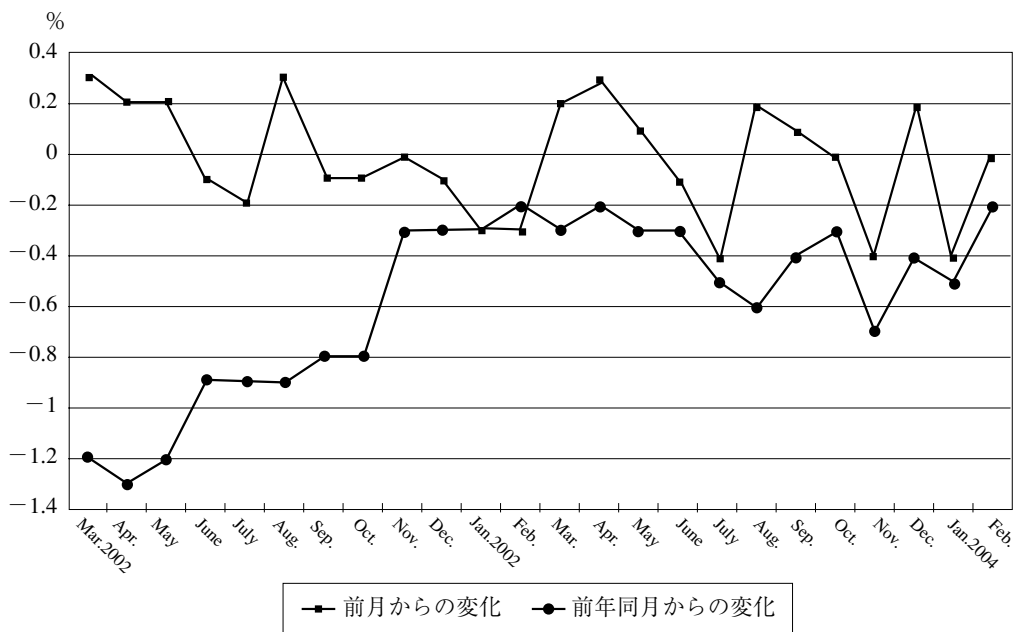
\* 本稿は、2003 年 12 月 25 日から 27 日にかけて小田原で開催された経済学会コンファレンスにおける筆者の報告（「デフレーションは純粋に貨幣的現象か」）に加筆したものである。筆者は 2003 年 11 月 13 日にも、経済学会報告会で同様のテーマの報告を行った。この二つの会合の折にコメントして下さったかたがた、とりわけ獨協大学の山本美樹子氏と慶應義塾大学の大山道広氏および竹森俊平氏に御礼を申し上げたい。またデータ検索・図表の作成を補助してくれた嘉治ゼミの鈴木祥君と福田浩正君にも感謝する。

や財政収支には焦点をあてず、デフレーションを中心に日本経済の安定化について考察する。その中で、たとえ過去のデフレーションがことごとく貨幣供給量の増大によって克服されていたとしても、現在または将来のデフレーションが貨幣供給量の増大のみによって克服されると結論できるわけではないことを強調する。また、今日の日本におけるデフレーションが供給過剰でなく需要不足で生じているとしても、供給側のみでなく需要側に影響する「構造的要因」もあるという点や、構造変化を通じた日本経済の安定化には時間がかかるという点も指摘したい。

## 2. デフレーションと実質成長

日本の2003年第4四半期の実質GDP（国内総生産）成長率は、2004年3月10日に発表された改定値で前期比1.6%増、年率換算で6.4%増となった（名目では0.4%増、年率換算で1.7%増、表1参照）。年率換算6.4%という数字は、1990年第1四半期以来の高水準である。また5月19日発表の2004年第1四半期実質GDP成長率は、前期比年率換算で5.6%に達した。四半期の成長率を年率換算することには異論もあり得るが、とにかく五期連続で実質成長率がプラスを維持したことになる。

経済成長率のみでなく、デフレーションの面でも改善の兆しがある（図1）。本稿の主要テーマで



出所：総務省 統計局 <http://www.stat.go.jp/data/cpi/200401/index.htm>

図1 消費者物価指数（月変化）

表 1 日本の名目・実質 GDP 成長率（四半期の年率換算値）

	名目成長率 前期比 年率換算(%)	実質成長率 前期比 年率換算(%)
1999年/04-06月	1.2	3.2
1999年/07-09月	▲3.0	▲0.7
1999年/10-12月	0.3	1.7
2000年/01-03月	2.5	4.3
2000年/04-06月	1.2	3.8
2000年/07-09月	0.5	2.5
2000年/10-12月	2.4	4.9
2001年/01-03月	1.1	1.7
2001年/04-06月	▲6.4	▲4.2
2001年/07-09月	▲4.1	▲3.5
2001年/10-12月	▲4.0	▲3.0
2002年/01-03月	0.0	1.7
2002年/04-06月	0.2	4.9
2002年/07-09月	2.5	4.0
2002年/10-12月	▲2.5	▲0.2
2003年/01-03月	▲1.6	2.2
2003年/04-06月	*2.6	*3.5
2003年/07-09月	*0.7	*2.5
2003年/10-12月	*1.7	*6.4
2004年/01-03月	*2.6	*5.6

(注) \*は速報値, ▲はマイナス。値はすべて季節調整済み。

出所：内閣府「国民所得統計速報」, <http://rank.nikkei.co.jp/keiki/gdp.cfm>, 『日本経済新聞』5月19日朝刊

あるデフレーションについて詳しい議論に入る前に、デフレーションと経済成長率の関係を確認しておきたい。周知のとおり、物価の変化率 ( $\pi$ )・名目成長率 ( $n$ )・実質成長率 ( $r$ )の間には、

$$n = r + \pi$$

という関係がある。実質成長率がプラスであることが大事である理由は、「名目成長によって所得が増えてもインフレで物価が上昇するので実質購買力は増えない」といった状況を排除するためである。ただし物価が下落しているために実質成長率がプラスになる場合もあるので、実質成長率がプラスでさえあれば問題がないとは言えない。物価が下がる可能性も含めて名目成長率 ( $n$ )、実質成長率 ( $r$ )、物価変化率 ( $\pi$ ) が取り得る値の組み合わせを整理すると、表2のようになる。

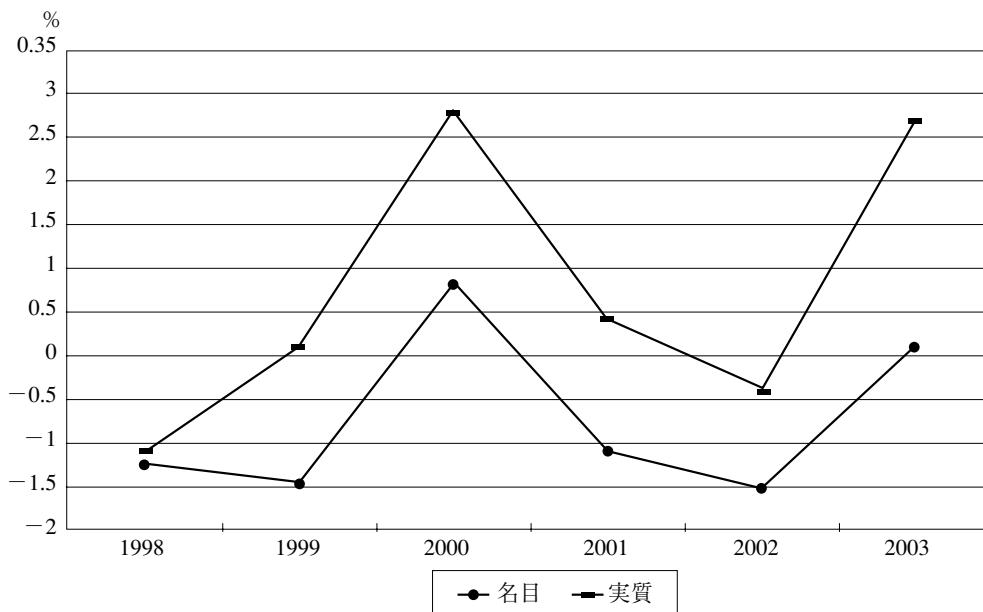
表2 名目成長率 ( $n$ )、実質成長率 ( $r$ ) と物価変化率 ( $\pi$ )

ケース (1)	$n > 0, \pi > 0$
	$n > \pi > 0$ のとき $r > 0$ $0 < n < \pi$ のとき $r < 0$
ケース (2)	$n > 0, \pi < 0$
	必ず $n > \pi, r > 0$
ケース (3)	$n < 0, \pi > 0$
	必ず $n < \pi, r < 0$
ケース (4)	$n < 0, \pi < 0$
	$0 > n > \pi$ のとき $r > 0$ $n < \pi < 0$ のとき $r < 0$

表2のケース(1)のように名目成長率とインフレ率がともに正であるときには、実質成長率が正であることは非常に大事である。もし実質成長率が負なら、インフレ率が名目成長率より高いので、実質購買力は高くなっていない。またたとえインフレ率が負でデフレーションが生じていても、ケース(2)が示すように名目成長率が正なら実質成長率も正である。名目所得さえ増えていれば、デフレは実質購買力を上昇させる<sup>(1)</sup>。ケース(3)はこれとは逆に、インフレが生じているにもかかわらず実質成長率が低下する場合で一種のスタグフレーションである。そしてケース(4)は、名目成長率が負でかつデフレが生じる場合で、二つの可能性がある。第一の可能性は、同じようにマイナスでも名目成長率のほうがデフレーションの率よりもゼロに近い(絶対値で小さい)場合である。この場合、実質成長率は正である。逆にデフレーションの率のほうが名目成長率よりもゼロに近づけば、実質成長率も負になる。つまり、所得も減っていて物価も下がっているとき、物価の下がり方のほうが所得の下がり方より大きければ実質購買力は上昇する<sup>(2)</sup>。

(1) ただしここではマクロの成長率や物価について論じているので、マクロの名目所得が増加していても個別の財・サービスの供給にかかわる人の名目所得が減ってしまう場合や、個別の財・サービスの値段が下がらない場合については議論できない。

(2) 名目成長率がゼロ(または負)でデフレーションが生じているときには、実質成長率が正でも有難



出所：内閣府「四半期別GDP速報」 <http://www.stat.go.jp/data/geppou/zuhyou/o01.xls>

図2 年率名目・実質成長率

以上の議論から明らかなように、名目成長率が正であるとき、あるいはたとえ名目成長率が負であっても物価下落率より絶対値で小さいときには、物価が下がっていても実質所得が低下しない。しかし、デフレーションが生じるような経済で名目成長率を正に保つ、あるいは負でもデフレ率より絶対値で小さくなるようにすることは容易でないかもしれない。1998年以降の日本について言えば、年率名目成長率が正になったのは2000年と2003年のみであり、これら二年以外には実質成長率もゼロに近い値となっている（図2）。四半期成長率の年率換算で見ても（表1）、2003年第1四半期を除いて、名目成長率はデフレ率を超えてマイナスであった。名目成長率は1999年第1四半期以降六回マイナスとなったが、そのうち実質成長率がマイナスでなかったのは2003年第1四半期だけである。これらの事実は、デフレーションが実質所得の安定的な成長を困難にするという見解をサポートしている。

勿論、インフレ・デフレいずれの場合にも、失業していてもそもそも所得がなければ、所得は名目でも実質でも伸びない<sup>(3)</sup>。失業率の決定は構造問題と関係している。例えば実質成長率が正でも、労

くないという考え方もあろう。しかし所得の低下より物価の低下のほうが速ければ、配分の問題を無視すれば、やはり消費者の実質購買力は上がっていることになる。

- (3) 失業保険が支払われればその意味での所得はあるが、失業保険を受け取る人が増えれば財政支出が増え、一方で所得税や法人税の支払いは低下するので、財政が悪化している可能性が高い。失業のコストは財政への影響以外にも、社会的なものを含めて様々なものがある。このように経済全体の実質成長率が正で高くても失業率が高い経済は、治安が悪化し得るなど社会的にも安定しない。

働力市場が硬直的だったり過度の規制があったりすると、労働力需要が増えにくくなって失業率が高止まりすることがある。その意味では、実質成長率を見るだけでは不十分である。ただし実質成長率が上昇すると、構造的でない要因からくる失業は減少し、セイフティーネット関連の財政支出が減る・投資が拡大して生産性上昇につながる等の効果も期待できる。このように考えると、実質成長率が継続的に正になることが重視されるのは納得のいくところである。

### 3. デフレーションは純粋に貨幣的現象か

以上、デフレーションが安定的な実質成長を困難にし得ることをみた。言うまでも無く、デフレーションは負債の実質価値を増加させるという面でも経済を不安定化し得る。デフレーションおよびマイナス成長に対する処方箋は既に多くの学者が論じており、意見の対立も見られる<sup>(4)</sup>。以下では「デフレーションは純粋に貨幣的現象である」という主張をめぐる見解の相違に注目する。

「デフレーションは純粋に貨幣的現象である」という主張には、二つの側面がある。一つは、「デフレがおきるのは貨幣供給量の伸びが低すぎるからであって、それ以外の構造的・実物的要因でおきるのではない」という側面である。これを仮に(A1)と呼ぶ。もう一つは、「デフレを止めることができるのは貨幣供給量の拡大のみである」という側面である。こちらを(A2)と呼ぶことにする。

「デフレーションは純粋に貨幣的現象である」という主張に与する論者たちは、これら両方の側面を受け入れる場合が多い。景気回復の処方箋は、まずデフレーションを止めることである。デフレーションを止める手段は、貨幣供給量を継続的に、場合によっては「インフレ・ターゲット」を導入してそれを実現させるほどに増大させることによって、人々にインフレ期待を抱かせることである<sup>(5)</sup>。構造改革等の必要性を認めるとしても、それらはすべてデフレーションが止まってからのことになる。

これに対し、デフレの背後に実物的・構造的要因を見出す論者もいる。彼らは、上記いずれの側面についてもデフレーションが純粋に貨幣的現象であるとは考えない。デフレーションが生じる原

---

(4) 例えば、深尾・吉川(2000)、小宮(2002)、大竹・柳川(2004)参照。財政と物価水準の関係に注目する Fiscal Theory of the Price Level については、渡辺・岩村(2004)に詳しい。

(5) この立場にたつ議論としては、アイケングリーン(2003)、安達(2003)、竹森(2002, 2003a,b,c)、浜田(2002)、原田・岩田(2002)、若田部(2003)等がある。なおインフレ・ターゲットの導入については、それを達成するための貨幣供給量増大よりも、導入自体がインフレ期待に与える影響のほうを重視する主張もある。導入そのものがインフレ期待に良い影響を与えるかどうかは、ターゲットに信憑性があるかどうかにか依存している。導入しただけで人々がインフレ期待を抱く場合もあるかもしれない。しかしデフレの解消に多少とも時間がかかるとすると、その間もこの期待と信憑性を維持しなければならない。実際に貨幣供給量が拡大し物価変化率がターゲットの値に近づいていくのが観察されなければ、信憑性は失われてしまうであろう。本稿ではこの理由から、貨幣供給量の増大とインフレ・ターゲットの導入を基本的に同じ金融拡大政策として扱う。



因としては、例えば 19 世紀末、流通手段の発達・生産要素移動の活発化や技術進歩がデフレにつながったことをあげて、実物的要因の重要性を強調する<sup>(6)</sup>。あるいはより一般的に、財・サービス市場に超過供給があるからデフレになると考える。そしてデフレーションを止める手段として貨幣供給量拡大の重要性は認めても、超過供給の解消も重視する。景気回復の処方箋としては、金融政策を駆使してデフレを止めることを最優先しない。実物的・構造的変化の重要性を認め、必要な改革を促し、場合によってはデフレも所与とする中で景気回復を図ることを薦める<sup>(7)</sup>。

ここで「構造的要因」という言葉の意味であるが、この論争においてはマクロ経済の供給側の要因として解釈されることが多い。例えば野口（2002）は「構造問題説」の考え方を「現実 GDP の低迷、あるいは現実の成長率の低下の原因を、総需要の減少にではなく、構造問題による総供給＝潜在 GDP、あるいは潜在成長率の低下に求める見方である」（p.15）と定義している。しかし筆者には、デフレに「構造的要因」があると言うとき、必ずしも供給側の要因である必要はないと思われる。「構造改革」の定義にもよるが、規制緩和や合理化は、企業の投資意欲や消費者の消費意欲を増大させることを通じて、総需要を喚起し得るからである。この点については後述する。

#### 4. 歴史に学ぶことの落とし穴

いずれにしても、論争はどちらの側も、歴史に学ぼうという姿勢が強く見られる。これ自体は歓迎すべきことである。しかし、一つ、落とし穴がある。それは「歴史上あったことは、今日もあるし、歴史上なかったことは、今日もない」と考えてしまうことである。

この落とし穴を、本論で問う「デフレは純粹に貨幣的現象か」という問いとの関連で述べれば以下のようになる。過去の一時点でデフレが貨幣的現象だったことが立証されても、今日のデフレに構造的・実物的要因が関係ないことを立証したことにはならない。つまり、過去にデフレが構造要因によって生じたものでなかったからといって、今日のデフレも構造要因によるものではないことを意味しない。デフレが構造要因によっておきることは、今まで一度も経験されたことがないことかもしれない。しかしだからといって、今も将来もあり得ないということにはならないのである。もしかしたら、今日の日本経済は、これまで経済史上、経験されたことのなかった状態にあるのかもしれない。筆者は、そのような状態にあることを立証できると言っているわけではない。そのような状態にないことが立証されていないと言っているだけである。

(6) 例えば水野（2003a,b）がある。

(7) 林（2003）は最近の日本経済では GDP 成長率と物価上昇率の上下が逆行していることを指摘し、現在のデフレの原因が総需要でなく総供給側にあると結論付けている。本論後述の図 3 と図 4 を比較してもわかるように、実質 GDP と物価が逆方向に動くのは総需要曲線がシフトした場合でなく総供給曲線がシフトした場合だからである。また菅野（2003）はデフレ脱出を展望する際に脱出後の経済の姿を描き政策を練ることの必要性を説いている。

経済史上の出来事は、参考にはなる。「今日のデフレが主に構造要因によるものだ」という見解に対し、そうでなかった反例として過去の一時期をあげることは意味がある。実際、これは過去のデフレーションについて多くの論者が既に説明している点である。<sup>(8)</sup>しかし歴史上生じたかどうかを、理論的可能性と混同してはならない。過去の一時期に $\alpha$ であったから、今日も $\alpha$ であると言い切ることはできない。そのような議論が説得的であるためには、抽象理論のレベルで、「一般に $\alpha$ でしかありえない」ということを証明しなければならないのである。

理解を促進するために、少し極端な、経済学以外の例をとろう。「女性しか子供を生まない」ということは、今日では理論的・生物学的に説明されている。今日、女性しか子供を生まない理由を問われたら、「歴史をふりかえって子供が生まれたときには必ず女性が産んでいたから」と答える人はいるだろうか。いたとしても、ほとんどの人が、生物学的に説明するほうがより説得的だと思うだろう。

それと同様に、たとえ「歴史をふりかえってこれまでデフレが生じたときは貨幣供給量の伸びが実物経済の生産・所得・支出の伸びに追いつかないときであり、またこれまでデフレが止まったときは貨幣供給量の伸びが上昇して生産・所得・支出の伸びに追いついたときだった」ということが正しくても、理論的に「デフレは純粋に貨幣的現象であって実物的・構造的要因は関係なく、デフレを止めるための必要十分条件は貨幣供給量が増大することである」と立証したことにはならない。後者の見解が正しいことを説得するためには、抽象的・理論的に証明しなければならない。<sup>(9)</sup>

## 5. 純粋に貨幣的現象であることの理論的証明

以下の議論で明らかにするように、デフレが純粋に貨幣的現象であることを理論的に示すのは容易なことではない。

その第一の理由は、物価が財・サービスの需給が均衡する水準に決まると同時に、財・サービスと貨幣の交換比率として財・サービスと貨幣の相対的（供給）量が均衡する水準に決まるからである。この「財・サービスの需給と財・サービスと貨幣の相対量に同時に依存している」というのは物価の本来の性質であり、一般に物価はこの性質から逃れることはできない。デフレーションは物価の下落である。よって、デフレーションは、一般には、財・サービス需要の伸びが供給の伸びより低いときに生じると同時に、（貨幣の流通速度を一定として）マネーサプライの伸びがマクロの総所

---

(8) 例えば岩田（2004）。

(9) 歴史上の一時期でなく直近のデータを使った実証分析で物価水準変化と貨幣供給量変化の関係をテストしても、因果関係を特定化することは難しい。その上、その実証分析に含まれなかった変数変化が原因になっている可能性を排除できない。

得（総生産・総支出）の伸びよりも低いときに生じるのである。<sup>(10)</sup> 以下に見るように、特殊な強い仮定をおかなければ、財・サービスの超過供給が生じていないときに物価が下がることを理論的に示すことはできない。

デフレが純粹に貨幣的現象であることを理論的に証明するのが困難である第二の理由は、貨幣供給量の拡大をはじめとした複数の外生的変化が内生変数に影響するとき、所与の内生変数変化の原因がどの外生的変化であるかを、理論的に導くことはできないからである。

貨幣供給量や物価などのマクロ経済変数が相互にどのような関係にあるかについて、一般的に何が言えるかを考えるときには、マクロ経済モデルを使うのが最適である。以下では話を簡単にするために、極度に単純化した基礎的なマクロモデルの関係式を使って考える。デフレーションは時間がたつとともに（継続的に）物価が下がるという現象なので、物価などの変数が時間の関数であるモデル（動学モデル）を使うほうが望ましいかもしれない。つまり、経済が古い均衡から新しい均衡へ移動する過程（動学的調整過程）を明示的に表せるモデルである。しかし、そこまでモデルを複雑化しなくても、基本的関係を考察することはできる。以下ではデフレーションを経済が古い均衡から新しい均衡へ移る過程でおきる現象として扱いつつ、動学的調整過程は明示しない静学モデルを用いることにする。

## 6. 最も単純なケインジアンモデル

まず「ケインジアンモデル」として知られる枠組みで考える。ケインジアンモデルでは、賃金や物価などの価格がスムーズに調整されず、必ずしも完全雇用が実現しない。古典派の「貨幣ヴェール観」は該当せず、総生産・総所得・総支出の決定に供給側のみでなく需要側も参加する。<sup>(11)</sup> このような経済を描写するモデルとして頻繁に用いられる、最も単純なモデルは次の三本の式からなる。

$$M/P = L(r, Y) \quad (1)$$

$$Y = C(Y) + I(r) + G + EX(Y^*, eP^*/P) - IM(Y, eP^*/P) \quad (2)$$

$$Y = F(A, K, N) \quad (3)$$

ここで  $r$  は（表2における定義とは異なり）利子率である。(1)式はケインズの流動性選好の考え方を反映した貨幣市場の需給均衡条件である。左辺が実質貨幣供給、右辺が金利と所得の関数として

(10) 後者の関係を示す教科書的な式は、古典派の貨幣数量説を表す式である。これについては以下「古典派モデル」のところで詳述する。

(11) 価格調整が遅いという設定の極端なケースは、価格が全く動かないという設定である。最も基礎的なケインズモデルである IS-LM モデルは、文中の (1) 式と (2) 式だけで構成され、 $P$  は外生変数になる。しかしここではデフレーションという、 $P$  が変化する現象を分析対象としているので、 $P$  はスムーズに調整され、名目賃金  $W$  が一定という設定のモデルを用いる。

の実質貨幣需要である。<sup>(12)</sup> (2) 式は財市場の需給均衡を表している。 $C(Y)$  は消費、 $I(r)$  は民間投資、 $G$  は政府支出、 $EX(Y^*, eP^*/P)$  は輸出、 $IM(Y, eP^*/P)$  は輸入である。言うまでも無く  $C(Y)$  は消費が所得  $Y$  に依存することを表している。同様に、 $I(r)$  は民間投資が金利  $r$  に依存すること、 $IM(Y, eP^*/P)$  は輸入が所得  $Y$  と内外相対価格  $eP^*/P$  に依存すること、 $EX(Y^*, eP^*/P)$  は輸出が外国の所得  $Y^*$  と内外相対価格  $eP^*/P$  に依存することを意味している。ただし  $e$  は邦貨建て名目為替レート、 $P$  は自国生産物価格、 $P^*$  は外国生産物価格である。当面、外国の変数と名目為替レートは外生（一定）だと仮定する。<sup>(13)</sup> (3) 式はマクロ経済の総供給関数であり、生産活動が技術  $A$ 、資本投入  $K$ 、労働投入  $N$  の関数であることを示している。この三本の式から、内生変数  $r$ 、 $Y$ 、 $P$  の均衡値が決まる。

このケインジアンモデルでデフレーション、貨幣供給量、実物経済の需給の関係を分析するため、三つの内生変数  $r$ 、 $Y$ 、 $P$  のうち、 $Y$  と  $P$  に注目する。具体的には (1) 式を  $r$  について解いて (2) 式に代入し、この二本の式から一本の式を導く。<sup>(14)</sup>

$$P = D(Y, Y^*, M, G, e, P^*) \quad (4)$$

この式は、 $P$  と  $Y$  と  $M$ （およびその他の外生変数）の関係を表している。ただし  $Y$  の均衡値が定まるまではこの  $Y$  は総需要の  $Y$  を表しているので、この式はマクロの総需要関数（総需要曲線の式）である。 $P$  と  $Y$  は負の相関関係にある（値段が高くなれば需要が減る）。

経済の供給サイドは、(3) 式によって表される。供給が依存する要因の中で、労働投入量は実質賃金に依存している。労働投入と実質賃金の関係（古典派の第一公準）を (3) 式に代入すると

$$P = S(Y, W, A, K) \quad (5)$$

という式が導かれる。名目賃金  $W$  は一定であり、資本ストック  $K$  や技術水準  $A$  は外生的に変化する。この式は、経済の供給側における  $P$  と  $Y$  の関係を表すマクロの総供給関数（総供給曲線の式）である。 $P$  と  $Y$  は正の相関関係にある（値段が高くなれば供給が増える）。

(12) 以下に示す古典派の貨幣数量説 (6) 式も、貨幣の需給均衡条件として解釈することができる。その場合 (6) 式の右辺が貨幣需要関数であるが、ケインズの貨幣需要関数との決定的違いは、貨幣需要が利子率に依存せず所得のみに依存しているという点である。

(13) 通常、消費者物価指数などの形で複数の財・サービスの加重平均として計算される「物価」を、このように一つの変数で表すのは単純化のためである。一つの国が一つの財を生産するという単純化によって、マクロの総供給関数も一本の式として表すことができるようになる。このような単純化が正当化されるのは、異なる財・サービスの相対的な価格がどうなるかが中心的関心事である場合を除いて、数多くの財・サービスの生産・需要と価格を別々に考えることは不必要にモデルを複雑化してしまうからである。文中、このモデルの説明にあたって「物価」と「価格」を同じ意味で用いているのはこの単純化の仮定があるためである。

(14) 言うまでも無く、このとき消去された内生変数  $r$  は外生になるのではなく、消去されなかった二つの内生変数と同時に背後で動いている。

## 7. デフレーションが生じる過程

以下、この単純なケインジアンモデルを用いて、上記 (A1) すなわち「デフレーションは、それが生じる過程で純粋に貨幣的現象である」という結論を導くことができるかどうかを考察する。実は、(A1) には更に二つの側面がある。一つは「デフレーションが生じていても財・サービスの超過供給は生じていない」という側面である。これを仮に (A11) と呼ぶことにする。もう一つの側面は「デフレーションが生じているときに財・サービスの超過供給も生じているが、その原因はあくまで貨幣供給量の不足である」という側面である。こちらは (A12) と呼ぶ。

物価水準  $P$  の低下は、経済が初期の均衡から新しい均衡へ移動する過程で生じる現象としてとらえる。ここでそのきっかけとなった外生的変化として、貨幣供給量が減った場合と、技術革新があった場合を考える。

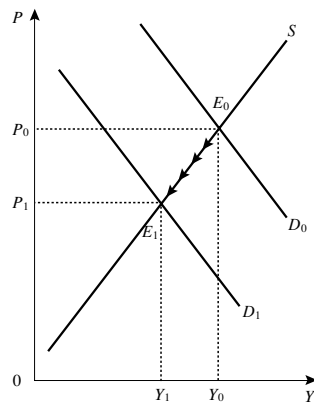


図3 貨幣供給量の減少

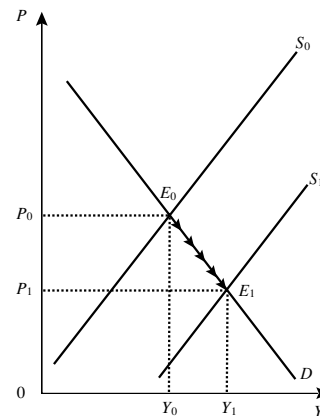


図4 技術革新

まずケース (1) として貨幣供給量が減った場合について考えてみる。図3において初期均衡が  $E_0$  点だったとする。このとき、貨幣供給量がなんらかの理由で減少したとする。総需要曲線は左にシフトし、新しい均衡点は  $E_1$  に決まる。初期均衡における  $P$  の値 ( $P_0$ ) では、総供給が総需要を上回っているから、初期均衡の  $E_0$  点はもはや均衡点ではない。経済が新しい均衡点に行くための調整は、総供給曲線に沿って  $P$  の低下と総供給  $Y$  の低下を伴う。

次にケース (2) として技術革新があった場合を考える。総供給曲線は図4に見るとおり右にシフトする。その結果、ケース (1) 同様、初期均衡における  $P_0$  の値のままでは、供給が需要を上回ることになる。新しい均衡点に行く過程で、ケース (1) と同様に  $P$  は下落する。しかし今度は総需要曲線に沿った調整となり、総需要  $Y$  が増大する。

$P$ の低下とともに、ケース(1)では総供給が低下し、ケース(2)では総需要が増大するのは、価格変化に対する供給と需要の反応として正常な(期待通りの)反応である。注意すべきことは、ケース(1)においても(2)においても、デフレーションは「供給が需要を上回っている」という不均衡状態に反応して(それを解消して経済を新しい均衡へ連れて行く過程で)生じているということである。つまり、(A11)は明らかに正しくない。

(A12)については、ケース(1)に示されるように総需要曲線のシフトが貨幣供給量の減少を原因として生じた場合については正しい。実際に起こりえる可能性がこれだけであれば、(A12)は正しいと言える。しかし、総需要曲線が左にシフトする原因は、貨幣供給量の減少のみではない。この非常に単純な小国モデルにおいても、総需要関数(4)式が依存する外生変数は、貨幣供給量以外に外国の所得、財政支出、為替レート、外国物価がある。財政支出の削減、為替レートの増価、外国物価の低下は、いずれも総需要曲線を左にシフトさせる。また、このモデルには明示的に入っていないが、家計や企業が将来に対して悲観的になった場合にも総需要曲線は左にシフトする。人々が将来に対して悲観的になる理由としては、デフレ脱却の見通しがたたないこともあるだろうが、過度の規制や不良債権、銀行システムに対する信頼喪失などもあり得る。よって構造改革は、人々の将来に対する期待を通じて総需要曲線を右にシフトさせ得ると思われるが、これについてはデフレを止める過程の分析のところで述べる。

またケース(2)の場合は、分析の前提からデフレーションは貨幣供給量の減少以外の理由で生じている。よって、(A12)が常に正しいと言うためには、貨幣供給量の減少以外の理由で総需要曲線が左にシフトするケースやケース(2)を、一般的・理論的に排除しなければならない。少なくともここで示した分析枠組みには、そのような理論的根拠は見出せない。そもそも、理論モデルを用いた分析において外生変数の変化は分析者が選んで決めることであって、モデルを解いた結果として内生的に導かれるものではない。よってこの結果は、貨幣供給量を外生変数として扱うかぎり変わらない。そして貨幣供給量の拡大によってデフレーションを止めることを最優先する議論は、すべて貨幣供給量を外生的に操作できることを前提にしている<sup>(15)</sup>。

以上、非常に単純なケインズのモデルを使って、デフレーションが生じているときには必ず財・サービスの超過供給が生じていることを示した<sup>(16)</sup>。そしてデフレーションが生じる原因が貨幣供給量

---

(15) 堀・伊藤(2002)で行われているようなグレンジャーの因果関係をテストする実証分析においては、金融政策・財政政策の変数を内生変数として扱うこともできる。しかし著者たちが強調しているように「変数  $X$  が  $Y$  のグレンジャーの意味での原因になっている場合、 $X$  の観察は  $Y$  の余地に有益な情報をもたらすが、それは必ずしも  $X$  が原因になって  $Y$  が生じていることまでは意味しない」(p.53, 脚注9)。これに対し理論モデルを用いた分析における外生変数変化は、必ず内生変数変化の原因になる。問題は、いくつかの外生変数があるとき、観察された所与の内生変数変化についてどの外生変数の変化が原因であるかを、理論的に導くことができないということである。

(16) 原田・江川(2002)の図4-6では、90年代の日本経済を、総供給曲線が名目賃金上昇によって左

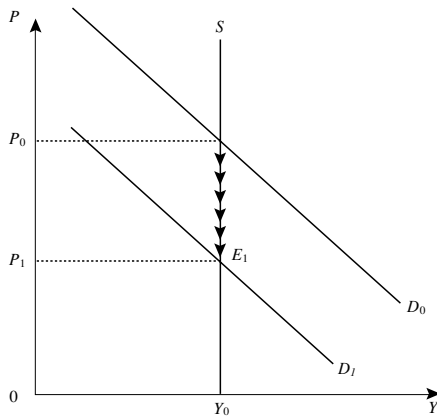


図5a 総供給が  $P$  に反応しないケース  
貨幣供給量の減少

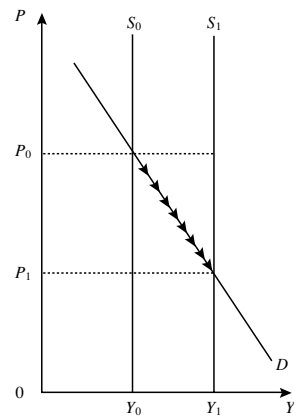


図5b 総供給が  $P$  に反応しないケース  
技術革新

の減少のみにあることを、理論的に導くことができないこともわかった。後者は、理論モデルで所与の内生変数変化が観察されるとき、それがどの外生変数変化に起因するか説明できないということから導かれる。そうである以上、この単純なモデルに登場する二つの曲線の傾きについて極端な仮定をおき、特殊ケースを考えたとしても後者（A12）に関する結果は変わらないことは予想できる。しかし（A11）についての結果を確認するためにも、以下の二つの特殊ケースを考察しておく。いずれも、 $P$ の低下にもかかわらず総供給や総需要が期待通りに反応しない場合である。

図5は総供給が  $P$  に反応しない場合、図6は総需要が  $P$  に反応しない場合を描写している。図5のような経済は、供給側が古典派の想定した経済、需要側がケインズの経済であると言える。総供給は、完全雇用水準で一定であり、物価が変化しても同率で名目賃金に変化するので完全雇用は維持される。需要側は、貨幣需要関数が（1）式に表されるように利子率に依存するため、ケインズの設定になっている。このときケース（1）と同様に、金融引き締めのために総需要曲線が左にシフトしたとする（図5a）。均衡値が変わるのは  $P$  だけで、 $Y$  の均衡値は不変である。つまりデフレだけ生じている。逆にケース（2）と同様に技術革新があって完全雇用に対応する供給量が増大して総供給曲線自体が右にシフトした場合には、結果もケース（2）と同様になる（図5b）。いずれにしても、貨幣供給量や技術水準の変化が生じた後、初期均衡値  $P_0$  においてやはり超過供給が生じている。

図5に表される経済が伝統的に分析対象となってきたのに対し、図6に表される経済はより例外的で図5に表される経済よりも想像しにくいかもしれない。しかし考察対象に含めておきたい。例

---

にシフトした後、総需要曲線が貨幣供給量の減少によって左にシフトしたことの連続として描写している。ここでも総需要曲線が左にシフトしたときには、シフトする前の物価水準においては超過供給が生じている。なお総需要曲線が左にシフトする原因として貨幣供給量の減少しか考えない理由については、述べられていない。この図の後に続く実証分析においても、含まれる変数は実質マネー、実質GDP、実質賃金だけである。

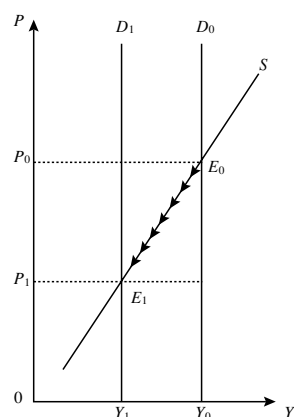


図 6a 総需要が  $P$  に反応しないケース  
貨幣供給量の減少

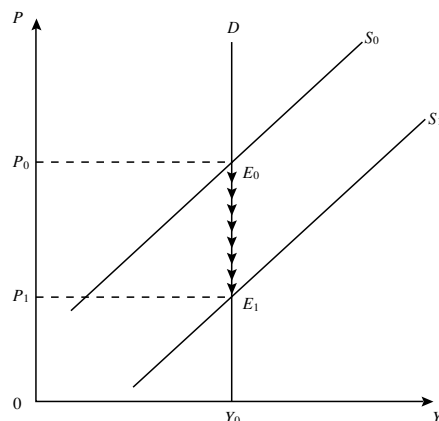


図 6b 総需要が  $P$  に反応しないケース  
技術革新

例えば今日の日本のように将来に対する不安があって、物価が下がっても需要がそれに反応しない場合と解釈できる。あるいは需要側からみて供給される財・サービスに魅力がないので、いくら価格が下がっても需要を増やそうとは思わない場合でもあり得る。需要曲線が垂直だと物価の下落のみならず上昇に対しても需要が反応していないことになるが、これはやはり今日の日本経済のように、購買能力がないわけではないので物価が上がっても同じレベルの消費を維持する場合と考えることができる。あるいは、すべての財・サービスが必需品である場合かもしれない。いずれにしても、このような経済でケース (1) のように貨幣供給量が減少して総需要曲線が左にシフトすると、ケース (1) 同様に  $P$  と  $Y$  が低下する (図 6a)。ケース (2) のように技術革新により総供給曲線が右にシフトした場合には、物価だけが下がる (図 6b)。いずれにしても、初期均衡値  $P_0$  においてやはり超過供給が生じている。

こうして、デフレーションが生じる過程において純粋に貨幣的現象であるという主張に関して、総供給または総需要のいずれかが物価に反応しない特殊ケースにおいても、特殊でない場合と同じ結論が導かれた。

## 8. デフレーションを止める過程

それでは、「デフレが純粋に貨幣的現象である」という主張のもう一つの側面 (A2), 「デフレを止めることができるのは貨幣供給量の拡大のみである」は常に導くことができるだろうか。(A2) にも実は更に二つの側面があり、一つは「デフレーションを止める過程で財・サービスの超過供給は解消していない」という側面である。これを仮に (A21) と呼ぶことにする。ただしデフレーションが純粋に貨幣的現象であるとする論者も、(A21) は支持しない場合が多いかもしれない。以下



に見るように、この主張は (A11) 同様、成り立たないことが示される。

(A2) のもう一つの側面は「デフレーションを止める過程で財・サービスの超過供給も解消するが、デフレーションを止めることができるのはあくまで貨幣供給量の増大だけである」という側面である。こちらは (A22) と呼ぶ。既に (A12) について分析を行ったとき、総需要関数をシフトさせるのは貨幣供給量の変化のみではないことを指摘した。このことから、(A22) も導かれなことが推測できる。つまり、総需要曲線の右シフトという望ましい変化を生じさせることができるのは貨幣供給量の拡大のみではないから、デフレーションが解消される過程でも、必ず貨幣供給量だけがその原因となるということを理論的に示すことはできない。

以上のように分析結果は既に予想できるが、金融拡大以外にデフレを止める可能性とモデルの関係を明らかにするためにも、結果が導かれるメカニズムを確認しておく。このモデルの枠組みで考えると物価変化率をマイナスでなくプラスにする過程とは、シフトしてしまった曲線をもとの水準まで戻し初期均衡を回復する過程（あるいは最初にシフトした曲線ではなくもう一方の曲線を、ちょうど初期均衡における  $P$  の水準 ( $P_0$ ) が実現するようにシフトさせる過程）である<sup>(17)</sup>。

貨幣供給量を拡大させることによって、物価の変化率をプラスに変えることができることを示すのは、難しくない。例えば図3では、最初に減らした貨幣供給量をもとの水準まで増やせば、総需要曲線がもとの位置にシフトして初期の物価水準  $P_0$  が実現する。経済が  $E_1$  から  $E_0$  へ戻る過程においては、インフレが生じ、超過供給が解消されている。図4で考えても同様の結果が得られる。総供給曲線が技術革新によって右にシフトし経済が  $E_1$  に行った後に貨幣供給量を増やせば、今度は総需要曲線が右にシフトする。ちょうど  $P_0$  が実現するところまで総需要曲線がシフトするように貨幣供給量を増やせば、経済は初期の均衡点  $E_0$  に戻る。その過程で物価が上がり、超過供給は解消されている。

図5あるいは図6によって描写される経済においても、同様の思考実験を行うことができる。つまり、物価水準がもとに戻る過程では超過供給が解消される。つまり (A21) は正しくない。また、デフレを止める（物価変化率をマイナスからプラスに変える）手段として金融拡大は有効である。

しかし、これで金融拡大のみがデフレ解消の手段として有効であることを示したことにはならない。総需要曲線を右にシフトさせるためには、貨幣供給量増大のほかに財政拡大も（少なくとも理論的には）使える。運良く外国で景気が拡大するあるいは物価が上昇することもありえる。また、この分析では外生変数として扱ってきた名目為替レートについて、もし外国との合意が得られて自国にとっての切り下げが実現すれば輸出が伸びるので、これも総需要曲線を右にシフトさせる要因である。財政赤字と国債残高が膨大である場合の困難は言うまでもないことであるが、そうでなくとも

---

(17) 「物価変化率がゼロになる」という意味で「デフレを止める」という状態は、新しい均衡点では既  
に実現している。「デフレを止める」ということを「物価の変化率をマイナスからプラスに変える」こ  
ととして解釈するのはこのためである。

財政拡大には貨幣供給量の拡大と比べて機動性が低いという難点がある。また、外国の変数は自国の管理下にないことも事実である。しかしこのモデルには明示的に入っていないが、総需要を増大させる要因は他にもある。例えば消費者や企業が将来に対して楽観することである。これはインフレ・ターゲットの導入によって実現するかもしれない。しかし同時に、過度の規制を取り去る等の構造改革の進展によっても実現するかもしれない。筆者が「構造的要因」というときに供給側の要因以外に需要側の要因も考えに入れるべきであると考えるのはこのためである。経済主体が「将来の動向を見通しながら自らの目的を達成しようとする」<sup>(18)</sup> ことを明示的に取り入れるためにミクロ的基礎を与え、これらの構造的要因を取り入れたモデルを用いれば、構造的要因がデフレを解消する可能性を理論的に示すことができる。<sup>(19)</sup>

貨幣供給量を増やせば総需要曲線がシフトしてデフレを止めることは、理論的に示すことができる。またしかるべきモデルを使えば、インフレ・ターゲットを導入すれば需要曲線が望ましい位置までシフトしてデフレが止まることも示すことができる。しかし、貨幣供給量増大やインフレ・ターゲットの導入のみが、需要曲線を望ましい方向にシフトさせることができると理論的に示すことはできないのである。

よって理論的には、すべての時期にすべての地域で、デフレを解消する手段が貨幣供給量の増大だけだという結論は導かれない。経済史を紐解けば、そのような場合もあったかもしれない。しかしそのことを示しても、いつの時代にどこの地域においてもマクロ経済の構造そのものがそうになっている、ということを立証したことにはならない。またより最近のデータを使った実証分析で物価水準変化が貨幣供給量変化の影響を受けていることを示しても、その実証分析に含まれなかった変数変化も影響している可能性を排除できない。したがって、今日の日本経済において貨幣供給量の増大のみがデフレを解消することを立証したことにならないのである。

## 9. 古典派モデル

これまでの議論で用いたケインズのモデルを使った場合、デフレーションが生じる過程でも、解消される過程でも、純粋に貨幣的現象であるということは示せなかった。では、しばしばケインズモデルと対比される古典派モデルを使った場合にはどうであろうか。

---

(18) 岩本・大竹・斉藤・二神 (1999), p.32。

(19) 例えば, Ohyama (2002) および Ohyama and Nagata (2002) を参照。なお, 本文のモデルで総需要曲線のみでなく総供給関数をシフトさせることも理論的には考えられる。名目賃金と技術水準と資本ストックを政策的に望ましい方向に望ましい幅だけ変化させることができれば, 総供給曲線を, 物価を上昇させる方向にシフトさせることができる。ただしこのような総供給曲線のシフトの方向が総供給を減らす方向へのシフトである場合, それが政策目標として望ましいかどうかには議論の余地がある。

周知のとおり、古典派の経済理論が描写する経済は物価の変動（インフレーションあるいはデフレーション）と実物経済が無関係な経済である。つまり、財市場で超過供給が生じていなくてもデフレーションが生じる。そのような経済において「デフレは純粋に貨幣的現象である」ということを理論的に示せるかどうか、これまで用いた図と類似した図を用いて確認しておきたい。

古典派モデルでは、価格の硬直性がないため市場機能の働きによってすべての市場が常に均衡している。失業はあったとしても自発的失業であり、セイの法則として知られる「供給はそれ自らの需要を生む」という考え方に基づいて、供給されたものはすべて需要される（つまり総生産・総所得・総支出の決定にあたって供給側が先決であり、均衡水準は供給側が決める）。また、すべての名目価格が同率で変化し、相対価格（実質価格）は変化しない。このとき、名目価格をはかる単位である貨幣は、経済を覆うヴェールにすぎない。この設定のもとでは、貨幣供給量の変化率と物価の変化率は等しい。つまり、貨幣供給量が減少したぶんだけデフレになる。そしてデフレーションが生じている間にも、総需要と総供給は常に均衡している。

古典派的設定のもとで貨幣供給量とマクロの総生産（総所得・総支出）の関係を考えるときに用いる一番簡単なモデルは、古典派の貨幣数量説と呼ばれる次の式である。

$$Mv = PY \quad (6)$$

$M$  は貨幣供給残高、 $Y$  は総生産（総所得・総支出）、 $P$  は物価水準、 $v$  は貨幣の流通速度で、 $v$  の逆数は「マーシャルの  $k$ 」として知られている。既に言葉で説明したことを (6) 式を用いてもう一度述べると、以下のようになる。(6) 式の両辺を微分すれば、この式は

$$M \text{ の変化率} + v \text{ の変化率} = P \text{ の変化率} + Y \text{ の変化率} \quad (7)$$

という式に変形することができる。 $v$ （ないし  $k$ ）がほぼ一定だとすると、その変化率はゼロだから、左辺の第二項はゼロになる。このとき  $Y$  も完全雇用水準で一定なら、右辺の第二項もゼロである。こうして、 $M$  の変化と  $P$  の変化は等しくなる。つまり、 $M$  の変化率が負なら  $P$  の変化率も負であり、 $M$  と  $P$  は同じ率で変化する。貨幣供給量が減少したぶんだけデフレーションが生じているのである。このとき  $Y$  は完全雇用水準で一定であるから、物価の変動（インフレーションあるいはデフレーション）と実物経済は無関係である。

## 10. 古典派の世界におけるデフレーション

ケインジアンモデルの分析に用いた図のように、縦軸に  $P$ 、横軸に  $Y$  をとった座標軸に、経済の均衡を描写すると図7のようになる。総需要と総供給は常に等しく、その均衡水準は  $P$  の値にかか

わらず一定なので、総需要曲線と総供給曲線は同じ一本の垂直な線になる。この垂直な線と  $Y$  軸の接点が完全雇用に対応する総生産・総所得・総支出水準である。

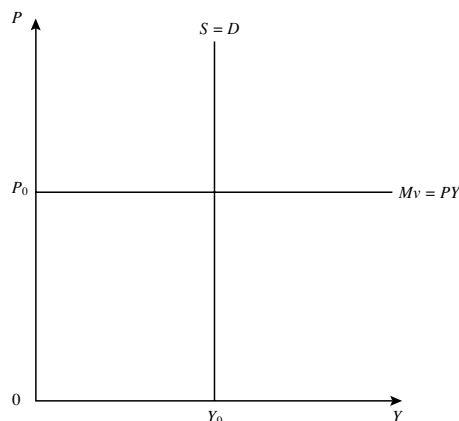


図7 古典派的経済

では物価水準はどうやって決まるかという、貨幣数量説の式から決まる。(6)式で  $Y$  と  $v$  を一定とすると、この式は完全雇用に対応する  $Y$  の水準と貨幣の流通速度の水準を与えられたときに決まる  $M$  と  $P$  の関係を表している。図にこの関係を書き込むと、水平な線になる。

貨幣供給量が増えたとこの線は上にシフトしてインフレーションになるが、貨幣供給量が減るとこの線は下にシフトしてデフレーションが生じる。このとき、総需要と総供給は等しいので、財・サービス市場の超過供給は存在しない。よって、デフレが生じる過程でも解消される過程でも超過供給は一切関与せず、(A11) (A21) が成り立つ。

ただし、貨幣数量説の表す関係に対応する水平線が上下にシフトする理由は、貨幣供給量の変化のみではない。水平線が貨幣供給量以外の要因によってシフトする可能性がある以上、「デフレーションを生じさせるのは貨幣供給の不足のみである」という (A12) の意味でも、「デフレーションを止める手段として貨幣供給量の増大しかない」という (A22) の意味でも、純粋に貨幣的現象であるとは言えない。

ここで示した簡単なモデルでは、 $v$  と  $Y$  の変化がこの水平線をシフトさせ得る。 $v$  が上がればこの水平線は上に、 $v$  が下がれば水平線も下にシフトする。バブル崩壊後の不況下の日本においては貨幣の流通速度が低下したことが指摘されているが、これは物価を低下させる影響を持つ。またデフレに対する対策としては、当局は  $v$  を政策的に変えることに (まだ) 成功していないので、 $v$  を政策変数とみなすのには無理があるかもしれない。ただし構造改革・規制緩和によって貨幣を利用する人々が楽観的になる、経済活動が行いやすくなるなどの理由で、 $v$  の値は上昇し得る。そうすれば  $P$  も上昇する。よってこの古典派モデルの枠組みの中でも、構造改革に含まれる政策がデフレを止めることに貢献する可能性を示唆することができる。既に何度か指摘した通り、人々を楽観的

にするような政策の中にはインフレ・ターゲットもある。しかし、規制緩和によって新しい事業をおこすコストを下げるなど、構造改革もある。Yについては、供給側がYの水準を決めるという古典派的性格から、Yが上がるとPは下がり、Yが下がるとPは上がる。いずれにしても、Yも経済の構造的要因に依存している。財市場が均衡しているときに構造的要因によってデフレーションが生じると言うことはやや考えにくいかもしれないが、貨幣の流通速度や国民所得の均衡水準の変化が、その要因となりえることをこのモデルは示している。またこのモデルには含まれていないが、他にもこの水平線をシフトさせるような要因があるかもしれない。

以上に加えて、一つ重要な点がある。古典派的な経済で超過供給とは無関係にデフレが生じるのは、「貨幣ヴェール観」が成り立っているからである。すなわち、すべての名目価格は同率で変化し、すべての実質変数は一定である。そうであれば、デフレーション（あるいはインフレーション）には実質的効果がないから、実は、それを止める理由もないのである。例えば、名目価格も名目賃金も同率で変化するので、デフレーションがあってもインフレーションがあっても実質賃金は変わらない。自分が買いたいと思っているものの値段が賃金と同じ率で安くなるので実質的には安くなることが期待できず、買い控えはおこらない。また債務の名目価値も財・サービスの名目価格と同率で変化するので、債務の実質価値も変わらない。このように(A11)(A21)が成り立つような経済では、デフレーションは実質変数を一切変化させないので、それを止める必要もないのである。

## 11. デフレーションを止めるための政策

少なくとも短期的には実物的影響を持ち、深刻な問題であるデフレーションを止めるための政策を考える場合には、古典派モデルでなくケインズのモデルを使うことが適当である。「デフレは純粋に貨幣的現象である」という主張から「超過供給が生じていない」という部分はずせば、この主張をめぐる意見の対立は二つの点に帰着する。

一つは、貨幣供給量を増大させることのコストである。貨幣供給量増大がデフレをとめることに貢献し得ることを否定する経済学者はほとんどいない。財・サービスの超過供給が生じているとき、その原因が、総需要曲線の左シフトにあるのか総供給曲線の右シフトにあるのかについて、意見の不一致はあり得る。また総需要曲線の左シフトにあることで意見が一致しても、その理由についての意見の不一致はあり得る。しかし超過供給が生じて物価が低下しているとき、貨幣供給量を十分増大させて総需要曲線をしかるべき位置にシフトさせることができればデフレが止まって初期の物価水準が回復することには意見の不一致はないであろう。図3から図6が示すとおりである。

貨幣供給量を増大させることがデフレーション解消に貢献するという点で合意できるなら、対立の原因は、貨幣供給量を増大させることのコストに関する判断に行き着く。つまり総需要曲線を望

ましい位置までシフトさせる要因として、貨幣供給量増大を使うのが望ましいか、それとも他の要因を（貨幣供給量の増大と同時に）使うのが望ましいのかという問いである。

日本のマネタリーベースの伸び率は、2001年から急上昇して2002年には30%を超えた。それにもかかわらずマネーサプライの伸び率は2001年末で年率3.3%、2002年末で年率1.8%に過ぎない。このように、今日の日本では貨幣供給量を増やすこと自体が、少なくともこれまで日本が経験したことがないほど容易でなくなっていることは事実である<sup>(20)</sup>。ということは、貨幣供給量を増大させることが、これまでにならぬほどのコストとリスクを伴うということである。

可能性のあるコストとしては、金利が事実上ゼロ（借り手の優劣を示すシグナルが存在しない）という状態が続くことの弊害、ターゲットの数値が達成できないことからくる日本銀行に対する信頼喪失、あるいはターゲットを超えた調整が生じる危険性、日本銀行のバランスシート悪化がある。2003年5月28日の発表によると、日本銀行の自己資本比率は7.3%、総資産残高は2002年度末に比べて5%増加し五年連続で過去最高を更新した<sup>(21)</sup>。まずインフレ期待をおこして経済を回復させることが急務であるという議論は成り立つ。しかしそれよりも先に、市場が中央銀行の健全性に疑いを持つ可能性もないわけではない。

このような状況下では、特に中央銀行当局が、危険をおかしてでも貨幣供給量を増大させるべきだという主張に賛成することに慎重になったとしても不思議ではない。たとえ今回のデフレーションの主な原因が貨幣供給量の伸び率にあると考えるとしても、そのコストが大きすぎると判断されるなら、デフレ対策として貨幣供給量の増大のみに頼らず、より時間がかかってもそれ以外の手段にも頼ることが望ましい。これに対し、そのコストは短期的にしか生じないコストで、耐えられる範囲内にあると判断されるなら、ともかくまず貨幣供給量を増やしてデフレを止めるべきだという主張が支持されよう。

「デフレは純粋に貨幣的現象である」という主張が帰着するもう一つの点は、構造問題を供給側のみの問題として捉え、構造改革が供給側のみをシフトさせると考えるか否かである。「デフレは純粋に貨幣的現象である」という主張の支持者たちが、構造問題を供給側のみの問題として捉えていることは既に指摘した。そこから、「構造改革は必要である。しかしそれは、デフレと失業という

---

(20) この点は大山(2003)においても指摘された。また斉藤(2003)は「円安誘導にしても、物価誘導にしても、大胆な政策議論では、しばしば「だめでもともと」という立場をして正当化がなされる。しかし、これらの政策によって潜在的に迫られる為替や物価の調整は、当該政策を提言する人々が念頭においている範囲を大きく超えてしまう可能性があることを考慮すれば、「だめでもともと」ですまされることではない。上述の政策は潜在的に高いコストを伴っている。」と述べている(p.178)。

(21) 2003年5月29日付け『日本経済新聞』。この記事によると、日本銀行の自己資本比率とは日銀券の平均発行残高に対する法定準備金などの割合として量られる。この比率の低下は、日銀券の裏づけとなる資本が低下していることを意味する。

マクロ的停滞の解決策ではあり得ない<sup>(22)</sup>』という主張が導かれる。しかし、これも既に指摘したように、構造改革が総需要曲線を望ましい方向にシフトさせる可能性はあるし、Ohyama (2002) 等が行ったように、これを理論的に示すこともできるのである。

この点は、デフレ解消と日本経済の安定を達成すべき期間の長さについての判断にもつながる。構造改革は時間がかかるものであり、構造変化を通じた総需要の回復が実現しなければ実現しないなら、経済の安定化にも時間がかかる。言い換えれば、90年代以降の日本の経済問題を、単なる景気循環の一局面として捉えるのか、より根本的・構造的な変化が必要とされていることの反映として捉えるのかということである。

## 12. 構造変化が必要とされていると考える根拠

図1に見たように、日本のデフレーションは沈静化の傾向を見せている。2004年6月4日付け『日本経済新聞』では、財務省が前日に実施した物価連動国債の入札の表面利率が年1.1%となり、「通常の十年物国債の利回り差から計算すると今後十年の念平均期待インフレ率が約0.5%となった」と報道している。この背後にあるのは、貨幣供給量の拡大のみであろうか。

中国等への輸出増加、液晶テレビやデジカメなどの新商品の開発といった需要の拡大が、総需要曲線を右にシフトさせたことは確かであろう。また製造業が合理化を続けてきたこと、りそな銀行への公的資金注入をきっかけとした株価の回復などで企業のバランスシートが改善し、投資需要が回復したこともある。株価回復は、不良債権処理をも後押しし、ほとんどの大手銀行に関しては不良債権処理の目処がついたと判断されるに至っている。また小泉政権の構造改革に関しては、日本郵政公社が誕生し、少しずつでも特区の活動が開始され、一部の地方では中央政府に頼らない独自の政策をとる試みも始まっている。これらの変化のほかに景気の回復基調そのものが、将来に対する期待を改善させる要因であり、更に投資や消費を刺激する。勿論、需要曲線が右にシフトして超過供給が解消される傾向にある背後には、貨幣供給量の拡大もあるであろう。しかし、今日の日本でデフレーションが沈静化の傾向を見せている原因が、貨幣供給量の増大のみであると主張するのは困難であるように思われる。

このような変化は時間を通じて生じてきた。バブル崩壊後から数えれば、10年以上を要している。バブル崩壊後、10年以上にわたって日本の金融財政政策当局が無能で間違いを続けてきたから、日本経済が安定しなかったという議論もあるだろう。しかし日本が世界第二の経済大国になる過程でそれを不可能にするほどの間違いはおこさなかった政策当局が、急に10年以上にわたって無能になったとしたら、それは彼らが政策決定にあたって前提としていた構造自体が変化してしまったこ

---

(22) 野口 (2002), p.38。

とを意味しているのではないだろうか。これが日本の現状が単なる景気循環の一局面ではなく、より時間を要する構造的変化の一局面であるとする根拠である。

構造自体が変化してしまったことにとまどったのは、政策当局のみではない。民間経済主体も、従来どおりの財政拡大による景気回復に期待したり、橋本内閣の消費税引き上げやアジア通貨経済危機など外的な要因を問題の原因としたりする時期が続いた。1990年代の最初の5年間は根本的な問題は日本自身にあることをようやく認めることに費やされ、次の5年間はそれに本格的に対処するために必要な準備（制度的変化や心理的变化）に費やされたと言える。<sup>(23)</sup>

ここで言う「根本的な問題」とは日本経済のシステムが相互依存の強まる世界経済システムにはそぐわないものになりつつあったという問題であり、「構造的変化」とは、日本経済のシステムが世界全体の経済システムに対し開かれてその一部になることである。

### 13. 移行経済としての日本

バブルが始まった1980年代半ば頃にむけて、日本の本格的市場開放という根本的変化を求める圧力が積みあがっていた。単なる「外圧」ではなくもっと根本的な、日本が世界経済システムの一部になるという必然的变化を促す力である。ところが日本はこれに市場開放と規制緩和という形で応える代わりに、バブルをつくることで対処した。政治的に最も容易で、短期的に痛みが一番小さい方法で圧力をかわそうとしたのである。

しかしバブルとその崩壊、そして10年を越える経済の低迷を経て、当初の圧力が消え去ったわけではない。その証拠に、対内直接投資の面では少しずつ市場開放されてきており、自由貿易協定への動きも出てきている。そしてこれまでほとんど外国からの参入がなかった金融業界に、外国からの参入が実現している。ここへきて80年代半ばには実現不可能だった市場開放と規制緩和が可能になった理由は、他に選択肢がなくなったからである。以前は困ったら政府支出に頼っていた経済主体が、最悪の財政事情のもとで行動を変えることを迫られている。また金融機関との長期的関係も変化し、直接金融の重要性が指摘され始めた。雇用関係も変わり始めている。年功序列と終身雇用はもともと、日本の企業すべてに同じように見られる現象ではなかったが、これらが大前提だった企業においてさえそれが変わり始めている。労働者の間では、自分の市場価値（marketability）を上げて雇用を確保しなければならないという自覚が少しずつでも浸透しつつある。つまり、経済活動の様々な面で「個」として存在する日本人が増えつつある。<sup>(24)</sup>

---

(23) 米山（2004）には同様の見解が表明されている。

(24) これは明治維新から残された宿題であると言える。例えば鳥海（1996）は、「伊藤博文は、かつて岩倉使節団の一員として欧米諸国を視察した際、日本を西欧的文明国とするために、明治天皇はじめ政府高官が率先してキリスト教に改宗し、日本をキリスト教国とするという構想を述べたといわれる



その全盛期、日本は一部の外国人に「世界で唯一機能する社会主義経済」(the only socialist economy that works)と言われていた。勿論、日本は「西側諸国」に所属する資本主義国であったが、日本経済はこの冗談が通用するほどに、市場機能がむき出しにならない側面を持っていたのである。このようなシステムを離れ、いわゆる「自己責任」の考え方をより重視するシステムに変わろうとしているという意味で、日本は旧共産圏の国々同様、移行経済 (transition economy) である。

構造改革は日本が新しい経済システムに移行する過程で必要となる変化を様々な面で後押しするものであり、経済の供給側を効率化するが、需要側にも影響する。景気循環の一局面で従来行われたような政策よりも痛みを伴うものであるから、短期的には総需要曲線を左にシフトさせるような影響もでるかもしれない。そして、従来の景気刺激政策よりも、効果がでるまでにはるかに時間がかかる。しかし現在日本がおかれた状況が単なる景気後退ではなく、世界経済システムの一部としてより深く取り込まれながらも安定を維持するための新しい経済システムに移行する過程であるという判断が正しいとすれば、貨幣供給量増大のみに頼っても総需要曲線を望ましい位置までシフトさせることはできないであろう。

(経済学部教授)

#### 参 考 文 献

- アイケングリーン バリー (2003) 「デフレ、貨幣的現象は一貫」、『日本経済新聞』経済教室 経済史に学ぶ 2003年4月30日。
- 安達誠司 (2003) 「「構造的デフレ」論の論理校正と歴史観への批判」、『特集デフレ論争—「構造」論か「貨幣的現象」か?』『金融財政事情』2003年6月16日, pp.18-24.
- 猪木武徳 (2003) 「歴史に学び深刻さ認識を」、『日本経済新聞』経済教室 デフレが蝕む—危機の読み方, 2003年4月30日。
- 岩田規久男 (編著) (2004) 『昭和恐慌の研究』, 東洋経済新報社。
- 岩本康志・大竹文雄・斉藤誠・二神孝一 (1999) 『経済政策とマクロ経済学—改革への新しい提言』, 日本経済新聞社。
- 大竹文雄・柳川範之 (編著) (2004) 『平成不況の論点検証・失われた十年』, 東洋経済新報社。
- Ohyama, Michihiro (2002) “Effective Demand and National Income: A Microeconomics of the IS-LM

---

(「青木周蔵自伝」)と書いている(鳥海靖(1996), p.85, 脚注16)。この背後には、「その当時、立憲政治を運営できるのは、白人のキリスト教国民だけであるとする観念が西欧諸国ではいわば常識となっていた」(鳥海靖(1996), p.79) こともあるであろう。だが(少なくとも近代以降の)キリスト教では、神の前にいる個人という概念が非常に重要である。聖書に書かれた神の教えに従うかどうかを選択するのは個人であり、神のさばきを受けて地獄へ行くのも天国へ行くのもまた個人である。よって、ここで伊藤が日本をキリスト教国にしなければならぬのではないかと考えた背景には、キリスト教信者にそなわる特徴の一つとして「個人として存在していること」があったのではないかと思われる。なお構造変化にあたって政府に頼らない民間の努力を重視する論説に坂野(2003)、経済安定化における指導者のリーダーシップの重要性を説く論説に猪木(2003)がある。

- Analysis”, *Keio Economic Society Discussion Paper Series* No.02-1.
- Ohyama, Michihiro and Hisao Nagata (2002) “Cooperation Failure Among Consumers and the Keynesian Equilibrium”, *Keio Economic Society Discussion Paper Series* No.02-3.
- 大山道広 (2003) 「ケインズ理論と日本経済」, 2月25日, 経済学会報告会報告.
- 菅野雅明 (2003) 「「戦時」で後退する市場経済」, 『日本経済新聞』経済教室, 2003年4月3日.
- 小宮隆太郎 日本経済研究センター (編) (2002) 『金融政策論議の争点—日銀批判とその反論』, 日本経済新聞社.
- 齊藤誠 (2003) 『先を見よ, 今を生きよ—市場と政策の経済学』, 第1版第四刷, 日本評論社.
- 竹森俊平 (2002) 『経済論戦は甦る』, 東洋経済新報社.
- 竹森俊平 (2003a) 「平成デフレは「構造的」でも「グローバル」でもない」, 「特集デフレ論争—『構造』論か『貨幣的現象』か?」『金融財政事情』2003年6月16日, pp.14-18.
- 竹森俊平 (2003b) 「小泉再選の恩人, その人の名はグリーンズパン」, 『諸君』2003年11月 pp.72-90.
- 竹森俊平 (2003c) 『デフレの罨脱出最優先を』, 『日本経済新聞』経済教室, 2003年11月11日.
- 鳥海靖 (1996) 『日本の近代—国民国家の形成・発展と挫折』, 放送大学教育振興会.
- 野口旭 (2002) 「構造問題説の批判的解明」, 原田・岩田 (2002) 第二章.
- 浜田宏一 (2002) 「デフレ, 株価下落, 円レート」, 第40回経済財政諮問会議資料, 2002年12月13日, <http://www.keizai-shimon.go.jp/2002/213/1213item9-1.pdf>
- 林敏彦 (2003) 「大恐慌時と異なるデフレ」, 『日本経済新聞』経済教室 危機克服 歴史に学ぶ 上, 2003年3月28日.
- 原田泰・岩田規久男編著 (2002) 『デフレ不況の実証分析—日本経済の停滞と再生』, 東洋経済新報社.
- 原田泰・江川暁夫 (2002) 「賃金の硬直性と金融政策の衝突」, 原田・岩田 (2002) 第四章.
- 坂野潤治 (2003) 「下からの改革以外なし」, 『日本経済新聞』経済教室 危機克服 歴史に学ぶ 下, 2003年4月1日.
- 深尾光洋・吉川洋編著 (2000) 『ゼロ金利と日本経済, シリーズ・現代経済研究 19』, 日本経済新聞社.
- 堀雅博・伊藤靖晃 (2002) 「財政政策か金融政策か: マクロ時系列分析による素描」, 原田・岩田 (2002) 第三章.
- 水野和夫 (2003a) 『100年デフレ—21世紀はバブル多発型物価下落の時代』, 日本経済新聞社.
- 水野和夫 (2003b) 「二一世紀は三度目の「歴史の断絶」の時代に」, 「特集デフレ論争—「構造」論か「貨幣的現象」か?」『金融財政事情』2003年6月16日, pp.24-28.
- 米山秀隆 (2004) 『デフレの終わりと経済再生』, ダイアモンド社.
- 若田部昌澄 (2003) 「19世紀デフレ日本は克服」, 『日本経済新聞』経済教室 経済史に学ぶ 5, 2003年8月13日.
- 渡辺努・岩村充 (2004) 『新しい物価理論』, 岩波書店.