

国際環境の変化と財政金融政策の転換（大枠の流れ）

名古屋大学 齊藤誠

国際環境の激変に直面して

- グローバルな環境変化：インフレの進行と長短金利の上昇
- 2つの政策主張の対立
 - （金融界を中心に）**金融の正常化**（長短金利の引き上げ）と**財政規律の回復**
 - 特に、内外金利差の縮小で円安是正が求められている。
 - （政界を中心に）**異例な金融緩和と財政規律の棚上げの維持**
 - ただし、政財界ともに、物価と賃金の好循環を伴うインフレを、コストカット経済からコストプッシュ経済への転機として肯定的に捉えている。
- 両者の対立が見逃している論点
 - 需要要因による物価上昇（デフレ脱却、インフレ目標の達成）を狙った金融緩和政策の停止・継続を、供給要因による物価上昇によって判断している矛盾。
 - コスト・プッシュのインフレの肯定的な評価の不思議
 - 過去30年間の金融緩和政策において、公式の目標であるデフレ脱却の未達と、公式の目標から外された財政規律棚上げの成功の矛盾が不問に付されている。
 - 「財政ファイナンスはしていない」が日銀の公式見解。

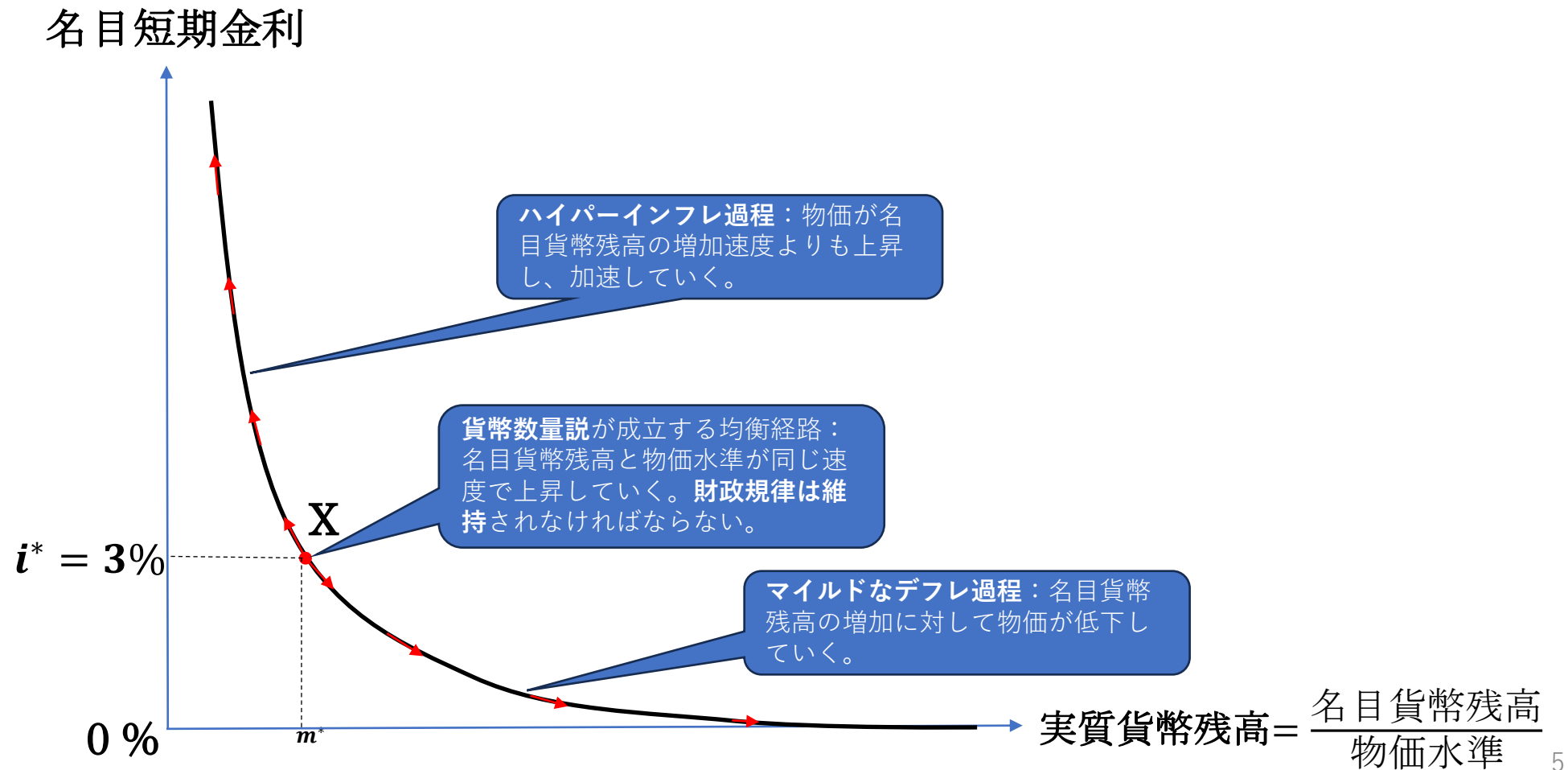
未曾有の事態には、マクロ経済
モデルを手がかりに

簡単な貨幣経済モデルで論点の整理

- 簡易な貨幣経済モデルによって、過去30年間の日本経済の特徴を説明することができる。
 - 大胆な金融緩和を梃子に財政規律を棚上げにしても、インフレ目標を達成できなかったこれまでの日本経済。
- モデルの特色
 - 物価と金利の水準が市場均衡で決まる。
 - 日銀は、名目貨幣残高のみをコントロールし、均衡金利に沿って金利を設定していると想定する。
 - フィッシャー方程式が成立している。
 - 名目金利 = 実質金利 + 予想インフレ率

3つの均衡経路：

名目貨幣残高の成長率 = 2%、実質金利 = 1%と仮定



マイルドなデフレ過程の興味深い特徴 (その1)

- マイルドなデフレ過程は、物価と金利が将来にわたって低位に安定するという人々の予想（長期期待）によって支えられている。

マイルドなデフレ過程の興味深い特徴 (その2)

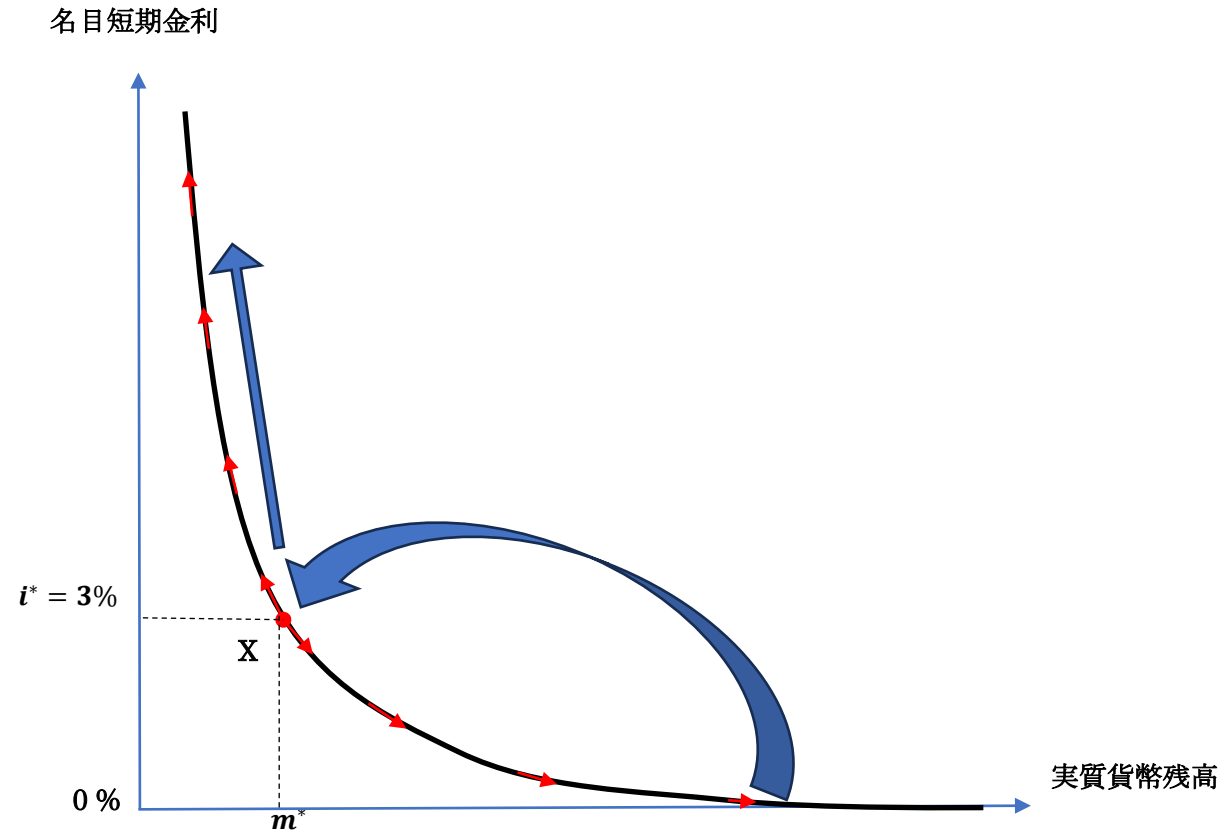
- 統合政府（政府＋日銀）は、国債・貨幣を「借りっぱなし」にできる。
 - 国債の実質残高＝将来の基礎的財政収支の割引現在価値＋「**借りっぱなし**」の**国債残高**
- 家計は、国債・貨幣を「貸しっぱなし」で保有する。
 - 家計の生涯所得＝将来の消費の割引現在価＋「**貸しっぱなし**」の**国債残高**
- マイルドなデフレ過程では、統合政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」が四つに組む。
 - 「**借りっぱなし**」の**国債残高**＝「**貸しっぱなし**」の**国債残高**
 - マイルドなデフレ過程では、財政規律を棚上げにできる。逆にいうと、財政規律を棚上げにしても、物価や金利が高騰することはない。
 - 「**財政規律を棚上げにしても財政破綻など起きない**」という政策主張が理論的にも、実証的にも説得力を持つ。

マイルドなデフレ過程の興味深い特徴 (その3)

- 家計は、国債・貨幣を「貸しっぱなし」で保有することから、生涯所得（家計が現時点で保有する人的資本、物的資本、金融資本の総和）を消費で使い切らない。
 - 家計の生涯所得 = 将来の消費の割引現在価 + 「**貸しっぱなし**」の**国債残高**
- その結果、マイルドなデフレ過程では、家計消費が抑制されている。

マイルドなデフレ過程の興味深い特徴（その4）

- マイルドなデフレ過程は、**点X**（貨幣数量説が成り立ち、財政規律が維持されている均衡）に徐々に戻っていく自己修正能力が備わっていない。
- 物価と金利の低位安定期待が覆ると、経済は、一挙に**点X**にジャンプする。
- その際、統合政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」が四つに組む状態が直ちに解消し、一度きりであるものの、数倍程度の物価上昇と数%程度の金利上昇が起きる。
- 点X**にジャンプした先で財政規律が回復されないと、今度は、ハイパーインフレ過程に突入する。

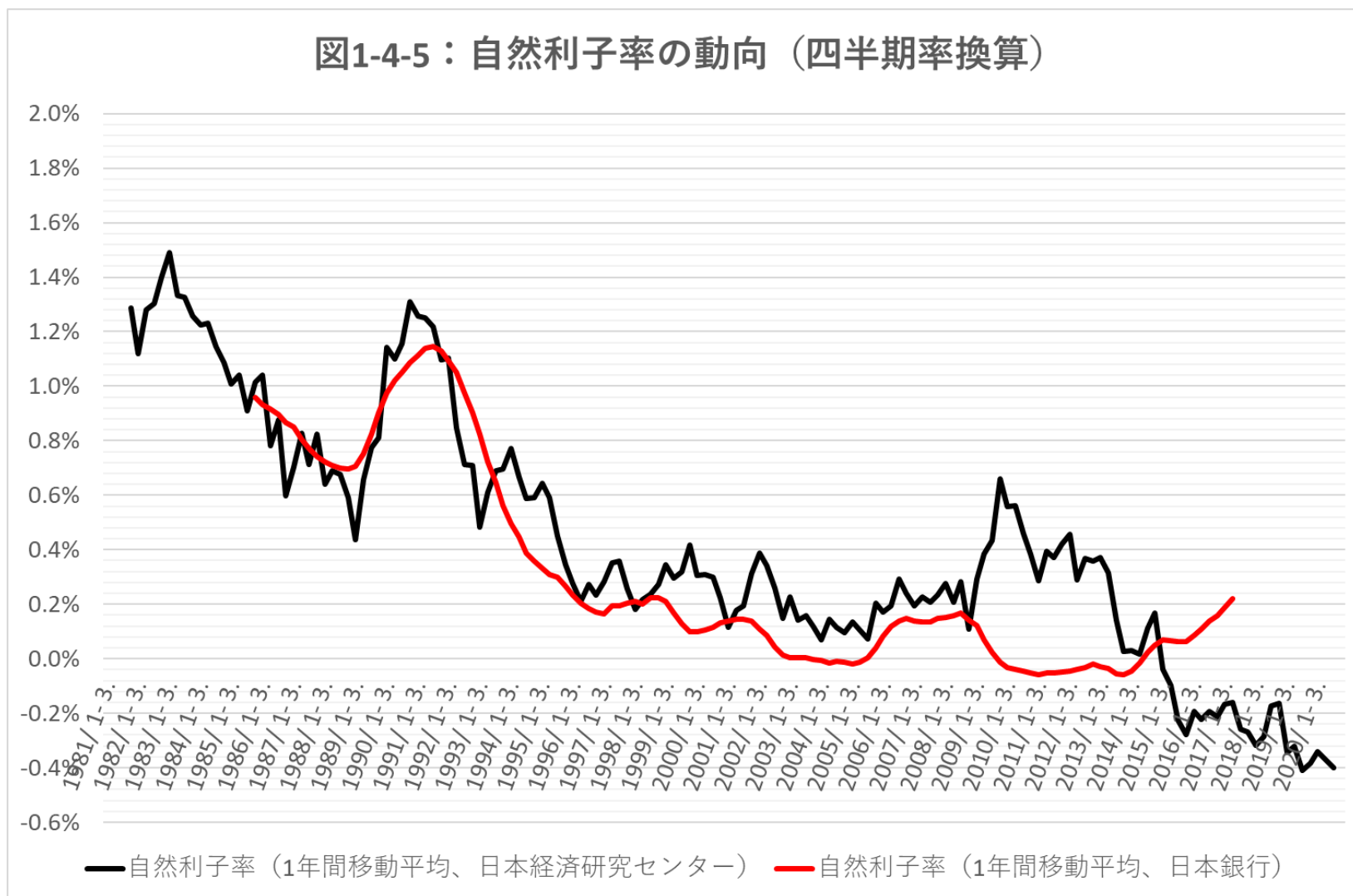


マイルドなデフレ過程の興味深い特徴 (その5)

- ゼロ金利の下では、以下のフィッシャー方程式が成立する。
 - 予想デフレ率 $\div$ 実質金利
- 実質金利がゼロ近傍まで低下すると、物価水準は、低下ではなく、横ばいで推移する。

自然利子率の長期的な動向：

事実、21世紀に入るとゼロ近傍にまで低下していた！



簡単な貨幣経済モデルが記述するマイルドなデフレ過程は、過去30年間の日本経済を見事に説明する。

1. あからさまな財政規律棚上げでも、物価や金利は高騰しなかった。
2. 大規模な財政政策でも、家計消費が回復しなかった。
3. 日銀は異例の金融緩和を展開してきたにもかかわらず、インフレ目標を達成できなかった。
4. 長期的な実質金利である自然利子率が21世紀になってゼロ近傍にまで低下したことから、物価水準が、低下傾向から横ばいに転じた。

今般のグローバルな経済環境の激変について問うべきこと

- これまでマイルドなデフレ過程は頑健であった。
 - 内外の金融危機、大震災、感染症拡大など…
- グローバルな経済環境の激変によってマイルドなデフレ過程が覆るのか？
 - 以下で議論していくように、マイルドなデフレ過程が覆るとは考えにくい。
 - それにもかかわらず、政策的に長短金利の引き上げや、賃金と物価の好（？）循環を伴うインフレの定着を強引に目指すと、マイルドなデフレ過程が覆ってしまい、物価と金利の高騰を招きかねない。
 - 同時に、これまで財政規律を棚上げにしてきた矛盾が一挙に噴出してしまう。

日本経済の現状に関する実証的な判断
（容易に入手できるマクロデータからの判断、最新設備の画像診断でなく、聴診器による診察）

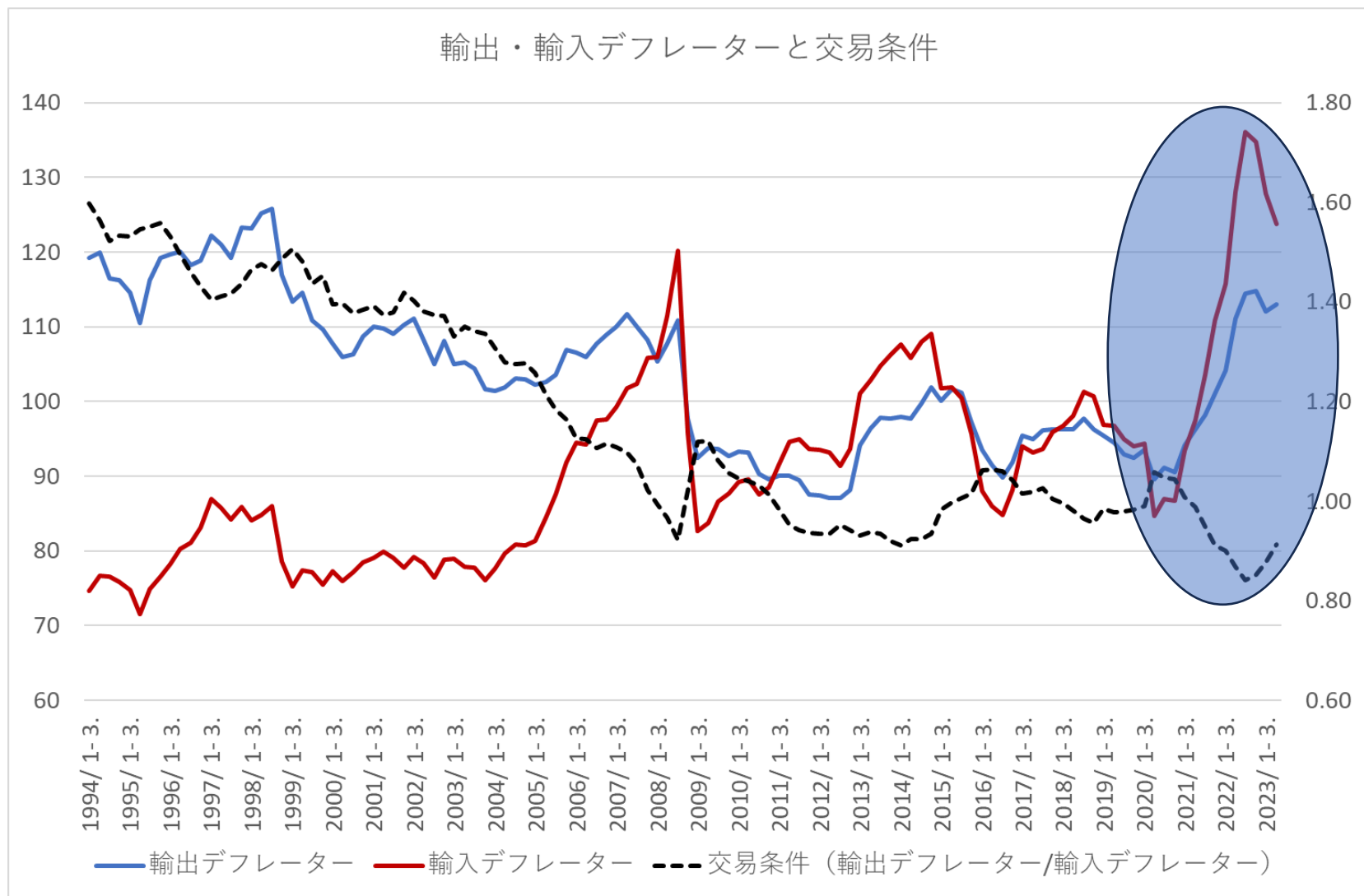
論点1：物価水準の動向

- 国内物価は、輸入原材料相場の高騰と円安による輸入コストの一時的な拡大に対して水準修正の途上にある。物価水準がかなり遅れて修正されていることから、持続的なインフレが生じているかのように見えている。
 - 交易条件の推移を見ると、輸入物価（円建て）の上昇に対して、輸出物価（国内物価に連動）の上昇がかなり遅れている。
- その結果、交易条件が著しく悪化し、**GDPデフレーター**に比べて、**家計消費デフレーター**（国内物価の主たる要因）が急激に上昇し、実質家計消費や実質労働所得（どちらも家計消費デフレーターで実質化）が顕著に低下している。
 - GDPデフレーターは、物価指数というよりも、生産物1単位当たりの名目付加価値額と解釈する方がよい。そのために、交易条件が悪化して付加価値が海外に漏出すると、GDPデフレーターは低下する傾向にある。

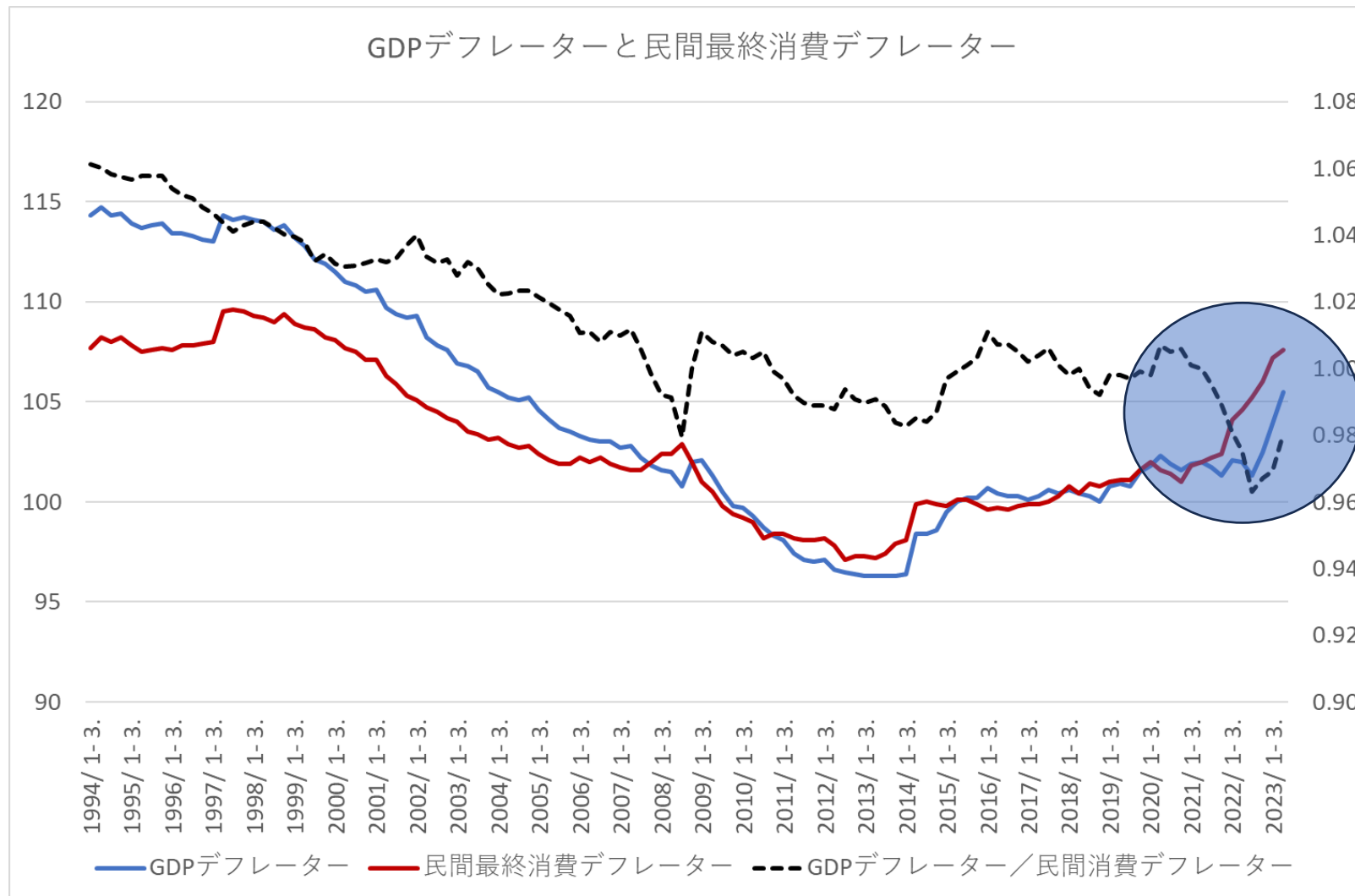
論点1：物価水準の動向（続き）

- 輸入物価に対して輸出物価（国内物価）が低下して交易条件が悪化すると、家計消費や労働所得の実質化に用いられる家計消費デフレーターが、付加価値全体の実質化に用いられるGDPデフレーターよりも上昇する。
 - **家計消費デフレーター上昇率 > GDPデフレーター上昇率**
- その結果、付加価値全体（実質GDP）の労働所得への分配や家計消費への配分が妨げられてしまう。

- ・ 輸出物価（国内物価）は、輸入物価の上昇に対して水準訂正がかなり遅れている。
- ・ 実は、円建て輸入物価は、昨年末から低下傾向にある。



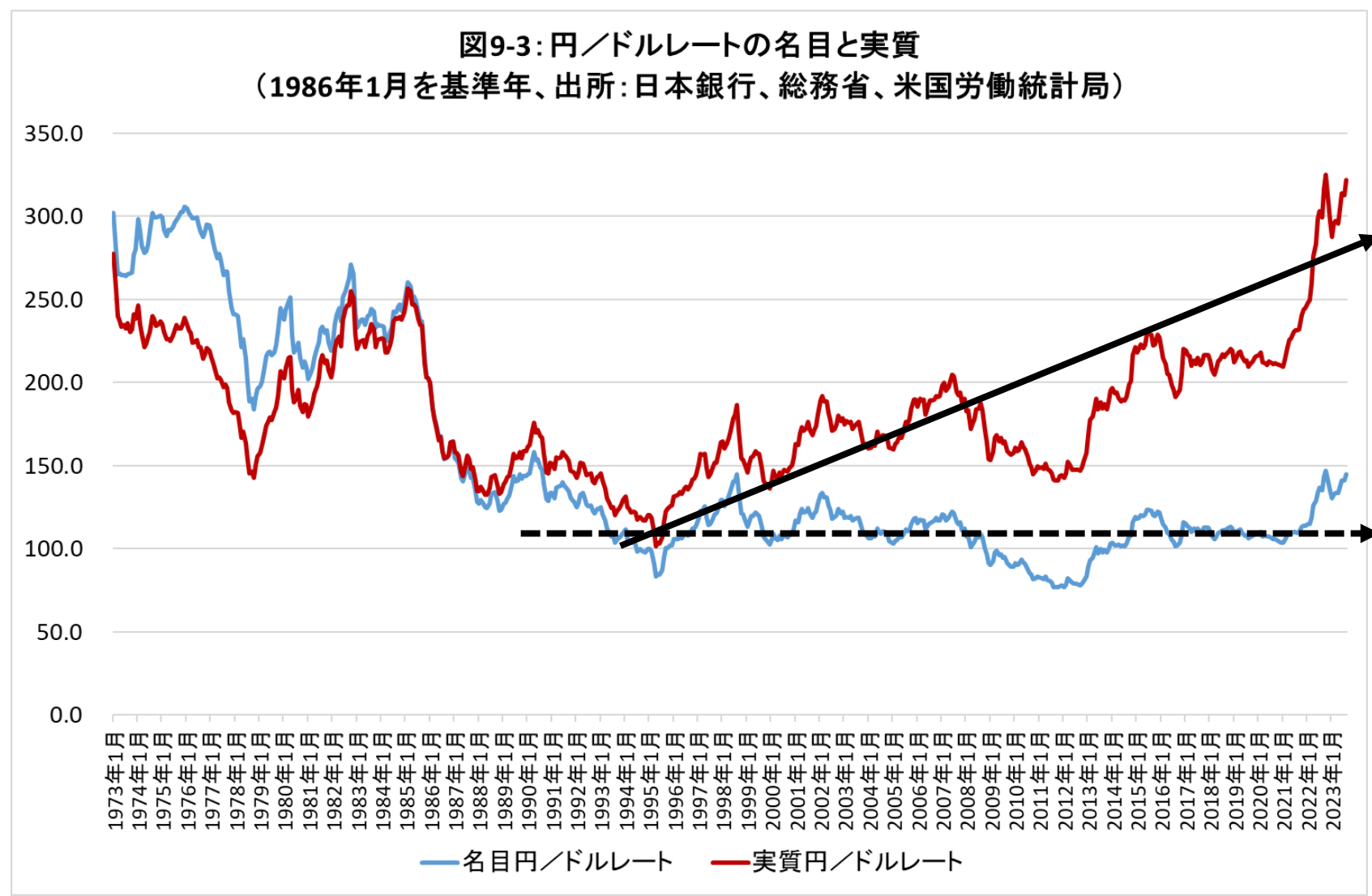
交易条件の悪化で、GDPデフレーターの家計消費デフレーターに対する相対価格は、十分に回復していない。



論点2：為替レートの変動

- 為替レートが内外金利差拡大によって減価する金利平価関係は、将来、為替レートが増価する期待によって現在と将来の間で裁定がなされている。
- 名目為替レートは、減価傾向が加速したとは考えにくい。
 - 依然として従来の金利平価関係の範囲で名目金利の内外差に応じて円安になっており、将来の円高が織り込まれている。
- 一方、実質為替レートは、減価傾向が加速している。
 - 実質金利の内外差は、かえって縮小しているにもかかわらず、実質為替レートは減価している。
 - 金利平価関係からの減価トレンドへの逸脱が認められる。

名目為替レートと実質為替レートの傾向と変化



金利平価関係における名目為替レートと 実質為替レートの対照的な動き

図5-2-17-2:米日名目金利差と名目円／ドルレート

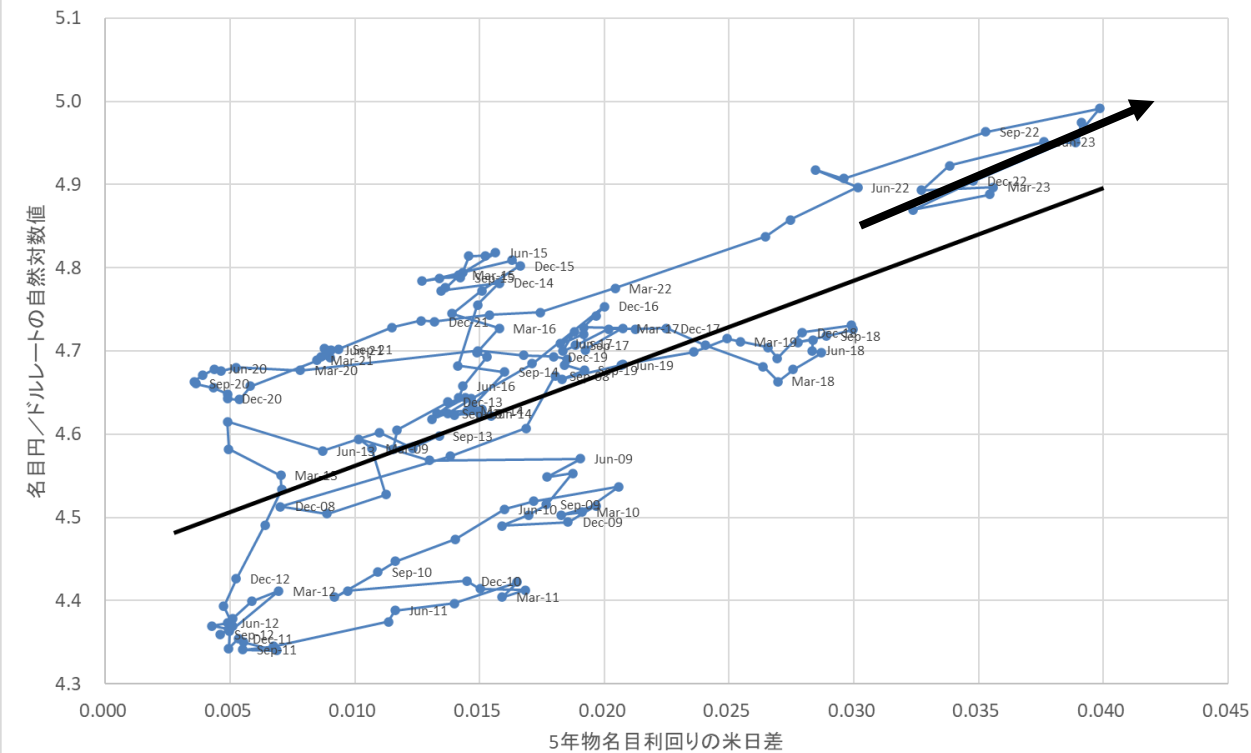
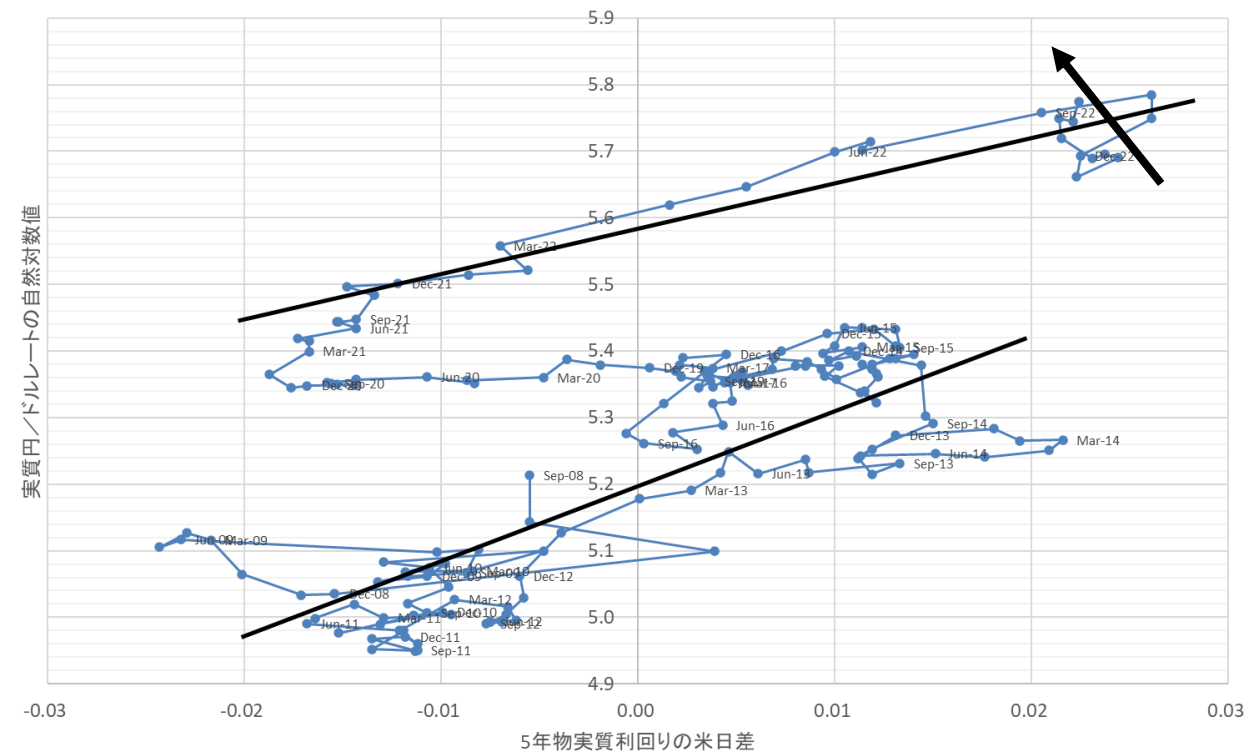


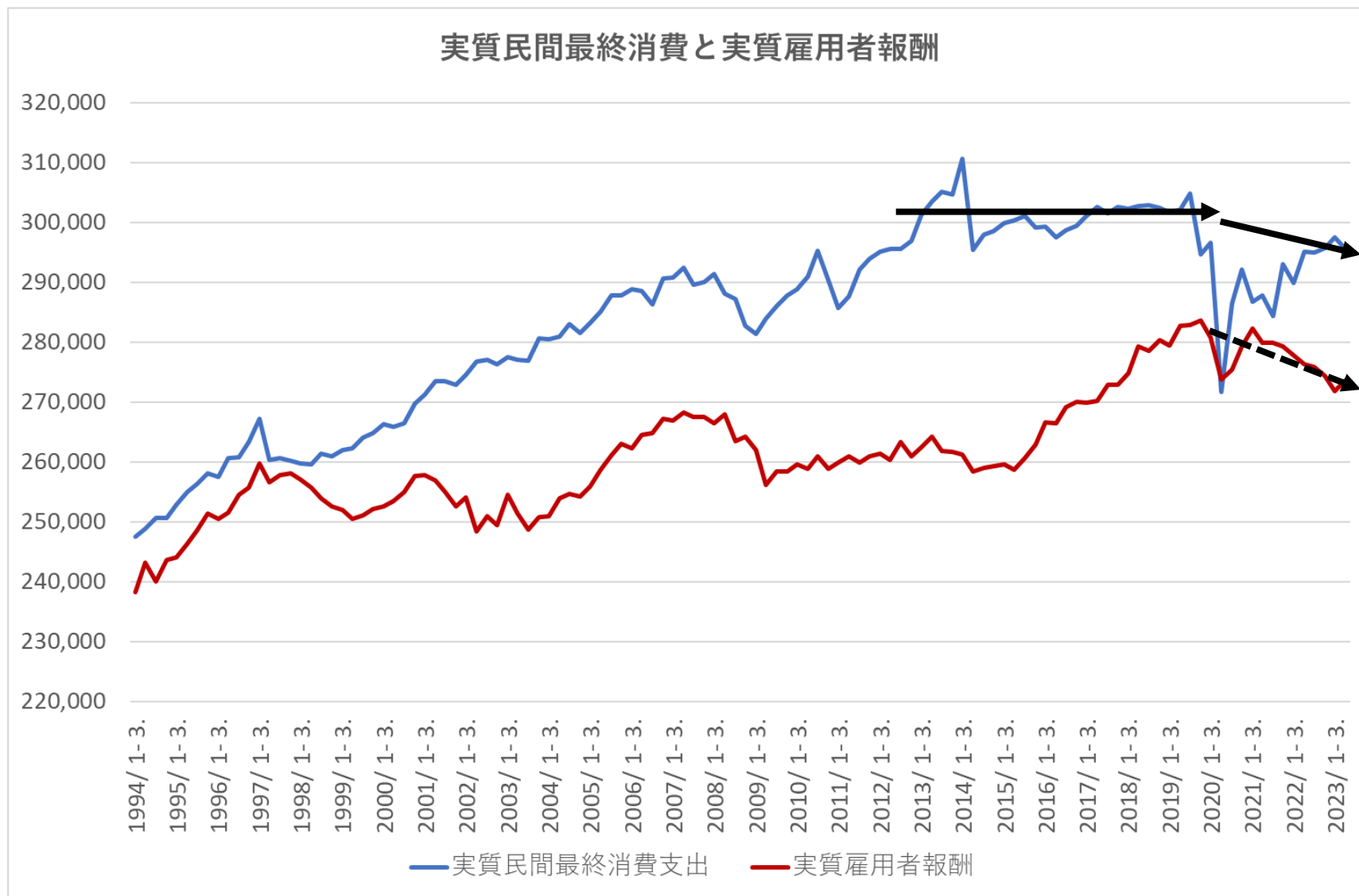
図5-2-19-2:米日実質金利差と実質円／ドルレート



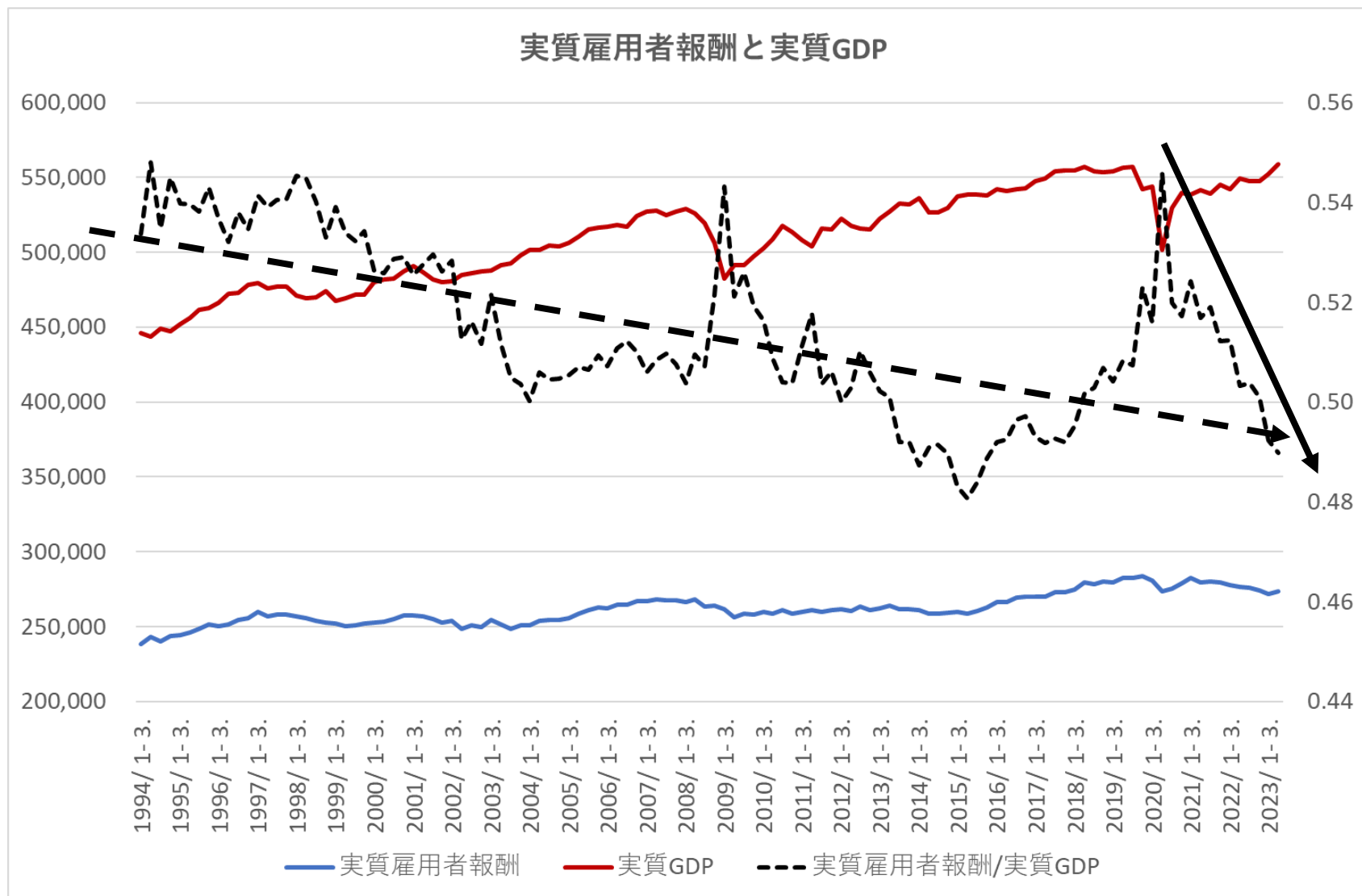
論点 3：実質労働所得と実質家計消費

- 物価上昇が負の供給ショック（AS曲線の上方シフト）ではなく、正の需要ショック（AD曲線の右方シフト）で生じていることを判別するには、実質労働所得と実質家計消費の回復が伴っているかを確認する必要がある。
- 実質労働所得は、2020年初頭のピークの水準をかなり下回っている。
- 実質家計消費は、2010年代の水準を依然として下回っている。
- 実質GDPのパイの拡大が、実質労働所得増や実質家計消費増の形で家計に還元されていない。
 - 背後には、GDPデフレーターに比べ家計消費デフレーター（労働所得や家計消費の実質化に用いられている）の伸びが著しい。

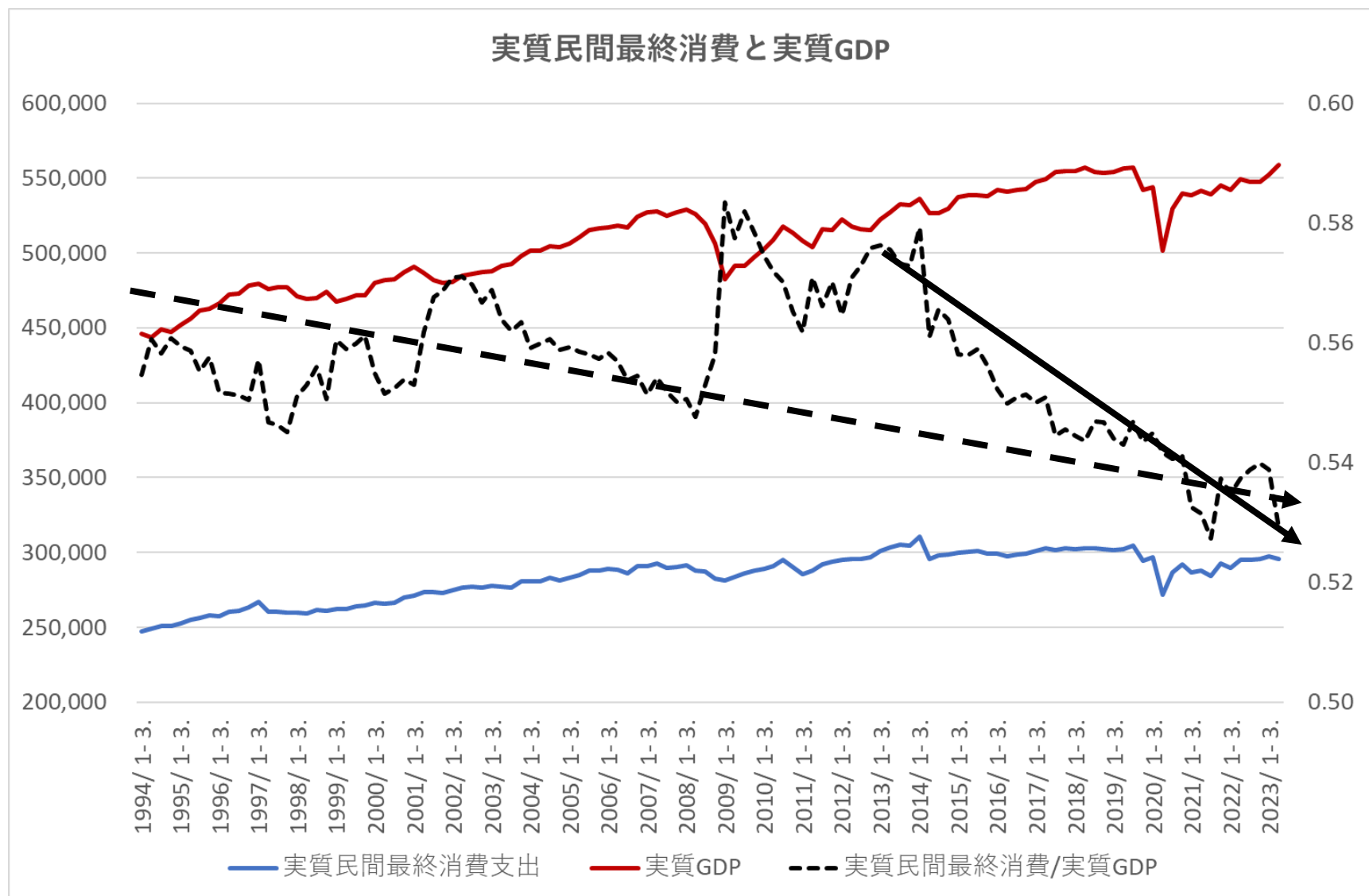
実質労働所得と実質家計消費の低迷



対実質GDP比で見た実質労働所得の長期傾向と短期傾向



対実質GDP比で見た実質家計消費の長期傾向と短期傾向

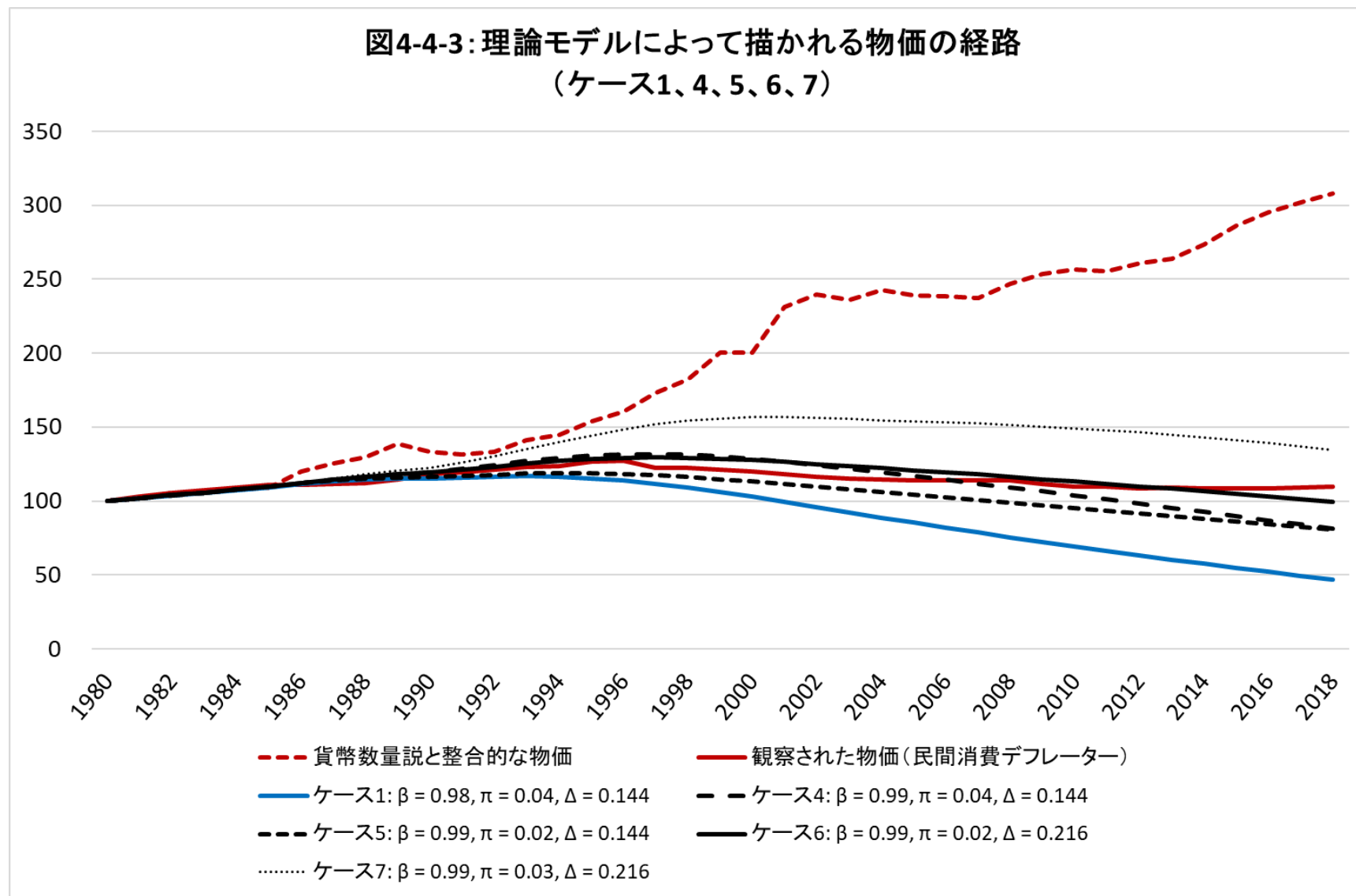


論点4：金利の動向

- これまで日銀は、異例の金融緩和政策を首尾よく展開してきたことから、長短金利に関する自らの制御能力を過信している（ように見える）。
 - ところが、マイルドなデフレ過程を前提とすると、日銀は、長短金利の均衡水準をなぞってきたにすぎない。
 - ただし、2016年に導入した負の金利政策やYCCは、均衡金利の水準を超えて若干抑えつけた側面がある。
 - 逆にいえば、負の金利政策やYCCを撤廃しても、押さえつけた分が若干修正されるだけで長短金利が一挙に上昇するわけではない。
- しかし、日銀が市場関係者の間に金利上昇の期待を醸成してしまうと、マイルドなデフレ過程は一挙に覆ってしまう可能性がある。

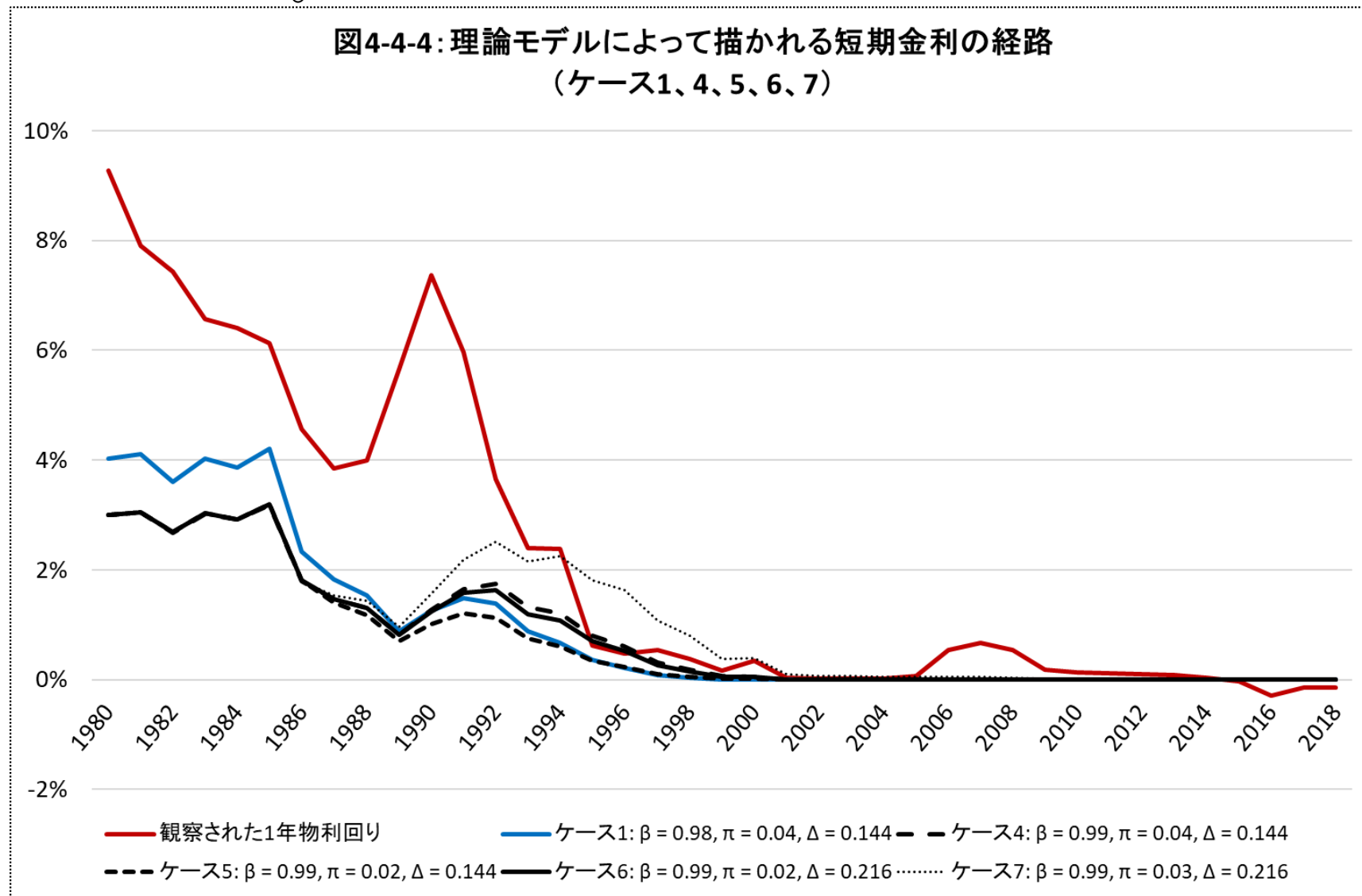
理論モデルが予想する物価経路：

モデルでは、自然利子率の低下を織り込んでいないので、物価の低下から横ばいへの移行が表れていない。



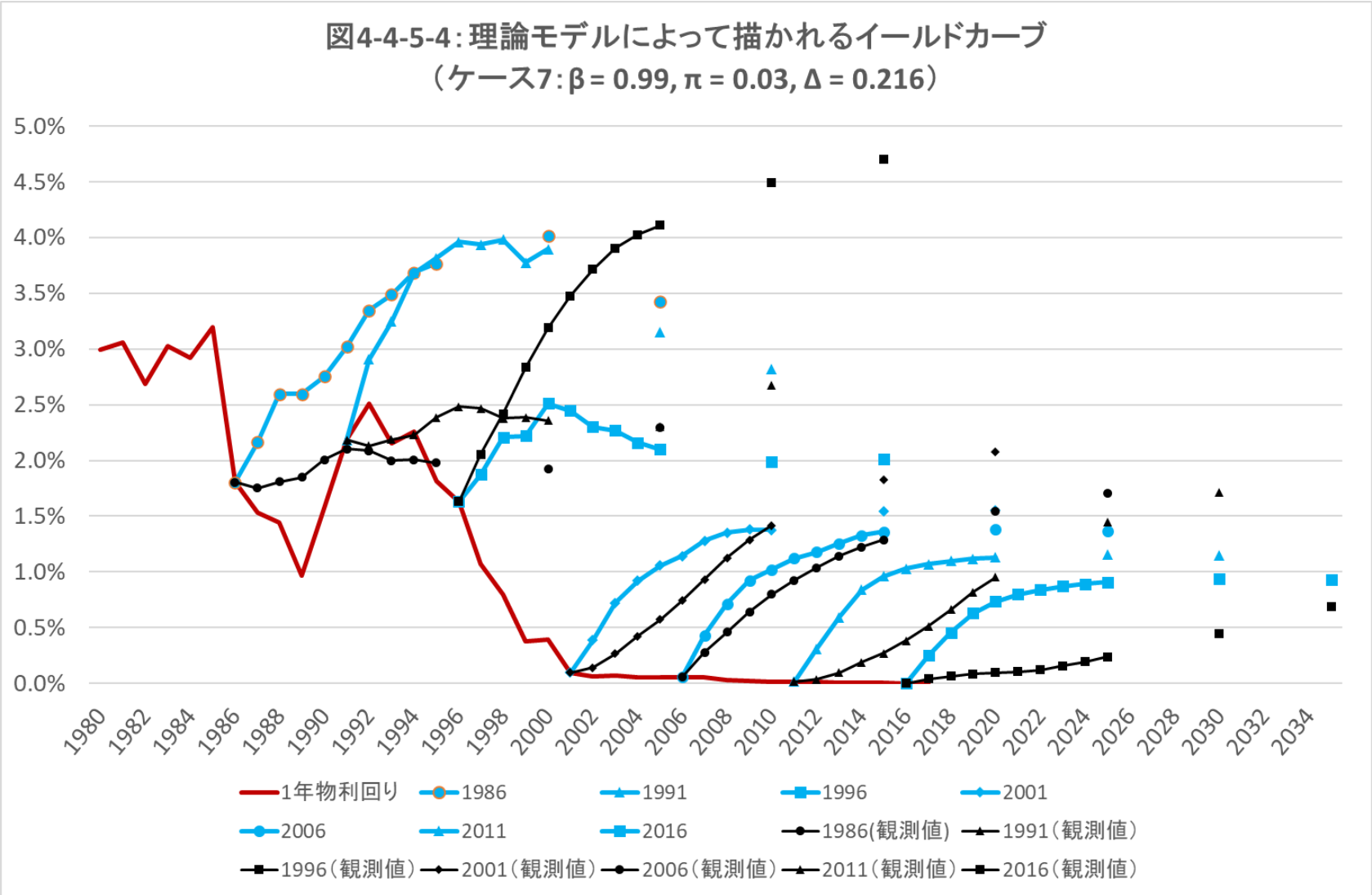
理論モデルが予測する短期金利経路

自然利子率を一定に想定しているので、1990年代初頭までの高い利子率を説明できていない。



理論モデルが予測するイールドカーブ

低い確率ながらも将来の金利・物価の高騰を組み込んでいる。



論点5：突発的な衝撃に備えて

- 国際環境の激変と関係なく、数年分の国内貯蓄を食い尽くし、家計の「貸しっぱなし」を吹き飛ばしてしまうような衝撃（都市直下型地震など）に襲われれば、マイルドなデフレ過程は確実に覆る。
- そのような衝撃が襲来する確率は低いものの、マイルドなデフレ過程が突然覆る事態に対して危機管理的な備えをしておく必要がある。

経済政策の方向性

（ただし、理論モデルに基づく最適性を手がかりとした規範的な判断は行っておらず、妥当性を手がかりに、次善、次々善の経済政策を模索している。）

政策 1 金融政策の方向性

- 是非は措くとして、物価と金利の低位安定のマイルドなデフレ過程を尊重する。
 - 輸入コストの上昇に対する国内物価の調整は、水準修正とみなし、持続的なインフレと解釈しない。
- 少なくとも名目為替レートの減価は、一時的なものであり、金利平価関係から将来の増価が含意されている。
- 負の金利政策やYCCは、長短金利を若干押さえすぎてきた側面があるが、それらを撤廃しても長短金利が急上昇するわけではない。

政策 2 財政政策の方向性

- マイルドなデフレ過程が継続する限り「**財政規律を棚上げにしても財政破綻するわけではない**」という主張は、理論的にも、現実的にも妥当なものである。
- したがって、マイルドなデフレ過程において「**財政規律を回復させないと必ず財政破綻を招く**」という主張は説得力を欠くことになる。
- しかし、そもそも「**財政破綻が起きないから財政規律が回復する必要がない**」という主張に説得力がない。
- 財政規律の回復の主張は、財政破綻が起きる／起きないという議論から完全に切り離す。
 - マイルドなデフレ過程において財政破綻を主軸に政策論争をする限り、財政規律棚上げ派が勝利をする。
 - 財政規律を棚上げにできるマイルドなデフレ過程にあっても、国会は血税を大切に使うという原点に戻って財政支出の中身と財源を厳格に監視する。

政策 3 経済回復の聴診器とは？

- 物価水準の上昇や実質GDPの増加だけで「デフレ脱却」を拙速に判断するのではなく、実質GDPの拡大が実質労働所得や実質家計消費の増大を確実に伴っているのかで真の経済回復を慎重に判断する。
 - 春闘の賃上げ率だけを見ていくのもミスリーディングであろう。
 - 現在の実質労働所得や実質家計消費は、長期的な低下傾向に比しても、短期的な落ち込みが著しい。

政策 4 危機管理の重要性

- マイルドなデフレ過程は、これまでの内外の金融危機、大震災、感染症拡大などに対して頑健であった。
- 今般のグローバルな経済環境の激変に対しても、政策的な対応を間違えないかぎり、マイルドなデフレ過程が覆ることはないであろう。
- しかし、国内貯蓄の数年分を食い尽くしてしまい、家計の「貸しっぱなし」を吹き飛ばしてしまうようなショック（不可抗力的な衝撃）では、マイルドなデフレ過程は確実に覆る。
- **膨大な国債（政府債務）・貨幣（日銀債務）を抱えている現在の日本経済は、発生確率が低いがカタストロフィックなショックに対してきわめて脆弱であることを肝に銘じておく。**
 - 1923年に関東大震災に襲われた日本経済は、第1次世界大戦の好景気で政府債務（日露戦争で生まれた公的負債）をほとんど償還していた。

所感…

できるかぎり基本的な貨幣経済モデルに忠実に、そしてマクロデータを細かく確認して、さらには、拙速な価値判断を控えながら、現在の日本経済を解釈してきたが…

私たちには、多数の合意を背景に合法的に財政金融政策を推進してきた経緯を尊重しながら、慎重に前に進んでいく隘路しか残されていないのであろう。

参考文献

- 『財政規律とマクロ経済：規律の棚上げと遵守の対立をこえて』（名古屋大学出版会）、2023年10月中旬公刊。
 - <https://www.unp.or.jp/ISBN/ISBN978-4-8158-1136-5.html>
- 「交易条件の変化と付加価値の分配」、財務省「背う賛成・所得・付加価値に関する研究会」報告書に所収、2023年6月。
 - https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2022/seisansei_report.html
- 「日本の消費者・労働者は値上げを歓迎すべきでないか」、『エコノミスト』、2023年4月4日号。
 - <https://weekly-economist.mainichi.jp/articles/20230404/se1/00m/020/009000c>
- 「経済学の掟破りの今は維持不能」、『エコノミスト』、2022年11月22日号。
 - <https://weekly-economist.mainichi.jp/articles/20221122/se1/00m/020/059000c>
- 「実質で見る破格の円安 日本経済、「体力」低下著しく」、『日本経済新聞』、2022年9月20日。
 - <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD293ZO0Z20C22A8000000/>