

不可避なインフレにどう備えるか

目 次

- ・ デフレの被害者を弁護できない悲劇
- ・ デフレについての誤解
- ・ 政策でデフレを止められるか
- ・ 最悪の事態を避けるために：いかにインフレを起こすか

財務省財務総合政策研究所主任研究官・慶應大学客員助教授 土居 丈朗

要 旨

近年、日本経済はデフレーション(持続的な物価下落)に直面している。デフレは、通貨(日本銀行券)の価値が日増しに高まっていることを意味する。しかし、人々は日本銀行券に対する信認を日増しに高めていても、日本銀行に対する信認を日増しに高めているわけではない。さらには、政府は財政赤字を累増させており、財政赤字拡大に対する懸念も根強く、政府に対する信認も高くはない。こうした通貨価値を裏付ける政府・日銀への信頼が低い状況では、近い将来に通貨価値が下落し、インフレが起こる恐れがある。本稿では目下のデフレの中で、起こると想像しにくいインフレを、いかに現実的に理解し、どう備えるべきかを論じる。

・ デフレの被害者を弁護できない悲劇

近年のデフレーションをめぐる議論は、デフレは経済に重大な悪影響を及ぼすから金融政策で解消せよと主張する「量的緩和積極論派」と、デフレによる悪影響は重大ではない、あるいはデフレは金融政策では止めにくいと主張する「量的緩和消極論派」とが激しく対立し、収束する様子がない。

両派の対立点はいくつかあるが、その中でも経済学の論理ではとても理解しがたいナンセンスな主張を除いて、両派の間でも意見が一致すると思われる論点を挙げてみよう。本稿では、紙幅の都合で、デフレにより債務者から債権者への所得移転が生じる点と、相対価格の変動と通貨流通(稀少さ・潤沢さ)の変動の区別を理解する点の、二点について取り

上げたい。まず、デフレによる債務者から債権者への所得移転について触れよう。どのような原因でデフレになっているかを問わず、日本でデフレが起きていることは、通貨(日本銀行券)の価値が相対的に高まっていることを意味する。通常の貸借契約は、名目(額面)ベースで行われる。だから、既存の契約について、デフレが起こっても債務者が債権者に支払う元利等の名目額は変化しない。しかし、実際には、同じ名目額でも(一般)物価が下落した分だけ(物価水準を調整した後での)実質額は増加している。例えば、物価下落前に1億円の元本の貸借契約を結び、一般物価が10%下落後に同じ名目額の元本を返済すると、その元本の実質価値は、物価下落前の価値で計れば1億1000万円である。^{注1}こうした返済を通じて、債務者から債権者に予期しない形で1000万円の所得移転が実質的に生じている(もちろん、これは利子支払以外の移転である)。

このような貸借契約におけるデフレに伴う所得移転は、経済学者のみならず、デフレの意味を知る者なら誰でも理解できる。しかし、実際の経済取引では貸借契約の物価スライド制(indexation)はほとんど行われていない。日本では、国債でさえ、物価連動債がまだ導入されていない。目下、債権者側は、物価連動債の導入に消極的である。ただ、この消極さは、債権者が物価下落に伴う債権の実質価値の上昇分までも自らの所得にしたいという意図の現れである。つまり、その分だけ、債権者が債務者により多く実質的な返済負担を強いているのが実情である。

インフレが生じていた戦後日本経済では、デフレと逆に債権者から債務者への所得移転が起こっていた。これに対して、債権者がインフレによって被った損失は、物価調整減税や年金給付の物価スライド制導入などによって、すべてではないものの、補償する措置が講じられていた。特に、民間の経済主体は、一般物価水準の変動を直接的にコントロールできない存在であるから、物価変動に影響を与えられる存在である政府・日銀が、予期せざる物価変動に伴う損失を適切に補償することは正当化できる。これと同じ論理でいえば、目下のデフレ下でも、債務者が予期せざるデフレによって被った損失を補償する措置が講じられてしかるべきである。例えば、先の例でいえば、債権者が1000万円の債権放棄をしても、債権者が持つ債権(元本)の実質価値は保全されるのである。しかし、そうした動きは積極的に行われてない。

なぜデフレ下で債務者に対する補償が積極的に実行されないかを考察すると、一因として次のことが考えられる。それは、バブル崩壊後の日本経済における債務者が、不健全な経営や怠慢の結果債務返済が滞るといったケースが多々見受けられたからである。^{注2}確かに

注1 GDPデフレーターで見ると、1997年度の消費税率引上げ分(2%)を考慮すれば、最近の物価水準は、最高時(1993年10~12月期)に比べて約8%下落している。

注2 もちろん、これ以外にも原因はあろう。デフレが年率1%と緩やかにしか起きていないために、デフレに伴う損失は少しずつしか増えていないと認識されていることや、多額の債務を抱えた債務者は大半が機関・法人で、投票権を持つ主体ではないことなどが考えられる。

不健全な経営や怠慢に弁護の余地は全くない。だから、その損失を補償しようと積極的に言い出しにくい。民間企業の放漫経営、民間銀行の甘い融資審査、国や地方自治体の無駄な公共事業などの債務者の怠慢は、債権者側からみれば許しがたいものである。こうした怠慢は二度と繰り返すべきではない。

ただ、債務者の返済負担は、デフレによって実質的に増大していることを忘れるべきではない。このデフレによる債務者の損失は、放漫経営をせず着実に名目額の債務を滞りなく返済している債務者にも無差別に襲っている。予期せざるデフレによって被った債務者の損失は、債務者の怠慢とは無関係に生じたものだと理解すべきである。

とはいえ、この理解を妨げる悪しき実態があることも事実である。それは、堅実な債務者には債権放棄をせず、実質的な債務負担増を強いているにもかかわらず、不健全な債務者には債権放棄に応じるという実態である。この現象は、経済学では「ソフトバジェット」と呼ばれ、経済厚生を悪化させるため良くないと評価している。こうしたソフトバジェットは根絶すべきである。

仮にこの実態が理解の妨げになったとしても、そもそもソフトバジェットと予期せざるデフレによる債務者の損失は別次元の問題である。それらに伴う問題点は、個別に対処することで解決できる。だから、ソフトバジェット問題があったとしても、予期せざるデフレによる債務者の損失を放置して良い理由にはならない。さらにいえば、相対価格の変動と通貨価値の変動の区別が理解できていないという、市井でよくある誤解も、デフレによる損失の放置を助長している。

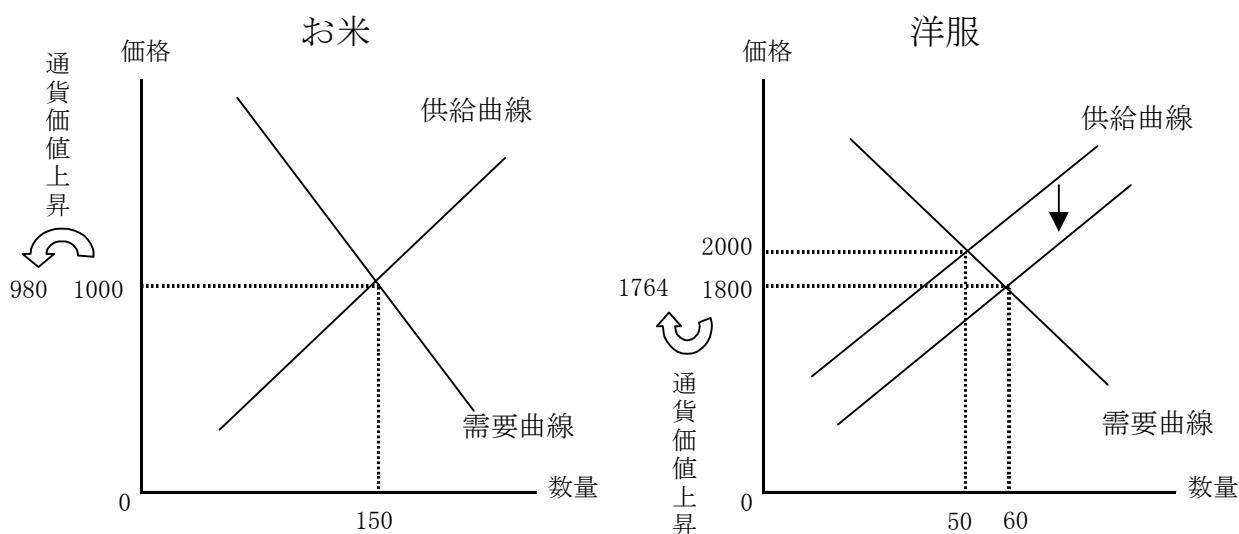
．デフレについての誤解

相対価格の変動と通貨流通(稀少さ・潤沢さ)の変動との区別が理解できないと、デフレの要因を見誤ることを、ここで簡単に示そう。いま、話を簡単にするため、お米と洋服の2種類の財しか売買されていない経済を想定する。そこで、この経済全体で、物価変動前(例えば1995年とする)にお米が1袋1000円で150袋、洋服が1着2000円で50着売買されていたとする。このような価格や売買量は、図表1のように表される需要曲線と供給曲線によって導かれたとする。^{注3}

ここで気をつけたいのは、お米や洋服の値段が「円」という単位で表されていることである。お米や洋服は日本の通貨と交換して売買されている。だから、お米や洋服の値段は、あくまでも通貨(日本銀行券)との相対的な価値を表したものである。お米や洋服の実質的な価値が全く変化しなくても、何らかの要因で通貨の稀少性が高まった(通貨の出回る量が相対的に減った)だけでも、お米や洋服の額面上の値段は変わりうる。

^{注3} ここでは、お米と洋服の需要や供給は、他方の財の価格・需要・供給に全く依存せず、独立に決まると仮定する。この仮定は、簡単化のためであり、成り立たなくても本稿での結論は成り立つ。

図表1: 需要曲線と供給曲線



ここでいう「通貨の稀少性」とは、世の中の通貨需要に対してどれだけ十分に通貨を供給しているかということである。それは、通貨供給量が前年比でどれほど増加しているかで測るものではなく、人々の通貨需要に対してどれだけ潤沢に供給できているかで測るものである。たとえ、前年比で通貨供給量が過剰に増えていても、通貨需要に比べて少ない量しか供給されていなければ、通貨の稀少価値は高いといわなければならない(こうした現象が目下起きていることを後で述べる)。

さて、今はとりあえず、通貨の(稀少)価値が全く変化しなかった場合を考えよう。この状況下で、洋服は海外から安く輸入できるようになったため、供給曲線が図表1の右図のように下にシフトしたとする。この年が2000年だったとする。その結果、洋服は1着1800円で60着売買される。他方、お米は、生産性向上もなく需要構造も変わらず、1袋1000円で150袋のままであったとする。

このとき、わが国の消費者物価指数の作成方法にしたがい、上記の物価変動がどのように捕らえられるかをみてみよう。消費者物価指数は、ラスパイレス指数方式で作成されているから、基準年を1995年(物価変動前)とすると、概念的には次のように計算される。まず物価変動前には、お米に対して15万円(=1000円×150袋)、洋服に対して10万円(=2000円×50着)、合計で25万円消費していた。そこで、物価が上記のように下落したとする。ラスパイレス指数では、基準年での消費数量に従って物価変動を計算する。だから2000年(物価変動後)は、お米に対して15万円、洋服に対して9万円(=1800円×50着)、合計で24万円を費やせば、物価変動前と同じ消費数量を消費できる。これを、消費額にして25万円から24万円に相当する物価下落が起きたと捉える。つまり、4%の物価下落が起きたとみなすのである。

目下のデフレが、上記のような現象だけで全てが説明でき、通貨価値の変動がなければ目下のデフレは相対価格の変動によるものであるといえる。つまり、お米と洋服の価格比(相対価格)が、 $2 (= 2000 \div 1000)$ から $1.8 (= 1800 \div 1000)$ に変化したから、一般物価水準(消費者物価指数)が下落した、と説明できる。確かに、目下のデフレにはそうした要因が作用している。しかし、それだけが全てではない。

もし上記に加えて、通貨価値が変動したらどうなるだろうか。図表1に示した需要曲線や供給曲線は、通貨価値の変動とは無関係である。つまり、通貨価値がどうなろうと、図表上の曲線は同じである。そこで、次のような通貨価値の変動があったとする。上記の例で2000年での通貨価値が1995年の約1.02倍($= 1000 \div 980$)となるほどに、世の中の通貨供給量と通貨需要量が変化したとする。^{注4} そうなると、前述のお米は、通貨価値が変わっても需要曲線や供給曲線は一切変化しないから、売買量は同じ150袋でも、1995年では1袋1000円だが、2000年では980円しか通貨を支払わなくてよい。この現象は、お米の需給構造が全く変化していないにもかかわらず、物価下落が起こったかのように見える。しかし、この物価下落は、前述の相対価格の変動によって起こったものではない。通貨価値が高まったために起こったものである。

さらに、同様にして考えれば、前述の洋服も2000年では、通貨価値が変わらなければ1着1800円だったが、上記のように通貨価値が高まれば1764円($= 1800 \times 980 \div 1000$)しか通貨を支払わなくてよい。したがって、先に述べた相対価格の変動とともに上記のような通貨価値の上昇が伴えば、2000年にはお米に対して14万7000円($= 980 \text{円} \times 150 \text{袋}$)、洋服に対して8万8200円($= 1764 \text{円} \times 50 \text{着}$)、合計で23万5200円を費やせば、1995年と同じ消費数量を消費できる。したがって、消費額にして25万円から23万5200円に相当する物価下落、つまり5.92%の物価下落が起きたといえる。

上記はあくまでも数値例だが、実際には一般物価水準の変動は、相対価格の変動だけでなく、通貨価値の変動も伴って起こっているのである。この区別を理解できなければ、デフレがなぜ悪いかがきちんと理解できない。通常は、この両者を(経済学的な分析をすれば区別できるが)一見して区別することはできないから、市井では上記の例でいう5.92%の物価下落を全て相対価格の変動で起きたかのように錯覚する恐れがある。一般物価水準の変動が相対価格の変動だけで起きていると勘違いすれば、前節で述べたように、デフレによる債務者が被る損失を問題視する理由が理解できない。だから、デフレの要因を正しく理解することが大切である。

注4 そのようになる現実的な具体例として、通貨供給量が以前に比べてそれほど増えていないのに超低金利などで通貨保有の機会費用が大幅に低下したため、通貨(の資産)需要が大幅に増えて、通貨価値が高まる、という現象が挙げられる。

政策でデフレを止められるか

デフレに伴う害悪は、本稿ではデフレによる債務者から債権者への所得移転だけを述べたが、それだけではない。これまでも様々な論者によって指摘されているが、デフレによる売上減少とデフレでも減らせない人件費と借入金の元利返済が、企業収益の悪化を助長している。さらには、デフレが助長して金融機関の不良債権が新たに続々と生じている。正社員の名目賃金を下げにくいために、デフレで実質賃金が上がっていて、人件費削減のために雇用が創出されにくい状態に陥っている。

この状況を打開するには、大別して二つの方法が考えられる。それは、デフレを止めるか、全ての経済取引に物価スライド制を導入するか、である。上記のデフレに伴う害悪は基本的に、通貨価値の上昇が止まればなくなる。あるいは、全ての経済取引を通貨価値の変動と独立になるようにする制度(物価スライド制)を設ければなくなる。経済学的には性質はどちらでもほぼ同じである。違いは、それらの方法を採用することに伴うコストである。

コストを比較すれば、全ての経済取引に物価スライド制を導入するのは、極めてコストが高いことは容易に想像できよう。年金給付の物価スライド制は、既に導入されているにもかかわらず、デフレ下で政治的理由により停止された。このことは、いかにそのコストが高いかを物語っている。それに比べれば、デフレを金融政策で止められれば、そのときのコストの方が低い。

では、デフレを金融政策で止められるだろうか。この点が、「量的緩和積極論派」と「量的緩和消極論派」の主戦場となっている。この点について、少なくともいえることは、現在の日本銀行券が不換紙幣である限り、物質としては単なる紙切れとしての価値(1万円札なら製造原価は約17円)しかないことである。日本銀行券が、たとえ日本銀行の所有する資産に対する請求権を意味するといえども、その購買力が永続すると保証してはいない。だから、紙切れの程度の価値まで通貨価値を下げるのが可能である。つまり、紙でできた日本銀行券に額面ほどの実質的な価値はないことを示すことによって、デフレを必ず止められる。^{注5}

そこで、残された論争の焦点は、いかにうまくデフレを止められるかである。デフレを止めるために、量的緩和政策などのインフレ的な金融政策を採ったとして、過度な物価上昇を引き起こさないようにできるか否かである。この問いの答えは、自明ではない。「積極論者」は、過度な物価上昇を避けるために、インフレ・ターゲティングの導入などを主張している。これは有効な策であるが、日本銀行は消極的である。

^{注5} もちろん、「量的緩和積極論派」が主張しているように、様々な金融政策の手段を使って、金融市場を通じてデフレを止めることはできよう。しかし、これまでの論壇では、専門的な議論で、様々な金融政策の手段を使っても金融市場を通じてデフレを容易には止められない、という主張があるため、愚直にもこのような表現でデフレが止められることを示したまでである。

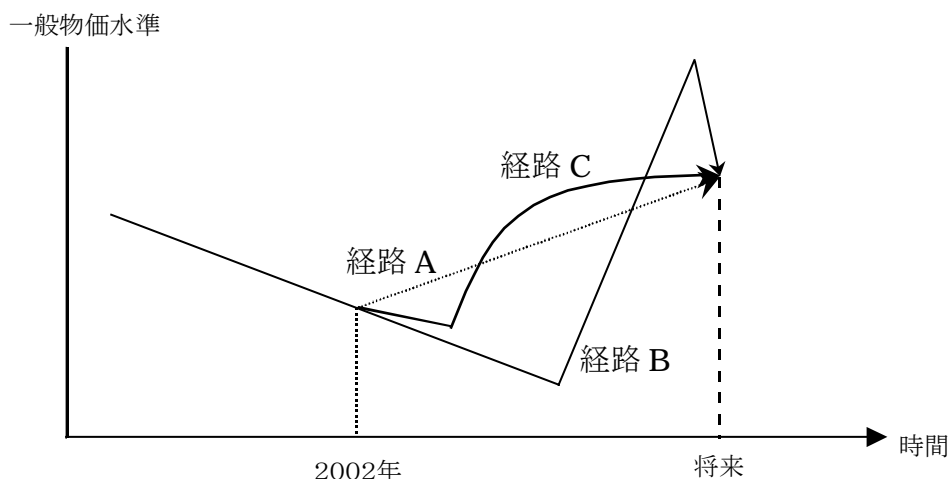
以下のように表現すれば、日本銀行が消極的になるのも無理はない。まず、デフレを解消すべく「日本銀行券の価値を貶めよ」との主張を浴びせられる。さらに、過度な物価上昇を避けるべく、「政府・国民が定めた目標を忠実に実行せよ、もし目標が達成できなければ懲罰する」ことを意味するインフレ・ターゲティングの導入を要求されている。通貨の番人としての評判を確立したいのに、足かせ(目標)と懲罰まで課せられた上で、自らが発行する通貨の価値を落とす努力を強いられることは、気乗りがしないだろう。

さりとて、上記を理由にしてデフレを放置することは全く容認できない。全ての経済取引に物価スライド制を導入するのに極めて高いコストがかかる以上、デフレを金融政策で止める以外にない。どのような方法であれ、適切にデフレを止められる金融政策が、いま求められている。

．最悪の事態を避けるために：いかにインフレを起こすか

「デフレを適切に止められる金融政策」は、言うは易し行うは難しである。金融政策で物価上昇率をきちんと0%にするのは至難の技である。^{注6} 歴史的にみても、インフレが起るときには、一時的に過度な物価上昇が起きやすい。おまけに、日本銀行に対する信認も政府に対する信認もあまり高くはない。通貨価値を裏付ける政府・日銀への信頼が低い状況では、近い将来に通貨価値が下落し、インフレが起ると予想される。

図表2: 今後の物価変動



注6 物価上昇率の計測にバイアスがあれば、そのバイアスを考慮する必要がある。通常、消費者物価指数上昇率には年率1~2%程度の上方バイアスがあるとされているから、真の物価上昇率をきちんと0%にするには、実現する消費者物価指数上昇率は1~2%程度となるインフレの状態にしなければならない。

こうした状況を鑑みれば、そう遠くない将来には、いずれ一般物価水準は今よりも高くなっていると考えられる。^{注7}これを図式化したものが図表2である。1990年代末から現在にかけてデフレが起こり、一般物価水準は下落した。しかし、将来的には今よりも高い水準にまで上がるだろう。問題は、現在から将来までの間ではどのような物価変動になるかである。

まず、インフレ・ターゲティングなどが有効に作用して、適切に物価変動をコントロールできたならば、図表2の経路Aのようになると考えられる。現在から将来までの間ではマイルドなインフレになっているが、急激な物価上昇も過度な物価上昇も起こらないようにできている。ただし、これはあくまでも適切に物価変動をコントロールできればの話である。

さりとて、今の日銀のように、デフレに対して積極的な対応をしなければ、今よりもさらに物価は下落し続ける(つまり、通貨価値が上昇し続ける)。しかし、政府・日銀にそれほどまで高い通貨価値に値するほどの信認はないことが、いつかは露呈する。そのときは、急激なインフレが起こる可能性が高い。^{注8}しかも、人々のインフレ期待が一時的に極端に高まれば、過度な物価上昇が起こる。これを表したのが図表2の経路Bである。このインフレが過度であればあるほど、経済に与える悪影響は大きい。また、デフレを放置すればするほど、こうしたインフレが過度になる可能性が高くなる。

そう遠くない将来に過度なインフレが起きないようにするには、今のうちからデフレを止める政策を積極的に講じなければならない。日本銀行は、自らが発行する通貨の価値を適度に貶めることに躊躇してはならない。

図表2の経路AとBは、極論のきらいがある。より現実的な可能性は、現在から少し物価が下落するが、程なくインフレ期待が高まり始め、一時的には多少過度なインフレになるものの、やがては将来落ち着くべき物価水準に収束して行く、という経路である。これを表したのが図表2の経路Cである。現実的な政策対応としては、何らかの契機でインフレ期待が高まり始めれば、インフレ期待の沈静化を適切に行うことが重要である。そのときには、インフレ・ターゲティングは(目下は消極的でも)インフレ期待をコントロールするのに有望な方法である。

インフレが起こると、実質金利があまり変化しなければ、名目金利がその分だけ上昇す

注7 将来の一般物価水準は、政府や日本銀行の所有する負債と資産(の時価総額；将来の税収の割引現在価値も含む)に応じて決まると考えられる。所有資産が少ないほど、負債が多いほど、一般物価水準は高くなる。

注8 このままデフレが止まれなければ、政府の債務返済の実質的な負担はますます増大し、財政が破綻寸前になり得る。そのときは、債務不履行を宣言しないが通貨増発により債務を返済しようとするだろう。そうなれば、急激なインフレが起こる。

る。さらに、名目金利が高くなるほど、現在の国債(物価連動していない名目債)の価格は下がる。将来のインフレに対してよく指摘される懸念は、民間金融機関が現在低金利(高価格)で大量に購入している国債が、名目金利上昇(国債価格下落)によって評価損を被ることである。これは、国債を大量に保有する日本銀行とて例外ではない。これは、悩ましい問題ではあるが、早急に真剣に考えなければならない重要な問題である。

デフレによる日本経済全体での悪影響を鑑みれば、銀行が保有する国債の評価損を恐れてデフレを止めることに躊躇することは本末転倒である。さりとて、インフレになったときに国債保有者の評価損を放置するわけにもいかない。この問題は、容易な解決策はないが、悪影響を軽減する方法がある。それは、インフレができるだけマイルドになるようにコントロールするか、貸借契約を物価スライド制にするかが有効である。前者は先に述べたが、後者は物価連動債を積極的に導入することが重要である。目下デフレだからといって、目先のデフレによる債権者の利得に欲を出して、物価連動債導入に消極的になってはいけない。物価変動のリスクを軽減するには、物価連動債が望ましい。

ただ、既発の名目債についてはどうするか。望ましい策とはいえないが、インフレに伴う国債の評価損による悪影響が深刻であれば、政府が国債保有者に追加的な所得移転を事後的に行うことで補償することも検討してよいだろう。第 節で述べたように、インフレによって債権者から債務者への所得移転が起きるから、その分だけ債務者から債権者に補償を行っても、債務者は実質的な返済負担は変わらない。目下の国債保有者の多くが金融機関であることからすれば、それはまたぞろ銀行への公的資金注入かとマスコミが揶揄するかもしれないが、インフレによる不必要な所得移転の相殺という大義名分があれば、正当化できよう。

インフレに伴う悪影響をできるだけ小さくする努力を怠ってはならないが、インフレによる悪影響を恐れてデフレを放置してはならない。デフレもインフレと同様に経済に大きな悪影響を及ぼす。デフレを克服するより強い決意(コミットメント)と具体的な政策の実行が、今求められている。

本稿の内容は、全て筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

(H14/10/15 記)