

デフレ均衡への処方箋

＜ハイライトセミナー 生産性と長期停滞＞

経済産業研究所
TKFD, CIGS, Keio Univ.

小林慶一郎

-
1. 日本経済の現状
 2. デフレ均衡は持続できるか
 3. 信認の維持について
 4. 金融政策： 意図せざる帰結としてのデフレ

日本経済の現状と政策の目標

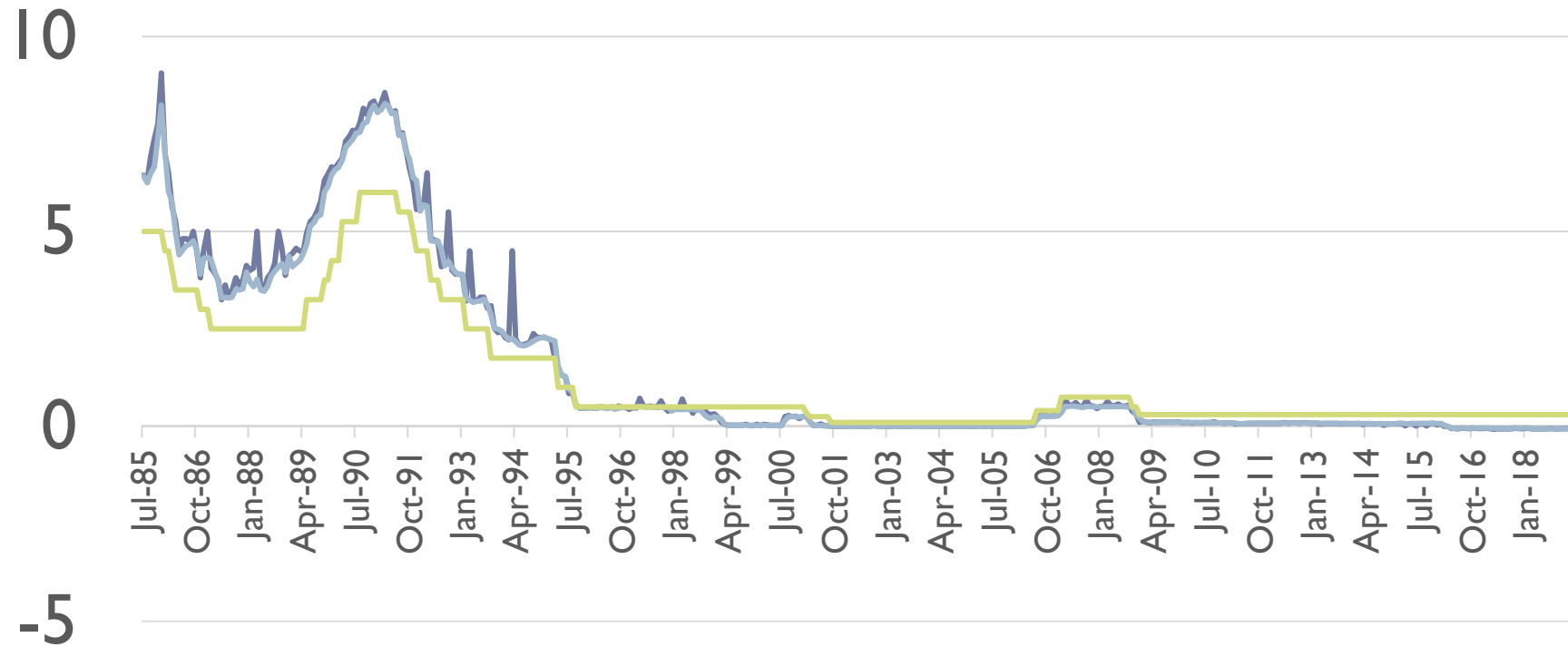
▶ 現状 — 低金利・低インフレ

- 異次元金融緩和下での低インフレ（0%）
- 実質GDP成長率の低迷（1%）
- 公的債務の累増（GDPの240%）

▶ 目標

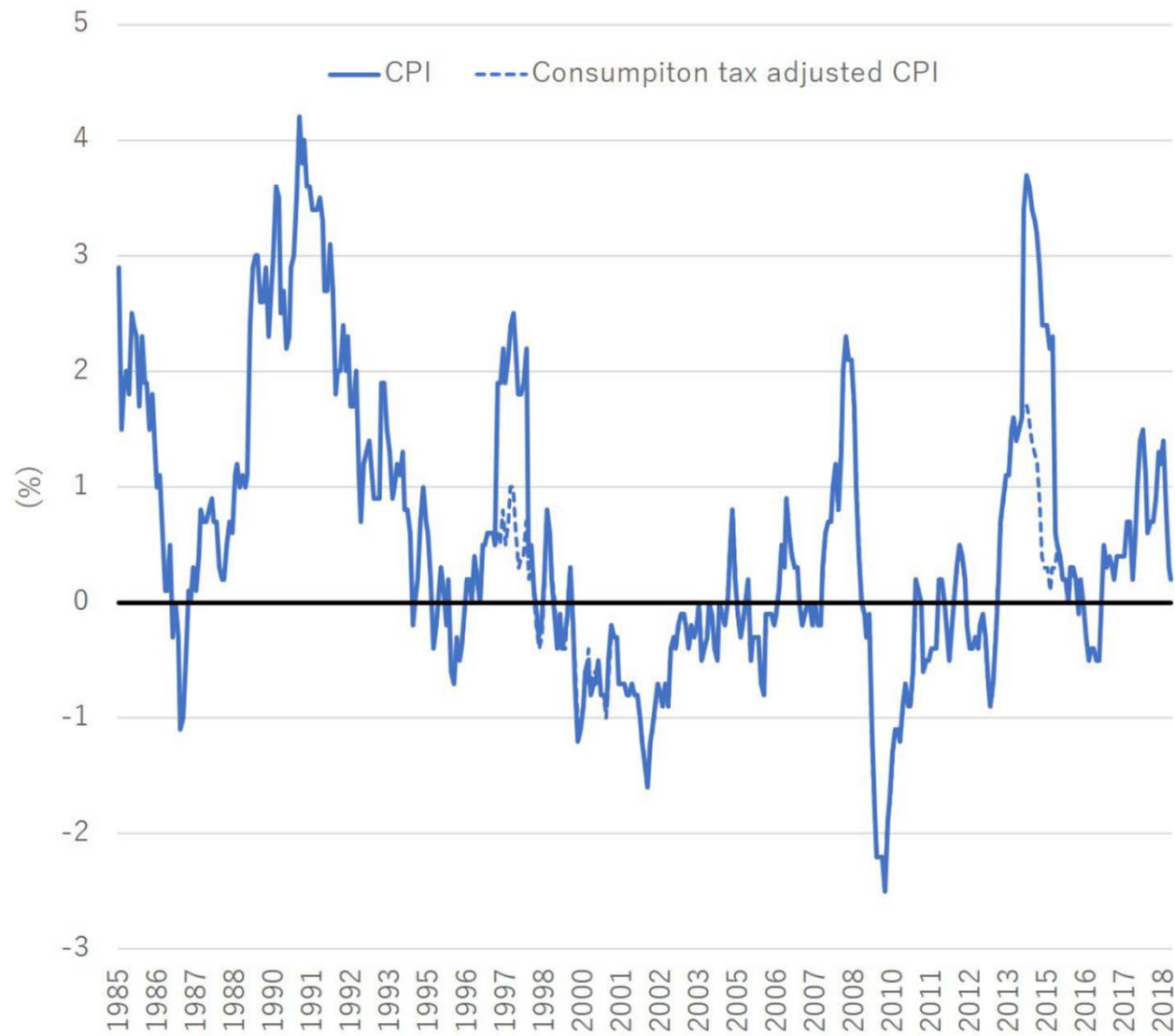
- 物価や金利の混乱回避（高インフレ and/or 金利高騰）を前提に、
 - 所得再配分 により全世代で格差を是正
 - 成長戦略 により経済成長率のトレンドを改善

日本の金利

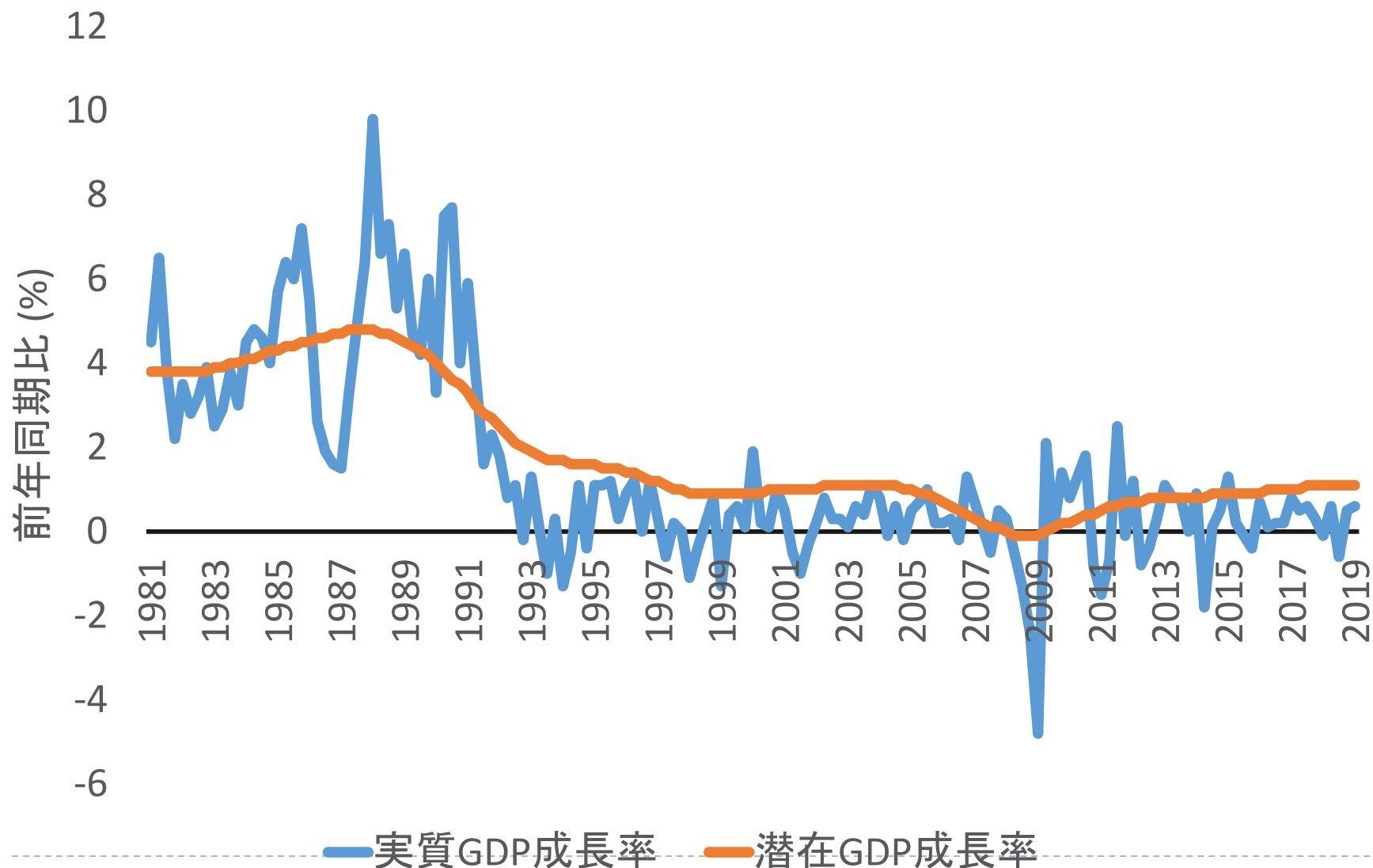


- コールレート(月末)
- コールレート(月平均)
- 割引率

日本のインフレ率



実質GDP成長率と潜在GDP成長率

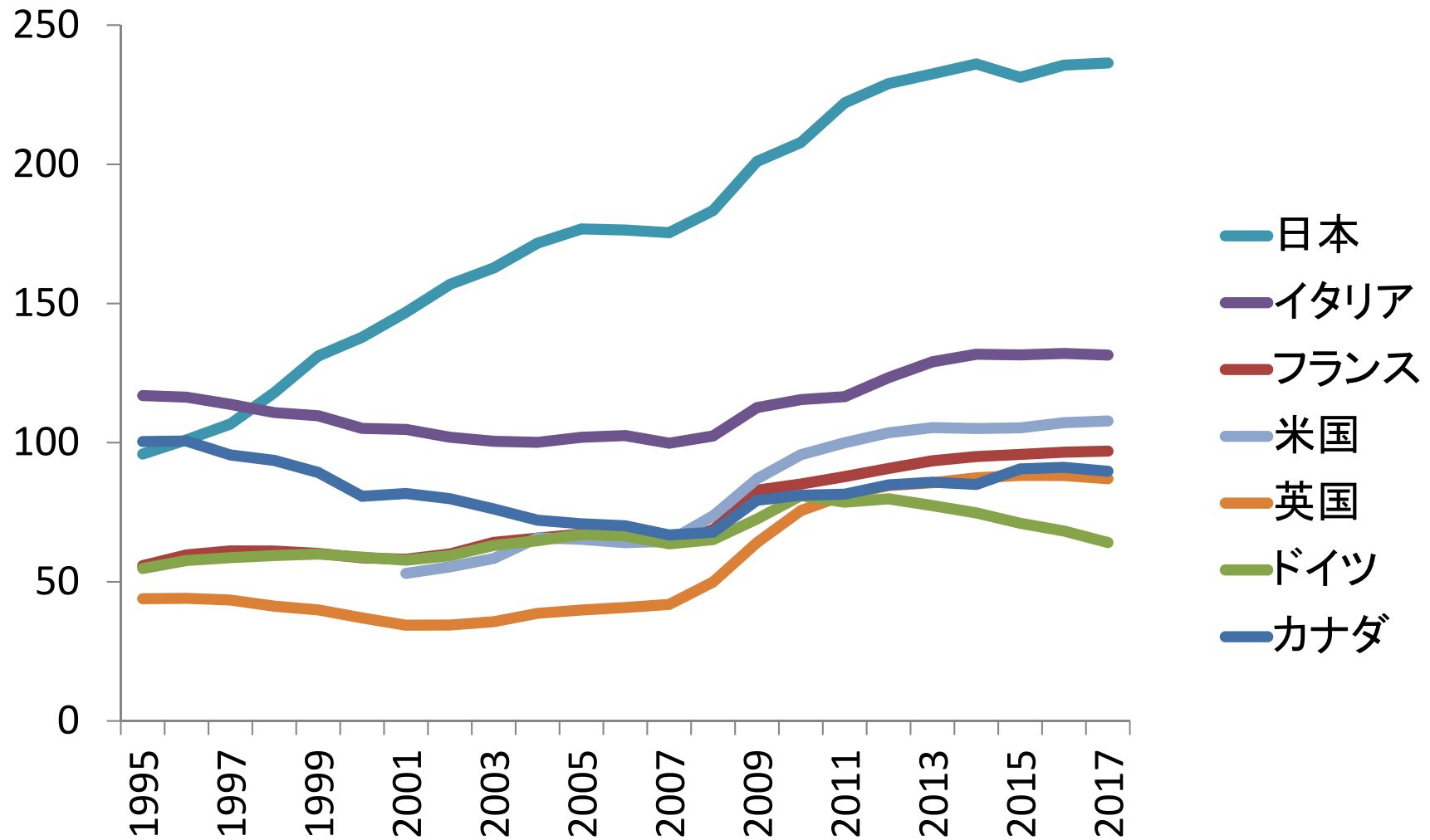


注：内閣府「国民経済計算」

就業者1人当たり実質GDP:平均成長率

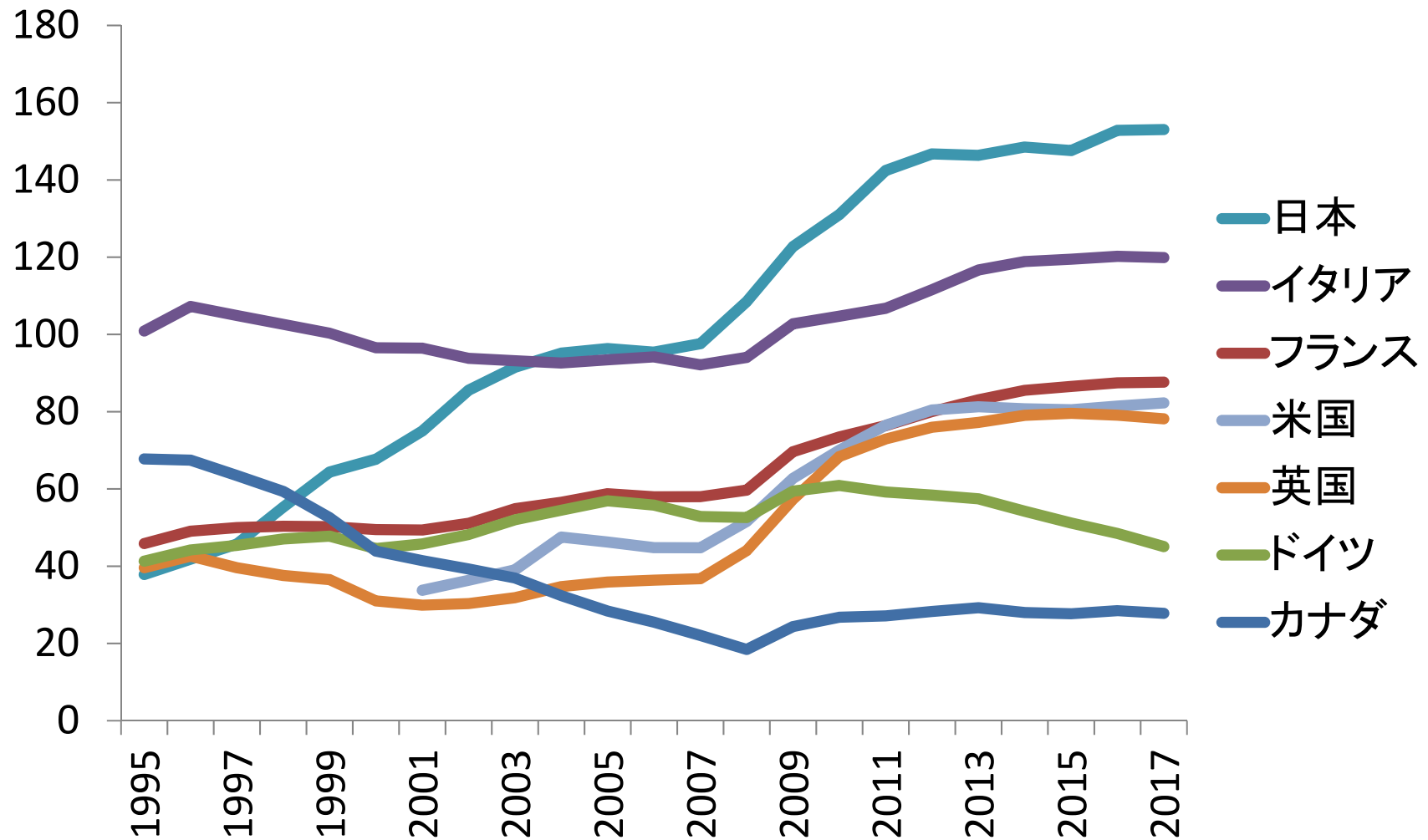
| 国名 | 1991-2018(%) | 2000-2018(%) | 2012-2018(%) |
|--------|--------------|--------------|--------------|
| 日本 | 0.86 | 0.93 | 0.83 |
| 米国 | 1.53 | 1.31 | 0.81 |
| 英国 | 1.30 | 0.86 | 0.68 |
| フランス | 0.98 | 0.66 | 0.88 |
| ドイツ | 1.04 | 0.68 | 0.78 |
| カナダ | 1.10 | 0.81 | 1.03 |
| OECD諸国 | 1.29 | 1.05 | 0.89 |

政府債務比率（粗負債の名目GDP比）



（資料）IMF “World Economic Outlook Database”, 内閣府『国民経済計算』

政府債務比率（純負債の名目GDP比）

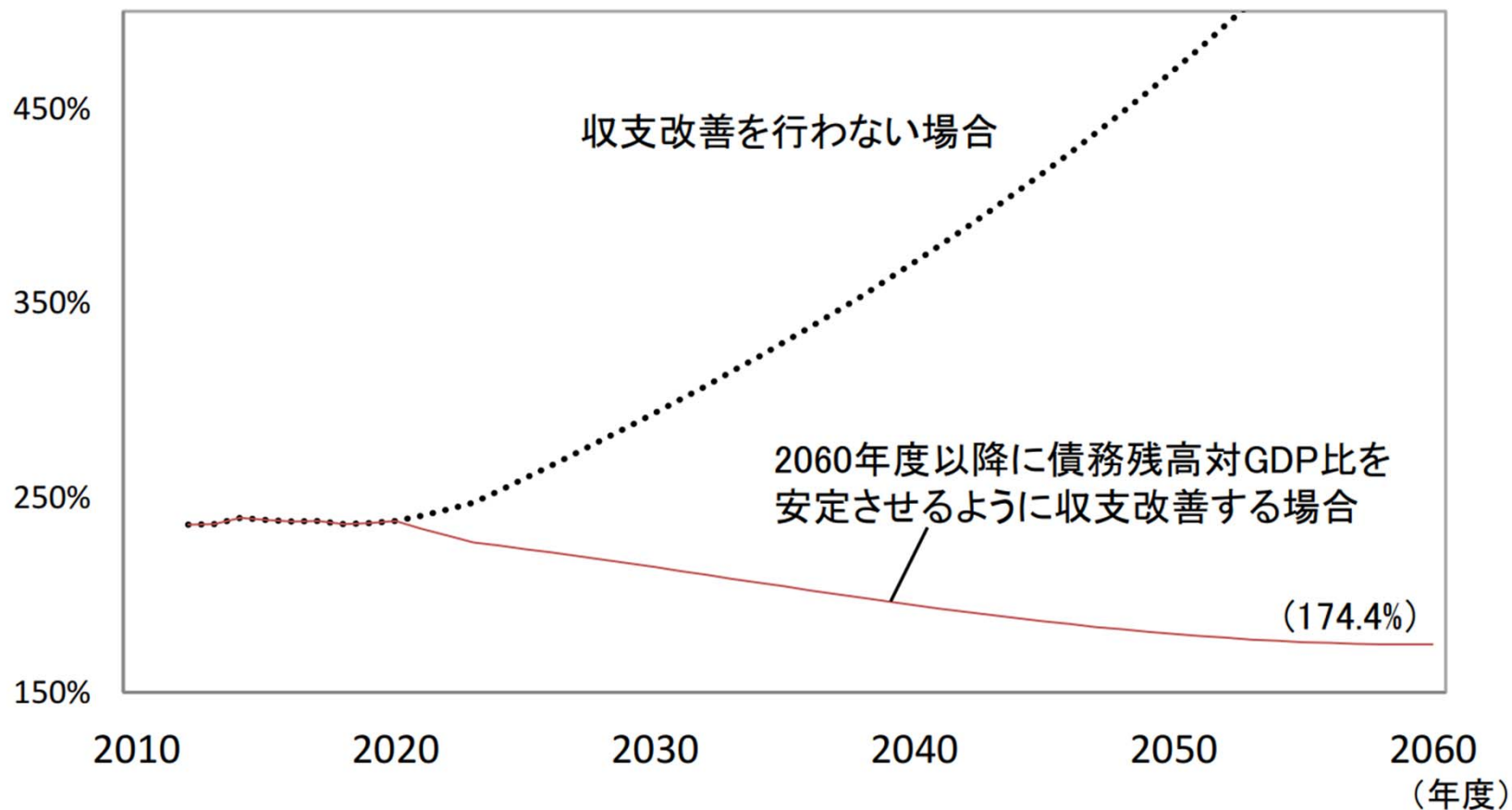


（資料）IMF “World Economic Outlook Database”, 内閣府『国民経済計算』

債務比率の長期予測(現行制度を前提)

<国・地方の債務残高(対GDP比)(イメージ)>

(対GDP比)



(資料)財務省(2016)『我が国財政の変遷と長期展望』

なぜ低金利・低インフレが続くのか？

- ▶ 極端な不確実性の増大（ナイトの不確実性）
 - ナイトの不確実性： 確率分布すらわからない不確実性
 - リスク： 確率分布が分かっている不確実性
 - ナイトの不確実性のもとでは、「最悪のケースに備える」行動が合理的
 - ⇒ 貯蓄の増大と金利低下

なぜ将来が不確実なのか？

① 市場メカニズムは、格差を是正する力(トリクルダウン)が弱い

- ▶ フラクタル的な所得格差の拡大 (Fatih Guvenen)
- ▶ 1980年代から40年間にわたって格差拡大、親から子へ固定化
- ▶ 政治的な不満の高まり
- ▶ ポピュリズム台頭により、政治や国際関係の将来像が不確実に

② 基幹技術の大変革のさなかにある ⇒ IT、AI、フィンテック

- ▶ 第三次産業革命、第四次産業革命 ⇒ 情報技術、知能の機械化
 - c.f. 第一次: 石炭、内燃機関、鉄道; 第二次: 石油、電気、重化学工業
- ▶ 新しい基幹技術体系は予想困難 (リブラと金融政策など)
- ▶ 既存の技術は陳腐化: 投資機会は縮小 (自動車など)
- ▶ 結果的に、安全資産である国債への需要が極端に高まっている

-
1. 日本経済の現状
 2. デフレ均衡は持続できるか
 3. 信認の維持について
 4. 金融政策： 意図せざる帰結としてのデフレ



政府債務の超過的な価値

- ▶ 国債(または通貨) \Leftarrow 民間資産に比べ「超過的」な価値あり
 - (i) 民間資産の不確実性に比べ、安定した価値と流動性を持つ
 - (ii) 金融取引における担保価値
- ▶ 国債の「超過価値 (=流動性など)」が維持できれば、
 - ▶ 不確実性が高い経済では、金利 r が低くても国債への需要は増大
 - ▶ 金利 r を経済成長率 g よりも小さくできる

$$r < g$$

「良い均衡」シナリオ と 「悪い均衡」シナリオ

▶ 「良い均衡」シナリオ

- ▶ 財政への信認が維持されるケース
 - ▶ 国債の「超過価値」が維持
 - ▶ $r < g$ （ただし、 r は金利、 g は経済成長率）
 - ▶ 低金利の維持により、国債比率（＝国債／GDP）を超長期で漸減
 - ▶ 「財政への信認」が正当化される（自己実現的予言）

▶ 「悪い均衡」シナリオ

- ▶ 財政への信認が崩壊するケース
 - ▶ 国債の「超過価値」が喪失
 - ▶ $r > g$
 - ▶ 国債比率が発散
 - ▶ ただちにインフレ率 and/or 金利が高騰し、不安定化 ⇒ 経済混乱
 - ▶ 「財政への信認の崩壊」が正当化される（自己実現的予言）

国債の「超過価値」はどこからくるのか？

▶ 国債の「超過価値」の源泉は、

- ① 財政健全性への確信（デフォルトしない = 安全資産）
- ② 民間資産の不確実性の増大（技術や産業の構造変化）

▶ 財政への信認維持の方策

- A) 「財政再建を完遂する」という政府の意思を宣明する
 - プライマリーバランスを「赤字が増え続けられない状態」にすることが必要
- B) 「リスク($r > g$ の発生)に対応できる」と市場に確信させる
 - 危機時に対応するコンティンジェンシープランの作成（後述）

いま我々はどこにいるのか？

- ▶ 現状：名目金利ゼロ or マイナス、名目成長率プラス1%
 - ⇒ 国債比率の超長期的な漸減が展望可能？
- ▶ 図らずも、「良い均衡」シナリオに乗っている
 - ▶ 財政への信認は、偶然、維持されている
 - ▶ これからも長期的に信認を維持できるとは限らない
 - ▶ **長期的な信認の維持が政策運営の根幹**
 - ▶ 危機時に事態を収束する「**コンティンジェンシープラン**」の準備が必要
- ▶ 信認維持により、経済混乱を回避した上で、**必要な政策には財源を積極的に振り向けるべき**
 - ▶ **所得再配分** ⇒ 格差是正、出生率の向上などにより、総需要を喚起
 - ▶ **成長戦略** ⇒ IT, AI, フィンテックなど新技術体系の普及促進
 - ▶ **気候変動対策、再生エネルギー、福島第一の事故処理など**

-
1. 日本経済の現状
 2. デフレ均衡は持続できるか
 3. **信認の維持について**
 4. 金融政策： 意図せざる帰結としてのデフレ



財政への信認

- ▶ 財政への信認が維持される
 - ⇒ 国債の「超過的価値」が維持される
 - ⇒ $r < g$ が継続できる
 - ⇒ 国債比率（＝国債／GDP）が超長期で安定化
（ただし、プライマリーバランスをゼロまたは黒字にできれば）

- ▶ 財政への信認とは？
 - ▶ 政府が財政規律を喪失しない、という信頼感
 - ▶ 「財政再建を完遂する」という政府の意思に対する信頼感

信認維持の例：「竹中プラン」の教訓

- ▶ 「不良債権処理の完遂」という政府の意思への信認を確立
- ▶ 竹中プラン： 銀行の時価評価の徹底と公的資本の強制注入
 - ▶ DCF法による評価と税効果会計の厳格化
- ▶ 竹中プランの発表と発動（りそな、足利）
 - ⇒ 政府の意思に対する信認の確立
 - ▶ 銀行による自発的な巨額増資（資本増強）、合併再編
 - ▶ 銀行による自発的な損失処理（＋ 産業再生機構）
- ▶ 信認確立により、不良債権処理が自発的に進捗

信認確立の方策

① 「プライマリーバランスの赤字が増え続けない状態にする」

▶ $r < g$ であれば財政再建実現できる

▶ 財政再建の条件: **プライマリー赤字に上限があること**

▶ 「財政再建が実現できる」と予想されれば、
国債に超過価値が生まれ、実際に $r < g$ を実現できる

(ただし、「**民間部門の不確実性が高い経済**」であることが、 $r < g$ の大前提)

② $r > g$ に備え「危機対応プラン (Contingency plan)」を準備

▶ 歳出停止項目のトリアージなど

▶ 「危機対応プラン」を示すことで政府に対する信認を確立
(必ずしも実際には発動しない)

危機 ($r > g$) の態様

- ▶ **ファンダメンタルな要因による金利上昇**
 - ▶ 民間経済の不確実性が低下。民間投資が活発化 ⇒ 国債の売りが増加。
 - ▶ この場合、景気過熱するので、税収も増え、増税や歳出カットも容易。
 - ▶ 債務残高が多いため財政困難化 (⇒ 危機対応プランの部分的発動)
- ▶ **海外要因による金利上昇**
 - ▶ 海外での紛争、経済危機等で金利上昇の圧力の高まり。
 - ▶ 日銀のゼロ金利で円安 ⇒ 景気過熱
 - ▶ 増税や歳出削減は容易 (⇒ 危機対応プランの部分的発動)
- ▶ **信認喪失による金利上昇**
 - ▶ 政府の財政規律への信認喪失で国債・通貨からドル等へ資本逃避。
 - ▶ 急激な金利上昇の圧力。日銀が金利を抑えると、インフレが制御不能に。
 - ▶ 危機対応プランの全面的な発動が必要

危機対応プラン

～ 歳出削減項目のトリアージ

- ▶ 財政破綻時の対応策の検討
 - ▶ 東京財団(2013)「財政危機時の政府の対応プラン」
 - ▶ 小林編著(2018)「財政破綻後 ― 危機のシナリオ分析」
- ▶ 危機対応プランのアウトライン
 - ▶ 直後の救命措置
 - ▶ **市場混乱の收拾プラン**（日銀による国債引き受け、金融システム対策）
 - ▶ 短期的な止血処置
 - ▶ 予算の執行停止
 - ▶ あらかじめ(危機前に)、歳出削減の優先順位づけ(トリアージ)をするべき
 - **歳出項目のトリアージ**（省庁横断的なプラン作成が必要）
 - ▶ 長期的な体質改善
 - ▶ 恒久的な増税と歳出削減により、**GDP比14%程度の財政収支改善**

危機対応プランが財政危機を招く？

▶ よく聞かれる説

▶ 「危機対応プランを政府が作っている」と知られると、市場が動揺し、財政危機が現実になってしまうのではないか。

▶ $r < g$ の均衡経路にあれば危機は起きない

▶ $r < g$ であれば「国債は漸減する」との合理的期待が存在

▶ 危機対応プランが引き起こす市場の動揺は抑えられる

▶ 「プランの準備は財政の信頼性を高める」との期待形成

補足： $r > g$ の下で長期的に必要な収支改善幅

- ▶ 債務比率を $r > g$ の下で100年後に一定レベルで安定させるには？
 - ▶ GDPの7% (約35兆円、消費税率約15%分) の収支改善が必要
(財政審資料)
 - ▶ GDPの14% (約70兆円、消費税率約30%分) の収支改善が必要
(Hansen and Imrohroglu 2012)
 - ▶ 消費税率を約53%にすることが必要との試算もある (Braun and Joines 2016)
- ▶ 財政収支の穴を、下記のいずれかで埋める必要がある
 - ① 成長による税収増、
 - ② 歳出削減 (社会保障費等)、
 - ③ 増税 (消費税等)、
 - ④ インフレ (実質的な資産課税)
 - ▶ インフレで穴埋めするには？
 - ▶ 物価が3倍になると、債務比率は適正水準 (60%、ネット債務)

-
1. 日本経済の現状
 2. デフレ均衡は持続できるか
 3. 信認の維持について
 4. 金融政策： 意図せざる帰結としてのデフレ



ネオ・フィツシエリアンの説明 ～ ゼロ金利がデフレを長引かせる？ ～

- ▶ 実質金利 r は、均衡ではプライマリーバランスで決まる
- ▶ 名目金利 i は、フィッシャー方程式をみます。

$$i = r + \pi$$

- ▶ ただし、 π は期待インフレ率
- ▶ ゼロ金利政策で $i = 0$ に固定すると、フィッシャー方程式より

$$\pi = -r$$

- ▶ **実質金利 r がプラスの値なら、インフレ率 π はマイナス**

金融・財政政策の本来の意図

～「ネオ・フィッシャーianは誤り」と思われてきた理由

- ▶ コミットメント
「インフレターゲットが達成されるまで拡張的政策を続ける」
- ▶ コミットメントは、必ずインフレを実現するはず
 - ▶ 背理法
 - ▶ 「拡張型政策を続けても、インフレターゲットが達成されない」と仮定する
 - ▶ 均衡で $r > g$ ならば、政府債務(実質値)は r の率で増え、GDPは g で増える
 - ▶ それが続くと、債務比率は無限大に飛ぶ
 - ▶ 矛盾！
 - ▶ よって、いつか必ず、インフレターゲットが達成される。

$r < g$ の経済ではネオ・フィッシャーianが成立

- ▶ $r < g$ では背理法は成立しない
 - ▶ 政府日銀がインフレターゲットにコミットして拡張政策を続けるとき
 - ▶ 政府債務は r で増え、GDPは g で増える。
 - ▶ $r < g$ のとき、債務比率は有限のまま。
 - ▶ 矛盾は生じない。
- ▶ 「政府日銀はインフレターゲットにコミットしているにもかかわらず、ゼロ金利と拡張型財政政策のもとで、デフレが続く」という状態が均衡になる
 - ▶ インフレターゲットは永久に達成されず、
 - ▶ ゼロ金利とデフレが長期的に続く

まとめ ～ 長期停滞への処方箋

- ① 日本経済の現状
 - ▶ 生産性の大きな上昇がなければ、1%成長が続く
- ② デフレ均衡は維持できるか
 - ▶ 民間の不確実性が高い経済では、 $r < g$ となる
 - ▶ 財政への信認が維持されれば、デフレ均衡が続く可能性ある
- ③ 信認の維持について
 - ▶ プライマリーバランスの黒字化(赤字縮小)が必要
 - ▶ 危機対応プランを用意することで信認が高まる
 - ▶ 危機対応プランの作成は、危機を誘発しない
- ④ 金融政策： 意図せざる結果としてのデフレ
 - ▶ $r < g$ の経済では、永久に拡張政策が続いても矛盾は起きない
 - ▶ インフレターゲットにコミットしても、ゼロ金利とデフレが続き得る

ご清聴ありがとうございました。

本日申し上げたことはあくまでも個人の見解であり、必ずしも所属する組織の見解ではありません。