

# 名目価格体系の 長期的な“歪み” を読み解いてみた いのだが・・・

近頃私は、現代の経済学者諸氏が古典派の教えの中には非常に重要ないくつかの不朽の真理が含まれていることを思い起こしてくれたら、と感じている。(中略)もしわれわれがシステムから古典派の処方した教えを一掃してしまうなら、その時我々は便宜から便宜へと漂い、再びもとの健康を取り戻すことはできなくなってしまうかもしれない。(ケインズ、1946年)

2018年12月6日

一橋大学 齊藤誠

# 標準的(古典的)な物価理論から長期的に乖離する日本の物価動向

## • 貨幣数量説からの乖離

- 貨幣需要が安定していると、物価水準は貨幣数量に比例するはずだが...

## • 物価水準の財政理論(FTPL)からの乖離

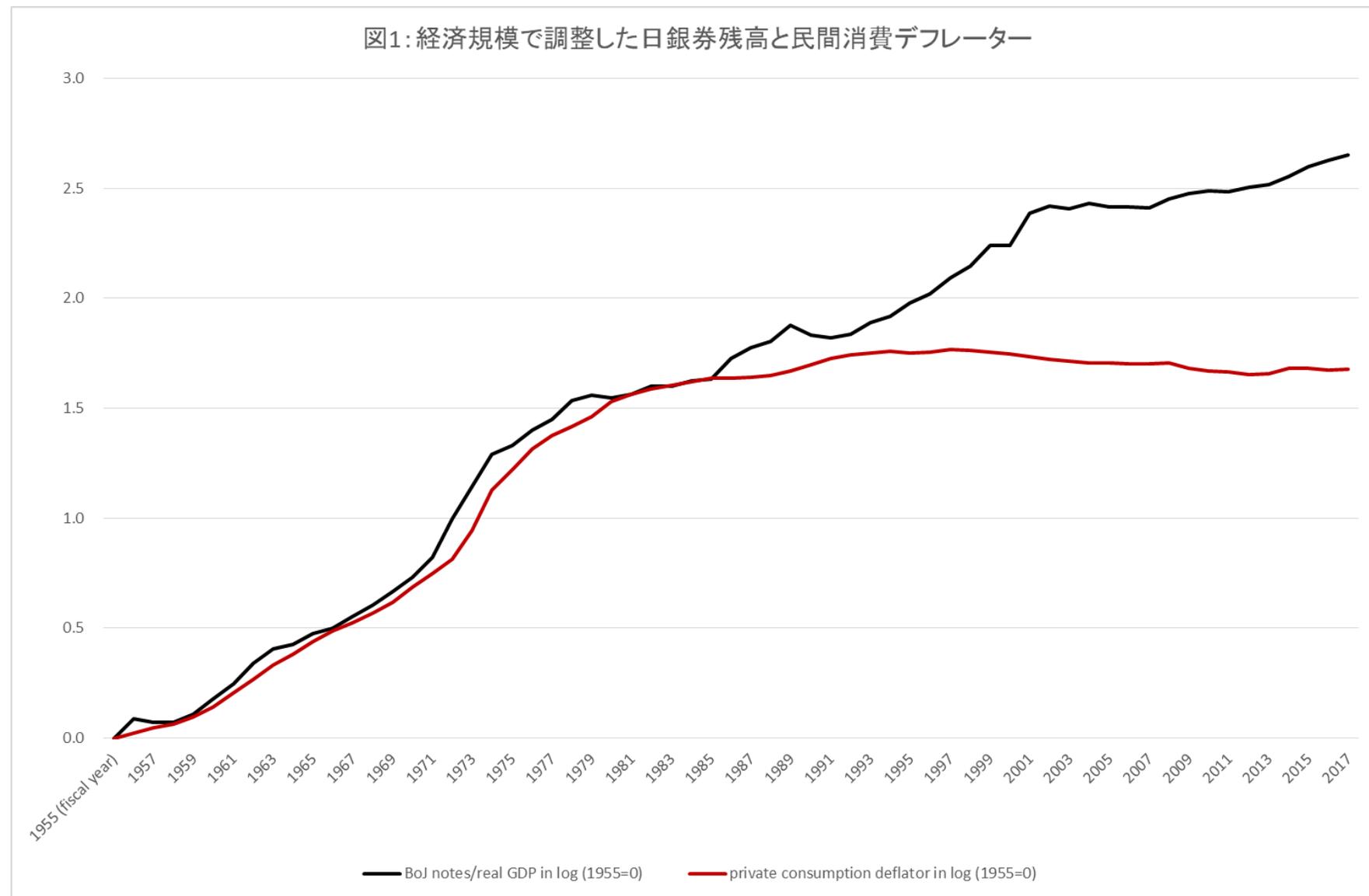
- 政府の予算制約が満たされ、財政余剰が安定していると、物価水準は公債名目残高に比例するはずだが...
- さらに、財政余剰が悪化するにつれて、物価水準は上昇するはずだが...
- もしかすると、政府の予算制約が満たされていないのではないだろうか...

## • 実際の「物価の安定」≠ イールドカーブから予測される「物価の上昇」

- 過去30年間、実際の物価動向は、非常に安定して若干デフレ気味に推移している。
- しかし、16年以降を除けば、イールドカーブは右上がり推移し、物価の上昇傾向が予想されてきた。

# 物価と日銀券

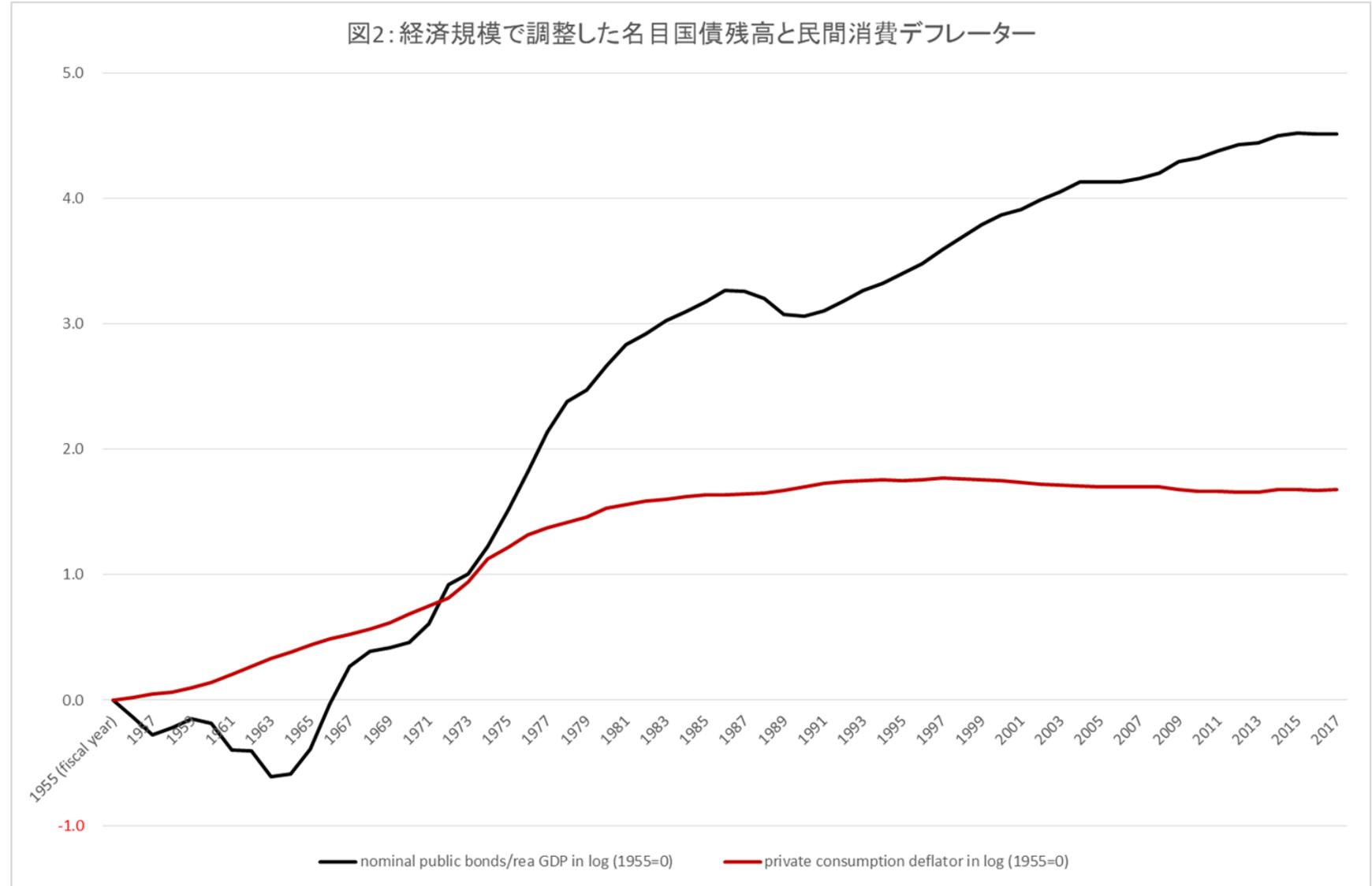
- 1980年代半ばまでは、物価水準と貨幣数量が同じテンポで上昇してきた。
- しかし、1980年代半ば以降、物価上昇のテンポが鈍ってきた。
- 1990年代半ば以降は、貨幣数量が急増する一方、物価は緩やかに低下してきた。



# 物価と国債

- 1970年代初頭までは、国債の規模が拡大するテンポよりも、物価が上昇した。
- 逆に、1970年代半ば以降、国債の規模が拡大するテンポよりも、物価上昇のテンポが鈍ってきた。
- すなわち、国債の実質残高増を抑制するような物価上昇は起きなかった。
- 1980年代後半を除いて基礎的収支は、赤字基調にあった。

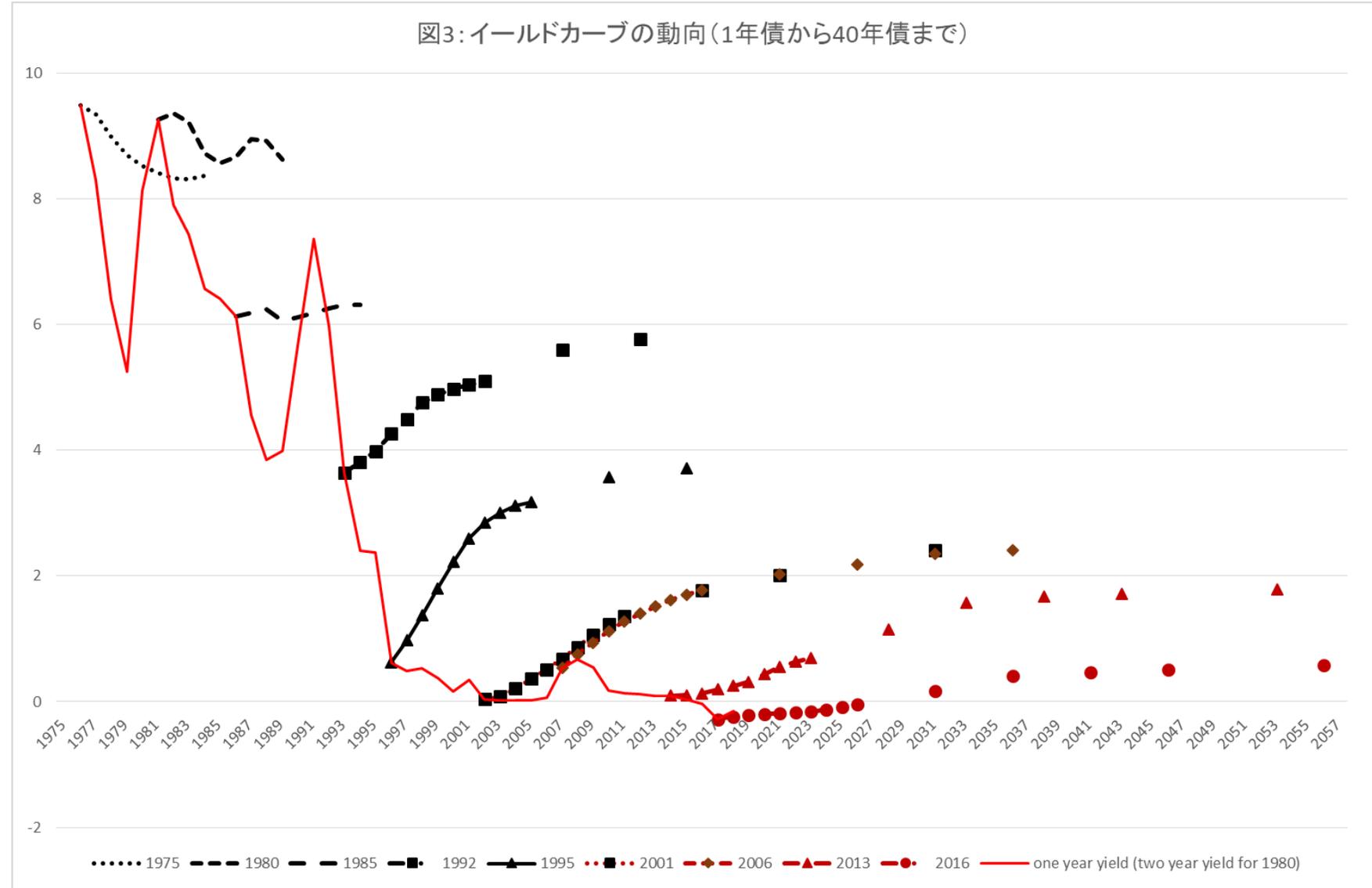
図2: 経済規模で調整した名目国債残高と民間消費デフレーター



## 結構急なイールドカーブ （ここでは、超長期の イールドにも着目）

- 緩やかなデフレと整合的なイールドカーブは、ゼロ金利でフラットなものだが...
- 1980年代までは、高い水準でフラットであった。
- 1990年代に短期金利がゼロ近傍まで低下する状況にあっても、イールドカーブは急なスロープを保ってきた。
- 2016年以降、ようやくゼロ近傍でフラットなイールドカーブが表れてきた。

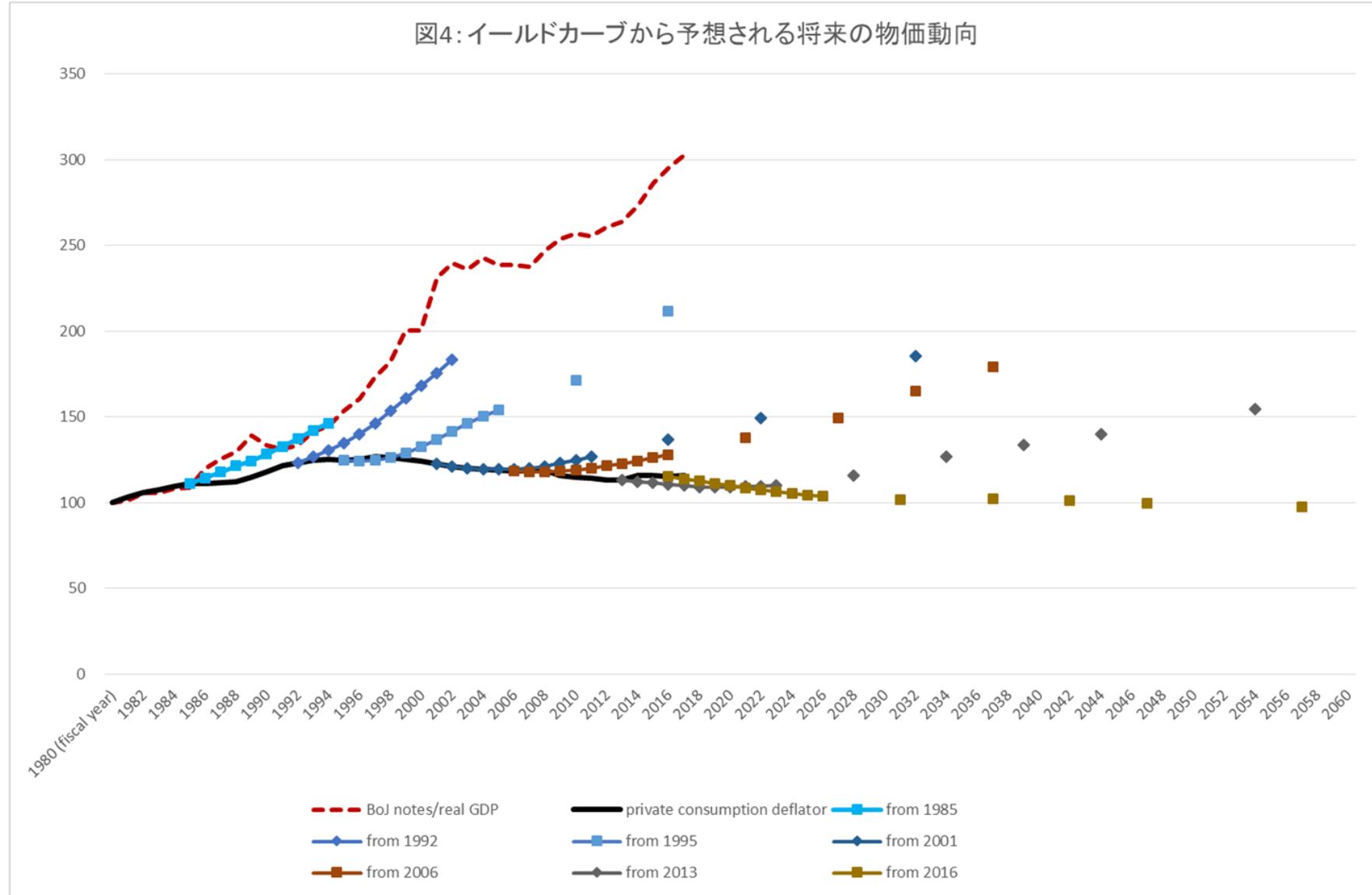
図3: イールドカーブの動向(1年債から40年債まで)



# 予想されるインフレ 基調と実際のデフ レ基調

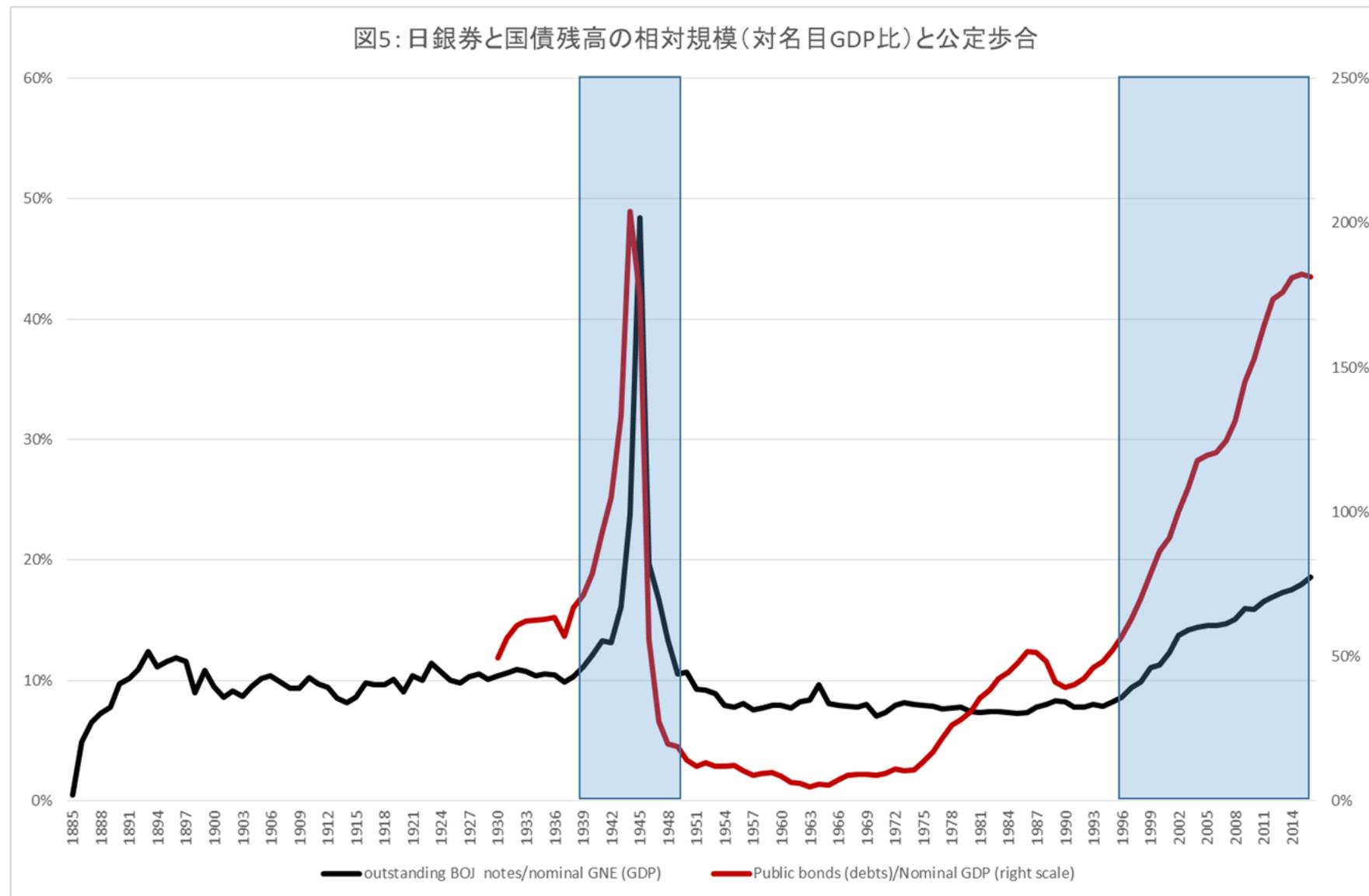
- 急なイールドカーブから予想される「緩やかなインフレ基調」は、実際の「緩やかなデフレ基調」によって常に裏切られてきた。
- 長期に予想された物価経路は、貨幣数量に整合的な物価経路と実際の物価経路の間に位置してきた。

図4: イールドカーブから予想される将来の物価動向



# 日本経済史から： 物価水準の顕著な 上方修正で債務問題 を一挙に解消

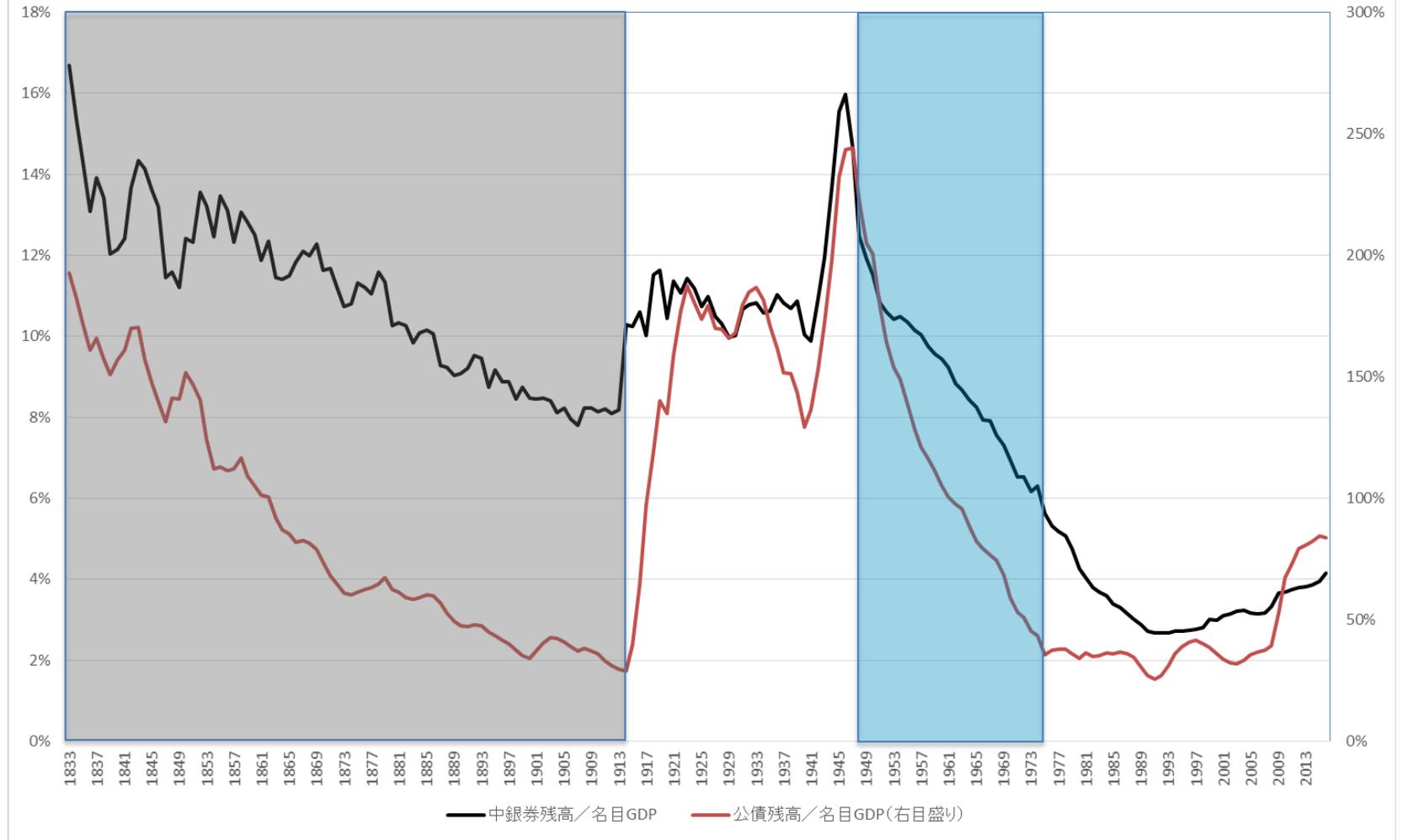
- 1937年からの統制経済下の物価や金利の相対的な安定の下で日銀券や国債の相対規模は急拡大した。
- 一方、1945年から1951年にかけては、物価水準が100倍となって債務問題が解決した。



# 英国経済史から： 基礎的収支の継続 的な黒字で時間を かけて債務問題を 解消

- 19世紀から20世紀初頭は、安定した成長、物価、金利の経済環境において基礎的収支の黒字で債務問題を解消してきた。
- 1950年代から1970年代半ばまでは、調整インフレの部分があったものの、基礎的収支の持続的な改善が債務問題解決に寄与してきた。

図6: 中銀券と公債の対名目GDP比—英国の場合



	名目金利と名目成長率	基礎的収支の対GDP比
1833年から1914年	3.4% > 2.4%	2.7%
1948年から1975年	2.2% < 4.7%	5.2%

もし、物価がおおむね安定して推移するものの、ほんのわずかな確率（例えば年4%）で物価が数倍になるならば、

- **不都合な諸事実**は、読み解くことができるのであるが・・・
  - 日銀券や公債の相対的拡大下の物価安定
  - 右上がりのイールドカーブ
  - 継続的な基礎的収支の赤字
- 「**足元の物価安定期待**」と「**遠い先の物価上昇予想**」の同居
  - 「来年、物価が高騰する」という帰無仮説は5%有意水準で棄却される。
  - しかし、向こう30年までに70%の確率で物価水準は高騰する。
- たとえば、物価が3倍になれば、**古典的な世界**に復帰・・・
  - 日銀券残高／名目GDPは8%に：貨幣数量説の回復
  - 国債残高／名目GDPは6割程度に：政府予算制約の回復

# 読み解いてみて、どうすべきなのであろうか...

- 「なんてとぼけたことを！」といわれてしまいそうだが、非常に長期の視点で見てきた議論は、何らかの外的ショックで**名目体系の調整を余儀なくされる範囲の最大限**を示唆しているように思う。
- 金融や財政の極端な緩和の効用を説く人々は、将来、いつかどこかでこうした**大規模かつ急激な調整がある可能性を覚悟すべき**なのだと思う。
- ただし、終戦直後に物価が「数年で数十倍」という物価高騰で債務問題を一挙に解消できたのも、政治的には占領下、経済的には閉鎖経済下だったからであろう。**現在の日本の政治・経済環境では、そうした条件は整っていない。**
- だからこそ、書生じみた提案と思われるかもしれないが、実はケインズのような人が奨めるであろうこととして、英国が19世紀、20世紀にやってきた**継続的な基礎的収支の改善で長い時間をかけて債務問題を解消していく**ことは、私たちの社会にとって、大変に重要な代替的選択肢なのではないであろうか。