

新しい 物価理論

物価水準の財政理論と金融政策の役割

渡辺 努・岩村 充 著



岩波書店

— 橋大学経済研究叢書 52 —

渡辺 努・岩村 充 著

新しい物価理論

—— 物価水準の財政理論と金融政策の役割 ——

岩 波 書 店

新しい物価理論

〔一橋大学経済研究叢書 52〕

2004年2月20日 第1刷発行

著者 わたなべ つとむ いわむら みつる
渡辺 努 岩村 充

発行者 山口昭男

発行所 株式会社 岩波書店
〒101-8002 東京都千代田区一ツ橋 2-5-5

電話 案内 03-5210-4000
<http://www.iwanami.co.jp/>

印刷製本・法令印刷 カバー・精興社

© Tsutomu Watanabe and Mitsuru Iwamura 2004
ISBN 4-00-009728-8 Printed in Japan

図<日本複写権センター委託出版物>本書の無断複写は、著作権法上での例外を除き、禁じられています。本書からの複写は、日本複写権センター(03-3401-2382)の許諾を得て下さい。

経済研究叢書発刊に際して

経済学の対象は私たちの棲んでいる社会である。それは、自然科学の対象である自然界とはちがって、たえず変化する。同じ現象が何回となく繰返されるのではなくて、過去のうえに現在が成立ち、現在のうえに将来が生みだされるという形で、社会の組立てやそれを支配する法則も、時代とともに変ってゆくのが普通である。したがって私たちの学問も時代とともに新しくなってゆかねばならぬ。先人の業績を土台として一つの建造物をつくりあげたと思った瞬間には、私たちは新しい現実のチャレンジを受け、時には全く新しい問題の解決をせまられるのである。

いいかえれば経済学者は、いつも摸索し、試作し、作り直すという仕事を、性こりもなく続けなければならない。経済研究所の存在意義も、この点にこそあると思われる。私たちの研究所も、一つの実験の場である。あるいは、所詮完全なものとはなりえない統計を、すこしでも完全なものに近づけることに努力したり、あるいは、その統計を利用して現実の経済の動きの中に発展の法則を発見しようとしたり、あるいは、分析の道具そのものをみがくことに専念したり、あるいは、外国の経済の研究をとおして日本経済分析のための手がかりとしたり、あるいは、先人のきわめようとした原理を追求することによって今日の分析のための参考としたり、私たちの仕事はきわめて多岐にわたる。こうした仕事の成果を、その都度一書にまとめて刊行しようというのが本叢書の趣旨にほかならない。ときには試論の域を出でないものがあるとしても、それは学問の性質上、同学の方々の鞭撻と批判を受けることの重要さを思い、あえて刊行を躊躇しないことにした。ねがわくば、読者はこの点を諒承していただきたい。

本叢書は、一橋大学経済研究所の関係者の筆になるものをもって構成する。必ずしも定期の刊行は予定していないが、一年間に少なくとも三冊は上梓のはこびとなろう。こうした専門の學術書は、元来その公刊が容易でないのだが、私たちの身勝手な注文を心よくききいれて出版の仕事を受諾された岩波書店と、研究調査の過程で財政的な援助を与えられた東京商

科大学財団とには、研究所一同を代表して、この機会に深く謝意を表したい。

1953 年 8 月

一橋大学経済研究所所長

都 留 重 人

は し が き

日本が経験しているのは、経済のファンダメンタルズに対する自信の喪失と、物価水準の低落の同時進行である。

一国の経済についての人々の見方は強気になることもあるし弱気になることもある。また、貨幣価値は上昇することもあるし低落することもある。だが、経済についての見方が弱気になる一方で、貨幣価値の上昇(物価水準の低落)が進行することは珍しい。多くの人の直感は、強い経済の下でその国の通貨は強くなり、弱い経済の下で通貨は弱くなるというものだろう。日本で起こっているのは、そうした直感の逆を行く現象なのである。

本書の問題意識は、このような日本の現象がなぜ起こっているのか、それを解き明かす物価理論を探そうというものである。

ところで、強い経済の下では通貨も強く、弱い経済の下にある通貨は弱いという直感の背後にあるのは、貨幣価値はその国の経済力によって支えられているはずだという考え方だろう。このような考え方は、ケインズが『貨幣論』の中でマーシャルやピグーらのケンブリッジ数量方程式として紹介している議論にもみることができる。彼らの議論では、社会の「総資力」から貨幣に対する要求を満たすために取り分けた「資力」を想定し、貨幣価値は、この「資力」を「貨幣量」で割ったものであるとされる。ここで、社会の総資力から貨幣価値維持のための資力を取り分けるシステムが存在し、それが、例えば、社会全体の経済力に比例して貨幣価値維持のための資力を取り分けるというような単純なものであるとすれば、強い経済の下にある通貨は強く、弱い経済の下にある通貨は弱くなるはずである。

しかし、日本で起こっているのは、その逆の現象である。これは、貨幣価値維持のための資力を取り分けるシステムが、そう単純なものではなく、したがって、その日本の問題を理解することは、貨幣価値を支えるシステムの理解につながるということも示すものである。私たちが、本書で考えたいのは、このシステムの問題なのである。

金本位制の下での貨幣価値を考えてみよう。貨幣を支える資力の重要な部分が金準備であることは明らかであろう。だが、貨幣を支えている資力はそれだけではない。中央銀行が企業や銀行そして政府への債権を保有していれば、それも貨幣を支える資力だということになるだろう。さらに、人々が貨幣制度を支えるスポンサーとして政府をみているとすれば、そうした政府の信用全体が貨幣を支える資力ということになる。

現代の管理通貨制でも同じことである。貨幣は中央銀行の資産だけによって支えられているのではなく、中央銀行制度を設計運用する国の統治機構全体への信用によって支えられている。貨幣を支える資力とは、貨幣制度全体への信用であり、より具体的には、中央銀行を含む広義の政府の意志と能力に対する信用なのである。

一方、そうした政府への信用に支えられている債務は貨幣だけではない。国債も、貨幣と同じく、政府への信用に支えられた債務である。貨幣を支える資力には中央銀行の資産だけでなく政府への信用も含まれるのだと考えるとすれば、その資力が支える債務として、貨幣だけでなく国債をはじめとする様々な政府債務を視野に入れておかなければならないだろう。

私たちは、経済の問題を考えるのに財政と金融の各々の役割を区別するという二分法になじんできた。だが、貨幣価値を維持するための資力という観点から問題を考え始めると、財政と金融を別々のものと考えた二分法では捉えきれない財政と貨幣価値との関連に改めて眼を向けざるを得なくなる。こうした観点から貨幣価値すなわち物価水準についての理論の再構築を行おうとする試みとしては、財政金融の二分法の理論的盲点を指摘した、サージェントとウォレスによる1981年の論文“Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”がある。だが、財政と物価水準との関連性についての研究が本格的に行われるようになったのは、1990年代半ば以降のことであり、その背景には、新興市場経済で相次いだインフレと通貨危機が、貨幣価値を支えるものとしての政府の統治能力に人々の注目を集めさせたという事情がある。このように財政と物価水準との関係に注目する議論は、FTPL (Fiscal Theory of the Price Level) とよばれる理論体系を形成し

つつある。

ところで、もし FTPL がインフレを説明する理論たり得るのなら、インフレの逆の現象、つまりデフレをも説明できるのではないだろうか。インフレを説明する理論ならデフレを説明する理論としても有用なのではないだろうか。それが、本書を書いてみようと思った筆者たちの発想の出発点である。

本書の各章は次のように構成されている。

第 1 章は、筆者たちが財政と金融そして貨幣価値の問題を考えていくうちに理論としての FTPL に会うまでの発想の道筋を、理論的というよりは直感的な分かりやすさを優先してまとめたものである。FTPL は新しい物価理論であり、したがって、その理論が、どの程度の幅と広さで現実にあたるのかについて、多くの読者はなかなか「相場観」がつかめないはずである。第 1 章で筆者たちが提供したいのは、その相場観である。この章が、すでに歴史の中の制度になってしまっている金本位制から議論を開始しているのは、理論の有効性に関する相場観を読者と共有するためには、現代の貨幣制度と歴史の中の貨幣制度との間で共通する原理がないかどうかを点検しておくことが重要だと考えたからである。

第 2 章から第 4 章では、FTPL の基本的なアイデアを筆者たちの視点から整理した上で、日本のデフレ現象をも扱えるような、より広い分析枠組みへと拡張することを試みる。リカードは、「政府債務の増加に対して現在価値でちょうどそれに見合うだけの増税を将来のどこかの時点で実行する」(その逆に債務の減少に対しては同額だけ減税する)という原理に則って財政運営が行われると考え、それを前提として有名なリカードの等価定理を主張した。リカードの仮定した財政運営のスタイルは「リカーディアン・レジーム」とよばれ、伝統的な貨幣経済学で物価決定を論じる際には常にこの仮定が用いられてきた。だが、この仮定がいつでもどこでも満たされるという保証はなく、現に通貨危機などいくつかの重要な事例では満たされていないことが確認されている。第 2 章の主な課題は、このレジームから乖離した状況を想定し(「非リカーディアン・レジーム」)、そこでの物価決

定の仕組みを分析することである。第2章で詳しく論じるように、ひとたびリカーディアンンの仮定から離れると、物価水準や為替相場の決定について新たな視界が拓け、これまで不可思議とされてきた現象や制度について説得的な理解を得ることができる。

財政運営のスタイルについて新たな視点を取り入れることで物価決定の議論に広がりを与えてきたのが90年代後半以降のFTPLの貢献であるとすれば、第3章と第4章で展開される議論は、財政だけでなく金融政策運営についても新たな視点を持ち込もうとする試みである。従来型のFTPLでは名目利子率が常に均衡実質利子率(あるいは自然利子率)に一致していると仮定されてきた。経済の実物部門に起因する自然利子率の変動に対して名目利子率をきちんと追跡させることが物価安定につながるという、ヴィクセルの主張を踏まえれば、従来型のFTPLは「ヴィクセリアン・レジーム」の枠の中で展開されてきたと言える。しかし自然利子率の変動を名目利子率が常に追跡できるとは限らない。例えば、90年代後半以降の日本経済が経験したように、名目利子率がゼロを下回らないという制度的な制約がネックになって自然利子率のトラッキングに失敗することもあり得る。第3章と第4章の狙いはFTPLの議論を「非ヴィクセリアン・レジーム」へと拡張することである。

具体的には、第3章では財政のスタイルをリカーディアンに限定した上でヴィクセリアンと非ヴィクセリアンの比較を行う。続く第4章では、今度は財政レジームを非リカーディアンとした上で金融政策レジームについて同様の比較を行う。この2つの章での分析を通じて、日本が経験してきた流動性の罫の下でのデフレーションの仕組みや、それに対する政策的な処方箋について議論を展開する。

最後に第5章では、前章までとは観点を変えて、現在の制度の中で何が起こるかではなく、現在の制度を変えると何が起こるかを考える。取り上げるのは、名目価値減価型の貨幣の可能性と、様々な外生的ショックの中で貨幣を安定的に維持するような政府行動をビルトインする制度的な可能性についてである。そこで得られる結論の一つは、金本位制とは異なるが金本位制と原理的に通じるところのある貨幣制度設計の合理性であるが、

これは中央銀行が貨幣を発行するに際し買い入れる資産として何が適切かという問題に対して、国債を最も健全な資産であるとする「常識」に疑問をさしはさむものでもある。

FTPLの研究で先駆的業績を挙げているシカゴ大学のコ克蘭教授は、2003年1月に発表した論文の中で、貨幣経済学の分野で過去10年間に起きた変化は“perhaps as deep as those of any decade in the 20th century, including the decades of Irving Fisher’s and Milton Friedman’s seminal contributions to the quantity theory”と述べ、その変化のひとつとしてFTPLを挙げている。もちろん、この評価が正しいかどうかを判断するにはまだまだ多くの時間が必要であろう。ただ、流動性の罫の下でのデフレという日本経済の状況にFTPLを適用しようと試みた筆者たちの実感からすると、通貨危機や戦時インフレなど貨幣価値の下落現象を念頭において開発されたFTPLは、理論の発展の方向がそうした現象に強く引きずられている傾向があり、汎用性に欠けるとの悩みがあった。

本書の検討によって、インフレのみならずデフレを理解するための理論としてのFTPLの可能性を読者に伝えることができれば、この新しい理論が日本の現在の困難を解決する一助になるのではないかと考えた筆者たちの狙いは、すでに十分過ぎるほど果たせたことになる。

本書の執筆に当たっては多くの方々から助言をいただいた。特に、青木浩介、植田和男、林文夫、福井俊彦、Toni Braun、Andy Levin、Michael Woodfordの各氏とは、本書に関連する論文作成の過程で議論する機会を得ることができ、本書執筆の有益なヒントを頂戴した。また、本書第3章に関連する論文の共同執筆者でもあるJung Taehun、寺西勇生の両氏との議論は有益であった。さらに、白塚重典、藤木裕、工藤健の各氏には本書の草稿に目を通していただき詳細なコメントを頂戴した。これらの方々に対して心よりお礼申し上げたい。

なお、本書第1章は富士通総研『Economic Review』2003年10月号掲載の「政府の貨幣価値コミットメントと金融政策の限界」を、また第3章

は『経済研究』第51巻第4号掲載の「流動性の罫と金融政策」をもとに改稿したものである。これらの論文の作成過程で頂いた様々な助言と協力にも改めてお礼申し上げる次第である。

本書は、一橋大学経済研究叢書第52巻として刊行させていただくものである。ところで、一橋大学経済研究叢書で物価を論じる機会を与えられたからには、その第17巻『現代価格体系論序説』(1965年)を執筆された故高須賀義博博士の業績に言及しなくてはならない。経済を政府部門と民間部門に分け、その両者のバランスの変化が貨幣と実物財との価格変動すなわち物価水準の変動を引き起こすと考えたFTPLの議論は、経済を独占的な大企業と非独占企業に分け、両者の生産性格差が生産要素の偏在を生み物価変動を引き起こすと論じた高須賀博士の物価決定論に通じるものがあるからである。政府とは税率という非競争的価格で公共サービスを供給する独占企業のようなものだと考えれば、そうした政府の行動は物価水準の決定に無関係なはずがないが、これはFTPLのアイディアそのものではないだろうか。もとより、FTPLの枠組みは博士の提示したものとは大きく異なっている。しかし、分析の枠組みこそ異なっても、物価が貨幣量だけで決まるという見方を排し、部門間の生産性格差が物価水準に与える影響に注目した博士の先見性と独創性から筆者たちが得たものは大きい。

1991年に逝去された博士の13回忌に当たる2003年に、博士が価格決定論を展開されたその一橋大学経済研究叢書で物価の問題を論じるのを許されたことへの感謝を、この序文を借りて記しておきたいと思う。

2003年11月

渡 辺 努
岩 村 充

目 次

はしがき

第1章 誰が貨幣価値を支えているのか	1
1.1 はじめに	1
1.2 金本位制の世界	2
1.2.1 貨幣価値を支えていたもの	2
1.2.2 政府の統合バランスシート	7
1.2.3 アンカーとしての金	12
1.3 FTPL——物価水準の財政理論	16
1.3.1 物価決定における財政の役割	16
1.3.2 物価決定における金融政策の役割	19
1.3.3 企業金融とのアナロジー	24
1.4 政府と中央銀行	27
1.4.1 政府とそのコミットメント	27
1.4.2 政府の信用と貨幣の信用	32
1.5 金本位制から現代まで	36
第2章 FTPLの道具箱	39
2.1 財政と貨幣価値のリンク	39
2.1.1 戦時インフレ	39
2.1.2 新興市場経済における通貨危機	43
2.1.3 本章の構成	47
2.2 最小限のモデル	47
2.2.1 財政に関する均衡条件式	47
2.2.2 財政政策ルール	51
2.3 多期間モデル	56
2.3.1 多期間モデルへの拡張	57

2.3.2	リカーディアン型財政政策ルール	61
2.3.3	物価を決めるのは金融政策か財政政策か	65
2.3.4	リカーディアン型か非リカーディアン型か	70
2.4	多国モデル	79
2.4.1	2 国 1 財モデルへの拡張	81
2.4.2	変動相場制	83
2.4.3	固定相場制	86
第 3 章 ゼロ金利下の政策コミットメント (I)		91
3.1	はじめに	91
3.2	日本銀行のゼロ金利政策	97
3.2.1	ゼロ金利政策の意図	97
3.2.2	ゼロ金利継続のコミットメント	98
3.2.3	ゼロ金利解除の条件	102
3.3	ゼロ金利制約に関する研究	106
3.3.1	クルーグマン仮説	106
3.3.2	名目長期金利の引き下げ余地を巡る議論	110
3.3.3	ゼロ金利を回避するための事前措置	112
3.4	ゼロ金利下の最適金融政策	114
3.4.1	数 値 例	115
3.4.2	中央銀行の最適化問題	117
3.4.3	公 約 解	121
3.4.4	シミュレーション	123
3.4.5	ゼロ金利解除の条件	128
3.4.6	サマーズ効果	133
3.5	結 び	136
第 4 章 ゼロ金利下の政策コミットメント (II)		139
4.1	はじめに	139
4.2	流動性の罫と財政コミットメント	140
4.2.1	国債金利の下限	140
4.2.2	国債金利と金融政策——2 つの事例	149

4.3 物価水準の決定モデル	157
4.3.1 民間経済	159
4.3.2 政府・中央銀行の予算条件式	160
4.3.3 物価決定式	162
4.4 比較静学	166
4.4.1 ゼロ金利制約がバインディングになる条件	166
4.4.2 今日のデフレか明日のデフレか	170
4.4.3 クルーグマンの処方箋再考	172
4.5 最適な政策コミットメント	174
4.5.1 テイラールール	174
4.5.2 最適な金融政策ルール	177
4.5.3 最適なポリシーミックス	182
4.5.4 シミュレーション	184
4.6 結 び	190
 第5章 代替的な制度	 193
5.1 はじめに	193
5.2 ゲゼル型貨幣	193
5.2.1 ゲゼルの提案	193
5.2.2 名目金利マイナスの効果と限界	199
5.3 リカーディアンの政府	203
5.3.1 インデックス国債と貨幣のレジデュアル性	203
5.3.2 契約型リカーディアン	207
5.3.3 公約型リカーディアン	213
5.3.4 自己安定型リカーディアン	219
5.3.5 貨幣リザーブ確保の制度的枠組み	226
5.4 結 び	229
 参考文献	 231
索 引	239

図 目 次

図 1.1	最適な政府規模	28
図 2.1	日本の物価, 1830-1999 年	40
図 2.2	オーストリアのハイパーインフレ, 1921-24 年	43
図 2.3	能動型金融政策ルール	67
図 2.4	受動型金融政策ルール	67
図 2.5	非リカーディアン型財政政策ルール	69
図 3.1	コール翌日物の推移	99
図 3.2	インプライド・フォワード・レートの推移	99
図 3.3	ショックに対する最適な反応($\rho=0$ の場合)	126
図 3.4	ショックに対する最適な反応($\rho=0.1$ の場合)	128
図 3.5	ショックに対する最適な反応($\rho=0.3$ の場合)	129
図 4.1	米国の国債価格支持政策, 1942-51 年	150
図 4.2	国債金利とインフレ率	154
図 4.3	ゼロ金利政策の継続期間に関する市場の予想	155
図 4.4	最適金融政策(自然利子率が正の場合)	185
図 4.5	最適金融政策(自然利子率が負の場合)	187
図 4.6	最適ボリシーミックス	189
図 5.1	ゲゼル型貨幣と金融政策	201
図 5.2	リスク移転契約の効果——流動性の罠に陥っていない場合	212
図 5.3	リスク移転契約の効果——流動性の罠に陥っている場合	213
図 5.4	消費者物価上昇率, 1881-1995 年	225

表 目 次

表 1.1A	中央銀行のバランスシート	3
表 1.1B	日本銀行のバランスシート	3
表 1.2A	中央銀行のバランスシート	5
表 1.2B	中央銀行のバランスシート	5
表 1.2C	中央銀行のバランスシート	5
表 1.3A	政府と中央銀行の連結バランスシート	7
表 1.3B	政府と中央銀行の連結バランスシート	11
表 1.4	日本銀行のバランスシート	16
表 1.5A	政府と中央銀行の連結バランスシート	17
表 1.5B	政府と中央銀行の連結バランスシート	18
表 1.6	政府と中央銀行の連結バランスシート(実質ベース)	21
表 2.1	東アジア通貨危機	45
表 2.2	金融・財政政策ルールと物価決定	68
表 2.3	変動相場制, 財政従属のケース	84
表 2.4	変動相場制, 財政独立のケース	84
表 2.5	固定相場制, 財政従属のケース	87
表 2.6	固定相場制, 財政独立のケース	87
表 3.1	財政・金融政策レジームの分類	95
表 3.2	2 期間の数値例	115

表 3.3	最適な目標インフレ率	135
表 4.1	3 期間の数値例	144
表 4.2	パラメーター値	184
表 4.3	政府債務の満期構成と J^*	188
表 5.1	政府と中央銀行の連結バランスシート(実質ベース)	210
表 5.2	金本位制における政府と中央銀行の連結バランスシート(実質ベース)	223

第1章 誰が貨幣価値を支えているのか

1.1 はじめに

現在の私たちを支えているのは、^金と金のリンクを断ち切った通貨制度、一般に管理通貨制といわれる仕組みである。そうした現在に生きていると、私たちはインフレやデフレといわれる物価の変動現象を、貨幣が金という確固とした価値との結び付きを失ったためだと考えがちである。確かに、財としての実物的価値があるはずの金が、石炭や小麦などのリアル経済に属する財と安定した相対価格を保っていたとするならば、その金に結び付いた貨幣の価値もリアル経済の財の価値との相対関係において安定していたはずであり、そうだとすれば、金本位制の世界では金とリアル経済の財との相対価格が変動しない限り、インフレもデフレもなかったはずだ、そんな気もしてくるだろう。

しかし、金本位制の歴史はそうした単純な理解を裏切っている。19世紀英国のように典型的な金本位制の時代にデフレもありインフレもあったことを私たちは知っている。しかも、そうしたインフレやデフレの過程では、金とリアル経済の財の相対価格という意味での貨幣価値が変化するばかりでなく、平価つまり貨幣と金との相対価格という意味での貨幣価値に対する予想が変化し、その平価を維持するために金融や財政を使った政策調整が行われるということは珍しくなかった。私たちが現在の管理通貨制の下で行っているような政策調整は、金本位制という貨幣価値を金とリンクさせるという枠組みの下でも、一定の条件が整えば現在と同じように貨幣価値に対して有効だったのである。だから、私たちが物価の問題を考えるのならば、歴史上に存在した金本位制を、ただ現在とは違う制度だからというだけで無視するのではなく、金本位制と現代の管理通貨制を通じて妥当する貨幣価値決定のメカニズムを考えたいものである。それが考えられたとき、私たちは物価の問題を理解できたといえるのではないだろう。