

渡辺 努・岩村 充

『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 2004.2 xvii+244 ページ

1990年代における日本経済の長期低迷の経験は、マクロ経済学の教科書を全面的に書き換えるまでには至らなくとも、少なくとも二、三の新たな章をそれに付け加えるものになるだろうといわれる。これに対して、この間の日本経済の問題は、従来の(conventional)な経済学の教科書の知識の範囲で説明可能なものであり、問題解決が図れないのは、そうした経済学の教科書的な知識が政策当局者に欠けているからだと主張する向きもあった。

けれども、近年のマクロ経済学研究の活性化とそれに伴っていくつかの新たな知見が生み出されているという事実は、後者のような見方は正しくなく、前者の予想が実現しつつあることを立証していると思われる。本書『新しい物価理論』も、近年のマクロ経済学研究の新たな成果の一つということができ、学ぶところの多い作品である。日本経済の長期低迷は、それ自体としては不幸なことだったとしても、経済学には得るところが大きかったという点は、まさに不幸中の幸いであるといえよう。

1990年代、とくにその後半以降における日本経済が経験したのは、持続的な物価水準の下落というデフレーションであった。デフレーションは、第二次世界大戦後は絶えて経験されたことがない現象であったために、前もってそれを説明するだけのしっかりした理論的準備はなかった。しかし、自然は真空を嫌うから、出来合いの考え方がそうした理論的準備不足の隙間を埋めるように広まることになった。この場合の出来合いの考え方とは、いわゆる貨幣数量説にほかならない。

周知のように、貨幣数量を  $M$ 、その流通速度を  $V$  とし、物価水準を  $P$ 、取引数量を  $T$  とすれば、 $MV=PT$  という定義的な関係が成立するはずである。ここで、流通速度  $V$  と取引数量  $T$  が外生的に所与であると考えることが許されるならば、物価水準  $P$  は貨幣数量  $M$  に比例して決まるとみることができる。これが、貨幣数量説の最も単純なバージョンである。学部レベルで一般的に教えられている総需要-総供給分析による物価決定の理論も、こうした貨幣数量説の別のバージョンと解釈することもできる。

いずれにせよ、貨幣数量説以上の理論的基礎をもたないままで、大胆な政策提言をする人が、近年はめずらしくなかった。貨幣数量説が成り立つなら、貨幣数量を増加させれば、物価水準の上昇が生じ、デフレから脱却できるはずである。けれども、貨幣数量を増加させる努力の中で実際に起こったのは、物価上昇ではなく、流通速度の低下であった。こうした現実直面しても、流通速度には下限があるはずだから、さらなる貨幣数量の増加を図れば物価は上がるはずだと主張された。

しかし、いたずらにこの種の主張を続ける前に、その理論的基礎こそを反省してみるべきであろう。実際、この間のマクロ経済学研究の動向は、貨幣数量説の呪縛からの脱却(というのが言い過ぎだとすれば、その相対化)を図るものになっているとみられる。例えば、従来のマクロ経済学の原典ともいべき書物はパティンキンの『貨幣、利子と物価』であるが、2003年に出版され、40年近くぶりにその地位を取って代わることになることと評価されているウッドフォードの書物のタイトルからは、貨幣という単語は省かれ、奇しくもピクセルのそれと同名の『利子と物価』になっている。

この新『利子と物価』の中でウッドフォードは、次のように述べている。「金融政策のインフレーションに対する効果を理解する鍵は常に貨幣数量説に他ならない、としばしば想定される。そして、いかなる金融政策についても重要であることは、それによって含意される貨幣供給量の経路であると結論されるかもしれない。(中略)そうした[発想による]利子率ルールに基づく金融政策の分析に対する]批判の基礎的前提は正しくないことを示すことが、この研究の目的である。」(同書, p. 48)

本書も、こうした研究動向に沿ったものであり、貨幣数量説の相対化を図るものとなっている。本書の場合に物価理論の基礎として着目されているのは、物価水準の財政理論(以下, FTPL)である。

現代の通貨制度の下では、中央銀行は、(狭義の)政府の発行する公債を資産として保有し、それを貨幣に変換して供給している存在であり、「政府の子会社のようなもの」(本書, p. 32)である。そこで、狭義の政府と中央銀行を連結して(広義の)政府を考えれば、その債務(貨幣と公債のうち民間部門保有分の)価値合計はその資産価値合計に等しいはずである。そして、政府の資産価値の合計は、現在から将来にわたる財政余剰の現在価値合計に他ならない。この関係から、政府債務の名目残高と実質財政余剰の現在から将来にわたる流列が与えられているとすると、負債価値合計=資産価値合計を成立させる物

価水準が決まることになる。これが、FTPLの基本アイデアである。

もちろん、この場合でも、物価水準決定に金融政策がまったく役割を果たしていないわけではない。財政余剰の現在価値や公債残高の現在価値を計算する際の割引率は、金融政策によって決定されるものだからである。この限りで金融政策は物価への影響力を持つが、それは一定の限界を持ち、制約されたものである。

要するに、「[特定の]状況を除けば、貨幣数量関係式は金利および貨幣供給量と物価をつなぐ関係式として確かに物価決定に関係しているが、それでも、何の制約もなく物価を決めているのではなく、(中略)[政府と中央銀行の連結バランスシートから導かれる]貨幣価値の通時的制約条件と一緒に物価を決めているに過ぎない。」(p.24)この意味で、財政政策のスタンスを度外視して、金融政策次第で物価が決まると考えるのは、間違っている。もっと「財政と物価の不可分性」に着目しなければならない。これが、本書の基礎的視点であり、本書の内容は、それを深め展開したものであるといえる。

ただし、本書の独自性は、FTPLの考え方を近年の日本の現実に適用するにあたって、名目金利はゼロ以下にはなれないというゼロ金利制約を明示的に考慮に入れて、自然利子率の変動に実質金利をきちんと追従させられる場合(ビクセリアン・レジーム)とそれができない場合(非ビクセリアン・レジーム)を識別し、後者の場合にFTPLの議論を拡張したところにある。この点で、日本の経験が反映されている。

本書の第1章と第2章は、FTPLの考え方の紹介と後続の議論のための準備であり、本書の中心をなすゼロ金利下での政策運営に関する分析は、第3章と第4章で展開されている。そこで得られている知見は、いずれも興味深いものである。その中でも最も重要なものは、次の2点である。

1つは、自然利子率が負になるようなショックに経済が襲われた場合、それが一時的なもの(すなわち、将来的には自然利子率がプラスに戻るの)であれば、自然利子率がプラスになる時点を超えてゼロ金利を続けるとコミットすることが望ましい金融政策となる、というものである。これは、ゼロ金利制約がある限り、自然利子率が負になった状況では金融政策に限界があるとしても、将来の緩和をいわば前借りするかたちで長期金利の低下を促せば、デフレ圧力をより緩和できるからである。

この場合に、自然利子率がプラスになった時点をどれだけ超えてゼロ金利を続けるべきかは、過去の自然利子率と実質金利の乖離の累積値に依存すると

いう意味で、歴史依存性をもつ。これに対して、ゼロ金利政策採用にあたって実際に日本銀行によってとられたコミットメントは、そうした歴史依存性を欠いているという点で、最適金融政策とは異なっていると評価されている。これは、実践的にも示唆に富む指摘であるといえよう。

もう1つは、自然利子率が低下したときに、実質財政余剰の予想が変わらなければ、公債の価値は高まることになるので、その価格も上昇しなければならないが、ゼロ金利制約があると名目価格の上昇にも限度があり、自然利子率の低下が大幅なものであると、公債の実質価値を上昇させるべく物価水準の下落が生じる、というデフレーションの解釈である。この解釈からすれば、自然利子率の低下ショックが加わったときには、実質財政余剰を減少させるような財政政策がとられれば、デフレを回避できるということになる。

ただし、こうした解釈は、確かに理論的には興味深いものであるが、1990年代後半における日本経済の経験との関連で、どれほど現実的説得力があるかについては、疑問なしとしない。というのは、同じ時期に日本財政赤字は急拡大をみせており、公債残高も対GDP比率でもみても発散傾向を続けている。こうした中で、実質財政余剰が減少しないと予想されていると考えることには、無理があるような印象を受けるからである。この点については、実証的な詰めが必要であるといえよう。

以上の議論がきわめて生産的なものとみられるのに対して、最後の第5章の議論は、正直に言って、ややpedanticなものに感じられた。これだけ物価安定のみにこだわった議論をする前に、物価安定の追求が経済厚生改善のどのように関わっているかを明らかにすべきではなかったか。本当の目的は、あくまで経済厚生の向上であるはずである。もちろん金融政策の厚生の帰結に関する最近の研究は、物価安定の追求が経済厚生の最大化を目指すこととほぼ同値である場合が少なくないことを示しているが、必ずそうであるとは限らないし、そうした点の説明は本書にはない。終章では、こうした点を中心に提起あげた方が、本書の研究書(上級テキスト)としての完結性は高まったと考える。

第5章だけではなく、全体的に厚生理論的(welfare-theoretic)な基礎付けが乏しいと感じられるのが、本書の一つの欠陥であると思われる。しかし、そうした不満が若干あるにせよ、本書がわれわれの物価決定に関する理解を深めることに貢献するものであることは疑いない。それゆえ、本書が多くの読者をもつものとなることを期待したい。

[池尾和人]