

デフレと経済政策

第2セッション

モデレータ	吉川 洋	(東京大学大学院経済学研究科教授)
パネリスト	伊藤 隆敏	(東京大学大学院経済学研究科教授)
〃	星 岳雄	(米カリフォルニア大学サンディエゴ校冠教授)
〃	渡辺 努	(一橋大学物価研究センター教授)
コメンテーター	塩路 悦朗	(一橋大学大学院経済学研究科教授)
〃	地主 敏樹	(神戸大学大学院経済学研究科教授)

(2010年2月開催)

【事務局】 皆様、ご多用のところお集まり頂き、ありがとうございます。本日は、内閣府・経済社会総合研究所の研究プロジェクト「四半世紀の日本経済とマクロ経済政策」を締めくくるラウンド・テーブル・ディスカッションの第2回目ということで、デフレと経済政策についてご出席の先生方にご議論頂きます。議論のモデレータは、「バブル／デフレ研究」の金融政策、物価分科会を取りまとめて頂きました東京大学の吉川洋先生にお願いしております。パネリストは、同じく東京大学の伊藤隆敏先生、カリフォルニア大学サン・ディエゴ校の星岳雄先生、一橋大学の渡辺努先生に務めて頂きます。また、コメンテーターを、神戸大学の地主敏樹先生、一橋大学の塩路悦朗先生にお願いしてあります。

本日のディスカッションの進め方ですが、議事次第にありますように、最初に伊藤先生、星先生、渡辺先生から15分程度ずつ発表を頂き、その後、地主先生、塩路先生から10分程度ずつコメントを頂きます。その後1時間程度、自由討議をしたいと考えています。議論の焦点をはっきりさせる意味で、事務局の方で以下の4つの論点を用意させて頂きました。

- ① デフレの根本的要因は何か、
- ② デフレの教訓をどう考えるか、
- ③ デフレ対策はどうあるべきか、
- ④ 足下のデフレ・スパイラルの危険性をどう見るか、

です。先生方には、これらの論点にどう答えるかを意識しつつご議論を進めて頂ければと存じます。

では、吉川先生にこれからの議事進行をお願いいたします。

【吉川】 おはようございます。では、時間も限られていますから、早速始めたいと思います。伊藤先生からお願いします。

【伊藤】 では、「デフレの深刻化 出口はあるのか?」という題目でお話しをさせていただきます。最初に結論から申し上げます。事務局の問題提起に対する簡単な答えです。まず「①デフレの根本原因は何か」ということですが、これは何らかの供給ショック、あるいは需要ショックがあって、それがきっかけで景気後退が始まり物価が下落を始めたということだと思います。その後、それが継続してしまったことに関しては、金融政策の責任が非常に大きかったと考えています。

次に、「②デフレの教訓をどう考えるか」です。デフレは実体経済にそれほど影響しなかったという見解もあるようですが、私は非常に大きな負の影響を持ったと思っています。

③の、「デフレ対策はどうあるべきか」については、当たり前の答えですが、1つは、インフレ期待に働き掛けることです。つまり実質金利を下げるために、現下のインフレ率はデフレであっても、将来はインフレに戻るのだという期待(予想)を持ってもらう、つまりインフレ期待をアンカーすることが非常に重要です。各国の主要中央銀行は皆、インフレ目標政策を採用するなどして、インフレ期待を1.5~2%のあたりにアンカーしようとしています。日銀だけがそれをやっていないということです。

もう1つの重要な点は、成長戦略、それから構造改革のような実体経済に働き掛ける政策で成長率を高め、経済全体の生産性を上げていく。それによって、全体の所得を上げ、消費や投資を上げていくことが必要だという点です。

最後に、「④足下のデフレ・スパイラルの危険性をどう見るか」という問いについては、私は既にスパイラルに入っていると考えていて、既に相当手遅れで、打つ手はなくなってきていると思います。

では、これから報告のアウトラインを述べます。まず冒頭で、良いデフレはあり得ないというお話をします。良いデフレ、悪いデフレというような論争がありましたが、どう考えても、デフレでいいことは何もありません。1990年代の日本の場合には停滞が続き、潜在成長率から見て実際の成長は

はるかに低かった。これは主に需要ショックに基づくもので、何らかの発見・発明があって、それによって供給が大きく増えてデフレが起きたということではない。1990年代、2000年代の経験は、やはり需要が落ち込んで、さらにそれが物価を下げて、それが需要を落ち込ませるといふ、ある意味マイルドなスパイラルが生じていたのだと思います。デフレ・スパイラルは起きなかったと書いていらっしゃる方もいますが、では、デフレ・スパイラルにならないければ、マイルドなデフレであればいいのかと考えると、それはやはり良くないし、良いデフレというのはいり得ないと思います。

次にデフレ脱却の鍵について論じます。デフレ脱却の鍵は、コミットメントをして、インフレ期待をアンカーするということです。2001～2006年という時期は、時間軸効果ということで、ある意味でのコミットメントがあったと思います。それが十分だったか、十分ではなかったかという論点がありますが、ある程度、コミットメントを行っていたということです。これが今は完全になくなってしまっていると思います。

また、インフレ目標政策を明示的に採用していないのはFRBとECBと日銀ですが、それ以外で独立の金融政策を行う中央銀行のほとんどはインフレ目標を採用しています。ただ、これも詳しく見ていくと、ECBの場合には2%以下だが、2%に近い水準という表現ですし、FRBは後に説明しますように、昨年からロングラン・プロジェクションを公表しています。これは見通しという形ですが、すべてうまくいった場合にこうなるというのは、目標に非常に近いものです。その意味で目標を発表し始めたとは私は解釈しています。

したがって、デフレの見通しだけを発表して、それ以上何もしない日銀は、世界で唯一、インフレ期待に働き掛けることを放棄した中央銀行だと思っています。大きな政策変更のチャンスは何回かあったと思います。1998年から2000年、2003年、2008年、いろいろイベントがあって、チャンスはあったけれども、それを逃してしまったと思っています。

報告の後半では、デフレ・スパイラルが既に進行していて、次第に物価や給与、賃金下落のスパイラルが大きくなってきているという話をします。こうしたデフレ進行の見通しは、投資や消費を抑制しています。これを計量経済学的に何%なのか示せと言われるとつらいのですが、企業の国内への投資が鈍っているのは、どう考えても、デフレが継続するという期待があると

いうことだと思います。

金融政策があまり効かないかもしれないとなれば、財政政策はどのようなことになりませんが、日本の場合には既にグロスで約 200%、ネットで約 100% の政府債務・GDP 比率なので、これ以上赤字を増やすことはどう考えてもサステナブルではないということになる。つまり、財政と金融が両方とも悪い方向に行っていて、それがどうしようもないジレンマというか、解のない方向に進んでいると思います。財政赤字が大きくなって、債務が大きくなると、名目の高い金利は財政当局としては耐えられないので、低金利を要求することになる。デフレが続けば名目の低金利が続くので、それは財政にとっても、日銀にとっても短期的には心地よい政策になる。どちらから見ても成長、デフレ脱却ということは起きてこないわけです。これは長期的には破綻の道筋ですが、短期的には両方とも好ましいと考えてしまいます。既にそのトラップに入ってしまったっており、財務省・日銀の短期的な政策はデフレを助長する方向に向かっています。

最後に、実体経済がどうかという話をします。少子高齢化で家計貯蓄が下がり、成長率が下がる中で社会保障費が拡大しているので、消費税増税もままならず、財政の赤字を直す方向も見えてこない。次第に労働者がいなくなって、企業は国内には投資をしなくなります。従って、最終的にはどこかで財政が破綻するしかないだろう。解はなく衰弱死というのが私のシナリオです。

以上、アウトラインを述べましたが、これから細かい話を少しずつ入れていきます。デフレの害という場合、幾つか区別をする必要があって、1つは予期されないインフレ率の低下で、これはインフレ率が正であったとしても起きることです。契約時に予想されていたよりも物価が下がる、地価が下がる、住宅価格が下がるということが起きれば、債務者から債権者に所得移転が起こります。しかし、債務者がそこで破綻してしまえば、両者にとってロスになります。これが 1990 年代初めから半ば頃に起きていたいわゆる不良債権問題は、予期せぬインフレ率低下と資産価格低下の弊害であったと言えます。

インフレ率がマイナスになることの固有の問題もあります。それは価格の硬直性、あるいは賃金の硬直性があれば、そこで相対価格のゆがみが生じて、

資源配分の非効率性が起きることです。

もう1つ昔の教科書のインフレの害のリストの中に、税のブラケット・クリープというのがあります。所得税の税率を決めている所得の枠を上げていかないと自然に増税になるというものでした。デフレ下では、逆ブラケット・クリープが起きています。デフレ下で所得税の税率の枠を変えていないので、それによって賃金も下落しどんどん非課税の人が増えています。あるいは限界税率20%だった人が10%に落ちることが起きています。そうすると、逆ブラケット・クリープによって財政は苦しくなっていくでしょう。また、賃金に関しては、物価が下がったら賃金を下げるという、逆インデックスレーションのようなことが今起きていて、それがデフレ・スパイラルを助長している可能性があります。

さらに、ゼロ金利制約の存在により、デフレが実質金利を均衡水準以上に引上げてしまうという問題があります。この点については、何回もいろいろなディベートがなされているので、ここでは特に触れません。ですから、デフレの害は3つぐらいにカテゴリーを分けないと議論が混乱してしまうのですが、1990年代から2000年代にかけてのLost Two Decades（失われた20年）では、この3つが全部いろいろ絡み合って起こっていました。送って頂いた本の第3章か第4章には、なぜデフレ・スパイラルにならなかったのかという、面白い問題提起がなされていますが、デフレ・スパイラルにならずに、マイルド・デフレで止まればよいのかというと、そうではなくて、やはりデフレ・スパイラルが起きる可能性がどんどん高まっていた。つまり、期待がどんどんデフレの方に寄ってきていたと言えると思います。期待を1%から2%の間にアンカーするどころか、デフレは続くという期待を生み出して、デフレ・スパイラルを招いていたのではないのでしょうか。

次は、期待にどう働きかけるかを論じたいと思います。各国中央銀行がインフレに働きかける政策をどうやっているかを見ていきますと、FRBがちょうど1年前の2009年からロングラン・プロジェクションを公表するようになりました。日本でいう政策委員（向こうでいうFOMCのメンバー）が四半期に1回、将来の成長率とインフレ率の見通しをロングラン・プロジェクションという欄に個人で記入して、それを集計して発表するようになりました。「見通し」ということであれば、アメリカの場合、「セントラ

ル・テンデンシー」と「全員」、日本の場合は「大勢見通し」と「全員」という2つのカテゴリーで従来から発表していました。それぞれ2年先、3年先までの見通し(Projection)を発表していたのですが、2008年のリーマン・ショック以降、FRBもBOEも、どう考えても2%の目標に戻りそうもないということで、みんなプロジェクションが下ぶれしてしまいました。これを発表し続けることは、インフレ目標政策をとっているBOE、あるいは暗黙に目標政策をとりたいFRBにとっては耐えられないことでした。

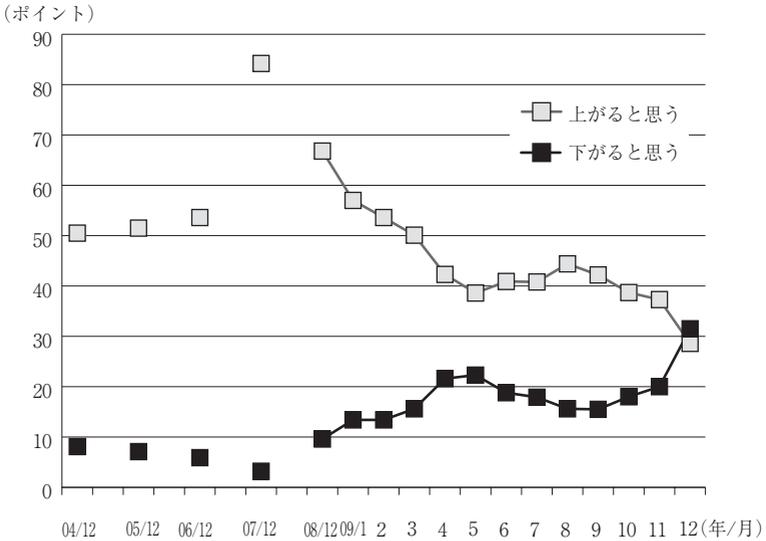
目標を掲げながら、それに戻らない見通しを出し続けて、信頼を失うことになるという恐れから、2009年に入り、FRBはロングラン・プロジェクションという欄を新設し、何年かかるかは分からないけれども、そこに行くことは長期的には好ましいという水準を示すようになった。実際には、好ましい(desirable)とは書いてはいないのですが、“appropriate monetary policy and in the absence of further shocks”ということで、要するに適切な金融政策をとれば長期的にはここに来るというものです。ということは適切な政策をとっているのだから、これは彼らが考える好ましいインフレ率であることになります。「これを作ったことで、FRBはインフレ目標を事実上採用したと解釈してよいか」とFRBの人に聞いたら、「まあ、そうだな」という答えでしたから、私は、FRBは昨年の1月からインフレ目標を採用していると解釈できると考えています。

FOMCは、セントラル・テンデンシーで1.7~2.0、全員で1.5~2というロングラン・プロジェクションを示しています。これはFRBのインフレ目標値だと解釈しています。それからECBも2%以下ですが、2%に近い数字にすれば1.5~2%かなと。そういう意味ではECBもFRBも大体1.5~2%の目標を設定しています。

一方、日本銀行の大勢見通しと全員の数字を見ると、2010年1月の大勢が2011年度について-0.3~-0.1、全員の方では-0.3~0.0という見通しになっています。これを見れば、普通、民間の人たちがデフレは続くのだと思っても不思議ではないでしょう。

イギリスはファン・チャートを示しています。2009年2月の段階で予測の下限値は2%目標に届かないということになりました。それで何をしたかという、量的緩和を続ければ2%に戻るというファン・チャートを出し始めました。これが、BOEがインフレ目標にこだわり、インフレ目標で今

図5 ESRI 消費者動向調査



やっている政策を正当化するコミュニケーションの手段にしているということだと思います。

では、日本が今どういう状況になっているか、先ほど結論を言ってあるので、簡単におさらいだけします。一言で言うと、日銀は、インフレ期待に働き掛けるということをせず、デフレとの戦いに「不戦敗」ということだと思います。また、「デフレ・スパイラル」は既に進行しています。

図は内閣府・経済社会総合研究所（ESRI）が実施している「消費動向調査」から取った消費者の物価見通しです。ESRIの方はよくご存じだと思いますが、これは約5,000人に1年後に物価は上がると思うか、下がると思うかと聞いたものです。幅も聞いていますが、ここでは幅は全部集計して、上がると思うか、下がると思うかだけを見えています。驚異的なことに、去年までは上がると思う人が圧倒的に多かったのです。ところが、今年が一番右側に見られるように、上がると思う人の数がどんどん減ってきて、去年の12月にはついに逆転しました。今や下がると思う人が上がると思う人より多くなっている。これは完全にデフレ期待が浸透してしまったということだと

思います。

そういう意味で、既に手遅れの状況にあり、先ほどお話ししたように、どう考えても日銀のデフレ容認と財政の大赤字を同時に解決する方法はなさそうだということで、後は衰弱し続けるか、どこかで破綻するかしかない、というのが私の結論です。

【吉川】 どうもありがとうございます。続けて星先生、15分と限られています。一応それを目処をお願いします。

【星】 それでは、「2010年のデフレ」というタイトルで話します。伊藤先生がおっしゃったことにあまり付け加えることはありませんが、説明不足だったところがあると思います。1つ目は、良いデフレが存在しないという点。伊藤先生は、日本のデフレ状況の下では、生産もどんどん落ちていたので、デフレ下で成長が続いた昔と比べると、良いデフレだったとは言えないと説明されましたが、たとえ成長が続いていても、デフレはよくないという点を付け加えたいと思います。

経済の成長があったとしても、デフレというのは、総需要が総供給に追いついていない状態だということです。そのような状況では、もう少し需要が増えれば、インフレを引き起こすことなく、もっと高い成長を実現できることとなります。したがって、デフレがある限り、需要が供給に追いついていないということになり、デフレの存在は総需要政策の失敗を意味する、ということになります。つまり、いかなる場合においても、良いデフレは存在しないことを確認すべきです。

また、伊藤先生は、生産性上昇によるデフレの解消にはかなり長い時間がかかるから問題だともおっしゃいましたが、生産性の上昇は、普通の総供給、総需要のフレームワークで見ると、供給能力を大きくするので、デフレにむしろ悪い影響を与えます。日本の生産性の上昇が低かったことが、デフレ・スパイラルに陥らなかった1つの理由だと思われるので、生産性上昇に頼るのは、デフレを解決しないだけでなく、むしろ悪影響を与えます。

最後にもう1つ、日本語訳が違っていた部分があります。日銀はデフレとの戦いに「不戦敗」しているとおっしゃいましたが、これはForfeitの訳だだと思います。その場合、適当な日本語訳は「試合放棄」です。不戦敗というのは、相撲などでけがをして取組が組まれていたのに出られないので負けになったというようなことだと思いますが、日銀の場合は最初から試合をする

気がないということで、Forfeit ですから、「試合放棄」というのが正しいと思います。

ここから私自身の報告に移りたいと思います。日銀がデフレに対して最初から試合放棄しているというのは、非常に残念なことです。というのも、日本の経験のおかげで、最近、デフレに対する理解が経済学の中で深まったという事実があるからです。この部屋の中にも、最近の研究に貢献された方が多数いらっしゃいます。例えば渡辺先生や地主先生など、非常に優れた論文を書かれていて、それでデフレの理解が深まったと思います。日本の経験でデフレに対する理解が深まったという事実があるだけに、当の日本銀行がデフレ解消にあまり熱心でないということは非常に残念です。

今回、深刻なデフレの危機を経験する戦後初の経済になったということで、日本は経済学に大きな貢献を果たしました。日本の経験を基に、デフレ下、そして名目短期金利がゼロ制約の影響を受けるところでの経済政策の理解を深める理論的発展がありました。実際に日本に続いてアメリカやヨーロッパも、デフレの危機に直面するようになったわけですが、今度は各中央銀行の今回の政策対応を比較することによって、またいろいろなことが分かってくるのだと思います。

理論面では、伝統的な流動性の罫や IS-LM モデルの議論で、デフレが起こるとか、デフレ・スパイラルの可能性があるとかが、ゼロ金利制約が金融政策の有効性を低下させるという話がありましたが、最近では、日本の経験を受けて理論化が発展し、クルーグマンあたりから始まって、主体の最適化に基づいた新古典派的なモデルでもそのようなことが起こるということが示されて、理論の精緻化が進んでいます。

これらの新古典派的なモデルは、細かいことを言えば、信じられないような仮定も含んでいると思いますが、1つよい点は、モデルの範囲内であるという限界はあるものの、最適な経済政策を考えることができる、という点です。これは渡辺先生やウッドフォードなどが取り組んできたことですが、デフレが起こって、ゼロ金利制約が効いてきた段階で、どのような政策が可能で、どれが最適な政策になるのかということ厳密に議論することができるようになったことは大きな貢献だと思います。

伊藤先生もおっしゃったのですが、デフレ脱出のための金融政策について

も、最近では理論的、実証的にだんだんよく分かってきました。1つは、ゼロ金利制約が効いてしまうと、将来の期待インフレ率に働き掛ける政策が非常に重要になる。この意味でインフレ・ターゲットや物価水準ターゲットが重要になってくる、という点はいろいろなところで指摘されています。

それから、コミュニケーションが重要になってきます。先ほど伊藤先生が紹介された Fed と日銀の違いや、BOE と日銀の違いなど、市場に、将来のインフレ率がどうなっていくのかを伝えるやり方に違いがあることは、この観点から大切な点だと思います。

もう1つの論点に、例えば地主先生が以前指摘されたことですが、金利がゼロに近づくと、テイラー・ルールからの乖離が望ましくなる、という点があります。理論的にも、テイラー・ルールからの乖離は、ゼロ金利からの脱却に役立つ、あるいはゼロ金利に行くのを防ぐことができる、といった研究が出てきました。最近では、ニュー・ケインジアン・モデルなどを精緻化して、主体の最適化から導き出された大規模な Dynamic stochastic general equilibrium model が構築されています。そのような DSGE モデルを使って、ゼロ金利に近い状況で、どういう金融政策が望ましいかを検討する論文も出てきました。

例えば、Journal of Japanese and International Economies の 2010 年 6 月号には、ダグラス・ラクストンとマリアンヌ・ジョンソンほか何人かが Dynamic stochastic general equilibrium model を使って、ゼロ金利の制約の下でどのような金融政策が重要になるかを研究した論文が掲載されています。その時のコンファレンスには確か塩路先生も出席されていたと思います。渡辺先生と私が主催したコンファレンスです。それによると、将来の長期インフレ・ターゲットを高めるとか、物価水準ターゲットを導入することが有効になる、という結果が得られています。

最初にこういう議論が始まった 1990 年代には、日本だけがデフレに陥っていましたが、その後、デフレに近い状態になる国がたくさん出てきました。例えば 2000 年代初期のアメリカや、最近の金融危機下のアメリカ、日本、ヨーロッパ、大体先進国全部といってよいでしょう。いろいろな事例が出てきたので、それぞれの状況の下でどのような政策がとられて、それが有効だったかという検証ができるようになってきている、と思います。

例えば、日本とアメリカの例を取っただけでも、デフレの危機に面した時期は延べ4回ありました。バブル崩壊後とくに1990年代後半の日本とITバブル後のアメリカ、それから最近の金融危機下のアメリカと日本です。それぞれの状況は少しずつ違っていて、すべてデフレの危険性がありましたが、不良債権が非常に大きな問題になって金融市場が混乱したのは1990年代後半の日本、それから最近のアメリカです。ほかの2つは、不良債権の影響はそれほど大きくなかった時期です。この4つの時期を比べて、金融政策にどのような違いが見られ、またその有効性がどうだったか、検証するのは重要です。

2008年の金融危機の後のアメリカの対策を金融監督と金融機関の破綻処理という観点から見ると、日本の1990年代末とよく似ていて、あまり有効な政策がとられませんでした。その意味で、両方とも不良債権がうまく処理されない中で、デフレの危機に直面したわけで、1990年代末の日本と現在のアメリカを比較することは、金融システムの問題をコントロールした上で金融政策の効果を検証することができるので、非常に重要です。

日本とアメリカのインフレ率の推移を見て1つ分かるのは、この前のITバブル後の政策でも、今回の金融危機後の政策でも、アメリカの方は、そんなに大きなデフレに陥ることなく、問題を回避したかに見えるということです。これは伊藤先生もおっしゃったことですが、この日本とアメリカの違いがアメリカの連邦準備銀行（FED）と日本銀行の政策のどのような違いに依存するのかを考えるのは重要なことです。

アメリカが日本に比べて成功した理由の1つは、FEDが日銀の経験から非常に多くのことを学んでいたことだと思います。FEDが日本の1990年代の金融政策から学んだことの1つは、日銀がもう少し早く低金利政策を実施していれば、事態は良くなったであろうということです。この教訓から、FEDは早い時期から金利を低くしました。

FEDがITバブル崩壊後にデフレが懸念された状況でいかに積極的に利下げを行ったかということは、経済社会総合研究所（ESRI）から出版された「バブル／デフレ研究」本（第2巻）の中で、地主先生が非常に優れた論文を書いておられるので、それに付け加えることはありませんが、バブル崩壊後の政策金利を見ると、1990年代の日本に比べて、レベルで見ても、簡単なテイラー・ルールからの乖離で見ても、アメリカの方が思い切った政策を

やっています。

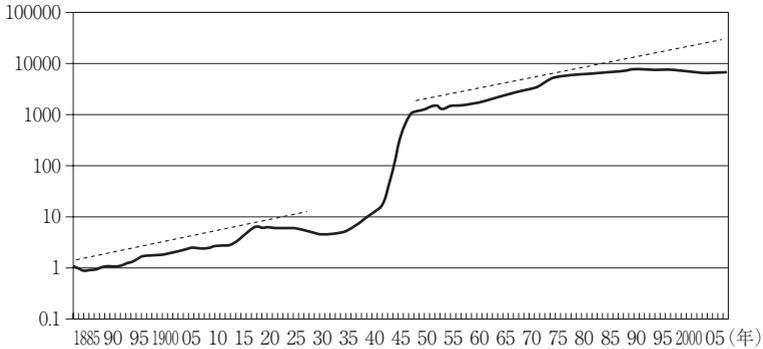
今回の世界金融危機で、日銀と FED の最も大きな違いは何かというと、伊藤先生もおっしゃいましたが、FED の方は比較的早いデフレの解消を予想しているのに対し、日銀の方はデフレが続くと見ている点です。伊藤先生の話とダブるので、詳しくは話しませんが、日銀の見通しと FED の見通しを比べると、日銀の見通しの方は予想インフレ率の最大値がゼロを下回っているのに対し、FED の方は予想インフレ率の最小値がゼロを上回っているという点が最も重要です。

伊藤先生は、多分実際にもデフレが続くだろうとおっしゃいましたが、そうなる結果的に日銀の見通しは正当化されてしまいます。そのせいか、日銀には、デフレに対処するという意志が感じられない。

また、日銀総裁のコメントなどを見ると、デフレ克服を重要視しているとも思えません。こうしたデフレ容認のスタンスは速水総裁時代の「良いデフレ論」にさかのぼるわけですが、最近では白川総裁が物価上昇率を体温と比較して、何らかの理由で体温が下がっているときに、体温だけ上げて、根本の問題を取り除かなければ駄目だ、というようなことをおっしゃいました。しかし、これはたぶん医学的にも間違っていて、低体温症というのは体に非常に悪い影響を与えるので、最初にやることは体温を人為的に上げるということのはずです。経済的にも間違っていて、デフレというのはただ経済の状況を反映しているというだけではなくて、先ほど伊藤先生がおっしゃったように、デフレになったことで経済に悪影響を与えるので、デフレを解消する努力が重要なのです。

最後に、UCSD の経済学の PhD プログラムに在籍する Chim Lau 氏が取り組んでいるイールド・カーブの分析を紹介します。金融危機後の日米のイールド・カーブを比べてみると形状がかなり違ってきます。これには市場が予想する将来利子率の違いが反映されています。予想将来利子率は将来の実質均衡利子率と将来の期待インフレ率の和になり、その意味で、将来の経済見通しの指標になっています。それが日米で大幅に違っているということです。日本では低金利政策をやっているにもかかわらず、イールド・カーブがいまだに緩やかなままであるのに対し、アメリカでは金利を下げた結果、イールド・カーブが高く（右上がり）になり、それが回復の予測になっているという違いが見られます。以上です。

図6 GDP デフレータの推移：1885年－2009年



Source : Arata Ito, Tomoyoshi Yabu, Tsutomu Watanabe, "Fiscal Policy Switching: Evidence from Japan, US, and UK," Research Center for Price Dynamics Working Paper Series No. 2, November 2006.

【吉川】 どうもありがとうございました。では続いて渡辺先生、お願いします。

【渡辺】 私は、「緩やかだがしぶといデフレ」というタイトルで報告させて頂きます。最初のお2人の方とは多分ダブらないと思いますし、同じ時期のところもありますが、聞いていて若干違うと思うところもありますので、後のディスカッションのときにちょうどいい具合になるのではないかと思います。吉川先生の配置が非常に良かったのではないのでしょうか。

私からは、今の日本で進んでいるデフレをどう認識するかということを中心にお話しし、その認識を踏まえてどうしたらいいかということを一言だけ申し上げたいと思います。

まず、私は一橋にいますが、一橋では、データを長く見なければいけないということを昔から言われており、1885年の日清戦争の少し前ぐらいからデータを見ることをしています。GDPデフレーターの推移をそこまでさかのぼってみたのがお示しする図です。

見て頂くと、真ん中の所で戦争があって、ハイパーインフレが起きました。ここで価格水準にジャンプがあります。その前のところを見ると、ここは戦前ですが、点線で5%のインフレを示してあります。若干でこぼがありますが、戦前はほぼ毎年5%ぐらいのインフレが起きていたことが分かります。

その後にハイパーインフレがありました。

では、戦後はどうだったかという、やはり1950年代から1980年代の前半まで含めて、ほぼ年率5%のラインで上がってきたことがお分かり頂けると思います。もちろん戦後は1973年のオイルショックなど、いろいろなことがあるので、微妙に動きのずれはありますが、基本的には5%のラインでGDPデフレーターが上がってきたことが分かると思います。

問題はもっと最近のところです。1980年代の半ばぐらい、あえて言えば1985年以降を見ると、物価の線がほぼフラットで、最近はよく見ると落ちている感じがありますが、そういうことが見えます。どこをどう見るかという事は、後でもう少し詳しく申し上げますが、明らかなのは5%のトレンド・ラインから乖離していることで、1985年後半から何か様子が変わってきていることが分かると思います。

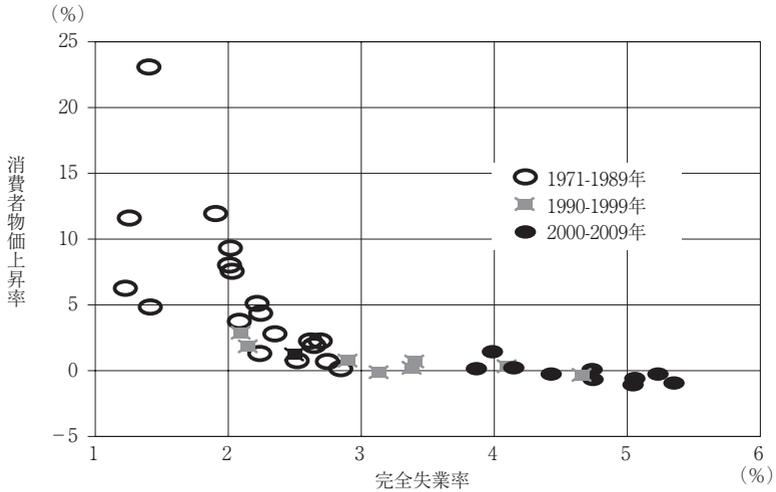
さらに言うと、1980年代後半はバブルの時期だったので、資産価格はどんどん上がっていきましたが、そこでもインフレ率は5%までとても行かなくて、2%とか3%というような水準の伸び率にしかありませんでした。そこから辺からあまり物価が上がらないという状況が起きていたのです。昨日今日起きたことではなくて、恐らく25年ぐらい前、それこそ四半世紀前から起きている現象だと考えたらよいと思います。

先ほどからデフレ・スパイラルがあったかなかったかという話が出ていますが、デフレ・スパイラルをどう定義するかはともかくとして、1990年代は見た通り、若干のGDPデフレーターの下落があるので、デフレは起きています。ただ、それも通常言われているような、いわゆる「デフレ」というような激しいものではなくて、年間で1%下がるか下がるかでないかでじわじわ続いているのが現状です。それが今も続いているということです。

これをよく見てみると、需要ショックがあって物価が上がってよいようなバブルの時期もあまり上がっていなかったし、バブルが崩壊したり、リーマン・ショックがあったりということで下がってもいいときでも、それほど大きくは下がっていないので、物価があまり動かない状態が1980年代半ば以降起きているというのが、ここから分かることだと思います。

次に、もう少し最近について見てみます。1970年以降のフィリップス曲線を見ると、1971～89年頃は通常言われる右下がりのかなりステイプな

図7 フィリップス曲線



出所) 総務省「消費者物価指数」, 総務省「労働力調査」.

フィリップス曲線になっています。ところが1990～99年になると、ほとんど物価が動かない中で失業率が変動しているのです。フィリップス曲線の傾きはすごく小さくなってきています。

さらに2000年以降になると、失業率はもう少し大きくなってきていますが、それでもインフレ率は0の近傍でうろうろしているので、フィリップス曲線が非常に平らになっている。つまり、物価が動かなくなったというのは、先ほどの図で見た通りですが、価格の調整が起きないことの裏返しとして数量の調整が激しく起きているというのが、最近の特に重要な傾向だと思います。とりわけリーマンショック後には大きなマイナスの需要ショックがありました。もちろん物価は下落しているものの、需要ショックに比べると下落幅は小さくて、逆に数量がそれを調整しなければいけないということが起きていていると考えられます。

以上が、マクロのデータから見たものです。日本のここ数カ月、あるいは1年近くの間、皆さんが多く議論しておられることは、こういうマクロの議論ではなく、もっとミクロの話です。そこで、次に少しだけミクロのことは見てみたいと思います。

おなじみの例ということで、牛丼の並盛りの価格がどのように動いている

かを見ました。吉野家と松屋とすき屋の3つのお店について比べています。2000～01年にかけて3社の価格が390円絡みのところから300円を割るところぐらいまで落ちていく第1次牛丼競争のようなものがありました。松屋が最初に下げて、それにすき屋が追随してという形で、少しずつ時間を置きながら価格を100円以上下げるようなことをやっていきました。この時期が2001年ぐらいなので、ちょうどマクロで見てもデフレが起きていた時期に、それと軌を一にして牛丼並盛りについても低価格競争が起きていました。

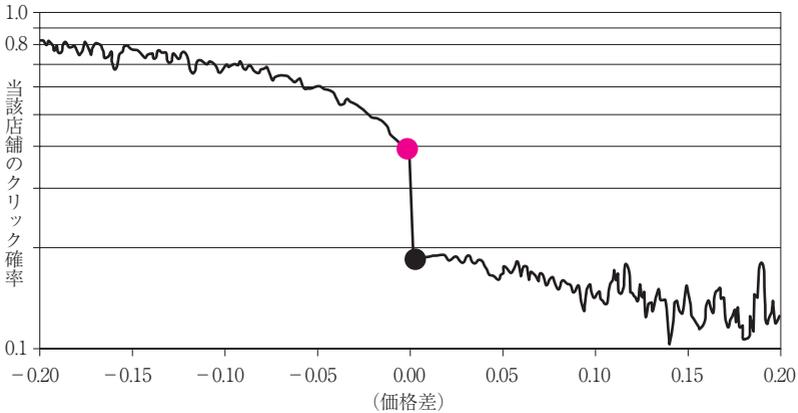
最近はどうかというところ、ご存じのように、しばらくの間、BSEの関係で牛丼は売られていませんでしたが、2004年末ぐらいから再び売られるようになりました。その後はしばらく平穏にきましたが、去年の年末ぐらいから、すき家が激しく仕掛けるような形で価格が下がっていき、それに松屋が追随しました。吉野家は1月にテンポラリーのセールだといって300円にしましたが、また元に戻したと学生が言っていましたから、恐らく、一時的な特売を一瞬やって、元に戻したのでしょう。いずれにしても、何かの意味で3社が激しく競争しているという話です。この例が象徴的に表すように、価格競争が激しくなっていく、デフレで困ったというようなことが、例えば日経新聞のようなところで集中的に書かれています。

もう1つ、価格競争の例に挙がるのが家電商品です。特に液晶テレビが一番大きいですが、液晶にかかわるものについては価格競争が非常に激しくなっているといわれています。価格.comという価格比較サイトでどういう価格が付いていたかを、代表的な3つの電子商店に注目して、その3者間でどのように価格バトルが繰り広げられたかを見てみると、先ほどの牛丼と同じようにAQUOSの32型についても、誰かが下げるとそれに追随するということが頻繁に起きています。まさに価格引き下げ競争、低価格競争が激しくなっているようです。

そうしてみると、最初に見たマクロの物価動向の絵と、このマイクロ・レベルでの激しい価格競争とが、どうも整合的ではないように私には思えます。あるいは、多くの議論の中でも、マクロを見ているのかマイクロを見ているのかによって、随分温度差があるように思います。

それをどうやって理解するのかというのが、私がしばらくの間考えたことです。1つのヒントになったが、私たちの大学の文化センターという組織が2008年の最初の頃に行った企業に対するアンケートです。企業に需要や原

図8 屈折した需要曲線



出所) Takayuki Mizuno, Makoto Nirei, Tsutomu Watanabe, "Closely Competing Firms and Price Adjustment: Some Findings from an Online Marketplace," *Scandinavian Journal of Economics* forthcoming.

価格が変わったときに価格を動かすかどうかと聞いて、価格になんらかの粘着性があるかどうかを確認しました。そうすると、9割ぐらいの企業が、価格はそんなにすぐには動かさないと答えて、ある種の粘着性があることが確認できました。さらに追加の質問で、需要や原価が変わっても動かさないのはどうしてかということを知りました。経済学の教科書で言えば、メニューコストなど、いろいろなことがあるので、そういうことを確認しようとしたわけです。

一番に出てきた答えは、「競合他社の動きを見極めるのに時間がかかる」というのが27%でした。ですから、これはシャンプーやカップめんなど、いろいろなものを作っている企業ですが、そういう企業がお互いのライバルの動きがどうなるかということを見極めるのにだいぶ時間がかかっている、例えば原価が上がったとしても即座には上げないという牽制関係のようなものが価格の反応を鈍くしていることを示唆しているのだらうと思います。これがもし本当だとすれば、いわゆる価格付けに関する戦略的な補完性が存在して、もしかしたら、近年、それが強まっていることが考えられます。そうだとすると、先ほどのフィリップス曲線がフラットになっている現象と整合的に理解できるだらうということです。

これを検証するのは簡単ではありませんが、実際に我々がやったことは、

1つは今の価格.comのデータを使って需要曲線を推計することです。

お示した図を右下がりの需要曲線だと思って頂ければいいですが、赤のところを見て頂くと、そこで需要曲線が屈折しているのがお分かり頂けると思います。もちろん価格を上げればライバルに負けて、そこで需要を大きく失います。価格を下げれば、それなりに需要は得られますが、しかし価格を上げた場合ほどには需要が増えていかないので、赤の点のところでは需要曲線が屈折しているというわけです。

根岸先生の議論以降、需要が屈折していれば価格の粘着性が起きるというのは有名な話で、実際に価格の問題が起きていますが、もしかしたら、この屈折の程度が最近強まっていて、しかもそれが価格.comのような市場だけではなくて、普通のオフラインの市場でも、同様に起こっているのかもしれない。そのように考えれば、フィリップス曲線が平坦になっているという現象と、牛井などの価格の競争が激しくなっているということが一応整合的に理解できるのかなと考えます。それが私の今日のデフレに関する認識です。それらを基に政策のことを少し考えてみたいと思います。

数式を使って申し訳ありませんが、次の式は先ほど星先生がおっしゃっていた、ニュー・ケインジアン の 枠組みを表しています。

$$(A S 式) \quad \pi = \beta E_t \pi_{t+1} + \alpha x_t$$

$$(I S 式) \quad x_t = E_t x_{t+1} - \sigma (i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n)$$

上の式はニュー・ケインジアン の フィリップス曲線といわれているものです。 π_t というのがインフレ率で、右辺第1項 $E_t x_{t+1}$ がインフレ期待、第2項の x_t は需給ギャップのようなものだとお考えください。

今、私が申し上げた戦略的補完性でフィリップス曲線がフラットになっているという話は、定数 α が小さくなっているということをいっています。需給ギャップにインフレ率が依存しなくなっているということをいっているので、この α が小さくなるわけです。では、理由はともかくとして α が小さくなっているときに、どういう政策反応がより望ましくなるかという、 α が小さいわけですから、 x_t を何とかして、それによって π_t を上げようとしてもうまくいきません。特に α が0に非常に近くなっているとすれば、いくら頑張っても x_t (アウトプット・ギャップ) を上げたとしても、それがインフレ率にはねる度合いは非常に小さく、頑張っても実りがない政策にな

ります。

では何もできないかというところ、そうではなくて、AS式にはもう1個タームがあります。それがインフレ期待です。それを動かすことによって、 π を上げることができます。そこに β が掛かっていますが、それは理論的に言えば割引因子なので1にかなり近い値です。それが最近小さくなっているなどというエビデンスは取りあえずありません。そうすると、インフレ期待を変化させる、今の場合、高めるといっていますが、高めていくと足下のインフレ率も高まることになります。そのチャネルを有効に使うことが望ましいということは x が小さくなっていることから即座に言えるだろうと思います。つまり、伊藤先生も星先生も強調されたように、金融政策の予想チャネルを使うことが大事だということが、このことから直ちに言えるのではないかと思います。

ここまでは比較的自信があるところで、この後はちょっと自信がない部分です。

まず1つは、予想チャネルといったときに、伊藤先生や星先生も言及されたように、岩田所長がまだ日銀におられた時に採られていたいわゆる「時間軸効果」というのが同じものかどうかと考えると、時間軸効果というのはAS式ではなくて、IS式の期待の稿を動かすような政策です。つまり、しばらく金利がゼロになっているということをアナウンスすることによって、金融市場の参加者に働きかけ、中長期の金利を下げても需要を何とかしようという話です。結局は中長期の金利を下げても、 x を何とかしようと考えているので、そういう予想チャネルです。しかし、既に説明した x が小さくなっている状況の下では、そういうチャネルは働かないというのが、ここから言えることです。

しかしモデルは、もう1つ別の予想チャネルがあり得ることを示唆しています。それが期待値のところ、この場合、働き掛ける相手が違ってきます。金融市場ではなくて、モデルでいうと家計や企業、家計や企業が持っている物価予想を変化させるのがこのチャネルを動かすという意味です。したがって、まず働き掛けていく相手が違うということになります。それから、金融市場での中長期の金利が必ずしも下がらなければいけないというものではありません。非常に理論的に考えれば、極端な場合、中長期の金利が全く下がらずに、あるいはそこには働き掛けずに企業や家計のインフレ期待だけ

に働き掛けることも理屈上はあり得えます。もちろん、理屈上の話なので、現実にはもう少し複雑でしょうが、いずれにしても、誰に働き掛けるのかということ、どの予想に働き掛けるのかということの2点において、今までやってきた時間軸効果とは違うことが要求されるのだらうと思います。

それから、政策への含意について私が申し上げたい最後の点ですが、先ほど屈折需要曲線で申し上げた話は、基本的に相手が動かないので自分も動かない、相手を変えないので自分も変えないという模倣行動が戦略的補完として起きているということでした。そうすると、いったんスイッチが動き始めれば、相手が動いたので自分も動くというフェーズに変わる可能性が十分考えられます。ですから、お互いに模倣し合う状態というのは、動かないという状態のクラスタリングが起きていることもあります。それから動くというクラスタリングが起きる可能性も当然、同じようにあります。もしかして何かの拍子に、最初に申し上げたような話から、一転して急に物価が動き始めるということがあり得るのだらうと思います。今のところそういう徴候はないと私は思っているので、牛井やAQUOSなどを見ているともそうではないと思いますので、それほどそのことを心配する必要はないと思いますが、ただ、やはり政策の中期的、長期的なことを考えるときには、もしかしたらそのように歯車が逆転し始める可能性があることを念頭に置く必要があるのではないかと思います。私からは以上です。

【吉川】 どうもありがとうございました。では、コメントに移ります。まず地主先生から、大体10分ぐらいでお願いします。

【地主】 3人の先生方のお話を伺って、非常に刺激を受けました。ありがとうございます。私も少し違う考え方をしているので、自分の考え方を少しだけ言わせて頂いてからコメントをさせて頂きたいと思います。

私は、神戸大ではアメリカ経済論を担当しているので、ちょうど星先生と逆の仕事をしていることになります。アメリカ経済のことを日本の学生に説明するという授業をやっています。その中で、今の日本に似ていると思うのは、1960年代末から1970年代ぐらいのアメリカだと考えています。インフレとデフレという意味では状況は逆ですが、やはり持続的に難しい状況に陥るという事態は、1つの要因ではなくて、複数の要因が効いて起こるのだらうという思いがあります。アメリカの1960年代、1970年代と特に近いと思うのは、人口学的な要因が大きな役割を果たしているというところです。

日本の方は、皆さんよくご存じのように、人口減少が起こることは長い間予想はされていて、みんな知っていたことですが、人口減少が本当に起きてみたら、そのインパクトは多くの人々や企業にとって、きっと考えていたよりも大きかったということだろうと思います。日本の場合は、マイルド・デフレーションが続いて、デフレ予想が結構硬くなってしまったということも合わさって、非常に大きな問題になっているのだと思います。

アメリカの場合は、ベビーブーマーが労働市場に参加して、自然失業率が高まってしまったことと、1960年代後半のマイルド・インフレーションによって、インフレ予想が上がってしまったことの2つが重なった。その後、1970年代にいろいろな政策の迷走・失敗があって、ニクソン・ショックなども経て、最後にレーガン政権になった。私はやはりこうした状況の重なりが大きいと思っています。この点で、伊藤先生とは少し違いますが、私は実物の方の成長トレンドを何とか上げることがどこかで必要なのだろうと思っています。

ではコメントに移ります。まず、伊藤先生の報告に関してですが、インフレ予想への働き掛けで、FRBやBOEが頑張ってきたことを大変面白く聞かせて頂きました。星先生も同じところをポイントにされていると思います。ただ、やはりそこで大きいのは、成長トレンドとか、予想インフレ率の水準がもともと全然違うので、FRBやBOE、特にBOEの場合、量的緩和をやってもインフレ率が上がると皆が思ってくれるのかどうか。日本の場合、BOEがやっている量的緩和はあまり効かないと思っている人が多いと思います。それによって2年後、3年後のインフレ率を2%まで戻せるとすれば、やはりもともとの出発点の違い、つまり、人々が持っているもともとの予想インフレ率の違いが大きいのだろうと思っています。

それから、日本銀行が試合放棄をしたと言われていることに関して、伊藤先生からそう言われると確かにひどいなと思います。やはり何かやろうと言ってほしいと思います。星先生が言われていたような、物価水準目標や平均インフレ率の目標、スペンソンもリクスバンクでいろいろ言っていますが、こうしたものを検討する話を日本銀行にもしてほしかったと思っています。

サーベイ・データについては、マイルドなデフレがずっと続いていた間も、サーベイの平均値で見ると、インフレ予想はプラスだったというのは皆さんよくご存じのことです。大阪府立大に村澤先生という計量経済学を専門とす

る方がいらっしゃると思いますが、村澤先生は、サーベイ・データの分布が非常にゆがんでいるのを修正してみたらどうなるか検討されています。平均値では見られないので、中央値（メディアン）で見ますが、それで少しましになってだいぶ下がりますが、それでもやはりまだ正值のままだということで、やはりサーベイ・データには何か特殊な癖（ゆがみ）があるのでしょうか。したがって、これだけを見ても人々がインフレを予想しているのかどうかというのはよく分からないと思います。ただ、村澤先生は、先ほど伊藤先生が使われた ESRI の細かく分割されたデータを使って、カールソン・パーキン法やその他のいろいろな情報を使った予想値の検証をしておられます。

それから、2009年12月になって上昇期待と下落期待が逆転したという点です。12月というタイミングはよく分かりませんが、ただ、この時には原油価格やガソリン価格、また商品市況のすごく大きな下落があったので、ここでやや特殊なことが起きていたのか、あるいは、本当にデフレ予想がはっきりと表に出てきたのか、どちらであるかは分かりにくいと思います。

次に星先生の報告、私の論文にも触れて頂きましたが、ニュー・ケインジアン・モデルの評価で、ゼロ金利制約下のデフレ脱出策のお話について、私はエガートソンとウッドフォードなどの論文のことかと思っていたのですが、ご説明では違うようでした。私の理解だと、ニュー・ケインジアン・モデルの場合、基本的に金融部門が欠けていて、ほとんど完全な金融市場が想定されています。金融セクターが傷んでしまって、不良債権がたくさん出ているような場合のデフレ脱出について、そういうモデルでうまく分析できるのか、時間軸効果がメインになるとは思いますが、そこが私の疑問でした。

それから、日本の失敗・アメリカの成功に関しては、私自身の論文でもありますが、最近、アメリカはITバブル崩壊後、緩め過ぎたのか、あるいは、その後の引き上げが遅過ぎたのか、その辺をテイラーなどが批判しています。バブル崩壊後にそれなりに対応しようというやり方がありますが、難しいものは難しいのだろうと思っています。

それから、デフレ克服のための金融政策の信頼というところで、この点について星先生と伊藤先生のお2人は非常に近い考え方をされていると思いますが、私から見ると、現在では出発点のインフレ予想のレベルが違うということが日本銀行にとっての大きなハンディになっていると考えています。

最後に渡辺先生の報告について述べます。前半は先生ご自身の物価セン

ターでの研究の内容などを出しておられるので、それに関してはそのまま受け入れるだけです。渡辺先生の用意された資料に出ている大恐慌に関して、渡辺先生はどこかにも書いておられたかと思いますが、フランクリン・ルーズベルトが「物価水準を回復する」と宣言したことが大きな影響を持ったというお話でした。資料に挙げておられるエガートソンの論文[Eggertsson, Great Expectation and the End of the Depression, *American Economic Review*, 2008]で扱われているのかと思います。私はまだエガートソンの論文を読んでいませんが、今までのアメリカの経済史研究における伝統的な評価はむしろ逆ではないでしょうか。つまり、ルーズベルトの宣言やNIRA（全国産業復興法）、AAA（農業調整法）など、物価水準を上げることを目指して行ったカルテルや作付制限等の政策はあまり効かなかったというのがほとんどの評価だと思うのですが、その辺はどうでしょうか。

デフレからインフレに転換する時に、多くの人が「効いた」と今まで言ってきたのは金本位制離脱で、そちらの方が評価されてきたと思います。ほかの面でも、最近の論文で、例えばスウェーデンに関しては物価水準目標であったということがよく言われていましたが、これはほとんど間違いだということが分かってきています。やはり為替を切り下げてポンド・ペグをやったというのが実際のところでした。日本に関しても、国債引き受けでインフレ期待が上がったというよりは、やはり切り下げてポンド・ペグをやったことが効いたというのです。日本のバブル崩壊後、スペンソンが言ったのもほとんどこれに近いと思います。それを大恐慌の後、スウェーデンや日本などが実際にやったのだということですよ。

次に渡辺先生がおっしゃった家計のデフレ期待への働き掛け方をどうするのかという点、これについては星先生も伊藤先生も渡辺先生もみんなインフレ期待・デフレ期待のところを何とかしないといけないと指摘されました。これについて、アメリカ経済の経験を言うと、相当に遠い過去の例なので皆さんお忘れかもしれませんが、1970年代初めにニクソンのウォーターゲート事件の後、フォードが大統領になりました。フォードの再選キャンペーンでは“*Inflation as Public Enemy No. 1*”というバッジを付けたり、風船を上げたりしていました。それから、カーターがみんなに需要を減らしてくれというスピーチをやって、クレジットカードを切るなど、いろいろなことをやったのですが、全く効果がなかったのはよく知られています。

結局、ボルカーの頃も合理的期待の話など、いろいろ出てきていましたが、やってみたら縮める縮めるといくら言っても駄目で、やはり実際に深い不況を経ないとインフレ期待が下がらなかったというのがアメリカの経験だったと思います。また、各国のインフレ目標導入の経験についても、それをしたことでインフレ期待が下がって、インフレ率を実際に下げることができたとは多くの人あまり考えていないと思います。むしろインフレ率が実際に下がっていく局面でインフレ目標を入れて、その後の期待の安定化に貢献したというのが多くの見方だと思います。ですから、デフレ期待に直接に働き掛けるかというのは非常に難しいのではないのでしょうか。私は何か合わせ技のようなものでないか難しいのではないかと考えています。以上です。

【吉川】 どうもありがとうございました。では、最後になりましたが、塩路先生お願いします。

【塩路】 特に資料は用意してこなかったのですが、何も背景がないと話しにくいので、渡辺先生の示された式だけお借りして、話をさせていただきます。

最初にニュー・ケインジアン・モデルをベースにしたお話が多かったと思いますので、誰に対するコメントというよりは、ニュー・ケインジアン・モデルについて、それからもう少し長期の話については、伊藤先生の長期予測の話などに触れさせて頂きたいと思います。それから最後に、このような理論の基礎付けについて、主に渡辺先生のご発表に対するコメントになると思いますが、そのような順番でお話をさせていただきます。

まず、ニュー・ケインジアン・モデルのような動学的確率的一般均衡(DSGE)モデルが、今のマクロ経済政策を考える上で、1つ、標準的なツールとなってきています。そこで強調されているのは、人々がフォワードルッキング、つまり将来のことを考えて行動するのだということです。そこにニュー・ケインジアン・フィリップス曲線のようなものが出てきて、そうであれば、将来の期待に働き掛けることで、現在のインフレ率に影響できるはずだという考え方が出てきているのだと思います。その期待に働き掛ける政策が非常に強調されている。今日のお三方のお話も、その流れに沿ったものだったと思います。

私自身も人々の将来に対する期待をマクロ経済学の中に入れていかなければいけないのだという流れの中でやってきたので、その意味ではこういう考え方が定着したこと自体は喜ばしいことではあると思います。ただ、どうも

その方向がやや強調され過ぎているのではないかという感じがしています。

というのも、ニュー・ケインジアン・フィリップス曲線の式ですが、これはデータを使って推定すると全然駄目なのです。実際のインフレ率というのは、もちろん将来の期待に依存する部分も多少ありますが、やはり実証的に見てうまくいくフィリップス曲線を推定しようと思えば、理由はよく分かりませんが、ラグ項を入れ、過去のインフレに引きずられるという部分を入れないといけません。すると、それが大半の部分を説明して、それにちょっとだけ将来への期待が影響するという感じになるのが実態に近いのではないかと思います。実証結果ではそうですが、最適金融政策については膨大な文献があり、その分野ではなぜか突然シンプルな方の（過去の影響を含まない）フィリップス曲線で話がされている。そうすると、どうしても期待に働き掛けることがすごく大事だということが強く出過ぎてしまうことがあると思います。もう1つは、カルボ型価格設定で、今日、渡辺先生はお話をされましたが、それが前提になっています。

現実には、ある程度インフレ率が上がってきたということを実際に見ないと、人々のインフレ期待はなかなか変わらないという面が強いのではないのでしょうか。そうすると、現在ゼロ金利で、足元のインフレに対して直接的に働き掛ける手段があまりない中で、期待だけをうまく変えようというのは至難の業なのではないかと思います。これがコメントの1点目で、どうやって期待を変えていくのか、宣言すれば期待が変わるのかという点が問題になると思います。

もう1つ、渡辺先生が示された式は2本から成っていますが、簡単なニュー・ケインジアン・モデルにはもう1本の式があって、金融政策ルールに関してテイラー・ルールのような式を置くことが多いです。テイラー・ルールの中のどこかが変わることは金融政策の変更と認識されます。その中で分かってきたことは、テイラー・ルールの中に定数項とエラー・ターム（かく乱項）があって、定数項が変わるとかく乱項が変わるのは、モデルの中で全然効果が違うという点です。定数項をそのままにして、かく乱項が変わったという場合、長期的な名目金利、ないしはインフレの目標はそのままのだけれども、今は金利を引き下げるといような政策を採ったということで、インフレを起こして景気を拡大する効果を持ちます。一方、定数項の方が下がる場合には、長期的な目標のインフレ率を下げていることになる

ので、むしろデフレ効果を持つということが知られています。

伊藤先生と星先生が将来の期待を操作することが重要だと強調されているのは、今は金利を下げているけれども、これは定数項を下げたのではなくて、かく乱項を下げているのだと一般の人々に分からせる必要があることを強調する趣旨だと受け止めています。ただ、人々が「日銀がこう言っています」というようなことにどのぐらい反応するのか、むしろ実際の金利の動きなどを見て将来の期待を形成しているとすれば、1990年代の半ば頃から金利がどんどん下がってきて、最初は一時的な利下げと認識されていたかもしれませんが、その後10年ぐらい金利がゼロに近い状態が続いていますから、人々の頭の中でだんだん認識が変わり、このような状態は長く続く、定数項が変わったというような期待形成のされ方が増えてきているのではないかと思います。

そうすると、目標の名目金利がゼロのまま、実質利子率が大きく変わらずデフレが続くということになってしまっていて、これが長期的なデフレ期待に大きく影響しているのかなと思います。ただ、こうした下では、そんなに大きなデフレ期待は形成されようがないということになりますから、デフレ期待は非常にしつこく残るのだけれども、スパイラル的にどんどんデフレ期待が進行するということにもなっていない1つの要因なのかなという感想を持ちました。以上がニュー・ケインジアン・モデルについてのコメントです。

次に、伊藤先生が議論された長期の見通しについてですが、これに関しては私の方がはるかに楽観的です。私はもともと経済成長を勉強していました。経済成長の分野で長期的にある国の一人当たり所得を決定するものは、例えばその国の人的資本であったり、インスティテューション（制度）の質であったり、あるいは現時点での当該国の技術がフロンティアの技術からのぐらい離れているか。離れていれば離れていくほど、上がっていく余地は高いわけです。日本は随分フロンティアから引き離されたという感じが、ここ10～15年ぐらいありますが、逆に言えば、我々にはキャッチアップの余地が沢山残っていると考えます。私としては、長期に関して言うなら、その経済における豊かさを決定するのは、中央銀行がお札を何枚刷ったかではなくて、国が有する人材などが重要になってくると思います。短期的にはなかなか難しい問題もありますが、長期的には一人当たりで見ると、ある程度、明るい見通しが描けるのではないかと私は考えています。この点について、

伊藤先生のご意見をお伺いしたいと思います。

それから、長期に関してもう1つ、インフレ期待を操作するのは難しいということを言いつつあれですが、長期のインフレ期待をある程度固定していく努力は重要なのかなと考えています。毎日新聞に毎週木曜日、伊藤先生がコラムを書かれていて、JALの問題に触れられていました。JALの年金債務がどうしてここまでになってしまったかという、年金債務の契約を結んだときには予期していなかった低いインフレ率、ないしはデフレが実現してしまったことが実質で見て債務を高めてしまったと書かれています。それは、まさにその通りだと思います。ただ、では今からどうすべきか、ということ考えたときに、例えば今の保険の契約など、これからもずっと低い利率が続くという前提でいろいろ組まれています。ここでまたインフレ目標で急に3%インフレが実現してしまうと、それはそれで反対側で困る人たちが出てこないでしょうか。

本当はそのようなインフレ・リスクのようなものをどちらも負わないような社会的な枠組みができるのが望ましいのですが、そうでないとするなら、短期的にはいろいろあるけれども、長期的にはこのぐらいのインフレ率で行くのだというような合意が形成されると望ましいのかなと思います。

時間がオーバーしていますが、理論的な基礎付けに関して言うなら、私は渡辺先生のAQUOSの研究に関して、別のところでコメントさせていただきました。そのときに申し上げましたが、リアリティというのでしょうか、渡辺先生が紹介されたようなお話が、価格.comで午前2~3時にかけてAQUOSの値段がどう変わるのかということに関して重要だというのは本当によく分かりました。AQUOSの価格をマイクロで見ると、価格は全然粘着的ではなくて、非常に激しく動いています。なのに、なぜマクロではそんなに動かないのかということこれから考えていくことが大事なことです。AQUOSを売っている業者は、ほかの業者の価格に対しては非常に敏感に反応するけれども、マクロで金融政策がこうだとか、総需要がこうなっているということは、普段、意識の外にあって、そういうことにはほとんど反応しないのではないか。そういうことを考えてミクロ的基礎付けをちゃんとしていくことが重要ではないかと思います。もっと細かいコメントに関しては後ほどさせていただきます。以上です。

【吉川】 どうもありがとうございました。残り時間はもう45分を切っ

まいりました。3名のパネリスト、2名のコメンテーター、それから私がモデレータということで、これから自由討議をしたいと思います。私はモデレータですが、塩路先生をストップしてハイジャックをするようで申し訳ありません。私も2~3分、議論に参戦させて頂きたいと思います。

まず1つは、塩路先生が問題提起された1番目の、今日の議論で非常に大きく、とりわけ伊藤先生、星先生が強調された予想・期待に働き掛けるという点ですが、物価については、大昔、カレッキー、ヒックスあたりから基本的に2セクターで考えるべきだという議論がある。具体的には一次産品や農産物の市場は資産市場に近く、そこでは期待が大きな役割を果たす。しかし、普通の物やサービスの価格形成は全く違うというのが1つの大きな考え方で、私はそれを正しいと思っています。基本的にそういう考え方に立って、今から40年近く前、フィリップス曲線をめぐる期待、フリードマンの会長講演から始まった Expectations-Augmented Phillips Curve に関して、トービンやオーカンが、「何で期待なのだ、普通のモノやサービスの価格や賃金の決定で期待が大きな役割を果たすことなどあり得ない」と話していました。私は今でもあり得ないと考えています。

塩路先生から、実証的に言ってそれは良くない、しかしある種パズルだというお話がありましたが、私はなぜそれがパズルなのかがパズルだと思うのです。例えば、野球選手の翌年の年俸を決めるときに、理論的に考えれば翌年のことなので、来年の予想に基づいてオーナーや会社と、選手が決めるかといえば、そんなことはあり得ないのではないのでしょうか。基本は、今年のレコードや過去数年のレコードということでしょう。あるいは、ある種の銅板の価格を、例えばトヨタ自動車と新日鐵が交渉して決めるというときに、予想というファクターがまじめに取り上げられるのでしょうか。これもあり得ないのではないのでしょうか。既に起きたこと以外が交渉で取り上げられることは考えられないと思います。予想や期待というのは将来起きることに關するものであり、もちろん私たちもそういう意味でこの言葉を使っています。そうした意味での「期待」はおおよそ交渉において材料にはなり得ないと私は思います。インセンティブからしても、そういうことはあり得ない。ある「期待」で損をする立場にある人はそうした期待を認めなければいい、将来そういうことは起きないと最後まで言い張るでしょう。末端の消費者の市場における顧客まで含めて、期待というものがなぜ経済学者の価格形成に關す

る議論でこれほど真剣に取り上げられているのか、私にはそれ自体がパズルです。もちろんスタンダードな経済学で、このことが大問題とされていることは、一応、私もその世界の一員なので分かってはいますが、まず、この点を指摘したいと思います。

次に、皆さんのお話の中で、マイクロとマクロのブリッジという話が出ました。マイクロとマクロのブリッジを架けるものは労働市場だと思います。これはお話の中では出てきませんでした。やはり名目賃金の動向が決定的で、それを決めるのがフィリップス曲線ですから、話はそこに戻ります。そこで1つ気になったのは、成長戦略あるいは生産性の上昇について、伊藤先生はデフレに対する直接的効果がない、星先生はむしろ供給を強めるのだから需給ギャップが拡大し、デフレがかえって悪化というお話をされました。しかし、私はそうした見方を Bad Macroeconomics だと考えています。

経済を需要と供給の2つに分け、生産性上昇は供給を大きくするのだから、需給ギャップを広げてデフレを加速させるに違いないというのが星先生のロジックだと思います。しかしこれは生産性の上昇を単純 (too simple) に解釈しているからそういう議論になるのであって、新しいものを作る、従って新しい需要を創出するようなイノベーションは、それがある程度マクロのインパクトを持つようなものであれば、労働市場に大きなプラスの影響を与えて、名目賃金に対してもプラスの影響を与え、回り回ってデフレ克服のキー・ファクターになり得ると思います。私は既に期待については疑義を投げかけましたが、デフレ克服のキー・ファクターはむしろイノベーションだと考えています。これは、多分、伊藤先生や星先生の見方とはだいぶ違うところだと思いますが、時間をあまり取ってもいけないので、取りあえず問題提起をして、これから6人で議論をしたいと思います。どなたからでも手を挙げて頂いて、議論を始めたいと思います。

【伊藤】 私は30年ぐらい前に吉川先生とアメリカの東海岸で会いました。その頃、我々は非常に近かったのですが、その後、私がミネソタに就職して、吉川さんに言わせると合理的期待に汚されてしまったということです。私の理解では、期待の重要性は理論的にも実証的にも確立されている。Expectations-Augmented Phillips Curve につながる「期待」の重要性は理論的に確立されている。最近また表舞台に戻ってきたポール・ボルカーが、かつてインフレ・スパイラルを断ち切ることができて名声をあげました。実

際、確かにインフレ率を下げたのだけれども、それは不況を伴うことでインフレ期待に働き掛けることに成功したわけで、インフレ期待が重要だということはそこで証明されたと考えています。ですから、フィリップス曲線があてはまらなくなったのではなくて、上方にシフトしていた。上方にシフトしているのであれば、下に引きずり戻せばいいのだということがボルカーの実験で証明されたのです。そのことによって、Expectations-Augmented Phillips Curve は実証的にもその地位を確定したと考えています。

賃金交渉は、今はゼロ・インフレだからその話は出てきませんが、インフレ率が高ければ、当然、生活水準維持のためインフレ率が定期昇給に入ってきます。吉川先生は賃金が重要だと言われましたが、それを決定する賃金交渉の最大の部分というのは定期昇給で、生活水準維持のための上昇がどのくらいになるかが非常に重要です。ほとんどのマクロ経済学はそのように書かれているので、将来の期待が全く意味をなさないと言われるのは、非常に驚きでした。

それから、地主先生の初期値が違うから仕方ない、日銀をあまりいじめてはかわいそうだという意見について言うと、私は最大の失敗は1998年だったと考えています。その時が最大のチャンスだったというか、そこで防ぐことは可能だったのではないのでしょうか。銀行危機が発生し、クレジット・クラッシュが起きて、日本はある意味、リーマン破綻後のアメリカと同じような状況にありました。ですから、いわば政策は「何でもあり」の状況だったのです。あそこでなら何をやっても非難されることは全くなかったような時期で、そこで大規模な拡大政策、量的緩和でも信用緩和でもいいですが、インフレはプラスを維持するのだ、戻すのだという強い決意を示すことができれば、歴史は変わったと思います。転換点は幾つかありましたが、1998年というのはものすごく大きなところで、その時に期待に働き掛ける方法はない、円高でも構わないのだと言ってしまって、日銀のクレディビリティは完全に地に落ちたと思っています。

ですから、手遅れというのはそういう意味で、今となってはかなり厳しい。1998年にはできたであろうことが、今はそれでは不十分になっていて、ではどうしたらいいのかという答えが全く見つからないという状況まで来てしまいました。それはあそこから間違っていたということです。あの頃であれば地主さんの言う初期値は結構良かったと思います。ですから、そういう意

味で惜しかったということです。以上です。

【星】 次に渡辺先生が発言されると思うので、渡辺先生の長期のグラフの話から始めます。グラフは日本について書かれていますが、あれを例えばアルゼンチンについて書くと、1980年代以外は、アルゼンチンでは物価が動かなかったという話になると思います。あれだけ長い期間に亘ってグラフを描くのは、ミスリーディングだということです。もっと細かくみると、1980年代までは物価が上昇する傾向があったのが、1990年代からはデフレ傾向にあるというのが見えると思います。そのように、物価上昇率が正から負に変わったということが重要なところです。

それから、渡辺先生も塩路先生も言及された、安売りというマイクロレベルの現象とデフレというマクロレベルの現象の関係について。これは、安売りがあるからデフレになっているのではなくて、むしろ因果の流れは逆です。巷では、安売り競争をやっているので、その平均である全体の物価水準は下がり、デフレになるのだという議論が多いと思います。渡辺先生の話もそれに近いものです。しかし、因果の流れはむしろ逆で、デフレだから相対価格を下げるために絶対価格を下げなければいけない、すなわち安売りをしなければならない、という状態になっているのだということです。AQUOSなど技術進歩によって相対価格が下落している財が一番いい例です。デフレなので相対価格が下がるためには絶対価格が下がらなければならない。アメリカでも技術進歩が大きい財の相対実質価格はどんどん落ちていきます。むしろ日本よりも早く落ちているものが多いかもしれません。ただ、絶対名目価格で見ると、少なくとも最近まではデフレはそんなに問題ではなかったので、安売り（絶対名目価格の低下）は起こっていない。

【吉川】 デフレだからという場合、そうすると相対価格を下げる必要はないのですね。安売り競争の定義ですが。

【星】 相対価格を下げるために絶対価格が下がる。

【吉川】 相対価格を元に戻すために？

【星】 これは先ほどの吉川先生のお話と関係しますが、一般的にインフレ状態にあるのか、デフレの状態にあるのかを決めるのは近い将来の予想です。予想は賃金決定に大きな影響を与えるし、価格決定にも大きな影響を与える。

【吉川】 私は、予想は関係ないと思っています。過去のデフレのレコード、あるいはインフレのレコードは賃金交渉に大いに影響を与えたいと思いますが、

予想は関係ない。

【伊藤】 決めているのは過去の価格ではなくて、これから売るものの価格です。これから他の価格がどうなっていくかという予想は重要でしょう。

【吉川】 では、もう一度確認ですが、牛丼屋を考えましょう。牛丼屋はこれから価格付けをするのだから、例えば将来3カ月、1年、原材料や賃金などのように推移するだろうかということを考えて価格付けしているということではないですか。

【星】 そうしていると思います。

【吉川】 分かりました。

【星】 ですから、インフレが予想されれば、それを価格に反映します。デフレがあればそれを考慮に入れなくてはいけない。そして、もっと重要なのは相手の価格がどう変わるかということです。

【吉川】 それはまた別の話ですが。

【星】 全体がデフレのときには、自分の価格を相手の価格よりも下げるために、自分の絶対価格を下げなければいけない。インフレの場合は、自分の価格を変えないことでも相対価格を下げることができる。ですから、むしろ安売りからデフレというのは因果の流れが逆で、デフレだからこれだけ安売りが多くなっているということだと思います。

渡辺先生と塩路先生も価格の粘着性のお話をされましたが、価格が粘着的だとデフレでもインフレでも価格が動きにくくなるので、伊藤先生がおっしゃったデフレのコストを大きくする。相対価格調整を遅らせ、そのコストを大きくするという意味で、粘着性の議論はデフレのコストに影響を与える議論として考えるべきです。

地主先生と塩路先生は、期待にどう働き掛けるかという話をなさいました。日本の場合、期待インフレ率がそもそもかなり低くなっているという話で、それはその通りだと思います。インフレ期待形成に一番重要な影響を与えるのは、金融政策に対する期待です。中央銀行が将来どういう行動をとると期待するかは、もちろん、今までにどういう行動をとってきたかということに依存します。実のところ、日本の期待インフレ率が低い、あるいは期待デフレ率が高いというのは、今まで日銀があまり積極的な政策をとってこなかったということに依存しているのではないのでしょうか。そう考えると、期待を変えるために必要なのは、日銀を変えることだということになります。

塩路先生がおっしゃった、テイラー・ルールで定数項と攪乱項のどちらが変わったかというのは非常に重要な点です。この場合も金融政策に対する期待が、どちらの理由で利子率が変わっているのかを判断するのに重要な材料になります。すなわち、日銀の金融政策変更が単に一時的なものなのか、それとも持続的なものなのか、ということです。

最後に、吉川先生がおっしゃった生産性の上昇がデフレになるとは限らないというのは、その通りで、需要を増やすこともあります。ですから問題は、生産性の上昇で供給能力が増える部分と需要が増える部分でどちらが大きいかということで、判断が分かれるのだと思います。

【渡辺】 皆さんがおっしゃったことの幾つかについてコメントをしたいと思います。最初に、多くの方が論じておられる期待の話です。私は塩路先生がおっしゃったように、期待が実績を反映するという点について非常に強いシンパシーを持っていますが、ただ、そうではないモデルも書いているので、あえて少しディフェンスしてみます。

私の理解では、議論が少し混乱している部分があると思います。インフレ期待をコントロールできるかということと、中央銀行や政府が将来何をするかという、自分自身の行動について約束をするという話は別なものだと考えた方がいいと思います。私の考えは星先生がおっしゃっていることとかなり近いです。つまり、例えば中央銀行が総裁も替わり、違う仕事の仕方をするという約束をすることは、いくらい加減な中央銀行ないし政府を有する国であってもできるだろうと思います。そうしたことは必ずできるはずで、つまり、自分が行う行動についてコミットすることは可能だと思います。問題は、それをしたときに物価に関する期待が変わるかどうかで、これは全く別の話、変わらないかもしれないし、変わるかもしれない、ただ、それはやってみないと分からない問題だと思います。

もし期待が過去のインフレの実績に強く引っぱられるとすれば、仮に中央銀行や政府を総取替えしても、金融制度に関する期待は変わるものの、インフレに対する期待は変わらないということがあるかもしれません。ただ、そこは議論を分けた方が生産的でしょう。

私が話を聞いて思い出したのは、例えば小宮先生などが書かれた本を読むと、最初に固定相場制を導入したときは、固定相場制がどのぐらい続くかよく分からなかったので、かなり頻繁に介入して、とにかくちゃんと為替レ-

トを 360 円プラス・マイナスと言える範囲に収めることを行動で示さないと、なかなか信用してもらえなかったようです。それはまさに過去の為替レートの実績値の動きが期待を変えていった部分があるということで、そこはかなり腕力でやらないと、人々の期待は変えられない、あるいは固定相場制を守れなかったということだと思います。

しかし、固定相場制をしばらく続けて、確かにずっと続けていくもののだということが理解されるようになると、実際には介入はほとんど起こらなくなっています。目標としている範囲の端のところでは介入しなければいけません。皆がそれに近づくと介入が始まるだろうと考えるので、実際にはそれをしなくても為替レートはその範囲の中にちゃんと収まって、大きな介入が起きるといことは、リアライメントが必要な時を別にすれば、平常時にはなくなります。そう考えると、何かの行動をまず起こして、しかも、今議論しているケースでは固定相場制ですが、コミットするということをしきんとやっていけば、為替に関する期待が変わっていったのと同じように、インフレ率に関する期待も変わっていくのではないかと思います。

もう1つは、地主先生や星先生が指摘された不良債権問題というか、銀行の問題がゼロ金利というかデフレの話とパッケージになって起きてしまっているという点です。日本でもそうでしたし、アメリカでもパッケージで起きてしまっています。これが話をややこしくしている部分だと思います。つまり、私も、それからウッドフォードたちも皆そうですが、銀行の問題というのはニュー・ケインジアンの中核の中核の中で議論するのが難しいので、そこは無視して、銀行などがないきれいなモデルを作って、その中でゼロ金利の話を取ろうとしてきたわけですね。最近ではさすがにそういう議論が後ろめたいので、銀行を入れてみたりいろいろやっていますが、私が見る限り、その議論は根本のところではあまり変わっていないのだと思います。

日本にしる、アメリカにしる、両方の問題が同時に起きているので、実はどちらがどうなのかよく分からないという点が問題なのだと思います。この点について、唯一、これは何かはきっと分かるだろうと思われるのはスイスの例です。スイスでは不良債権問題は起きていませんでした。不良債権問題が起きていないのにゼロ金利になったという、私が知っている限り、最近では唯一の国だと思います。2002年か2003年にゼロ金利になっていますが、別にその時にスイスの銀行が不良債権問題を起こしていたわけではないので、

もう少し単純な需要ショックのような形でゼロ金利に入ったわけです。そのときにコミットメントする政策が行われたわけでは必ずしもありませんが、ただ、スイスはかなり軽症で済んでいる。金利はゼロで制約されてしまったけれど、それで世の中がひっくり返るような話にはならなかったというのがスイスの経験だと、いろいろなものを読んで私は理解しています。

そう考えると、不良債権問題、あるいは銀行の問題があることは、ニュー・ケインジアン的なゼロ金利の議論の仕方と、現実には起きていることとの間に大きなギャップを生んでいるのではないかという気がします。ニュー・ケインジアン・モデルから直ちに導かれる最適なコミットメントはこうだなどという議論が現実味を持たない1つの理由は、やはりその中で銀行の問題を同時に議論できていないところで、これは根本的にまずいのではないかと思っています。自分がやってきた仕事も含め、そういう問題をきちんと考えなくてはいけないのだと思います。将来、もし銀行の問題が起きずにゼロ金利が起きてくれると、多分、私が考えている通りのことができるのではないかと思います。

【伊藤】 今の日本では、不良債権の問題はないのではないのでしょうか。

【渡辺】 アメリカでは銀行の問題が起きていますよね。

【吉川】 伊藤先生がおっしゃっているのは現代の日本のことですよね。

【渡辺】 そうでした。ごめんなさい。

【伊藤】 今もゼロ金利とデフレではありませんか。

【渡辺】 ただ、銀行の問題が多少なりとも起きています。

【星】 アメリカは不良債権問題があるのに、金融政策の方はデフレ回避について成功しているように見えますね。

【伊藤】 いや、今の日本の話です。今の日本では不良債権はなく、デフレでゼロ金利になっている。つまり、渡辺モデルが完全に当てはまるわけですか。

【渡辺】 ただ、このゼロ金利は以前の銀行問題を引きずった面がありますから、それこそデフレ期待のパスステンスがあるわけです。過去なしでは、今の状態はあり得ないでしょうから、その意味で、理論のギャップという観点から言えば、スイスの例が一番クリーンではないかと思っています。

最後に星先生がおっしゃった、私がお示した長期物価動向の図のお話ですが、アルゼンチンで同じような図を描けばというお話でした。私の議論のポイントはこうです。これは日本に限らず、ほかの国でも確認されているこ

とですが、インフレ率の時系列を持ってきて、インフレ率がどのぐらい過去に依存するかというパシステンスを、ARモデルでも何でもいいのですが、簡単に計測してみると、過去に依存する度合いが、例えば1970年代や1980年代前半と比べると、最近はそれがすごく強くなってきています。理由はよく分かりません。それこそ期待のパシステンスかもしれないし、とにかく、何か大きなショックが起きてても直ちにインフレやデフレが起こるわけではなくて、徐々にしかショックの影響が発現していかないという現象がアメリカでは実際に起きています。つまり、それは日本に限った話ではなく、アルゼンチンでは起きていませんが、先進各国で共通して起きていることだと思います。

そのように考えると、アメリカとしてはそれが1つの原因になって、多くの国で名目金利がいろいろなショックが起きる前から低くなってしまっているので、それが多くの国でゼロ金利がヒットしてしまう1つの背景になっていると思います。

【伊藤】 今の最後の点は、吉川先生の話にも関係していますので、整理すると、インフレ期待はやはり重要だということです。ただ、インフレ期待の形成の右辺に何を持ってくるかという、現実には将来のマクロ変数というよりは、むしろ過去の実現値が入ってくる場合が多いということではないでしょうか。

【吉川】 そこが重要なところですね。ですから、それを伝統的なフィリップス・カーブの言葉で言えば、例えば失業率といった変数、あるいは実質成長率だけでは名目賃金や物価の上昇が説明できず、もう1つ追加的な項が加わらなくてはいけないという点は合意です。それは誰もが認めています。問題は追加しているものが何かというと、インフレないしデフレの近過去の実績です。それを何と呼ぶのか、本当に期待なのですかということです。期待なら、期待という無形のものに働き掛けることによって、インフレ、デフレを変えられるわけですね。伊藤先生と星先生はもちろんそういう立場だと思います。

それに対して私は、そこに現れている項はあくまでも過去の実績だと考えている。これは過去に起きたことですが、慣性によりすぐには変えられないわけです。地主先生は、日米の違いのところ、インフレ予想のベースが日米で違うということをおっしゃいました。考えている内容は、私と地主先生

とで大体同じかと思いましたが、地主先生は多分より標準的な言い方で、それを「予想」という言葉でおっしゃいました。私にはこだわりがあって、そこは本当に「予想」なのかどうか大いに疑問に思っている。つまり、もっと平たく日米の近過去の物価動向の違いだと考える。やはり期待ないしは予想なのかどうかというのは重要なポイントだと思います。期待が本当に将来の物価ないし賃金の動向を決めるのであれば、もとよりそれに働き掛ければ、何か変わる余地があるわけですから。

【伊藤】 その検証は結局、コミュニケーションが重要かということにもかかわってきます。ですから、吉川先生的に言えば、近い過去の数字というのは所与だから、先決変数であり、そこから先に何をやっても影響を与えることはできない、誰が総裁をやっても関係ないというわけです。私は違うと考えています。やはりそこはバーナンキが何を言った、マービン・キングが何を言った、インフレーション・レポートに何が書いてあるかということが非常に重要な情報で、市場はやはりそれに反応しています。これからこうします、こういうことですよという、証言であり、インフレーション・レポートであり、プレス・リリースであり、それらに対し、市場がその瞬間に反応する……。

【吉川】 伊藤先生がおっしゃる市場というのは、資産市場でしょう。あるいは為替市場。それであれば私も合意します。

【伊藤】 そうなのですか。

【吉川】 ですから、一番最初にお話しした通り、フィリップス曲線というのは、通常、資産価格ではなく普通の物やサービスの物価や賃金を扱っているのです。

【伊藤】 では、株価がどんなに変化しても实体经济は変化しないと……。

【吉川】 いやいや、ですから迂回経路を経た効果は当然あると思います。フィリップス曲線の式には2つ項がある。簡単に言うと、1つめは失業率ないし景気の項です。それからもう1つ、問題の追加的な項です。そしてそれが期待なのかどうかというのを今話しているわけです。私は、2番目については期待ではないと考えており、そこに働き掛ける余地はあまりないと思っています。

【伊藤】 π_{t-1} ということですか。

【吉川】 ええ。あるいは $E_t \pi_{t+1}$ と書いてあったものでしょうか。もとよりフィリップス曲線ですから、景気に影響を与えることができれば、労働市場

等を通じて物価に影響を与えるというのは当然です。それからもう1つ、資産市場では、期待が大変重要だということも合意します。ですから、政策担当者がインフレ目標でも声明でも何でもいいですが、資産市場に影響を与える、為替レートに影響を与えるということは十分あり得ると思います。すると、今度はそれが実物変数に影響を与えるということになるのでしょうか。

【伊藤】 CやIですね。

【吉川】 CでもIでも。それが回り回って、物価に影響を与えるということは十分あると思います。それは、私も否定しません。ただ、それぞれのチャンネルがどれくらい頼りになるのかということは検証すべきだと考えます。要は、政策担当者が期待インフレ率に直接に影響を与えて、それによって現実の物価動向や賃金動向に影響を与えられるというのは疑わしいというのが、先ほどからお話ししている点です。

【伊藤】 そこが見解の違いで、私は非常に重要だと考えています。あそこは期待の $E_t\pi_{t+1}$ ではなくて、 π_{t-1} だったとすると、それはまさにサージェントとウォーレスの批判まで戻ることになって、「大衆は愚かで中央銀行はそれを使っていくらでもだますことができる」というモデルになる。インフレ率を常に高めて、失業率を自然失業率よりも永遠に低くできるということになるので、それはさすがにないだろう、みんな期待形成の方法もキャッチアップするだろう。そうすると、2次項、加速度項が入ってきて、加速度項でも足りなければ、さらにもっと複雑な項が入ってきて、では、それは何なのだと突き詰めたら、結局そこは過去の変数が全部入って将来の $E_t\pi_{t+1}$ を決めていると考えた方が自然ではないかということになった。ですから、その中には中央銀行の総裁が誰かとか、何を言ったかとか、言ったこととやっていることが今まで違っていたとかいったことが全部入ってきて、期待が形成されてくると考える方がやはりすっきりしていて、やたら右辺に変数をどんどん入れていっても、モデルも実証も解決しないというのが1980年代に我々が学んだことではないでしょうか。

それから地主先生のコメントですが、多分、そのサーベイデータの対象となっている5,000人の人たちはヘドニック推計というのを知らないと思います。ですから、我々が計測しているCPI統計と彼らに聞いている質問、つまり、「これから1年間の間にあなたが一番よく購入するものの物価が上がると思いますが、下がると思いませんか」という文言の質問に対する回答で乖

離が生じるのは自然ではないでしょうか。ですから、サーベイの結果が統計上のCPIに対して上方バイアスを持つのは自然ですが、そのサーベイの結果においてすら物価下落期待と上昇期待に逆転が生じたというところに、私は非常に危機感というか手遅れ感を持っています。相当危険な状態ではないかと思っているのです。

【地主】 期待と呼ぶかどうかは別ですが、私は、インフレ期待を動かすのは難しい、人々の考える行動の基礎になる部分を変えるのは非常に難しいと思っています。ただ、私も何もしないと危ないと思っています。基本的にその点では、伊藤先生や星先生と同じです。ただ、それをどうやっていくのかという点で、上手に予想のところだけに働き掛けるというのは本当に難しく、いろいろなことをやらないと駄目だろうと考えています。

【吉川】 くどいようですがもう一度、地主先生も含めて、皆さん、例えば中央銀行ないしは政策担当者が期待に働き掛けるというとき、資産市場に与える影響はかなりのものがあるという点は多分異論はないとした上で、問題になっているのは、先ほど塩路先生かどなたかもおっしゃったかと思いますが、普通の企業や消費者に働き掛けることが問題になるという話だったと思います。そういう理解でいいですね。そこにも働き掛け得るものとして、中央銀行なら中央銀行が断固たる行動をとる、宣言をする、あるいはインフレ目標を掲げれば、それは消費者、企業の行動にかなりの影響を与えるだろうという言い方でよろしいのですね。

【伊藤】 資産市場経由か直接かは別としてですか。

【吉川】 いや、資産市場経由だったらいいのですが、それ以外に直接的に物価や賃金に影響を与える経路があるかどうかです。物価や賃金を決めるのは、資産価格ではなく個々の企業の行動です。

【星】 家計がインフレ期待やデフレ期待をアップデートするときに、例えば家計が日銀のレポートなどを直接読んだり、総裁の講演などを直接聴いて影響を受けるということはあまりないかもしれませんが、家計が金融市場で働いている金融機関やアナリストのレポートを読んだり、ニュースを見るというような形でインフレ期待をアップデートするというのは、当然やっていると思います。

【吉川】 当然やっていますか。6,600万の家計が。

【星】 まあ全部やっているとはいませんが……。

【吉川】 もうちょっと具体的なイメージを言って頂けませんか。

【伊藤】 最大の証拠は、消費税が上がる場合ですが、その前数カ月の期間、消費が高まる—いわゆるかけこみ需要が起きる、というのは、消費税による物価の上昇を予想しているからではありませんか。

【吉川】 その場合物価が上がることははっきりしているわけですから。

【伊藤】 同じですよ。それがインフレ期待ではないですか。

【星】 インフレが予想されているわけですよ、4月1日に起こると。

【伊藤】 説得力があるかどうかは別として、インフレ期待が消費に影響を与えるというのは、消費税が上がる前には消費が必ず上がることでわかります。

【吉川】 消費税を上げる案が国会で通ったというのと同じぐらいの迫力を持ってばですね。

【伊藤】 消費は上がりますよ。

【吉川】 だいたい前に総理大臣が株を持って、株上がれとやられたこともあるわけですが、あれぐらいでは駄目だということですか。

【伊藤】 そうでしょうね。

【吉川】 分かりました。

【塩路】 2~3点、追加の質問です。まず日銀は何もしていないかという話ですが、去年の12月だったと思いますが、新しいオペレーションのやり方を導入し、3カ月物の金利に直接働き掛けるような政策を打ちました。私はちょっと面白いなと思ったので、それに対する評価がもしありましたらお聞かせください。

それから、今議論になった点でもありますが、一般の実物市場における期待インフレ率と資産市場における期待インフレ率を分けて考えるというのは、面白い考えだと思います。そういうことをサポートするモデルを我々は持っていないんですが、実際には結構重要なことなのではないかと思っています。

それから、最近のインフレ期待の動きで、去年の秋ぐらいからデフレ予想が急速に浸透しました。これは日銀が言ったことを人々が新聞で読んでそうなったというよりは、若干別の経路をたどってデフレだという話が広まったと理解しています。この時期、2つのことが言えます。1つは、インフレ目標論者である伊藤先生が日本にいらっしやらなかったというショックがありました(笑)。もう1つは、一部の機関のアナウンスメントを受けて、デフレをマスコミが随分取り上げるようになって、あそこのお店ではこんなに値

段を下げたなどというニュースがバンバン出るようになったということがあると思います。通常の財・サービス市場におけるインフレ期待に働いたのは、日銀のアナウンスメントだったのかという点について、何かお聞かせ頂ければと思います。

【吉川】 残り時間が少なくなっているので、まとめに入らなければいけません。個別の論点は、終了後に関係当事者同士で話して頂くとして、今日、内閣府でもともと用意された問題設定からすると、例えば、デフレは問題なのか、あるいは良いデフレというものがあるのかという話について、これは今日、私も含めて6人が出席していますが、良いデフレというものはないという合意があると思います。個別の物価が下がることが消費者にとってありがたいということはあるけれども、それはデフレではない。マクロ現象としてのデフレというのは、マクロ経済にとって大変大きな問題であって、良いデフレなどないというのは合意ということによろしいですね。

次に、なぜデフレが発生するのかということで、1つは、需給ギャップ、やはり実体経済が弱いことが1つの重要な原因だというのは、フィリップス曲線の言葉で語れます。星先生からも需給ギャップという言葉が出たと思います。ただ、需給ギャップが生まれる背景ということになるといろいろな要因があり得る。金融政策がやはり1つの重要なポイントになることは伊藤先生、星先生が強く主張されたと思います。

期待の役割についてだいぶ話をさせて頂いたと思いますが、最後に地主先生も、何もしないのはまずいので、金融政策として何かやるべきだというお話でした。最後に塩路先生から、昨年暮れの日銀の幾つかのアクションについて、質問が出ました。「期待の役割あり」というのが伊藤先生と星先生のお立場ですし、また、金融政策がいろいろある政策の中でも大きな役割を果たすとお考えだと思います。ちなみに今の日本では、財政の余地は限られているというのは伊藤先生の報告の中にもありました。

以上を踏まえて、金融政策としてやる場合、具体的にどういふことをやるべきか、最後に伊藤先生と星先生から1分ぐらいで簡潔にお願いします。日銀が採るべきアクションというか、伊藤先生は手遅れ (too late) ということでもあります。それも含めて、お2人の先生からお願いします。何をやっておくべきだったかは、どうでしょうか。

【伊藤】 インフレ目標を採用した上で、それをサポートするようなアクショ

ン、例えば買える資産を何でも買うというようなことをすべきだったと思います。理由はクレジット・クラッシュが起きていたことですから、アメリカが2008年10月～2009年3月にやったようなことを日本の1998年にやって、バランスシートを直ちに倍にしていれば、状況は随分違っていたと思います。2008年以降については、私はコメントしません。

【吉川】 分かりました。では星さんからお願いします。

【星】 今、日銀が何をやるべきか、ということですね。総裁や副総裁をデフレ克服に積極的な人達にして、ゼロ金利プラス量的緩和を復活させる。少なくとも2003年のレベルで行うことです。それから、アメリカがやったように、もっといろいろな資産を買うということはプラスになると思います。

【吉川】 量的緩和というのは15兆円ぐらいでしょうか。

【星】 そうですね。

【吉川】 少し前のいわゆる量的緩和のときぐらいの水準までやるということですか。

【星】 アメリカの連邦準備制度が金融危機後に実施した規模に比べれば、7分の1ぐらいでしょうか。それから2003年のときに明確にしたようなコミットメントの導入です。物価上昇率がゼロ以上になるまではゼロ金利をやめないと宣言する。

【吉川】 星先生の立場からはゼロ以上という表現でいいのでしょうか。

【星】 いや、もっと強いコミットメントがあった方がいいです。例えば「インフレ目標を達成するまでは」と言った方がいいと思います。もっといいのは物価水準の目標を導入することだと思います。

最後に12月1日の金融緩和についてですが、12月1日に日銀がもっと思い切った政策を出すという市場の期待を反映して金利が一旦は落ちました。市場が終わってから、日銀の政策変更が発表されると、予想されたよりも小さい政策変更で、市場はがっかりして次の日には金利水準も政策変更以前の水準に戻ってしまいました。もっと思い切った政策変更をしていれば、何か効いたかもしれません。それを市場は期待していましたが、実際は期待外れに終わったというのが12月1日の金融政策の変更についての私の解釈です。

【吉川】 どうもありがとうございました。確かに日本銀行がデフレの定義にはいろいろあるなどと言っていたのはどうだったのかと私も思っていますし、日本銀行のスタンスには問題があったと思っています。時間が参りましたの

で本日はこれでセッションを終わりにしたいと思います。 どうもありがとうございました。