

〈論文〉

デフレーション、金融不安定性と金融政策

名 取 昭 弘*

Deflation, Financial Instability and Monetary Policy

Akihiro Natori

Abstract

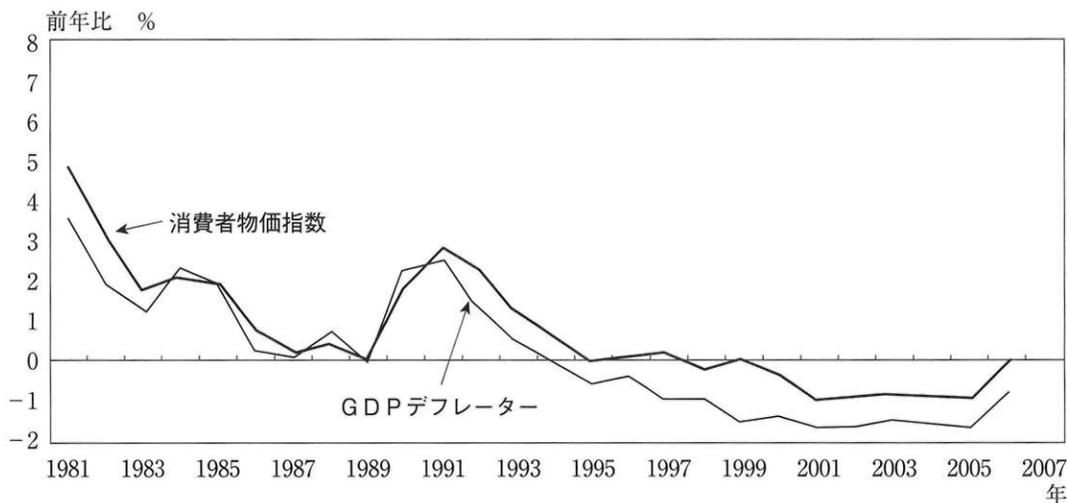
This paper analyses the mechanisms of the prolonged recession and deflation in Japan since 1990. We will review the macroeconomics of low inflation (deflation) that can explain the effect of monetary policy in a deflationary economy.

I. はじめに

日本経済は、この四半世紀の間に、バブル現象と逆バブル現象を続けて経験した。いわゆるバブル景気 (Booms and Bubbles) と平成不況 (Deflation and Recession) である。1985年9月のプラザ合意以降、まず金融自由化の進展に伴う資本市場の拡大や円高対策の一環としての超低金利政策の継続による過度の金融緩和状態の出現によってバブル現象 (ブーム) が発生し、次にそれへの対応策としての急激な利上げ政策の継続や不動産融資への総量規制導入によって今度は逆に過度の金融引締め状態となり、1991年3月には一転してデフレーションと不況が共存するデフレ不況 (逆バブル) となった。つまり、我々は1980年代後半のバブル好況と1990年代初めからのデフレ不況に続けて直面したのである。そして、すでに周知のように、バブル崩壊後のデフレ不況は非常に根深く、これまでに何度となく景気回復やデフレ脱却の機会があったものの底割れを繰り返し、結局、10年以上にわたる戦後最大級の経済停滞 (平成不況) となってしまった。このため、1990年代初めからのデフレ不況は、「失われた10年」¹⁾ と呼ばれ注目されたが、実際には、15年間にも及ぶ「15年デフレ」となっている。1980年代後半の実質GDPの平均成長率は4~5%であったのに対して、1990年以降の平均成長率は1~2%と大きく低迷していたし、1997年からはマイナスの成長率をも記録した。しかし、2002年2月以降は6年にわたって平均成長率が2%程度の戦後最長の景気回復を続け現在 (2008.2) に至っている。けれども名目GDPが実質GDPを下回る「名実逆

* 亜細亜大学経済学部教授 Mail Address : natori@asia-u.ac.jp

第1図 一般物価の推移



注：1. 消費者物価指数は全国・除く生鮮を使用。また、2000年までは1995年基準、2001年以降は2000年基準の指数を用いて算出。

2. GDPデフレターはGDP国内需要デフレターを使用。

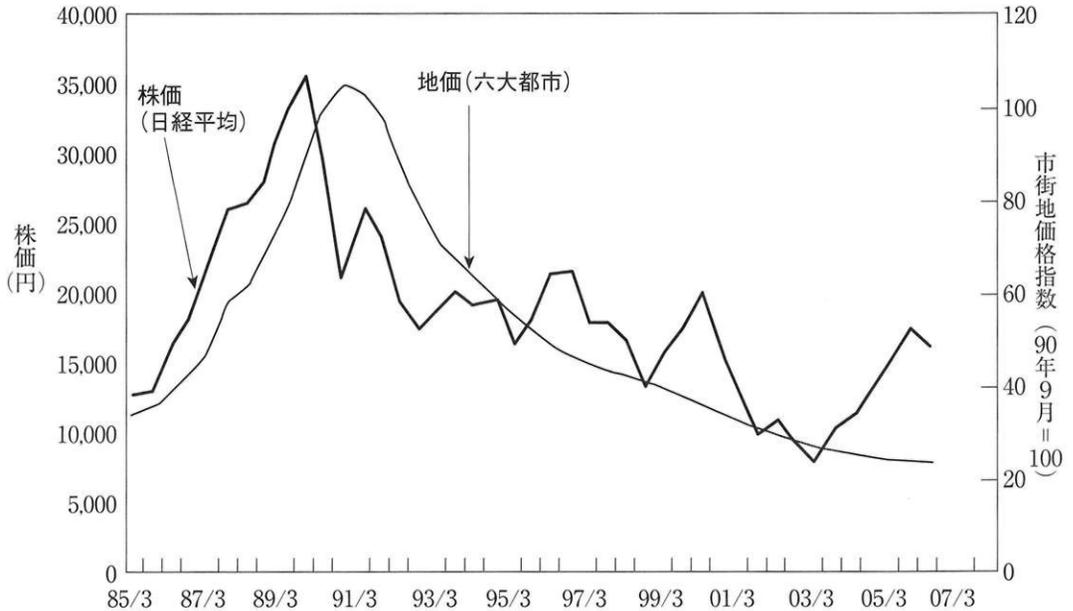
3. 両指標とも消費者の効果を調整済。

出所：総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」。

転」現象が起こっており、デフレ脱却は依然一進一退の状況にある。

ところで、バブル好況とデフレ不況の現象面をさらに詳しくみると、バブル現象の発生時はもっぱら資産価格バブル（特に株価と地価の急騰）から始まっており、バブル崩壊後は逆に資産価格デフレ（株価と地価の急落）となって現れており、これに随伴する形で景気が好況から不況へと反転したのである。つまり、当初のバブル期は資産インフレと好況が共存した状況（資産インフレ+好況）であり、バブル崩壊直後（1990年前半）は逆に資産デフレと不況が共存した状況（資産デフレ+不況）となり、そして1990年代後半からは名目成長率が実質成長率を下回るようになって、一般物価（GDPデフレターや消費者物価指数）のデフレ傾向（マイナスのインフレ率）がはっきりと現れるようになり²⁾、一般物価デフレと資産価格デフレと不況が共存する状況（一般物価デフレ・資産デフレ+不況）へと変化してきている。また、2002年からはゆっくりとした景気回復が続き一般物価デフレと資産デフレと景気回復が共存した状況（一般物価デフレ・資産デフレ+景気回復）と変化してきている。したがって、現象面からは四つの局面に区分されるが、物価変動に関しては、大きく3段階に区分して捉える必要があるだろう。バブル期（1985-1989）およびバブル崩壊直後（1990-1994）は、一般物価（GDPデフレターや消費者物価指数）のインフレ率（対前年比）が3%以下と比較的に安定していた（第1図）のに対して、資産価格（株価・地価）だけが盛んに乱舞した時期であった（第2図）。そして1990年代後半（1995-2005）からは一般物価のデフレ率（マイナスのインフレ率）が顕在化し、本来のデフレーションが現れるようになったのである。

第2図 株価と地価の推移



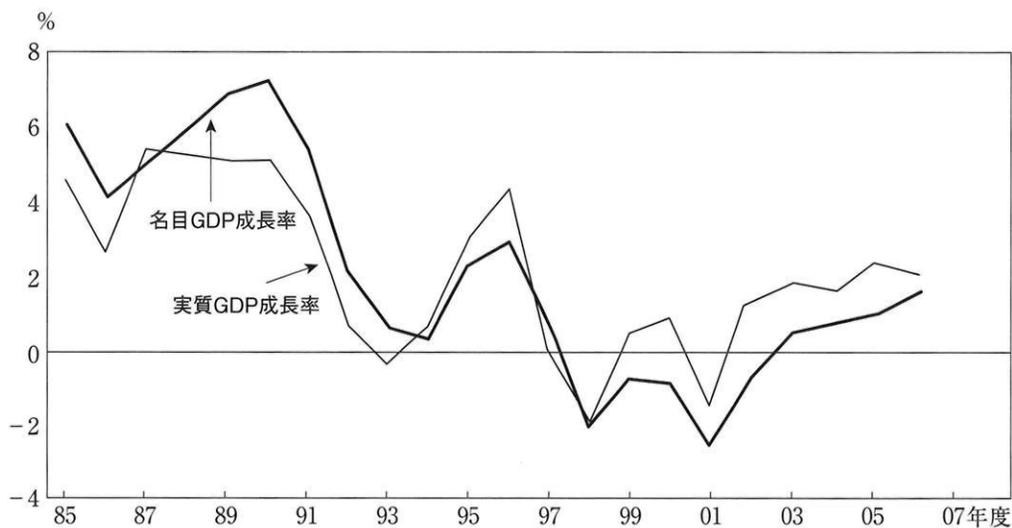
出所：日本不動産研究所「市街地地価指数」、日本経済新聞社「日経平均株価」。

具体的に言えば、バブル期には、日経平均株価は1985.9.22（プラザ合意時）の12,500円から1989.12.29の最高値38,915円へと4年間で3倍強と急騰したし、市街地地価指数（六大都市）も5年間で4倍強と高騰した。またバブル崩壊後は、一般物価上昇率（インフレ率）が3%を上限に次第に低下する中で、株価は2003.4.28の最安値7,607円まで14年間にわたってピーク時の1/5と下落したし、地価も同期間に1/4まで下落した。特にバブル崩壊直後の5年間には、株価は約50%、地価は約40%と急落したが、その後も株価・地価はともに趨勢的には緩やかな下落を続けた。しかし、現時点（2007）では、株価は16,000円台と最安値を1万円近く上回って、ピーク時の半分ほどにまで回復しているし、地価の下落傾向も大きく反転しそうな勢いである。このため、現時点では、資産価格デフレはほぼ脱却し得たといえるだろう。

また、一般物価については、第1図に示されているように、GDPデフレーターが1994年以降、消費者物価は1998年以降、それぞれのインフレ率がマイナスとなり、本来のデフレーションに突入して現在に至っている。そうした中で、1997年度、1998年度と戦後初めて2年連続のマイナス成長を経験したのである（第3図）³⁾。現時点では、一般物価はそのマイナス幅を徐々に縮小させつつあるものの依然としてデフレ状況にあり、また名目成長率が実質成長率を下回る状態も続いており、デフレ脱却が間近に迫っているとはいえ、日本経済は依然として緩やかなデフレーション経済の真只中にあるといえるだろう。

元来、インフレーションやデフレーションは一般物価（財・サービス物価）の持続的な上昇・下落現象を意味するものであり、資産インフレや資産デフレ（資産価格の上昇・下落現象）とは厳格

第3図 GDP成長率の推移



出所：内閣府「国民経済計算」。

に区別されなければならない。これまでの経済分析の流れをみると、ある意味では当然であったかもしれないが、一般物価の動向よりも、バブル発生と崩壊に伴う資産（負債）インフレ・資産（負債）デフレに関心が集中され過ぎてきたように思われる。また従来の経済理論・経済分析においては、インフレーションに関する研究は非常に多いのに対して、デフレーションそのものを対象にした研究は極めて少ないように思われる。いわばデフレ不況は極めて稀な特殊ケースと考えられてきたのである。事実、日本のデフレは第2次大戦後に世界で最初の、唯一の出来事であった。

本稿では、日本経済における最近のデフレ不況（一般物価デフレ・資産デフレ+不況）の局面に注目しながら、日本のデフレーション分析をめぐる諸問題、デフレーションの諸相の位置づけ、資産デフレ効果と金融不安定性、デフレ不況の原因と背景、デフレーション下の金融政策などに触れながら、最終的には、デフレーションとマクロ経済モデルの関係を、最近のマネタリスト・合理的期待仮説論者の分析やニュー・ケインジアン分析に沿いながら、日本の15年デフレの現状を理論的に考察してみたいと思う。

Ⅱ. 日本のデフレーション論議における基本問題

日本経済は、1990年代後半以降、緩やかなデフレーションと長期的不況が共存するデフレ不況に直面している。物価上昇率（インフレ率）がマイナスとなるデフレーション状態を経験したのは戦後初めてのことであり、デフレーション下の不況も初めてのことである。まず、最近のデフレーションをめぐる論議をふまえて、特に注目されるデフレーションの基本的・特徴的な諸点を整理しておこう。

(1) デフレーションの定義

デフレーションについては明確な定義があるわけではないが、最近では、日本銀行が『日本銀行調査月報』（2000.10）で提示した「物価の全般的かつ持続的な下落（現象）」⁴⁾という定義が広く一般に受け入れられてきた。ここで「全般的」というのは取引される財貨やサービスの価格の大部分を総合し平均したものであるという意味で一般物価を指しており、また「持続的」とは一定期間にわたって物価が継続して下落する状態という意味で、具体的な継続期間が想定されているわけではないが、かつてIMFが『世界経済展望』（1999.10）で「少なくとも2年間」という国際的な判断基準を打ち出しているため、これを一つの目安として受け入れようとする傾向が強い。このため、「デフレーションとは一般物価（GDPデフレーターないし消費者物価指数）が少なくとも2年以上継続して下落している状態である」と改めて定義することができるだろう。実際には、これはかなり厳しい基準であると考えられるが、この厳しいデフレ定義に当てはめてみても、1990年代の中盤ないし後半以降の日本経済が「緩やかなデフレーション状態」⁵⁾にあると診断を下すことは全く問題ないだろう。戦後はインフレーション状態が普通であったので、デフレーションの出現は極めて特異な現象のように感じられるが、GDPデフレーターの推移で見るとすでに14年、消費者物価指数でも10年近くデフレーションの状態が続いているのである。

さて、このようなデフレ定義に関連して、ここでいくつかの留意点を挙げておくと、まず①一般物価は一定期間に取引される財貨・サービスの価格を包含したものであり、土地や株式のような資産ストックの価格は含まないことである。つまり一般物価デフレ（フローのデフレーション）と資産デフレ（ストックのデフレーション）は明確に区別する必要があること。②従来は物価下落を伴った景気低迷（不況）をデフレーションと称していたが、最近では景気動向にかかわらず単純に継続的な物価下落現象だけをデフレーションとしていること、つまりデフレーションと不況は別々の現象であると認識する必要があること。③デフレーションの条件（継続期間の長さ・大きさ・速さ）など具体的な基準については、いまだ一般的なコンセンサスが得られておらず、デフレーションの定義には依然として多くの不明瞭さを残していること、である。

日本におけるデフレーション論議でしばしば混乱が見られるのは、定義の明確さが欠けているだけでなく、一般物価デフレ（フローのデフレ）、資産価格デフレ（ストックのデフレ）、实体经济の停滞（不況）、という互いに密接に関連し合っているが、それぞれ別々の事象であることをこれまではっきりと区別してこなかったことにあるように思われる。

(2) 物価指標とデフレ・バイアスの認識

一般物価とは一定期間に取引される種々の財貨やサービスの価格を総合し平均したものであるが、よく知られた代表的な物価指標としては、①GDPデフレーター、②消費者物価指数、③企業物価指数、④企業向けサービス価格指数、などがある。GDPデフレーターは名目GDPを実質GDPで割ることによって得られる物価指数で、事後的に計算されるためインプリシット・デフレーターと

も呼ばれている。この GDP デフレーターは取引されたすべての財貨・サービスの総合的な物価動向を示していると考えられるので、すべての物価指標の中では最も包括的・全般的な物価指標であるといわれている。消費者物価指数は消費者が購入する財貨・サービスの価格を総合し平均した物価指標であり、いわば小売段階の物価指標である。次に企業物価指数（卸売物価指数）は企業間で取引される財貨だけを総合し平均した物価指標で、これには国内向け財貨を対象にした国内企業物価指数、海外に輸出される財貨を対象にした輸出物価指数、海外から輸入される財貨を対象にした輸入物価指数などがある。また企業向けサービス価格指数は企業間で取引されるサービス価格だけを総合し平均した物価指数である。このように GDP デフレーター以外の物価指標は取引対象範囲がある程度限定された物価指標であるといえる。ここで指数というのはある基準時点のマーケット・バスケットの価格を 100 と設定し、基準時点の取引数量をウェイトに使用して、比較時点のマーケット・バスケットの価格を指数化して示したものである。もし比較時点の指数値が 98 ならば、デフレ率が -2% となる。これはラスパイレズ型指数と呼ばれ、GDP デフレーター以外の物価指標はこの方式で作成されている。他方、GDP デフレーターは、比較時点の取引数量をウェイトに使用して、基準時点と比較時点の価格を指数化して対比するパーシェ型指数が使われている。

通常、GDP デフレーターでは基準時点から離れるほど下方へのバイアスが大きくなり、他の物価指標では上方へのバイアスが大きくなる傾向がある。したがって、物価指標によってはデフレ率がかかなり歪められている可能性がある。一般物価としては、包括的・全般的な物価指標である GDP デフレーターが最も優れており、次に消費者物価指数が優れているということはできようが、デフレーションを分析する場合には、取引対象範囲やバイアスの方向性などの点で、両者の間にかかなり大きな違いが生じることにも注意を払う必要があるだろう。例えば、1998 年にデフレ状態へ突入したとされている消費者物価は、消費者物価指数の上方へのバイアスを取り除くと、1994 年頃にはすでにデフレーションに突入していたのではないと言われるほどである。消費者物価指数によるデフレーション発生が実質的にはかなり早まるように思われる。また GDP デフレーターは少し大きめのデフレ率を示す傾向になっている点にも注意を払う必要がある。

(3) 一般物価と資産価格の非対称性

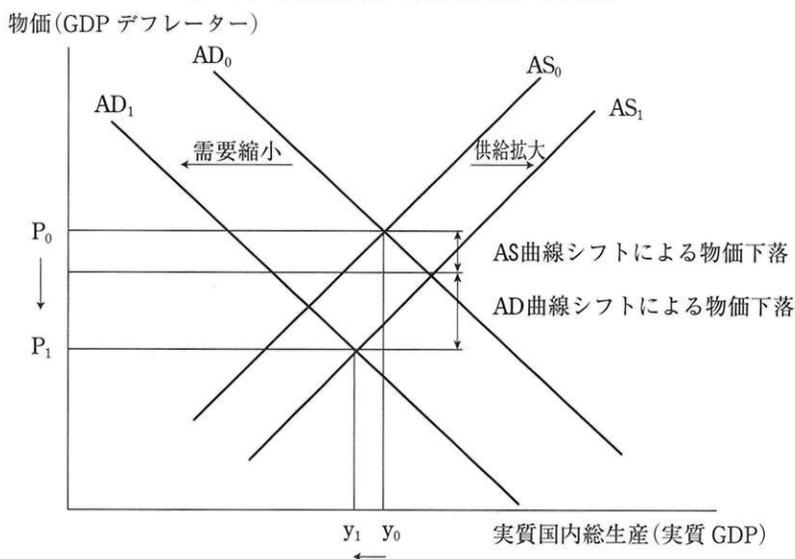
前述したように、過去 20 年間に株価と地価は非常に大きく・激しく変動した。いわゆる資産インフレと資産デフレの発生であった。一般的には、あたかも株価と地価が高騰することがバブル現象であり、株価と地価が暴落することがバブルの崩壊であると受け止められていたほどであった。バブル期（1985-1989）には株価は 4 年間で 3 倍強と急騰したし、地価も 5 年間で 4 倍強と高騰した。またバブル崩壊直後（1990-1994）には逆に株価は 5 年間でピーク時のおよそ 5 割も下落したし、地価もおよそ 4 割も急落した。そして 1990 年代後半以降（1995-2008）も株価はピーク時の 1/5 まで低下したし、最近では 1/2 程度（16000 円台）で依然低迷しているが、ほぼバブル初期の水準まで回復してきているともいえる。地価もピーク時の 1/5 にまで徐々に下落して、現在でも

まだ完全には止まっていないが、反転の兆しも見えている。このようにバブル期および崩壊直後に、資産価格は大きく上下に狂乱したのである。これに対して、一般物価の方は GDP デフレーターも消費者物価指数も、最近 20 年間は一貫して安定していた。バブル期とバブル崩壊直後でも両物価のインフレ率はともに 3% 以下であったし、1990 年代後半以降、デフレ率となってもともに -3% 以内であった。こうした一般物価と資産価格の非対称的な変動はバブルの発生と崩壊を経験した国々ではどこでも共通してみられた大きな特徴となっているが、当然のことながら、どの国でも資産価格の動向（資産インフレ・資産デフレ）分析に圧倒的に多くの関心が寄せられてきたように思われる⁶⁾。しかし、一般物価デフレ（フローのデフレ）の経済活動への影響と資産デフレ（ストックのデフレ）の経済活動への影響をそれぞれ別々に分析する必要があるとともに、両者を総合的に関連づけて分析することが大切であろう。最近のデフレ論議では、平成不況を発生させ、長引かせている重要な要因の一つとして資産価格の下落に伴う逆資産効果が強く働いていると指摘されている。つまり資産デフレ（ストックのデフレ）が総需要不足（不況）やデフレーション（フローのデフレ）を引き起こし、緩やかなデフレ・スパイラル的な状態を発生させていると主張した実証的分析が多く展開されている⁷⁾。しかし、マクロ経済理論としては、一般物価デフレ（フローのデフレ）と経済活動の関係を中心に分析することになり、資産デフレ（ストックのデフレ）は資産効果（ピグー効果）を通して、経済活動に重要な影響を及ぼしていると考えているのである。

(4) 一般物価と相対価格の関係

一般物価の下落と相対価格の下落とを明確に区別しておくことが必要である。一般物価の下落はいわゆる絶対価格の下落であって、財貨・サービスの全般的な下落を意味する。これに対して、相対価格の下落は特定の財貨・サービスの価格の下落であり、もしその他の財貨・サービスの価格が全く影響を受けないとすれば、一般物価もその分下落することになる。しかし、相対価格の変化は市場メカニズムの中で生じているのであって、特定の財貨・サービスの価格の下落は、その他の財貨・サービスの価格に影響を及ぼす。相対価格が下落すれば、特定の財貨・サービスに対する支出額が減少するから、人々はその他の財貨・サービスに対する支出を増加することができることになるので、他の財貨・サービスの価格は上昇するようになる。それ故、総合的な一般物価は相対価格の変化の影響を受けないことになる。例えば、もし輸入製品の価格が低下しても、それ以外の（国産）財貨の価格が上昇すれば、一般物価は影響を受けないことになるのである。また規制緩和が進み、特定財の相対価格の下落があったとしても、そのために一般物価が下落する理由はない。いずれにしても、内外価格差の解消あるいは価格破壊などの価格調整は基本的には相対価格の問題であり、一般物価下落すなわちデフレ問題ではない。これは輸入デフレ説の限界を示しているといえるだろう⁸⁾。

第4図 総需要曲線と総供給曲線の概念図



出所：第一生命経済研究所『資産デフレで読み解く日本経済』p.17

(5) 良いデフレと悪いデフレの所在

一般物価は基本的には総需要と総供給の関係で決定される。いま総需要と総供給がバランスしている時、何らかの要因で総供給量が総需要量より増加すれば、また何らかの要因で総需要量が総供給量より減少すれば、一般物価は下落することになる。この関係は通常の総需要曲線 (AD) と総供給曲線 (AS) のシフトによって説明される。第4図は総需要曲線と総供給曲線の概念図⁹⁾であり、縦軸には GDP デフレーター、横軸には実質 GDP がとってある。総供給曲線の右方へのシフト (AS₀→AS₁) すなわち総供給の拡大は、一般物価の下落と同時に実質 GDP の増大をもたらすことになる。この場合には、実質 GDP の増大・成長がもたらされるので、良いデフレと称される。また総需要曲線の左方へのシフト (AD₀→AD₁) すなわち総需要の縮小は、一般物価の下落と同時に実質 GDP の減少をもたらすことになる。この場合には、実質 GDP の減少を伴うので、悪いデフレと呼ばれる。総供給曲線の右方シフトは一般に企業の生産性の向上とか生産コストの低下などによって生じる。したがって、その背後には最新型の機械の導入・技術革新・高度の教育訓練などによる生産性の向上や輸入原材料価格の低下・賃金カット・リストラなどによる生産コストの削減といった多くの供給側の要因がおおいに関連しているのである。他方、総需要曲線の左方シフトは総需要の縮小をもたらすような需要側の要因、すなわち家計の個人消費や住宅投資、企業の建設投資や設備投資、政府の公共投資などの減少によって生じる。また同じく総需要の縮小をもたらす金融面の要因、すなわちマネーサプライの減少や信用不安などによっても生じる。現実の経済活動においては、総需要曲線の左方シフト (総需要縮小) と総供給曲線の右方シフト (総供給拡大) が同時進行の様相を呈しており、しかも現在のデフレ不況の下では、総需要曲線の左方へのシフトの方が

総供給曲線の右方へのシフトよりもかなり大きくなっているものと思われる。この場合には、第4図のように、AS曲線 ($AS_0 \rightarrow AS_1$) とAD曲線 ($AD_0 \rightarrow AD_1$) がともにシフトし、一般物価の下落 ($P_0 \rightarrow P_1$) とGDPの低下 ($y_0 \rightarrow y_1$) をもたらすことになる。これは現在のデフレ不況の主要な原因を追究するための有力な分析手法として、最近の実証的・理論的分析では盛んに利用・応用されてきた考え方である。いわば総需要不足を引き起こす需要側の要因をより重視したデフレ・ギャップ分析である。しかるに、日本銀行のエコノミスト達は、金融政策の実施との関連で、つい最近(1995年頃)まで総供給曲線の右方シフトがデフレ発生の主な原因であると考えていたようである¹⁰⁾。

(6) デフレーションと貨幣・金融政策の関係

デフレーション(一般物価デフレ)は、取引される財貨・サービス全体と貨幣との交換比率が、貨幣価値が高まるように継続的に変化する現象であり、資産デフレは株式や土地に対する貨幣の交換比率が、貨幣に有利になるような形で変化する現象である。したがって、デフレーションは基本的に貨幣的な現象であり、貨幣政策や金融政策¹¹⁾と密接な関係を持っていると捉えるのは当然である。しかしながら、①従来は「物価下落を伴った不況」をデフレーションと定義していたので、本来のデフレ解釈に混乱が生じていたこと、②古典派経済学における「貨幣の中立性」の世界では、長期的には貨幣は実物面に全く影響を及ぼさないものとされていたが、その影響下にありつつ現実的なデフレ不況を捉えようとしたので、貨幣面と実物面の関連性をめぐる短期分析に混乱が見られたこと、③ケインジアン経済学に基づいて、貨幣供給は内生的・受動的であるという「日銀理論」が支配的であったことから、また④現今の貨幣政策・金融政策運営のもとでは、名目利利率がすでに「流動性トラップ」・「ゼロ金利」の状態にあることから、貨幣政策・金融政策の無効論が強く主張されていたこと等々の理由により、デフレーションは単なる貨幣的現象ではないとの認識がかなり根強く広まっていた。しかし、最近では、デフレーションと不況はそれぞれ別の現象であり、両者は明確に区別されるべきものと認識されるようになったので、長期不況については必ずしも単純な貨幣的現象とはいえないけれども、デフレーションは貨幣によって規制される貨幣的現象であると考えられるようになってきている。それ故、最近では、貨幣政策・金融政策との関連を無視してはデフレ問題を分析することはできなくなっているのである。

周知のように、長期分析における貨幣の中立性命題については、現代貨幣数量説や自然失業率仮説の展開などを通して、マネタリズムや合理的期待学派による「新しい古典派経済学」によってすでに明確にされており、現在ではほとんどのエコノミストに広く受け入れられてきている。そして、短期的・動学的分析においても、貨幣の経済活動への影響の分析をはじめとして、現在のデフレーションと不況の原因・影響・対策などをめぐって様々な分析が活発に展開されてきている。

最近のデフレーションの理論的分析においては、従来のインフレーション分析の延長線上で、デフレーションを「マイナスのインフレーション」として捉えようとする手法が主流になっているが、

特に一般均衡論的アプローチが重要視され、短期的・動態的分析においても、一方で①IS-LM分析によるデフレ期待の利子率への影響の分析、他方で②ワルラス法則に従う貨幣と資産を含めた予算制約式による分析および資産選択分析、また③自然失業率仮説を利用しての、期待デフレと名目成長率の関係の分析、等々を通して、貨幣が中立的であることを積極的に認めようとする理論展開がなされるようになってきている。

Ⅲ. デフレーションと不況の理論的分析

最初に、標準的なIS-LM分析を利用して、デフレーションと不況の発生について跡づけてみよう。これによって、財貨市場と貨幣市場における一般均衡点が求められ、この一般均衡点の推移によって利子率と実質GDPの関係を跡づけ、同時に財貨・サービスの需給要因と貨幣の需給要因の変化による総需要の変化を説明することができる。またデフレーションに伴う期待インフレ率の変化や実質残高の効果、フィッシャー効果やピグー効果などを捉えることができる。そして、このIS-LM分析を基礎にして、標準的なAD-AS分析を導出し、これによりデフレ不況の発生のメカニズムとその背景を考察してみたいと思う。最新の理論的分析はマネタリスト・合理的期待仮説学派やニュー・ケインジアンによって展開されてきている。

(1) IS-LM分析とデフレーション諸相の所在

まず標準的なIS-LMモデルを示すと、次のようになる。

$$\text{IS: } y = C(y-t) + I(r) + G \quad \text{財貨市場の均衡条件式 (I=S)}$$

$$\text{LM: } M/P = L(i, y) \quad \text{貨幣市場の均衡条件式 (L=M)}$$

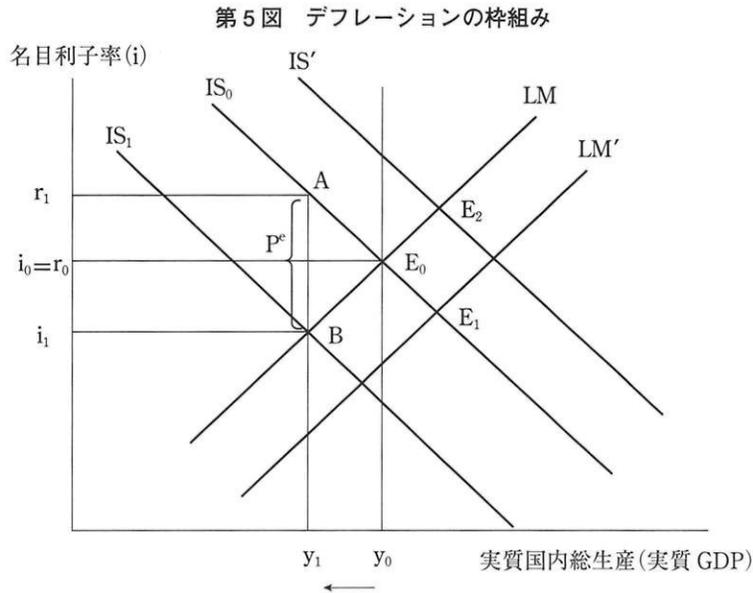
$$\text{ただし、} r = i - p^e \quad \text{フィッシャー方程式}$$

ここで、M=名目貨幣量、P=一般物価水準、y=実質所得、t=税金、C=消費、I=投資

G=財政支出、r=実質金利、i=名目金利、 p^e =期待インフレ率、である。

消費Cは実質可処分所得(y-t)の増加関数、投資Iは実質金利rの減少関数、貨幣需要Lは名目金利iの減少関数・実質所得yの増加関数である。ただし、恒常所得仮説では、消費Cは資産(恒常所得)の増加関数と考えられている。

第5図は縦軸に名目金利(名目利子率)i、縦軸に実質所得(実質GDP)yがとってあり、通常の、右下がりのIS曲線と右上がりのLM曲線が描かれている¹²⁾。ここでは、さしあたり一般物価水準Pを一定と仮定した上で、財貨市場の均衡と貨幣市場の均衡および両市場の同時均衡を明らかにしようとしている。IS曲線はモデルのIS式を図示したもので、期待インフレ率が所与の下で、あるいは期待インフレ率がゼロの下で、貯蓄と投資が等しくなるような名目金利と実質所得の関係を示している。他方、LM曲線はモデルのLM式を図示したもので、名目貨幣量が一定の下で、貨幣の需要と供給を等しくするような名目金利と実質所得の関係を示している。そして、IS曲線と



LM 曲線との交点で一般均衡が得られることになる。

さて、ここで、第5図の IS-LM 分析を使って、デフレーションの諸相を位置づけておこう。

まず初めに、IS 曲線は、期待インフレ率が所与ないしゼロの下で描かれているので、期待インフレ率が低下すると、別の言い方をすれば、期待デフレーション（マイナスのインフレ率）が発生すると、IS 曲線は下方にシフトすることになる¹³⁾。LM 曲線は名目金利 i の関数であるけれども、IS 曲線はもともと実質金利 r の関数であるから、名目金利表示（第5図の縦軸は名目金利 i ）に転換すると、フィッシャー方程式に従って $(i - P^e)$ の関数となり、期待デフレーション (P^e) の分だけ IS 曲線が全体的に低くなる $(IS_0 \rightarrow IS_1)$ ののである。いま期待デフレーションがゼロの時の一般均衡点を E_0 とすると、ここでは実質金利と名目金利は等しくなり、均衡利子率は $r_0 = i_0$ となっている。この時ももし期待デフレーションが発生したとすると、名目金利表示の IS 曲線は期待デフレーションの分だけ下方にシフトすることになるので、新たな一般均衡点は B となるだろう。この場合、名目金利は期待デフレーションの一部分に相当する分だけしか低下 $(i_0 - i_1)$ しておらず、残りの相当分は実質金利の上昇 $(r_1 - r_0)$ となっており、この実質金利の上昇が投資需要を減少させ、実質所得を減少させているのである。すなわち、期待デフレーションの発生は名目金利表示の IS 曲線を下方にシフトさせることになるので、LM 曲線が垂直でないかぎり、一般均衡点は E_0 から B に移ることになって、実質所得水準は y_0 から y_1 へ下落すると同時に、名目金利は i_0 から i_1 へと下落し、実質金利は r_0 から r_1 へと上昇することになるのである。そして名目金利と実質金利の変化の合計 AB が期待デフレーション P^e となっているのである。要するに、デフレーションに伴って期待デフレーションが発生すると、名目金利と実質金利の乖離現象つまり名目金利の下落と実質金利の上昇が同時に起こり、このうち特に実質金利の上昇が投資支出を抑制することにより、実質所得を減少させ、不況を引き起こすことになるのである¹⁴⁾。これ

は実質金利上昇の影響である。したがって、デフレーションは期待デフレ率や実質金利の変化を通して不況を引き起こす要因となっているのである。これは、フィッシャー方程式ないしフィッシャー法則に基づく、期待デフレ効果ないし物価予想効果と呼ばれるものであり、IS-LM分析の中で、デフレーションが不況の発生を明示できる第1のケースといえるだろう。

しかしながら、LM曲線が垂直で完全雇用状態にある時には、IS曲線が下方にシフトしても、名目金利だけが下落することになり、実質金利は初期の均衡状態 r_0 に留まることになるので、不況局面は全く発生しないことになる。均衡実質所得は y_0 の水準のままである。この場合は、名目金利が期待デフレ率に完全に調整されてしまうからで、いわゆるフィッシャー法則が成り立っているケース¹⁵⁾である。したがって、逆説的ではあるが、名目金利が期待デフレ率に不完全にしか調整されない場合にのみ、実質金利が上昇して不況を引き起こすことになるのであって、期待デフレ効果（第1のケース）が出現することになるのである。

次に、中央銀行により任意に決定される（所与の）名目貨幣供給量 M に対して、もし物価水準 P が継続的に下落するならば、すなわちデフレーションが発生するならば、実質貨幣量 M/P を増加させることになるであろう。実質貨幣量の増加はLM曲線を右方へシフト（ $LM \rightarrow LM'$ ）させることになるので、期待デフレ率が不変でIS曲線が変化しない限り、一般均衡点は E_1 となり、利子率を低下させ、実質所得を増加させることになる。これは実質金利の低下によって実質所得の増加がもたらされたものであり、実質金利低下の影響である。このケースは、デフレーションによる実質貨幣量（残高）効果であり、IS-LM分析の中で位置づけられるデフレーションの第2ケースといえるだろう。

また家計が実質貨幣量を富・資産の一部として保有している場合には、家計消費は実質貨幣量の増加関数であると考えられるから、デフレーションによって実質貨幣量 M/P が増加すれば、IS曲線は上方にシフト（ $IS \rightarrow IS'$ ）することになり、LM曲線が大きく変化しない限り、一般均衡点は E_2 となり、利子率と実質所得をともに増加させることになる。ただし、この時もし貨幣市場において、デフレーションの進行につれて実質貨幣供給量が同程度に増加するとすれば、LM曲線が右方にシフトすることになるから、均衡利子率は変わらずに、実質所得だけがさらに増加することになる。実質貨幣量の増加による消費支出の増加および実質所得の増加は、一般にピグー効果と呼ばれている現象である。これはデフレーションの第3のケースといえるだろう。

同様に、家計が富・資産の一部として実質公債残高（および外貨・外債残高）を保有している場合にも、家計消費は実質公債残高の増加関数と考えられるから、デフレーションによる実質公債残高の増加はピグー効果と全く同じように、IS曲線の上方シフトとLM曲線の右方シフトを通じて、消費支出と実質所得の増加をもたらすことになる。これは公債や外貨・外債が外部資産であるからであり、実質資産価値の増加効果すなわち実質残高効果の一種と考えられ、一般にはラーナー効果と呼ばれている。第4のケースといえよう。

上記の実質貨幣量効果（第2ケース）とピグー効果（第3ケース）・ラーナー効果（第4ケース）

は、いずれもデフレーションが実質資産の価値上昇を通して、実質所得の増加を促すという意味で、したがって経済を完全雇用に戻させることができるという意味で、デフレーションの安定化効果（良いデフレ効果）であるということができる。

ところで、家計や企業が保有する富・資産の一部が内部資産（負債）である場合には、社会全体で集計すれば、債権・債務（名目資産・名目負債）は相殺されることになるので、デフレーションによって生じる資産の実質価値の上昇効果と負債の実質価値の上昇効果も相殺されて、IS 曲線はシフトしないことになる。しかしながら、資産・負債の実質価値の上昇は、当然のことながら、債務者から債権者への所得移転（キャピタルゲイン・キャピタルロス）を引き起こすことになるので、債務者の実質負担が重くなる。つまり、デフレーションは債権者を富裕にし、債務者を貧乏にするのである。この時も債務者（負債保有者）の支出性向が債権者（資産保有者）のそれよりも大きいならば¹⁶⁾、差し引きの結果として家計の消費支出や企業の投資支出が減少することになるので、IS 曲線を下方にシフトさせることになるだろう。期待デフレ率が即座に変化せず LM 曲線が大きく変化しない限り、IS 曲線の下方へのシフトは実質所得の減少すなわち不況をもたらすことになるだろう。これがいわゆるフィッシャー効果であり、デフレーションの第5のケースといえるだろう。要するに、デフレーションは所得分配効果ないし富の再分配効果を通して、実質的に負担の重くなった負債保有主体の支出活動を減退させ、総需要を低下せしめて、不況をもたらすのである。これはデフレーションの不安定化効果（悪いデフレ効果）である。J. トービンは「もし債務者の支出性向の方が、たとえほんのわずかでも規則的に大きいならば、フィッシャー効果の方がピグー効果を圧倒するであろう」¹⁷⁾と述べ、ピグー効果（第3のケース）よりもフィッシャー効果（第5のケース）の優位性を主張し、デフレーションが不況の要因になりうることを認めているのである。フィッシャー効果は正に I. フィッシャーが負債デフレーション（debt-deflation）理論の中で展開したもので、デフレーションが資産・負債の変化を通して、いかにして実質所得を低下させ、不況をもたらすかを明示したのである。

さて、上記のフィッシャー効果（第5のケース）は、名目資産と名目負債が不変の下で、デフレーション（一般物価の下落）が発生した場合の債務負担の実質価値の上昇の効果を扱ったものであるが、日本における今回の資産（負債）デフレは、すでに指摘したように、一般物価と資産価格の非対称性がはっきりしており、一般物価が比較的安定していたのに対して、資産価格が激しく上下に乱舞したのである。つまり、バブル期には資産価格が急騰（資産インフレ）し、バブル崩壊直後には資産価格が急落（資産デフレ）したのである。したがって、資産インフレ・資産デフレは一般物価の変動よりも資産価格の変動の方がはるかに重要だったわけで、資産・負債の名目価値額そのものが大きく変動したのである。資産インフレに続いて資産デフレを経験したことによって、その間に資産取引を通じてキャピタルゲインやキャピタルロスが盛んに発生し、所得移転も活発に行われてきたが、結局は、資産価格が上下して正常化したにすぎない。資産インフレ期には資産効果が働き IS 曲線を上方にシフトさせたり、資産デフレ期には逆資産効果が働き IS 曲線を下方にシフ

トさせたりするが、結局は、IS曲線は初期の状態に戻るのである。ただし最近では、緩やかなデフレーションによるフィッシャー効果と緩やかな資産価格デフレに伴う逆資産効果が相互に作用し合う形で共存しているともいわれている。資産（負債）デフレは基本的に所得分配問題ないし富の再分配問題であり、資産取引に伴う債務負担の問題である。これは逆資産効果による金融不安定性として重要問題でもある。

次に、名目貨幣供給量 M については、通常は中央銀行によって任意に決定される外部貨幣であるとされているが、最近では商業銀行等による内部貨幣を含めて考える傾向が高まっている。いわゆる粗通貨主義の考え方である。銀行の倒産や信用クラッシュなどによって、内部貨幣が大幅に減少して、名目貨幣供給量 M が減少する場合、当初は期待デフレ率がすぐに反応しないだろうから、実質貨幣量 M/P が大きく低下し、LM曲線が左方にシフトすることになり、実質所得が大きく減少して不況局面になる。しかし時間の経過とともに期待デフレ率が形成されるので、LM曲線は左方にシフトするようになり、長期的には期待デフレ率が名目貨幣量の減少に追いつき、実質貨幣量 M/P が元に戻ることになる。これは期待デフレ形成の遅れと調整に伴う、デフレーションの第6のケースである。この過程におけるデフレーションと不況の発生の背後には、不良債権問題、信用クラッシュ問題、金融危機の問題などが控えているのである。

最後に、IS-LM分析の枠組みの中でデフレ不況がどのように位置づけられているかについては、大方、不況についてはIS曲線の下方へのシフトとLM曲線の左方へのシフトによって説明されており、デフレーションについては主に期待デフレ率や実質残高効果によって捉えられているといえよう。言うまでもないが、IS曲線のシフトを導く代表的な政策的手段は財政政策であり、LM曲線のシフトを導く代表的な手段は金融政策である。IS曲線とLM曲線はともに総需要曲線ADの主要な構成要因となっているのである。次にAD-AS分析を調べていこう。

(2) AD-AS分析とデフレ不況の発生

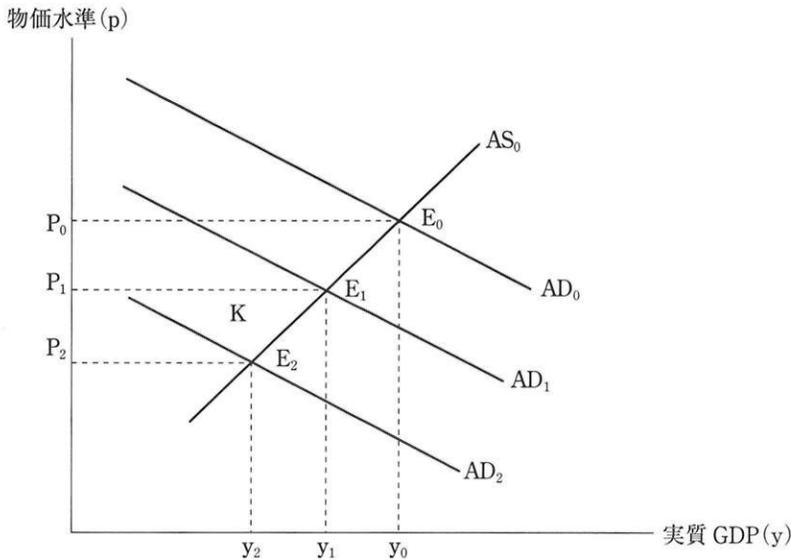
まず標準的なAD-ASモデル¹⁸⁾を示すと、次のようになる。

$$\begin{array}{ll} \text{AS;} & P = P^e + \alpha (y - y_t) \quad \alpha > 0 \quad \text{短期総供給関数} \\ \text{AD;} & y = y(M/P, G, T) \quad \text{短期総需要関数} \\ & + \quad + \quad - \end{array}$$

ここでは、 P = 一般物価水準、 P^e = 期待インフレ水準、 y = 実質所得（実質GDP）、 y_t = 実質所得（実質GDP）の自然率、 M = 名目貨幣量、 G = 政府支出、 T = 租税
 $(y - y_t)$ = マクロの需給ギャップ、 M/P = 実質貨幣量 である。

さて、AS式は短期総供給関数で、一般物価水準 P が期待インフレ水準 P^e とマクロの需給ギャップ $(y - y_t)$ に依存して決まることを表しており、 $(P \cdot y)$ 座標のグラフでは右上がりの直線であることを示している。パラメーター α は物価水準と需給ギャップとの関係を示しており、総供給曲線の傾きが正 ($\alpha > 0$) であることを示している。またAD式は短期の総需要関数であり、IS曲線

第6図 総需要の減少によるデフレ現象



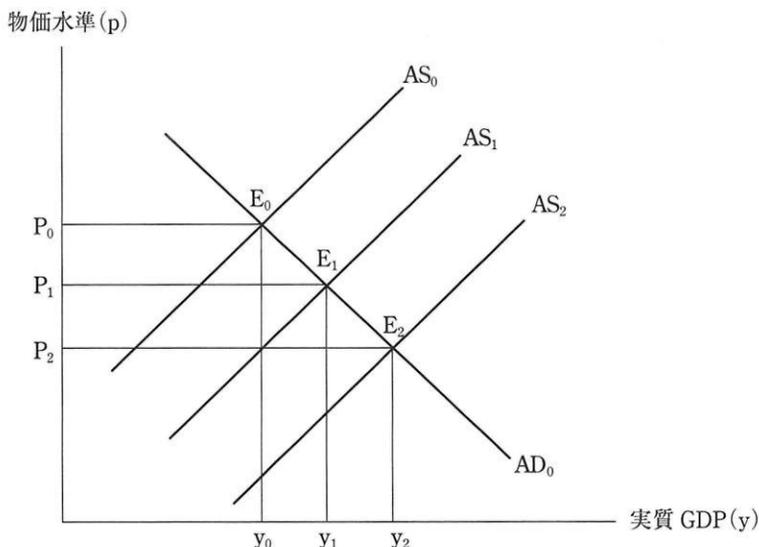
と LM 曲線から導出されたもので、実質所得（実質 GDP）が実質貨幣量と政府支出の増加関数、租税の減少関数であることを表しており、 $(P \cdot y)$ 座標のグラフでは右下がりの直線であることを示している¹⁹⁾。それ故、総合的に見れば、AD 式は IS 曲線と LM 曲線に関連する諸要因をすべて含んでいると考えられる。

なお、AS 式の背後には、総供給曲線のミクロ的基礎の分析として、①工業製品のように一旦設定された価格は容易に変更されないという硬直的価格モデル、②労働契約等によって名目賃金が粘着的・硬直的であることを強調する硬直的賃金モデル、③労働者は名目賃金と実質賃金を一時的に混同するという労働者錯覚モデル、④企業は相対価格（自社製品の価格）と絶対価格（一般物価）の動向を時々混同するという不完全情報モデル、など市場の不完全性を強調する良く知られた四つの総供給モデルが考えられるが、結果的には、いずれも同じタイプの短期総供給方程式で示すことができる²⁰⁾。それ故、基本的には AS 式は労働市場の諸要因を反映していると考えられる。

第6図と第7図は、上記の AD-AS モデルを図式化したもので、縦軸に一般物価水準（GDP デフレーター） P 、横軸には実質所得（実質 GDP） y がとっており、通常の右上がりの AS 曲線と右下がりの AD 曲線が描かれている。これらは前述した第4図の概念図と基本的に同じものである。AD 曲線と AS 曲線のシフトによってデフレ現象と不況の所在を明示することができる。

まず、第6図は総需要の減少（縮小）によるデフレ現象の発生メカニズムを示したものである。最初の総需要曲線と総供給曲線がそれぞれ AD_0 と AS_0 とすると、均衡点は E_0 となり、一般物価水準は P_0 、実質所得は y_0 となる。いま何らかの要因によって、総需要が減少すると、総需要曲線は左方へシフトし AD_1 となる。したがって、均衡点は E_1 に移り、一般物価は P_1 、実質所得は y_1 となる。総需要がさらに減少して総需要曲線が AD_2 までシフトすると、均衡点は E_2 に移り、一般物価

第7図 総供給の増加によるデフレ現象



は P_2 、実質所得は y_2 にまで低下する。このように総需要が継続して減少し続けると、所与の総供給曲線 AS_0 の下で、総需要曲線が左方にシフト ($AD_0 \rightarrow AD_1 \rightarrow AD_2$) して、一般物価水準は $P_0 \rightarrow P_1 \rightarrow P_2$ と継続して低下することになって、デフレーションが発生するのである。この時、実質所得も $y_0 \rightarrow y_1 \rightarrow y_2$ と減少するので、完全雇用からの乖離を示すデフレ・ギャップが拡大することになり、不況傾向が同時に発生することになる。つまりデフレ不況の出現である。

総需要曲線の左方へのシフトは総需要の減少をもたらすような需要側の要因によって引き起こされる。つまり、一方では、IS 曲線で示されたように、総需要が民間消費、民間投資、政府支出、純輸出から構成されているから、これらのうちのどれかが減少すれば総需要は減少することになる。家計の個人消費や住宅投資の減少、企業の建設投資や設備投資の減少、政府の公共投資の減少や増税、貿易黒字の減少や貿易赤字の増加などが総需要を減少させ一般物価を下げる要因となる。他方、LM 曲線で示されたように、総需要の減少をもたらす金融面の要因、すなわちマネーサプライの減少や信用不安などによっても生じることになるのである。IS-LM モデルから導出された総需要曲線 (AD 式) では、金融政策 (M の変化) と財政政策 (G と T の変化) によって総需要側の諸要因を代表する形で示されているのである。デフレ現象を引き起こす需要側の主要因が具体的に何であるかは、現実に即した個別的な実証分析が必要であろう。ただし、最近の傾向としては、①巨額の政府債務の累積のため、財政的要因特に G の変化はかなり強い制約が課せられてきていること、② T の変化は所得税や消費税の増税を抱え将来的には大きなデフレ要因となりうること、③金融的要因である M の変化 (内部貨幣の変化や流通速度の変化を含む) は現在のデフレ現象において特に注目されなければならないこと、等々は現実的な重要問題であり、十分に考慮されなければならないだろう。

次に、第7図は総供給の増加（拡大）によるデフレ現象の発生メカニズムを示したものである。最初の総需要曲線と総供給曲線を AD_0 、 AS_0 とすると、最初の均衡点は E_0 で、一般物価水準は P_0 、実質所得は y_0 である。いま何らかの要因によって、総供給が継続的に増加すると、所与の総需要曲線 (AD_0) の下で、総供給曲線が右方にシフト ($AS_0 \rightarrow AS_1 \rightarrow AS_2$) することになり、一般物価水準の下落 ($P_0 \rightarrow P_1 \rightarrow P_2$) と実質所得の増加 ($y_0 \rightarrow y_1 \rightarrow y_2$) をもたらすことになる。したがって、この場合にも、総供給の増加によって、デフレーションが発生しうるのである。ただし、同時に実質所得の増大・成長をもたらされることになる。いわゆる良いデフレの出現である。

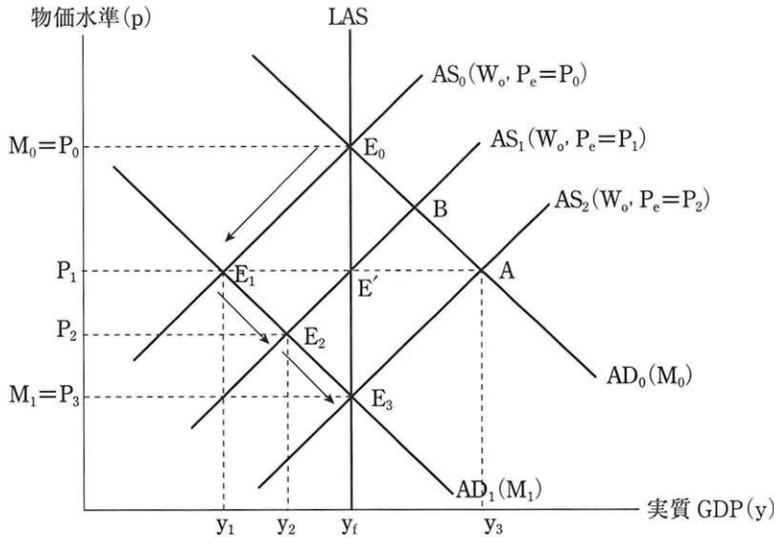
総供給曲線の右方へのシフトは一般に企業の生産性の向上や生産コストの低下などによって引き起こされる。したがって、その背後には最新型の機械の導入、技術革新、高度の教育訓練などによる生産性の向上や輸入原材料価格の低下、賃金カット、リストラなどによる生産コストの削減といった供給側の要因が大いに関連しているのである。しかし実際にデフレ現象を引き起こす供給側の主要因が何であるかについては、やはり現実に即した個々の実証分析が必要であろう。最近の傾向としては、従来、日本経済の足かせとなってきた雇用・設備・債務の三つの過剰問題がほぼ解消された状況となったことから、これまでは中国からの安い価格の原料・輸入品の増加や賃金カット・リストラの実施などによる生産コストの削減に強い関心が寄せられてきていたが、今後は実質成長を直接促すような生産性の向上がより重視されるようになるのではないかと見られている。

ところで、現実の経済活動においては、総需要曲線の左方へのシフト（総需要減少）と総供給曲線の右方へのシフト（総供給増加）が同時進行の様相を呈しており、しかも最近のデフレ不況の下では、総需要曲線の左方へのシフトの方が総供給曲線の右方へのシフトよりもかなり大きく現れているものと思われる。したがって、基本的には、総需要曲線の左方へのシフトによって現在のデフレ現象と不況現象が発生していると考えるのが最も整合的であろう。前述の概念図（第4図）は正しくこの点を明示したものであったが、総需要成長の減速傾向の経済活動への影響については、さらに詳しく検討してみよう。

まず、短期総供給曲線（AS式）では、一般物価水準が期待インフレ（期待デフレ） P^e とマクロの需給ギャップ ($y - y_f$) に依存して決まるとされており、また総供給曲線のミクロ的基礎分析として名目賃金の粘着性・硬直性が前提されているので、これらをより明確に示す必要があるだろう。特に、名目賃金が下方硬直的であると、デフレ下でも名目賃金は変化しないことになるので、賃金の変化を通しては、短期供給曲線はすぐにシフトしないことになる。したがって、短期供給曲線シフトの主要な原因は期待インフレ水準（期待デフレ水準）の現実インフレ水準（現実デフレ水準）への調整力にあることになる。第8図はこれらの関係を示すと同時に、総供給曲線の短期均衡と長期均衡の関係を示している。

次に、実質所得（実質GDP）の自然率 y_f は、種々の生産要素（労働・設備・土地など）が完全に利用された時の一国の最大の実質GDPを示しており、潜在の実質GDP（潜在的国内総生産）ないし自然実質GDPと呼ばれている。ここでは非自発的失業者がいないという意味で完全雇用の状

第8図 物価と実質GDPの長期・短期の調整



態であり、自然失業率の水準である。この y_f 点で垂直に立てた直線が長期総供給曲線 (LAS) である。したがって、マクロの需給ギャップ ($y - y_f$) はこれを基準に示されることになる。プラスならばインフレ・ギャップ、マイナスならばデフレ・ギャップとなる。

上記の AD-AS モデルでは、短期総供給曲線 (AS) は、名目賃金が一定の下で、物価が上昇すると、実質賃金が低下し、それによって雇用が増加し、総供給量が増加することになるから、右上がりの曲線として描かれており、また期待インフレ水準の変化に伴ってシフトする曲線となっている。期待インフレ水準 (期待デフレ水準) の変化は、長期的に短期供給曲線をシフトさせ、実質 GDP (実質所得) を自然率水準に戻す要因あると考えられており、現実のインフレ水準に対する調整速度によって、また名目賃金の価格調整速度によってその影響は大きく違ってくると考えられている。また短期総需要曲線 (AD) は総需要量ないし名目所得量の大きさとして捉えられており、貨幣・金融政策 (M) と財政政策 (G, T) の関数となっているが、ここでは最近の経済理論の流れに沿って、総需要量に影響を及ぼす主要因として貨幣・金融政策を取り上げよう。総需要曲線は通常どおり、右下がりの曲線で示されている。

さて、第8図において、当初の需給均衡点が長期均衡状態の E_0 にあるとする。ここでは名目貨幣量が M_0 の時の短期総需要曲線 $AD_0 (M_0)$ と名目賃金が W_0 で期待インフレ水準が $P_e = P_0$ の時の短期総供給曲線 $AS_0 (W_0, P_e = P_0)$ が交差しており、一般物価水準は P_0 、実質所得は y_f である。いま、貨幣・金融政策によって金融引締めが行われたとすれば、名目貨幣量が M_0 から M_1 と減少し、短期総需要曲線が左方 ($AD_0 \rightarrow AD_1$) にシフトするが、短期総供給曲線 AS_0 は不変であるから、均衡点は E_0 から E_1 へと移行する。ここでは、物価水準が低下するとともに、非自発的失業が発生し、物価水準は P_1 、実質 GDP は y_1 となり、デフレ・ギャップは $(y_1 - y_f)$ となって、デフレ不況の状

態が出現している。しかし、この需給均衡点 E_1 は短期的・一時的な均衡点に過ぎない。現実の物価水準は P_1 に低下したが期待インフレ水準 ($P_e = P_0$) は依然として E_1 に留まっており、ある程度の時間の経過があった後に期待インフレ水準の調整 ($P_e = P_1$) が進むようになって、総供給曲線が AS_0 から AS_1 へと右方シフトして、均衡点は E_2 へと移る。これにより、一般物価水準は P_2 へとさらに下落し、実質所得は y_2 へと増加する。この E_2 点も一時的な均衡点に過ぎず、デフレ・ギャップ ($y_2 - y_f$) がまだ存在するので、さらに期待インフレ水準の調整が繰り返されることになる。最終的には総供給曲線が AS_1 から AS_2 に到達するまで右方シフトすることになる。このため最終均衡点は E_3 となり、一般物価は P_3 まで下落し、実質 GDP は y_f まで増加して、完全雇用が達成されることになる。つまり、短期総供給曲線 (AS_2) は、期待デフレ水準の調整が完全に終わる長期均衡においては、長期総供給曲線 (LAS) 上で短期総需要曲線 (AD_2) と交差することになるのである。要するに、総需要の減少 (縮小) に端を発した短期総需要曲線の左方へのシフトと期待インフレ水準 (期待デフレ水準) の現実インフレ水準 (現実のデフレ水準) への調整 ($P_e = P$) による短期総供給曲線の右方へのシフトによって、デフレ現象と不況現象が同時に発生するのである。長期均衡点 E_0 からスタートして、 E_1 、 E_2 を経由して長期均衡点 E_3 に到るまでの間、つまり短期均衡点が長期供給曲線 (LAS) の左側の領域に留まっている間は、デフレ現象と不況が同時に発生することになるのである。この場合に、短期総供給曲線の傾き α が小さく、緩やかであればあるほど、長期的均衡に到る道のりは長くなり、デフレ現象と不況は長引くことになるのである。基本的には、総需要不足すなわちデフレ・ギャップの発生がデフレ不況の主要原因となり、期待デフレ水準の現実デフレ水準への調整の遅れが大きな攪乱要因、つまり長期化・不安定化の原因となっているものと思われる。AD-AS モデルによれば、総需要曲線のシフトを引き起こす外生的要因としては、金融政策だけでなく財政政策・租税政策も指摘されているが、前述のとおり、ここでは貨幣の中立命題に基づく長期均衡をはっきりと示すために、名目貨幣量の変化の影響を取り上げた。

これまででは、デフレ不況の発生メカニズムを解明するために、長期供給曲線 (LAS) の左側の領域だけに注目してきたが、長期供給曲線の右側の領域に注目すれば、インフレ好況の発生メカニズムを解明できることは言うまでもない。この場合にも、第8図を利用して説明することができる。簡単に述べてみると、たとえば、初期の需給均衡点が E_3 にある時、緩和的な金融政策によって貨幣量が M_1 から M_0 に増加されると、短期需要曲線は AD_1 から AD_2 へシフトすることになり、需給均衡点は A に移行する。ここではインフレ・ギャップ ($y_3 - y_f$) が存在するとともに、物価水準が P_3 から P_1 に上昇しているので、期待インフレ水準の調整が始まり、今度は短期供給曲線が AS_2 から AS_1 へとシフトすることになり、均衡点は B へと移行する。しかしこの B 点でもまだインフレ・ギャップが存在している、現実のインフレ水準が上昇しているので、さらに期待インフレ水準の調整が繰り返されることになり、最終的には短期供給曲線が AS_0 に到達するまでシフトして、長期供給曲線 (LAS) と短期需要曲線 (AD_0) が交差する長期均衡点 E_0 まで移ることになる。ここでは物価水準は P_0 、実質 GDP は y_f となる。要するに均衡点は $E_3 \rightarrow A \rightarrow B \rightarrow E_0$ と移動することになるので

ある。このような過程を繰り返すことによって、インフレーションと好況が出現することになるのである。

以上は最近のニュー・ケインジアン・モデル²¹⁾に基づく議論であって、市場の不完全性を前提にした価格の調整の遅れ、特に名目賃金の下方硬直性のためかなりの調整時間がかかるとした分析となっているけれども、価格調整が終了した長期均衡においては完全雇用（自然失業率）状態 y_t が達成されるというのである。つまり短期においては価格の調整の遅れを前提にした景気変動を重視しているという意味でケインジアンであるが、長期では新古典派の考え方を最大限に容認しているという点でニュー・ケインジアンなのである。従来のケインジアン・モデルでは短期・長期の区別がなく、総需要の動向を重視し、財政政策の重要性を強く主張していたのである。

これに対して、マネタリズム・合理的期待仮説などの新古典派モデル²²⁾においては、完全な価格伸縮性を前提にしており、金融政策による総需要の減少（縮小）に伴い直ちに名目賃金が低下することになるので、短期均衡点は長期総供給曲線に沿って ($E_0 \rightarrow E' \rightarrow E_3$) と移動し、また一般物価水準も ($P_0 \rightarrow P_3$) へと直接に低下して、デフレ現象が発生することになるのである。

また現実経済においては、自然実質 GDP（自然失業率） y_t は人口増加や技術進歩などによって年々成長するのが普通で、少しずつ右方に移動することになるが、デフレ不況期には逆に左方に反転することも見られる。つまり y_t は必ずしも不変ではなく、デフレ不況の回復にかなり影響することもありうるのである。そこで、次に、期待デフレ率を明示したデフレ不況の動態分析に触れてみよう。

IV. 自然失業率仮説とデフレ不況の動学分析

前節では短期総供給曲線（AS）と短期総需要曲線（AD）を使って一般物価水準と実質所得水準の決定を考察する中で、デフレ不況の所在とその発生メカニズムを考察した。価格の硬直性や粘着性によって名目賃金や期待デフレ水準がすぐには調整されず、需給均衡点が長期総供給曲線（LAS）の左側の領域に留まる限り、物価水準の下落と実質 GDP の低下・改善が持続されることになった。今度はフィリップス曲線と名目成長率曲線を使って、インフレ率と実質成長率との関係を通して、デフレ不況の現状を考えてみよう。

$$\text{SAS: } \pi = \pi_e + \alpha (y - y_t) \quad \alpha > 0 \quad \text{フィリップス曲線}$$

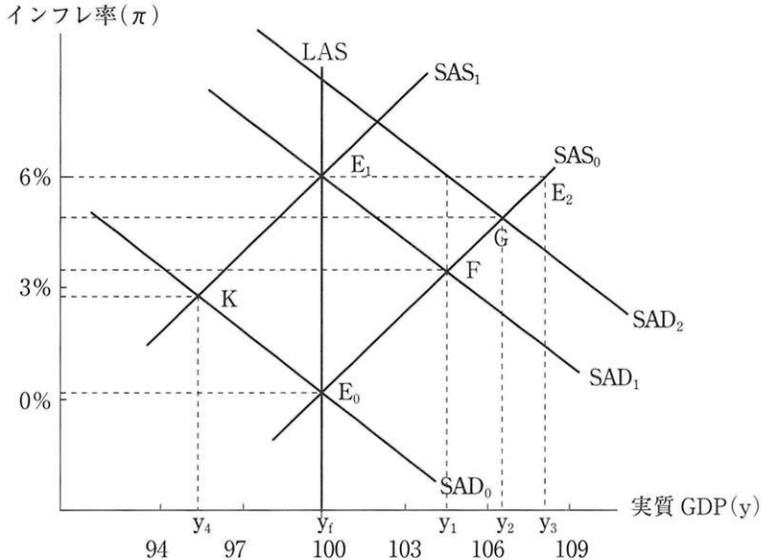
$$\text{SAD: } \pi = m - \theta (y - y_t) \quad \theta > 0 \quad \text{名目成長率曲線}$$

$$\pi = \pi_{-1} \quad \text{動学的期待仮説}$$

ここで π ($= P - P_{-1}$) はインフレ率、 π_e ($= P - P_e$) は期待インフレ率、 y は実質 GDP、 y_t は自然実質 GDP、 $(y - y_t)$ は実質 GDP の成長率、 m は貨幣供給量の伸び率である。

さて、SAS 式は短期のフィリップス曲線でいわゆる動学化された総供給曲線を示している。オー

第9図 名目成長率の実質 GDP とインフレ率への影響



クン法則によって失業率の代わりに実質 GDP が用いられているのでインフレ率との関係は、 α が示すとおり正である。つまり $(\pi \cdot y)$ 局面ではフィリップス曲線はインフレ率に対して右上がりの曲線になっている。SAD 式は名目成長率曲線で動学化された総需要曲線を示している。名目 GDP 成長率 = 実質 GDP 成長率 + インフレ率となっており、名目成長率が変化した時、実質 GDP 成長率とインフレ率がどのように変化するかを説明する曲線で、インフレ率に対して右下がりの曲線になっている。

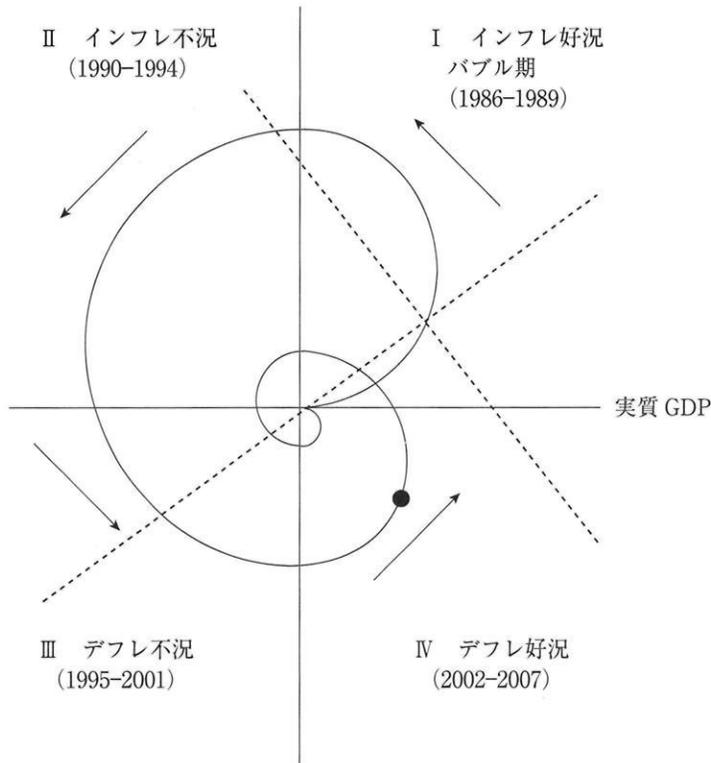
第9図²³⁾は縦軸にインフレ率 (π)、横軸に実質 GDP (y) がとってある。長期フィリップス曲線 (LAS) は従来どおり自然実質 GDP (自然失業率) y_f に立てた垂直線で示されている。当初経済は、短期フィリップス曲線 (SAS_0) と短期名目成長率曲線 (SAD_0) との交点 E_0 にあるとしよう。ここではインフレ率 (π) はゼロ%で、自然実質 GDP (y_f) は 100 で実質 GDP 成長率はゼロ%である。短期フィリップス曲線 SAS_0 は期待インフレ率がゼロ% ($P_e=0$) の曲線である。いま、名目成長率が 6% に加速したとすると、どのような影響が出るだろうか。まず名目成長率曲線 SAD_0 が 6% 上方にシフトして名目成長率曲線 SAD_1 となり、短期供給曲線 SAS_0 との均衡点は F に移動する。名目成長率曲線 SAD_1 は長期均衡点 E_1 を通る曲線となる。もし期待インフレ率を一定とすれば、短期均衡点 F 点では実質 GDP が $(y_1 - y_f)$ だけ増加しているの、名目成長率曲線 SAD_1 がその分だけ再度右方にシフトして SAD_2 となり、G 点に到る。短期成長率曲線 (SAD) のこのような右方へのシフトは E_2 に到達するまで続くことになる。そして E_2 に到達するころには期待インフレ率が調整されるようになって、短期フィリップス曲線 (SAS) は SAS_0 から SAS_1 へとシフトすることとなる。これは期待インフレ率が現実のインフレ率に完全に調整されるからで、短期フィリップス曲線 SAS_1 は期待インフレ率が 6% の曲線 ($P_e=6\%$) である。つまり短期フィリップス曲線は期待イン

フレ率がゼロ%の SAS_0 から期待インフレ率 6% の SAS_1 へシフトしたのである。これによって、短期フィリップス曲線は長期均衡点 E_1 で長期フィリップス曲線と短期成長率曲線に遭遇するのである。つまり、名目成長率が 0% から 6% に加速化したことによって、短期均衡点は E_0 から F 、 G 、 E_2 を経由して E_1 に到達したのである。しかし、これは期待インフレ率が E_2 に到達するまでは全く変化しないと仮定していたので、最も長期の調整をした場合であって、実際には期待インフレ率は最初から少しずつ調整されるので、 $(E_0 \rightarrow F \rightarrow G \rightarrow E_1)$ や $(E_0 \rightarrow F \rightarrow E_1)$ のような経路で、カーブするような形で長期均衡点 E_1 に向かうことになる。もし期待インフレ率が現実のインフレ率に即座に反応するならば、短期フィリップス曲線 SAS は長期フィリップス曲線上を E_0 から E_1 に向けて最短距離を進むことになる。これらは期待インフレ率の調整速度の違いによって生じているが、通常はカーブするようにして長期均衡点に到達するのである。そして、 E_1 点はインフレーションが需要成長を完全に吸収した場合であって、インフレ率は 6% に到達していることになる。

今度はデフレーションの場合を考えてみよう。第 9 図において、丁度逆向きに考えるとデフレーションを捉えることができる。経済が当初、長期均衡点 E_1 にあるとしよう。ここでは現実のインフレ率 (π) と期待インフレ率 (π_e) が共に 6% である。短期名目成長率曲線 SAD_1 と短期フィリップス曲線 SAS_1 が長期フィリップス曲線上で交差している。もし、需要成長率が 6% からゼロ% に低下した場合はどんな影響がもたらされるだろうか。まず短期名目成長率曲線が SAD_1 から SAS_0 に下方シフトする。その時のインフレーションと実質 GDP との組み合わせは名目成長率曲線 SAD_0 上で決められる。もし期待インフレ率が 6% に留まっているとすると、短期フィリップス曲線は変化しないので、短期均衡点は K 点に移動する。ここではインフレ率が 3% 強低下し、実質 GDP も y_1 つまり 4% 弱低下する。これにつれて、期待インフレ率が徐々に調整されるようになり、最終的には短期フィリップス曲線 SAS_1 が SAS_0 までシフトし、 E_0 まで移動して長期均衡に到るのである。やはり、期待インフレ率の調整速度の違いによって、 K 点から E_0 に到る間では、いろいろなインフレ率の低下と実質 GDP の低下の組み合わせが考えられるとともに、デフレ不況の様相が見られる。もし期待インフレ率が即座に調整されるならば長期フィリップス曲線に沿って E_1 から E_0 へ急速に低下し、長期均衡点ではインフレ率の低下（デフレーション）だけが起こることになり、6% の物価下落となる。

さて、以上の分析から、特に注目すべき事柄をまとめると、①長期フィリップス曲線ないし長期供給曲線（LAS）の右側の領域ではインフレ好況、左側の領域ではデフレ不況が出現していること、②同じく長期フィリップス曲線の右側の領域では、インフレ率と実質 GDP の調整経路が上向きであるのに対して、左側の領域では下向きであること、③デフレーションにはプラスのインフレ率の低下によるものとマイナスのインフレ率とがあること、同様にインフレーションにはプラスのインフレ率の上昇とマイナスのインフレ率の上昇するものがあること、④インフレと好況は関連性が高いが別物であり、デフレと不況はやはり関連性が高いが別物であること、⑤日本の 15 年デフレは戦後世界で初めての特異な経験であったこと、等々を指摘してきた。今、これらの事柄をもう一

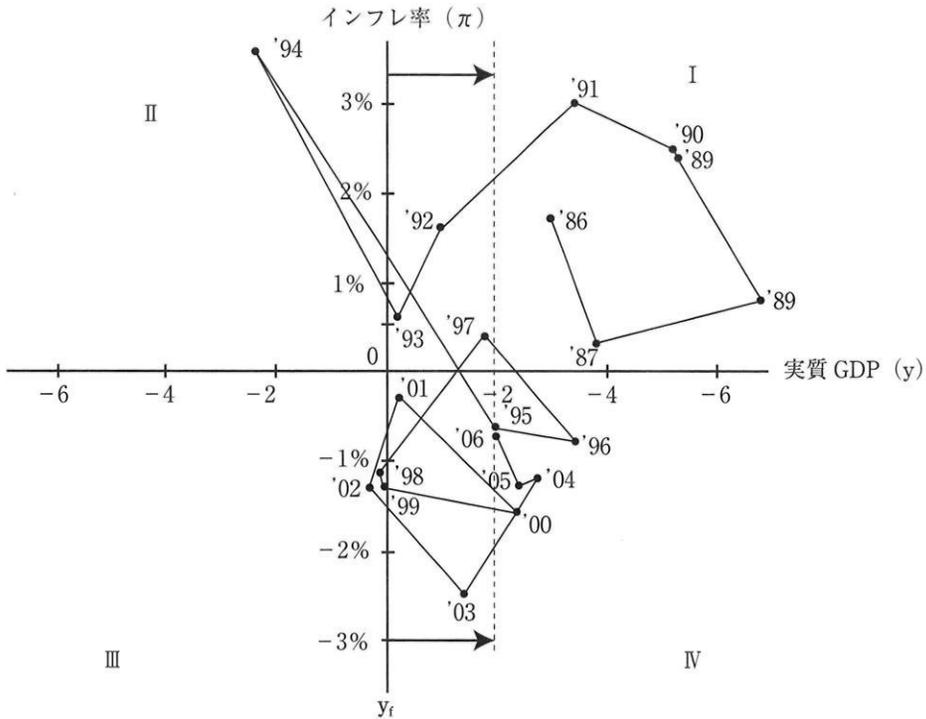
第10図 デフレ不況とインフレ好況の調整経路
インフレ率



度整理しながら、15年デフレの特徴を検討してみよう。

第10図はデフレ不況とインフレ好況の調整経路を示したもので、第8図や第9図の理論的分析の枠組みを応用しながら、15年デフレの特徴を理論的・実証的にまとめようとしたものである。縦軸にはインフレ率、横軸には実質 GDP がとられている。まず、長期フィリップス曲線と短期フィリップス曲線・名目成長率曲線を使った動学分析の内容と関連づけながら、インフレとデフレの関係や好況と不況の関係を整理しておこう。図中の縦軸は、自然実質 GDP の点にたてた垂直線であるから、長期フィリップス曲線を示している。横軸は実質 GDP の成長率を示している。したがって、縦軸の右側すなわち長期フィリップス曲線の右側の世界はインフレと好況が共存する領域とされ、縦軸の左側すなわち長期フィリップス曲線の左側の世界はデフレと不況が共存する領域とされている。この図はさらに詳しくIV象限に区切られている。15年デフレのそれぞれの局面を代表している。つまり、第I象限はインフレと実質 GDP が共に上昇するインフレ好況期で、バブル期（1986-1989）に相当する領域である。第II象限はインフレ率の低下（デフレ）と不況が共存したバブル崩壊直後のインフレ不況期（1990-1994）に相当する領域である。第III象限はデフレ（マイナスの物価水準）と不況が共存したデフレ不況期（1995-2001）に相当する領域である。最後の第IV象限はデフレ（マイナスの物価水準）と好況が共存するデフレ好況期（2002-2007）に

第11図 15年デフレにおける実質 GDP とインフレ率の調整経路



相当する領域である。第Ⅱ象限のインフレ不況期とはかなり高いインフレ率が減少している状態で、景気後退期を意味している。実際に言葉の上ではデフレ不況である。また第Ⅳ象限のデフレ好況とはマイナスのインフレ率の状態でも重苦しい感じがするが、これから景気は良くなるという景気回復期の意味を含んでいる。したがって、Ⅰ、Ⅳ象限はインフレ的な好況期である。これに対してⅡ・Ⅲ象限はデフレ的な停滞期を意味している。

それ故、長期フィリップス曲線の右側のインフレ好況の世界と左側のデフレ不況の世界とに区分する手法の方がわかり易い気がする。次に図中の曲線は原点を出発点にして、時計と逆回りに推移している。時代的にはⅠ→Ⅱ→Ⅲ→Ⅳの順序に従って、15年デフレはバブル期・崩壊期・不況期・回復期と持続してきているのである。第11図は15年デフレの状況をインフレ率と実質 GDP の成長率と関係を時系列的に作図したものである。第10図と比較すると、あまり関係が認められないように見えるけれども、右上がりのバブル期、左下がりのインフレ不況期、時計と逆回りに渦を巻くデフレ不況期、徐々に水際に近づく回復期など小さな特徴がよく出ている。しかし、理論モデルでは自然実質 GDP は不変とされていたが、現実経済では技術進歩などがあるので、毎年少しずつ成長するだろうから、自然実質 GDP は変化すると考えられる。

もちろん不況期には、成長が逆に停滞ないし後退することもあるが、この図の場合には、自然実質 GDP の水準がいくらか右に寄ったと理解すると、第10図の理論図に非常に近づくものと思わ

れる。図中の点線のように2%ほど右に移動したと考えると、理論モデルによく当てはまるようになると思われる。91年のバブル崩壊までのインフレ好況期（Ⅰ）、左下がり傾向の強いデフレ不況（Ⅱ・Ⅲ）、そして回復期に入って水面に向かって現在の（Ⅳ）等々。この実証分析に照らして見ると、現在は、理論モデルの第Ⅳ象限の黒点の位置にいるものと思われる。すなわち我々は、現在デフレ好況期（Ⅳ）にあり、6年にも及ぶ長い景気回復期の中で、デフレ脱却も間近いといわれている。理論モデルからすると、これからは水面上に出て小さな循環をしながら長期均衡の自然実質GDPに到達することになるのだが、すでに、米国のサブプライムローン問題など次の攪乱要因も出現してきており、デフレ脱却による国内安定化・均衡化が先か、世界経済の大渦に巻き込まれることになるのか、大変難しい局面にきている。

V. おわりに

本稿はもともと、デフレ不況のメカニズムを分析することが目的であった。日本は戦後世界で初めてデフレーションを経験した国である。バブル崩壊直後は、資産価格デフレ（ストック・デフレ）には多くの関心が集まったが、一般物価のデフレ（フロー・デフレ）の方は一般物価水準が比較的安定していたこともあって、あまり注目されることはなかった。しかし、1995年頃にGDPデフレーターがマイナスを記録するようになると、大いに関心が高まった。名目GDPが実質GDPを下回る「名実逆転」現象が起り、デフレが顕在化し、しかも長引くようになったからである。「15年デフレ」と呼ばれるようになった。

デフレは大方不況と結びついているので実生活の面でも、研究面でも関心が寄せられた。名実逆転現象は賃金や利率の面でもいろいろな不都合を発生した。これまでは多くの時間がインフレ状態であったので、インフレは常態現象だが、デフレは異常現象であると思われてきた。しかし、デフレ状態も長引けば無視できなくなってきたと言うことだろう。

研究面でもデフレはインフレの逆現象として考えるのが一般的で、独自のデフレ論を展開する人は大変少なかったと思う。

本稿では日本のデフレーション分析をめぐる諸問題、デフレーションの諸相の位置付け、デフレ不況の原因と結果、デフレ不況の発生メカニズム、デフレーションとマクロ経済モデルの関係などを考察してきた。そして最後に、デフレ不況とインフレ好況の調整経路を分析した。

現時点（2007）では、日本のデフレーション脱却はまもなくであるという報道が盛んになされている。しかし、米国サブプライム問題など、米国の信用不安・金融不安がすでに出現しており、その影響が日本経済にどのように及ぶか、米国経済の動向がどうなるのか、全く目を離せないところである。戦後初めてのデフレ不況もさらに長びく可能性も高い。

(注)

- 1) Hayashi, F. and C. Prescott (2002), "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics*, Vol.5, pp.206-35.
- 2) GDPデフレーターは1994年(第4四半期)からデフレ傾向(マイナスのインフレ率)となっているが、国内企業物価(卸売物価)は1992年から、また消費者物価は1998年から対前年比でマイナスのインフレ率となっており、デフレーションが定着している。
- 3) 1993年度、2001年度にも実質GDP成長率がマイナスとなっている。名目GDP成長率は1998年度以降、連続してマイナスとなっている。
- 4) 日本銀行編「わが国の物価動向」『日本銀行調査月報』2000年10月号、p.52。
Laidler, D. (1992), "Deflation," *The New Dictionary of Money and Finance*, pp.607-8.
- 5) 内閣府は2001年3月の月例経済報告で、消費者物価が2年連続(GDPデフレーターは6年連続)で下落しているのを、日本経済は緩やかなデフレ状態にあることを認めた。
- 6) 植田和男「日本のデフレーションと政策対応」『日本銀行調査月報』2003年5月号、pp.19-37。
- 7) 第一生命経済研究所編『資産デフレで読み解く日本経済』日本経済新聞社、2003年、p.230。
Fisher, I. "The Debt-Deflation Theory of Great Depression," *Econometrica*, Vol.1, 1933, pp.337-57.
- 8) 第一生命経済研究所編、前掲書、pp.20-8。
- 9) 第一生命経済研究所編、前掲書 p.17、図1-3一部修正。
- 10) 日本銀行金融研究所「ワークショップ『金融政策目標と中央銀行』」『金融研究』第14巻第3号、平成7年9月、pp.21-76。
- 11) 通常は、貨幣政策は貨幣量の変化を通ずるマクロ政策、金融政策は利子率への影響を通じた政策を意味することが多いけれども、ここでは特に区別せずに使用している。
- 12) N. グレゴリー・マンキュー『マクロ経済学Ⅰ』東洋経済新報社、1996、p.292、図8-8大幅に修正している。
(N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*.1992)
- 13) N. グレゴリー・マンキュー、前掲書、pp.289-90。
- 14) J. トービン『マクロ経済学の再検討』日本経済新聞社、1981、pp.26-37 (Tobin, J. *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*. 1980)。
O.J. ブランチャード/S.フィッシャー『マクロ経済学講義』多賀出版、1999、pp.237-8 (Blanchard, O.J. and S. Fisher, *Lectures on Macroeconomics*, 1989. pp.205-6)。
- 15) フィッシャー方程式において、実物経済で決まる均衡実質金利を所与として、名目金利が期待インフレ率(期待デフレ率)に完全に調整される状態をいう。
Fisher, I., *The Rate of Interest*, 1907, pp.358-9.
- 16) N. グレゴリー・マンキュー、前掲書、p.290。
マンキューは「債務者は債権者よりも高い支出性向を持つと仮定するのが理にかなっていると思われる。おそらくそうだからこそ、そもそも債務者は借金しているのである」と指摘している。
- 17) J. トービン、前掲書、p.24。
- 18) O. ブランチャール『ブランチャール・マクロ経済学・下巻』東洋経済新報社、1999、p.44 (Blanchard, O., *Macroeconomics*, 1997)。
N. グレゴリー・マンキュー、前掲書、pp.301-2、p.322。
- 19) なお、マンキューは、短期の総需要方程式として、次式を提示している。

$$Y = \frac{z(a+c)}{1-b} + \frac{z}{1-b} G + \frac{-zb}{1-b} T + \frac{d}{(1-b)\{f+de/(1-b)\}} M/P$$

$z=f/[f+de/(1-b)]$ は、いくつかのパラメーターを合成したもの。ゼロと1の間の値をとる (N.グレゴリー・マンキュー、前掲書、p.302)。

- 20) N. グレゴリー・マンキュー、前掲書、pp.306-21。
- 21) ニュー・ケインジアンは長期的にはマネタリズムや合理的期待を受け入れているが、短期的には価格の硬直性を合理的に説明し、市場経済における財政政策・金融政策の役割を再構築しようと考えている。著名なニュー・ケインジアンとしては、ローレンス・サマーズ、N.G.マンキュー、J.E.スティグリッツなどがある。
J. E. スティグリッツ『マクロ経済学』東洋経済新報社、1995、p.848 (Stiglitz, J.E. *Economics*, 1993)。
- 22) マネタリストは貨幣の中立性と自由市場経済が自動的に完全雇用をもたらすという古典派の政策的命題を再構築しようとした。
A.B.エーベル/B.S.バーナンキ『マクロ経済学 (上下)』CAP社、2006、p.945 (Abel, A.B. and Bernanke, B.S., *Macroeconomics*, 5th Edition 2005)
- 23) ロバート・J. ゴードン『現代マクロエコノミックス』多賀出版、1982、p.332 (Gordon, R.J., *Macroeconomics*, 2nd edition, 1981)。