

日銀は銀行券の「固定相場」制の放棄も視野に入れるべき

インフレ実現が見通せない以上、 タブー視されている政策実行も検討の俎上に

東京大学大学院経済学研究科 教授
(ナウキャスト創業者・技術顧問)

渡辺 努

日銀の黒田総裁による異次元金融緩和の開始から間もなく5年になる。日銀は2%の消費者物価上昇を目標として掲げ大規模な量的緩和やマイナス金利政策を実施してきたが、現状、消費者物価上昇率はゼロ近傍で推移しており、デフレからの脱却を果たせていない。しかし5年間の緩和を通じて、デフレ発生の仕組みについて新たに見えしてきたことも少なくない。以下では、今回の緩和を「調整インフレ」の視点からあらためて整理したうえで、物価の現状と金融政策の今後の選択肢について説明する。



二つの調整インフレ

異次元緩和で想定されていたのは、人々のインフレ予想を引き上げることによって実質利子率を引き下げ、デフレ脱却を果たすことであった。この発想の源流はポール・クルーグマン教授の1999年の論文だ。当時彼のアイデアは日本では「調整インフレ」と呼ばれていた。

なぜそのように呼ばれたのか、なぜ今はそう呼ばれていないのか詳細はわからないが、彼のアイデアには70年代の「調整インフレ」論と似た面があったからそう呼ばれたのは間違いない。当時、日銀の速水総裁も両者の類似性に言及している。

しかし、経済学者の目で見ると、今回の調整インフレは70年代のそれと表面上似ているという程度ではなく、原理的には同

一である。この点は、異次元緩和を巡るこれまでの議論であまり取り上げられてこなかったが、金融政策の先行きを考えるうえでは重要なので、どのような意味で同じなのか詳しく説明する。最初に現在の調整インフレ政策について簡単な例を用いて復習しよう。今年の財と来年の財という2種類の財があるとすると、人々の選好が外生的に変化し、人々が来年の財をより好むよう

になったとする。この結果、貯蓄性向が高まり、今年の財と来年の財の交換比率がそれまでの1対1から1対0.95になったとしよう。財の消費を今年1単位節約しても、来年の消費は0.95単位しか増えないということだ。相対価格で言えば、今年の財を基準にしたときの来年の財の価格が1.05と割高になったことを意味する。自然利子率がマイナス5%に低下したと言

つてもよい。

来年の財と今年の財の相対価格は、①来年の財と来年の通貨の相対価格、②来年の通貨と今年の通貨の相対価格、③今年の通貨と今年の財の相対価格の三つに分解できる。このうち②は、今年から来年にかけての名目利子率に1を加えたものの逆数である。銀行券の金利がゼロである以上、名目利子率がゼロより下がることはない。この制約のもとでは、②が1を超すことはない。来年の財の今年の財に対する相対価格が1.05になっているにもかかわらず、来年の通貨の今年の通貨に対する相対価格が1にとどまっている——これが日本経済を20年以上にわたって苦しめている「流動性の罠」の原因である。

財の相対価格と通貨の相対価格の間のこの矛盾をどう解決すればよいか。①の来年の財と来年の通貨の相対価格を引き上げる、つまり来年の物価を引き上げればよい。クルーグマンが提唱した調整インフレはこれである。これができるれば三つの相対価格の積は1.05に上昇し、つ

じつまが合う。

自然利子率の外生的な低下は本来であれば名目利子率の引き下げで吸収すべきだ。しかし、銀行券が存在するので名目利子率がマイナスにならず、その役割を物価が代って担うのである。調整インフレの「調整」の意味はここにある。なお、インフレで政府債務を減らすという意味も含めて「調整」とよぶことがあるが、以下では狭義の「調整」に限定して議論を進める。

次に70年代の調整インフレについて説明しよう。60年代後半から70年代にかけて起きたのは人々の日本財への選好が高まるという現象であった。話を単純化して、選好の変化は外生的な要因によるもので、その結果、それまでは1対1であった日本財と米国財の交換比率（つまり交易条件）が0.95対1へと変化したとする。米国財の消費を1単位あきらめても日本財は0.95しか受け取れなくなったというのであり、日本財の米国財に対する相対価格は1.05へと上昇している。

日本財の米国財に対する相対

価格は、①日本財と日本円の相対価格、②日本円と米ドルの相対価格、③米ドルと米国財の相対価格の三つに分解できる。当時は固定相場制だったので②は変化しない。したがって、日本財の米国財に対する相対価格上昇とじつまを合わせるには、①の日本財と日本円の相対価格を引き上げる、つまり日本のインフレを高める必要がある。これが当時主張された調整インフレ論である。

日本財の人氣上昇に端を発する日本財価格の米国財対比での上昇は、本来であれば為替相場が円高になることによって吸収されるべきだ。しかし固定相場制度のもとではこれが不可能なので、代わりに物価が調整役を果たすのである。

このように整理すると、二つの調整インフレは、どちらも人々の選好の外生的な変化に伴い、財の相対価格（最初の例では今年の財と来年の財の相対価格、次の例では日本財と米国財の相対価格）が変化しているにもかかわらず、通貨間の相対価格（今年の通貨と来年の通貨ある

いは円とドル）が固定されており、そのつじつま合わせのために物価に調整の役回りがあるという共通の構造を持つことがわかる。

円ドルの固定相場に対応するのは、今年の銀行券と来年の銀行券の交換比率であり、これは1対1に固定されている。いわば銀行券の「固定相場」である。為替相場の固定も、銀行券の交換比率の固定も、人為的な固定であり、これがあるがゆえに物価に余分な役割が発生し、物価安定が損なわれている。

調整インフレを阻害する 価格据置き慣行

70年代の調整インフレは、田中内閣が積極的な姿勢を示したほか高須賀義博教授など研究者の一部からも支持された。しかし、当時は米同等のインフレ率が高く、それを上回る高インフレを創出することには強い抵抗があった。そうしたなかで、日銀は事実上の引締めへと転換する。結局、政府は、調整インフレではなく、円通貨の切上げを

日本の金融政策は今後どこに向かうべきか。70年代の選択肢は、調整インフレに向かうか、固定相場の放棄かの二つに一つだった。この状況は今回も同じであり、調整インフレへの挑戦を続けるか、それとも銀行券の「固定相場」を放棄するかの二択だ。

銀行券の「固定相場」放棄とは、自然利子率がマイナスになる局面では、銀行券にもマイナスの金利を課すということであり、たとえば今年の1万円札100枚が来年の1万円札95枚と交換されることを意味する。紙の銀行券を前提にするとこれは

「固定相場」を放棄する際の二つの論点

第1の論点は、自然利子率の低下が一過性か否かだ。一過性であれば調整インフレで乗りきるのが正解で、銀行券の「固定相場」を変えるのは適当でない。クルーグマンが調整インフレを主張した当時は、自然利子率の低下が続くのは、せいぜい数年

「固定相場」を放棄する際の二つの論点

第2の論点は、銀行券の「固定相場」の放棄が経済厚生に与える影響だ。5%のインフレが起れば銀行券の実質価値は5%低下する。一方、銀行券の金利がマイナス5%になった場合も、銀行券の実質価値は5%低下する。したがって、5%のインフレとマイナス5%の銀行券金利は同じ効果を持つはずだ。しかし、よく知られているように、人々は名目価値の低下のほうをより大きな損失と受けとめる傾向がある（貨幣錯覚）。日本人の銀行券に関する貨幣錯覚について研究の蓄積は乏しいが、名目価値のわずかな低下でも、実質価値が大きく低下したと認識され、銀行券への需要が急減する可能性は否定できない。

第3の論点は、マイナスイ金利政策である。現行のマイナスイ金利

きの慣行が蔓延するなかで、企業はコストの増加を価格に転嫁できず、苦肉の策として容量減を選択した。現在も、労働需給が逼迫するなかで人件費が増加するなどコストが増加していると思われるが、そのコスト増を価格転嫁できず苦しむ企業が少なくないということだろう。

至難だが、中央銀行がデジタル通貨を発行するスウェーデンのe-kronaのような仕組みを導入し、デジタル通貨に付利すれば実現可能だ。これができれば調整インフレは不要になる。また日本を含む多くの国で現在、中央銀行のインフレ目標をゼロではなく正の水準（2%）に設定しているが、このりしろも不要になる。

と想定されていた。しかし現実には、この想定をはるかに上回っている。また、近い将来、自然利子率が正に戻ったとしても、日本の生産性上昇率の低さや労働人口の減少などをふまえると、自然利子率が再度負になる可能性は高いとみておくべきだろう。

政策は金融機関の収益を悪化させており、これ以上続けると金融システムを不安定化させるとの指摘がある。これを理論的に整理したのが「リバーサル・レート」という概念であり、この水準を下回って政策金利を下げると金融機関の収益悪化→資本棄損が起り、かえって経済を悪化させるとの主張である。

これに対して、日本の最頻値は異次元緩和の開始前も今も変わらずゼロだ。約5割の品目がゼロ近傍にある。つまり、日本では価格据え置きが「デフォル

ト」である。先進各国では物価目標政策が採用されており目標水準は2%に設定されている。人々のインフレ予想がこの水準にしっかりアンカーされているのに対して、同政策の歴史が浅い日本ではそうなっていないと解釈できる。

受けとめ、わずかな値上げも許容しないという行動をとるようになった。消費者の姿勢がこのように変化するなかで、企業は自分の価格を少しでも上げれば顧客が大きく減ると恐れるようになり、コストが多少上がっても我慢して価格を据え置くという行動をとるようになったと考えられる。

である。筆者が今井聡氏とかわつて行った研究では、こうした実質値上げは穀物やエネルギーの輸入価格が上昇した08年に急増した。このときは、価格据え置

一方、もう一つの調整インフレはその挑戦が今なお進行中である。図表は、消費者物価を構成する約600の品目（「シャンプー」「理髪料」など）ごとに価格上昇率（前年比）を計算し、その頻度分布を示したものである。まず米国の分布をみると、分布のピーク（分布の最頻値）は2〜3%の水準にある。つまり、米国では企業が毎年価格を2〜3%引き上げるのが「デフォル

では、価格据え置きの慣行が日本に蔓延したのはなぜか。筆者は日銀および政府が長期にわたりデフレを放置したことが大きいとみている。デフレが社会に定着するなかで、消費者は価格が据え置かれることを当然と

17年秋以降、「くいもんみ」な小さくなってませんか日本」というハツシユタグがSNSで話題になり、表面上の値段は据え置きだが容量が小型化した商品の報告が相次いでいる。つまり実質値上げ

わたなべ つとむ
82年東京大学経済学部卒、日本銀行入行。92年ハーバード大学Ph.D.（経済学専攻）。11年から現職。

日米の品目別価格上昇率

