

「デフレと金融市場」

東京大学 伊藤隆敏

デフレ（一般物価の継続的な下落）は、金融市場にさまざまな影響と歪みをもたらす。デフレの問題について、いくつかの角度から分析をおこなう。

- (1) デフレの原因。1990年代半ばから進行する日本におけるデフレが、どのような原因で起きているかについては、論争がある。構造的要因（中国のデフレ輸出、日本国内の技術進歩や規制緩和）なのか、マネタリーな要因（後手後手の金融緩和）なのかについての見解を検討する。構造的要因の論点では、先進国中、日本だけがデフレになっていることを説明することは難しい。
- (2) デフレ・スパイラルの問題。デフレは、ゼロ名目金利のもとでも実質金利をプラスにしてしまうため、金融緩和に限界が発生する。このため、実質金利が高止まりすることで、資産価格が下落する、また債務を負う人たち（住宅ローン借入れ者、設備投資資金借入れ企業、国債発行者たる政府）の実質債務を増大させる。このような資産価格下落や実質債務の下落は、消費・投資を抑えて、有効需要を下落させ、物価下落を招く。つまりデフレ・スパイラルが起きている。景気回復とデフレの問題は同時解決が必要となる。予期せぬインフレ率低下による実質債務の増大（債務者から債権者への所得移転）の問題がある。ただし、債務者が破綻すると、これは不良債権化して、債権者も損をする。デフレ克服なくして不良債権問題の解決はない。
- (3) 流動性の罨。たとえ、デフレが予想されていたとしても、名目金利をマイナスにすることが出来ない以上、景気刺激のために金利を操作するという意味での金融政策は、効果をなくした。このような状態では、「量的な緩和」か、財政政策が必要となる。量的な緩和は、中央銀行がゼロ金利のもとで、さまざまな資産を購入してマネタリー・ベースを増加させることである。財政政策は、政府の赤字財政により政府消費、政府投資を拡大することである。日本は、1990年代、政府赤字を増大させてきたが、デフレに陥ってしまった。2003年には、日本の債務 GDP 比率は 140%を超えており、これ以上の赤字財政は危険な状況となってしまった。
- (4) デフレ克服の政策課題。名目金利がマイナスになれない、また貸借契約が名目で交わされているなかで、デフレとの「共生」はありえない。デフレは克服しなくてはならない。また、日本銀行は、デフレ克服の大きな部分を担わなくてはならない。このため、長期国債の買い取り額増額、ETF(株式指数連動型投資信託)、REIT(不動産投資信託)、格付けの低い CP や社債などの購入が、デフレ克服のためには、重要である。インフレ目標政策は、このような政策をとるときに、その効果を促進して、副作用を抑える効果を持っている。