

## 2013年1月16日 設備投資研究会要旨

設備投資研究所

講師：東京大学 大瀧雅之教授

演題：インフレ政策は景気を回復しうるか：金融政策の限界と新しい有効需要管理政策

日時：2012年1月16日(水)10:00～12:00

### 要旨

最近、国債の日銀引き受け、日銀法の改正やインフレターゲットを中心とした金融緩和による景気浮揚が喧伝されている。しかし、その理論的支柱となっているニューケインジアンモデルは、奇妙な仮定をアドホックに置いたうえで、なお旧来のIS-LM分析の域を出ないものであり、現実に妥当だとは言い難い。そこで、今回の報告では価格の硬直性を排除したケインズ体系を考え、そのインプリケーションを考察するとともに、旧来からの有効需要管理政策が有効でない理由として、対外直接投資(FDI)に伴う産業空洞化について述べる。

そもそも、代表的個人モデルを取り入れた新古典派マクロ経済学(静学分析)では、貨幣は必要とされない。なぜなら、ヒックスがいう「週」の最後に貨幣を持っていても効用は得られないため、結局だれも貨幣を流通させないからである。ニューケインジアンモデルは、この問題を回避するために、貨幣の実質残高から効用を得られるという、いわば「守銭奴」的仮定を組み込み、貨幣需要を生み出したものである。これに、貨幣欲と消費欲の補完性、単純化されたカルボール(一時的な価格の硬直性と、二つの企業グループに交互に価格改定の機会があるという仮定)を導入すると、以下のようなことが生じる。

もし貨幣供給量が予期されざる形で増加すると、実質貨幣残高が増加することから消費意欲も刺激される。このとき、価格を改定できる企業は産出量を増加させ、その結果、景気が好転するが、その次の期に残りの企業も価格を引き上げるため、一般物価水準も上昇し、結果、実質貨幣残高は減少、総需要も産出量も元の水準に戻る。すなわち、金融政策は短期的にのみ効果を持つが、長期的には貨幣数量説が成立して金融政策は効かないことになる。

これらは名目賃金の硬直性を前提とした短期のケインズ理論と大差はなく、仮定がアドホックであることを考えれば、退化しているとすら言える。しかし、近年の日本経済をみると、貨幣供給(M2)は増加しているにもかかわらずインフレ率(CPI)は低下しており、彼らの理論は実証的に妥当ではない。ゆえに、こうした理論をもとに金融緩和を論じることはナンセンスである。

一方で、今回議論する大瀧モデルは、価格の硬直性を排除した OLG model である。不完全競争下の企業が提示する価格は、名目賃金を労働生産性で割ったものにマージン率をか

けたものとなる。ところが労働者(各人は2期間生き、1期目に労働するとする)の要求する名目賃金は、現在だけではなく、将来の価格水準にも依存することとなる。そこから、現在の価格が、現在の価格と将来の価格に依存する、という差分方程式が導かれる。この式には、貨幣数量説と異なり貨幣供給の水準は出現しない。すなわち、貨幣は **Non-Neutral** である。

この式のインプリケーションは、労働生産性の伸びがインフレ率に正の影響を及ぼしていることである。これは、インフレが貨幣的現象ではなく実物的現象であることを意味する。実際、1980年代以降の日本経済のデータを見ると、労働生産性上昇率とインフレ率は正の相関を持っている。

ニューケインジアンが主張するように、超金融緩和によって将来の物価水準が上昇するという期待が発生すると、現在の貨幣価値も下落することとなり、賃金、年金生活者の実質所得が減少することから、消費に悪影響が生じる。したがって、インフレと景気後退の併存すなわちスタグフレーションが発生することとなる。その意味で、インフレ政策は、人々の持つ貨幣に対する信頼を毀損するという点で、非常に危険な政策といえる。一方で、物価水準に影響を与えない拡張的政策で貨幣を注入するならば、より強力な有効需要刺激策となるはずである。

とはいえ、1990年代以降、日本は財政、金融ともに極限まで拡張的政策をとっており、とくにこれ以上の財政政策は国債の信認を損なうことになる。にもかかわらず、日本の景気は浮揚せず、労働生産性も伸びていない。これは、国内企業が **FDI** を行い、地方都市などから工場を海外に移転させていることに起因する。これは有効需要を減少させ、景気を減速させる効果を持つ。一方、企業は **FDI** から高い利潤を上げているように会計上は見えるが、企業が利潤を国内に送金する際には強烈な円高が生じ、利潤は為替差損で相殺されることとなる。

したがって、**FDI** は産業空洞化により国内経済に悪影響を及ぼしているばかりか、企業にとっても実質的な利潤をもたらしていない。さらに、空洞化による失業は人的資本の蓄積を妨げ、労働生産性の低下を招いている。その結果、有効需要に漏れが生じ、財政乗数が著しく低下することとなる。

この意味で、**FDI** は何ら経済厚生を高めておらず、有効需要管理政策の妨げとなっている。こうした企業行動と、国民国家の経済厚生との相克をどのように解消するか、という点はこれから議論する必要がある、その重荷を金融政策に付託するのは、理論的にも現実的にも誤りである。

以上