

物価と期待(概要)

日興リサーチセンター
研究顧問 吉川 洋

2016年 11月29日

要旨

導入文

1. 日本経済にとってデフレは最大の問題であるのか
2. 金融政策と「期待」
3. 価格の決定
4. おわりに

本論文の内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、日興リサーチセンターの公式見解を示すものではありません。

○要旨

- デフレーションが日本経済停滞の「原因」であるか、には議論の余地がある。デフレを止めるために必要な金融政策についても論争があるが、2013年4月に始まった「黒田緩和」は基本的に貨幣数量説に基づき、そこでは「期待」の役割が強調されている。他方、多くのモノやサービスの価格決定は生産費用に基づいて行われていると考える立場に立てば、期待の果たす役割は小さく、関係者の間の「公正」が重要となる。

○導入文

- 本稿では、「ゼロ金利の下でも貨幣数量(マネーストック)が増えれば、将来物価が上がるという『期待』が生まれ、実際に物価が上昇する」という命題が正しいか否かを考える。

1. 日本経済にとってデフレは最大の問題であるのか

○アベノミクス・「黒田緩和」の基本的な考え方

- デフレは経済の停滞の「結果」ではなく「原因」である。
- これに対し、2013年3月の白川総裁が退任するまでの日銀の考え方は、「デフレは实体经济の停滞の結果として生まれるものである」というものだった。

○日本経済の抱える根本問題

- デフレではなく、企業のプロダクト・イノベーションを生み出す力が衰退したところにある（「マネタリー」ではなく、「実物的」な問題）。
- なお、19世紀前半はイギリス経済が最も繁栄した時期であったが、同じ時期に30年間のだらだらとしたデフレが続いた。このことから、デフレが経済の停滞を必ず生み出すものでないことが分かる。

2. 金融政策と「期待」(1)

○ゼロ金利下の金融政策

- 日本銀行が目標とする「2%の消費者物価上昇」を実現する上で、マネーストックを増大させる金融政策が有効であるかという問題を、特に「期待」との関係で考える。
- 正常な経済状態の下での金融政策は金利政策で、その効果についての疑義はなかった。
- ゼロ金利の下では、金融政策はいかにしてその有効性を確保するのか。名目金利にマイナスの下限があるにしても、企業・家計の経済行動に影響を与えるのは、実質金利(=名目金利-期待インフレ率)だから、期待インフレ率(インフレ期待、予想物価上昇率)が上がれば実質金利は下がる。

○物価はどのように決まるのか

- 期待インフレ率は「物価」の変化に対する期待だから、物価はどのように決まるのかが問題となる。
- 「デフレは貨幣的な問題である」という考え方の基礎にあるのは「**貨幣数量説**」。

2. 金融政策と「期待」(2)

○貨幣数量説

- 貨幣数量説の基本方程式はマーシャルによるケンブリッジ方程式: $M=kPy$
(M は貨幣数量(マネーストック)、 P は名目の物価水準、 y は実質GDP、 k は正の係数)
- y をすでに決まっているもの、 k を一定とすると、 P は M に比例する(貨幣数量説の基本命題)。
- 貨幣数量説に従う限り、デフレ(物価 P の下落)は、マネーストック M の増加が y の増加に追いつかないから、すなわち貨幣が十分に供給されないから起きる。
- 理論上デフレを止めるのは簡単。貨幣数量 M を十分増やせばよい。実際、貨幣数量説によるかぎり、貨幣数量 M を増やすことがデフレを止める唯一の方法。
- しかしながら、ゼロ金利制約(「流動性の罫」)のもとでは、ケンブリッジ方程式の等式が不等式($M > kPy$)となってしまう、 M を増やしてもストレートに P を上げる力を失ってしまう。
- そこで、考案されたのがクルーグマン・モデル。

2. 金融政策と「期待」(3)

○クルーグマン・モデル

- 「今期」だけでなく、「将来」をもつ2期間モデルで、将来においてはケンブリッジ方程式が成立している。将来の物価を P^* 、将来の貨幣数量を M^* とすると、 P^* は M^* に比例する。
- ここにおいて登場するキーワードが「期待」。中央銀行が現在 M を異常に増やし、人々に将来の M^* も同じく異常に増えるという「期待」をもたせることに成功すれば、期待インフレ率が高まることにより実質金利が低下する。

○物価が上昇するという期待をもつ「主体」

- 「現在」のみならず「将来」わたり動学的に効用最大化している「代表的消費者」。
- クルーグマン・モデルに存在する経済主体は、日銀と代表的消費者だけで、彼らはケンブリッジ方程式の信奉者であり、モデルを共有している。
- これは非現実的な仮定。実際の経済主体(家計・企業等)はすべて、それぞれまったく異なる制約条件の下で効用ないしは利潤を最大化している。ケンブリッジ方程式を自らの意思決定を左右する制約条件としている家計も企業もない。

3. 価格の決定(1)

○個別の財・サービス価格の決定

- 個別の財・サービスの価格がどれだけ上昇するのかは、財・サービスの供給者と「関係する経済主体」の明示的あるいは暗黙の「交渉」による。そこで大きな役割を演じるのが「公正(フェアネス)」という概念。例えば、安易にパンの価格を上げたパン屋は、それがフェアだとみなされなければ、多くの顧客を永遠に失う。
- 「公正」とは、「他の財・サービスの価格」は与えられたものとして、それとの相対における「公正」。
- 一般物価水準はローカルに決まる個別の財・サービスを加重平均した「結果」にすぎない。

○カレツキーの「二部門アプローチ」

- 農産物や石油をはじめとする一次製品の価格は、需要と供給を一致させるように市場で決まる。先物市場が存在するものも多く、そこでは「投機」が大きな役割を果たす。
- 一方、製造された財やサービスの価格決定においては、価格は市場ではなく生産者が決める。財やサービスの価格 P は生産費用にマークアップをかけて生産者が決めるが、価格決定において最も重要なのは生産費用。生産費用は「人件費」と「原材料費」からなる。

3. 価格の決定(2)

○日本のデフレの鍵

- 原材料費が国内物価に大きな影響を与えることは事実であるが、そのアップ・ダウンは為替レートの動きを別とすれば、基本的にすべての国々にほぼ共通の影響を与えるはず。
- 20年近く「日本だけ」がデフレに陥っているのは、日本の人件費(名目賃金)の下落が国際的に特異なものであったことによる。戦後、先進国がデフレを経験しなかったのは、戦前と違い戦後は名目賃金が下がらなかったから。つまり、名目賃金の「下方硬直性」はデフレ・ストッパーだった。ところが、日本では1990年代末から2000年代にかけて、このデフレ・ストッパーが外れてしまった。

4. おわりに

- デフレは貨幣的な現象であり、デフレを止めるには貨幣数量を増やせばよい、というのが「黒田緩和」によって立つ基本的な考え方。
- しかしながら、日銀がターゲットに掲げる消費者物価指数を構成する大半の価格は、貨幣数量ではなく生産費用に基づいて決まる。生産費用に基づく価格決定のプロセスでは、「期待」が大きな役割を果たすことはもともとありえない。
- 2013年4月に始まった3年半に及ぶ日銀の「実験」の結果は、デフレが「貨幣的な現象ではない」ことを明らかにした。この間「期待」は物価の決定につき何の役割も果たして来なかった。

【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、日興リサーチセンター株式会社(以下「弊社」といいます)が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願いいたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供することを目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

弊社が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客に対して行う場合があります。

弊社の役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。

本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の担当者までお願いいたします。

追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)にかかる留意事項】

【手数料等について】

日興リサーチセンター(以下、当社といいます)と有価証券投資等にかかる助言、コンサルティングのお取引をされる場合、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。手数料の額は当社の助言内容により異なり、定額の場合、投資助言対象資産額に一定の年率(0.25%~1.00%)を乗じた金額の場合、運用成果に応じた報酬をいただく場合がありますが、お客様との契約により決定いたします。

【リスク等について】

当社は、お客様との契約に基づいて投資助言を行う場合、当社が信頼できると判断した情報源から入手した市場等の情報と、当社が有効と信ずる分析手法等に基づいて投資助言を行いますが、その正確性や運用の成果を保証するものではありません。金融商品等への投資のご判断はお客様ご自身が行ってください。当社が投資助言を行う金融商品等には、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生じるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、市場デリバティブ取引には、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額が、お客様が金融商品取引業者等に差し入れた委託証拠金または証拠金の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。

投資助言、コンサルティングの内容により手数料等およびリスクは異なりますので、当該サービスの契約締結前交付書面やお客様向け資料、契約書等をよくお読みください。

【商号等】

日興リサーチセンター株式会社 金融商品取引業者 投資助言・代理業 登録番号 関東財務局長(金商)第915号

【加入協会名】

一般社団法人日本投資顧問業協会

(平成27年4月1日現在)

【日興リサーチセンターの会社概要】

- ・ 商 号 日興リサーチセンター株式会社
- ・ 設 立 1970年12月1日
- ・ 資 本 金 10億5,021万円
- ・ 株 主 SMBC日興証券株式会社 100%
- ・ 所 在 地 〒103-0026東京都中央区日本橋兜町8番1号
Tel:03-5644-1600(代表)
Fax:03-5644-1698
<http://www.nikko-research.co.jp/>
- ・ 公 的 認 定 金融商品取引業者 投資助言・代理業
登録番号 関東財務局長(金商)第915号
- ・ 加 入 団 体 一般社団法人 日本投資顧問業協会