

非常に長期的な視点から見た 日本経済の現況と将来

2019年1月26日

一橋大学 齊藤誠

近頃私は、現代の経済学者諸氏が古典派の教えの中には非常に重要ないくつかの不朽の真理が含まれていることを思い起こしてくれたら、と感じている。(中略)もしわれわれがシステムから古典派の処方した教えを一掃してしまうなら、その時我々は便宜から便宜へと漂い、再びもとの健康を取り戻すことはできなくなってしまうかもしれない。(ケインズ、1946年)

物価と長短金利の動向

標準的(古典的)な物価理論から長期的に乖離する日本の物価動向

• 貨幣数量説からの乖離

- 貨幣需要が安定していると、物価水準は貨幣数量に比例するはずだが...

• 物価水準の財政理論(FTPL)からの乖離

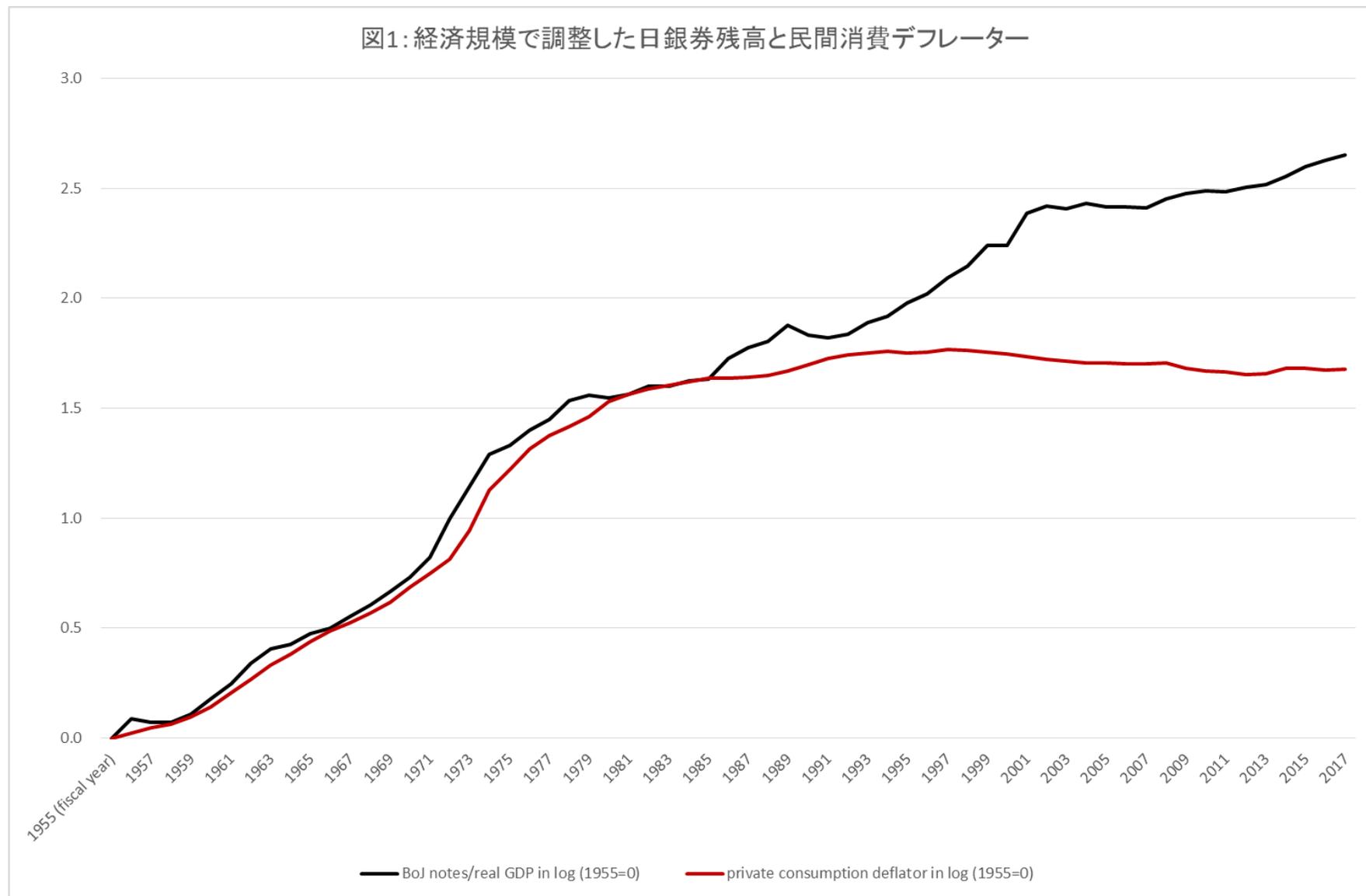
- 政府の予算制約が満たされ、財政余剰が安定していると、物価水準は公債名目残高に比例するはずだが...
- さらに、財政余剰が悪化するにつれて、物価水準は上昇するはずだが...
- もしかすると、政府の予算制約が満たされていないのではないだろうか...

• 実際の「物価の安定」≠ イールドカーブから予測される「物価の上昇」

- 過去30年間、実際の物価動向は、非常に安定して若干デフレ気味に推移している。
- しかし、16年以降を除けば、イールドカーブは右上がり推移し、物価の上昇傾向が予想されてきた。

物価と日銀券

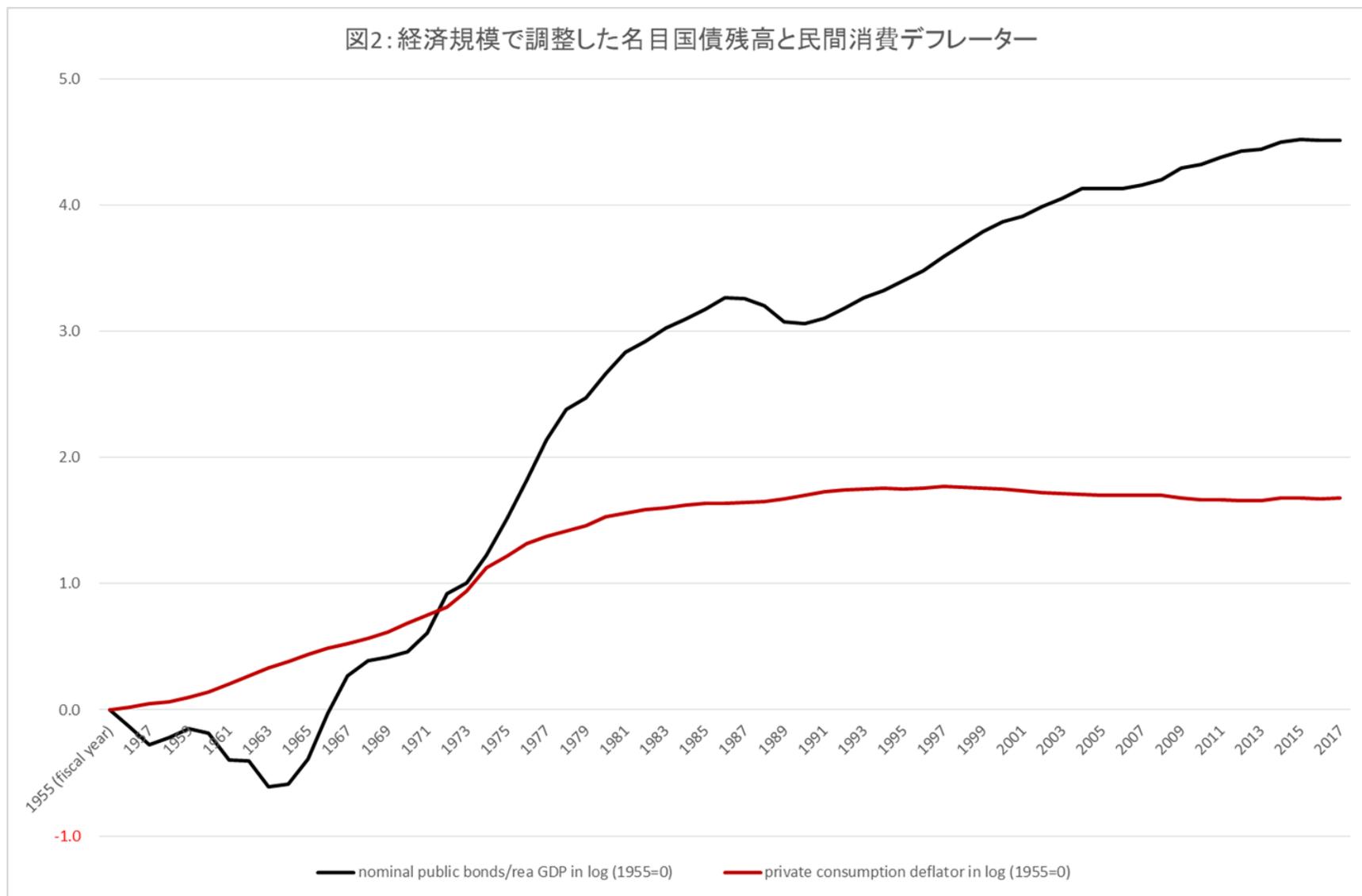
- 1980年代半ばまでは、物価水準と貨幣数量が同じテンポで上昇してきた。
- しかし、1980年代半ば以降、物価上昇のテンポが鈍ってきた。
- 1990年代半ば以降は、貨幣数量が急増する一方、物価は緩やかに低下してきた。



物価と国債

- 1970年代初頭までは、国債の規模が拡大するテンポよりも、物価が上昇した。
- 逆に、1970年代半ば以降、国債の規模が拡大するテンポよりも、物価上昇のテンポが鈍ってきた。
- すなわち、国債の実質残高増を抑制するような物価上昇は起きなかった。
- 1980年代後半を除いて基礎的収支は、赤字基調にあった。

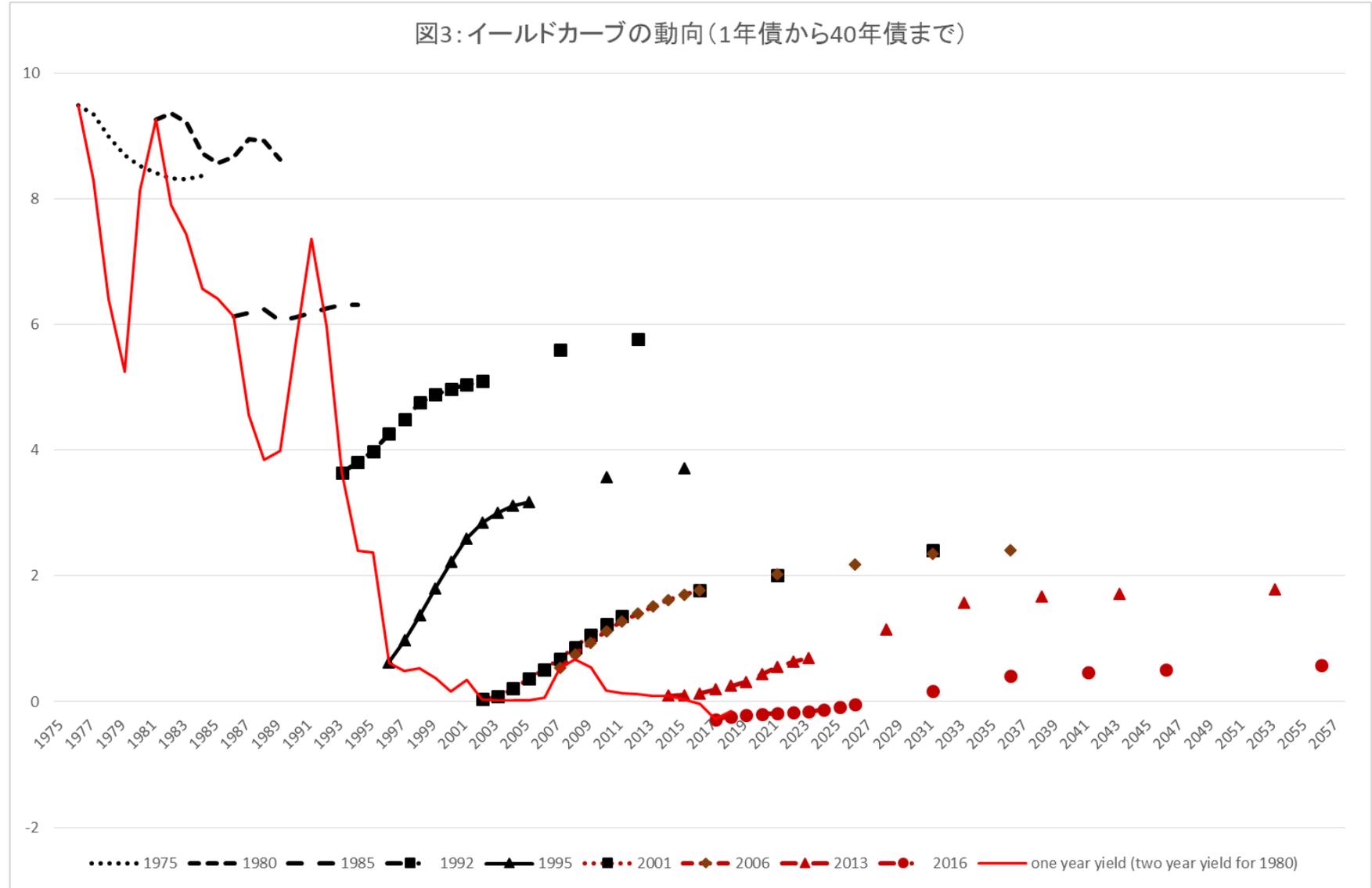
図2: 経済規模で調整した名目国債残高と民間消費デフレーター



結構急なイールドカーブ （ここでは、超長期のイールドにも着目）

- 緩やかなデフレと整合的なイールドカーブは、ゼロ金利でフラットなものだが...
- 1980年代までは、高い水準でフラットであった。
- 1990年代に短期金利がゼロ近傍まで低下する状況にあっても、イールドカーブは急なスロープを保ってきた。
- 2016年以降、ようやくゼロ近傍でフラットなイールドカーブが表れてきた。

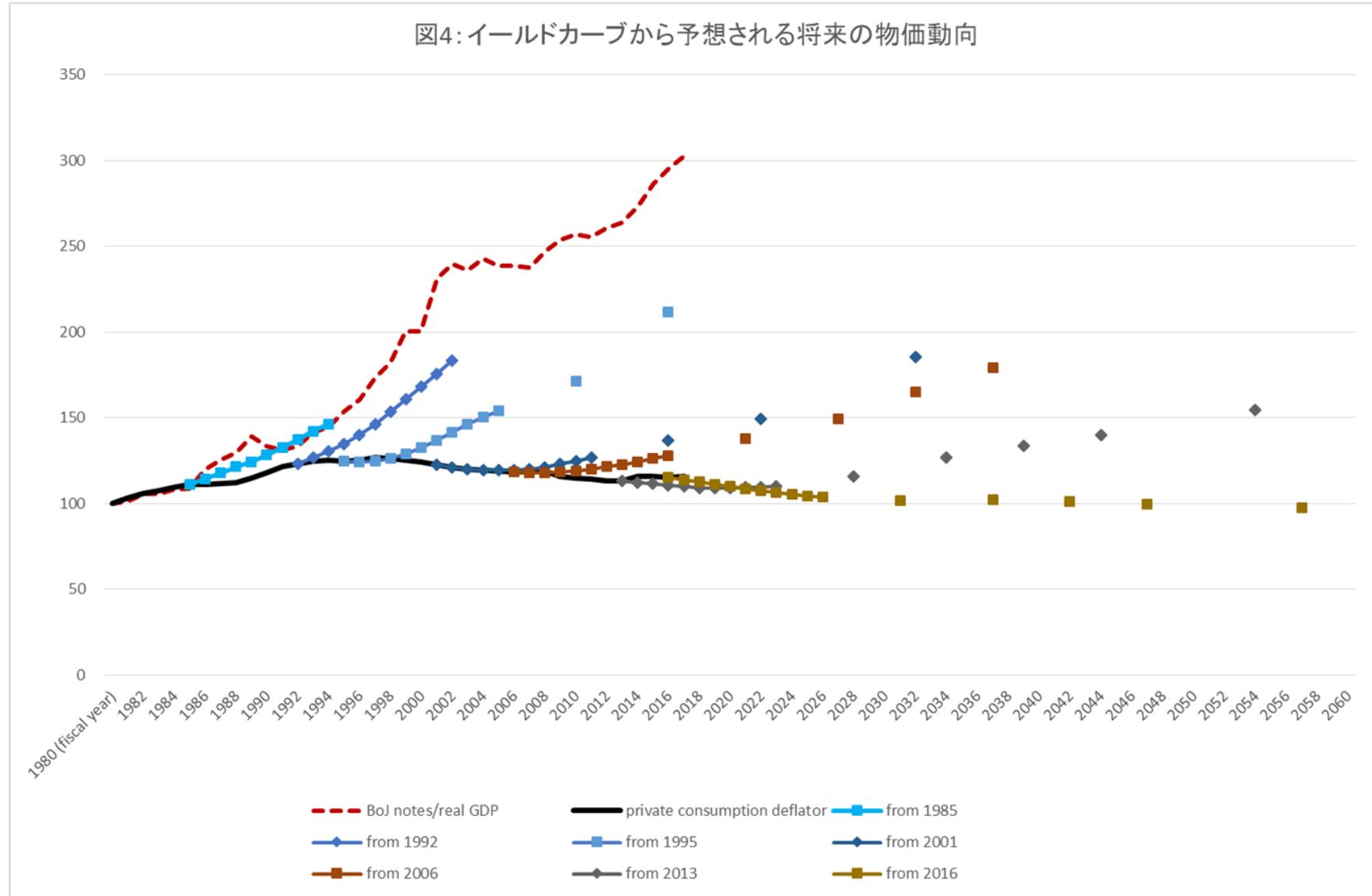
図3: イールドカーブの動向(1年債から40年債まで)



予想されるインフレ 基調と実際のデフ レ基調

- 急なイールドカーブから予想される「緩やかなインフレ基調」は、実際の「緩やかなデフレ基調」によって常に裏切られてきた。
- 長期に予想された物価経路は、貨幣数量に整合的な物価経路と実際の物価経路の間に位置してきた。

図4: イールドカーブから予想される将来の物価動向

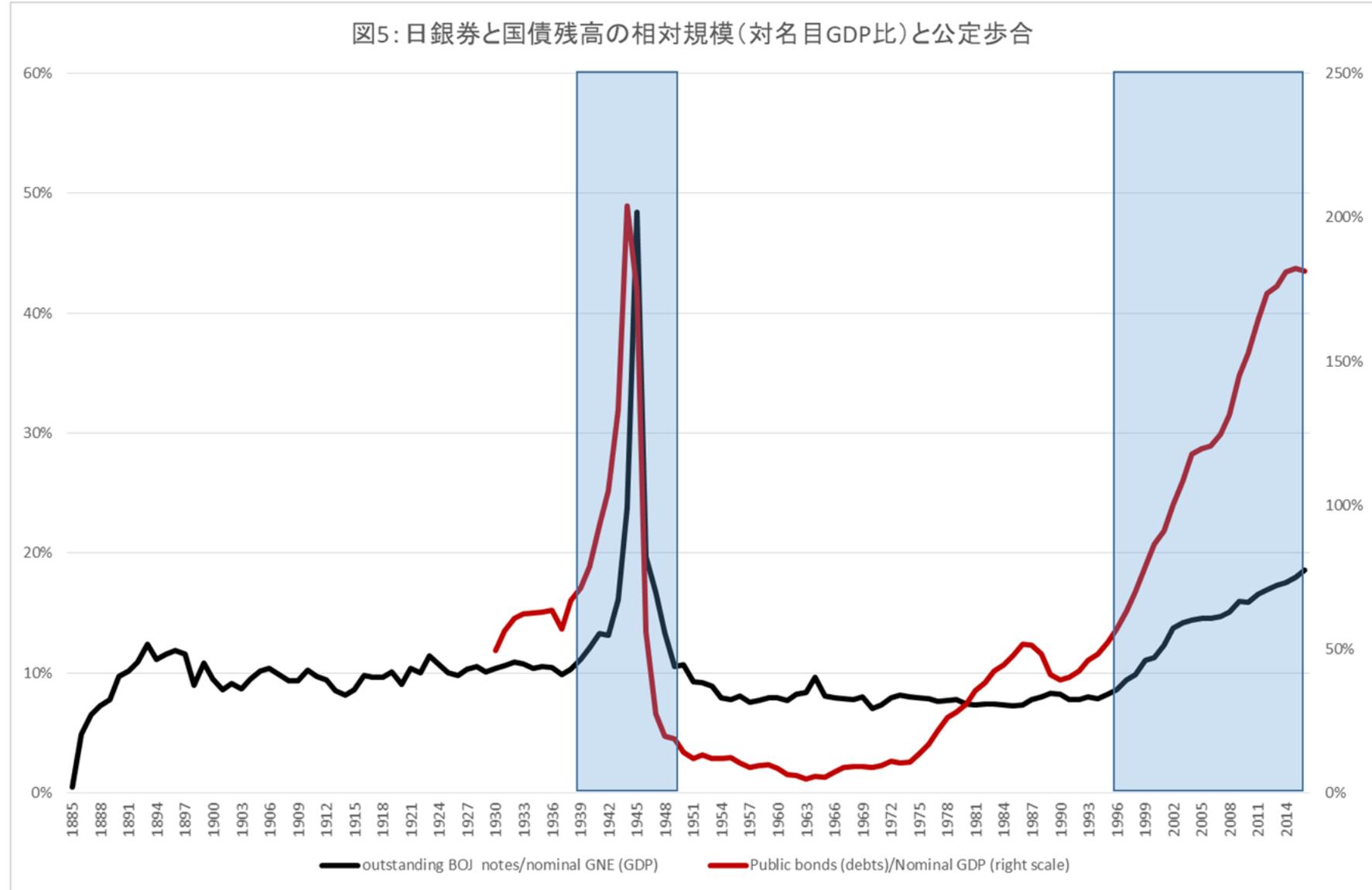


財政政策と金融政策の 過去と現在

日本経済史から： 物価水準の顕著な 上方修正で債務問題 を一挙に解消

- 1937年からの統制経済下の物価や金利の相対的な安定の下で日銀券や国債の相対規模は急拡大した。
- 一方、1945年から1951年にかけては、物価水準が100倍となって債務問題が解決した。

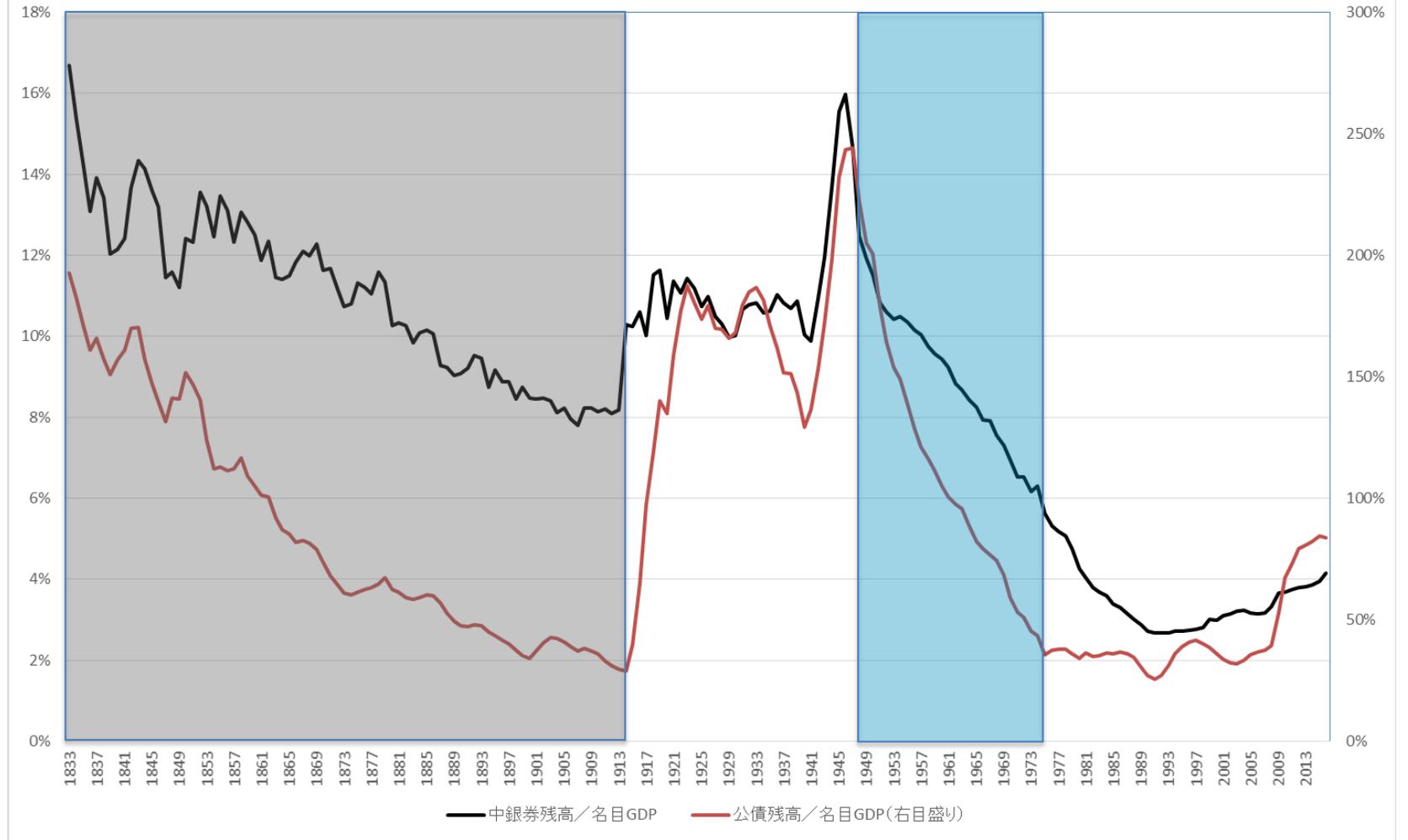
図5: 日銀券と国債残高の相対規模(対名目GDP比)と公定歩合



英国経済史から： 基礎的収支の継続 的な黒字で時間を かけて債務問題を 解消

- 19世紀から20世紀初頭は、安定した成長、物価、金利の経済環境において基礎的収支の黒字で債務問題を解消してきた。
- 1950年代から1970年代半ばまでは、調整インフレの部分があったものの、基礎的収支の持続的な改善が債務問題解決に寄与してきた。

図6: 中銀券と公債の対名目GDP比—英国の場合

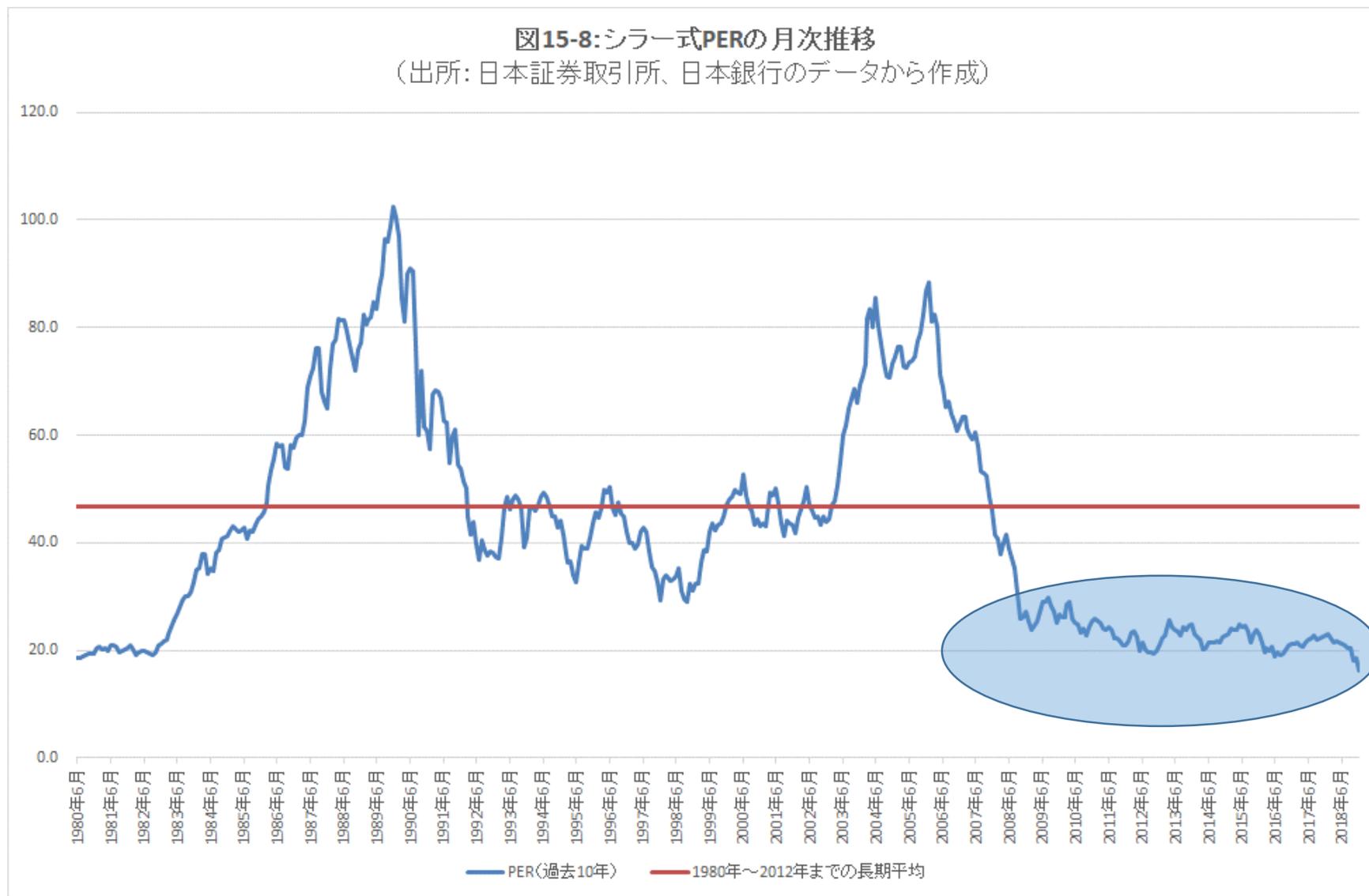


	名目金利と名目成長率	基礎的収支の対GDP比
1833年から1914年	3.4% > 2.4%	2.7%
1948年から1975年	2.2% < 4.7%	5.2%

株価、為替、交易条件

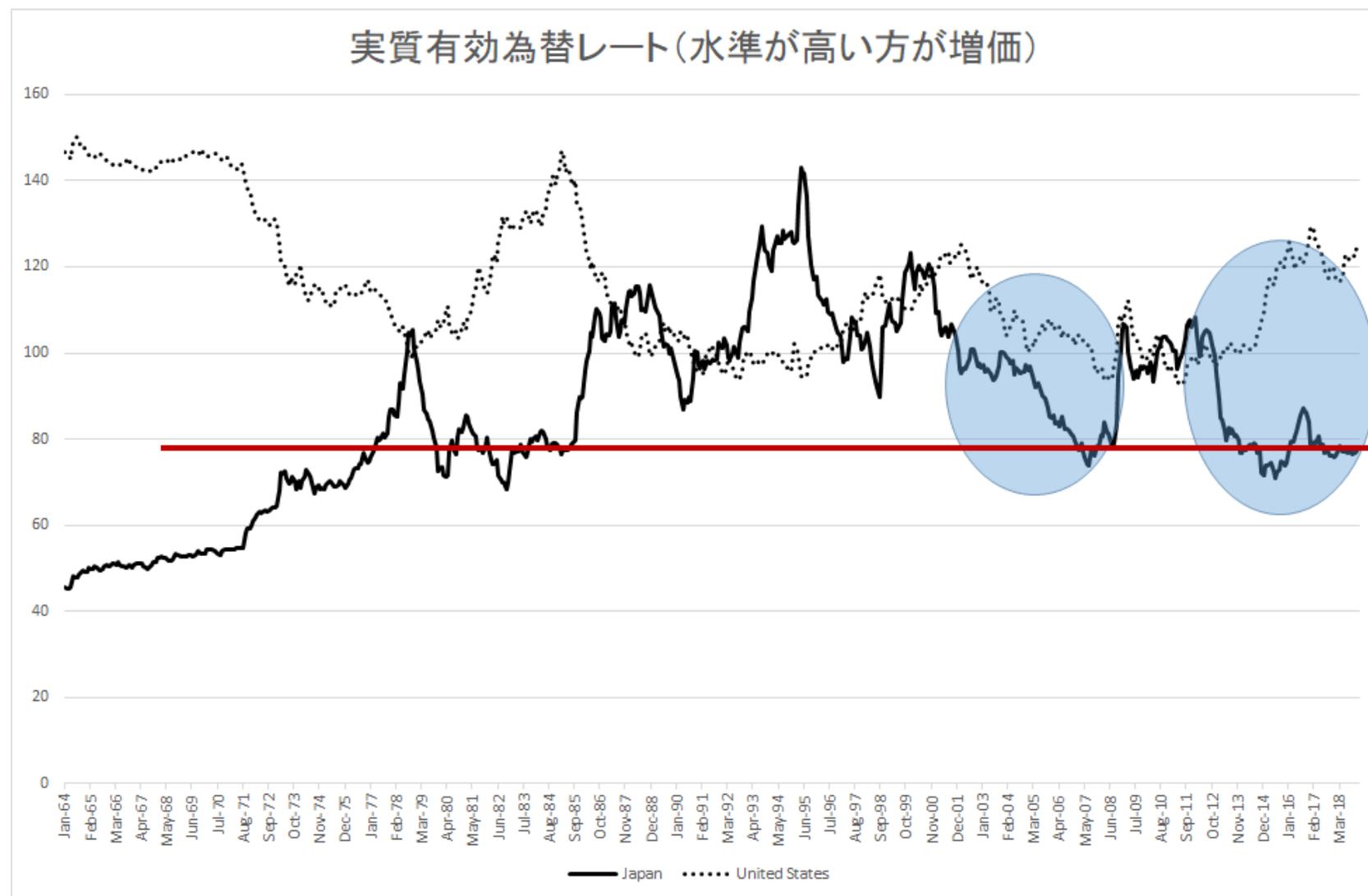
収益に支えられた 株価動向

- 過去十年間のPERの低位安定は、株価の伸び悩みというよりも、収益に支えられた株価が形成され、欧米並みの株式収益率が確保されるようになった。
- 注意すべきは、こうした動向は、アベノミクス・異次元金融緩和以前から認められた。



実質為替レートで見た円通貨は、1980年代前半と同水準の円安

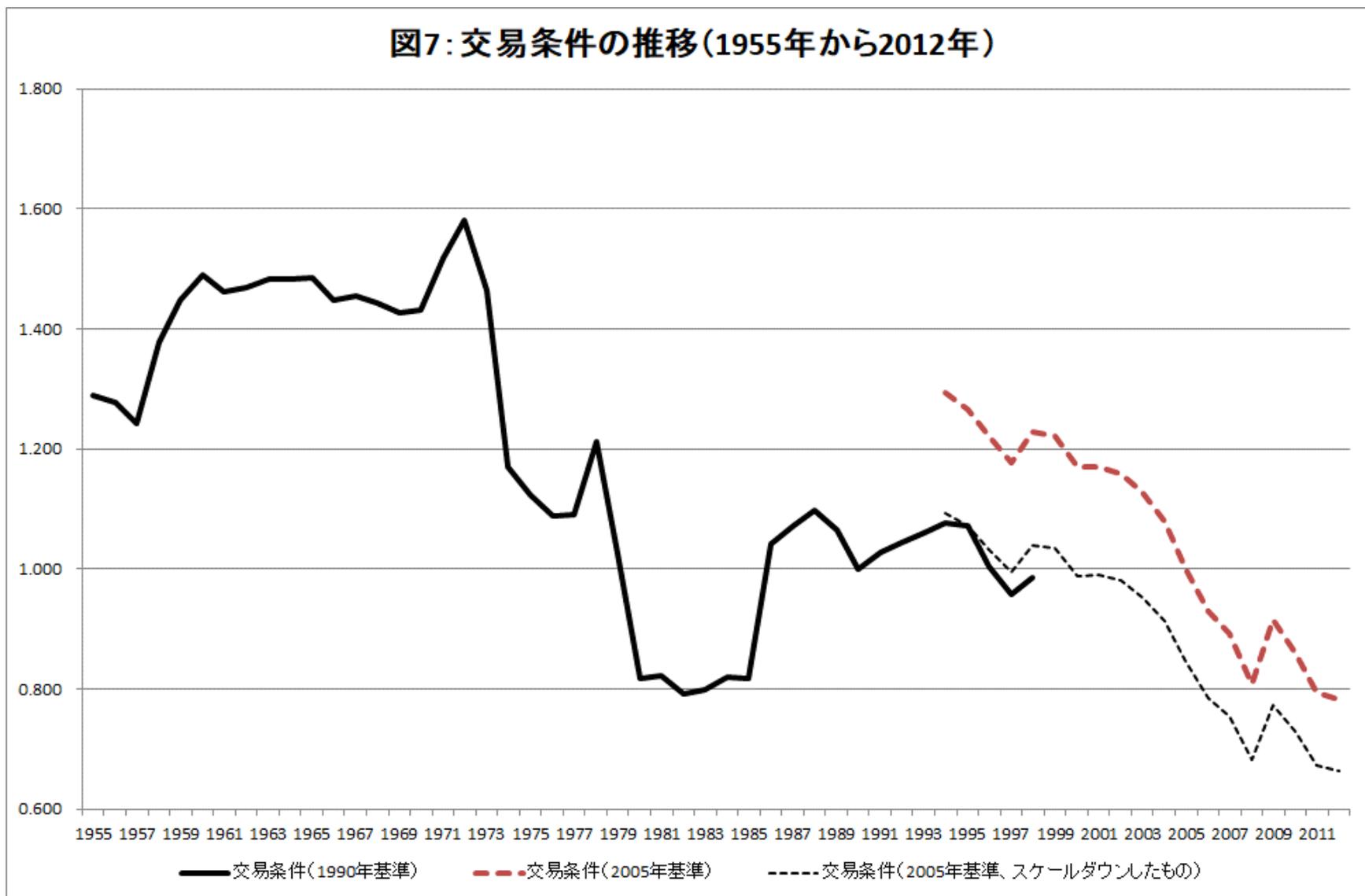
- 実質為替レートでみても、米ドルと日本円は、ミラーイメージ。特に過去5年間は、円安というよりも、ドル高。
- トランプ政権の保護主義政策の背景のひとつには顕著なドル高傾向がある。



交易条件は、60年代の高度成長期、80年代後半のバブル期に比して最悪の状況

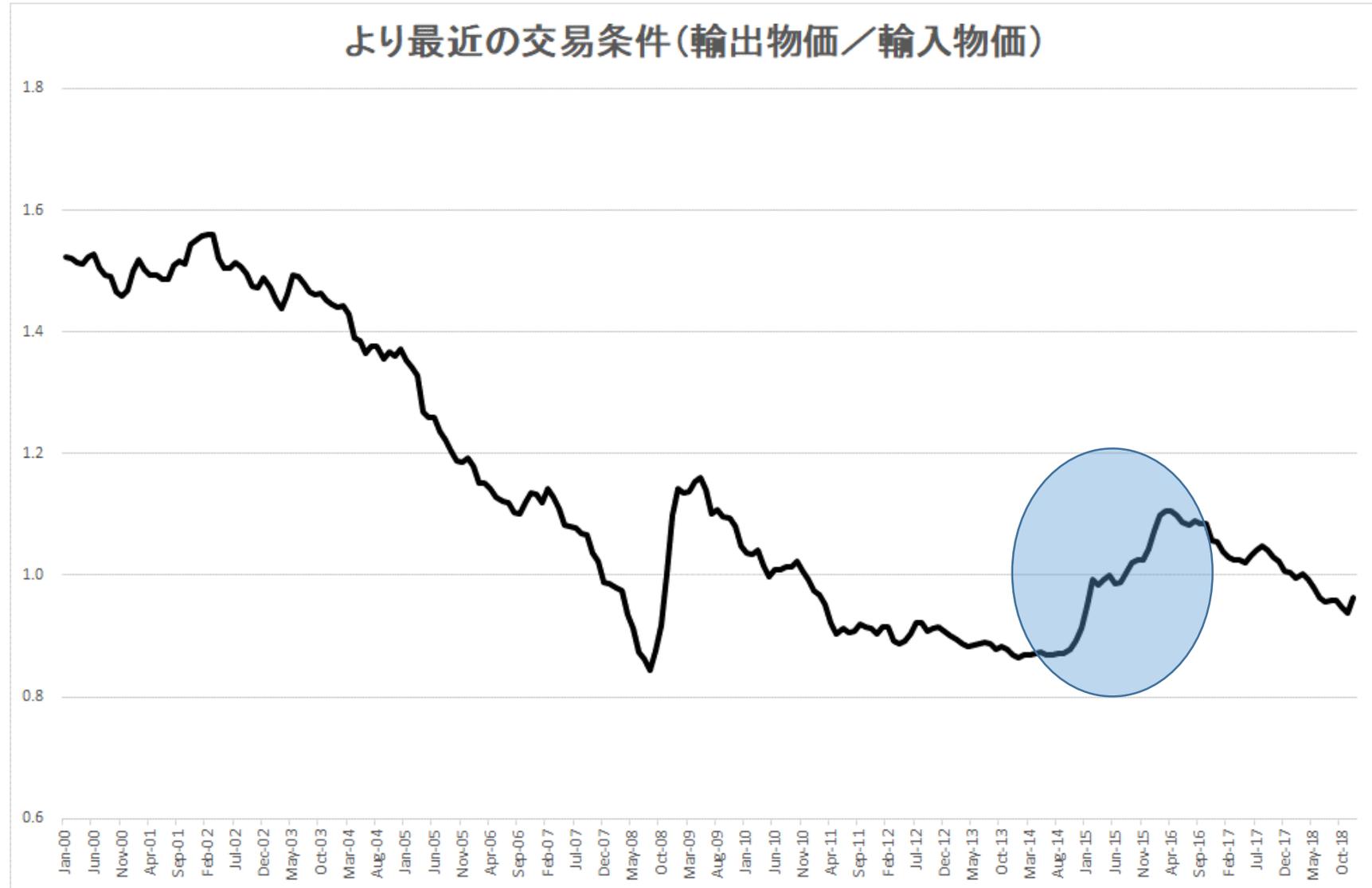
- 交易条件は、輸出物価／輸入物価で定義され、円安や輸入原材料高で悪化する。
- 1990年代以降の「失われた20年（否、30年）」の根本的な背景には、劣悪な交易条件がある。

図7: 交易条件の推移(1955年から2012年)



ただし、交易条件は、短期的にも結構変動している。

- 2014年後半から15年にかけての原油安を主因とする交易条件の改善は、消費税増税の悪影響を大きく相殺した。
- 2018年終わりごろより、交易条件が改善する兆しがある。



まとめてみると・・・

- 物価と長短金利の動向と財政・金融政策の不釣り合いは異常なレベルに...
 - 何らかのきっかけで大幅な調整に迫られる可能性がある。
 - たとえば、年4%の発生確率で実質GDPの数割のダメージを数年にわたってもたらすとされる首都直下地震が物価調整のきっかけとなるというような途方もないことを想定しないと整合的に説明できな不釣り合い...
- 良い方向にも、悪い方向にも、日本経済の現況は現行の経済政策の結果というよりも、長期的な傾向の反映と考えるほうが自然である。
- 非常に長い視点で見ると、円安の効用よりも、円高の効用（購買力の増大）の方が大きい。
- ただし、現在の状況に対して即時的な抜本的な解決方法を見出すことは難しく、長期的な傾向を背景とする経済問題に対しては、非常に長期的な視点で経済政策を地道に根気強く展開すべきである。