

2018 年 2 月 1 日

政策論議に求められるマクロの視点

日本大学 国際関係学部 / 大学院教授
IIMA 客員研究員 円居総一

本年は、物価達成目標 2%を掲げた異次元金融緩和策の導入以来 6 年目に入る。だが残念ながら未だ目標達成の目途は立たず、目につくのはむしろ、その物価引き上げ第一主義への拘泥と副作用の広がりである。政策設定自体が単純なデフレ論に基づくものであった故の帰結とも言えようが、その論拠は、デフレを単純に持続的な物価の下落として捉える。その物価は貨幣とモノの相対価値（価格）であるからデフレは貨幣の過少供給現象となる。そこで、貨幣の供給量を増やしていけば貨幣のモノに対する相対価値が下がり、モノの価値、すなわち物価が上がってデフレは解消に向かう、との理屈であった。

確かにデフレはそうした貨幣的現象を伴うが、その原因は需要不足による経済の萎縮にあり、その現象自体が因果関係を示すものではない。だが、異次元緩和で金とモノとの相対価値を変えていけば物価上昇期待が高まる。さすれば実質金利（名目金利－期待インフレ率）も低下し、設備投資が増加してデフレ脱却から成長への復帰が進む、との供給サイドに偏重した部分均衡の文脈で物価目標主義が堅持されてきた。設備投資も実質金利で決まるとの前提だが、その決定には実質金利以上に期待収益率が重要であるのは論を待たない。

リーマンショック以降の一連の危機の中で米欧も大幅な金融緩和を行ってきたが、物価の到達目標を第一としてきたわけではない。また出口を意識し、ベースマネーの供給はピーク時で GDP 比共に 20%強程度であり、日本の 80%規模とは大きく異なっていた。実物需要、資金需要への視点を欠いたままの貨幣（ベースマネー）の異常供給の継続と株式や国債買い支え策一辺倒では需要と投資の成長循環は生じない。苦肉のマイナス金利政策の導入も銀行の信用循環の萎縮を招き、信用乗数は平常時の 12 倍前後から最近 3 倍前後にまで落ち込む一方、国債の大量保有による日銀の健全性すら懸念される状況に陥っている。

実物経済の需給の均衡は均衡実質金利（自然利子率）で観察されるが、最近の日経センターの計測ではマイナスの領域にある。この不均衡をマネーの一方的な供給だけで修復していくことはできず、実物経済内での需給改善を促していく他ない。その主軸とし

て期待されるのが、情報化と AI,ロボット化を軸とする生産性革命である。本年はその本格化元年となりそうだが、それを大企業から中小企業を含めて広く取り込んでいければ自然利子率も上昇に向かい、経済の萎縮たるデフレも解消に向かい始めよう。

但し、その際、AI と人間の共生を上手く図っていく経済・社会の新たな枠組みの導入が不可欠であろう。AI,ロボット化は過去の革命とは比較にならない規模と内容で労働代替を進め得る。それが所得機会を減じ、最終需要の不足を構造化させていくなら逆に経済の停滞を招きかねない。ビル・ゲイツのような革命の先駆者がロボット税の導入を提唱し、それと絡んでベーシック・インカムの大胆な導入論議が台頭しているのもそうした懸念の現れであろう。生産性革命を供給サイドの視点のみで把握すると、20 世紀初頭の大量生産革命による米産業の成長と収益期待で始まり、需要不足の進行でバブル崩壊と大停滞に終わった 29 年恐慌の二の舞を演じかねない。金融政策の見直し論議を含めて、因果関係や影響を経済の需給両面からマクロ的に把握し、新たな成長パスに向けた政策論議を急ぎ進めていく必要がある。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>