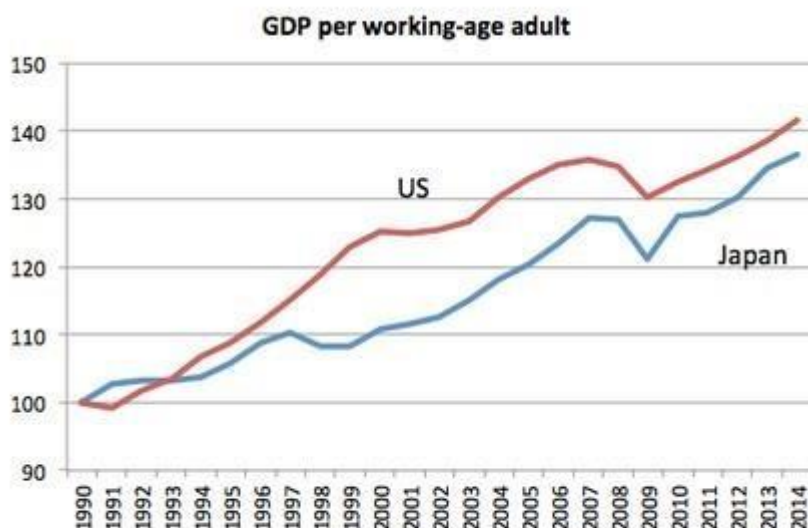


昨日 IMF は日本問題に関する小規模な会合を開いた。その準備として、日本に関する私の議論をアップデートしておこうと考えた。アベノミクスが機能しているのか、機能するかという点(私もはっきり分からない)よりも、日本の経済問題の現状について論じたい。

この問題に対しては、私が 1998 年に発表した流動性の罍の論文の中で述べたことを、今なら私自身がどのように修正するだろうかと、このように考えを進めてゆくことが有用だろう。これは私の最良の論文の一つであり、いろいろな点でこれまでよく持ちこたえているものだと思う。ただ、日本や世界の状況は大きく変わっているので、その違いをはっきりさせておきたい。

当時と現在では、大きな違いが 2 点あると思う。一つは、もはや緊急の問題は不況下にある経済をどう回復させるかではなく、むしろ、どうやって財政支援に依存しない経済にしてゆくかである。もう一つは、金融政策が直面している困難が、思ったより厳しいものだということだ。なぜなら、需要の弱さは日本の持病であるらしいからである。

図 生産年齢人口1人あたりの GDP



## 乳離れの問題

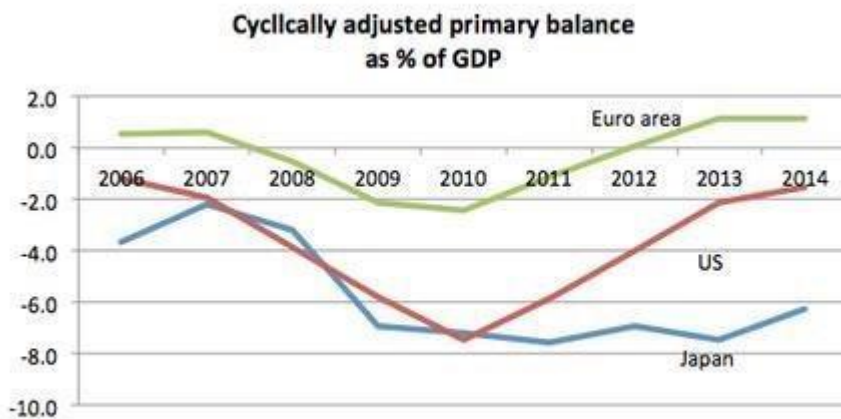
1998年、日本は失われた十年のまっただ中であつた。経済は深刻なスランプに陥つたわけではなかつたが、停滞がかなり長期間続いていたことは、潜在的な生産量よりもはるかに低いところで経済が低迷していると信じる理由としては、十分であつた。

しかし、いまやそういう問題ではない。過去25年間、日本の経済成長は低調であつたが、その主な理由は人口動態である。生産年齢人口一人あたりのGDPで見れば、2000年ごろから日本は米国よりはやく成長しており、25年間の成長率ではほぼ同等である(そして、日本の成績は欧州よりも良い)。

つまりこのことから、日本経済は米国と比べても、潜在GDPに近い成績を上げていると考えられるわけだ。この点で、日本が深刻に停滞していないというなら、なぜ低インフレやデフレが問題なのだろうか？

私が思うに、大方その答えは財政政策であらう。日本の生産額は比較的まともで、雇用水準は財政的支援の継続に依存している。日本はいまだに巨額の財政赤字を出しており、低成長経済においては公的債務とGDPの比率が上昇を続けることになる。

図：景気循環分を調整したプライマリーバランスの対GDP比



このことは、これまでは何ら問題ではなかつた。財政を均衡させようとするれば経済状況ははるかに悪くなつていたのであろう。しかし、私たちのように、これまでには政府赤字のリスクがひどく誇張されていと信じる人たちの中にも、いつか債務比率が安定化し、どこかで低下に向かうことを望む人たちがいるだろう。

そしてここが大事な点だ。政策金利がゼロに貼り付いている現在の状況下では、日本は金融緩和によって緊縮財政の悪影響を相殺することはできないのである。だから、インフレ率を高めるべき最大の理由は、低インフレあるいはデフレの場合よりも実質利子率を引き下げることができるようにして、財政政策に代えて金融政策が使えるようにすることである。

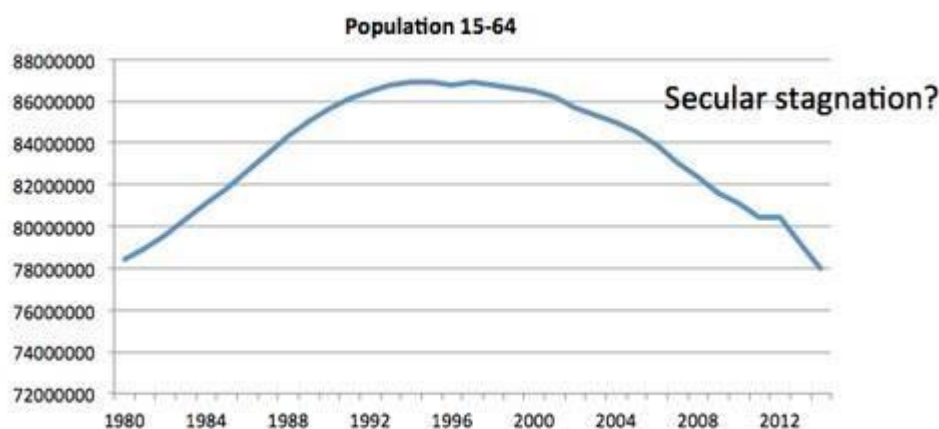
もう一点つけくわえたい。インフレ率が十分に高くないことによって、実質利子率が高止まりしているという事実は、財政赤字がどんな[訳注:小さな]金額であっても、債務残高が余計に増えてゆくことを意味する。従って、インフレ率を高くすることは、財政健全化にも役立つし、財政支出の切り詰め幅を小さくすることにも役立つのである。では、インフレ率を高めるためには何が必要なのであろうか。

### 長期停滞と自己実現的予言

1998年当時、私が流動性の罍のロジックを熟考していた頃、私はわざと単純な説明をしていた。ヴィクセル流の自然利子率の当期の水準はマイナスだが、これが将来のある時点で正常なプラスの値に戻るという想定である。この仮定によって、マネーサプライの増加が結局は同じ率で物価を押し上げるに違いないという思い込みに対処する、巧みな方法を用いることができた。つまり、そのような命題が成立するのは、貨幣量の増加が永久に続くときなされ、従って流動性の罍が「予想の問題」になった場合のみである、ということを簡単に示せたわけだ。

またこの方法によって、金融政策はきちんと信頼されている時には有効でありうるということが示される。つまり、中央銀行が「無責任にやるということを約束して信頼されれば」、流動性の罍の場合にもデフレ脱却に力を発揮できるだろうということである。

図 15~64 歳人口(長期停滞?)



だがこの、ヴィクセル的な意味で正常化する将来の時期とは、いったいどういうことだろう？日本の人口動態はあまりに不都合なのである。

これは長期停滞の原因の第一候補だ。思い出してほしい、ここ 20 年間、利子率は非常に低く、財政赤字は大きかったのに、経済が過熱する兆しは全くなかった。日本はヴィクセル的利子率がいわば恒久的にマイナスとなる国であるかのようだ。

これが現実なら「無責任にやるということを約束して信頼されれば」という条件も意味がなくなる。インフレ率が上がるということを誰も信じなければ、インフレにならないのだ。インフレ率を高める唯一確実な方法は、大規模な財政支出とともに金融政策レジームの変更を行うことである。

また、このことは直観に反することを意味する。インフレ率を高める最大の目的は財政健全化のゆとりを確保することだが、その仕事の第一歩として財政支出の拡大が必要となる、ということである。これは何らパラドクスではないが、あまりに常識外れに聞こえるので、この議論を政策として実現するのは無理だと感じられるだろう(私も昨日の会議の結果、無理だという気持ちが強くなった・・・)。

## 脱出速度

悪い思い込みはさておいて、この方法をとることができると仮定しよう。日本はインフレ目標を何%に設定すべきだろうか。その答えは、インフレ目標は十分に高くすることだ。つまり、財政再建の際に、生産能力のフル稼働を維持できるほど実質利子率を引き下げることができるくらい、十分にインフレ目標を高くすることだ。だとすれば、それが 2%で十分だとはとうてい思えない。

このように考えてみれば、最善の状況でも、日本には「臆病性の罠」が立ちはだかるかもしれない。想像してほしい。政府が人々に 2%のインフレ率は本当に達成可能だと信じさせて、それが達成されればすぐに財政再建を行い、景気を悪化させる。インフレ率は 2%を割り込むだろう。そうなれば全ては台無しだ。信頼が損なわれ、同じようなことをもう一度試みることははるかに難しくなる。

日本にとって(そしてたぶん他の国々にとっても)必要なのは、本当の意味で積極的な政策だ。インフレ率を押し上げるために財政政策と金融政策を動員すること、インフレ目標を持続可能なほど十分に高く設定することである。ロケットが地球の重力から抜け出すには、脱出速度を超える速度が必要だ。アベノミクスはよい意味でのサブライズだったが、その境地に達するほど積極的なのかどうかは、全く明らかではない。