

門間 一夫の  
経済深読み

## 2%物価目標は財政政策で？

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2020年11月2日

## インフレを上げたければ財政政策が必要

「物価の安定」は中央銀行の責務とされる。それが定着した歴史的背景として、1970年代を中心とする高インフレの時代があった。不人気な引き締め政策を行うには、独立した中央銀行の存在が重要であり、独立して政策を決める以上は透明性も必要だとされた。

「独立性と透明性のある中央銀行が物価の安定に責任を持つ」という金融政策の世界標準は、強力なインフレファイターへの必要性から生まれたものである。今は当たり前の物価目標政策 (inflation targeting) が初めて導入されたのは、1990年のニュージーランドである。その頃の学術研究では、「景気を重視する政府の政策で経済はすぐインフレになってしまうので、中央銀行は引き締めバイアスを持つぐらいでちょうど良い」という議論が普通に行われていた<sup>1</sup>。

ところが、その後おとずれたのは低インフレの時代だった。日銀は過去25年以上にわたり、一度たりともインフレファイターの役割を求められる場面はなかった。そして、早々に利下げの余地を失ったのは日銀だが、その後多くの先進国中央銀行が同様の状態になった。インフレと戦う中央銀行には独立性が強い味方になるが、戦う相手がデフレや低インフレだと、利下げ余地を持たない中央銀行の孤軍奮闘はつらい。それでも戦わなければならないと言うなら、財政の援軍は不可欠だ。

低成長・低インフレ・低金利時代の金融政策は、コロナ前から先進国の課題になっていた。米国の連邦準備理事会 (FRB) も、ニューノーマルにおける金融政策のあり方をレビューし、新しい「戦略」を打ち出した。置かれている制約条件の下で最善を尽くす姿勢には共感するが、ろくな「戦力」が残されていない中央銀行に、所詮たいした「戦略」は編み出せない<sup>2</sup>。金融政策だけを対象としたレビューには限界があり、財政政策とセットでマクロ政策のあり方を考えなければほとんど意味がない。

欧州中央銀行 (ECB) のラガルド総裁は、その点を正直に語った。9月30日の講演で、近年米国に比べユーロ圏のインフレ率が低い理由の一つは、ユーロ圏の財政政策がより緊縮的だったことにあるとの分析を紹介したのである。ECBはFRBのあとを追うように、金融政策の「戦略」に関するレビューを開始した。上記の講演は、そのレビュー開始に当たって論点を整理したものであり、金融政策と財政

<sup>1</sup> Rogoff, K (1985), "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target" Quarterly Journal of Economics, 100, pp. 1169-1189; Walsh, C (1995), "Optimal contracts for central bankers" American Economic Review, 85, pp. 150-167.

<sup>2</sup> 本コラム 2020年9月24日「離れた「ゼロ」との長いつきあい～米国金融政策の不都合な真実～」。

政策の連関も論点になるとの言及があった。物価目標の達成には財政政策の助けが必要だ、とラガルド総裁がはっきり言ったわけではないが、それに近い問題意識があることは伝わった。

## 元FRB副議長が発案した「安全なヘリコプターマネー」

利下げ余地が尽きたあとの追加緩和策として、しばしば出てくるのが「ヘリコプターマネー」の議論である。ヘリコプターで紙幣をばらまくように国民にお金を配れば、皆がそれを使うので物価が上がるというわけだ。90年代末からの日本の「デフレ」への対応策として、幾度となく内外の経済論壇に登場した。最近では2016年の円高局面でも議論された。

これを実際に行うには、例えば、政府が国民に給付金を配り、その財源として発行する国債を中央銀行が買う、という形をとる。つまり、中央銀行が単独でできる政策ではなく、財政支出と金融緩和のポリシーミックスなのである。これはまさに今年、日本で行われたことである。デジタル化が遅れた国は、ヘリコプターマネーすら円滑にまけないという教訓も得た。

コロナ禍のような非常事態への対応は別にして、物価目標を実現する手段としてヘリコプターマネーを用いることについては、そうすべきという主張が前述の通りしばしば現れはするが、さすがに実践されたことはない。「ヘリコプターから紙幣をばらまく」という比喻が乱暴すぎるからだと思うが、そんなことをするとインフレに歯止めがかからなくなる、という批判が圧倒的に多い。

ならばとばかり、過去にIMF筆頭副専務理事やFRB副議長も務めたスタンレー・フィッシャー氏らが、昨年、改良版のヘリコプターマネーを提案した<sup>3</sup>。2%物価目標は政府と中央銀行が共有し、その実現に必要な国債発行額は政府ではなく中央銀行が決める、というものである。独立性のある中央銀行が、政治判断ではなく専門知識に基づき国債発行額を決めるのだから、財政規律の喪失や過剰なインフレは心配無用というわけだ。制御装置が付いた「安全なヘリコプターマネー」だと言える。

もともと、選挙で選ばれていない中央銀行の人たちが国の予算規模まで決めてしまうのは、それはそれで逆に問題であり、この提案自体に現実味はない。ただ、フィッシャー氏をはじめとする国際金融界の実力者たちが、あえて実質的なヘリコプターマネーまで持ち出してきた背景には、「次の景気後退は金融政策では対処できない」という正当な危機感があった。

その半年後に実際におとずれた景気後退は、規模も性格も異例づくしのコロナショックであった。さすがに大規模な財政政策が世界中で迷いなく発動され、上記の意味での危機感はとりあえず杞憂で済んだ。しかし、論点自体が消えたわけではなく、それはコロナからの戻り道でさっそく試される。今後、危機を脱するにつれて財政出動の規模は縮小されていくと予想されるが、そのペースが速すぎれば、金融政策だけでは経済を支え切れないという現実が、改めてあらわになる。

ただ、経済の回復が不十分な段階での緊縮財政が望ましくないことには、異論はあまりないだろう。より難しい、しかし正面から向き合うべき論点は、「経済は十分改善したが物価目標の達成だけが見込めない」というような場合に、「あとは金融政策の仕事だから財政政策は正常化に舵を切る」という考

---

<sup>3</sup> Bartsch, E, Boivan, J, Fischer, S, and Hildebrand, P (2019), “Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination” BlackRock Investment Institute, MACRO AND MARKET PERSPECTIVES, AUGUST 2019.

え方でよいのかどうかである。

現実にもそういう局面はある。例えば2017～18年の日本では、経済は好調ながら2%物価目標の達成は目途すら立たない状況だった。あの時、財政はもっと拡張的であるべきで、2019年に予定されていた消費税率の引き上げなどは早々に中止しておくべきだったのだろうか。先ほどのフィッシャー氏らの提案にしたがえば、この問いへの答えは「イエス」になる。物価目標というものに関する本質的な論点だと思う。

## 2%物価目標の存在理由に立ち返れば・・・

筆者は、「財政政策で、あるいは金融と財政が共同責任で、2%インフレを目指す」という考え方には、やはり問題があると考えます。理由は三つある。

第一に、これは国にもよるが、2%インフレが経済の「最適な状態」とは整合的でない可能性がある。最適ではないかもしれない2%インフレを無理に目指すことは、金融政策しか使わない場合でも、バブルや金融面のゆがみを引き起こすリスクを伴う。まして、金融と財政が一体となって2%インフレを目指すとなれば、その効果がより強力なものとなり得る分だけ、もし目標が間違っていた場合の被害も大きくなる。

第二に、財政政策は金融政策よりもその限界が見極めにくい。金融政策の場合は、金利がゼロ付近まで低下してしまえば、あとは量的緩和にせよフォワードガイダンスにせよ、追加的な効果はたかが知れている。良くも悪くも、その辺りが金融政策のおおよその限界なのである。ところが財政政策には、国債発行をそれ以上増やせないという自動的な限界はない。物価が上がりにくい日本では、財政政策をもってしても2%インフレはそう簡単には実現できないはずだ。財政政策が必至に2%インフレを追えば、政府債務の増大に歯止めがかからなくなるおそれがある。

第三に、最も本質的な点として、不況時に財政政策を確実に発動できるのであれば、そもそも2%までインフレを高める必要はない。多くの中央銀行がインフレを2%まで上げようとしている最大の理由は、常時その程度のインフレがあれば、金利水準もその分おのずと高くなるからである。2%物価目標とは、基本的には、不況時の利下げ余地を確保しておくためのものなのである。ところが、この考え方の裏付けとなっている理論では、財政政策が想定されていない。2%物価目標の重要性を説く金融政策理論には、「ケインズは死んだ」とされる80年代ごろからの政策思想、すなわち「裁量的な財政政策は効果より副作用が大きいので、景気変動への対応は金融政策が担うべき」という哲学が反映されている。

しかし実際には、リーマンショック以降、財政政策の有用性が見直される一方で、金融緩和の余地はほぼ使い果たされてしまった。しかも、多くの先進国で潜在成長率が低下しており、自然利子率自体が極めて低くなってしまった。たとえ2%インフレを実現できたとしても、かつての大きさほどの金利の「のりしろ」は、どのみちもう手に入らない。不況時の総需要対策としては財政しか使えない時代になったという現実を、受け容れる覚悟を決めた方がよい。金融政策には、今回のコロナ対応がまさにそうであったように、金融市場の安定確保という極めて重要な役割がなお残る。

財政政策は、政府債務の中長期的な持続性に配慮しながら、不況時の経済を支える役割を確実に果

たす必要がある。そして、この点さえしっかり確保されるなら、低インフレや、それに伴う金利の「のりしろ」の乏しさは、一国の経済にとって致命的な問題ではない。

低インフレが構造的に根付いている国で、その理由も正確にはわかっていないのに、2%ものインフレを政策目的とすることは、金融にせよ財政にせよ賢い選択ではない。そういう国では、2%インフレにならなくても問題がない、つまり金利の「のりしろ」がなくても不況時の対応が可能、という状態を確立することこそ、マクロ経済政策が採るべき現実的な戦略なのである。その戦略とは、金融政策ではなく財政政策が、不況時の総需要対策を確実かつ機動的に実施することにほかならない。これは、世界中の多くの国・地域にとって決して簡単なことではないが、幸い日本は既にできているとも言える。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。