

門間 一夫の
経済深読み

高圧経済で格差は是正できるか

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

2021年1月21日

イエレンの高圧経済論

マクロ経済を分析する際、「トレンド」と「循環」という二分法がよく用いられる。前者は中長期的な潜在成長率のことであり、主に供給要因（人口動態、技術進歩など）で決まると考えられている。後者は繰り返し起きる好不況のことであり、こちらは主に需要要因（企業や家計の支出姿勢など）で決まると考えられている。

「トレンド」が強くて「循環」がなだらかな経済が最も望ましいので、経済政策はそれを目指す。いわゆる成長戦略というのは「トレンド」を強くする政策であり、構造改革、サプライサイド政策などとも呼ばれる。金融政策や財政政策は「循環」をなだらかにする政策であり、マクロ安定化政策、総需要政策などとも呼ばれる。このように経済の「トレンド」と「循環」は相互に独立しており、それぞれに異なるタイプの政策を必要とする、というのはわかりやすい整理である。

しかし、現実はその単純ではなく両者が独立とは言い切れない、という仮説も有力である。よく指摘されるのは、深く長い景気後退がその後の中長期的な成長力も弱めてしまう可能性である。不況が長引いている間に労働者のスキルは低下し、設備投資の停滞で技術進歩も遅れてしまうからである。こうして一時的ないし循環的だったはずの出来事が、その後の経済の姿を中長期的に変えてしまう現象を、履歴効果（hysteresis）と呼んでいる。

履歴効果が存在するのだとしたら、金融政策は良くも悪くも潜在成長率に影響しうることになる。近年それを論じて注目されたのは、2014～18年に米連邦準備制度理事会（FRB）の議長を務めたジャネット・イエレンである。とくに有名なのは、イエレン氏が2016年の講演で述べた高圧経済論である¹。経済を不況から正常に戻すだけでなく、労働需給が引き締まる「高圧経済（high-pressure economy）」まで意図的に過熱させれば、労働参加率の上昇や生産性引き上げ努力など供給サイドの望ましい変化を誘い、成長力が強化されていく可能性がある、と言うのである。

その後のFRBの金融政策が高圧経済論を実践したものだかどうかは、評価が難しい。上記の講演から間もない2016年12月、FRBはしばらく中断していた利上げを再開し、そこから2年間で2%ポイントも政策金利を引き上げた。ただ、その間も失業率はFRBが完全雇用とみなしていた水準を下回り続けたし、金利は2年間の利上げ後もFRBが中立（＝緩和でも引き締めでもない）と認

¹ Yellen, J (2016), "Macroeconomic Research After the Crisis" October 14, 2016.

識していた水準をなお下回っていた。つまり、F R Bの認識では「緩和的な金融政策で労働需給がタイトな状態を持続」させていたのであり、高圧経済を念頭に置いた政策運営だったとも言える。

それでも、利上げで緩和の度合いをかなり縮小させた以上、思い切った高圧経済政策であったとは言えない。F R Bのそうした慎重さの背景には、高圧経済政策には問題点もあるとの判断があった。前述のイエレン講演では次の三点が指摘されている。第一に、高圧経済と潜在成長率の関係は十分にはわかっていない。第二に、バブルなど金融面の不均衡を引き起こすリスクがある。第三に、インフレが想定外に上がってしまうリスクがある。

このうち、インフレが想定外に上がってしまうリスクは杞憂であった。失業率が低い割にインフレは意外なほど落ち着いたままであった。これは実は利上げをやり過ぎていて、F R Bが認識していたほどの高圧経済を作り出せていなかったためと考えることもできる。F R Bが経済の「圧力」を測るために用いた「計器類」、すなわち完全雇用とみなしうる失業率の水準や中立金利水準などは、あくまで推計値であって、「ほどよい高圧」を正確に狙うには精度が不足していたのである。

格差是正で理論武装された「高圧経済政策 2.0」

そうした経験も踏まえてF R Bは、2020年8月に新たな戦略を打ち出した。その柱は、①最大雇用を徹底的に追及する、②局面によっては2%超のインフレも目指す、の二つである。いずれも、近年の経済構造の下ではインフレは上がりにくい、という教訓を土台にしたものである。この極めて緩和バイアスの強いルールが以前から適用されていれば、2015年末に始まり2016年末から本格化した前述の利上げは、ほとんど行われなかったかもしれない。

ところでF R Bはこの新戦略について、かつての高圧経済論の強化という説明はしていない。2016年と最近では、F R Bが直面する課題の性格が異なるからである。

2016年の米国経済論壇を賑わせていたテーマは、金融危機後の経済成長の鈍さであった。サマーズ教授らは、貯蓄投資バランスに着目して長期停滞論を唱えていた。G A F Aの躍進にもかかわらず、経済全体の生産性上昇率がむしろ低下していた事実 (productivity puzzle) を巡っても、統計に問題がある可能性を含め様々な議論が行われていた。一方、F R B自身は「物価の安定」「最大雇用」という二つの責務について達成の手ごたえを感じつつあった。だからこそ継続的な利上げを進めていったのである。

しかしその後、インフレが思ったようには上がらないまま、米中対立などから景気にも黄信号が灯る。インフレが恒常的に目標を下回る「日本化」のリスクも、頭の隅に置かざるをえない状況になった。また、トランプ政権の下で米国社会の分断が進み、格差社会とどう向き合うかはF R Bにとっても重みを増した。もともと金融緩和に対しては、投資家や富裕層 (Wall Street) を儲けさせるばかりで、庶民 (Main Street) との格差を助長するという批判が強い。新戦略の検討を始めた2019年、F R Bは「物価の安定」に以前ほど自信を持てなくなっていたうえ、「最大雇用」についても、マイノリティや低所得層への配慮を中心に説明責任のハードルの高さを意識せざるをえない状況だった。

生産性上昇率や潜在成長率はF R Bの直接的な責務ではない。その意味でイエレン議長時代の高圧経済論は、「物価の安定」や「最大雇用」という本来の仕事が仕上げに近づく中で、さらに潜在成長

率の引き上げにも力を貸せるかもしれない、というゆとりある立場での議論だった。これに対し2019年のFRBは、自分たちの二つの責務自体について課題を感じていたのである。

その課題に対する答えは、結局のところ、イエレン議長時代よりも徹底した金融緩和の継続しかない。ただその説明に当たっては、高圧経済論ではなく、自分たちの責務との関係が明確で人々の共感も得やすいロジックを用いる必要がある、とFRBは考えたようだ。その結果が、最大雇用を「幅広く包摂的な目標 (a broad-based and inclusive goal)」と新たに性格づけたことに表れている。

経済の議論で「包摂的」と言えば、「貧困をなくす」「格差を是正する」という意味である。FRBは、格差是正も大義名分にしながら金融緩和を強化する、という戦略を選択したのだと言える。そのためにFRBは、①不況になれば低所得層ほど雇用環境が大きく悪化する、②逆に好況期には低所得層ほど雇用環境が大きく改善する、というエビデンスも周到に準備した²。経済を過熱気味に維持することの恩恵は、低所得層にとってとくに大きいというわけである。

FRBは「物価の安定」についても、2%インフレが格差の是正に資すると言う。中期的に2%程度のインフレがあれば金利もその分高くでき、いざという時にしっかり利下げできる、というのが一般的な「のりしろ論」である。FRBはさらに一歩踏み込んで、金利ののりしろを確保し不況と戦える力を蓄えておくことは、不況に最も脆弱な低所得層にとってのメリットが一番大きいと論じる³。

FRBは新戦略の導入に当たり、実証分析や理論分析で脇を固めるだけでなく、「Fed Listens」という公聴会を全米各地で催した。コロナ前のことであるが、それらの機会を通じFRBは、労働市場全体が良好だと低所得層に恩恵が行き渡りやすい、という街の声を広く集めている。一方、2%物価目標が理解されにくいことも、FRBは人々との対話で確認している。だからこそ物価目標への理解を得るには、それを格差是正とリンクさせる工夫も必要と考えたのであろう。

そうしてできあがった「最大雇用や2%物価目標は低所得層のため」とも聞こえるような説明は、それがどこまで本当かはともかく、今の米国社会で強力な金融緩和を進めるには必要なコミュニケーションだとは言えるのかもしれない。何しろバイデン新大統領も、人種格差の是正に向けた「Build Back Better」政策集の中で、FRBの役割への期待を書き込んでいるのである。

FRBの新戦略は、労働需給が引き締まる過熱気味の経済をかつてない本気度で狙うものなので、「高圧経済政策2.0」と呼んでもよいだろう。それは格差是正という万人受けする切り口で理論武装されており、イエレン議長時代の議論からは格段にバージョンアップされたものと言える。

注目すべきはやっぱりイエレン？

バージョンアップされたということは、「低金利を長く続ける (low for long)」政策が、今回は徹底されるということである。しかし、それについてかつて認識されていた問題点が、その後完全にクリアされたわけではない。確かにインフレのリスクはかつての認識より小さいと見てよいであろうが、

² Aaronson, S, Daly, M, Wascher, W, and Wilcox, D (2019), “Okun Revisited: Who Benefits Most from a Strong Economy” FEDS 2019-072, FRB.

³ Feiveson, L, Goernemann, N, Hotchkiss, J, Mertens, K, and Simon, J (2020), “Distributional Considerations for Monetary Policy Strategy” FEDS 2020-073, FRB.

その分緩和を強化するのであるから、金融面の不均衡のリスクはむしろ大きくなるはずである。

実際、最近の極めてハト派的な金融政策は、株価などの資産価格の押し上げにかなり寄与しているように見える。昨年12月の記者会見で資産価格に懸念はないかと問われたパウエルFRB議長は、「低金利が長く続くことを考慮すれば株価が割高とは言えない」と答えている。FRBは昨年8月に新戦略を導入した際、金融面の安定に配慮することも一応表明してはいるが、高圧経済の徹底的な追及と金融面の安定への配慮がどの程度両立するものなのか、現時点では未知数である。

そのこととも関連するが、そもそも高圧経済を持続させることには原理的な難しさがある。2000年代前半のグローバル経済は比較的高い成長が続き、人類は景気の振幅を克服し「大いなる安定 (Great Moderation)」を得たとまで言われた。しかし、そこにはいつのまにか過度な楽観が忍び込んでおり、最終的には金融危機でそれは終焉した。集団心理が働く人間社会の営みから、悲観や楽観の増幅メカニズムを消し去ることは、おそらく永遠にできないだろう。だからこそ、景気変動をせめて小さくするために、「高圧経済はあえて目指さない」という知恵があったのではなかったか。さらに、経済の内的変動をある程度抑制できたとしても、コロナ禍のような経済外的ショックも時には避けられない。

確かに高圧経済のメリットは低所得層にとって大きいのもかもしれない。しかし、その後の不況で最も打撃を受けるのも同じ人々である。不況が二度と来ないならよいが、不況は来る。高圧経済の後に来る不況は、その分深刻になる可能性が高いとも考えられる。

金融、財政のいずれであれ総需要政策による格差是正の試みは、一時的な改善を導くことができたとしても、長い目で見た問題の解決にはならない。格差問題への対応としては、税制改革を通じた再分配政策や、教育やセーフティネットの充実などを、地道に進めていくしかない。これは当たり前の結論だと思うが、それを当たり前のこととして進める力が政治的に結集されにくく、金融政策に筋違いの期待がかけられてしまうところに、米国の格差問題の根深さがある。

実は、2016年の講演におけるイエレン氏の暫定的な結論は、「サプライサイドへの働きかけは金融政策以外の政策で行う方がよい」という常識的なものであった。格差問題についても当然そのように考えているはずである。そのイエレン氏がバイデン新政権の下で財務長官を務める。パウエルFRB議長とイエレン財務長官の気脈を通じた連携で、金融財政両面から高圧経済が実現すると期待する声もある。しかし、本当に注目すべきなのは、税や財政支出の中身に直接関わる財務長官という立場を得たイエレン氏が、「当たり前の格差是正策」にどういう役割を果たしていくかであろう。

●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。