

門間 一夫の
経済深読みインフレ対応に見るこの世の不条理
～財政政策不全のツケ～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2022年10月31日

利上げは正義に適うのか

今起きているグローバル・インフレは、エネルギーなどの供給制約による面が大きい。物価は需要と供給のバランスで決まる。供給が足りないならそれに合わせて需要を減らすことが、物価安定への唯一無二の道である。インフレは「需要を減らせ」というシグナルである。

しかし、暮らしに直結する食料やエネルギーの消費を大幅に減らすのは難しい。そこで、それらの価格上昇はある程度許容しつつ、それ以外の価格上昇を経済活動の抑制により小さくする、というのが現実的な対応となる。その典型的な手段が金融引き締めである。

米国の連邦準備制度理事会（FRB）が大幅な利上げを続けていることに対し、「利上げしても供給制約が改善するわけではなく、景気を悪化させるだけだ」という批判がある。しかし、需要に比べて供給が足りなくなった時点で景気後退は半ば運命づけられており、利上げはどのみち起きる景気後退を誘導する触媒にすぎない。

ここで一步下がって考えてみたい。供給が足りず国民全体で消費を我慢すべきだという時、高所得層、低所得層のどちらがより我慢すべきなのだろうか。「低所得層がさらに生活を切り詰めるよりも、ゆとりのある人々が我慢すべき」と考えるのが普通であろう。そういう普通の正義感覚からすれば、今回のタイプのインフレに「利上げで景気後退を促す」という処方箋は、確かに褒められたものではない。

第一に、エネルギーや食料が中心の「相対価格の大変動」は、まずそれ自体が低所得層に不利に働く¹。経済政策の役割のひとつはそうした不公平を是正することにある。

第二に、金融政策の雇用への影響について、FRBは以前の論文で、「経済を改善させればさせるほど、雇用面で低所得層がより大きな恩恵を受ける」と分析している²。だとすれば、金融引き締めは「低所得層により多くの犠牲を強いることで物価安定を取り戻す政策」ということになる。

¹ 門間一夫の経済深読み「日銀は円安無視で良いのか ～インフレの分配問題から考える～」2022年9月26日。

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

つまり、供給制約が絡むインフレに利上げで対抗するのは、ただでさえ生計費の増大に苦しむ低所得層から、さらに雇用や所得まで奪う「傷口に塩」の仕打ちに等しいのである。今の利上げに「どこかおかしい」という直感を抱く人々は、強い正義感の持ち主なのだと思う。

本当は財政で総需要を抑制すべき

問題は、「利上げをしない」ことではその正義が実現できない点にある。供給制約がある以上、そのレベルまで総需要を抑えなければならないという現実は動かない。「総需要を抑えるのにどういう方法が良いか」という方法論だけが選択肢になる。

ひとつのアイデアは、低所得層に給付金等で所得支援を行う一方、その財源に充てる以上の大型増税を高所得層に求め、全体として緊縮的な財政政策を行うことである。緊縮財政で総需要を抑制するのだから景気は悪化する。その点は利上げと変わらない。しかし、この緊縮財政は大胆な再分配政策と組み合わせられているので、景気悪化の痛みは主に高所得層が引き受けることになる。そういう「正義」を実現できる点が利上げとは違う。

残念ながらこのような「正義」はどこでもあまり実践されていない。インフレの高い国では、中央銀行がジレンマを感じながらもひたすら利上げを続けている。なぜこのような不条理が選択されているのだろうか。おそらく理由は二つある。

第一に、「物価の安定は金融政策の仕事」ということになっている。さらにその背後には、「インフレやデフレは貨幣的な現象」という学術界の認識がある。この点、どんな経済理論にも一定の「単純化」は必要だが、「インフレやデフレは貨幣的な現象」という単純化は弊害の方が大きいと筆者は思う。物価はあくまで「需要と供給のバランスで決まる」のであって、貨幣や金融政策は大きく絡む場合もあるしそうでない場合もある。

第二に、財政政策を自在にコントロールすることは政治的に難しい。政治的に簡単なのは「バラマキ」の場合だけであり、①所得の再分配、②緊縮財政は、どちらかひとつだけでも簡単ではない。ましてや両方を同時に行う場合、高所得層にかなり大きな負担を求めることになるので、強力なリーダーシップが必要になる。

どんな政治家も「リーダーシップがない」と言われる状況は作りたくない。その立場からすると、「物価の安定は金融政策の仕事」という建付けは都合が良い。米国のバイデン大統領もしばしばFRBへの信頼を口にするが、中央銀行の独立性を尊重しているという美談では必ずしもないだろう。供給制約が厳しい最悪の環境でFRBの役割を強調することには、結果が悪かった時の批判を自然とFRBに向かわせる作用だけでなく、政治で実現すべき「正義」の存在自体を見えにくくする効果がある。

「インフレもデフレも貨幣的な現象」という認識は、もともと学問上の単純化ではあるのだが、そういうことにしておく方が都合である場合も多いため、「物価のことは金融政策」という役割分担がある種の「知恵」として定着しているのだろう。

不条理は国境も越える

政治が簡単にできるのは「バラマキ」の場合だけだと先ほど述べた。実際、今回のインフレに対し多くの国において、「正義の解」の一部だけ、すなわち家計等への支援策だけは活発に行われている。補助金を出してエネルギー価格を抑制するのがその典型である。しかし、弱者を対象を絞らず強者もいっしょに救えば必要以上の拡張財政になる。

総需要を抑えなければならない時に、財政政策が拡張的に運営されれば、金融政策はその分余計に利上げをしなければならない。その場合、財政支援から低所得層が受けるメリットは、大幅な利上げの効果に相殺されて、結果的に小さなものになってしまう可能性が高い。

問題の核心は「供給制約で縮小したパイの分け方」にあるのだから、負担できる人々に負担を求めることなく良い処方箋に至ることはない。供給制約には「分配」の視点が必要なのに、なまじその症状が「インフレ」という形で現れるがゆえに、金融政策が分不相応に前面に出ざるをえず、その陰で不条理がひっそり放置される。

米国の場合は、供給制約だけでなく総需要も強すぎるので、ある程度の利上げはどのみち避けられない。しかし、高所得層に負担を求めず高インフレに挑むツケは、必要以上の大幅利上げとなつて跳ね返る。米国は大国なので、そのことの国際的な影響も大きい。

金利上昇がもたらすドル高は、新興国や他の先進国に米国のインフレを一部押し付ける効果を持つ。押し付けられた側も分配政策が不得手なので、やはり利上げでインフレに対抗することになる。ドル建て債務が多い国は、たとえ自国で利上げしなくても債務負担が自動的に増える。国際通貨基金（IMF）などが「金融政策は他国への波及にも注意すべき」と警鐘を鳴らすのが、金融政策を標的にされてもFRBも戸惑うだろう。根本の原因を作っているのはFRBではないからだ。

エネルギーや食料の供給制約がグローバルな次元で起きている以上、先進国と新興国・途上国の間での「パイの分け方」は、難問ではあるが国際社会が向き合わなければならない課題である。「世界中が供給制約で苦しんでいる時は、豊かな国の豊かな人々が消費を我慢すべきではないか」という論点を抜きに、FRBに注文をつけても仕方がないように思う。

あからさまな悪手は市場がチェック

再分配と緊縮財政を組み合わせるべきところ、その正反対の組み合わせを盛大にやろうとしたのが英国である。トラス前政権が9月に打ち出した「成長計画2022」(The Growth Plan 2022)には、エネルギー価格抑制策などと並んで、所得税・法人税の大型減税が盛り込まれた。弱者支援の要素もあったとは言え、それ以上に金持ち優遇と言われても仕方がないパッケージであった。

大減税の狙いは経済の成長力強化であったが、10%インフレの最中に打ち出す政策ではない。「インフレで所得が目減りする今こそ経済成長を」というのが政府の言い分だったが、減税でインフレに打ち克とうとするのは、利下げでインフレに打ち克とうとするトルコのエルドアン政権と、非常識の度合いにおいて甲乙つけがたい。

当然のように起きたのは、長期金利の急騰と英ポンドの急落であった。想定外の金利急騰で年金基金は損失を抱え、資金確保のために資産の投げ売りを迫られた。金融引き締めの一環で国債売却を決めたばかりの英中央銀行（BOE）も、逆に緊急の国債買入れを余儀なくされた。結局、政府は減税案の撤回に追い込まれ、トラス氏はわずか44日で首相を辞した。市場の警告が届いて政策も政権も変わった点では、英国はさすがにトルコと違う。

不条理を克服する政策哲学を

今回の英国ほどあからさまに非常識な政策は、市場の圧力で軌道修正されるため、かえって問題は小さい。その過程でいったん金融市場の混乱が起きるとしても、である。

より厄介なのは、本稿で述べた「見えにくい不条理」である。この問題には市場も無関心で政治に「NO」を突きつけない。「再分配+緊縮財政」という正義に対しては、株価はむしろ下落で反応する可能性が高い。政治が市場を意識すればするほど、正義はますます実現されにくくなる。

株価への影響という点では利上げもマイナス要因だが、良くも悪くも「物価の安定」という大義名分があり、少なくとも形式上は独立性があるので、金融政策にはそれができるという面はある。インフレ抑制という一点に絞って言えば、やはり金融政策は使い勝手が良い政策である。しかし繰り返しになるが、そういうやり方のインフレ抑制は「次善の策」であり、決して正義に合うものではない。

分配問題は本当に難問だが、潜在成長率が低下しパイが増えにくくなった多くの先進国にとって、分配問題を巡るより良い知恵を獲得できなければ、マクロ政策も構造改革も「次善の策」が精いっぱいであり続ける。

脱炭素化の最大の試練も負担の分け合い方にある。理論家の間で支持されるカーボンプライシングが不人気なもの、「金持ちなら温暖化ガスを出せる」という不正義に普通の人々が共感しないからである。「公正な移行（Just Transition）」を追求しなければ、脱炭素化は実現できないだろう。

日本では、他国と異なり基調的なインフレ圧力が弱いので、日銀は利上げしないし財政もバラマキで済んでいる。しかし、その状態に甘えて思考停止のままでは望ましくない。

今回のグローバル・インフレは「財政による分配機能の不全」を改めて浮き彫りにしている。コロナ禍そしてインフレと、相次いで弱者を直撃するグローバルな危機は、分配を巡る政策哲学を磨き、それを支える行政インフラを強化することが、重要な課題であることをわれわれに突きつける。そこに人類の進歩がないままなら、カーボンニュートラルなど夢のまた夢なのではないか。

●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。