

No.60

デフレ脱却のための 政策を問う

日本経済の最優先課題であるデフレ脱却に向けて政策が動き出した。しかし、デフレ下での量的緩和の有効性への懐疑論や、財政赤字の拡大による潜在的なリスクの増幅への懸念も強い。本号では、インフレ目標導入と大胆な金融政策の実施によりデフレマインドが払拭されることが重要であると指摘される一方、本格的なデフレ脱却に向けては、財政規律の維持と実効性のある成長戦略が不可欠なことが指摘された。

C O N T E N T S

デフレ脱出へ向けたロケットスタートを

伊藤元重

総合研究開発機構(NIRA) 理事長

識者に問う

デフレ脱却の処方箋は十分か

デフレ脱却後の経済の着地点を示せ

翁 邦雄

京都大学公共政策大学院 教授

日本企業のブランド力向上を

加藤 出

東短リサーチ 代表取締役社長・チーフエコノミスト

これまで以上に積極的な金融緩和を

星 岳雄

スタンフォード大学 教授

今や絶好のタイミング、
デフレマインド「3点セット」を断ち切れ

高田 創

みずほ総合研究所 常務執行役員調査本部長・チーフエコノミスト

「1億人×1人7万ドル」ビジョンを示せ

御立尚資

ホストンコンサルティンググループ 日本代表、
経済同友会 副代表幹事(4月25日就任予定)

デフレ脱出へ向けたロケットスタートを

伊藤元重

総合研究開発機構(NIRA) 理事長

デフレマインドは払拭できるのか

日本全体がデフレマインドにどっぷり漬かってしまっている。私が大学で教えている学生たちは、生まれてからデフレ経済しか経験したことがない。我々の世代はバブルも1970年代の狂乱物価も知っているが、それは記憶のずっとかなたの話になってしまった。

「金融政策によってデフレからの脱出を図ろうとしても、どうせ一時的なものである。景気はよくなるし、物価は上がらない」。そうした声があちこちから聞こえてくる。長いデフレで日本経済に負け犬根性が蔓延してしまったようでもある。

こうした状況を打破するためには、ある程度大胆な金融緩和策が必要である。この点については今回のヒアリングをした識者の間に大きな意見の違いはないように思える。

星氏が指摘するように、リーマンショック後に、主要国の中央銀行のなかで日本銀行だけが金融緩和において十分でなかったと考える人は多い。安倍政権になって大胆な金融緩和への期待が高まることで、極端な円高の修正、株価の上昇、デフレ期待の修正の兆しなどが出てきたことは、リーマンショック後の失われた4年半を取り戻す過程とも言える。

そして高田氏の指摘のとおり、大胆な金融政策によって株価や不動産価格が上昇していくことも、デフレマインドの払拭には重要な意味を持っている。資産価格が少し上昇したらすぐに過熱だとかバブルだとか言わないで、こうした動きが経済に蔓延したデフレマインドの払拭に及ぼす影響を見極めなければいけない。

日本経済の構造的変化

デフレ脱却は、日本にとって好ましい要素があるが、簡単ではないことも事実だ。そもそもアベノミクスと呼ばれる政策が順調なスタートを切れた一つの理由も、昨年の後半から世界経済がリスクオン^注の状況に変化していたことがある。新興国に資金が流れ込み始め、主要国の株式市場や不動産市場に回復の芽が出始めたのだ。当面、米国経済も回復基調にある。こうした時期だからこそ、三本の矢を同

時に放って、デフレ脱出のロケットスタートをかけることに意味がある。

デフレ脱却が簡単でないのは、実際にはデフレ脱却の準備はできているのだが消費や投資が動かないことに表れている。それは、高田氏が指摘しているように、この20年続いたバランスシート調整の結果、民間部門には潤沢な貯蓄が蓄積されているにもかかわらず、リスクを取ってまで投資しようとしないうことだ。これを、高田氏は「草食系」が根付いてしまったと表現する。だからこそ、強いメッセージを出してデフレマインドを潰すことが重要となる。

ただ、今回複数の識者が指摘したように、最終的には技術革新などによる持続的な成長を実現することが重要になる。期待だけに働きかけ続けることは難しい。結果を出して、持続的成長を実現する必要がある。

加藤氏は、「中長期的にもしっかり対策を打っているという印象を与え続けなければ、アベノミクスで織り込んだものが、すぐ剥がれてしまう」と述べている。また、御立氏は、「現状はマーケットの期待は高まっているが、大多数の企業の行動は変わっていない。日本に長期的な成長機会があると信じられるようにしないとデフレ脱却は進まないのではないか」と言っている。

また、星氏は財政問題の観点からも「できるだけ財政支出に頼らず、民間のイノベーションを阻害しないような、規制緩和や国際化に中心を置いた成長戦略を実施していく必要がある」と指摘する。財政リスクという点からも、持続的な成長の中でデフレを脱却していくためには、民間部門へ需要をシフトしていくことが必要であるし、そのためには潜在成長率を引き上げていくことが求められる。

金融政策の手段として何があるのか

インフレ目標の達成をより確実なものにするために必要な金融政策のメニューについては、その善し悪しの評価は別として、専門家間に共通認識があるようだ。国債の購入量を増やしていくこと、より期間の長い国債を購入していくこと、株式や不動産関連証券などよりリスクの高い資産を購入していくこと、そして外貨建て証券を購入すること、など

➤

➤ この中で、外貨建て資産を購入すべきであるという議論は、最近では低調なようだ。日本の金融緩和策が為替レート操作とみられることに、政府や日銀も敏感である。国際金融の世界での経歴が豊富な黒田東彦新日銀総裁も、外貨建て資産の購入は好ましくないと明言している。

リスクアセットを購入していくのか、より長期の国債を購入していくのかということについては、識者の間でも意見が分かれる。黒田新総裁はより長期の国債を積極的に購入することの検討に入ったという報道もある。こうした動きを予想して、市場の金利もこの動きを織り込み、長期の金利の低下傾向が目立つ。

しかし、翁氏は、将来どこかの時点で膨張した日銀のバランスシートを縮小することを考えたら、長期の国債よりは株や不動産証券のようなリスクアセットの方が好ましい面があると指摘する。日銀がいったん巨額の長期国債を抱え込んでしまうと、それを市場で大量に売却することは国債管理政策の観点からも容易ではない。出口戦略として長期の国債を売ることは現実には難しいと加藤氏も指摘する。これに対して、リスクアセットであれば、市場が好調である限り、日銀がそれを売却することは相対的に容易である。

ただ翁氏は、その場合には日銀が「リスクを過剰に取ることになるので、政府は日銀のバランスシートが毀損することを認め、場合によっては支援することが必要」と述べている。また、加藤氏は、リスクアセットを購入し日銀のバランスシートに損失が出たときに、財政的に国庫に依存することになると、日銀の独立性が低下してしまい、財政資金のファイナンスから日銀は抜け出せなくなるという問題点を指摘している。

しかしながら大胆な金融緩和には、星氏が指摘するように、すぐには全部吸収することが難しいほどに大量に貨幣を発行することで、期待に影響を与えるという面があることも事実だ。

金融政策だけでは限界がある

デフレ脱却のために大胆な金融政策が必要であるとは言っても、金融政策だけで十分でないことは明らかだ。物価が上昇基調となるためには、需要が持続的に拡大して

いくことが必要である。また、大胆な金融政策を行うほど、金融政策と財政政策を切り離して考えることが難しくなっている。

翁氏が主張しているように、財政健全化を進め、「日銀からのファイナンスがなくてもやっていけるという着地点を示す」ことが重要となる。星氏も政府債務残高が高まっていることのリスクを指摘している。金融を大胆に緩和する一方で、財政支出についてはできるだけ抑えることが必要となる、と警鐘を鳴らす。

御立氏や加藤氏は成長戦略の重要性を強調する。大胆な金融緩和策と赤字財政は、デフレ脱却という当面の目標のためには有効であっても、将来にわたってその状態を続けることはできない。金融や財政による過度な刺激なしでも経済が持続的に成長を続けることができるという道筋をつけなければならない。技術革新を促し、潜在成長力を高めていくことなしには、日本経済の回復の将来展望を描くことができない。

成長戦略の効果が現実に経済に出てくるには、若干の時間がかかるだろう。しかし、こうした将来の経済成長に対する期待効果ももたらされることも認識する必要がある。政府が有効な成長戦略を素早く実行に移していけば、その実体経済への影響が及ぶまでには時間がかかるとしても、デフレマインドを払拭するという意味では、成長戦略に大きな役割を期待できる。 ■

注: 投資家がリスクを取って、積極的にリターン(利益)を求めようとするマーケットの状況。

伊藤元重(いとう・もとしげ)

NIRA理事長。東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学Ph.D.。専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部教授、96年より同大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。経済財政諮問会議議員、社会保障制度改革国民会議委員、など。



これまで以上に積極的な金融緩和を

星 岳雄 スタンフォード大学 教授



デフレは金融的な現象であり、金融政策で解決できる問題だ。ゼロ金利で、拡張的な財政政策が難しい日本では、将来の金利を下げ、期待インフレ率を高めることが重要となる。しかし、日銀のこれまでの金融緩和は、量も十分でなく、将来の期待にも働きかけず、時間軸効果も低くしてしまうものだった。

インフレ目標は、金融政策の目標を明らかにし、それを市場に伝える手法として、優れている。ただし、ゼロ金利下では、インフレ目標を速やかに達成できない可能性は否定できない。その意味では、目標達成に失敗した分、更に高いインフレを目指すことが要求される物価水準目標(注)による金融政策運営の方が、市場を説得しやすいかもしれない。期待に影響を与えるためには、すぐには全部吸収することが難しいほど大量に貨幣を発行し、現在の金融緩和を簡単には逆戻しできない状態にしておくことも有効である。

今後の政策運営で留意すべき点は、名目金利が上がることにより、政府債務の金利負担が増えることだ。日本は、これ以上財政を悪化させられない状態にある。できるだけ財政支出に頼らず、民間のイノベーションを阻害しないような、規制緩和や国際化に中心を置いた成長戦略を実施していく必要がある。

(注) 物価水準目標は、目標達成時点におけるインフレ率でなく、設定時から達成時までの全体の物価上昇分を考慮した物価水準を目標とする金融政策の手法。

詳しくはこちら

デフレ脱却後の経済の着地点を示せ

翁 邦雄 京都大学公共政策大学院 教授



日銀はかねてからデフレ脱却の絵を描いていた。その時期を早めることだけが目的であれば、そのための手段は、現在議論されているように幾つかある。問題は、デフレから脱却し、非日常的な金融緩和をやめる、あるいはそれが予見されたときに、金融政策をどう元に戻していくのか、である。その姿を念頭に置いて慎重に政策を運営する必要がある。保有国債の残存期間長期化はその点で危険だ。国債に比べ、リスク資産は値上がり時に売れるため、リスク資産の購入は元に戻しやすい手段かもしれない。ただし、リスクを過剰に取ることになるので、政府は日銀のバランスシートが毀損することを認め、場合によっては支援することが必要だ。

また、2%というインフレ目標のピンポイント性が高まっているが、目標値に到達した後にも、極力、信認を失わない形で金融政策を日常に戻すには、金融政策運営の柔軟性を縛らないよう、2%の上下の一定の範囲内で推移するのを許容する必要がある。

金融政策を財政政策と切り離して議論することが難しくなっているのは大きな問題だ。政府は、日銀が努力している間に、社会保障改革や消費増税の実施など、日銀からのファイナンスがなくてもやっていたという着地点を示すべきだ。インフレ目標は達成されたが経済・財政状況は依然悪いという世界に陥ってはならない。

詳しくはこちら

デフレ脱却の処方箋は十分か

日本銀行によるインフレ目標が導入され、新たな成長戦略の策定が開始されるなど、デフレ脱却に向け順調なスタートを切ったように見える。

しかし現在の政策は十分なものか。そうでないとすれば、今後の政策運営に何が望まれるのか。経済学者、民間エコノミスト、ビジネス界の第一線で活躍している識者に聞いた。

インタビュー実施:2013年2~3月 聞き手:伊藤元重(NIRA理事長)

日本企業のブランド力向上を

加藤 出 東短リサーチ 代表取締役社長・チーフエコノミスト



日本は、デフレ脱却を狙いつつも、国債価格を暴落させない狭い道を行く必要があった。そのため、日銀は金融政策で直接インフレ期待を高めるのではなく、中長期的な成長期待を高め、結果的に物価を上げていくアプローチを採っていた。しかし、日銀がそれをうまく説明できなかったために、国民の理解を得られず、スケープゴートになってしまった。

今後の懸念材料は、国債の買い手の中心が国内金融機関であることから、出口戦略として国債を売ることが現実的には難しいこと、また日銀のバランスシートに損失が出たときに、財政的に国庫に依存することになると日銀の独立性が低下してしまうこと、そして財政資金のファイナンスから日銀は抜け出せなくなることだ。

もっとも心理的なアナウンスメント効果をより上手く発揮させるために、2%という高めのボールを投げておくことには意味がある。しかし、中長期的にもしっかりと対策を打っているという印象を与え続けなければ、アベノミクスで織り込んだものが、すぐ剥がれてしまう。それを回避するには、日本も優秀な移民を受け入れ、社会全体の活力を維持することが重要だ。技術力向上に加え、ドイツ企業のブランド戦略を参考に、日本も個々の企業のブランド力を向上させて利幅を確保し、賃上げし易い体質にすることが必要だ。

詳しくはこちら

「1億人×1人7万ドル」ビジョンを示せ

御立尚資 ポストコンサルティンググループ 日本代表、経済同友会 副代表幹事(4月25日就任予定)



アベノミクスの特徴は、市場の心理的側面への働きかけを重視していること、また、高リスク・高リターン政策、つまり副作用のリスクをあえて取っていることだ。現状はマーケットの期待は高まっているが、大多数の企業の行動は変わっていない。日本に長期的な成長機会があると信じられるようにしないとデフレ脱却は進まないのではないかと。

日本企業の国内投資停滞の根本原因のひとつは、長期的な人口減少、それに伴う経済規模の縮小が不可避だという認識にある。そうした悲観的発想を変え、人口減少そのものに歯止めをかけるには、政府は、たとえば「1億人×人口1人あたりGDP7万ドル」を目指すといった、結晶化したビジョンを打ち出すべき

だ。人口減少を1億人レベルで底打ちさせる長期政策を明示するとともに、スイス・北欧・香港のように、農業や観光、B2Bサービス産業などで他国にない高い競争力をもつ国家に移行しなければならない。

また、成長戦略の実現には、経済財政諮問会議など立ち上げた3つの会議に横糸を通すストーリーを示すことが重要だ。たとえば、労働人口増、女性の労働参加率向上、保育・教育サービス産業の振興、そのための規制改革といった首尾一貫した流れだ。規制改革の要望を恒常的に受け、所轄官庁を超えて判断を下せる法的根拠ある機関を設置することも肝要だと考える。

詳しくはこちら

今や絶好のタイミング、デフレマインド「3点セット」を断ち切れ

高田 創 みずほ総合研究所 常務執行役員調査本部長・チーフエコノミスト



バブル崩壊から20年続いたバランスシート調整の過程で、日本経済からは成長シナリオ(経済成長)と先行き改善期待がすっかり剥落し、「デレバレッジ」、「デフレマインド」、「草食系」の3点セットが根付いてしまった。

デフレへの対応は、インフレへの対応と非対称性があり、金融政策と財政政策を総動員する対応が必要。その点では2%のインフレ目標は、強いメッセージ性があり評価できる。

現在のところ、政策を総動員してデフレマインドを脱しようとしている点では相当うまくいっている。今後、経済を持続的な軌道に乗せるには成長戦略と先行き改善期待の醸成が必要となる。理想は技術革新による成長

の実現だが、現実には、自国通貨高の是正による外需獲得しかない。円高は、バブル崩壊後にデフレマインドを決定付けてしまった原因でもあり、円高にすぐには戻らないという安心感を与える必要がある。また、先行き期待の持続的な改善には株や不動産などの資産市場への働きかけが有効である。資産価格が上がれば、投資のための資金需要が生まれ、設備投資が回復し、賃金回復にもつながる。資産価格の上昇をサポートする政策が求められる。但し、2007年以降の米国のバランスシート調整もようやく終盤にさしかかり、円高圧力も後退してきた。今や絶好のタイミング、アベノミクスは効果を表す可能性が高い。

詳しくはこちら



[NIRA 公式 Facebook]

<http://www.facebook.com/nira.japan>

NIRAの研究成果や活動状況を紹介していますので、ご利用下さい。

[NIRA ホームページ]

<http://www.nira.or.jp/index.html>

NIRA 政策レビューのバックナンバーをはじめ、
NIRA の諸活動を紹介するホームページをご利用ください。

総合研究開発機構 (NIRA)

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3 恵比寿ガーデンプレイスタワー 34 階
Tel. 03-5448-1735 Fax. 03-5448-1744 E-mail. info@nira.or.jp

NIRA 政策レビュー 【No.60】

2013年4月10日発行

©公益財団法人総合研究開発機構

編集発行人：伊藤元重 NIRA 理事長

※ 本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。

E-mail：info@nira.or.jp