

日銀、5年債をターゲットに

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



古典派経済学は、物価はいずれ調整するので市場の調整に委ねるべきと考える。一方、ケインズは目の前の問題に対して大胆な政策が必要だと指摘した。金融緩和を続ける日銀は、古典派の長期的思考になっているように見える。足元の問題に、日銀は長期金利の誘導対象変更など踏み込んだ対応が必要だ。

学生の時に経済学の古典で学んだことが、今になって重要な意味をもっていることに気付くことがある。現在の日銀の金融政策のように、過去にあまり経験のない政策を実施している場合には、時にこうした古典のメッセージが貴重である。

英経済学者ジョン・メイナード・ケインズの著作を読むと、時間の長さを強く意識していることがよくわかる。マクロ経済学を見る時に、短期・中期・長期という期間の長さが大切であると我々世代は学んだ。

ケインズは伝統的な古典派経済学に挑戦した異端の学者であった。古典派経済学では、賃金や物価がいずれ調整するので、失業問題なども市場の調整機能に委ねるべきで、政府による過度な介入は好ましくないという考え方が主流であった。

ケインズはそうした市場調整が期待できる古典派の状況を、ピーターパンのネバーランドに例えて批判した。古典派の世界はネバーランドのようにどこか遠くにある夢のような存在である。それに期待するのはなく、価格や賃金が硬直的な世界では、目の前の失業問題を解決するために、大胆な財政政策などが必要だと指摘したのだ。

ケインズの経済政策に関する思考は常に現実の動きを直視したものであり、時間の流れを意識したものとなっている。短期・中期・長期という視点も同様である。

時間の重要性でいえば、ケインズは次のようなことも書いている。「理論的に正しいと思われる分析で投資をしても、時間の制約がそれを許さないかもしれない」。仮に理論値よりも株価が異常に高かったとしてみよう。理論が正しければいずれ株価は下がる。そこで、株を空売りすれば利益が上がるだろうか。もし理論を反映して株価がすぐに下がれば大もうけできる。しかし株価が下がるのにずっと時間がかかれば、その間に空売りの資金が手当てできず投資家は大きな損失を被る。投資にとっても時間の長さが重要なのだ。

さて、この教訓を基に日本の金融政策を考えてみよう。デフレ脱却のためには貨幣量を大幅に増やす必要があるという考え方が今の大規模な量的緩和策の背景にある。多分、この考え方は基本的には正しいだろう。ただこれを貨幣数量説とあえて呼ぶなら、それは古典派の長期理論に見える。

貨幣数量が増えれば、市場の調整でいずれ物価も上昇するだろう。問題はそれが短期の動きを説明するものにならないことだ。貨幣量を増やして1、2年で物価が上がるならそれで良い。しかし5年以上たっても物価が少ししか上がらないなら、それはネバーランドではないかということだ。

現実的に考えても、いくら貨幣量を増やしたからといって、数年の間に賃金が大幅に上昇するとも考えられない。賃金上昇のスピードが鈍ければ、物価もすぐには上がらない。これがここ数年で日本が経験してきたことだ。大胆な緩和を続けることでいずれは物価が上がってくると構えているのもよいが、その間に過剰な緩和による弊害の方が大きくなって困るのだ。長期の物価上昇へ期待をつないで待つのか、それとも足元で起きている短期的な問題への対応を考えるのか。これこそ、いまの日銀が突きつけられた大きな問題なのである。

黒田東彦日銀総裁が就任後に仕掛けた2度のバズーカは、短期的な対応という視点を強く持っていた。それ以前の日銀は物価がなかなか上がらない中で、粘り強くゼロ金利政策をとっていればいずれ状況は好転すると考えていたようだ。いずれは市場の調整が進むと信じる古典派の考え方に通じるところがある。

黒田総裁のバズーカが効いたのは、市場にまん延していたデフレ予想を破壊するような行為に出たからだ。要するに短期勝負に出たのだ。ケインズ政策とは違うが、足元の経済的な課題に大胆に対応するという意味では似た面がある。だからこそ、当初はこの政策は非常に有効だったのだ。

ただ、それから5年以上がたって、量的緩和政策はいつの間にか、かつてのバズーカのようなケインズ的とも言える短期勝負から、古典派の世界の貨幣数量説に変化してしまっただけに見える。

量的緩和を続けることは必要かもしれないし、いずれはそれで物価や賃金がさらに上昇していくかもしれないが、そのような長期的な思考だけで経済が回るわけではない。イールドカーブがフラットになりすぎることで金融システムや資産市場に過度なゆがみが生じたり、過剰な国債や株式の購入が市場を壊したりしているなら、そうした緩和政策によって生じる足元の問題についても真剣に考える必要がある。

日銀は7月、10年物国債利回りの誘導目標ゼロ%程度に対して、変動幅をプラスマイナス0.1%から同0.2%に広げる方針を示した。イールドカーブのフラット化を防ぐための措置であるが、緩和政策を続けるための措置でもある。しかし現在の金融政策が大きな転機にあることは誰の目にも明らかだ。緩和を続けるにしても、日銀はより踏み込んだ対応が必要である。例えば長期金利の誘導対象を10年金利ではなく5年に切り替えることも一案であろう。

確かに長期的な方向性と市場の調整力を見極めるべきだという古典派の考え方も重要である。ただ、ケインズが強調するように、経済に大きな問題があるときには、時間軸を意識した対応も必要となる。

*この記事・写真は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断転載、複製を禁じます。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経卒。東大大学院経済学研究所修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究所教授も兼務。同4月から学習院大学国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務める。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身、65歳。