

構造改革と景気対策

イェール大学 浜田宏一

現在、構造改革が先か、マクロ政策による景気回復が先かという議論がよく聞かれる。しかし、この両者は同時に追求してこそ意味があるもので、一方だけの追求はなかなか困難である。なぜならば構造改革、特に不良債権処理を行なおうとすると、デフレ下では難しい。財やサービス等フローの次元で非常にゆるやかなデフレであっても、それを価値にした資産の次元では激しいデフレ率となりうる。そして資産デフレは担保価値を減じて、不良債権は累積する。

逆に不良債権の存在は、銀行を通ずる金融政策のチャンネルをより弱いものにする。そういう意味で一方が存在する限り、他方の処理が困難になる、という関係にたっているからである。

次の問題は、もし不良債権処理が終われば景気はそのまま回復するかという問題である。不良債権処理が終わった時、不必要に使われていた資源は放出される。そのように放出される資源、労働とかその他の資源が価格メカニズムによってうまくより生産的な分野に用いられるようになれば確かに不良債権の処理は景気回復に役立つであろう。将来の不安が無くなるという期待を通じた好影響もあろう。しかし、現在もうかっていない企業が、他企業が倒産したからそれだけもうかるようになるとは限らない。もうかるプロジェクトが充分にないから、銀行もこれまた貸出によって利益を上げるわけにはいかない。こういう意味で銀行の収益率の低さ、そして日本企業全体の低い収益率は今後も続くであろう。したがって不良債権問題が解決し、構造改革が行なわれたから直ちに景気が回復するという性格のものではないことがわかる。

さて現状を改善するには二つの方法がある。ひとつは税制のインセンティブ効果を用いて価格機能を通じて景気を浮揚しようとするアプローチであるが、本日は金融学会であるのでその点については述べないことにしよう。

金融政策について考えることにしよう。金融政策は長期、中期債の買い上げ、外貨市場を通じた円安の誘導、そしてインフレターゲットなどの政策手段によってデフレ解消をはかることができる。インフレターゲットは、本来ならば自由であるべき中央銀行の政策目的を固定することになるので望ましくないかもしれないが、現在のような一種の異常事態では流動性のわなからの脱却のため必要な政策であるといえよう。金融政策のチャンネルを阻害しているのは銀行や通常の経済主体が通貨幣にしがみつくと、というおぼろげな保蔵現象であるからである。これを解消するためには買いオペのオーソドックスな手法では不十分で、外貨市場に働きかけたり、インフレ目標で、デフレ期待を払拭することが必要となる。そして、財政政策と金融政策の中間領域のようなところにもっとも有効な政策が見出せるのかもしれない。