

〈中央銀行パネル〉

## アグレッシブな金融政策の副作用

BNP パリバ証券 河野龍太郎

2000年代初頭、バランスシート問題を解決すれば日本経済は正常化に向かい、長期停滞から脱却できると多くの人が考えていた。実際、2002年頃に大手金融機関に対する厳格な会計制度が適用され、バランスシート問題は解決に向かい、ほぼ同時期に輸出主導の景気回復が始まった。しかし、その後も内需とりわけ個人消費は停滞し、2000年代はもう一つの「失われた10年」が訪れた。バランスシート問題が解決に向かう一方で、新たな別の問題である「経済の老化」が進行していたのである。1997年から始まった生産年齢人口の減少は2000年代に入って加速し、2006年以降は減少率が1%程度に達するとともに、ついに総人口の減少も始まった。生産年齢人口の減少は、総供給を抑制するだけでなく、総所得の抑制を通じ、総需要、ひいては需給ギャップに大きな悪影響を及ぼしている可能性がある。第一の論点は、仮に、成長率低下の主因が人口減少であるのなら、裁量的なマクロ安定化政策を発動しても効果はないのではないか、という点である。労働力が減少すれば、資本ストックの水準が一定でも、一人当たり資本ストックは増加する。適正な水準を上回れば、収益性の低い過剰ストックが発生する。昨年10月に日銀は包括的な金融緩和策に踏み切ったが、金融政策で設備投資を刺激しようとすることは、過剰ストックを生み潜在成長率を低下させる恐れはないだろうか。

第二の論点は、金融政策のグローバルな波及とその副作用についてである。現在、国際商品市況が再び高騰している。中東の政治混乱や世界的異常気象の影響もあるが、米国のLSAP（いわゆるQE2）を始め、先進国が積極的な金融緩和を続けていることが根底にある。先進国からの資金流入で新興国の通貨に上昇圧力が生じているが、新興国ではそれを吸収するためドル買い介入を続け、金融環境は緩和的である。仮にこのまま商品市況の高騰が続けば、何が生じるか。商品市況高騰が、交易条件の悪化を通じ先進国の脆弱な景気回復を中断させ、インフレではなく再びデフレが訪れるのだろうか。あるいは、70年代前半のように低成長下でインフレ加速が続くスタグフレーションに陥ることはないか。当時の世界的なインフレ加速の根底には、71年のブレトンウッズ体制終焉があった。ドル下落で原油や穀物などドルを建値に取引する商品の価格が世界的に上昇した。また、日本などが割安な円レートに固執し、ドル安を避けるために為替介入や緩和的な金融環境を続けたことも影響した。米国のLSAPは、基軸通貨であるドルの価値安定に対し米国が責任を持たなくなったという点で、ブレトンウッズ体制終焉と共通点がある。また、世界第二位の経済となった中国が割安な人民元に固執し、為替介入や緩和的な金融環境を続けている点で当時の状況と類似性がある。