

〈中央銀行パネル：デフレ脱却と中央銀行〉

デフレ脱却とマネタイゼーション

BNP パリバ証券 河野龍太郎

日銀が2%のインフレ目標を導入した。ゼロ金利制約に直面し、長期金利も相当に低下しているため、積極的な金融緩和を続けても、総需要を刺激しデフレから脱却することは難しい。リスクプレミアムに働きかける政策やフォワードガイダンスを強化する方法などが考えられるが、大きな効果は望めそうにない。しかし、そのことはデフレからの脱却が不可能ということではない。是非はともかく、以下、三つの方法が考えられる。

一つ目は、マネタイゼーションによってデフレから脱却する方法。中銀ファイナンスによって追加財政を続ければ、名目成長率を引上げ需給ギャップの改善によって、インフレ率を高めることが可能である。追加財政の本質は、国債発行によって「将来の所得を前借り」し、現在の総需要を一時的に嵩上げすることに過ぎないため、効果が剥落すれば、元の低成長に戻る。詰まる所は財政破綻確率の上昇である。政策の主体は財政政策を担う政府だが、追加財政で名目成長率が上昇すると、長期金利も上昇を始めるため、それを回避すべく日銀が国債購入を進めることで、事実上の財政ファイナンスが行われる。

二つ目は、為替介入を行い円安誘導を図る方法。円安で輸出を刺激し、需給ギャップを改善させると共に、輸入物価の上昇でインフレを高める。理屈上はかなり確実な方法だが、問題点もある。まず、「近隣窮乏化政策」という海外の批判にどこまで耐えられるか。また、輸出セクターは大きなメリットを受けるが、2000年代のように輸出主導の回復が訪れても雇用者報酬が増えなければ、家計部門の実質購買力は輸入価格上昇によって損なわれる。

三つ目は、政府がトレンド成長率を高めるべく、成長戦略を追求する方法。トレンド成長率の引上げに成功すれば、自然利子率も上昇するため、伝統的な金融政策の有効性も復活する。最も望ましい政策だが、地道な努力と長い時間を要する。

代議制民主主義の下では、人々は直ちに政策の結果を求めようとするが、トレンド成長率の向上に即効薬は存在しない。待つことを我慢できない我々は、結局、「将来の所得の前借り」である財政政策や「将来の需要の前倒し」である金融政策、「海外の需要を惹き付ける（奪う）」通貨安政策といった近視眼的な政策に頼ってしまう。政治経済学的な視点から考えれば、マネタイゼーション戦略が採用される蓋然性が高く、成長戦略の蓋然性は低いのではないかと懸念される。歴史的にみるとマネタイゼーションの初期局面では、資産価格の上昇などバブルの様相が観測される。既にそうした動きが始まっているのではないかと。