

## 金融政策偏重の時代に決別を

門間一夫

金融政策偏重の政策思想が定着したのは 1990 年代。①政治でゆがめられる財政政策は使いにくい、②理論的には金融政策と合理的期待との相性が良い、③実践的にもインフレーション・ターゲティングがうまく行き始めていた、などが背景。90 年代末からデフレに陥った日本経済に対しても、金融政策の積極活用が主に海外から提唱された。

その後リーマンショックもあり、金利のゼロ制約のもとで金融政策の有効性をどう保つかが論点に。基本的な考え方は、①短期金利は限界まで下げる（マイナス金利政策）、②インフレ期待を上げる（強いコミットメント）、③長期金利を下げる（国債買い入れ、フォワードガイダンス）の三つ。この間、④量的緩和については、流動性対策としての有効性に加えて、昔からのマネタリズムと上記②③との同床異夢的融合が「デフレにも有効」という言説を生む。これら①～④に⑤リスク資産の買い入れまで加え、できることをすべて行った日銀の政策が 2013 年からの異次元緩和（QQE）。

異次元緩和への評価は分かれるが、2%物価目標を実現する効果がなかったことは明らか。異次元緩和開始から 11 年後の今年、日銀はようやく「2%物価目標の実現が見通せる状況に至った」と宣言したが、これは世界的インフレ圧力（コロナ禍、地政学）と労働力不足（人口動態）によるものであり、異次元緩和とは無関係に実現。他方、①財政規律を緩めた、②ゾンビ企業を温存し生産性を低下させた、という批判は言い過ぎ。実態的には微益微害で、「やってみた」ことだけに意義があった、というのが私の評価。

それでも気になるのは、民間の純資産・政府の純債務が大きい資金循環構造を持つ国で、低金利とくにそれを長期に続ける政策が逆効果だった可能性はないのか、という点。これは逆も真なりで、今後利上げがインフレ抑制に効くかというのは論点。

2%物価目標は維持することが現実的だが、柔軟な運用が望ましい。例えば、1%台のインフレが定着した時、2%をまだ下回っているという理由でゼロ近辺の金利を続けると、実質金利がマイナスで家計にインフレ税がかかる。そもそも、2%物価目標の根拠である「のりしろ」確保も、不況時に財政が出られるなら、こだわる必要はない。

いずれにせよ、「金融政策で物価安定も経済成長も実現できる」なら好都合だったが、世の中がそう好都合ではなかったことを異次元緩和が証明。「政治でゆがめられる財政」をいかにうまく活用するか、という不都合な問いに立ち戻らなければならない。ショック時などにおける流動性の供給については、中央銀行が果たせる役割は大きい（コロナ禍への日銀の対応は良かった）。しかし、①経済・物価の安定化、②分配の適正化、③中長期的な成長の促進、はいずれも財政の活用が不可欠。持続性を保ちながら財政機能を効果的に活用するにはどうすればよいか、この難題に正面から向き合うべき時が来た。