



## もし、その時には？

世の中は、持続不可能とされる政策からの出口戦略についての議論に明け暮れているようです。ここで持続不可能とされるのは、(1) FF 金利が事実上ゼロという状況で、銀行システムに 8,000 億ドルの超過準備が滞留するなど、FRB のバランスシートが肥大化していること、(2) 財政赤字が平時としては未曾有の規模に膨らみ、今後も高水準で推移し、10 年以内に対 GDP (国内総生産) 比で 100% に近づくと見られることです。

マネタリストの流れをくむ一部のエコノミストは、この政策の組み合わせは、大規模なインフレを惹起する典型的な手法であると考えます (「いずれ」そうなるという点が、常に強調されています)。一方、オーストリア学派の流れをくむエコノミストは、これらの政策が外国人投資家のドル離れ、米国債離れを招き、それによって実質金利が上昇し、かつてはバブルの下での不良投資によって支えられていたリスク資産価格の再上昇を阻む点で、デフレ要因になると考えます。そして、両方の陣営に軸足を置いている人たちがいるのも確かです。

このため、何が常識やコンセンサスであるかを確認するのは容易ではありません。実は、私と同じケインズ派の多くが何をすべきか悩んでいて、これ以上の短期的な財政刺激策に反対するか、少なくとも長期的な財政引き締め策を同時に導入しない限り財政刺激を行うべきでないと考えているようです。私も最

近、こうした旨の発言をしました。ただし、引き締めではなく、長期的な財政責任という言い方でリスクを回避しました (責任の判断は人それぞれですが、引き締めはより断定的です)。

いずれにせよ、財政と金融のポリシー・ミックスをどう調整すべきかについて、本格的なコンセンサスは存在しないようにみえます。失業者と不完全就業者がきわめて多いという現実が目の前にあり、雇用の減少、労働時間の短縮、賃金の伸び率の低下を通して、それが名目個人所得の下方圧力となっているのが現状なのですが。この現状では、総需要が自律的に回復するとは到底いえません。したがって、暫定的な結論として、米国は日本の失われた 10 年と同様の状況にならざるをえない——改革派カルヴァンの見方をすれば、レバレッジと不良投資を際限なく増やすことで高成長を謳歌した罪の後始末をしなくてはならない、というのが職業エコノミストのコンセンサスではないかと思います。

しかしながら、酔いが醒めるようなこの見方が新たなコンセンサスだとすれば、私は己の職業を恥じなければなりません。方法は他にあります。皮肉という他ないのですが、その方法は目新しいものではなく、どちらかといえば古いものです。他でもないポール・クルーグマンとベン・バーナンキの両氏が、それぞれ 1998 年と 2003 年に日本のとるべき政策について述べたものがそれです。わたしはこ

の二人の知性を大いに尊敬しており、私のようにつまらない説教師が説教壇に立たなければならぬとしても、当時の教えをもう一度繰り返す価値があると考えます。

## 1998年5月のクルーグマン

IS-LM 曲線（投資貯蓄・流動性選好マネーサプライ均衡）の枠組みという高馬力な手段を駆使した、かなり理屈っぽい論文<sup>1</sup>で、クルーグマン教授は日本が自力でデフレの泥沼から脱却するには何をすべきか、強力な主張を展開しました。ここでは理屈の部分は割愛して、常識的とも言える結論をご紹介します。

中央銀行の政策金利がゼロ近辺に貼り付き、流動性の罠に陥った状態でデフレが進行中であれば、中央銀行が紙幣を増刷し、大規模な財政刺激策を行っても十分ではない、とクルーグマン教授は主張しました。必要な政策行動でないから、というわけではありません。それは必要です。それだけでは十分ではないから、というのがその理由です。教授は力説しました。中央銀行が将来、増発した紙幣を回収する——今、流行の言葉で言えば、紙幣増刷からの出口戦略を遂行すると国民が思っていれば、デフレ予想が深く根付いているため、増刷された紙幣は使われるのではなく、退蔵されるからです。

国民に紙幣を使ってもらうには、中央銀行は増刷した紙幣は吸収しないことを明言し、デフレ期待をインフレ期待に転換する必要があるとクルーグマン教授は主張しました。有名な結論部分で、日本銀行への助言として、次のように述べています（強調は私ではなく、クルーグマン教授）。

「経済が必要としているマイナスの実質金利を生み出すために中央銀行はインフレ

の発生を容認する、という主張に説得力を持たせ、金融政策を有効にするには、中央銀行は無責任な行動をとる、と信頼できる形でコミットしなければならない」

1999年に発表した同様に理屈っぽい続編ともいえる論文<sup>2</sup>で、クルーグマン教授は主張をさらに洗練させ、日本で蔓延するマイナスのインフレ率をかなり上回る、確かなインフレ・ターゲットを掲げれば、命題の核心は実現できると強調しています。つまり教授は、日銀が無責任な行動をとるべきだと主張しているのではなく、正統的な考え方、常識に対して無責任な行動をとるべきだと言っているのです。正統的な考え方は、流動性の罠を背景とした紙幣増刷からの出口戦略の必要性を強調する点で、無責任であると教授は考えます。

流動性の罠から抜け出すには、少なくともインフレ率——インフレ期待だけではなくインフレ率そのものが十分に高くなるまでは、出口戦略は取らないと中央銀行が明言することで、大胆に期待を変える必要があるとクルーグマン教授は主張します。そうして初めて、インフレ率を高めるというコミットメントが信頼されるものになり、中央銀行がリフレ政策を主張するだけではなく、実際にリフレ政策を実行し、デフレという泥水をリフレというワインに変えるとみられるようになるのです。

当然ながら、当時の日銀はクルーグマン教授の意見に耳を傾けませんでした。正統的な政策は、あくまで正統的でした。しかし2001年3月になると、日銀はクルーグマン醸造所のビールをほんの少し提供し、巨額の超過準備を創造すると明確な目標を掲げ、量的緩和に踏み切るとともに、ゼロ金利政策に戻り、CPI（消費者物価指数）のコア指数が前年同

月比で「安定的」にゼロを上回るまで、この政策を維持するとコミットしました。ただし、提供したピールは、いかにも少量でした。

しかし、日銀は成果を挙げています。慎重にリフレ政策を続け、5年間わたり量的緩和を継続し、2005年11月にCPIの前年同月比がプラスに転じた後、2006年3月になって量的緩和を解除したのです。少量のピールでも、ないよりはマシです。

### 2003年5月のバーナンキ

前年に大学教授からFRB理事に転じたバーナンキ氏は、2002年11月に「米国で「それ」を起こさせないために<sup>3)</sup>」と題した有名な講演で、FRBのデフレ対策の詳細を述べました。これこそ、バーナンキ議長が現在、打ち出しているデフレ対策の政策ロードマップとして、市場が参考になっているものです（実際、このロードマップはよくできています）。しかしながら、「日本の金融政策に関する若干の考察<sup>4)</sup>」と題された2003年5月の講演も、同じくらい重要だと私は考えます。というのは、現在のデフレ対策が不十分だと判明した場合のFRBの次なる政策のロードマップが示されているからです。

この講演は、98年5月のクルーグマン教授の論文ほど理屈っぽくはありませんが、きわめて分析的で、おそらくそのために、エコノミストやメディアが十分な関心を払っていないのだと思います。しかしながら、バーナンキ理事（当時）の講演の結論は、オッカムのカミソリのように切れ味鋭いもので、奇妙なほどクルーグマン教授の結論と一致しています。むしろ、それ以上に強力だと言えます。

もちろん、バーナンキ氏は、クルーグマン教授の巧みな表現にならって「無責任な行動をとると信頼できる形でコミットせよ」と日銀に提唱したわけではありません。先ほども述べたように、クルーグマン教授も実際には、無責任になれと言っていたわけではありません。日銀に責任ある行動を取って欲しかったのであり、それが正統的な考えの枠組みでは無責任だとされることだったので。二人とも、固定観念にとらわれない発想法を心得ていました。

当時、バーナンキ氏は、FRBが明確なインフレ・ターゲットを採用するよう、強く主張していました。しかし日本については、日銀にインフレ・ターゲットではなく、物価水準ターゲットを採用せよと主張して、ハードルを引き上げました。

この2つに大きな違いが存在します。インフレ・ターゲットは、過去のデフレ（あるいはインフレ・ターゲットを下回ったこと）の罪を「許容します」が、物価水準ターゲットでは、この罪を許さず、中央銀行に罪の償いを求めます。すなわち、この罪がなければ達成されていたであろう水準にまで物価水準を回復することを目標に掲げて、それに必要なインフレ率を明示的に追求するよう求めます。具体的には、日銀は以下のことをすべきだと主張しました（強調は私ではなく、バーナンキ氏）。

「……生鮮食品を除くCPIコア指数などの標準的な物価指標で見た物価水準を、過去5年間でデフレではなく年率1%程度の緩やかなインフレであれば到達したであろう水準に回復する意図を明確にする（1%を選んだのは、前述した計測バイアスの問題を考慮するとともに、平均イン

フレ率をゼロよりやや上回る水準とすれば、将来の慢性的なデフレのリスクが軽減されるからである)。設定される物価水準ターゲットは変動目標であり、2003年時点での水準は、98年の実際の物価水準の約5%増しであり、その後、年率で1%ずつ上昇していく点には、注意が必要である。デフレでは物価が下落するのに対し、ターゲットとする物価水準は上昇していくので、ある年にデフレが終結できなければ、いわゆる物価水準ギャップが拡大することになる。物価水準ギャップとは、実際の物価水準と、デフレが回避され物価安定目標が達成されていれば実現したであろう物価水準との差である。

物価水準ギャップの解消は、概ね2つの段階をたどる。第一段階では、物価水準ギャップが解消され、過去のデフレの影響が払拭されて、インフレ率が長期的に望ましいインフレ率を上回る。これを政策のリフレ局面と呼ぶ。物価水準が目標を達成するか目標の近くになれば、第二段階として政策目標は、通常のインフレ・ターゲットになるか、望ましい平均インフレ率に沿って時とともに上昇していく物価水準ターゲットになる」

これは、実に強力な議論です。バーナンキ氏は、少なくとも現職の政策立案者として、新たな地平を切り開いていることを自覚していました。実際は、エガトソンとウッドフォード<sup>5</sup>の有力な学説を引いて、その時点でのインフレ率（日本の場合はデフレ率）水準を上回る単なるインフレ率を目標とするインフレ・ターゲットよりも、物価水準ターゲットの方が、インフレ期待に対する影響が大きい根拠を示しました。なぜ、そうなるのでしょうか。デフレが始まった時期、あるいはインフレ率

がターゲットを下回るようになった時期を基準に物価水準ターゲットを決めれば、中央銀行がリフレにコミットすることを意味するからです。つまり、当面の短期から中期のインフレ率を、長期的に「望ましい」水準よりも高くすることを明示的に目標とするからです。

バーナンキ氏は、こうした政策が長期的なインフレ期待の罫綱を解き、長期金利の悪い上昇を招く可能性があることを認識していました。しかしながら、氏の見方では、これは取るに値するリスクでした。その一因として、高いコミュニケーション能力を有する中央銀行のメンバーであれば、(1) 下落した物価水準をデフレという罪がなければ達成されたであろう水準に修正するための一度限りのリフレと、(2) 中央銀行の長期的なインフレ目標、の2つを明確に区別することができる、彼が感じていたことが挙げられます。ただし、これが危うい政策であることも認識していました。

しかしながら、バーナンキ氏の主張は、中央銀行のコミュニケーション能力だけに依拠しているわけではありませんでした。短期から中期のインフレ期待にプラスのショックを与えることは、実質金利（ご存知のように名目金利からインフレ期待を差し引いたものです）を引き下げる効果をもつと思いながらも、この効果は確実ではなく、また、たとえ確実だったとしても、民間セクターの総需要を刺激するには力不足で、日本の需給ギャップを解消するには不十分だと見ていました。このためバーナンキ氏は、金融当局が財政当局に従う形で、両者が明示的に協力することを提唱したのでした。この過激さはクルーグマン教授どころではありません。

このテーマ<sup>6</sup>に関するバーナンキ氏の講演の該当部分は若干長めですが、きわめて力強いものであり、傾聴に値すると思いますので、全文を引用しましょう。

「ここで私が申し上げたいのは、日本の金融当局と財政当局が連携することによって、それぞれが直面している問題の解決を後押しできるということです。たとえば個人減税、企業減税を日銀の国債購入額の増額と明示的に組み合わせて、減税が事実上、日銀の信用創造によってファイナンスされるようにする方法があります。さらに日銀が物価水準目標をアナウンスすることによって、景気の浮揚にコミットするとすれば、マネー・ストックの増分の大部分ないし全部が恒久的だと見なされます。

この計画の下では、日銀のバランスシートは「債券転換プログラム」によって守られ、また、国債の増分が民間セクターに売却されるのではなく日銀が購入することから、債務残高への政府の懸念は緩和されます。さらに、消費者や企業は、減税分の大半を貯蓄に回そうとするのではなく、消費するはずで、手元には追加の現金があり、日銀が減税分の国債を購入したため、現在及び将来の債務返済は発生せず、将来の増税にはつながらないのですから。

金融政策と財政政策が事実上一体になって、家計部門の名目所得を増やすことになり、それが名目支出を増やし、ひいては物価を押し上げることになります。金融政策の拡張的な効果を波及するこの手段では、民間銀行部門の健全性は無関係であり、金融による波及経路が「壊れている」と懸念する日銀関係者の声に答えて

います。このアプローチは、日銀に物価水準やインフレ・ターゲットを達成する「手段がない」とする日銀関係者の主張にも応えるものです。

日本の財政赤字が深刻な現状で、減税を勧めるのは無責任でしょうか。実はまったく逆で、財政的な観点からすれば、対GDP比の債務比率が下がるという意味で、この政策は財政をほぼ確実に安定化することになります。日銀が国債を購入することで、民間が保有する国債の名目額は変わらず、名目支出が増えることにより名目GDPは増加します。名目GDPが健全な伸びを示し、それに合わせて税収が増えること以外に、日本の財政の苦痛を軽減する方策はないのです。

金融・財政の連携の役割は、日銀による減税支援にとどまりません。日銀が国債を購入すれば、たとえば、産業の再編を促すなどの政府支出を支援することもできます。日銀による国債の購入は、新規の支出による債務返済の負担と、将来の利払いに関する家計の懸念を軽減し、消費抑制によるマイナス効果を減殺するとみられます。もっと一般化して言えば、日銀による国債の購入により、利払いを伴う債務を現金に変えることで、現在の財政赤字と利払い負担を軽減し、国民が予想する将来の税負担をも軽減することになるのです。

もちろん、何事もタダで手に入るわけではありません。財政の観点から見れば、政府債務のマネタイゼーションの増加は、他の形態の税をインフレ税に代替することに他なりません。しかしながら、慢性的なデフレ下にある日本では、インフレ率を若干プラスにすること（それに関連し

て、名目支出が増加すること）は、景気回復を促進し、遊休資産を稼働させるという目標の達成を後押し、税金を押し上げ、政府の財政状態の改善につながるのです」

なんと、強力な主張なのでしょう！

## 米国の現状を見れば

米国では、変動の激しい食品とエネルギーを除いたコアCPIが、FRBが「ターゲット」としている2%を若干下回っているものの、財とサービス価格のデフレに苦しんでいるわけではありません。したがって、クルーグマン教授とバーナンキ氏が日本に向けて推奨した極端な政策は、全面的に米国にあてはまるわけではありません。しかしながら、世間で政治的に正しい、主流な意見として議論される政策よりもはるかに妥当なものです。

資産価格デフレによる民間セクターのディレバレッジ（債務圧縮）を背景に、米国は流動性の罠に陥っています。つまり、FF金利がゼロに貼り付いているにもかかわらず、民間セクターの信用需要は横ばい、ないしマイナスです。米国で借入れを増やしているのは、財務省をおいてありません。

そして、ディレバレッジのプロセスが解消するまで、財務省の信用需要が膨らむのは何ら問題ではないとの見方で、コンセンサスは一致しています。景気後退の泥沼のなかで、ケインズ信仰は、経済学の他の流派を圧倒しています。しかしながら、最初に述べたように、すべての信者が同じように熱心なわけではなく、長期金利の悪い上昇を防ぐため、少なくとも長期的な財政節度が担保されない限りは、多くの信者がケインズ的な刺激策に反対です。

では、もし、民間セクターの名目総需要の伸びが日本のようにいつまでも伸び悩むとすれば、その時、米国政府は何をすべきでしょうか。「もし」という点を強調しておきます。ここでは予想をしているわけではありません。答えを申し上げます。クルーグマン氏の日本に対する助言を一杯、バーナンキ氏の日本への助言を二杯飲み、正統的な考えに対して無責任になるという、責任ある行動をとるのです。

そうです。フリー・ランチはないとバーナンキ氏は言いました。しかし、私もアメリカ国民も、何も食べないわけにはいきません。ケインズが言うように、長期的にみれば誰もが死ぬ運命にあります。正統派に強いられる拒食症で若くして死ぬ理由はどこにもないのです。

ポール・マカリー  
マネージング・ディレクター  
2009年7月9日  
mcculley@pimco.com

- 
- <sup>1</sup> 「日本の震」 <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>
- <sup>2</sup> 「流動性の震を考える」 <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshr.html>
- <sup>3</sup> <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>
- <sup>4</sup> <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/default.htm>
- <sup>5</sup> Gauti Eggertsson, and Michael Woodford (2003). "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy."
- <sup>6</sup> ここでバーナンキ氏は、日本の金融政策を容赦なく批判した1999年12月の自身の論文「日本の金融政策——みずから招いた麻痺」 (<http://www.princeton.edu/svensson/und/522/Readings/Bernanke.pdf>.) を引用しています。まだ読まれていない金融政策通の方には、一読することを強くお勧めします。
- <sup>7</sup> 講演の他の部分でバーナンキ氏は、中央銀行の国債購入に伴う金利リスクで発生しうる損失を財政当局が負うようになるという、金利スワップを用いた枠組みを示しています。間違ったとらえ方をされて政治的な問題へ発展することを避けるためですが、経済的には、金融当局と財政当局のバランスシートを連結してみれば、こうした損失は問題になりません。国債価格が下落すれば、中央銀行は時価評価により損失を被りますが、財政当局は時価評価によって同額の利益を計上するからです。

P I M C O

ピムコジャパンリミテッド  
〒105-0001  
東京都港区虎ノ門4-1-28  
虎ノ門タワーズオフィス18階

金融商品取引業者  
関東財務局長（金商）第382号  
加入協会：  
（社）日本証券投資顧問業協会  
（社）投資信託協会

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。

**過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。**本資料には、本資料作成時点での著者の見解が含まれていますが、これは必ずしもPIMCOグループの見解ではありません。著者の見解は、予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料には具体的な金額・計算方法は記載しておりませんのでご了承ください。

本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2009年

（注）PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味し、その関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。