

長期停滞論とネオ・フィッシャー政策

今井, 亮一
九州大学留学生センター : 准教授

<https://doi.org/10.15017/4783543>

出版情報 : 九州大学留学生センター紀要. 27, pp.61-74, 2019-03. 九州大学留学生センター
バージョン :
権利関係 :



長期停滞論とネオ・フィッシャー政策

Secular Stagnation and the Neo-Fisher Policy

今 井 亮 一*

〈要旨〉

リーマン危機（2008年）以後の「大不況」（The Great Recession）から世界経済は立ち直ったが、大不況以前に比べて経済成長率の低下は疑うべくもない。いわゆる「長期停滞論」には需要サイドと供給サイド、それぞれに原因を求める立場がある。景気回復後も継続する低インフレやデフレから脱出する方法として近年注目されているのが「ネオ・フィッシャー政策」である。これは、「インフレ率が目標水準に到達してないからこそむしろ利上げによってインフレ率を上げることができる」という新奇で大胆な理論であるが、最近の米国FRBの果敢な利上げ政策に影響を与えていると考えられる。しかし、現在のように金融資産が膨張した経済では、株式市場、債券市場ともに金利上昇に対し脆弱となっており、ネオ・フィッシャー政策の持続性は疑わしい。

1. はじめに

長期停滞論は、リーマン危機の直後から米国ハーヴァード大学経済学部サマーズ教授やブラウン大学教授エガートン准教授らによって唱えられた経済理論である¹。彼らは、リーマン危機直後の米国の財政金融政策の総動員にもかかわらず回復の速度が遅いことを、もっぱら需要不足の観点から説明している。これに対しノースウェスタン大学のゴードン教授は、同じ長期停滞を供給サイドから説明しようと試みている。

日米で相次いで実施された非伝統的金融政策（量的緩和）にもかかわらず、インフレ率の上昇が遅いので、従来型金利政策とむしろ反対の政策を訴える新たな主張が現れた。従来型金利政

策は「テイラー・ルール」（The Taylor Rule）と呼ばれ、実際のインフレ率が目標インフレ率を上回る場合には、名目金利をインフレ率以上に引き上げてインフレ抑制をはかり、反対に実際のインフレ率が目標インフレ率を下回る場合には、名目金利をインフレ率以下に下げてインフレ促進をはかる政策である。テイラー・ルールは金利をインフレ率の動き以上に大きく動かす aggressive な政策である。しかし、21世紀に入るあたりから、有力研究者から、テイラー・ルールはその意図に反してかえって低インフレやデフレの罠に経済を沈めるのではないかと、いう指摘がなされるようになった。この新見解を主導したのが、米コロンビア大学シュミット＝グローエ教授およびウリベ教授²ら（以下、SGU）の一連の共同研究である。

*九州大学留学生センター。電子メールは、imai.ryoichi.303@m.kyushu-u.ac.jp

1 サマーズ教授は、一連の「長期停滞論」記事を彼のホームページにまとめているので、参照されたし。<http://larry-summers.com/category/secular-stagnation/>

2 シュミット＝グローエ教授およびウリベ教授の研究については、シュミット＝グローエ教授のホームページを参照されたし。<http://www.columbia.edu/~ss3501/research/schmittgrohe.html>

SGUらの研究から新たに登場した革命的とも（また自明とも）言える金利政策が「ネオ・フィッシャー政策」(Neo-Fisherian Policy)である。これは、実際のインフレ率が目標金利を下回る時は、むしろ名目金利をインフレ率より高い水準に引き上げることで、経済が目標インフレ率に向かって収束する運動のスイッチを入れようという政策である。従来のテイラー・ルールとは逆さまのことをするので、初めて主張された時には非常に奇妙で過激な政策として受け取られた。しかし最近の米FRBが取る利上げ政策は、経済がまだ目標インフレ率2%に達する前、2015年の第4四半期に開始されており、ネオ・フィッシャー政策が具体化されたと解釈することもできよう。以来今日に至るまで米国のインフレ率は目標の2%に達していないが、特に大きな混乱は起こらずについ最近まで来たところ、2018年の秋ごろからにわかに株価が急落し、米トランプ大統領がFRBパウエル議長を批判するように、大きな副作用が出たと言われている。もちろん、米国株価の急落はFRBの利上げ政策だけによって引き起こされたわけではなく、トランプ政権の中国に対する強硬な貿易政策が世界経済を縮小される懸念が語られた。

筆者は、ネオ・フィッシャー政策が完遂されるのはきわめて難しいと考えている。パウエルFRBの政策が株価急落で頓挫させられたこと自体、その難しさを示唆している。ネオ・フィッシャー政策の実施が難しいのは、リーマン危機以前から進行していた金融資産の拡大が、世界経済を金利上昇に対して脆弱にしたと考えられるからである。例えば日本では、あとから詳述するように金融資産の物的資産に対する比率が、1994年の1.5倍から2016年の2.5倍に

膨張している。有利子負債は言うまでもなく、株価も金利上昇の影響を大きく受けるが、その程度がかつてないほどに高まっているのである。すなわち、金利を上げると直ちに株価が下落したり、債券市場で取引が成立しなくなったりするリスクが上がっているのである。

本稿の構成は次のようになる。次節では、長期停滞論の概要を説明し、これに対する解釈を検討する。第3節では、ネオ・フィッシャー政策について説明する。第4節では、ネオ・フィッシャー政策が上手く行かないとすればなぜか、その理由を検討する。結語は第5節で与えられる。

2. 「長期停滞論」

まず、長期停滞論の提唱者であるサマーズ教授の言葉を聴いてみよう³。サマーズ教授は、「完全雇用実質利子率」(Full Employment Real Interest rate, FERIR)という概念を提唱する。FERIRとは、完全雇用を実現する実質利子率のことであり、これが少子化や人口高齢化、借入制約の強化などによって資金需要が大きく後退して、マイナスの実質利子率でなければ労働市場が均衡しなくなったというのである。簡単化のため、これを名目利子率でなく実質利子率で書いたIS-LM曲線で表現すると、図1のようになる。周知のように、IS-LMモデルは借入市場と貨幣市場の同時均衡を与えるGDP（産出水準）の需要を与えるもので、IS曲線とLM曲線の交点で決まるGDPが労働市場に完全雇用をもたらすとは限らない。だからこそむしろ、財政金融政策を使ってGDP需要を増やすことによって完全雇用に近づけるという政策論が成り

3 サマーズ教授は「長期停滞論」の平易な解説記事を書いている。<https://voxeu.org/article/larry-summers-secular-stagnation>

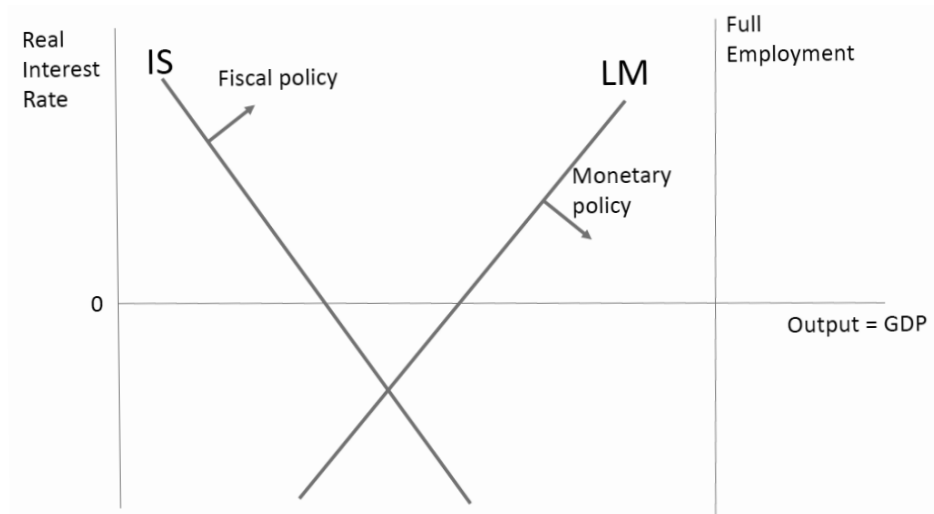


図1：長期停滞論—IS-LM モデルでの表示

立つのである。IS-LM モデルは通常、名目金利と GDP をそれぞれ縦軸、横軸として書くが、現在のように名目金利がゼロ水準で膠着している経済では、実質金利を縦軸として書くことができる。

サマーズは現状の均衡は完全雇用を達成する水準から程遠いとしており、完全雇用を達成するためにやるべき政策は二つあるという。一つは、図の LM 曲線を右にシフトさせる政策である。例えばインフレ目標でも量的緩和でも、とにかくインフレ期待を押し下げることができれば実質金利を下げることを通じて完全雇用に接近できる。もう一つは、公共投資を増やしたり減税したりすることによって、IS 曲線を右にシフトさせて実質金利をあげることで完全雇用水準に近づけることである。

サマーズの議論を、もっと精緻な最適化経済

主体を想定した動学モデルに仕立てたのが、Eggertsson and Mehrotra [2014] である。彼らのモデルについては、小林慶一郎教授による簡易な解説がある⁴。Summers や Eggertsson の長期停滞論は、もっぱら人口高齢化や人口減少、あるいは世界的な貯蓄過剰によって引き起こされる需要不足に原因を求めるものである。言い換えれば一種の不均衡分析である。昨今のように世界的に景気回復して失業率が下がり、不完全雇用よりもむしろ低成長が問題視されるようになると、いささか旗色が悪い議論である。これに対して、経済は均衡点に乗っているけれど、技術進歩の停滞により低成長になっていると見るノースウェスタン大学ゴードン教授の見解がある⁵。

ゴードン教授の議論は、著書 (Gordon [2015]) に詳細に展開されているが、ここでは彼の講演

4 「小林慶一郎のちょっと気になる経済論文」第13回「A Model of Secular Stagnation」。https://www.rieti.go.jp/users/kobayashi-keiichiro/serial/13.html

5 Robert Gordon, Conference Presentations, http://economics.weinberg.northwestern.edu/robert-gordon/confPresentations.php

スライド (Gordon [2017]) にしたがって、紹介しよう。

ゴードン教授によれば、19世紀前半の第一次産業革命は経済成長の原動力にはならなかった。これに対し、19世紀末から20世紀初頭にかけて起こった第二次産業革命こそ、今日の経済的繁栄をもたらした。1970年ぐらいまでの世界的な高度経済成長は、第二次産業革命における科学的発明を生産資本や生活インフラに取り入れる過程で進行した。今日の secular stagnation は生産性成長率の低下が原因で起こっているのだが、過去の経済成長が往時の生産性成長とどのように関連しているかについて、ゴードンは次のように整理している。

まず過去の三つの産業革命 (Industrial Revolution, IR) は次のタイミングで起こっている。

1. 第一次産業革命 (1770–1840)
主な発明：蒸気機関、綿機織機、鉄の利用
2. 第二次産業革命 (1870–1920)
主な発明：電力、電動機械、エアコン、内燃機関 (エンジン)、自動車、飛行機、電信電話、映画、ラジオ、テレビ、屋内配管、化学製品・薬品
3. 第三次産業革命 (1960–)
主な発明：コンピューター、情報通信機器

第一次産業革命は、蒸気船や鉄道の開発を促進し、欧米諸国の世界覇権の原動力となった割には、それほど大きな経済成長をもたらしたわけではなかった。

これに対し、第二次産業革命の発明は、量・質ともに他の時代を圧倒している。現代人の生活の基本がこれらの発明の上に築かれてことは明らかだろう。興味深いのは、偉大な発明の

時代と、生産性が大きく成長した時代の間には数十年の乖離があることだ。ゴードンによれば、1920年代に終わった第二次産業革命が、大きく TFP (全要素生産性) を成長させた時代は1940年代から70年代である。例えば、1920年代の TFP 成長率はたった 1 % にも満たないのに達し、1940年代から70年代にかけて 1 % 以上の TFP 成長率が続き、特に1950年代には 3 % を超える成長率となっている。これが現代社会の豊かさをもたらしたことは疑うことができない。

ところが1970年代末から生産性成長率の停滞が始まり、1990年代半ばまで続く。これをにわかに打ち破ったのが1990年代半ばに起こった情報技術 (Information Technology, IT) 革命である。しかるにこの第三次産業革命がもたらした TFP 成長率の加速は1996年から2004年の足かけ 8 年にとどまった。インターネットは、電子メールやウェブサイトを利用して人々のコミュニケーションの量と質を飛躍的に向上させることに成功したが、金融決済、e コマースなどビジネス利用への普及は概ね2005年頃までに完了した。このようにゴードンのインターネット発展に関するゴードンの評価は厳しい。

一部の人が「第四次産業革命」と呼ぶことがある最近のイノベーションの産物、自動車の自動運転や人工知能 (Artificial Intelligence) についても、ゴードンの見方は悲観的である。例えば「トラック運転手は単に運転してるだけではなく、荷揚げ、荷下ろし、庫内の整理などをやっており、運転作業だけロボットに置き換えても省力効果は小さい」と言う。さらに「AI は要するに、商売上のライバルから顧客を奪い、消費者余剰を搾取するためのゼロサムゲームである」と、これまた手厳しい。

AI については、ゴードンの厳しい評価を敷衍すると、今のところ雇用が失われるとか、顧客

差別につかわれるだけとか、悲観的な話しか伝わって来ず、AIによって我々の暮らしが良くなる展望がほとんど語られていないことが問題であろう。例えば、(Amazonなどの)電子商取引では、会社は顧客の買い物データを収集し、それを機械学習で分析して顧客のタイプを特定し、顧客ごとにオススメ商品を提示している。いずれ分析の精度が上がれば、顧客ごとに異なる価格を提示して誘導することも可能であろう。

伝統的な経済学では、企業によるこのような顧客差別価格設定を、「第一種価格差別」(price discrimination of the first degree)と呼ぶ。第一種価格差別は要するに、顧客ごとに異なる価格で買い物させることによって、消費者余剰をなるべくたくさん搾取する戦略である。もちろん、第一種差別価格は常に成功するわけではない。会社が「この顧客はこの商品をとて高く評価しており高い価格を払っても良いと考えている」と特定しても、同じものを他の買い物メディアでより安い価格で買えるならば、わざわざ高い価格で買うお人好しの消費者はいないだろう。これが電子商取引における価格差別の難しさである。

そもそもGAFA(Google, Amazon, Facebook, Apple)と呼ばれるインターネット時代の巨大企業のユニークさは、伝統的な独占、寡占企業と異なり、消費者を高価格で搾取していないところにある。反対に、商品価格をとて低い水準に抑えてライバル企業を締め出すのがGAFAの戦略だ。もちろん、ライバル企業をつぶしてから価格を引き上げることもできるが、そもそも新規参入のコストが低く新規参入の潜在的リスクが高いので、そう簡単に価格を引き上げることはできない。このような特殊な市場をコンテストブル(contestable)市場という。コンテ

スタブル市場の概念は、Baumol, Panzer, and Willig [1982]によって提案されたもので、決して新しくないが、これまで航空産業ぐらいしかそういう産業はないと考えられてきた。ところが概念登場から40年近く経って、現代経済の中心ににわかにコンテストブル市場が躍り出たわけである。

もちろん、GAFAがいつまでもコンテストブルであり続ける保証はない。とはいえ、巨大なデータを蓄積して顧客の特徴をできる限り詳細に捉えたとしても、売ってるものが代替可能な財(コモディティ、commodity)である限り、相当低い価格を付けない限り競争に勝てないだろう。いずれにしても、AIが現代社会に提案してくれるのは今のところ、「何でもやってくれるロボットが我々の生活を楽しにしてくれる世界」ではなく、「こちらが求めているのにいろいろな商品を進めて勧誘してくるうるさいセールスマン」である。これでは経済成長に結びつく展望が見えて来ないだろう。

3. ネオ・フィッシャー政策

最近(2018年12月)、米国連邦準備銀行(Federal Reserve Bank, FRB)パウエル議長の解任を、トランプ大統領が一時検討したと報じられ、金融市場が動揺した。パウエル議長に対するトランプ大統領の不満は、「徐々に金利を上げていくFRBの政策が米国株式の下落を招いた」とする認識に基づいているとも報じられた。

2018年末、米国に始まって世界の株式市場が急落し、金融市場に動揺が走った。これについてメディアは二つの原因を伝えている。一つは、トランプ大統領の強硬な経済政策で始まった「米中貿易戦争」が不況をもたらすのではないか、という懸念である。もう一つは、パウエ

ルFRBの段階的利上げ政策が引き起こした金利上昇期待が、株式市場の低迷を招いているという認識である。実際、2018年末時点で米国株価（ダウ指数）はピークから2割下落し、ベア相場入りが取りざたされた。金融市場の動揺を受けて、パウエル議長は最近の講演で、「金利引き上げについては柔軟に対応する」と述べて、政策金利の連続引き上げの方針を事実上、修正すると表明した。その後、株式市場は当面の落ち着きを取り戻しつつある⁶。

本節では、Schmitt-Grohe and Uribe [2017, 2018]に基づいて、パウエルFRBの政策の背後にある経済学と、パウエルFRBの挫折の背景となった経済状況を、長期停滞論との関係で論じる。以下、Schmitt-Grohe and UribeをSGUと略する。

SGUはまず、米国FRBが、2015年第4四半期から、利上げに転じ、それと同時に米国のインフレ率（GDPデフレーター）が1%前後から2%を目指して上昇し始めたことに注目する。これに対し日本は、90年代末から（消費増税の効果を除いた）インフレ率が目標としている2%に届いたことがない。この状況は異次元緩和が開始された2013年第2四半期からもあまり変わらない。むしろ、日本のインフレ率はリーマン危機直後の2010年頃を底として2015年ぐらいまで一貫して上がり続けた後、急に低下している。ほぼゼロ金利政策の影響があるようにそれほど見えない。ユーロ圏においても、中銀がマイナス金利政策を導入したことによって、かえってインフレ率が下がっている。また、ドラギ欧州中銀総裁は「消費者も投資家も低インフレ率を見慣れてこれが新標準と考えるようになった」と発言した。すでにSGUは、長期化する

るゼロ金利政策が、かえって人々のインフレ期待を低下させるモデルを提案している（Benhabib, Schmitt-Grohe, and Uribe [2001]）。

元々、ゼロ金利政策の長期化は、デイスインフレ、デフレ期待をかえって定着させるという認識は日本の金融政策当局にもあった。例えば、2003年3月25日の日本銀行・金融政策決定会合で次のようなやりとりがあったことを、日本経済新聞が報じている⁷。

時間軸政策の是非に関して議論が交わされたのは、福井俊彦氏の総裁就任後初の会合となった2003年3月25日の金融政策決定会合（臨時開催）。問題提起したのは、福井氏とともに新たに就任した岩田一政副総裁だ。こう語った。「時間軸政策の効果というのは、人々のデフレ期待が定着することによって長期金利が下がるということであって、デフレ期待を変えることはできないと思う」「（時間軸政策によって）名目（の長期）金利は下がるけれども、その時長期の実質金利は下がるかというと、下がらない。期待デフレの幅は小さくならない。従って私は時間軸効果は力がなかったというふうに思っている」

（中略）

3月25日の会合で問題になったのは、低金利が長期化するという期待が人々の間に広まることで、結果的にデフレ期待が強まっているのではないかという点だ。そうだとすると、いくら名目金利が低位安定しても、物価の下落を加味した実質金利は上

6 日本経済新聞2019年1月6日付「FRB、市場の鎮火優先 利上げ一時停止を示唆」

7 日本経済新聞2003年7月31日付「時間軸政策は逆効果？ 10年前日銀内で熱い議論」

がってしまい、経済を刺激できない。それが岩田氏の問題意識だったとみられ、中原真審議委員も「(時間軸政策は)マーケットでの色々なマーケットトークを聞くと、デフレ期待をやはり強めている」と同調した。

一方、日銀が時間軸政策を導入する際に大きな役割を果たした植田和男審議委員は反論した。「ほとんど全ての金融政策が(中略)名目金利を下げて、実質金利を下げて総需要に働き掛けて、徐々に時間とともに期待インフレ率と名目金利、現実のインフレ率も上がってきてというふうに働いてくるわけである。それは時間軸政策でもそうである」などと語った。要するに、経済を刺激するうえでは、まずは名目金利を下げるのが意味を持つという意見だ。

「(岩田氏の発言のうち)時間軸がデフレ期待を強めているというところは、必ずしも私は説得されていない」(田谷禎三審議委員)などの声もあり、結局、岩田氏の主張は多数派の支持を得られなかった。とはいえ、それから10年、日本でデフレ脱却が実現しなかったことも事実だ。

「低金利が長期化するという期待が人々の間に広まることで、結果的にデフレ期待が強まっているのではないか」という懸念は、米国FRB幹部の一部にも共有されていた。例えばミネアポリス連銀コチャラコタ総裁は、2010年8月17日の講演で次のように述べた⁸。

To sum up, over the long run, a low fed funds rate must lead to consistent—but

low—levels of deflation.

この表現の背後には、金融政策は短期的には実質金利に対し影響を及ぼすことはできるが、長期的な実質金利は金融政策の影響を受けないという「貨幣中立性」の考え方がある。

本来、ゼロ金利自体は悪いことでない。それどころか、価格が伸縮的である経済では、ゼロ金利は最適金融政策である。これを、最初に提案した学者の名を取って、フリードマン・ルールと呼ぶ。フリードマン・ルールの最適性については、SGU [2011] が詳しく説明している。彼らによれば、フリードマン・ルールの最適性が崩れる例、つまりプラス金利が最適である場合を見つけるのは非常に難しい。具体的には、例えば富裕層の資産が海外で米ドル現金として大量に保有され、これに課税するのが難しい場合は、プラス金利を付けてインフレ率を引き下げる(デフレ率を下げる)ことが次善政策となる。

こんな迂遠な例ではなく、もっと簡単にゼロ金利の最適性が崩れる場合を考えることができる。それは、名目価格(賃金)が硬直的である場合だ。特に賃金の下方硬直性がある時には、ゼロ金利によるマイルドなデフレ政策は最適とは言えない。何らかのショックによって物価が大きく下落した場合でも実質賃金が高止まりして、失業が発生してしまうからである。名目賃金が価格同様伸縮的であれば、失業は発生しない。このように名目賃金の下方硬直性がある場合は、ゼロ金利政策が最適でなくなるのである。

ところが、名目金利をインフレ率よりアグレッシブに動かすことによってインフレ率を目

8 <https://www.minneapolisfed.org/news-and-events/presidents-speeches/inside-the-fomc>

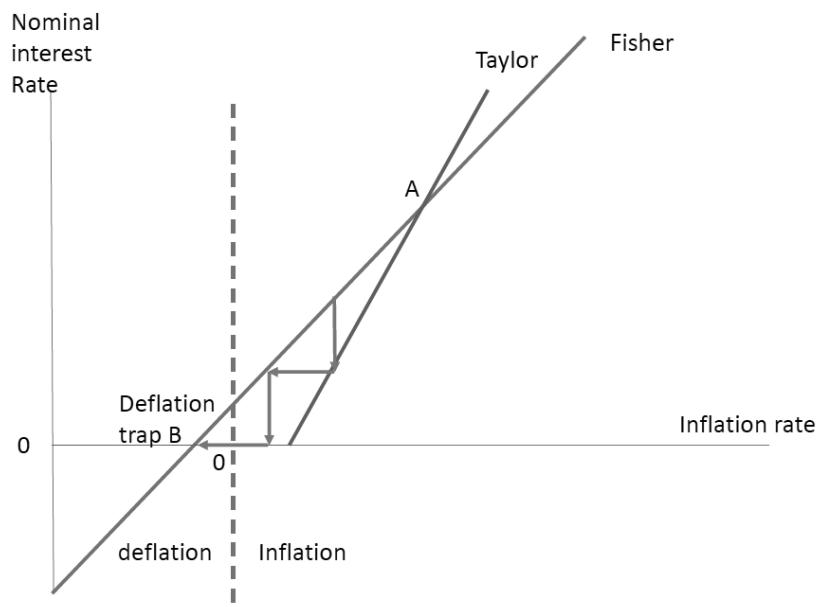


図2：デフレの罠

標に向けてコントロールしようとするテイラー・ルールが、名目金利のゼロ下限制約の下では、かえってゼロ金利とデフレーションまたはデフレの長期停滞（デフレの罠）を招いてしまうのである。このメカニズムは、Benhabib, Schmitt-Grohe, and Uribe [2001] によって初めて発表された。

彼らのモデルは2本の線で簡単に図示できる（図2）。まず、名目金利と実質金利の間には次の関係がある。

- ①（フィッシャー） インフレ率＝名目金利－実質金利

これは、フィッシャー方程式と言われるもので、通常、恒等式、あるいは実質金利の定義式と考えられている。次に、テイラー・ルールは

- ②（テイラー） 名目金利＝ $\max\{0, 1より大きい傾き \times \text{インフレ率} + \text{マイナス切片}\}$

と表現できる。

すなわち、実際のインフレ率が目標インフレ率より高い時は、インフレ率を上回る政策金利を付け、逆に実際のインフレ率が目標インフレ率より低い時は、インフレ率より低い政策金利またはゼロ金利を付ける、というものである。テイラー・ルールは、市場参加者が均衡以外を選ばないという高度の合理的期待を仮定している。この政策ルールの下で、均衡点は、望ましい均衡Aと望まれない均衡Bと、二つある。市場参加者は合理的なので点Aを均衡として選ぶ。しかるに均衡Aは本来不安定である。いったん均衡点Aから外れると、インフレ率、均衡ともに上に発散するか、ゼロ金利政策の下で低インフレかデフレをとともなう悪い均衡点Bに収束してしまう。これに対してデフレ均衡Bは安定であるから、一度落ちたら抜け出せないト

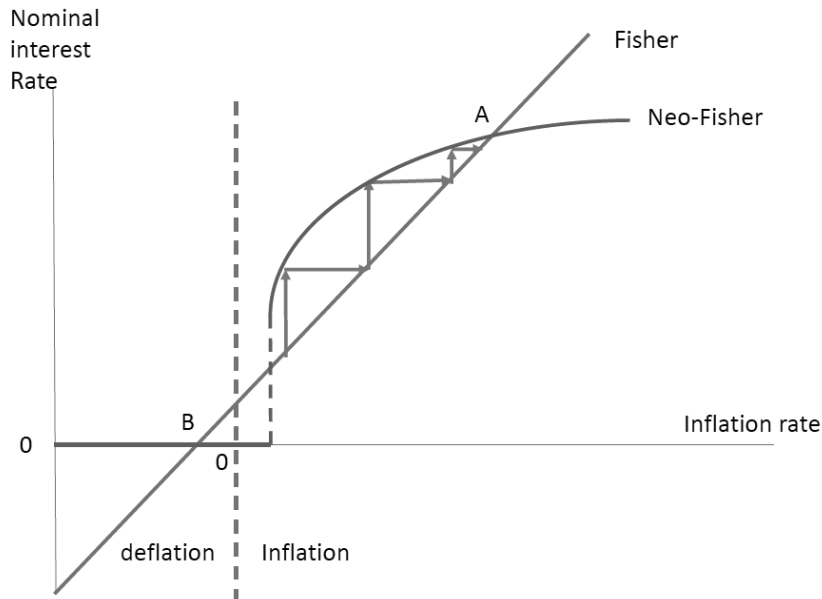


図3：ネオ・フィッシャー政策

ラップ（罫）となるのである。このような結果になるのは、中央銀行がテイラー・ルール②を政策ルールとして採用しているからである。テイラー・ルールは決して思いつきではなく、中央銀行の最適化問題の解として得られることがNKモデルの研究で知られている⁹。

さて、ネオ・フィッシャー政策を説明しよう。これは、経済がデフレの罫Bに陥った状態から、財政政策等でインフレ率がある程度回復した時点で、政策金利を大きく上げることによって、名目金利、インフレ率ともに元の望ましい均衡Aに戻る自律運動を起動させることができる。図3に示される通り、今度は、望ましい均衡Aは安定である。

③（ネオ・フィッシャー） 名目金利=1より小さい傾き×インフレ率+プラス切片

これがネオ・フィッシャー政策（The Neo Fisher Policy）である。言うまでもなく、これはゼロ金利制約がかかる状況での通常の金融政策のやり方、日本銀行がほとんど20年近くにわたって続けている、いわゆる「時間軸政策」とは逆のことをやるのである。

「利上げで景気回復」は突飛な考えに聴こえるかもしれないが、かつて我が国でも提唱されたことがある。民主党幹部だった枝野幸男氏が、テレビ朝日番組「朝まで生テレビ」で同趣旨を述べたことがある。2008年9月30日放送である¹⁰。

高橋洋一：そう、だからあれがすごく効くの、ほんと言うと。それでこれは世界のセオリーでしてね、ちょっと学問的だけど1999年に、ノーベル経済学賞取った理論

9 詳しくは加藤涼〔2006〕を参照。

10 はてなダイアリー「地を這う難破船」2008年10月1日記事。<http://d.hatena.ne.jp/sk-44/20081001/1222813889>

があってですね、それは変動相場制のもとでは、実は、財政政策はあまり効かなくて、金融政策しか効かないっていうのが、あるんですよ。もしこれで反論されるんだったらノーベル経済学賞取れますからどうぞっていう感じですか。

枝野幸男　：　いや、あのね、学者的な理論からどうなのか別としてもね。少なくともその財政政策は効かないと。私はそこはまったく同感です。で、金融政策で金融緩和によってどうなるのかといたら、一種のバブルを起こすだけで、確かに止血剤としてはありうるかも知れない。つまりアメリカがあまりにもひどすぎます。そしてこれはたぶん最低でも3年、輸出は駄目だと思っただけがいい、と。その間の止血としてはありうるかも知れませんが、本格的に、特に内需主導で、国内消費主導の経済を回復させようと思ったときには、それはあの、一種のバブルを生み出すだけであまり効果はない。僕はむしろ、これは党の見解ではなくて私個人の見解ですが、むしろ、預金金利を上げるべきです。銀行は。銀行に預金金利を、それこそ強力な行政主導指導をして。なぜならば、日本のほとんどの銀行は、国民の税金で潰れるのを助けてもらったんです。だけどもまだに大銀行の経営者の人たちの所得は、相対的には非常に高いです。そしてべらぼうに利益を上げてきました、この間。それは、預金金利の下がり方と、貸出金利の下がり方で、預金金利の下がり方のほうが圧倒的に大きかったからです、この間。それは国民

に還元すべきです。そうすると、それによって国民の所得は財政出動を使わずに、相当程度増えます。ですから、預金金利を行政主導指導で、貸出金利の引き上げを後回しにして、今の体力的な余力の範囲内で引き上げろ、と。これをやるべきだと思います。

ここで枝野氏は、高橋洋一氏が「ノーベル賞まで受賞した「有名な（マンデル＝フレミング）モデルでは、財政政策は効かない」と発言したのを引き取って、「金融政策も、今のように低金利を持続する政策はバブルを引き起こすだけで効果はなく、むしろ預金金利を引き上げて預金者に還元することで景気回復できる」と主張しているのである。

SGUの「利上げで景気回復」もごく最近言い出されたことではなく、すでに2012年11月19日のWall Street Journal (WSJ) 誌で紹介されている¹¹。論文が公刊されたのは2017年であるが、だいぶ以前から大学等研究機関や、各地のFRBで報告されて、FRB幹部の意見に影響を与えていた可能性が高い。SGUの研究は、まだインフレ率が十分高まっていない状況での利上げを正当化する理論である。「インフレ率が低いのに利上げする」ではなく、むしろ「インフレ率が低いからこそ、デフレの罟を離脱するために利上げする」のである。

経緯はともかく、米国でFRB政策金利の引き上げが始まったのは2015年第4四半期である。SGUは、ほぼ同時に低迷していたインフレ率が上方反転したことを彼らのモデルの正しさの証拠の一つであるとしている。とはいえ、FRBが利上げに転じた時点での米国の失業率は5%台

11 Michael S. Derby: Higher Rates Would Boost Growth, Paper Argues, Wall Street Journal, November 19, 2012. http://www.columbia.edu/~mu2166/Making_Contraction/WSJ.pdf

で、アメリカの自然失業率にほぼ達したという認識の下で利上げが開始されたと考えられる。「失業率がさらに下がったのは利上げに転じたから」と主張するのはかえって難しい気がする。とはいえ今回は、目標インフレ率をやや下回る水準で利上げを開始しており、「インフレ率が目標より低いからこそ利上げする」新フィッシャー政策を採用した痕跡がうかがわれる。

これに対して日本では、インフレ率はほぼゼロ近辺を上下しており、他方、短期金利は長らくゼロに張り付いている。日本銀行は、「質的量的緩和」を採用した2013年4月以来、政策金利というべき指標金利を設定していない。

世界の中央銀行関係者のネオ・フィッシャー政策への視線はなかなか熱いようである。カナダ銀行は、2016年9月のレポートで、いわゆるネオケインジアン（NK）・モデルが「利上げでインフレを起こす」例を作れることを示すと同時に、伝統的な金融政策、すなわちインフレ率に対して政策金利がより aggressive に反応する「テイラー・ルール」を放棄する必要があると、的確に指摘している¹²。

また、元米セントルイス連銀エコノミストで「ニュー・マネタリスト」のリーダーと目されるウィリアムソン教授は、ネオ・フィッシャー政策が注目される背景として、（量的緩和やマイナス金利を含む）伝統的な金融政策をやっていた日銀や欧州中銀、スウェーデン中央銀行が、すべてデフレの罠に陥って身動きが取れなくなっていることを指摘している¹³。

4. なぜネオ・フィッシャー政策はうまくいかないのか？

筆者は、ネオ・フィッシャー政策には大きなポテンシャルがあるものの、今の世界経済情勢では、失敗するのではないかと考えている。というより、効果を上げるより前にいろいろ問題が起きて継続不可能になる可能性が高い。

ネオ・フィッシャー政策を開始した世界で唯一の中央銀行であるFRBの利上げ政策が頓挫しつつあるのは何故だろうか。それは世界の金融資産が膨らみすぎて、少々の金利上昇でも耐えられなくなってきたからと思われる。例えば、日本の信用拡張、あるいは国全体の資産と負債のバランスを見るために、内閣府が公開している我が国全体の貸借対照表（最新版は平成28年度版）を見てみよう（図4）¹⁴。

2016年度末で見て、日本全体のバランスシート（BS）の大きさは10496兆円（小数点以下切り捨て、以下同）である。そのうち、非金融資産が3001兆円、金融資産が7495兆円であり。いずれも目の回るような大きな数字である。金融資産はすでに非金融資産の2.5倍に達している。

まず非金融資産から見てみよう。3001兆円という規模は、日本のGDPを500兆円強とすると、ほぼGDPの6倍弱に達している。話題の書『21世紀の資本』の著者ピケティ教授は、先進国の物的資本はGDPの概ね5倍から6倍と述べているので、この数字は妥当だろう。非金融資産のうち、生産資本は1812兆円で、残りの1189兆円のうち大半が土地である。土地の時価総額は1189兆円で、GDPのほぼ倍である。

12 Amano, Carter, and Mendes [2016]. <https://www.bankofcanada.ca/2016/09/staff-analytical-note-2016-14/>

13 Williamson [2016], <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/july-2016/neo-fisherism-a-radical-idea-or-the-most-obvious-solution-to-the-low-inflation-problem>

14 「平成28年度国民経済計算年次推計（ストック編）」 https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h28/sankou/pdf/point_stock_20180117.pdf

1. 平成28暦年末の期末貸借対照表の概要

一国経済全体の平成28暦年末における非金融資産は3,001.5兆円(前年末差+43.8兆円)、金融資産は7,495.1兆円(前年末差+248.6兆円)となり、総資産は1京496.7兆円(前年末差+292.5兆円)となった。一方、負債は7,146.0兆円(前年末差+238.7兆円)となり、正味資産は3,350.7兆円(前年末差+53.7兆円)となった。
このうち、金融資産は、現金・預金が151.8兆円、債務証券が45.1兆円増加したこと等により前年末に比べ増加、負債は、現金・預金が150.9兆円、債務証券が54.4兆円増加したこと等により前年末に比べ増加した。

表1: 期末貸借対照表 (一国経済)				(単位: 兆円)					
		平成27暦年末 2015	平成28暦年末 2016	差			平成27暦年末 2015	平成28暦年末 2016	差
非金融資産		2,957.7	3,001.5	+43.8	正味資産 (国富)		3,296.9	3,350.7	+53.7
(1) 生産資産	1,800.3	1,812.6	+12.2						
a. 固定資産	1,737.0	1,747.1	+10.1						
b. 在庫	63.4	65.5	+2.1						
(2) 非生産資産	1,157.4	1,189.0	+31.6						
a. 土地	1,151.4	1,182.6	+31.2						
b. 鉱物・エネルギー資源	1.4	1.4	▲0.0						
c. 非育成生物資源	4.5	4.9	+0.4						
金融資産		7,246.5	7,495.1	+248.6	負債		339.2	349.1	+9.9
					対外純資産 (金融資産-負債)		6,907.3	7,146.0	+238.7
(1) 貨幣用金・SDR等	6.5	6.9	+0.4	(1) 貨幣用金・SDR等		2.1	1.9	▲0.1	
(2) 現金・預金	1,734.9	1,886.7	+151.8	(2) 現金・預金		1,723.9	1,874.8	+150.9	
(3) 貸出	1,364.6	1,398.2	+33.6	(3) 借入		1,394.8	1,441.2	+46.4	
(4) 債務証券	1,222.3	1,267.4	+45.1	(4) 債務証券		1,355.9	1,410.3	+54.4	
(5) 持分・投資信託受益証券	1,024.4	1,016.7	▲7.8	(5) 持分・投資信託受益証券		1,271.4	1,246.6	▲24.8	
うち株式	719.3	701.2	▲18.0	うち株式		963.0	927.3	▲35.8	
(6) 保険・年金・定型保証	548.6	549.1	+0.5	(6) 保険・年金・定型保証		548.6	549.1	+0.5	
(7) 金融派生商品・ 雇用者ストックオプション	76.9	83.5	+6.6	(7) 金融派生商品・ 雇用者ストックオプション		83.5	89.3	+5.8	
(8) その他の金融資産	1,268.2	1,286.6	+18.4	(8) その他の金融資産		527.0	532.6	+5.6	
総資産	10,204.2	10,496.7	+292.5	負債・正味資産		10,204.2	10,496.7	+292.5	

図4：日本の貸借対照表
「平成28年度国民経済計算年次推計（ストック編）」より転載

次に金融資産の内訳をみると、大半がいわゆる金融債権である。現預金が1886兆円、貸出が1398兆円、債務証券が1267兆円で、合計は4551兆円である。これに自己資本と呼ばれる「持分・投資信託受益証券」が1016兆円で、そのうち株式はたったの701兆円である。東京証券取引場1部の時価総額が500兆円前後であるから、こんなところだろう。保険・年金等は549兆円であるが、「その他の金融資産」が1286兆円で意外と多い。金融資産の裏には必ず金融負債がある。そのうち、国内の負債合計が7146兆円。これを金融資産から差し引くことによって、我が国の対外純資産349兆円が得られる。対外純資産はGDPの7割に達しているが、日本の金融資産の1割にも満たない。さて、総資産から総負債を引いたものが賞味資産（国富）であり、3350兆円である。対外純資産は日本の国富の

10%に過ぎない。

我が国の金融資産が非金融資産の2.5倍もあることは、信用経済の重要性をうかがわせるが、信用経済の割合は拡大の一途をたどっている（図5）。平成6年（1994年）では、総資産8508兆円のうち非金融資産3500兆円、金融資産5007兆円という内訳であるが、金融資産は非金融資産の1.5倍にも達していない。これに対し、平成28年（2016年）では金融資産は1.5倍に膨張しているのに、非金融資産はむしろ縮小している。非金融資産の減少は、この間の地価下落によるところが大きいだろう。

金融負債の膨張は、それ自体が問題ではなく、負債の対GDP比が大きくなるから問題なのである。金融負債は1994年の4929兆円から2016年の7146兆円に増えている。周知のように、この間、名目GDPは501兆円から538兆円

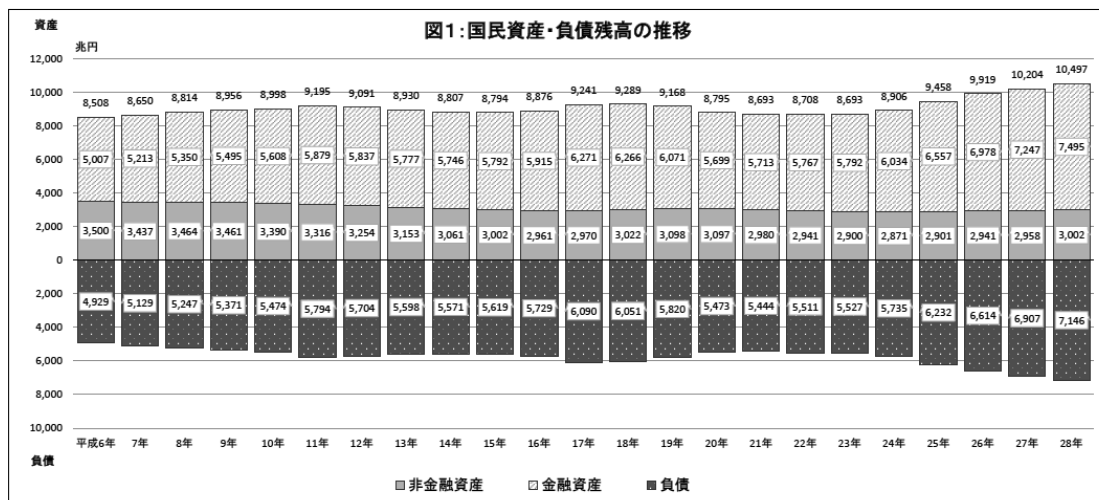


図5: 金融資産(負債)の増加
「平成28年度国民経済計算年次推計(ストック編)」より転載

に増えてるに過ぎない¹⁵。その結果、負債の対GDP比は、1994年の9.83倍から2016年の13.28倍に上昇している。

負債の裏側には資産があるから大丈夫、無問題という人が多いのであるが、正しくない。借金が返せるとは限らないからである。実際、大きな負債を抱えた企業や個人の経済活動が停滞するのは debt overhang 問題として広く知られている。政府レベルでの debt overhang は Reinhart and Rogoff [2009] の毀誉褒貶ある有名研究で指摘された¹⁶。実際、日本経済の停滞を政府部門の debt overhang で説明しようとする論者は多い。

マクロ経済における debt overhang は次のように捉えることができる。まず有利子負債を抱える経済主体は、自由にお金を使うことができなくなる。奨学金を抱えた大卒新入社員、負債で首が回らなくなった企業、消費者金融からの借金を抱えて自己破産を考える消費者など、枚

挙にいとまがないが、国レベルでも、歳入の国債依存度が高まると、政策的経費の自由度がなくなる。このような支出の制約は、金利が大きくなるとさらに厳しくなる。金利が急騰すれば、GDPの2倍の債務残高を抱える政府は、巨額の国債費を支払えなくなるかもしれない。

株式についても状況はそれほど変わらない。金利が上昇すれば株価が下がるのは経済学のいろはである。我が国の株式時価総額はたった700兆円にすぎないが、株価急落した場合の総需要縮小効果は甚大であろう。

米国のバランスシートは、FRBが四半期ごとに公開している「Financial Accounts of the United States」を元に作成することができるが、かなり煩雑な作業になるのでここでは省略する。世界的に資産と負債が拡大し、グローバル経済のリスク要因となっていることについては、IMFの「Global Financial Stability Report」がすでに指摘している。これは年刊で毎年更新

15 「世界経済のネタ帳」。https://ecodb.net/country/JP/imf_gdp.html

16 This time is different. http://www.reinhartandrogoff.com/

されている。日本では、内閣府が、IMF 報告を参考にして「世界経済の潮流」を刊行している。財務省は「本邦対外資産負債残高」によれば、日本、ドイツ、中国、香港、ノルウェーなどが積み重ねた対外純資産国の資産が、アメリカ、フランス、イギリス、イタリアなどの対外純負債と、全体に釣り合っていることが読み取れるが、特にアメリカの純負債が突出している。基軸通貨である米ドル建て資産が世界中で求められているということだろう¹⁷。

5. 終わりに

本稿では、長期停滞論について、その発生メカニズムを需要側、供給側、双方から説明する議論を紹介した。続いて、長期停滞から離脱するための、斬新とも自明とも思える新提案「ネオ・フィッシャー政策」を解説した。筆者は、今日のように世界中で金融資産が膨張して負債だらけになっている経済では、ネオ・フィッシャー政策は持続可能でないと疑っている。

参考文献

- 加藤 涼 [2006]『現代マクロ経済学講義』（東洋経済新報社）
- Robert Amano, Thomas J. Carter, Rhys R. Mendes [2016], A Primer on Neo-Fisherian Economics, Staff Analytical Note 2016-14, Bank of Canada.
- Baumol, Panzer, and Willig [1982], Contestable Markets and the Theory of Industry Structure.
- Benhabib, Schmitt-Grohe, and Uribe, The Perils of Taylor Rules, *Journal of Economic Theory* 96 (January/February 2001), 40-69.
- Eggertsson, G. and N. Mehrotra (2014), "A Model of Secular Stagnation", NBER Working Paper No. 20574.
- Gordon, Robert [2015], *The Rise and Fall of Economic Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*, Princeton University Press
- Gordon, Robert [2017], *Secular Stagnation: A Supply-Side View* (Presented at Conference on Secular Stagnation and Growth Measurement | Paris, France | January 16, 2017)
- Reinhart and Rogoff [2009], *This Time is Different - Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press
- Schmitt-Grohe and Uribe [2011], The Optimal Rate of Inflation, in *Handbook of Monetary Economics*, edited by Benjamin M. Friedman and Michael Woodford, Volume 3B, Elsevier, San Diego CA, 2011, 653-722.
- Schmitt-Grohe and Uribe [2017], Liquidity Traps and Jobless Recoveries (with Martin Uribe), *American Economic Journal: Macroeconomics* 9, January 2017, 165-204.
- Schmitt-Grohe and Uribe [2018], The Neo Fisher Effect and Exiting a Liquidity Trap, Talk at European Central Bank Conference on Monetary Policy, Frankfurt am Main, October 29-30, 2018
- Williamson, Stephen (2016), Neo-Fisherism: A Radical Idea, or the Most Obvious Solution to the Low-Inflation Problem? Federal Reserve Bank of Minneapolis

17 FRB 「Financial Accounts of the United States - Z.1」 <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/>
IMF, Global Financial Stability Report, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>

内閣府 「世界経済の潮流」 <https://www5.cao.go.jp/keizai3/whitepaper.html>

財務省 「本邦対外資産負債残高」 https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/data.htm