

## 【論 文】

## 日本経済の停滞感の背景とマクロ安定化政策

Feeling of Sluggishness in Japan's Economy and the Macro Stabilization Policy

日本証券アナリスト協会  
専務理事 神津 多可思

## 【目次】

1. はじめに
2. バブルの崩壊
3. 人口動態
4. グローバル化と情報通信技術革命
5. 金融政策の対応
6. 財政政策の対応
7. マクロ的な総需要刺激の限界
8. おわりに

## 【要旨】

1990年代初にバブルが崩壊して以降、日本経済には①人口動態、②グローバル化、③情報通信技術革命などの供給構造の変化を促す力が波状的に作用してきた。これらの力が作用する下で、金融・財政のマクロ安定化政策は、基本的に総需要を刺激することで対応しようとしてきた。

しかし、日本経済が直面する有効需要の変化の速度が速く、企業の経営資源の再配分によって実現する供給構造の変化はなかなかそれに追いつけなかった。そうした下で、日本経済は繰り返しマイルドなデフレを経験し、また全般的な不振感が払拭されることもなかった。

日本経済の潜在成長率を引き上げる上では、企業活動の活性化が不可欠である。後知恵ではあるが、金融・財政のマクロ安定化政策においても、金利の水準、供給される流動性の量、歳出の規模などに焦点を当てたマクロ的な総需要刺激だけではなく、供給面の構造変化の重要性をもっと明示的に意識した対応をとるべきであ

ったのだろう。

地政学的な環境変化の結果、交易条件の悪化から2%を上回るインフレを経験している今こそ、価格が一定以上変動することがどのように企業活動を活性化させるのか、改めて整理する必要がある。

日本経済は、1%程度のインフレで、マクロ経済に大きな需要ショックが入ると、その後マイルドなデフレに陥るという経験を繰り返してきた。長期的なインフレ期待を2%程度で安定させることの重要性についても今一度再確認すべきではないだろうか。

## 1. はじめに

1990年代初にバブルが崩壊して以降、日本経済には供給構造の変化を促す幾つかの力が波状的に作用してきた。その下で、金融・財政のマクロ安定化政策は、基本的に総需要を刺激することで、その調整過程に対応しようとしてきた。

そうした総需要の刺激は、供給構造の変化に伴うマクロ的な様々な摩擦を和らげるものではあった。しかし、日本経済の供給構造に変化を促す力がもたらす様々な調整のコストはそれを上回って大きなものであった。

その供給構造の変化を促す力は、需要側からみれば、日本経済が直面する有効需要が急速に入れ替わったことによって生じたものである。それへの対応の過程を円滑なものとするために金融と財政のマクロ安定化政策が使われた訳だが、結果的にこの間になされた総需要刺激では、日本経済の安定を持続的なものにはでき

なかった。そのため、マイルドなデフレに繰り返し陥り、その下で日本経済における停滞感もなかなか払拭できなかった。

本稿では、波状的に日本経済に供給構造の変化を促してきた①人口動態、②グローバル化、③情報通信技術革命の3つの力に焦点を当て、実際に行われたマクロ面での総需要刺激と並行して、どのような対応が必要であったかを考える。

## 2. バブルの崩壊

まず、指摘しておかなければならないのは、戦後の日本経済の成長を支えてきた諸環境が大きく変化し始めた1980年代後半に、バブルが生成され、それが1990年代に崩壊した点である。バブル崩壊以降、経済政策においてはその後始末が最優先課題であった。以下でみる人口動態、グローバル化、情報通信技術革命という供給面の構造変化を促す力への対応が明示的に意識されるようになったのは、バブルの後始末が終わった2000年代に入ってから漸くだったと言っても良いだろう。

1990年代の前半には、いわゆる不良債権の処理が終われば、バブル前の中程度の成長に戻ることができるという期待がなお広範に残存していた。しかし、実際には供給構造に変化を促す強い力が作用していたことから、バブル前と同じパターンでの経済成長は実は難しくなっていた。

バブル崩壊の後始末は、2000年代の半ばに終了した。当時良く言われた、企業にとっての債務、雇用、設備についての過剰感が解消したのはちょうどその頃である。それら過剰の解消が日本経済にとって最優先課題であったその時期に、まず人口動態の面で大きな変化が始まった。そして、2000年代に入ると、1990年代から始まった新興国を巻き込んだグローバル化の本格的な進展と、インターネット、スマートフォンに代表される情報通信技術の革命が、いよいよ日本経済への影響を強めた。

これらはいずれも日本企業の経営に大きな変更を迫るものであり、そうした変更こそが供給構造の変化である。日本企業の国内活動にとって、自律的、持続的とは言えなくなった需要に対応した供給力は、結局は新しい需要に対応したものへと転換していかなければ、企業経営は本当の意味で安定しない。総需要の刺激も、そうした供給面での転換と整合的でなければ、その効果は持続することも難しかったのである。そのため、金融面では継続して一層の緩和が必要となり、また財政面でも、累次に亘る対策が施されてもなかなか日本経済から停滞感が払拭されることはなかったのである。

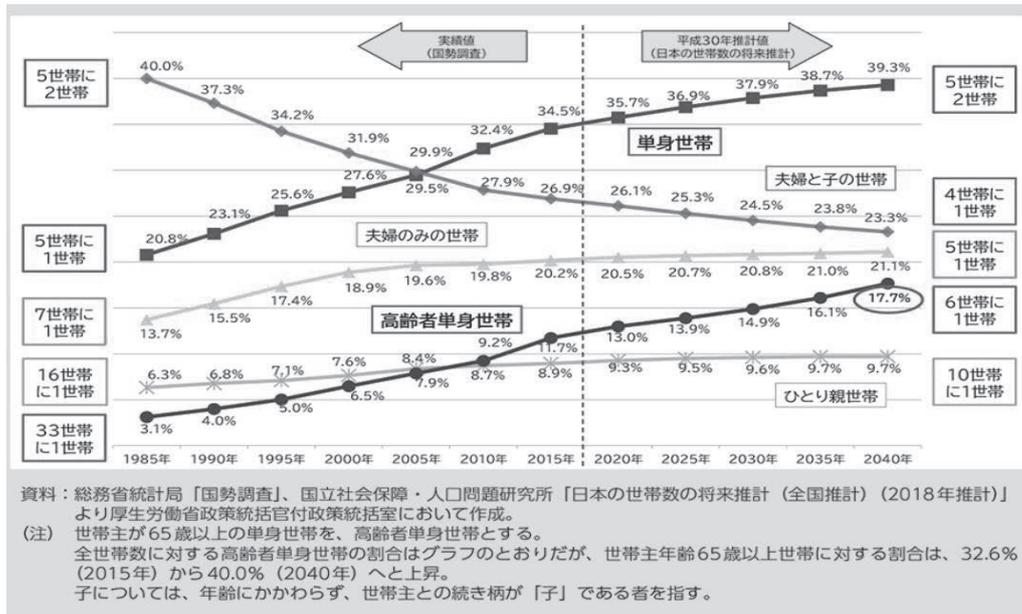
## 3. 人口動態

最初に、日本の人口動態をみよう。15～64歳の労働力人口は、1990年代後半から減少を始めた。また、総人口も2000年代にはピークを打っている。他方、平均寿命は、コロナ禍前まではトレンドとしてなお少しずつ伸びていた。このような人口動態は、供給面では付加価値生産活動に対する労働投入の減少であるが、その影響が顕現化する以前に、国内の平均的な家計の属性をかなり大きく変え（図1）、そのことは消費という重要な需要項目に無視できない影響を与えた。

代表的な家計の平均年齢が上昇したことは言うまでもないが、その構成についても単身世帯の割合が大きくなるという変化をもたらした。1990年に一番多かったのは夫婦と子の世帯で、それは全体の約3分の1だった。これが2020年になると、一番多いのは単身世帯に変わり、その割合もやはり全体の約3分の1となっている。

こうした変化は代表的な世帯の消費のあり方にも、当然、影響を与える。家族を作り、家を持ち、必要な家具・家電を購入し、さらには教育費を支出するという「夫婦と子」の世帯は減少傾向を辿った。さらに高齢化は、同じ財について消費する量を抑制する方向に作用した可能性がある。

図1 日本の代表的な家計の属性変化



[出所] 厚生労働省「令和4年版厚生労働白書」

他方、高齢化に伴って介護・医療関連の支出は増加するはずだが、この分野では基本的に価格が規制されており、需要と供給の関係だけで経済活動の水準が決まる訳ではない。

重要な需要項目である個人消費について、こうした変化がかなり速いスピードで生じた下であって、日本経済全体として、例えば2%の経済成長が果たして自然体の実力であるのかどうか。そして2%のインフレになれば本当にそれが実現するのか。これらの点は丁寧に検証されなければならない。

#### 4. グローバル化と情報通信技術革命

グローバル化と情報通信技術革命の影響については、本稿で詳しく述べることはできないが、人口動態と並んで、1990年代以降の日本経済に強く構造変化を促す力として作用した。

まず、グローバル化について例を挙げれば、日本のすぐ隣の中国経済は、1980年代までと今日とではそのあり様は全く違う。このことだけを見ても、グローバル化がいかに日本経済に大きな影響を与えたかが容易に想像できる。中国経済がここまで発展し、モノ造りについてその拠点が大きく国内から中国へとシフトしたこと

で、国内に持続的に残すことができる日本企業のビジネスの範囲は大きく変わらざるを得なかったのである。

また、情報通信技術革命についても、今日、その牽引役を果たしている企業はほとんど米国企業であり、それら企業が世界の企業価値総額のトップ10を独占している。バブル崩壊前の時代、そのトップ10の過半が日本企業であったことを思えば、いかに日本企業がこの間の技術革新の成果を自らのビジネスに有効に結び付けることができなかつたかが分かる。

中国が世界貿易機関（WTO）に加盟したのは2000年代に入ってからであり、ワープロが消え、一人一台のパソコンとインターネットが当然のものとなったのも同様である。このように、グローバル化と情報通信技術革命の影響が日本企業の経営に大きな影響を与え始めたのは、まさに日本経済がバブルの後始末を終えようとしていた時期であった。そうした状況であって日本企業は、米国や欧州の企業と同様に、デジタル化を進め、モノ造りそのものを主眼とするビジネス分野を縮小させ、よりサービスに力点を置いた経営を考える必要に迫られたのである。

因みに、そうした課題が明らかになりつつあ

った2000年代後半、日本経済もグローバル金融危機を経験する。そのショックに伴って一時的に激減したグローバル経済の総需要の影響を、先進国の中で一番深刻に受けたのも日本経済であった。そのため、上述のような供給構造の変化を促す力への対応が、また一歩遅れることになった。

### 5. 金融政策の対応

以上のような日本経済の置かれた環境の変化に対し、冒頭述べた通り、日本の金融・財政のマクロ安定化政策は、基本的に総需要を刺激することで対応しようとしてきた。

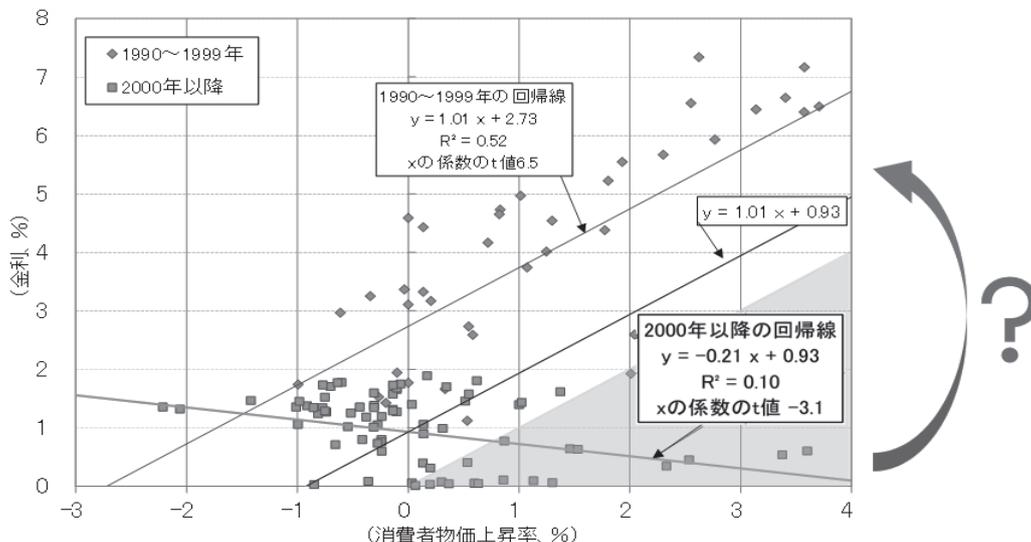
金融政策については、短期の政策金利を引き下げる伝統的な金融政策による金融緩和だけでは、日本経済の停滞感は払拭できなかった。そこで、より長期の金利、よりリスクのある金利の低下を意図した量的・質的緩和へと踏み切り、さらには日本銀行の当座預金の一部にマイナス金利を付けるという政策対応にまで至った。そのマイナス金利政策を採用する際、長短の両金利を操作しようとする「イールドカーブ・コントロール」が導入され、さらに長期金利については0%程度で推移するよう長期国債の買入れを行うという緩和策まで導入された。

これら一連の超金融緩和策は、今では異次元緩和と呼ばれるが、消費者物価でみた2%程度のインフレは、それだけでは実現できなかった。なお、現在の日本銀行のマイナス金利政策は、上述のように、日本銀行の当座預金の一部に-0.1%の金利を付利するというものである。かつての政策金利であったインターバンクのコール市場における無担保のオーバーナイトものの金利は、マイナス金利解除前も、平均的にみて-0.1%程度にはなっておらず、ほぼ0%程度で若干のマイナスというのが実態であった。

世界がコロナ禍に見舞われ、またロシアによるウクライナ侵攻が始まる中で、原油を始めとする資源価格が高騰した。そのため、日本を含め先進国経済は2%を上回るインフレに見舞われ、欧米諸国の金利も急上昇した。日本の長期金利にも上昇圧力が加わり、上述のような超金融緩和にもかかわらず、長期金利を0%程度に維持することは困難になった。

結局のところ長期金利については、日本銀行の政策意図と金融市場の金利観の間に大きな違いがない間は、あたかも長期金利がコントロールできているようにみえたが、両者に乖離が生じると、必ずしも日本銀行が長期金利を厳密にはコントロールすることはできないということ

図2 インフレ率と長期金利（10年もの国債の利回り）



(出所) 財務省「消費物価指数」、財務省「国債金利情報」のデータを基に作成  
 (注) シャドー部は実質金利がマイナスの領域。

が明らかになったのではないだろうか。

今後、日本銀行が目標とする2%のインフレが実現するとすれば、次第にインフレ率と長期金利の関係も超金融緩和以前のものに戻っていく可能性がある。その時、2%のインフレであれば、長期金利はそれ以上の水準になってもおかしくはない(図2)。

もっとも、そうした水準まで急速に長期金利が上昇することは、幾つかの観点から望ましいとは言えない。まず、低金利の長期国債を保有している金融機関において評価損が発生し、それはその金融機関の自己資本を毀損させる。また、政府の国債発行に関しても利払費が急増し、財政赤字をさらに拡大させる要因になる。さらに、国債金利は様々な民間の金融取引の基準となっており、それが上昇すると企業の資金調達コストも並行して高くなる。そのことだけを見れば、それは企業活動に対し抑制的に作用する。

こうしたことから、今後、超金融緩和が次第に平常に戻るとしても、長期金利については短期間で急上昇することがないことが望まれる。それを可能とする金融政策運営が、結果的に可能かどうかは不確実だが、少なくとも日本銀行としては、長期金利の短期間で急騰を避ける

ような政策運営を目指すのではないだろうか。

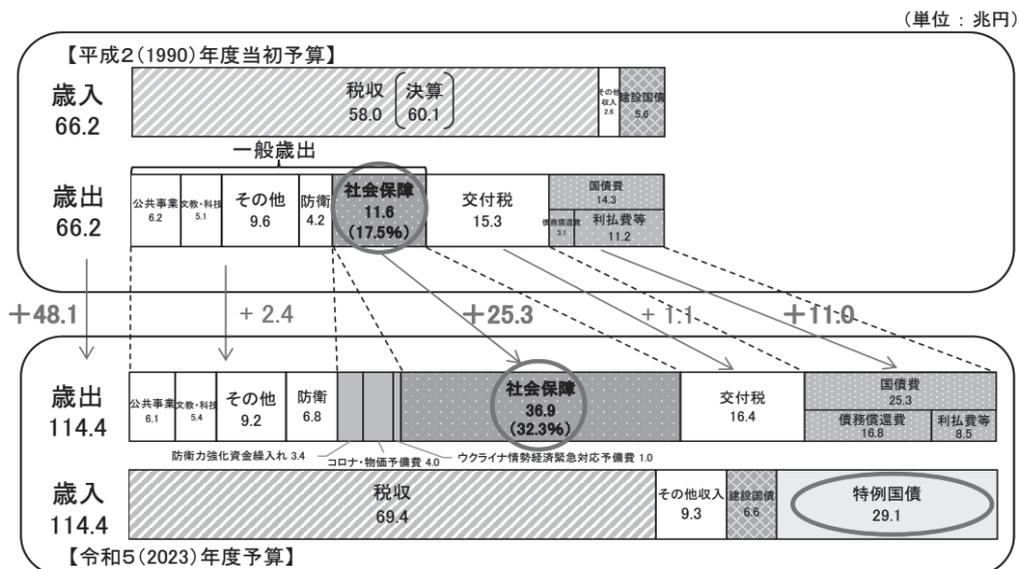
### 6. 財政政策の対応

次に、これまでの財政政策についてみると、日本政府の債務残高は他の先進国と比べ膨大なものとなっている。国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(2023年4月)によれば、2023暦年の日本政府の債務残高の対GDP比率は258.2%となっており、G7諸国の中で頭抜けて高くなっている(次に高いのはイタリアの140.3%、一番低いのはドイツの67.2%)。

バブル崩壊後、確かに累次に亘り経済対策が打たれてはきたが、財政赤字の拡大の一番の要因は実は社会保障制度に対する国費の投入増と、それを賄うための国債発行に伴う費用増であった。

赤字国債が発行されなかった最後の年度である1990年度の当初予算と2023年度のそれとを比べると、歳出面で特に増えているのは社会保障(1990年度11.6兆円→2023年度36.9兆円)と国債費(同14.3兆円→25.3兆円)である(図3)。歳入面の2023年度の赤字国債発行は29.1兆円であり、これは社会保障と国債費の増加額の約8割に相当する。このように、現在生じている毎年

図3 財政赤字拡大の主因



(注)括弧内は一般会計歳出に占める社会保障関係費の割合。

[出所] 財務省「日本の財政関係資料」(令和5年4月)

度の財政赤字は、主として社会保障費への国費投入と過去の財政赤字を賄うために発行されてきた国債の償還、利払いのための費用の増加によって生じていると言える。

年金、医療、介護といった社会保障関係の歳出は、歳出を続けない限り需要は追加されず、またそれは日本経済の潜在成長力を構造的に強化するものでは必ずしもない。他方、公共事業、文教・科学技術といった、日本経済の供給構造に影響を与え得る歳出は、この30年余りの間、ほとんど増加しておらず、成長基盤の整備のための財政支出はむしろ絞り気味に推移してきたとも言えるのである。

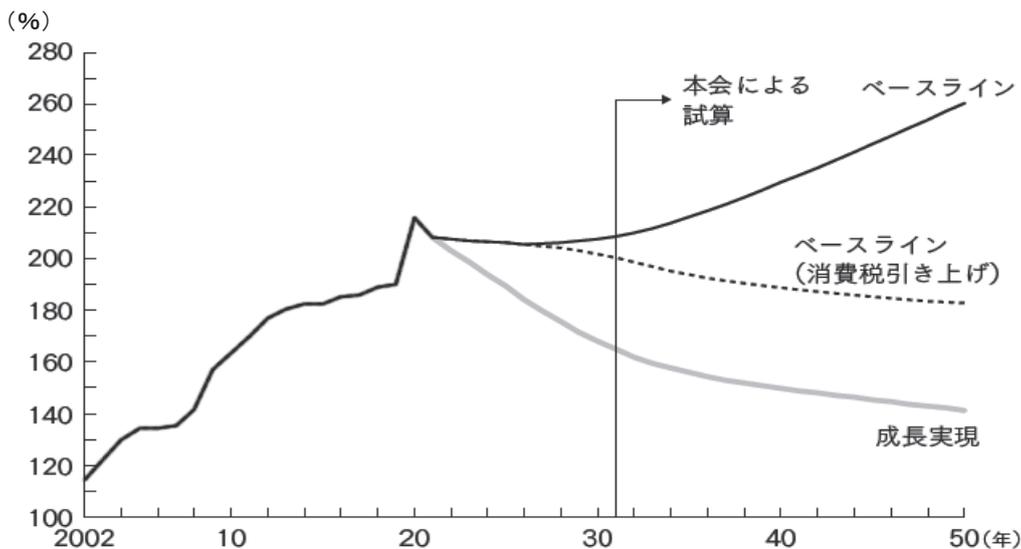
財政政策に関しては、以上のようなかたちで総需要刺激が続けられてきたが、それは、構造的に総需要と総供給のバランスを改善させてきたとは言えず、したがって、持続的に需給ギャップを小さくさせる力を生み出すまでに至らなかったと評価できるのではないだろうか。

ところで、そうしたかたちでの財政赤字によって積み重ねられてきた政府債務の残高の大き

さは、将来的な財政運営の持続可能性に対する懸念を生む可能性がある。というのも、政府の税収は名目 GDP と密接に関係しているので、債務残高の対名目 GDP 比率が発散すると予想されるに至った場合には、将来のいずれかの時点で政府による金融市場での国債発行に支障が生じるかもしれないからである。収入以上に債務残高が増えていく主体に対し、金融市場はどこかで与信を止める可能性がある。

この観点からは、政府の債務残高の対名目 GDP 比率の信頼できる長期的な予想が重要になる。「独立財政機関」の必要性がしばしば議論されているが、その機能として期待されることのひとつがそうした予想の提示である。現状、今後30年間、2050年を視野に入れた予想は政府からは提示されていないが、公益財団法人経済同友会が2021年に試算を示している（図4）。それによれば、現在の諸制度をそのままとすれば、高齢化の進展に伴う社会保障関連の歳出増から、政府債務の対名目 GDP 比率は、2030年代以降、発散経路に入る。こうした予想が広く

図4 経済同友会による政府の債務残高の名目 GDP 比率の長期予想



(出所) 公益社団法人経済同友会「持続可能な財政構造の実現に向けて～長期の経済財政試算を踏まえて～」(2021年5月)

(注) 上図のベースライン・ケースおよび成長実現ケースは2021年1月時点の内閣府の想定と同じ。ベースライン・ケースでは、2030年度の名目GDP成長率+1.0%、名目長期金利1.5%等を仮定。また成長実現ケースでは、同+3.2%、3.0%等を仮定。ここでの消費税率引き上げケースとは、2026年度から2034年度まで毎年1%ずつ引き上げ最終的に19%とする場合(経済同友会の試算)。その場合に、公債等残高対名目GDP比が安定化するとしている。

金融市場で共有されるようになれば、まずは長期金利に上昇圧力が加わり、そうした状況の是正の展望が拓けない場合、急騰といった事態も否定できない。

## 7. マクロ的な総需要刺激の限界

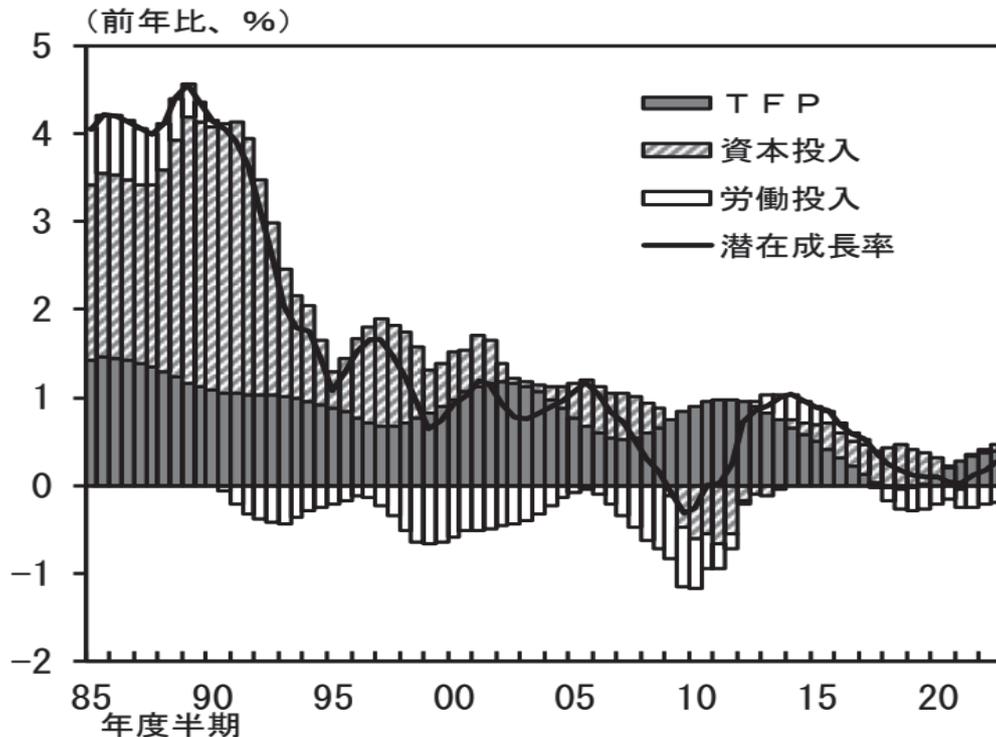
以上みてきたように、バブル崩壊後の日本経済には、その供給構造の変化を促す力が波動的に加わってきた。それに対し、金融・財政のマクロ安定化政策は、基本的に総需要を刺激する対応をとってきたが、それでは十分に需給ギャップをタイト化することはできなかった。そのため、日本銀行が目標とする2%のインフレを持続的に実現する経済環境にもならなかったし、潜在経済成長力の底上げも実現されなかった。その下で、日本経済では停滞感が払拭できない時期が続いてきたのである。

マクロ経済の潜在成長率を考える際には、労働投入、資本投入、技術進歩の3つの要素から推計が行われることが多い。日本銀行の推計に

よれば、日本の場合、1980年代には4%程度であった潜在成長率は、足元では1%以下に低下している（図5）。その原因としては、まず、法令上の労働時間の短縮と高齢化の影響から、労働投入の寄与が減少に転じていることがある。また技術進歩による寄与も、傾向として低下している。しかし、何といたっても目立つのは、資本投入の寄与が大きく低下していることである。資本投入は、企業による設備投資を反映するものであり、この30年間余り、傾向的に企業の設備投資が不活発化したことが潜在成長率の低下に大きく影響しているのである。技術進歩による寄与の低下も、結局は企業の研究開発活動が十分でなかったことが反映されているのかもしれない。

総需要を刺激し、需給ギャップが構造的に引き締まる環境を実現し、その下で2%のインフレ目標も達成されるというのが、この間の金融・財政のマクロ安定化政策の狙いであったはずである。そうした状況には至らなかったのである。

図5 日本経済の潜在成長率



(出所) 日本銀行

(注) 日本銀行スタッフによる推計値。2022年度下半期は、2022/4Qの値。

[出所] 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2023年4月)

が、さらにその先に、そのような経済環境が日本経済を活性化させ、潜在成長率を引き上げ、停滞感が払拭されるという姿を描いていたに違いない。

持続的な2%のインフレを実現する構造的な需給ギャップの引き締めりと、潜在成長率の上昇の関係はどう考えれば良いだろうか。既に述べたように、今後の日本経済の成長のためには企業の投資活動の活性化が不可欠と考えられる。それは、単位時間当たりの労働投入における資本装備を引き上げることになる。それが生産性を改善させるのである。潜在成長率の上昇は、そうした過程全体を通じて実現される。構造的な需給ギャップの引き締めりは、どの様にしてその過程を可能にするのだろうか。

構造的な需給ギャップの引き締めりは、日本経済が直面する持続的な有効需要に対応した効率的な供給力が存在する状態で実現するはずである。国内の消費需要は、高齢化・人口減少の影響から全体の大きさが力強く拡大していくことは期待できない。高齢化・人口減少は、ある意味、消費飽和的な状況になっていることでもある。したがって、企業側でこれからの国内市場で有効な需要に焦点を当てたビジネスへの転換ができていくかどうかは重要になる。

一方、海外の需要は、新興国経済の目覚ましい発展の結果、日本企業がそれら国々の企業と競争する分野が拡大の一途を辿ってきた。ヒト・モノ・カネが国境を越えて自由に動けるグローバル化の下で、新興国の企業と同じ財を国内で生産しようとする、それに従事する国内労働者の賃金は新興国のそれに引っ張られざるを得ない。そうした分野から、新興国ではなお生産ができない財の生産、あるいはサービスの供給へとビジネスの転換を進めない限り、企業活動におけるコスト引き下げの圧力からは逃げられない。

以上のような、日本企業が直面する有効な需要の変化に対応するビジネスの転換は、労働者の失業、企業の倒産といった摩擦を生むもので

あり、その過程は決して容易なものではない。バブル崩壊後のこれまでの期間、上述の3つの構造変化を促す力が波動的に強力に作用した結果、有効な需要の変化はかなり急速なものであった。その結果、歴史的にみれば相当強力な総需要の刺激が行われたにも関わらず、供給構造の転換にはなお時間がかかり、それが長く続く停滞感を生んできたと考えられる。

ではどうすれば良かったのかという問題が残る。後知恵としては、以上のような供給面の構造変化の重要性をもっと明示的に意識した政策対応であるべきだったということが言える。金融政策について言えば、金利の水準、中央銀行による流動性の供給量に焦点が集まってきたが、そうした緩和的な環境の下で、金融機関による金融仲介を通じて日本経済の供給構造の転換が効果的に促進されたかという点の確認も重要だったはずである。供給構造の転換とは、新しい分野への労働、資本といった経営資源の投入であり、それは常に資金需要を伴う。その過程が金融仲介によって最大限サポートされているかという点を常に意識する必要があるだろう。

また、財政政策については、歳出の規模に焦点が当たってきた。しかし、潜在成長率の底上げという観点からは、その中味が重要になる。政府が次の成長分野を決めることはできない。しかし、外部性が存在するインフラストラクチャーの整備は公的部門でなければならない。デジタル化、地球環境保全といったことが言われている中で、間違いなく政府が整備しなければならないインフラストラクチャーもあるはずである。さらに、労働・資本といった経営資源が新しい分野にシフトしていく時には、摩擦的にどうしても失業、倒産が発生する。それらに対応するためのセーフティ・ネットの整備もまた政府の役割である。最近、リスキリングということがしばしば言われるが、これもまた供給構造の変化を支えるものであり、教育・訓練の制度的整備がどうしても必要になる。

さらに、財政政策については、現在の毎年度

の構造的な赤字の主たる原因は、歳出と歳入がバランスせず国費の投入が行われている年金・医療・介護などの社会保障制度にあると言える。それら制度の改革により国費の投入を抑制できれば、日本経済の供給面の構造変化を支えるだろう公共事業、文教・科学技術の分野での歳出を増やす余地も広がるのではないだろうか。

金利の水準、流動性の量、歳出の規模などに焦点を当てたマクロ的な総需要刺激だけでは、日本銀行、政府とも、その政策目標を達成できなかったのがこの30年間余りということになる。そうした限界を認識した上で、日本経済の供給構造を、速いスピードで変化する有効な需要に合わせて変えていく点を意識したマクロ安定化政策が大事だと思われる。

## 8. おわりに

デフレからの脱却ということが長らく言われてきた。しかし、過去30年間、ずっとインフレ率がマイナスであった訳ではない。ここでのデフレとは、結局のところ日本経済からなかなか払拭できない不振感のことなのではないだろうか。実際問題、地政学的な環境変化の結果として、交易条件の悪化から日本でもあっさり2%を上回るインフレが実現してしまった。しかし、これは本来の意味でのデフレからの脱却ではないという整理の下で、日本銀行の超金融緩和は継続されていた。さすがに本稿を執筆している時点では限界的に修正する機運も出てきているが、それでも今後とも相当緩和的な金融環境が継続するだろう。

日本銀行の政策委員の大勢見通しによれば、2022年度から4年度続けて2%以上のインフレが続くことになる。本当の問題は、その下で日本経済が元気になるかということだが、最近はその点を賃金の上昇によって確認しようとする議論が多い。現在、マクロ的には賃金の上昇はインフレ率をカバーできておらず、実質賃金は低下している。これが是正され、2%以上のインフレが続く下で、持続的に実質賃金が上昇し

ていくかは確かに注目される。

しかし、そうした実質賃金の上昇を支えるのは、生産性の改善に他ならず、それは、企業の設備投資・研究開発を通じて、投入される労働に対する資本装備の充実と技術進歩があつて初めて可能となる。また、労働力がより生産性の高い分野へと移動していくことも、マクロでみた生産性の改善に繋がる。したがって、2%以上のインフレの下で、そのような企業行動の変化が定着するかということが、実質賃金の持続的改善のためには非常に重要になる。

どうして2%以上のインフレの下でそうした企業行動の変化、それは即ち供給構造の変化に他ならないが、それが起こるのかということについては、なお定説はないように思われる。

例えば、インフレ率が一定以上に高い方が、様々な財・サービスの相対価格を変え易くなり、それが経営資源の再配分をより円滑にするという考え方もあり得る。さらに、資金の配分についても、総額がインフレにより増えていく過程で行う方がより弾力的に行えるという仮説もあるだろう。いずれにせよ、何らかの理由でインフレ率が一定以上に高い方が、労働、資本といった経営資源の再配分がより円滑になるということが言えないと、2%インフレを目指す積極的な意味付けができないのではないだろうか。

これまでは、世界標準だから、あるいはマクロ経済に大きなショックが入った時の糊代としてという説明が2%のインフレ目標の根拠として挙げられてきたが、交易条件の悪化という悪いインフレの下にあつて企業活動の活性化が観察されるのであれば、もう一步踏み込んで積極的に一定以上のインフレの効用を説明する理屈があつても良い。

ところで、日本では2%インフレの目標は高過ぎるという議論がなお聞かれる。しかし、過去30年間を振り返ると、1%程度のインフレでは、マクロ的に大きな需要ショックが入ると、その後、結局マイルドなデフレに陥ってきた。マイルドではあつても繰り返されてきたデフレ

が、この間の企業活動を保守的に過ぎるものにしてきたのであるとすれば、やはり2%より低いインフレを受け入れていたのでは、これまでと同じことが繰り返されはしないだろうか。

きっかけはともかく、2%を越すインフレを経験している状況だからこそ、長期的な物価上昇率の期待を2%程度で安定させることが現実のものとなり、またそれが望まれるのではないだろうか。これに対しては、原因はどうであれインフレで国民が困っている時に超金融緩和を全く変えない金融政策運営に批判の声も出ている。この点については、過去30年間、方向として金融政策を緩和し続けてきたことが影響している可能性があるように思う。

金融政策は、本来、その機動性がマクロ経済の安定に資するところが大きい。景気循環に沿って、拡大期には引締め気味になり、縮小期には緩和気味になるというのが、景気循環を均すマクロ安定化政策としての金融政策の姿であるはずである。また、外的要因による経済の変動、例えば今回の交易条件の悪化のようなケースにおいても、その機動性を発揮し得る余地はあったはずである。

日本経済から停滞感が払拭されない限り、金融政策を引き締め方向に動かすことはできないとみれば、景気循環の拡大期にあっても金融緩和を強化したり、一時的な為替レートの変動でインフレ圧力が増している時にも金融政策のスタンスを変えることができないことになる。

機動的に金融政策を微調整することは、金融市場参加者がそれを是としないと実現しない。他方、景気の循環を無視して金融市場の緩和的な環境を維持し続けることが、経営資源の再配分を妨げる面もあろうし、資源価格が上昇している時に円安でインフレ圧力を上乗せすることにもなる。日本経済において、状況に応じた弾力的な金融政策スタンスの変更をもっと許容するところがあっても良いのかもしれない。

以上、本稿では、1990年代初にバブルが崩壊して以降、日本経済に波状的に作用してきた、

供給構造の変化を促す①人口動態、②グローバル化、③情報通信技術革命の3つの代表的な力の影響についてみてきた。供給構造の変化は、企業が経営資源の再配置を進めることで初めて可能となる。この間の金融・財政のマクロ安定化政策は、総需要刺激に主眼を置いてその調整過程に対応しようとしてきたが、日本経済が経験した有効な需要の変化のスピードは非常に速いもので、供給面での対応はそれになかなか追いつけなかった。そのため、マイルドなデフレに繰り返し陥り、その下で日本経済から停滞感はなかなか消えなかった。これが、本稿における過去30年間の描写である。2%を超えるインフレを経験している今、企業活動が活性化し、経営資源の再配分が加速することが、長く続いた停滞感を拭い去る上で極めて重要だと思われる。

## 参考文献

- Blanchard, O. (2022). *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. Cambridge, MA: MIT Press. (田代毅訳 [2023]. 『21世紀の財政政策』日経BP 日本経済新聞出版)
- Goodhart, C., & Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. Berlin: Springer International. (澁谷 浩訳 [2022]. 『人口大逆転：高齢化、インフレの再来、不平等の縮小』日経BP 日本経済新聞出版)
- 伊藤修・植林茂・鶴飼博史・長田健編 (2020). 『日本金融の誤解と誤算』勁草書房
- 神津多可思 (2018). 『「デフレ論」の誤謬』日経BP 日本経済新聞出版
- 神津多可思 (2022). 『日本経済 成長志向の誤謬』日経BP 日本経済新聞出版