

# スタグフレーションの処方箋

伊藤元重 東京大学名誉教授



「スタグフレーション」という言葉を聞くのは久しぶりだ。インフレーションとは、通常は景気が過熱しているときに起きるものだが、スタグフレーションでは景気が落ち込んでいるのに物価が上昇を続ける。こうした特異な現象を懸念しなくてはいけないうのは、ウクライナ危機という異常事態の中で、原油・天然ガスや食糧の供給の逼迫が起き、コストプッシュ型のインフレが起きているからだ。

もっとも、現時点でスタグフレーションになっているわけではない。インフレが先行している米国では、雇用の統計などを見る限り、スタグネーション(経済不況)になっているわけではない。日本ではウクライナ危機の経済へのマイナスの影響は気になるが、現時点で消費者物価が顕著に上昇しているわけではない。

今の時点ではスタグフレーションと騒ぐべきではない。物価と景気の両方の動きを注意深く見守るしかない。ただウクライナ情勢は短期間で正常化するようには見えない。戦闘行為が早期に終息しても、西側諸国による経済制裁の影響は長期化し、原燃料の価格高騰が早期に収まるようにも見えない。こうした流れがコストプッシュ型のインフレを長引かせ、景気の後退を伴う可能性は否定できない。

スタグフレーションに直面した時、マクロ経済政策はどのようなスタンスを取るのが好ましいのか。インフレーションとスタグネーションという2つの動きに対応するためには、少なくとも2つの政策を準備する必要

がある。政策目標が2つあれば、政策手段も2つ必要となるという、ティンバーゲン＝マンデルのポリシーミックスの考え方だ。

マクロ経済政策ということでは、金融政策と財政政策の組み合わせをどうすべきか、ということになる。景気過熱による物価上昇という通常のインフレーションであれば、話は簡単だ。景気過熱を抑えることがインフレを抑制することにもつながる。財政も金融も引き締めぎみにすればよい。

しかし、インフレと不況の組み合わせということになると、財政政策と金融政策の方向を逆にすることが必要となる。常識的に考えれば、インフレを抑制するために金融は引き締め気味に、そして不況への対応として財政は景気刺激の方向に活用するというところだろう。インフレを抑えるために財政を引き締め、景気を刺激するために金融を緩和するという組み合わせは考えにくい。

問題はこうしたポリシーミックスでどこまでスタグフレーションに対応できるのかということだ。

まず金融政策だが、資源価格の高騰などで物価が上昇している時、金融引き締めで効果がどこまで期待できるか分からない。ただ、これまでデフレへの対策として極端なまでに金融緩和を続けてきたが、インフレが顕在化すればそうした金融緩和のスタンスを変更しなくてはならない。インフレが起きているときに、マイナス金利、イールドカーブコントロール、量的緩和の継続、ということにはならないだろう。

もちろんすでに述べたように現時点で日本のインフレが深刻になっているわけではない。ただ、物価が上昇を続けるようであれば、10年近く続いた金融政策の超緩和の流れが大きく転換することになる。

では財政政策はどう運営すべきだろうか。スタグフレーションということであれば、財政は刺激気味に運営するということになる。

ここで強調しておきたいことがある。財政・金融のポリシーミックスは、アベノミクスからコロナまでの7年間、金融緩和・財政引き締めで運用されてきたということだ。この時期に金融緩和であったことは言うまでもないが、財政は引き締め方向に推移したと言ってよいだろう。

アベノミクスの前年の2012年には財政赤字は国内総生産(GDP)比で7.6%だったが、コロナ前の19年には3.4%まで減少している。消費税率もこの間に5%から10%に引き上げられている。

財政健全化の実現のために赤字削減が十分なスピードであったかどうかは議論のあるところだろうが、財政引き締め方向で推移してきたことは間違いな

い。スタグフレーションに対応するポリシーミックスは、コロナ以前と財政も金融も逆の方向になることになる。

財政政策についてもう少しコメントしよう。コロナ危機までは財政は引き締め気味で来たが、コロナ禍の中で大規模な財政支出が続いている。こうしたコロナ禍への緊急対応をいつまでも続けることはできない。コロナ後の財政健全化路線への復帰を模索しなくてはならない。

ただ、コロナ後の経済回復を実現するためには、より積極的な財政政策の活用を求める声も大きい。米国や欧州で、デジタル化や気候変動対応などでの民間投資を刺激するような積極的な財政政策を導入する動きがある。財政政策を活用した産業の活性化という意味で、財政政策と産業政策の組み合わせということになる。

スタグフレーションへの対応として財政刺激がどこまで即効性があるかは疑問であるが、コロナ禍そしてウクライナ危機と続いて弱体化した経済を立て直すためには、より踏み込んだ財政政策の活用が必要となるだろう。

\*この記事・写真は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断転載、複製を禁じます。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から22年3月まで学習院国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務めた。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身。