

書評

Charles Goodhart and Manoj Pradhan [2020]

*The Great Demographic Reversal:
Ageing Societies, Waning Inequality,
and an Inflation Revival*

(Palgrave Macmillan)

渡部 亮

本書はマクロ経済の本格的実証分析であると同時に、副題が示すように、将来の物価上昇や金利上昇、所得格差縮小などを大胆に予測した刺激的な好著である。政府負債の増大という問題に関しても政策的処方箋を提示している。本書の基本的な枠組みは頑強であり、金融資本市場に対する含意も大きい。

著者の一人 Goodhart は LSE 名誉教授でイングランド銀行の金融政策委員（外部独立委員）なども務めた著名なエコノミストである。共著者の Pradhan はモルガンスタンレーの役員を務めた後、現在はコンサルティング会社を経営している。

標題の Great Demographic Reversal（人口動態の大逆転）とは、低インフレや低金利のもとで安定成長が続いた時代が終わり、今後はインフレと金利上昇が進行するといった意味である。換言すれば、2000年代から2010年代にかけて一世を風靡した Great Moderation（大安定）や Global Savings Glut（世界的貯蓄超過）が終焉したという判断である。なぜ大逆転が起きるかということ、最大の理由は、世界レベルで労働力人口がこれまでの増加から減少に転じることである。それと同時にグローバリゼーション

の終焉も大逆転の理由である。

通常の経済モデルは、人口動態や人口構成の変化を前面に持ち出すことはせず、人間は労働投入物として物理的に扱われてきた。それを覆したという点でも本書は画期的と言える。

1. 大逆転の前夜

18世紀の産業革命以降、第二次世界大戦までの約250年間における西欧、特に英国の物価や金利の歴史を振り返ると、戦争や飢饉の影響によって変動したものの、その変動幅は相対的に小さかった。本書には引用がないが、Sidney Homer 著 *A History of Interest Rates* によると、英国のコンソリ国債の利回りは、18世紀末の6%をピークに19世紀末（1897年）の2.25%までほぼ一貫してなだらかに低下した。その後20世紀に入ると、第一次大戦直後の1920年に5.32%まで一度上昇した後、第二次大戦直後の2.5%まで再び低下した。

しかし1950年代から1980年代初めまでの約30年間には、物価と金利が大幅に上昇した後、1980年代から2010年代までの約40年間には、逆にはほぼ一貫して大幅に低下した。米国の10年債

利回りでいえば1980年代初頭の12~13%をピークに2020年には1%以下にまで低下した。

著者達は、今後はこれまでの低インフレと低金利が大逆転し、上昇に転じると予想する。この予想の論拠は本評の第3節以降で述べるが、その前に過去40年間における低インフレと低金利の状況を振り返ってみよう。

この40年間のうちでも1990年代以降リーマン危機（2008年）が起きるまでの約20年間は、世界経済の黄金時代であった。その最大の要因として著者達が強調するのは、中国や旧東欧諸国の改革開放に伴う労働供給の増加である。著者達は、このプラスの労働供給ショックを「sweet spot を打ち当てた」と表現するが、これを日本的表現で言えば「人口ボーナス」といった意味であろう。

2. 大安定時代

「労働供給ショック」ないし「人口ボーナス」は、中国や旧東欧諸国だけではなく、先進国の側でも起きた。というのは、第二次大戦後に生まれたベビーブーム世代が労働力として円熟期に入り、しかも女性の労働市場参加率が上昇したからである。このベビーブーム世代は2010年代には退職年齢に達したが、そのなかには定年延長によって労働市場に残留した者も多い。そのため先進国の側でも従属人口比率(dependency ratio)が上昇せずに済んだのである。

中国や旧東欧諸国における労働供給増加およびその恩恵は、グローバル化と表裏一体の関係にあった。2001年に中国が世界貿易機関(WTO)に加盟し、世界貿易が増加した。単に低価格製品が先進国へ流入しただけでなく、先進国企業の製造工程が中国を始めとする

新興国にアウトソースされて、グローバルなサプライチェーンが形成された。新興国の安価な労働力が有効活用されたわけである。さらには移民労働者の先進国への流入が労働市場に大きな影響を与えた。例えば英国では、それまで非効率だった飲食、クリーニング、住宅の修理などのサービス業に外国人労働者が従事するようになり、高品質で低価格のサービスが供給されるようになった。

こうしたことの結果、先進国側では労働組合の組織率が低下し、労働者の交渉力も弱くなって賃金上昇率が低下した。先進国の労働者の所得は増加せず、先進国内で所得格差が拡大した。同時に先進国企業のサプライチェーンの一翼を担う新興国の労働者の所得が増加して、新興国の労働者と先進国の労働者との間の所得格差は縮小した。また新興国の製造業企業（国有企業を含む）の利益を取り込んだ欧米金融業（銀行や投資ファンド）が繁栄した。換言すれば、新興国の製造業企業は欧米諸国向け輸出を拡大させ、それによって獲得した余剰資金を先進国へ還流させた。そして欧米の金融業者は還流した資金を政府や企業に貸し付けることによって利益をあげた。その間、先進国の製造業は衰退し労働者の所得も低迷したが、金融業者やIT関連企業の経営者、技術者（頭脳労働者）は高所得を享受した。

「労働供給ショック」は世界的な低インフレや低金利をもたらし、低金利による株価や不動産価格の上昇によって、フローの所得格差だけでなくストックの資産格差も拡大した。リーマン危機までは大安定(Great moderation)のもとで格差問題は表面化しなかったが、リーマン危機以降、世界経済は低成長、格差拡大、負債増大といった三重苦に陥り、2016年の英国の

EU 離脱の国民投票やトランプ政権誕生によってポピュリズムが一気に表面化した。

3. 従属人口比率の上昇

今後は出生率の低下と高齢化によって従属人口比率が上昇し、政府財政や家計の貯蓄行動に大きな影響を及ぼすであろう。

まず高齢者医療や介護に要する費用は増大し続ける。首から下の病気、たとえば癌や心臓病は理論研究と臨床治療の双方が進歩し、入院期間が短くなり治癒の可能性も高くなった。しかし首から上の頭脳の病気、特に認知症やパーキンソン病の研究や治療は遅れている。肉体が丈夫になって高齢化すると、その分ますます認知症患者数が増加して、入院や介護の期間も長期化する。そうした皮肉な事態が発生しつつある。認知症は単に医療費の増大だけでなく、介護施設や介護士などに対する費用負担を高める。人工知能やロボットも、介護の質的向上という意味では役に立たない。

従来の先進国では、親（本人）が概ね50代になると子供が成人になり養育負担が軽くなった。その一方で本人の親（老父母）の介護負担はそれほど大きくなかったので、本人は自分自身の老後のために貯蓄に励む余裕があった。しかし今では結婚年齢や出産年齢が高齢化したため、子供の成人化も遅れ、ようやく子供の養育が終了したすぐその直後に、今度は老父母の介護負担が発生するので、貯蓄に励む期間が短縮している。このことは家計貯蓄率の低下を意味する。

人口動態の変化にグローバリゼーションの終焉が重なると、経済に様々な影響が及ぶ。中国でも一人っ子政策の影響で従属人口比率が急上

昇しつつある。農村の余剰人口が都市部に流入するといった人口ボーナスも消滅する。また米中貿易摩擦によって中国からの人、物、金の移動が制限される。中国が世界の工場であった時代が終わり、世界全体のサプライチェーンが中国市場向けと先進国市場向けとに二分され、後者はベトナムなどの南アジアとメキシコなどの中南米諸国に移管される。そのため従来のスケールメリットが失われ、製品の供給コストが上昇するであろう。

4. インフレ率の上昇

従属人口比率の上昇は、生産者（労働者）の減少と消費者（退職者）の増加を意味するので、物価上昇要因となる。

まず労働力人口の減少は、労働者の交渉力強化によって賃金上昇圧力を高めるが、これはコストプッシュ型のインフレ要因となる。また消費性向の高い退職者数の増加は、需要超過による物価上昇を引き起こす。これはデマンドプル型のインフレ要因である。インフレ率上昇というときに、著者達は5~10%程度のインフレ率を念頭に置いているようだ。

こうしたことに加えて、政府の負債増大もインフレ気運を醸成するであろう。というのは、民間部門の貯蓄超過（資金余剰）は減少するが、増税や歳出カットはむずかしいので、政府部門の資金不足（財政赤字）は減少しないからである。すでに政府負債（国債発行残高）のGDP比は、大戦時の例外を除けば、前代未聞の高水準にある。その政府負債を削減する唯一の現実的方法は、インフレによる負債の実質価値削減であろう。つまりインフレを許容する社会的政治的風土が醸成されるのである。インフ

レは「スローモーションの債務破棄 (repudiation in slow motion)」とも言われ、究極の金融圧縮 (financial repression) である。インフレによって、先進国のベビーブーム世代 (退職者) と新興国の富裕者が蓄積してきた金融資産の実質価値が減少するわけである。

なお著者達は「インフレは貨幣的現象である」とするマネタリストの見解には与しない。マネタリスト的見地からすると、1950代から1970年代にかけての大インフレの原因は、第二次世界大戦後に金本位制度が管理通貨制度に切り替わり、拡張的な財政金融政策によって貨幣供給量が急増したためであった。そして1990年代以降にインフレが収束したのは、その大インフレの経験を踏まえて、中央銀行が財政当局から独立して慎重な金融政策 (貨幣供給量管理) を実施したためだとする。

しかしインフレが貨幣的現象であるとするれば、最近までの量的金融緩和政策などによってインフレ率がすでに上昇しているはずである。しかしインフレ率は上昇していない。この点に関しては、政策金利のゼロ下限制約 (非負制約) が金融政策の機動性を阻害しているという議論もある。しかしゼロ下限制約の問題が発生するのは自然利子率 (実質金利) がマイナスの場合である。そして自然利子率がマイナスになっているとすれば、それは、人口動態や技術進歩など実物的要因に起因する貯蓄投資バランスの変化によるものであり、貨幣的要因によるわけではないであろう。そこで次に金利決定要因としての貯蓄投資バランスの今後の動向を本書に従って予測してみよう。

5. 実質金利の上昇

著者達によれば、今後は人口動態の変化を反映する形で貯蓄投資バランスも変化し、それによって実質金利が上昇するという。もちろん世界全体としての貯蓄と投資は、事後的には均衡 (バランス) するが、その場合でも事前的な意味での貯蓄と投資は乖離する。ここで問題とするのは、事前的な意味での貯蓄投資である。

まず家計貯蓄率は高齢化によって低下するであろう。平均余命の長期化ほどには定年 (労働によって収入を得る期間) は延長されないし、高齢化につれて医療や介護関係の支出が嵩むので、所得が減少しても消費は減少しない。また中国でも、一人っ子政策の結末 (頼りになる子供の不在) や公的年金の不備に不安を懐いた人々が従来は貯蓄に励んできたが、今後は高齢化によってその貯蓄を取り崩すようになる。中国の経済成長率の低下によって、産油国のようにこれまで中国向け原材料輸出によって黒字を蓄えてきた国々の貯蓄も減少する。

次に民間企業部門の貯蓄超過 (資金余剰) も、今後は減少すると予想される。本書の第5章に記されているように、1990年代以降 GDP に占める企業利潤の割合 (資本分配率) が上昇したが、その間企業設備投資の GDP 比率は上昇しなかった。そのため企業の資金余剰が増加した。

企業の資金余剰とは一定期間内のフロー概念であり、GDP 統計では企業貯蓄 (留保利益) と固定資本減耗 (減価償却費) の合計から設備投資などの実物投資を差し引いた貯蓄超過 (純貯蓄) を意味する。また資金循環統計では企業部門の金融資産の増加分から同部門の負債の増

加分を差し引いた金融資産純増を意味する。ふたつの統計では金額が少し異なるが、貯蓄超過（GDP 統計）と金融資産純増（資金循環統計）とは概念的に一致する。

設備投資がこれまで不活発であった理由として著者達があげているのは、第一に、巨大企業の市場支配力が強化されたことである。すなわち企業は設備投資による内生的成長よりも、低金利によって調達した資金を使って競争企業や新興企業の買収を盛んに行った。第二に、情報通信技術の革新を受けて研究開発投資や人的投資が行われたが、それらの投資は部分的にしか資産化されず、大半が当期費用として処理された。通常は当期収益に貢献する支出（例えば原材料費）が費用計上され、将来収益に貢献する支出（設備投資）は資産計上される。研究開発投資は部分的に資産計上されるが、人的投資関連の支出は費用として処理され、設備投資とはみなされない。

設備投資が不活発であった第三の要因は、株価連動型報酬（ストックオプション交付）の増加を目論む経営者による高株価経営である。営業キャッシュフローを設備投資ではなく株主還元（増配や自社株買い）に充当する財務戦略（高株価経営）が流行したのである。第四に、安価な労働力が存在したので、先進国内で設備投資によって資本装備率を高めるのではなく、新興国に生産をアウトソースしたり低賃金の労働者を使ったりして生産した。

以上のような理由から有形固定資産投資（設備投資）が不活発だったことが企業部門の資金余剰を増加させ、低金利が持続する要因となった。しかし今後賃金が上昇するとすれば、労働節約的な設備投資を実施して資本装備率を高め、労働コストの上昇を抑制するようになるで

あろう。その分企業部門の資金余剰が減少するというのが、著者達のメインシナリオである。

6. 実質金利上昇の拮抗力

貯蓄投資バランスの逼迫に対しては、反対論もある。例えば長期停滞論（secular stagnation）は、企業の資金余剰を含め世界的な貯蓄超過が持続することを主張する。なぜなら経済成長の展望が開けないので、企業設備投資は今後とも低調に推移すると考えられるからである。労働節約的な設備投資が活発化するとしても、基調的な低成長下では生産能力拡張型の設備投資は低調に推移するであろう。また市場支配力を強めた巨大企業は、独占的利益の温存によって貯蓄超過（資金余剰）を維持し、家計も年金削減の不安などから貯蓄を続ける。

しかし著者達は、この長期停滞論には与しない。今後企業と家計の資金余剰は減少するが、それに対応する形では政府部門の資金不足（財政赤字）が減少しないので、このことが実質金利の上昇要因となるとする。つまり世界的貯蓄超過（Global savings glut）の時代に実質金利が低下したのとは逆のことが起きるとする。世界的貯蓄超過時代には、民間部門の資金余剰を相殺するほどには財政赤字が増加しなかった。特に米英では、新自由主義のイデオロギーが均衡財政を主張したからである。そのため実質金利が低下したが、今後は民間部門の資金余剰の減少に対応する形では財政赤字が減少しないので、実質金利が上昇すると論じる。

実質金利の上昇は、株式のリスクプレミアムが一定であるとすれば益利回りの上昇を意味するので、株価に対してマイナス要因となるであろう。特に実質金利の上昇が貯蓄率の低下によ

る場合には、そうした傾向が強く現れるであろう。ただし実質金利の上昇が設備投資の増加による場合には、将来の利益見通しが好転してマイナス要因が多少は中和されるかもしれない。

7. 大逆転が起きないケース

それではそもそも大逆転が起きないという立論は成立しないのであろうか？この点に関して著者達は、次の3つの立論の妥当性について留意している。

第一の立論の根拠は、日本経済の状況である。日本は世界一の高齢者大国であり政府負債も膨大だが、現在までのところインフレと金利上昇に見舞われていない。この点に関して著者達は、日本を閉鎖的な自給自足経済とみなすのは間違いであり、日本企業、特に製造業は直接投資や海外への生産移管によって、新興国の人口ボーナスを積極的に謳歌してきたと論じる。日本企業は、1980年代から90年代にかけて円高によって大打撃を受けたが、その打撃を克服するために対外直接投資に乗り出した。そのことが2000年代に入って進出先現地での安価な労働力の有効活用といった形で恩恵をもたらした。だからこそ高齢化や政府の負債増大にもかかわらず、日本はインフレにも金利上昇にも見舞われずに済んだ。グローバル化や人口ボーナスの恩恵に浴していたという意味で日本経済は例外でも特殊でもなく、今後は他の先進国の場合と同様に、日本も大逆転に巻き込まれるというのが著者達の主張である。

大逆転は起きないとする第二の立論の論拠は、フィリップス曲線が非可逆的に水平化し下方シフトし、自然失業率（労働者が賃上げを要求できるようになる失業率の臨界点）も恒久的

に低下したという判断である。この点に関しても日本が好例で、失業率は低水準だが賃金は上昇していないではないか？ちなみにIMF統計によれば、1990年以降の日本の失業率はピーク時の2002年でも5.4%が最高水準であり、他の先進7カ国(G7)のなかでも際立って低い。米国はピーク時(2010年)に9.6%、英国は10.4%(1993年)、ドイツは11.0%(2005年)の失業率を記録した。低失業率にもかかわらず日本では賃金が上昇していない。

著者達によれば、日本では終身雇用のもとで雇用が保障され、不況期には解雇よりも労働時間の短縮によって苦境を凌いだ。また製造業が海外生産に転出した後の日本経済の中核は、効率の低い非製造業やサービス産業であって、労働者の賃金交渉力が弱かった。しかしながら、もはやこうした状況が今後も続くという保証はないというのが著者たちの立場であって、日本も大逆転の渦中に巻き込まれるであろうとする。日本以外の国では、今後労働需給の逼迫によってフィリップス曲線は元の縦長の形状に戻るが、日本も例外ではないと論じるのである。

大逆転が起きないとする第三の立論の論拠は、中国に代わってインドやアフリカ諸国があらたな労働力供給源として登場するというものである。その点は著者達も部分的に同意するが、移民労働者の受け入れに関しては先進国の側での反感が強いので、それも限度があるであろうとしている。

次に金利上昇が起きないケース（可能性）として著者達が想定するのは、①家計や企業の資金余剰（貯蓄超過）の存続、②いっそうの定年延長や年金カット、③増税による財政赤字削減などである。実際中国では急激な高齢化と社会保障の不備で家計貯蓄率が上昇したし、ロシア

では定年延長が政策課題となっている。しかし先進国の場合には、フランスのマクロン大統領の改革失敗にみられるように、定年延長や年金カットは政治的に難しい。

結局のところなんらかの増税策を打ち出さなにかぎり、民間部門の資金余剰の縮小によって金利が上昇するであろう。しかし増税とは言っても所得税や法人税の増税は難しいので、今後は法人売上税、資産課税、温暖化ガス排出税などが組上に上がるであろう。この点は本書の13章で詳述されている。実際に英国予算責任庁や米国議会予算局の見通しでは、両国の基礎的財政収支赤字は、2040年には対GDP比で5%に達する見込みである。こうした状況のもとでは、当然増税案が組上に上るであろうが、しかしそれも不十分で、結局金利上昇が起きるであろうと著者達は予想する。

8. 負債の罠

上記の3つの立論とは別に、著者達が大逆転に代わる代替シナリオとして想定するのは、負債の罠に陥ったまま、そこから脱出できないケースである。つまり近い将来急激なインフレや金利上昇を回避できたとすれば、それは現状のような低成長、負債増大、格差拡大という三重苦に甘んじた状況が続くケースであろう。それを著者達は「負債の罠」と呼んでいる。

負債の罠とは次のような状況である。まずリーマン危機後の不況を克服するために中央銀行による低金利政策や量的緩和政策が実施されたが、経済成長率は上昇せず、むしろ低金利を利した負債資金調達が発達した。政府財政面では、医療費や年金給付などの義務的経費が増大したが、低金利のもとでは政府の利払い負担

が増加しなかったため、継続的な国債発行による負債増加が可能であった。国債を増発してもクラウディングアウトによる金利上昇は起きず、民間企業の負債資金調達も妨害されることはなかった。非金融企業は負債によって調達した資金を使って配当や自社株買いなどの株主還元を行った。

また投資ファンドのような非銀行金融仲介機関(non-bank financial intermediaries)が、低金利による負債資金調達によって金融資産投資を活発化させた。低金利下での利回り追求(search for yield)を迫られた年金基金や保険会社(伝統的機関投資家)も、投資ファンドに資金提供した。低金利がレバレッジを高めた結果、財務リスクが高まり、コロナ危機勃発直後の2020年3月には資本市場が危機に瀕した。そこでFRBを始めとする中央銀行が資産購入計画(負債支援策)を実施して、国債、資産担保証券、社債など巨額の金融資産を購入して危機を封じ込めた。そのため低金利が継続し、再度負債が増大するという悪循環に陥った。

今後こうした負債の罠が半永久的に続くといった想定は可能である。その先例が低インフレ、低金利、低成長のもとで政府の負債が膨張を続ける日本経済かもしれない。ジャパニフィケーション(日本化)と呼ばれるこの現象は、負債の罠そのものである。

負債の罠から脱却するためには、理屈上では経済成長率を高めることが解決策となるが、労働力人口の減少や生産性上昇率の低さを考慮するとそれも難しい。例えば人工知能やロボットの活用によっても、介護やヘルスケアの生産性を高める余地は限られている。ただし、負債の罠が続く場合でも、人口ボーナスはなくなるので賃金は上昇するであろう。

9. 中央銀行の独立性

ここで大逆転が起きるとする著者達のメインシナリオに戻る。今後予想されるインフレ率の上昇は、名目金利の上昇を引き起こすであろう。確かに短期の政策金利は低位に固定できたとしても、長期金利はインフレ率に応じて上昇するであろう。中央銀行が金利上昇を抑圧しようとするれば、金融政策の独立性が問われる。量的緩和の結果、政府負債の平均残存期間が短期化しているのだから、金利上昇は政府の利払い負担を急増させる。したがって中央銀行は財政当局から圧力を受け、厳しい立場に立たされるであろう。

著者達は中央銀行の独立性が低下することを懸念する。リーマン危機までは中央銀行と財務省は蜜月関係にあった。中央銀行は物価安定の手腕を賞賛され、経済界におけるスーパースターの存在であった。しかし今になって振り返れば、物価安定は中央銀行の手腕によるというよりも、人口ボーナスとグローバリゼーションの賜物であった。実際大金融危機以降になると、インフレ率を2%に引き上げることができない中央銀行が批判されるようになった。そして今後は、大逆転が起きインフレになっても、政策金利の引き上げを躊躇する中央銀行が、別な形で批判の矢面に立つであろう。

10. 大逆転と所得格差

大逆転は所得格差にも影響を与える。所得格差拡大の原因に関しては、従来からいくつかの仮説が提起されてきた。第一は、トマ・ピケティ著『21世紀の資本』に代表される「格差拡

大不可避説」である。それによれば、平常時には資本利益率 (r) が経済成長率 (g) を上回るのが常態である。そして一般的労働者の賃金上昇率は経済成長率 (g) 並みにしか上昇しないので、資本所有者の所得増加率 (r) が賃金上昇率 (g) を上回るのが不可避だとする。例外的に1914年から1979年までの期間には所得格差が縮小したが、それは两次世界大戦間の大恐慌、社会保障制度の導入、米ソ冷戦、さらには第二次大戦後のインフレといった特殊事情によるものであった。そうした特殊事情が1990年代以降になると解消され、もとの $r > g$ の関係に戻ったというのが、ピケティの説である。

第二の仮説は技術革新説である。技術革新の影響を最も強く受けたのは、ホワイトカラーの事務職や工場労働者であった。彼らは従来の中産階級を形成していたが、彼らの職がロボットやコンピューターによって代替されて、中産階級が空洞化した。その結果高所得者と低所得者に二極化したことが所得格差を拡大させた。先に述べた日本の低失業率との関連でいえば、日本では中産階級の労働者の雇用が企業内に温存されたため、所得格差が欧米諸国ほどには拡大しなかったのであろう。

第三の仮説は独占資本説である。巨大企業の市場支配力強化（買い手独占）によって労働者に対する企業側の交渉力が強化され、企業所有者（株主）や経営者の所得を高めたとする。第四の仮説は、グローバル化によって新興国へのアウトソースが進み、資本家や経営者が潤ったというグローバリゼーション説である。

著者達は第一の仮説には賛同しない。そして第二、第三、第四は、いずれも労働者の交渉力弱体化という点で共通しており、過去に関しては妥当するが、今後はグローバル化が終焉して

労働者の交渉力が強化されるであろうとする。労働者は将来の物価上昇や増税の可能性を見越して、税引き後の実質賃金を確保するように行動するであろう。このことは、所得格差の拡大にブレーキを掛けるというのが著者達の御託宣である。

本書には記述がないが、これまで相対的に賃金が高かった知的業務で技能の陳腐化が起きることも所得格差解消の一因となるであろう。オートメーションは工場労働者を不要にしたが、人工知能(AI)の進歩はルーティン化した知的労働を不要にする。逆にAIやロボットでは代替できない手作業や介護の仕事に従事する労働者の賃金を引き上げるのではないか。

11. むすび

コロナウイルス感染による経済危機は、人口ボーナス(プラスのサプライショック)とは逆に、労働力や資本財の供給削減(マイナスのサプライショック)を引き起こした。当分の間は需要が低迷するので物価上昇が回避されるが、コロナ危機終了後には急激な需要回復によって物価が急騰する可能性がある。コロナ危機との闘いを戦争に例えれば、終戦後の民生需要回復が戦後インフレを引き起こしたように、コロナ終戦後には物価上昇をもたらすであろう。

すでに量的緩和政策によって銀行部門は巨額

の準備預金を抱えており、需要回復に伴う貸出需要の増大によって貨幣供給量が増加するであろう。それに対して財政金融政策当局の対応は、しばらくの間「事態を静観する」といったものになるであろう。多少の物価上昇はこれまでのデフレーションないしデフレを相殺するものとみなされるからである。また航空やホテルなどのホスピタリティ産業の失業率も急激には回復しないであろう。欧米諸国には大金融危機後の2010年代における「早すぎる過度の緊縮財政」が、その後の経済回復を阻害したという反省もある。そのため今回は、緊縮政策への転換が遅れる可能性がある。

著者達は物価や金利が上昇するケース(大逆転)の代替シナリオとして、負債の罠に陥った現状が継続する可能性を挙げているが、最悪の場合、両者(インフレと不況)が同時進行するケースもあるのではなかろうか?それはスタグフレーション(stagflation = stagnation + inflation)という最悪の事態である。

逆に最良の事態の展開は、技術革新が継続的に価格低下を引き起こすケースであろう。本書からは離れるが、遺伝子解析、ロボット、人工知能、新エネルギーやエネルギー蓄蔵手段の開発、ブロックチェーンといった技術が、輸送、通信、金融サービス、ヘルスケアなどの分野で価格低下をもたらす可能性もある。

(法政大学名誉教授)