



金融庁・証券取引等監視委員会事務局次長
復興庁審議官（金融支援担当） 大森泰人

輸 入エネルギーコストの増加が報じられると、典型的なサラリーマン家計をやりくりした母親の迷いを思い出す。「オイルショック（1973年）を過ぎた頃から、暮らしにゆとりができたわね」。これは、錯覚かもしれないし、そうでないかもしれない。福田赳夫蔵相が「狂乱物価」と呼んだ事態に、労働者はもちろん賃上げを求めたが、上昇幅は一定に抑え、企業利益を確保するとともに、物価を早期に鎮静化した。賃上げを原動力とするコストプッシュ・インフレに苦しんだアメリカに比べ、労使協調が、原油価格急騰による供給ショックを吸収できる日本経済の強みとされてきた。世界中で日本製品が認められ、本格的に売れ始めるのも、オイルショック以降である。

グ ラフの縦軸と横軸にインフレ率と失業率をとり、インフレ率が高い時ほど失業率は低く、失業率が高い時ほどインフレ率は低い右下がりのトレードオフを示す長年の経験則がフィリップス・カーブになる。この関係を前提に、高い雇用水準を目指して経済の総需要を維持するケインジアン思考法を、ミルトン・フリードマンは批判した。転職までの摩擦的失業や欲する仕事が見つからないための自発的失業など、労働市場の構造に起因する自然失業率より低い失業率を目指して財政金融政策を発動しても、インフレ期待が浸透するまでの錯覚期間しか効果がないとする。政策的な需要喚起に応じて雇用と生産は増え、短期的に失業率は下がるが、やがて物価も上昇していると労働者が気付けば、その分を賃上げ要求し、企業は価格に転嫁する。こうしてインフレ期待

が織り込まれるにつれ、失業率は需要喚起前の水準に戻って物価上昇だけが残る（長期均衡フィリップス・カーブは垂直になる）。言い換えると、労働者は賃上げを生活の向上と感じる間は労働供給と消費を増やし、企業は売上げが実質的に増加していると感じる間は雇用と生産を増やすが、賃上げと売上げ増加が物価上昇（生活費と生産費の増加）に等しいと気付けば、物価上昇前の行動に回帰するしかない。せいぜい政府にできるのは、労働市場における求人と求職のマッチング機能を高め、自然失業率そのものを低下させることくらいになる。ケインジアンが短期的効果を中長期的効果と錯覚しているとの批判は、70年代末までの高い失業率とインフレ率が併存するアメリカの病理の説明として、多くの経済学者に受け入れられた。インフレ適応的に期待を修正するモデルは、やがて、直ちに合理的な期待を形成するから政策は短期的にも無効とするモデルに展開し、経済理論が現実との接点を失っていく。

遊 休資源が存在する不完全雇用下では、政策的に需要を喚起しても直ちに供給は逼迫せず物価上昇に反映しないとケインズの洞察を、フリードマンは単に否定して、需要増による物価上昇の影響を指摘しただけにも見える。ただ、歴史上、直ちに供給が逼迫しないから政策的に需要を喚起しすぎて、物価のコントロールが困難になった局面で登場したから、現実説明力に強みが生まれたのだろう。市場経済の自然な実力を政府が超えようとしても有害無益、との思考法は昔から存在し、その多くは自然な実力への市場の均衡回復力を

信じている。自然失業率より歴史が古い自然利子率は（論者で異なる用語法を単純化すると）、財やサービスの実物市場で需給が均衡する利子率であり、それは同時に金融市場で、所得から消費されなかった貯蓄と将来の消費に備えて行う投資が均衡する利子率を意味する。実物市場と金融市場の需給が均衡する自然利子率のもとで、労働市場の需給も自然失業率で均衡する。貨幣を現在手放す見返りに将来受け取るプレミアムが利子率だから、自然利子率は、現在から将来に向かう経済の潜在成長率でもある。現実の利子率を政策で需給均衡水準の自然利子率より低くすると、消費や投資が過剰に行われて物価が上昇するが、持続性がないため、やがては元に戻る過程が不況になる。論理構成は、現実の失業率を自然失業率より低くしようとしても、やがて元に戻るのと変わらない。だから現実の利子率を自然利子率に合わせるのが政策目標になるが、自然利子率がマイナスなら、現実の利子率はゼロ金利制約の壁にぶつかる。ならば残された途は、自然利子率すなわち潜在成長率を上げるしかない。これもまた、労働市場を改革して自然失業率自体を下げるのに通じる論理構成になる。この世界では、どんな仕事もいとわぬのに失業してしまう非自発的失業は存在しない。

政 策で需要を喚起しても短期的効果しかなく、中長期的には市場構造の自然率に規定される思考法は、フリーランチを戒める点では健全である。一方、自然率は見えないから水掛け論になるし、水準そのものが変化するなら、自然率概念を使う意味は判然としなくなる。大恐慌前のケインズにとって重要な課題は物価の安定だったから、財やサービスの需給を均衡させる自然利子率を実現する金融政策を主張した。大恐慌の大量失業により、需要が不足したまま経済が停滞してしまう（賃金や物価の下落が需要を回復させない）と気付く、自然利子率に代え、財政を含む政策で需要を喚起して需給均衡を図る理論を組み立てた。部分的にはその帰結として、インフレがコントロール困難になった際、自然率概念を失業率に応用したのがフリードマンになる。失業を自然

と呼ぶセンスは、労働者が何を自然と感じる国民性かで評価が異なるだろう。自然に転職を繰り返す欧米の労働者に比べれば、日本の労働者は、同じ企業で長く働くのが自然である。企業の売上げが減少すれば、賃下げもやむなしと甘受するし、政府も、企業に助成金を払ってまで失業回避を優先するから、自然失業率は低くなる。新興国の低コスト生産の影響はすべての先進国に及ぶのに、日本だけデフレなのは、先進国中雇用を守る見返りの賃金下落がもっとも著しい事情が説明する。今後、原油価格が一層上昇しても、さらなる賃下げで吸収すれば、インフレは抑制される一方、欧米の労働者はそれほど物分りが良くないから、日本よりは物価に転嫁されよう。インフレが問題視されたオイルショックの頃は強みだった労使協調が、今はデフレの原因になっている。オイルショックの頃のように労使協調で世界中から評価されるビジネスを、雇用の既得権層がもはや生み出せないなら、低失業率も取り柄とは言いにくくなる。若年層より中高年層を、女性より男性を、中小企業より大企業を、サービス業より製造業を、守ろうとする政策や慣行は、新たな需要を創出するイノベーションと整合しない。雇用の既得権を流動化すると、国民全員の将来不安が高まり、一層、需要が減退すると懸念する向きもある。でも現在は、既得権の外にいるほど賃下げを強いられて将来が不安になり、既得権の内にいるほど守りを固めてチャレンジ精神から遠のいている。就活を勝ち抜いた少数派若年層も、遠からず市場価値を毀損していく。経済の活力の代償であるはずの不平等が、かえって活力を削いでいるように映る。全員が平等に流動化する世界では、一時的に雇用されない状態も、より自然に感じられるのではないだろうか。要は、摩擦的または自発的な自然失業率の短期的な上昇を甘受しても、中長期的に自然利子率すなわち潜在成長率の上昇を目指す方向感になる。「誰が何と言おうがデフレが好き」と明言する私の母親には、若い女性が小さな株式会社病院で提供する医療福祉サービスに、これまで以上の対価を払ってもらおうしかないように思われる。（おもり やすひと）