

財政・金融政策の効果

The effect of Fiscal -Monetary Policy

中野 宏

1. はじめに

90年代以降、我が国では景気対策として大規模かつ大胆な財政・金融政策が幾度となく行われてきた。一方で、「失われた10年」がいつしか「20年」と言われるようにもなったように、これらの政策が期待された効果をあげてきたかについては議論の余地がある。財政・金融政策の効果は以前と比べて弱められているのか、弱められているとすればその原因は何なのか。

多くの大学生にとって、経済学は取っ付きにくく理解し難い授業科目である。経済学が社会の様々な経済現象や経済活動の原理原則を明らかにする実践的な学問であるにもかかわらず、学生にはどこか非現実世界の話あるいは机上の空論のような感覚が見てとれる。我が国の中高教育を考えるに、大学生に経済を実感することを期待することのほうにそもそも無理があるようにも思えるが、多くの大学教員がこのギャップを埋めるべく、具体例を駆使するなど授業に工夫を講じ努力を重ねている。本稿では標準的なマクロ経済学のテキストレベルの範囲内で、90年代以降の我が国の政策効果の説明を試みる。

2. 財政政策の効果

内閣府経済社会総合研究所「短期日本経済マクロ計量モデルの構造と乗数分析」は、実質GDPの1%相当分だけ実質公的資本形成（公共投資）を継続的に増加したときのその後の実質GDPの増加分を1年目から3年目までシミュレートしている。それによれば、1年目についての増加分はバブル崩壊直後の1991年の分析では1.33%であったが、その後1998年は1.21%、2008年には1.00%で最も小さくなった後、2015年には1.14%に回復している¹⁾。計量モデルそのものに随時修正が加えられていることもあり単純に比較することはできないとしても、いわゆるアベノミクス景気に転じるまでの間、財政政策のGDPに与える効果は徐々に小さくなっているように見える。

財政政策の効果が弱められているとすれば、テキスト的にはその理由を二つの面から考えることができる。一つは、何らかの理由で乗数の値自体が小さくなっていること。いま一つは、乗数効果を減殺する他の効果の影響が大きくなっていることである。

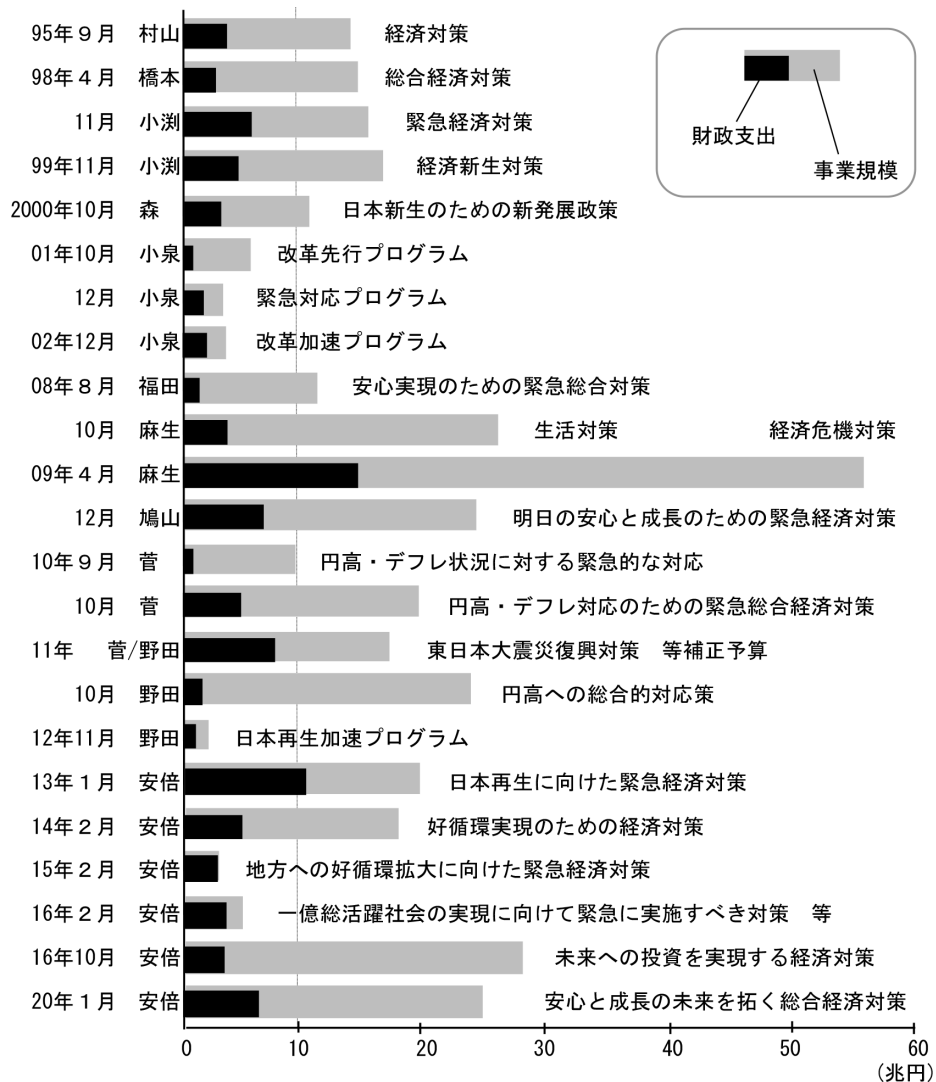


図1 政府の経済対策 (出所: 中野(2017)より加筆再掲)

(1) 乗数の値を小さくする要因

ケインズ的な政府支出の乗数効果をテキスト風に解説すると次のようになる。政府が公共投資を行うと投資財産業でその分生産が増加する。ここで次段階への波及が生じなければ乗数は1にとどまるが、それによって生まれた所得が投資財産業の労働者に分配されてあらたに消費支出が生み出されれば、消費財産業でも生産が増加する。すると今度は消費財産業の労働者に所得が分配され、それがさらなる消費支出を生み出していく。こうしたプロセスが繰り返される結果、当初の政府支出の規模を超えるGDPの増加が生じる、すなわち乗数は1よりも大きくなる²⁾。

このように、生まれた所得が支出となって再び経済に還ってくることによって乗数効果は生じる。したがって、乗数の大きさは、所得のうちどれくらいの割合が支出に転じるか、逆に言えばどれくらいの割合が支出に回されず漏れてしまうかに依存する。ここでは漏出要因として、貯蓄、租税、輸入の3つをとりあげる。

(i) 貯蓄

限界消費性向が小さい（限界貯蓄性向が大きい）ほど乗数は小さくなる。所得が増加してもそれが貯蓄されて十分に消費に向かわなければその後の波及効果は小さい。90年代以降、暴落した株価や地価は低迷し続け、企業倒産はおろか大手金融機関までが相次いで破綻し、完全失業率が調査開始以来最悪の5%台にまで上昇するなど、先行きが見えない未曾有の不況が消費心理を冷え込ませたと考えられる。また、人々の消費行動がより安定志向に転じた可能性もある。人々がケインズ的な絶対所得仮説ではなく、フリードマン流の恒常所得仮説にもとづいている場合である。フリードマンによれば、人々は過去の所得の実績あるいは将来の所得の予想にもとづき自分が安定的に稼ぐことのできる所得の水準、すなわち恒常所得を見極め、それにもとづいて消費を決定する。このときには、財政政策によって一時的に所得が増加しても人々は恒常所得が増加したとは考えないので、結果として消費を大きく増やすことはない。

また、賃金水準が思うように伸びず労働分配率が低下し、そもそも家計まで所得が行きわたっていないため消費が伸び悩んでいることも考えられる。これは企業貯蓄（＝企業所得）としての経済からの漏出である。さらに経済状況の不確実性下、企業は内部留保を蓄積する傾向にある。企業所得の増加が設備投資に向かう割合を限界投資性向とよぶが、企業の限界投資性向が低下すれば、やはり乗数の値は小さくなる。

(ii) 租税

貯蓄とともに漏出要因として大きく作用するのが租税である。1998年に我が国はバブル崩壊後リーマン・ショック前の最大規模の不況に陥るが、これは金融不安とともにその前年の消費税増税および医療費負担割合の増大による消費支出の減退が大きかったと言われている。1989年に導入された消費税は、段階的な税率アップを経て90年代以降の財政政策の財源を支える役割を果たしてきたと考えれば、長期的に乗数を押し下げる要因の一つになったとも考えることができよう。

ところで、財政政策を行うとき、財源を確保する方法としてテキスト的には、①増税、②市中消化の国債発行、③中央銀行引受の国債発行の3つがあげられる。図2は三者による政策効果の違いをISLM図で説明している。政策前の均衡点はEである。

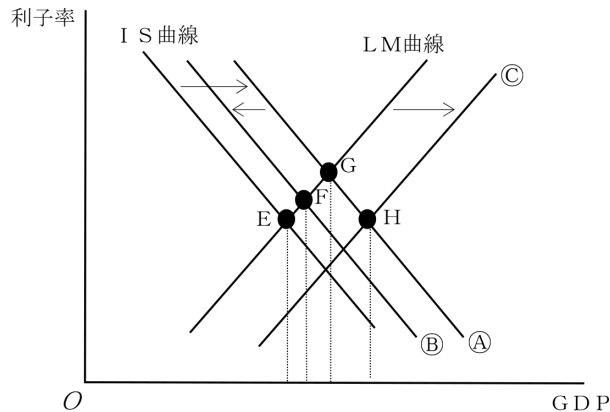


図2 財政政策と財源調達

ISLM図では、乗数効果の大きさはIS曲線の水平方向のシフト幅で表される。ここで、政府支出が増加しIS曲線が④まで右方シフトしたとしよう。このとき、

- ① 均衡予算の維持が要請され、政府支出と同額の（所得）増税が行われたとすれば、それによる消費支出の減退によってIS曲線は⑥まで押し戻される。したがって、政策後の均衡点はFである。なお、限界消費性向は通常1より小であるから、増税によってIS曲線が元の位置まで押し戻されてしまうことはなく（いわゆる均衡予算乗数は1）、乗数効果は弱められながらもGDPを増加させている。
- ② 景気対策として政府支出を増加させるとき、①のようにその効果を減殺することがわかっている増税によってわざわざ財源調達することは通常あり得ず、基本的には市中消化の国債発行で賄われる。このときには増税とは異なり人々の可処分所得が減少することはないので消費支出は減退せず、G点そのまま政策後の均衡点となる。
- ③ 国債発行の方法としては市中消化（民間が購入）のほかに、中央銀行引受（中央銀行が購入）がある。このときには中央銀行があらたに現金を発行することになるのでマネー・ストックが増加し、LM曲線が右方シフトして③となる。したがって、H点が政策後の均衡点となる。

以上のように、財政政策のGDPに与える効果が最も大きいのは、③の中央銀行引受の国債発行による財源調達であるが、我が国では新規発行の中長期国債を日本銀行が引き受けることは財政法で禁止されている。したがって、選択肢としては②の市中消化の国債発行しかないが、それでも①の増税よりは効果が大きい。しかし、国債の中立命題（リカード＝バローの等価定理）にしたがえば、市中消化の国債発行も実は増税と同じ効果しかGDPにもたらさない。国債が満期を迎えるとき、そ

の償還費用を一時的に国債の借り換えで凌ぐことができたとしても、最終的には税金で返済するしかない。したがって、人々が合理的に将来を予想しそれを考慮に入れて意思決定を行うのであれば、たとえ国債発行で政府支出の財源が賅われたとしても、国債償還時の増税を見越して結局消費支出を抑えることになるので、最初から増税で賅うことと何ら変わりはない。このように、中立命題が妥当するならば②の市中消化の国債発行も①の増税と同じく均衡点はF点となる。橋本内閣時に成立した財政構造改革法や小泉内閣時に初めて導入されたプライマリー・バランスの均衡目標³⁾、また一連の消費税増税など、政府が放漫財政から転換し財政規律を厳格に守る姿勢を見せ始めたことによる人々の合理的な反応が、乗数を小さくした可能性がある。

最後に、減税政策についてみておこう。財政の逼迫がいよいよ喫緊の課題となってきた近年においては組上に上がらなくなったが、橋本内閣や小渕内閣当時の総額11兆円に及ぶ定額減税（1998年）や、リーマン・ショック時の麻生内閣による2兆円規模の定額給付金（2008年）のように、かつて減税・補助金は政府支出（公共投資）となれば財政政策の一方の柱であった。公共投資がその分の確実な支出であることに対して、減税はそれがもたらす人々の消費支出の増加に期待する点においてもともと乗数は小さく、GDPに与える効果は公共投資に劣ると言われるが、さらに恒常所得仮説が妥当するならば、その年限りの一時的な減税にはケインズ派が想定するような効果は期待できないことになる。人々は恒久的な減税でなければ恒常所得が増加したとは判断しない。その点、同じく小渕内閣時に導入された所得税の定率減税（1999年）は一定の効果があったものと考えられるが、皮肉にもこれはむしろ、リーマン・ショック直前の2007年にそれが廃止されたことのその後の景気後退への影響のほうが大きかったのではないと思われる。さらに言えば、減税の財源として国債が発行されるとき、国債の中立命題にしたがえば、減税政策に全く効果はない。

(iii) 輸入

所得の増加によって消費支出が増えたとしても、それが輸入品に向かうのであれば結局国内の生産増加にはつながらない。90年代以降、GDPは低成長に喘ぐ一方で、輸入は増加傾向にあり、いわゆる限界輸入性向は上昇しているものと考えられるが、これは乗数を小さくする要因となる。

(2) 乗数効果を減殺する要因

乗数の値自体が小さくなっていないとしても、乗数効果を打ち消してしまう他の要因の影響が大きくなっている可能性もある。ここでは、クラウドディング・アウト

と対外資本取引をとりあげる。

(i) クラウディング・アウト

政府支出の乗数効果によってGDPが増加すると、取引のために必要な貨幣保有量が増加するので貨幣市場が超過需要となり利率が上昇する。すると民間の設備投資（や住宅投資）が減退するので政府支出の乗数効果は弱められる。ISLM分析の創始者の一人の名を冠してヒックス・メカニズムとも呼ばれる。クラウディング・アウトの大きさは、①どれくらい利率が上昇するか、②利率の上昇に対して民間投資がどれくらい減少するか、の2点により決まる。

①は貨幣需要の利率弾力性に依存し、弾力性が小さく（大きく）なるほど利率の上昇は大きい（小さい）。詳しくは後述の金融政策で扱うが、一般に、不況となり利率の水準が低くなるほど貨幣需要の利率弾力性は大きく、かつて経験がないほどの極端な不況に陥るときには、貨幣需要の利率弾力性は無限大となることがあるとされる（流動性のわな）。90年代以降の我が国の不況がまさにこのような状況に相当するとすれば、財政政策が発動されても、それを理由とする利率の上昇はほとんど生じないので、クラウディング・アウトは発生しないことになる⁴⁾。

次に②は投資の利率弾力性に依存し、弾力性が小さく（大きく）なるほど投資の減少は小さい（大きい）。企業の設備投資は資本コストとしての利率の減少関数であると同時に、将来予想収益の増加関数でもある。したがって、景気回復の見通しが立たないほどの極端な不況時においては、利率がいくら変化しても投資は反応しなくなることがありうる。このように、いずれにしてもクラウディング・アウトが大きく発生する状況にはなく、それによって政府支出の乗数効果が弱められる理論的な可能性は考えにくい。

(ii) 対外資本取引

我が国において対外資本取引が自由化されたのは意外と遅く、1998年の外為法（外国為替及び外国貿易法）の改正によってである。対外資本取引の自由化が財政政策に与える効果は、ISLMモデルに對外取引を接ぎ木したマンデル＝フレミング・モデルによって説明される。国際収支（＝経常収支＋資本収支⁵⁾）を均衡させる利率とGDPの組み合わせを国際収支均衡線（BP＝0線）と呼ぶことにすると、国際収支均衡線は對外資本移動の自由度が増すほど傾きは緩やかになる。当局による規制や物理的な障害が全くなく完全に資本移動が自由であるならば、外国利率と同水準の利率のもとで国際収支均衡線は水平となる。図3の左図は相対的に資本の移動性が低いケース、右図は高いケースである。ともに政策前の均衡点をEとする。

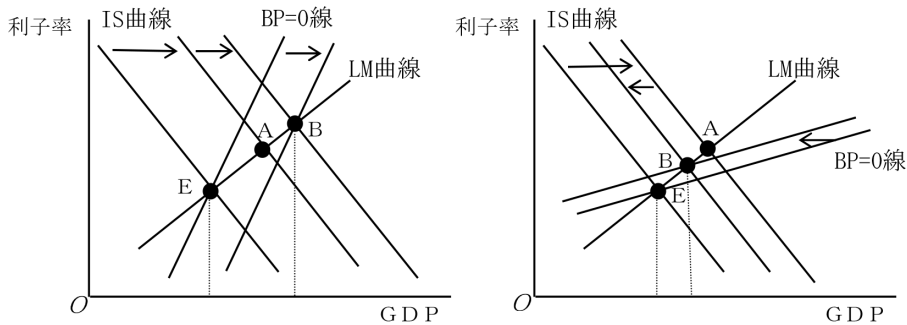


図3 財政政策と資本取引

左図で、政府支出の増加によりIS曲線が右方シフトすると、GDPが増加して輸入が増加するので経常収支は減少するが、利子率が上昇するので資本流入が生じ資本収支は増加する。しかし、BP=0線の傾きが急で比較的資本の移動性が低いモデルであるので、前者の効果が上回り国際収支は赤字化する(A点)。すると、円安ドル高となるので貿易収支の増加によって経常収支が増加し、IS曲線がさらに右方にシフトすると同時にBP=0線も右方シフトして、B点で再び均衡する。

一方、右図で政府支出の増加によりIS曲線が右方シフトすると、経常収支が減少し資本収支は増加するところまでは同じであるが、BP=0線の傾きが緩やかで比較的資本の移動性の高いモデルであるので、後者の効果が上回り国際収支は黒字化する(A点)。すると、円高ドル安となるので、経常収支が減少しIS曲線が左方に押し戻されると同時にBP=0線も左方シフトし、B点で再び均衡する。

以上のように、図のA点からB点へ、資本の移動性が低いときには財政政策の乗数効果は強められるが、資本の移動性が高くなると逆に乗数効果は弱められる。90年代以降、規制の撤廃や経済のグローバル化の進展によって資本移動の自由度が大きく改善されたことが、財政政策のGDPに与える効果を弱めたと考えられる。

3. 金融政策の効果

(1) ゼロ金利政策

景気対策としての金融緩和政策の効果テキスト風に解説すると次のようになる。マネー・ストックを増加させることにより利子率が低下すれば、一つのルートとして企業の設備投資や個人の住宅投資が増加する。いま一つのルートとしては外国への資本流出が生じるので国際収支が赤字化し、円安ドル高となって貿易収支が増加する⁶⁾。

日本銀行は、バブル崩壊直後から金融緩和を開始、公定歩合を段階的に引き下げるとともに、1999年には、あらたに政策金利となったコール・レート（無担保コール翌日物金利）を限りなくゼロ%に近く誘導する「ゼロ金利政策」を導入した。ただし、

当時景気対策として主導的な役割を期待されていたのは財政政策であり、これらの金融緩和はそれを補完する役割を与えられていた⁷⁾。先に述べたように、財政政策を發動して利子率が上昇すれば、クラウドディング・アウトと円高ドル安による貿易収支の減少によって、財政政策の効果は弱められてしまう恐れがある。そこで、利子率の上昇を抑えるために当初は金融緩和が行われたと解釈できる。図2では中央銀行引受の国債発行による財政政策が最も効果があることをみたが、日本銀行引受は禁じられていたものの、公開市場操作によってすでに流通している国債を積極的に購入し（買いオペ）、結果として中央銀行引受と同様の効果をもたらすことが期待されていた。

1995年	公定歩合引き下げ ・当時の史上最低水準0.5%（現在は0.3%）
1998年 2月	ゼロ金利政策（～2000年8月） ・無担保コール翌日物金利を0.15%に誘導（最終的に0.0%～0.1%）
2001年 3月	量的緩和政策（～2006年3月） ・日銀当座預金を常に5兆円程度に維持（最終的に30兆円～35兆円）
2006年 3月	ゼロ金利政策（～2006年7月） ・物価安定目途：CPI（消費者物価指数）の前年比上昇率が0～2%、おおむね1%前後
2010年 10月	ゼロ金利政策（～2013年4月） ・より長めの金利の低下も促すためETF（指数連動型上場投資信託）やREIT（不動産投資信託）などリスク資産も含む5兆円規模の資産購入
2013年 1月	物価安定目標の導入 ・CPI前年比上昇率2%を政府との政策連携の共同声明として発表
2013年 4月	量的・質的金融緩和政策（～現在に続く） ・CPI上昇率目標2%に「2年程度」の期限を明示 マネタリー・ベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加、2年間で2倍の量（当初目標約270兆円、2020年度末約618兆円） ・国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れ、2年間で2倍の量（当初目標約190兆円） ・国債買入れ対象を40年債を含む全ゾーンに拡大、平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長 ・ETFの保有残高を年間約1兆円、REITを年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れ
2016年 2月	マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策 ・日銀当座預金の新規預け分の一部（政策金利残高）にマイナス0.1%の金利付与
2016年 9月	長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策 ・10年物国債利回りがおおむねゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを調整

表1 日本銀行の金融政策（出所：中野（2017）をもとに作成）

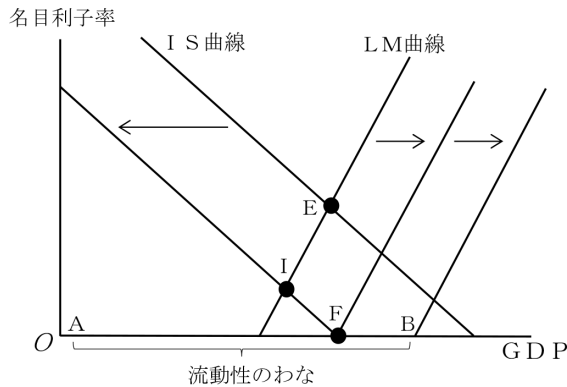


図4 ゼロ金利政策 (出所：中野(2017))

2000年代前半、中国をはじめとする好調な外国経済の成長が我が国の輸出増加をもたらし、1%台後半の低成長ではあるものの戦後最長(2002年1月～2008年2月、73か月)となる景気拡張期を迎え、2006年7月にはゼロ金利は解除された。その後2008年には、0.5%までコール・レートの誘導目標が引き上げられ、金利の正常化が図られるかに見えたが、リーマン・ショックの到来によって、2010年10月から再び誘導目標を0.0～0.1%にせざるを得ない状況に追い込まれることとなった。

財政政策に期待された効果が顕著にみられない中、金融政策に主導的な役割が期待されたとしても、もとは財政政策を補完する役割であったゼロ金利政策がすでに金融政策の足枷となっていたと考えられる。テキスト的には、金融緩和政策のGDPに与える効果は、マネー・ストックの増加がどれくらい利率を下げることができるか(とそれがどれくらい設備投資や住宅投資を増やすか)に依存するが、それは貨幣需要の利率弾力性によって決まる。利率弾力性が大きいほど利率の低下は小さくなり、特に貨幣需要の利率弾力性が無限大になると、金融緩和を行っても利率は下がらなくなる。

金融緩和によって生じた余剰貨幣が国債の購入に向かえば、国債の市場価格は上昇し国債の利回り(利率の基準)は低下する。しかし、人々が国債の市場価格がすでに上限に達しそれ以上は上がらないと考えているとすれば、国債需要は全く生じないので利率は下がらない。言い換えると、余剰貨幣は利率が低下することなく人々に保有される、すなわち貨幣需要の利率弾力性は無限大となる。この状態は「流動性のわな」と呼ばれる。人々の考える国債価格の上限値(利率の下限値)は経験的に形成されると考えられるが、収益率がマイナスとなる資産は通常保有されないから、利率がゼロにまで低下してしまえば、国債需要が生じる可能性はなくなる。

図4において、当初の均衡点をE点としよう。リーマン・ショックによって総需要

が減退しIS曲線が左方シフトして均衡点はIとなり景気後退局面に入ったとする。ここで日本銀行は、マネー・ストックを増やしLM曲線を右方シフトさせることで、F点まで緩和を行い利率はゼロに至った。しかし、その後はいくらマネー・ストックを増やしても利率低下の余地は残っていないので、金融緩和には効果はない。経済はゼロ金利のもとで「流動性のわな」に陥っており、LM曲線はAF間で水平となっているので、さらにマネー・ストックを増やしてLM曲線を右方シフトさせてもLM曲線の水平部分はAFからABへ伸びるだけで、均衡点はF点のままで変わらずGDPを増やすことはできない。

(2) 量的・質的金融緩和政策

こうして金利引き下げという金融緩和の常套手段の余地を失った日本銀行が新たに導入した政策が、2013年からの「量的・質的金融緩和」（いわゆる「異次元の緩和」）政策であったと位置付けられる。金融政策には、冒頭で説明した利率の変化を通じる「コスト効果」のほかに、「アナウンスメント効果」があると言われる。中央銀行が金融政策の変更を宣言することは、人々に経済の先行きに対する新たな予想形成を促し、人々の行動を直接的に変える心理的效果がある。「量的・質的金融緩和」の目的の一つは、2年という期限を切って目標インフレ率の達成をコミットし、そのために「これまでと次元が異なる」量的にも質的にも市場の想定をはるかに超える大胆な政策を導入することによって、人々のインフレ期待を醸成することにあつた⁸⁾。

設備投資は実質利率に依存するが、実質利率は短期的にはフィッシャー方程式、
 実質利率＝名目利率－期待インフレ率

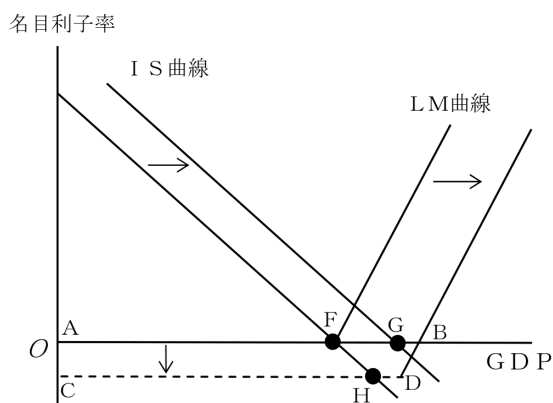


図5 量的・質的金融緩和政策 (出所：中野(2017))

によって決まる。したがって、名目利子率がゼロで低下させることができなくても、人々にインフレ期待を植え付けることができれば、実質利子率をマイナスに下げることができる。図5でマネー・ストックの増加によりLM曲線が右方シフトして「流動性のわな」の部分AFからABに伸びたとしても、実質利子率が低下すれば設備投資が誘発されてIS曲線が右方にシフトするので、たとえばG点で均衡が成立する。

あるいは、期待インフレ率がゼロのままでも、名目利子率自体をマイナスに下げることができれば実質利子率も引きずられてマイナスとなる。「量的・質的金融緩和」のいま一つの目的は、日本銀行が損失覚悟で買いオペを続ける確固たる意志を示すことにあったとも考えられる。将来日本銀行の買いオペがあることが確実であれば、国債を日本銀行に転売することで利益を得られるので、本来は国債需要がないはずのゼロ金利であっても国債需要が生じ、市場価格が上昇して利回りがマイナスになる。このときには金融緩和によりLM曲線が右方シフトすると同時に、人々が最下限と考える名目利子率の水準が下がる（マイナス金利）ので、LM曲線の「流動性のわな」の水平部分がAFからCDへ下方にシフトし、たとえば図中H点で均衡が成立する。こうしてGDPを増加させることが可能となる。

4. おわりに

現実の経済現象を説明できなければ、学問としての経済学の意味はない。本稿は標準的なマクロ経済学のテキストレベルの範囲内で我が国の政策効果の説明を試みたが、もとより仮説であり実証されたものではない。それは次の機会に譲るとして、今回は講義の参考にでもしていただくことができれば、勿怪の幸いである。

<参考文献>

内閣府、「短期日本経済マクロ計量モデルの構造と乗数分析」、各年度版、内閣府ホームページ。

日本銀行（1999）、「金融市場調節方針の変更について」、日本銀行ホームページ、1999年2月12日付け。

日本銀行（2013）、「量的・質的金融緩和」の導入について」、日本銀行ホームページ、2013年4月4日付け。

中野宏（2017）、「90年代以降の我が国の金融政策」、研究年報第11号、大原大学院大学、pp. 81-94。

-
- 1) 2年目、3年目についても同様の動きがみられるが、増加率は概して2年目のほうが大きい。
注2) 参照。
 - 2) 内閣府の乗数効果シミュレーションが2年目、3年目まで行われているのは、このように乗数の波及効果が終了するにはある程度の時間が必要と考えられるからである。金融政策と比べて財政政策は決定－実行－効果にラグを要し、機動性に欠けるとされる。
 - 3) 国債の新規発行額を控除した歳入と、国債費（過去に発行した国債の償還費用）を控除した歳出の収支をプライマリー・バランス（基礎的収支）と呼ぶ。プライマリー・バランスが均衡すれば国債発行残高を頭打ちにできるので、財政再建のとりあえずの目標とされている。
 - 4) 図2において、中央銀行引受の国債発行による財源調達が一番財政政策の効果を大きくしたのも、利子率が上昇せずクレンジング・アウトの発生が抑えられているからである。ただし、ここで利子率が上昇しなかったのは財政政策と同時にマネー・ストックが増加し利子率の上昇を抑えたからであり、貨幣需要の利子率弾力性の大きさは関係がない。
 - 5) 国際収支統計上は外国との金融取引の結果を「金融収支」と呼び、資本の流入ではなく対外資産の増加あるいは負債の減少をプラスとして記録する。したがって、国際収支統計上は「国際収支＝経常収支－金融収支」である。
 - 6) 金融緩和によりGDPが増加すると輸入が増加して経常収支（貿易収支）が減少すると同時に利子率が低下して資本流出が生じ資本収支も減少する。したがって、先の財政政策のケースとは異なり、資本の移動性の程度にかかわらず国際収支は必ず赤字化する。
 - 7) 「…今後、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと見込まれる。…（中略）…この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した。」日本銀行（1999）。
 - 8) 「…市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。」日本銀行（2013）。

（なかの ひろし・大原大学院大学 会計研究科教授）