

第2章 財政政策でいかに金融緩和するのか

岩 本 康 志

1. 序論

わが国の政策金利は、1995年9月に0.5%という当時としては異例の低水準に引き下げられて以来、一度もこの水準を上回ることなく、現在に至っている。この期間の多くで、消費者物価指数上昇率はマイナスとなり、デフレ傾向が続いていた。政策金利がゼロまで低下すると、伝統的な金融政策の手段である利下げをおこなう余地がなくなってしまう。しかし、デフレが続くなかで一層の金融緩和を求める声が高まり、日本銀行は2010年10月に導入された「包括的な金融緩和政策」や2013年4月に導入された「質的・量的金融緩和」のような非伝統的な金融政策の手段を講じることになった。しかし、伝統的な金融政策手段である金利政策はそれが効果をもつからこそ伝統的に用いられたのであり、非伝統的な金融政策がこれまで用いられてこなかったのは、その効果が弱いからと考えられる。

本稿では、このように金融緩和に限界がある状況のもとで、財政政策を利用して金融緩和を図る手段を議論する。まず、Krugman (1998)、Eggertsson and Woodford (2003) 等で示されたように、物価安定をもたらす政策金利の水準が一時的に負になるような流動性の罫のような状態では、名目金利をゼロ以下にすることができないというゼロ金利制約によって「不本意な金融引き締め」が生じるメカニズムを説明する。このような状態のもとで、財政政策の手段によって不本意な金融引き締めの問題を緩和する経路が存在することを示す。とくに、現在の財政運営で重要な課題とされている、消費税増税と将来の歳出削減がこのような役割を果たすことを示すことが本稿の目的である。

2. ゼロ金利制約による「不本意な金融引き締め」

経済安定化政策を考察する標準的な理論であるニュー・ケインジアン・モデルでは、物価が伸縮的に調整されるときに実現する状態での実質金利を自然利子率と呼んでいる。ちなみに、物価が伸縮的なときに実現する産出量は潜在GDP（あるいは自然GDP）、失業率は自然失業率

と呼ばれる。実際の経済では物価の調整には時間がかかるという価格の粘着性があり、実現する実質金利は自然利子率から乖離することがある。

名目金利と実質金利の間には、フィッシャー方程式で示される

$$\text{名目金利（政策金利）} = \text{実質金利} + \text{期待インフレ率} \quad (1)$$

の関係がある。物価が安定していれば期待インフレ率もゼロとなるのが自然であるので、実質金利が自然利子率に等しくなっていれば、(1)式は、

$$\text{政策金利} = \text{自然利子率} \quad (2)$$

となる。Gali (2008)、Woodford (2003) 等の標準的な金融政策の教科書で示されているように、政策金利（名目金利）を自然利子率と等しくすることが、金融政策で物価の安定と潜在GDPを実現できる条件となる。

自然利子率は抽象的な概念であるが、実際の金融政策で用いられている指標は1人あたり所得の潜在成長率であり、中立利子率と呼ばれる。一定の条件を置いた理論モデルのもとでは、中立利子率は自然利子率と等しくなる。自然利子率は通常は正であると考えられているが、例えばEggertson and Krugman (2012) が示したように、過剰な民間債務が発生し、債務者がその返済を必要とするようなときには、自然利子率が一時的に負になる事態が生じる。このような事態は「流動性の罫」と呼ばれる。しかし、名目金利は最低でもゼロで、負になることはできない（これを「ゼロ金利制約」と呼ぶ）。したがって、金利がゼロまで低下したときに、潜在GDPを実現するには期待インフレ率は正でなければならず、それが現実のインフレにも反映していれば物価の安定は達成されていない。期待インフレ率がそれよりも低く、

$$\text{自然利子率} + \text{期待インフレ率} < 0 \quad (3)$$

となっていると潜在GDPを達成する政策金利はマイナスとなるが、実際には政策金利はゼロまでしか下がらないので、

$$\text{政策金利} = 0 = \text{実質金利} + \text{期待インフレ率} > \text{自然利子率} + \text{期待インフレ率} \quad (4)$$

という関係になっている。したがって、

であることから、政策金利を引き下げられないことによって、現実のGDPは潜在GDPよりも低い水準にある。このように金利政策としては限界までの金融緩和をおこなっているが、物価と経済の安定を実現する金利水準がそれよりも低いために、意図せざる形で「金融引き締め」がおこなわれていることになる。

このような状態では、一層の金融緩和が求められていても伝統的金融政策の手段である金利引き下げを実行できない。金融政策で対応するとなれば、非伝統的な金融政策に頼ることになるが、非伝統的である（従来用いられてこなかった）のは伝統的手段に比して効果が弱いからであり、「パイ・デフィニション」で非伝統的金融政策の効果は弱い。

(3) 式に基づいて考えると、所得を高めることを政策目的とするなら、不本意な金融引き締めに緩和する経路として、自然利子率を高めるか、期待インフレ率を高めるかの2つの経路が考えられる。

期待インフレ率が変化しなくても、自然利子率が高まれば、ゼロ金利で実現する実質金利と自然利子率の差が縮小する。つまり、潜在GDPを達成する（負の）政策金利の水準が上がるので、目指すべき政策金利と実際の政策金利（ゼロ金利）の差が縮小し、不本意な金融引き締めが弱まる。ただし、自然利子率は実物的要因で決定されるので、金融政策では影響を与えることはできない。

金融政策が物価に影響を与えることができない（ないしは弱い）場合には、期待インフレ率に影響を与えることもできない（ないしは難しい）。伝統的な金融政策に効果があるのは価格硬直性があるからであり、そのことがインフレ期待にも反映されれば、インフレ期待は大きく動かないと考えられる。政策金利を下げたときに、期待インフレ率が大きく動かないならば、実質金利が低下する。物価が伸縮的であれば金融政策は無効（貨幣は中立的）であるといわれるが、これは政策金利を下げると同じだけ期待インフレ率が下がり、実質金利に変化がないことを示している。期待インフレ率の変化が小さい場合には、政策金利と実質金利の動きが同方向になるので、政策金利を下げると実質金利が低下する。このことは所得の拡大として現れるので、物価には上昇圧力が働く。期待インフレ率がこれを反映すると、期待インフレ率は上昇する。つまり、価格粘着性がある場合には、期待インフレ率の短期的な振る舞いは物価が伸縮的な場合とは反対になる。

伝統的金融政策の効果は期待インフレ率の反応が小さいことで生じていることを認識するならば、ゼロ金利制約に直面したときには、金融政策が効果をもつために期待インフレ率が大きく反応することは考えにくい。

流動性の罍の状態では金融政策には確かな緩和効果を期待できないが、伝統的な財政政策（一時的な支出拡大や減税）には当然に効果がある。その波及経路は、伝統的なケインズ経済学で想定されているものであり、財政による景気刺激策は現在財の需要を増やすので、実質金利は上昇する。このことは、金融緩和が実質金利の低下をもたらすのとは対照的である。

しかし、上述した流動性の罍のメカニズムをよく理解すると、金融緩和がねらう実質金利の低下を、財政政策によって達成するという手段も考えられる。じつはこのような手段は財政健全化策として実現されることになり、伝統的な財政刺激策が一時的な財政悪化をもたらすのとは対照的である。3節と4節では、ゼロ金利制約のもとで、「財政健全化策」が民間の経済主体が直面する実質金利を低下させる2つの手段について分析することにする。第1の手段は、Correia, Farhi, Nicolini, and Teles（2013）等によって検討された消費税増税である。第2の手段は、岩本（2005）等で検討された、将来の政府支出を削減していき、自然利子率を上昇させる手段である。これらの経路は、現在のわが国の財政運営の課題に密接に関連し、伝統的なケインズ経済学的な考え方からは経済に対しては収縮的な効果をもつとされており、デフレ脱却の手段として注目されることはない。しかしながら、ゼロ金利制約のもとでは、伝統的なケインズ経済学とは違ったメカニズムが働くのである。

3. 消費税増税

3.1 毎年1%増税と2段階増税の違い

(1) 式が示すように、消費税増税による物価上昇（インフレ期待）は、実質金利を引き下げることで、名目金利低下と同じ効果をもつ。2014年4月の消費税税率8%引き上げについて、日本銀行は増税前に、消費者物価指数は2.0%上昇すると予測していた¹。ただし、増税後は効果がなくなるので、これは一時的な金融緩和であると解釈される。

金融政策でコミットメントが重要であるように、インフレ期待が形成されるには、事前に増税が確実なものと信認されることが必要である。しかしながら、消費税増税法案成立後に政権についた安倍首相は、消費税増税を白紙で見直すことを表明した。増税が延期になれば物価が上がらないので、白紙見直しの表明はインフレ期待の形成を損ね、金融緩和としての効果を弱めることになる。デフレ脱却のための金融緩和を強く日本銀行に求める一方で、自らインフレ期待の芽を摘むような行動をとったことはちぐはぐであった。これは、流動性の罍に対する金融政策の限界と財政政策による対処策に関しての的確な理解を欠いていたといえるだろう。

1 『経済・物価情勢の展望（2012年10月）』に示されている。なお、消費税は投資財、輸出財には課税されず、輸入財に課税されるので、GDPデフレーターへの影響は消費者物価指数よりも小さくなる。

消費税増税による物価上昇を金融緩和手段として使おうとする、これまでの提案では、継続的なインフレを発生させるために、毎年小刻みに消費税率を上げていく政策が考えられていた。一方、わが国では税率10%までの増税を2014年4月に8%、2015年10月に10%と2段階で増税することにした。この2つの方法の違いについて、税制改革は事前に予告され、その通りに実行されると民間主体に信認されている税制改革のもとで比較する。毎年1%増税の場合は、数字の意味をわかりやすくするため、税率1%ではなく、物価を1%上げる消費税増税として考える。2段階増税も同様に、2014年に物価を3%、2015年に2%上げる消費税増税を考える。

表1は、毎年1%増税の場合の1年あたり物価上昇率を示したものである。実質金利へ影響をとらえるために、表の行は1年間から6年間までの実質金利の期間（資金を運用する期間）を示し、表の列はいつの実質金利か（資金を投じた時期）を示している。表の数値は、どの年（表の列）の何年間（表の行）の実質金利を年何%ポイント低下させるか、として見ることができる。

表1 毎年1%増税の場合の1年あたり物価上昇率

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
1年	1%	1%	1%	1%	1%
2年	1%	1%	1%	1%	0.5%
3年	1%	1%	1%	0.67%	0.33%
4年	1%	1%	0.75%	0.5%	0.25%
5年	1%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%
6年	0.83%	0.67%	0.5%	0.33%	0.17%

注) 各行は長期金利の期間を、各列は長期金利の時期を示す。

一方、表2は、2段階増税の場合の1年あたり物価上昇率である。表の行と列は表1と同様の形式である。

2つの表は増税1年前の2013年からの物価上昇率を示しているが、2013年から5年間のインフレ率は同じ（年あたり1%）である。2段階増税の方が短期のインフレ率が高くなる。その反面、2014年から5年間のインフレ率は2段階増税で半分になる。これは、第1段階の増税の効果がもはや反映されなくなるからである。

2段階増税は短期の実質金利に対して大きな影響をもつ。早期に「金融緩和」効果を期待したい場合には、社会保障・税一体改革で決まったスケジュールが適当であろう。自然利子率が上昇したときにはこのような政策は目的を失うので、自然利子率が一時的に低下しており、いつ回復するかかわからない場合（例えばEggertsson and Woodford [2003]で想定されている）

には、こうした早期の効果を期待できるスケジュールが適している。一方で、長期に継続的に政策効果を分散させたい場合には、毎年小刻みな増税が適している。政策のねらいによって増税策が使い分けされるべきであろう。

表2 2段階増税の場合の1年あたり物価上昇率

	2013年	2014年	2015年
1年	3%	2%	2%
2年	2.5%	1%	1%
3年	1.67%	0.67%	0.67%
4年	1.25%	0.5%	0.5%
5年	1%	0.4%	0.4%
6年	0.83%	0.33%	0.33%

注) 2014年4月に物価を3%上昇、2015年10月に物価を2%上昇させる消費税増税を想定。各行は長期金利の期間を、各列は長期金利の時期を示す。

3.2 増税の事前予告

つぎに、消費税増税を事前に予告する場合の物価上昇率を見てよう。表3の各列は5%物価を上げる増税を何年前に予告したかを示し、表の行は増税実施時までの実質金利の期間を示す。第1行は、増税の5年前の5年実質金利に影響を与える物価上昇率であるが、5年前に予告されていれば1年あたり1%のインフレ期待になり、実質金利を年1ポイント低下させる働きがある。これは、1ポイントの政策金利引き下げに相当する効果である。

表3 増税事前予告による1年あたり物価上昇率

	5年前	4年前	3年前	2年前	1年前
5年前	1%	0%	0%	0%	0%
4年前	1%	1%	0%	0%	0%
3年前	1%	1%	1%	0%	0%
2年前	1%	1%	1%	1%	0%
1年前	1%	1%	1%	1%	1%

注) 各行は増税時までの長期金利の期間を、各列は増税を何年前に予告したかを示す。

事前に予告することによって、より大きな金融緩和効果が期待できる。逆に言えば、増税を判断しない、あるいは判断しても発表しないということは、事前に予告すれば生じたであろう金融緩和効果をみすみす捨てることになる。増税を予告する(信認される)期間の違いだけで、

このような効果が出るという点で、非伝統的金融政策での時間軸効果（フォワード・ガイダンス）に類似した性格をもっている。

4. 将来の政府支出削減

4.1 理論的背景

自然利子率は理論的には、経済が潜在GDPの水準で成長しているときの1人あたり消費成長率と関係をもつ。標準的なモデルでは、異時点間の代替の弾力性が1で一定、主観的割引率が0となるときには、自然利子率は潜在GDP水準での1人あたり消費成長率と等しくなる。消費はGDPから投資、純輸出、政府支出を控除したものであるから、潜在成長率が上昇するか、投資、純輸出、政府支出のいずれかの成長率が低下すれば、自然利子率は上昇することになる。白川前日本銀行総裁は、構造改革によって潜在成長率を高めることが重要であることを繰り返し発言していたが、その根拠は潜在成長率の上昇がゼロ金利制約のもとでの一層の「金融緩和」効果をもつからであった。その他に政策的対応が可能な手段は、政府支出の成長率を下げることである。典型的な財政政策は現在の政府支出を増やすことであるが、将来の財政支出も増やすような恒久的な支出拡大は、政府支出の成長率を下げることにはならない。政府支出の成長率を下げるには、現在の支出拡大が一時的なものであることが必要である。現在の政府支出を増やさなくても、将来の政府支出を減らすことでも自然利子率を下げるができる。さらに、現在の政府支出を削減しても、将来の政府支出をそれ以上に大きく削減すれば、政府支出の成長率は低下して、「金融緩和」効果を得ることができる。したがって、現在と将来の政府支出の総量についての考慮も必要になってくる。

現在の消費支出を上げる財政支出はそれ自体価値があるものが実行されるべきであるから、支出のタイミングをある程度選択できるものが、「金融緩和」を実行できる支出の対象になる。その上で、現在と将来を合わせた政府支出の総量が適切かどうかを評価して、その結果に基づき現在と将来の支出をどのように変化させるか、という手順で考えることが必要である。

そこで、以下では政府支出の現状に対する評価をおこなおう。

4.2 政府支出の実態

図1は、2005年度以降の一般政府の支出規模の対GDP比の推移を示したものである²。小泉

² この計数は年度である。一般政府とは、特別会計や独立行政法人等を含み、広く政府をとらえた「国民経済計算」で用いられる概念である。支出規模総額は、内閣府の発表する『国民経済計算』からは直接得られないため、本稿では経済協力開発機構（OECD）のNational Accounts Databaseの資料を用いている。

政権時の2002年1月には、一般政府の支出規模のGDP比が2006年度までの間、2002年度の水準（37.6%）を上回らない程度とするという目標が設定された。高齢化によって社会保障費が伸びるなか歳出削減に取り組み、経済の好転にも助けられ、目標は達成された。世界的な金融危機による経済の低迷と大規模な財政出動によって2009年度には急速に膨らんで、それ以降は40%を超えて推移している³。金融危機と東日本大震災に対応するための財政出動は必要であったとしても、それは一時的な財政出動とすべきであり、現状では平時の財政運営にもどすための財政支出の削減が必要であろう。

図1 一般政府の支出規模（対GDP比）の推移

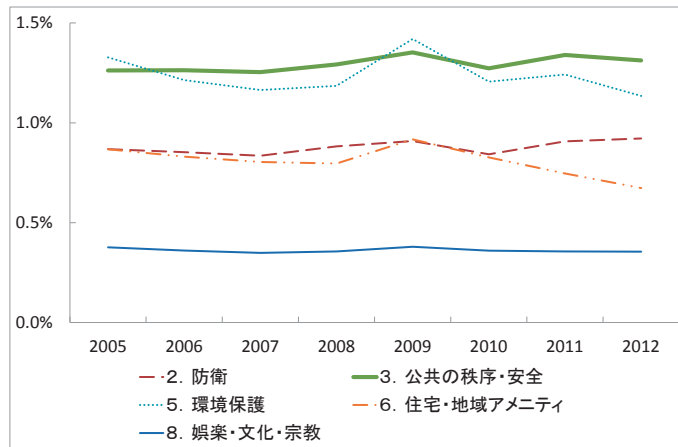


（資料）OECD, National Accounts Database.

どのような支出が増えているのかを見るために、図2は、一般政府の支出規模を10の機能別に分類して推移を示したものである。まず図2（A）は、規模の小さい5項目を示している。このなかでは、「環境保護」の2009年度の伸びが顕著だが、これはこの項目に農林公共事業が含まれているからである。

³ 厳密には、2002年に設定された目標の定義とOECDによる定義には違いがあり、後者が若干大きい。詳細は、齊藤他（2010、317-318頁）を参照。

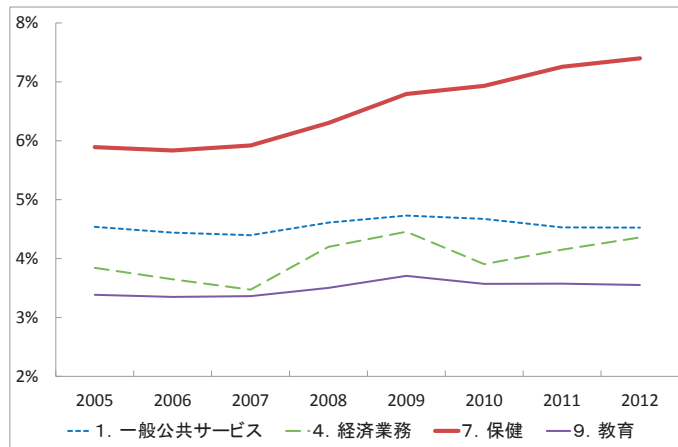
図2 (A) 一般政府の機能別支出規模 (対GDP比) の推移 (その1)



(資料) OECD, National Accounts Database.

図2 (B) は中規模の4項目の推移を示している。「経済業務」が2008年度から増加しているが、公共事業の多くがこの項目に含まれている。「環境保護」と合わせ、財政出動に起因する公共事業の増加がこの時期の一般政府の支出規模の増加につながっていることがうかがえる。

図2 (B) 一般政府の機能別支出規模 (対GDP比) の推移 (その2)

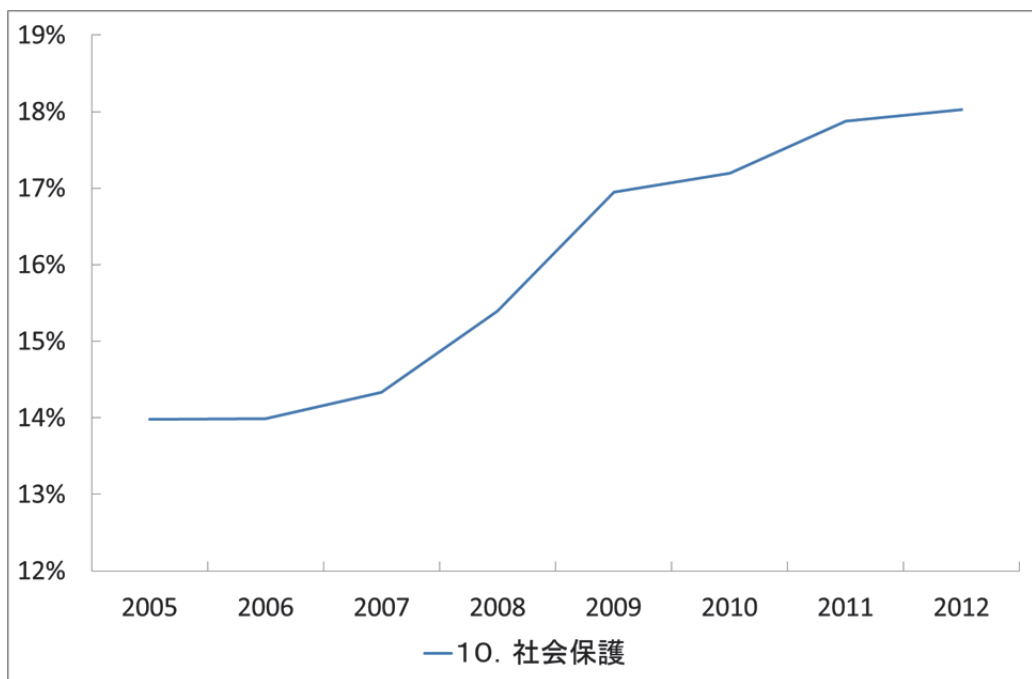


(資料) OECD, National Accounts Database.

また、主に医療サービスの現物給付に向けられる「保健」が2008年以降、増加していることを見ることができる。そして、図2 (C) で示されたように、年金、生活保護等を含む「社会保護」は傾向的に増加を続けている。ただし、これら社会保障費の増加は直接には自然利子率とは関係ない。まず、年金給付は所得移転であり、直接の財への支出ではない。世代間で所

得を再分配することを通して実体経済に影響を与えており、直接に年金給付費の増減が自然利子率に影響を与えるわけではない。医療・介護への支出はサービスの現物給付であり、支出主体から見た最終消費支出概念では政府消費であるが、消費主体から見た現実消費支出概念では家計消費となる。したがって、自然利子率に影響を与える政府支出ではないと考えるのが適切である。さらに、これらの支出は老後の生活水準を維持するためにおこなわれるので、かりに自然利子率に影響を与える経路が存在したとしても、その目的のためにタイミングを変更することは選択肢として現実的ではない。

図2 (C) 一般政府の機能別支出規模（対GDP比）の推移（その3）



(資料) OECD, National Accounts Database.

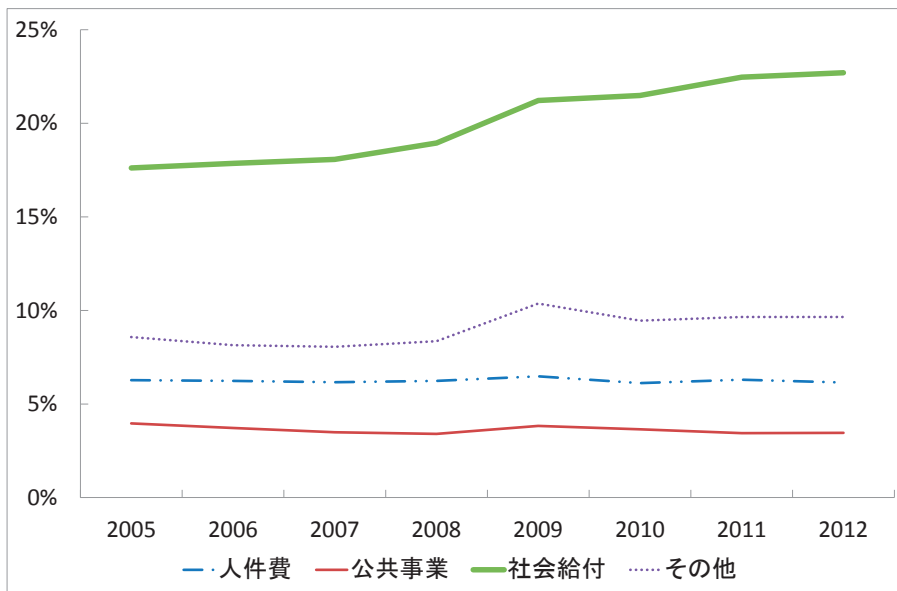
図3は、一般政府支出（対GDP比）を公務員人件費、公共事業、社会給付、その他の4種類に分類して、2005年から2012年までの推移を示したものである⁴。公共事業は2008年まで削減傾向にあり、2009年には景気対策により上昇したが、それ以降は再び低下傾向にある。公務員人件費は金融危機や東日本大震災への対応で増える動きは見られず、政府による削減の取

4 この計数は暦年である。公務員人件費は雇用者報酬、公共事業は総固定資本形成と土地の購入（純）、社会給付は現物社会移転以外の社会給付と現物社会給付等、その他はその他の支出項目の合計として計算される。

り組みにより、減少傾向にある。社会給付が伸びるとともに、財政出動によってその他の支出が伸びていることがわかる。これまでは社会保障費の伸びをその他の歳出の削減で相殺することが試みられてきた。公務員人件費と公共事業費は削減対象として議論の俎上に上がり、これまでは安定して推移している。しかし社会保障費が増えるなか、他の支出項目が減少しないため、政府支出の拡大が起こっている。

これらの支出の動きと巨額の財政赤字と累積債務の動きを見ると、現状では政府支出の恒久的な削減が必要であると考えられる。将来に向けて歳出削減を進める改革を実行すれば、政府支出の成長率を低下させ、自然利子率を高めて、「金融緩和」効果を得ることができる。これまで公務員人件費と公共事業費に関心が集まっていたが、これらの最近の支出は抑制できており、それ以外の支出をどのように抑制するのかを検討することが有益であると考えられる。

図3 一般政府支出（対GDP比）の推移



(資料) OECD, National Accounts Database.

5. 結論

本稿では、流動性の罫の状態で「不本意な金融引き締め」が生じるメカニズムと、財政政策を用いて一層の金融緩和を図る手段として、現在の財政運営の重要な課題となっている、消費税増税と将来の歳出削減の2つの手段を検討した。これらの手段は財政健全化策と認識されており、伝統的なケインズ経済学の枠組みでの財政刺激が一時的な財政悪化をもたらすのとは対

照的である。金利が正である状態とは違った政策的含意が導かれることから、流動性の罍の状態金融政策と財政政策の働きについて、正確な理解が必要とされる。

社会保障・税一体改革に盛り込まれたような消費税の2段階の増税を、毎年1%ずつ物価を上昇させる消費税増税と比較したが、2段階増税による実質金利低下効果は早期に大きく発揮されることが示された。すなわち、一時的な金融緩和の効果は早期に出す手段として、早期に消費税を引き上げる2段階増税が効果的であることが示唆される。また、増税を事前に予告することが、増税によるインフレ期待形成につながり、予告が遅れると、予告されていない時期での金融緩和効果がなくなる。消費税増税には経済の状況を見て判断するという弾力条項があり、2013年に安倍首相が2014年4月の引き上げを白紙で見直す意向であったことは、インフレ期待を弱める効果をもっていたと考えられる。デフレ脱却のための金融緩和を強く日本銀行に求める一方で、自らインフレ期待の芽を摘むような行動をとったことはちぐはぐであった。これは、流動性の罍に対しての金融政策の限界と財政政策による対処策に関しての的確な理解を欠いていたといえるだろう。

現在から将来にかけての政府支出の成長率を下げることで自然利子率を引き上げることができ。金融危機と東日本大震災への影響で一般政府の支出が上昇しており、現在から将来にかけて政府支出の削減を図っていくことが必要である。流動性の罍のもとでの金融緩和効果を出すような財政運営を考えるべきである。

参考文献

Correia, Isabel, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini, and Pedro Teles (2013), “Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound,” *American Economic Review*, Vol. 103, No. 4, pp. 1172-1211.

Eggertsson, Gauti B., and Paul Krugman (2012), “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127, Issue 3, August, pp. 1469-1513.

Eggertsson, Gauti B., and Michael Woodford (2003), “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 139-211.

Gali, Jordi (2008), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press.

岩本康志 (2005)、「財政再建と望ましいポリシーミックスのあり方」、貝塚啓明・財務省財務

総合政策研究所編『財政赤字と日本経済：財政健全化への理論と政策』、有斐閣、101-124
頁

Krugman, Paul R. (1998), “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity
Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 137-187.

齊藤誠・岩本康志・太田聰一・柴田章久（2010）、『マクロ経済学』、有斐閣。

Woodford, Michael (2003) , *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary
Policy*, Princeton: Princeton University Press.