

マクロ安定化政策の大いなる逸脱 コスト度外視で、経済厚生を悪化させていないか

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**

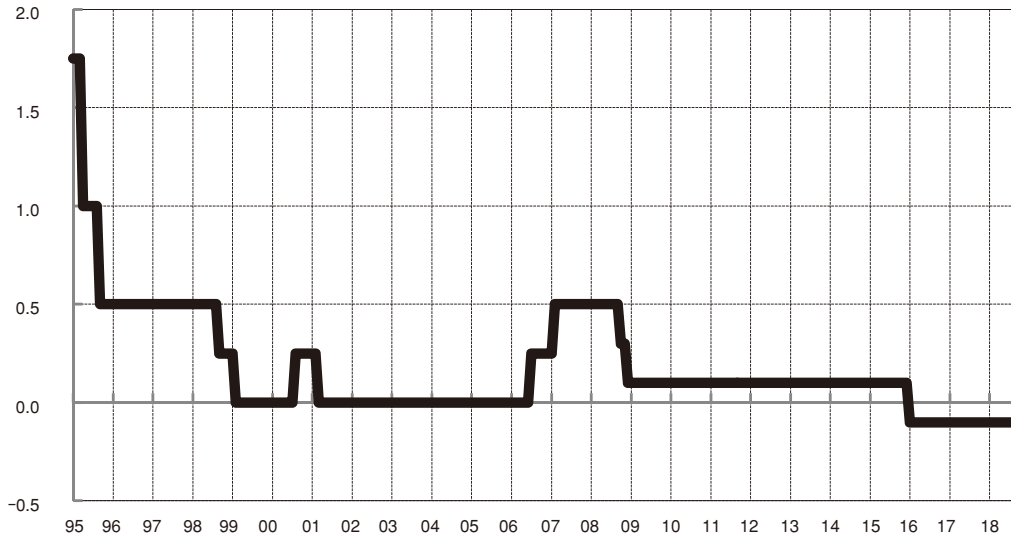


河野 龍太郎氏

我々は、予期しない大きなショックが訪れた際、マクロ経済の急激な変動を避けるべく、金融政策や財政政策を駆使して、ショックを和らげようとする。多くの家計にとって、所得や消費が大きく変動するより、安定する方が望ましいため、一定程度のコストを甘受してでも、マクロ安定化政策の発動が容認される。とは言え、近年の日本では、景気減速に対してあまりに過敏になり、コストを度外視して、マクロ安定化政策に頼り過ぎてはいないか。安定性を求めるあまり、経済効率性を著しく損なっていたのでは、経済厚生を悪化させる。マクロ安定化政策が本来の役割から大きく逸脱していないか。それが本稿のテーマである。

目先のGDPの嵩上げばかりに拘る人が多いため、今回は、「そもそも論」から始めよう。我々は経済政策の目標として、高いGDP成長率を掲げることが少なくないが、実質GDPそのものは経済政策の最終的な目標ではない。経済政策の究極の目標は、国民の経済厚生の上向上であり、それは、「持続的な消費の増加」によってもたらされる。実質GDPが目標となるのは、継続的に高い成長をしていれば、多くの場合、高めの消費を続けることが可能であると考えから、あくまで中間目標的な位置付けである。そのことを理解せず、目先の実質GDPばかりを追求すると、最終目標である経済厚生を大きく損なうリスクもある。いや、既に損なわれ始めている。以下、ニューケインジアン的な経済モデルを使って考えるが、分かり易さを重視して、ここでは数式は一切抜

(図1) 日銀の政策金利の推移 (%)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

きで論じる。

まず、家計は生涯を通じて、高い消費水準（高い効用水準）を維持しようと行動する。この経済モデルにおいては、人々は、将来を見据えて今を大切に生きるのであり、今さえ良ければいいといった刹那的な生き方はしない。高い消費水準を目指すというと、消費生活が全てではないと反発する人もいるだろうが、ここでは、余暇を楽しむことも消費にちゃんと含まれている。若い時には、がむしゃらに働いてある程度の資産を蓄え、早い時期に就業生活を終えて、その後は趣味や学問に生きるという人もいよう。或いは、日々、アフター5を楽しみながら定年まで仕事を続け、その後、穏やかな引退生活に入るという選択をする人もいよう。人、皆、それぞれであるが、この経済モデルでは、代表的個人を念頭に置く。

■ 全てを消費しないのは将来のより高い消費水準のため

さて、ここで人々が現在の所得の全てを消費に充てず、その一部を貯蓄（投資）に回すのはなぜか。その理由の一つは、貯蓄（投資）がリターンを生み、将来のより高い消費水準につながると考えるからである。マクロ的に捉えると、人々の貯蓄が金融仲介を通じて、

企業の設備投資に振り向けられることで、経済成長が可能となる。

■設備投資が重要なのは新たな付加価値を生み出すため

設備投資は、資本財の生産につながり、その段階でGDPを一時的に押し上げるが、それが設備投資の意義の全てではない。最も重要な点は、設備ストックの増加を通じて、企業の生産能力が高まり、新たな付加価値（新たな所得）が生み出されることである。つまり、収益性の高い投資プロジェクトが、所得の持続可能な増加（＝持続可能な経済成長）の源泉となり、家計はより高い水準の消費が可能となって、経済厚生が向上する。この時、銀行業や金融市場は、収益性の高い投資プロジェクト（成長分野）を見出し、家計の貯蓄を振り向けるという重要な役割を担う。モデルでは明示的に扱われないことが多いが、それらが上手く機能しなければ、経済厚生の向上は困難になる。

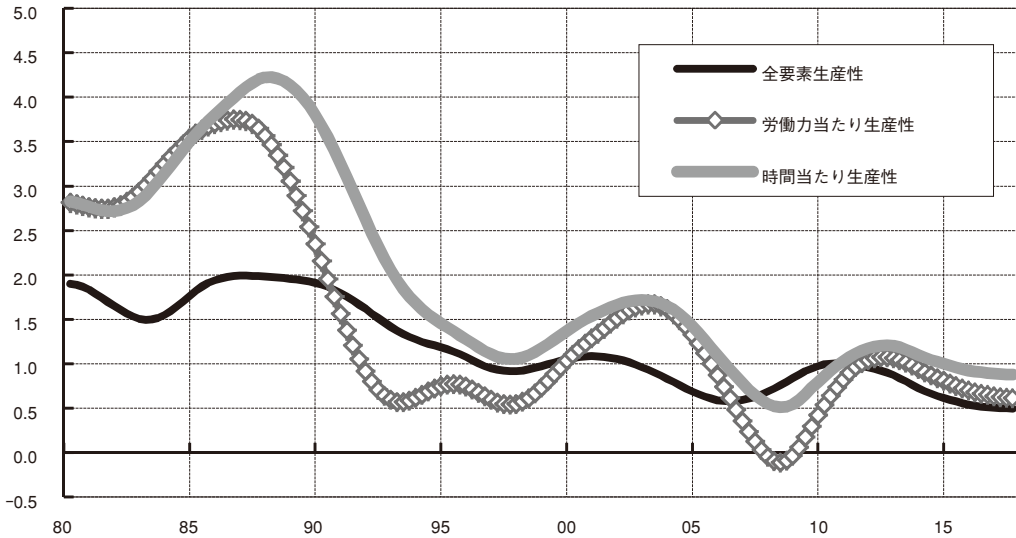
■負のショックが襲った場合どうするか

ここで、経済を負のショックが襲い、企業部門の生産性上昇率（＝短期自然利子率）が低下するケース（つまり不況に陥るケース）を考える。家計は、企業に労働を供給すると同時に、企業の投資プロジェクトに銀行業や金融市場を通じて貯蓄を提供している。このため、企業の生産性上昇率（＝短期自然利子率）の低下が予想されると、家計は所得の低下を見込んで、支出を鈍化させる。この状況において、政策当局はどのように対応すべきか。

■金利を下げることで現在の支出を有利にする

まず、自然治癒を待って、ショックを放置するという新古典派的な政策対応があり得る。もし、ショックが軽微なら、生産性上昇率（＝短期自然利子率）は、元の水準に自律的に回復し、早晚、不況も終わるだろう。ただ、家計にとっては、所得や消費の水準が安定していることがより望ましい。このため、不況となれば、政策金利の操作（＝金融政策）によって、実質金利を、自然利子率よりも低い水準まで低下させることで、個人消費や設備投資を刺激する。つまり、金利を下げることで、消費や設備投資をすることが有利な状況を作り出す。

(図2) 生産性 (トレンド、前期比年率、%)



(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

■ 「支出の前倒し」には限りがある

ただ、金融政策の効果の本質は、あくまで「支出の前倒し」である。いくら金融緩和を追求しても、前倒しには限りがある。金融緩和を大規模にしているにも拘わらず、効果がむしろ小さくなっているのは、そもそも前倒し可能な支出が限界に近付いているからである。実際、我々はもう20年以上に亘ってゼロ金利を続けている。そして、前倒し可能な支出にもう一つ影響するのは、将来の所得水準であり、それは生産性上昇率のトレンド（長期自然利子率）に左右される。つまり、将来の所得の伸びが低いと家計が考えるのなら、金利をいくら低くしても、前倒し可能な支出は限られる。それ故、金融緩和の有効性を高めるには、金融政策の規模を追求するだけでなく、政府の構造政策（成長戦略）によって、長期自然利子率そのものを引き上げる努力が必要となる。また、実質賃金が低迷しているのは、人的資本の蓄積の機会が少ない非正規雇用が増えていることや、労働分配率が低下傾向にあることなど構造要因が大きく影響している。これらも、金融政策で解決できる問題ではなく、構造政策でのみ対応可能である。

■完全雇用で金融緩和を続けることの弊害

さらに現在は完全雇用であり、日本経済が直面しているのは、総需要の不足ではなく、人手不足である。そうした状況においても、インフレが加速しないからといって金融緩和を長期化させると、様々な弊害が生じる。まず、家計が貯蓄をするのは、その貯蓄がリターンを生み、将来の高い消費水準につながると考えるためであった。しかし、不況の終了にも拘わらず、ゼロ金利が続けられると、貯蓄が生み出すはずの利子所得が抑制され、将来の消費水準を維持するために、むしろ現在の消費は抑制される。

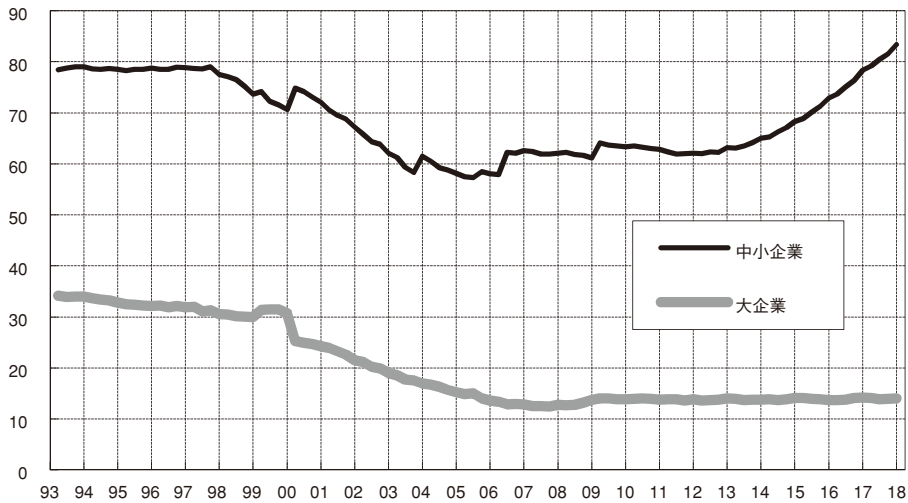
■採算性の低い投資プロジェクトの増加

企業に利子所得が移転するということが、弊害は、所得分配の歪みだけに留まらない。無理に金融緩和を長期化させると、資源配分にも大きな歪みが生じる。例えば、完全雇用かつ極端に低い金利の下でしか採算の取れないような設備投資が助長される。不況が訪れると、そうした投資プロジェクトは存続の問題に直面する。将来の高い消費水準を可能にすべく家計が消費を抑えて捻出した貯蓄が、結局は無駄に使われる。家計では費消された貯蓄を還元すべく、消費をさらに抑制しなければならなくなる。多くの人は、経済が停滞しているから、金利が低いと説明する。しかし、それだけでなく、長期にわたってゼロ金利を続け、収益性の低い投資プロジェクトを助長するから、長期自然利子率がさらに低下しているのである。

■リスクテイキング・チャネルの作動

最近、問題になっているのは、低採算のミドルリスク企業向け融資の増大である。中堅・中小企業の設備投資が増加し、それが目先のGDPを押し上げているのは事実である。また、現在は、景気拡大局面にあり、金利も相当に低いため、そうした融資は正常先に分類されてはいる。しかし、不況が訪れると、正常先融資のままでいられるのか。また、十分な引き当ては積まれているのか。ゼロ金利の固定化で、収益性が悪化した金融機関が、過大なリスクを取り、リスクテイキング・チャネルの作動で、中堅・中小企業の設備投資が増えているのではないか。

(図3) 規模別 設備資金貸し出し (兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

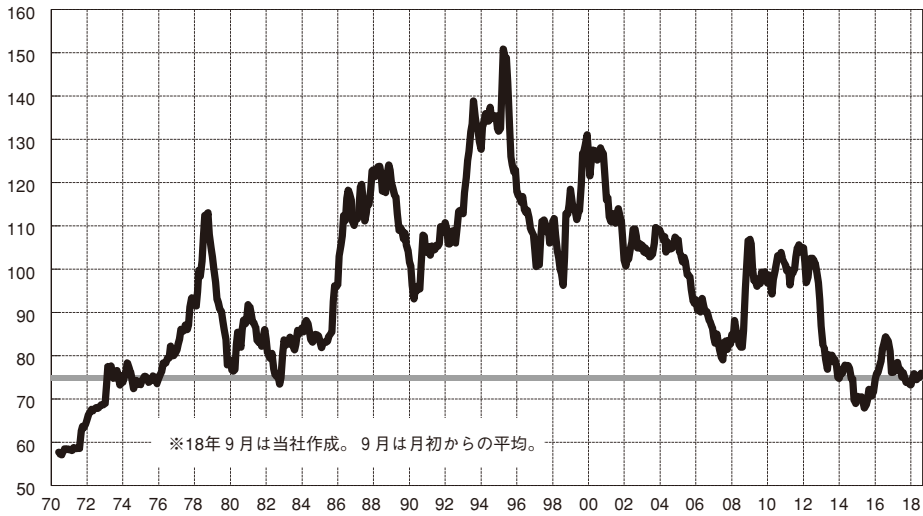
■ マクロ経済政策の逸脱が経済厚生を阻害

だとすると、マクロ経済政策の本来の目的からの逸脱によって、銀行業や金融市場で過大なリスクが取られ、一国の経済厚生を阻害しているということである。長期自然利子率が低下すれば、金融政策の有効性はさらに低下するが、もし不良債権の発生で金融システムが劣化すれば、金融政策の波及チャネルにも悪影響が及ぶ。1980年代後半以降、マクロ経済を不安定化させる「過熱」がインフレだけではないことは、何度も経験済みのはずである。日本銀行はインフレを醸成するために完全雇用の下でも金融緩和を続けているが、ニューケインジアン・モデルにおいては、インフレ醸成のメリットは、次の不況期で実質金利の低下余地が多少広がるというだけである。メリットに比べてコストは相当に大きい。

■ 完全雇用で円安を回避することの弊害

完全雇用でも金融緩和を手仕舞いできないもう一つの理由は、円高への強い恐怖心である。しかし、円安が常に望ましい訳ではない。もちろん、不況の際は、金利低下がもたらす円安が純輸出を刺激し、総需要を支え、それが家計の所得や消費の落ち込み回避にもつながる。ただ、円安誘導は、海外の財・サービスを購入する際、余計な対価を支払わなけ

(図4) 実質実効円レート (2010年=100)



(出所) Bloomberg、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

れないことを意味する。このため、完全雇用で通貨安を甘受することは、無駄に実質購買力を引き下げ、消費の改善を阻害し、経済厚生を悪化させるだけである。本来、不況が終われば、金利が上昇して利子所得が増え、金利上昇による通貨高で実質購買力が改善し、消費が改善する。完全雇用になっても、円高を恐れて金利を低く抑えるから、いつまでも消費回復につながらないのである。

■ 超実質円安による貯蓄の棄損

通貨安政策の効果の本質は、自国で生産する財・サービスを割安にすることで、他国からの需要を惹き寄せることである。国内にスラックがある時には大きな意味があるが、金融緩和と同様、新たに付加価値を作り出している訳でもない（グローバルでは、効果はゼロサムである）。完全雇用になれば、通貨安政策は、単に家計から輸出部門への所得移転をもたらすだけであり、輸出部門が潤っても、家計の消費が抑制されていたのでは、経済厚生は改善しない。インバウンド消費が活況で内需部門への効果も大きいと騒ぐが、実態は単なる日本のサービスの安売りである。ここで一つ懸念されるのは、1970年代半ばに匹敵する極端な実質円安が永続することを前提に、宿泊業が資本ストックの過剰な蓄積を行っている可能性である。実質円安が修正されるまで、我々は投資プロジェクトに投下した

貯蓄が棄損していることに気が付かないのだろう。何のために貯蓄をしたのか。

■ 追加財政がもたらす非効率性

財政政策についても、本来の役割からの逸脱が見られる。近年まで、マクロ安定化政策としては、主に金融政策を用い、裁量的な追加財政は安易に用いない、財政政策はビルトイン・スタビライザーの範囲内で利用するというのが基本的な考え方だった。政府が支出を増やした段階で、一時的にGDPは嵩上げされるが、公的債務の返済の過程で歳出が抑制されGDPが低下するため、横断条件（長期の予算制約）を持ち込めば、財政支出の効果はプラス・マイナスゼロとなる。金融政策の効果の本質を「支出の前倒し」と呼んだが、追加財政の効果の本質は「所得の前倒し」に過ぎないのである。さらに、裁量的な追加財政は、経済資源の非効率な利用がもたらされ、民間部門の生産性上昇率を悪化させる可能性が小さくない。程度の問題はあれ、レントシーキングによる非効率性の発生はまず避けられない。こうした非ケインズ効果が働く結果、追加財政の効果は、最終的にはマイナスとなり、生涯を通じた高い消費水準の達成を阻害し、経済厚生を損なう可能性がある。

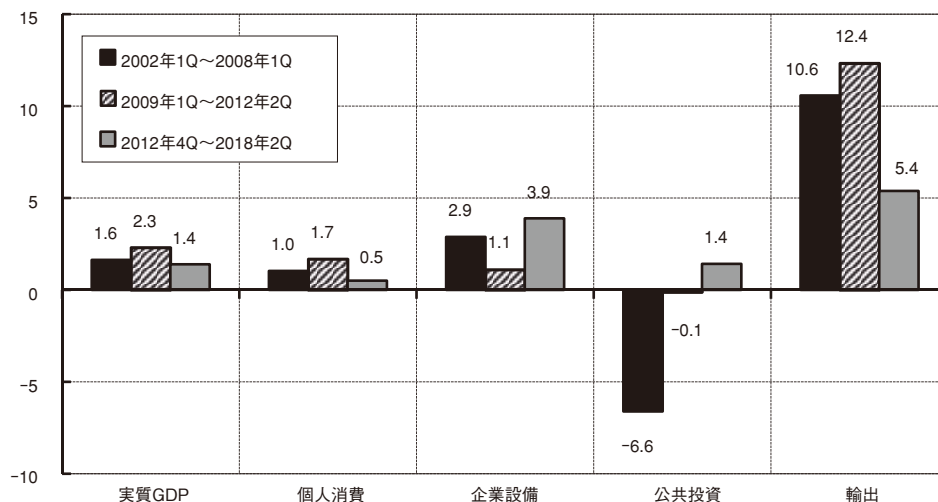
■ リスクシェアリングとして一定程度は容認

とは言え、大きな経済ショックが訪れた際、家計の所得や消費の急激な悪化を避けるため、リスクシェアリングとして、財政資金を一時的に利用することは、一定程度は容認され得るかもしれない。政府部門が財政赤字という形で、家計が受けたショックを吸収し、家計は現時点での急激な所得の悪化を回避し、将来、税金を払うことで、支出の平準化を図ることは一つの方法であろう。短期的には乗数効果が乏しいとしても、減税で対応すれば、非効率な歳出に伴う非ケインズ効果も回避できる。多くの国で、自然利子率が大きく低下し、金融政策がゼロ下限制約に直面しているため、以前に比べ、リスクシェアリングとしての追加財政に対するアレルギーは小さくなっている。

■ 財政依存症に陥るメカニズム

ただ、政策の主眼は、家計の所得、消費の平準化であるから、実行されるのは、あくまで不況期だけである。景気回復が始まれば、拡張財政を直ちに手仕舞いし、景気拡大局面

(図5) 景気回復期における主要需要項目の成長率(年率、%)



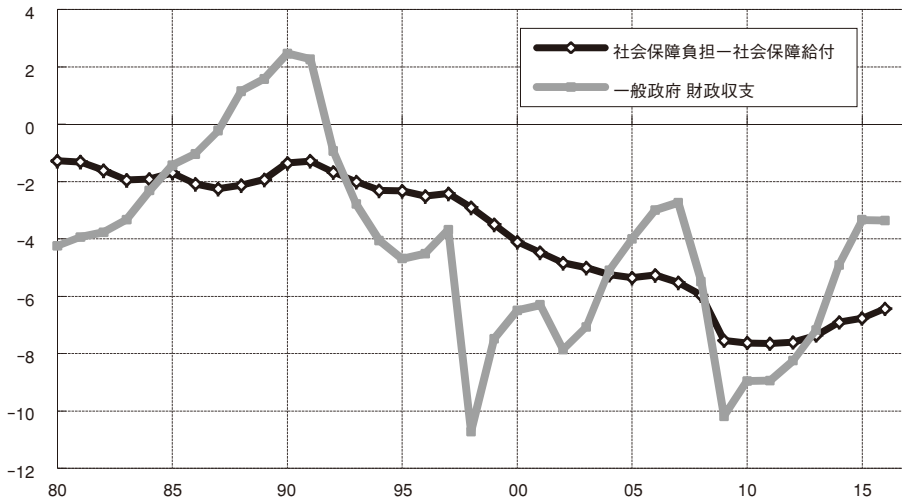
(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

で増税を行い、政策の財源を回収しなければならない。そうすることで、政策の持続性を確保できる。景気回復が始まっても、「財政の崖」を恐れて、追加財政を直ちに手仕舞いできない理由の一つは、不況期に過大な追加財政を行うためである。経済の落ち込みが大きいなら大規模財政は当然と多くの人は考えるが、多くの場合、落ち込みが大きいのは、バブルなどで過大な消費や投資が行われているためである。落ち込む前の支出水準が過大なのだから、それを維持することはできない。景気回復が始まっても、冴えないのは、トレンド成長率そのものが低いことの何よりの証拠である。財政規模を大きくすると、「財政の崖」を恐れて追加政策が繰り返され、今度は財政依存症となる。

■人手不足下でも大きなPB赤字

驚くべきことに、日本では、経済が完全雇用になった後も、景気拡大による税収増を基に、補正予算として、追加財政が繰り返されている。赤字国債の発行を財源としたものではないから問題ないということなのだろうが、景気拡大局面で増加した税収を費消していたのでは、財政健全化にいつまでも着手できない。深刻な人手不足にあることを考えると、現在の日本経済の稼働率は平均的な水準を大きく超えていると推測されるが、そうした状況にも拘わらず、プライマリー収支がGDP比でマイナス3%程度も存在することは、相

(図6) 社会保障負担・給付と財政収支 (GDP比、%、年度)



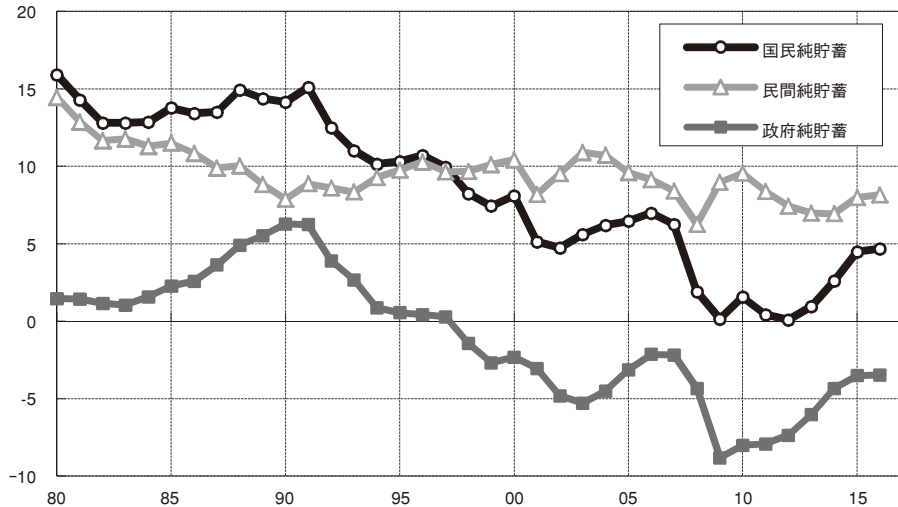
(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

当に深刻である。1992年度以降、一度も黒字化したことはないが、不況が訪れれば、再び赤字は拡大し、公的債務の水準が大きく切り上がる。一般にトレンド成長率への影響は考慮されないが、パブリック・デット・オーバーハングによって、個人消費や設備投資が抑制されるというメカニズムをモデルに明示的に盛り込んだ方が良いのかもしれない。

■ ゼロ金利の継続がもたらす財政規律の弛緩

PB赤字が続いている最大の理由は、膨張する社会保障給付に対し、社会保障負担や税を引き上げることが殆んどできていないことである。つまり社会保障給付の増大がPB赤字によって賄われているということである。PB赤字依存症になっているのは、社会保障負担の引き上げや増税に対して政治的反発が強いということもあるが、それだけではなく、ゼロ金利が続いていることも少なからず影響している。つまり、ゼロ金利の継続が真の財政コストを人々に見えづらくし、危機感を麻痺させている。それ故、負担増や増税の先送りだけでなく、社会保障給付の抑制努力も疎かにされている（或いは、民間に比べ政府部門では、実質金利の低下による支出弾力性が相当に大きいというべきかもしれない）。財政健全化の第一歩は、極端な金融緩和を修正することではないか。

(図7) 国民純貯蓄の推移 (GDP比、%、年度)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ作成

■ 現在は民間貯蓄で政府赤字を吸収

しかし、このまま金利が低く抑えられ、社会保障給付と公的債務の膨張が続けば、どのような調整が訪れるか。現在は、日銀が大量の国債を購入しているとはいえ、それはあくまで民間の金融機関から購入したものである。その意味するところは、政府支出の原資が、民間の貯蓄で賄われているということである。家計の貯蓄は大幅に減っているが、家計から所得移転を受けた企業の貯蓄が高水準を維持していることもあって、今のところは、民間貯蓄で政府の赤字が吸収されている。ここまでの議論は、ニューケインジアンモデルで語ることが何とか可能である。

■ 2030年代後半は民間貯蓄で政府赤字を吸収できなくなる

しかし、今後、全ての団塊世代が75歳となり、医療費や介護費が大きく膨らむ2024年以降は、民間貯蓄で政府赤字を吸収することが徐々に難しくなってくる（2020年代後半は、国民純貯蓄はゼロ近傍まで低下すると予想される）。さらに、団塊世代が85歳を迎え、その多くが要介護となる2034年以降は、民間貯蓄だけでは政府赤字を吸収できなくなり、国

民純貯蓄は明確なマイナスの領域に入る可能性が高い。本来なら70歳代までの継続就業が期待される団塊ジュニアは、60歳代で介護離職を迫られる。この結果、2030年代後半は、医療給付や介護給付が膨らむだけでなく、所得減少で民間貯蓄がさらに低下するため、政府赤字を吸収できなくなる。その段階においては、政府赤字は民間貯蓄だけでは吸収できず、日銀のマネタリーベースを原資に吸収されている可能性がある。

■非リカーディアン型政府へ

具体的には、日銀の国債引き受け、或いは同じことだが、日銀の貸し付けを原資に民間金融機関が国債購入を行うということである。つまり、非リカーディアン型政府への移行と共に、金融政策は財政従属に陥る。ヘリコプターマネーの時代の到来であり、そこではニューケインジアンモデルとは異なるメカニズムが働く。高率のインフレが進むことで、公的債務の返済が行われ、その調整終了後、再びニューケインジアン的な世界に復帰するのだろうか。

