

# マクロ経済政策の課題について

中尾武彦 財務省国際局  
(平成 14 年 11 月 15 日 神戸大学ワークショップ)

(注) すべて個人的見解であり、本人の属する組織の立場を示すものではない。事務局から求められている渡辺先生のプレゼンテーションへのコメント(以下の1)以外に、行政官として日頃から感じているマクロ政策上の論点(2と3)についてもこの機会に触れた。なお、2の論点及び3の財政政策の部分に関しては、拙稿「日本の1990年代における財政政策の経験」(財務省財務総合政策研究所:ディスカッション・ペーパー・シリーズ(02A-11)2002年4月11日)を参照されたい。

## 1. 「財政政策の非ケインジアン効果」(渡辺努・伊藤新)について

- a. 日本における非ケインズ効果の実証分析を行ったものとして有益。財政悪化期に租税負担の高い県の消費が相対的に低下する傾向が有意という結論は納得できる。
- b. 県別データを用いることにより政府支出のケインズ効果と非ケインズ効果を分けて推計できるところもよい。
- c. 不動産価格から来るバブルの影響と雇用状況の格差という代替的な要因についても分析しているのは説得的。
- d. ただし、株式上昇の資産効果をどう考えるか、上昇した不動産は地方に所在してもその譲渡所得、不動産業や金融業の所得あるいはバブル消費からの派生的な所得は大都市に集中した可能性があることをどう考えるか、など、更なる検証が必要ではないか。

## 2. 何が長期の低迷の原因なのか

- a. バブル崩壊の逆資産効果とストック調整
  - ・ 1980年代後半の日本のバブルは非常に広範で規模も大きく、その崩壊からの逆資産効果は消費、投資に大きなインパクトを持った。
  - ・ バブル期に行われた設備投資のストック調整も大きかった。
- b. フィナンシャル・アクセリレーター
  - ・ 資産価格の下落が直接・間接にもたらす企業及び金融機関のバランスシートの悪化が、クレジット・クランチを通じて更なる資産価格の下落をもたらすという悪循環が見られる。
- c. 構造的変化(バブルで見えなくなっていた変化の顕在)
  - ・ キャッチ・アップの終了あるいは経済の成熟は、需要・供給の双方で成長率の低下をもたらす。

- ・ 人口構成の高齢化は需給の両面での減速要因。将来の社会保障の負担や給付への不安も消費を抑制。
  - ・ 中国などアジア諸国からの廉価の輸入もデフレ的圧力を持ちうる。
  - ・ 人口の増加の低下、高齢化、知識集約化、アジア諸国への工場の移転、大都市への人口流入の減少などがあいまって、土地不足から土地余剰に変化し、それが金融のあり方などに影響。
- d. 日本型システムの限界
- ・ 間接金融中心、移動性の少ない労働市場などの日本型システムが新たな日本経済の状況への対応を遅らせている可能性がある。

### 3. 政策上の課題（実務家の視点）

- a. 需要不足と潜在成長率低下、バランス・シート問題
- ・ 日本の喫緊の問題が長期的な潜在成長率の低下よりは需要不足にあることは間違いがないが、政策的にどうすれば需要を喚起できるのが問題。
  - ・ いずれにせよ、規制緩和、競争環境整備など、市場の機能を高め、潜在成長率の上昇を図る政策が必要であることは言うまでもない。
  - ・ 現在の日本のバランス・シートを見ると、企業、金融機関、国がそれぞれ資産の実質的な劣化と債務の返済能力の低下に苦しんでいるのに対し、家計部門の資産（貯蓄）は大方が何らかの形で保証されているという形になっている。これにより、企業、金融機関、国の経済活動が抑制されていると同時に、家計部門もその資産の実質的価値や将来の所得への不安などから消費を抑制しているという問題がある。
  - ・ デフレの原因であるか結果であるかはともかくとして、金融セクターのバランス・シートの正常化と金融仲介機能の回復、そのための企業再生などが最重要課題であることも論を待たない。
- b. 財政政策
- ・ 1990年代の日本では公共投資の乗数効果が低下していることが観察されるが、下記のリカード効果と公共投資の非効率性の認識があいまって、財政拡大が民間消費を抑制する非ケインズ効果が顕在化しているのではないか。
  - ・ 現在の日本では、国債の累積が一定の threshold を超え、納税者が将来の増税を予想して現在の消費を減らし、貯蓄するいわゆるリカード効果が生じているのではないか。
  - ・ 公共投資の非効率性は潜在成長率（供給面）に影響を与えるが、納税者が公共投資を行っても将来の所得拡大につながらず、将来の税負担増大につながるだけと認識する場合には、現在の消費を抑制する（需要面）影響がありうる。
  - ・ 減税の乗数効果についても、リカード的な状況の下で将来の増税の予

想が完全に行われる場合には、分配面から来る効果を除けば効果はゼロということになる。

- ・ 減税を含む税制改正により相対価格に変化を与え、あるいは課税の中立性を図り投資などを喚起する政策は有用かもしれないが、その効果に過大な期待はできない。
- ・ バブル崩壊後の経済政策は、規制緩和などにより公的部門の民間への介入を減らすことがうたわれていながら、公共投資の拡大、公的保証の拡大、地方財政への補填などを通じ、むしろ公的関与が増大している面があり、モラル・ハザードにもつながっているのではないか。
- ・ 国が大幅な財政赤字を通じて民間資金を吸収し、公共投資などに充てること自体が、資源配分面で公的セクターの民間セクターへの大きな介入となっているという認識が必要。

#### c. 金融政策

- ・ ベースマネー拡大の難しさ及び信用創造の低下により、貨幣供給（ストック）の増大を図ることは困難になっている。
- ・ インフレはマネタリーな現象であり、貨幣供給さえ増加させれば導くことができるとの議論もあるが、仮に貨幣供給がストックで増えたとしても、流動性の罫の状況では、貨幣は退蔵され（貨幣の流通速度が低下し）、デフレからの脱却には必ずしもつながらない。例えば、長期国債を中央銀行が買い切る政策についても、国債と貨幣の代替性が強まっている状況では、実物経済への波及のメカニズムが読めない。
- ・ 他方、貨幣への無限の需要という状況を前提にすると、中央銀行の課題はインフレ・ファイターとしての信頼を維持するというのではなく、むしろ一定のリフレーションを目指したインフレ・ターゲットの設定を含む untraditional な金融政策を追求することにあるのではないか。

#### d. デフレの世紀？

- ・ 20 世紀（特に大不況後）が、「戦争、社会主義の影響、インフレの世紀」であったとすれば、21 世紀は、「テロ、グローバルな競争の影響、デフレの世紀」になるのだろうか。日本はそれを先取りしている面があるのか。
- ・ デフレの下では、フローの調整は、最近の給与削減や諸物価の低下に見られるように、価格の硬直性が緩むことによってある程度円滑に行ったとしても、ストック面では、名目利子がマイナスにはならないことによって実質金利が高止まりし、むしろ経済活動を initiate する側である債務者の負担が大きいという問題が残る。
- ・ 20 世紀においてインフレを抑制することに成功した中央銀行などのシステムや経済運営の方法論が、大きな見直しを迫られることがあるのだろうか。

（以上）