

# 財政政策と金融政策の進むべき方向性を探る

## ～我が国のマクロ経済政策に不可欠な潜在成長率の引上げ～

財政金融委員会調査室 吉田 博光

1. はじめに
2. 経済・物価の動向と政府・日銀の対応～過去の経緯を概観する～
3. これまでの財政運営～バブル経済崩壊後に深刻化した財政赤字～
4. 金融政策の変遷～物価の安定に向けた取組～
5. 財政政策と金融政策の再検証～今後のあるべき姿を探る～
6. おわりに

### 1. はじめに<sup>1</sup>

我が国では、1980年代の資産価格高騰がバブル経済<sup>2</sup>へとつながり、経済成長率も高まって好景気に沸いた。ところがバブル経済が崩壊すると、我が国は深刻な打撃を受けることとなった。1997年には戦後初めて<sup>3</sup>大手金融機関が破綻するなど<sup>4</sup>、市場の急変は金融機関をむしばみ、深刻な不良債権問題が重くのしかかっていった。企業部門では、債務や雇用、設備の過剰感が急速に高まり<sup>5</sup>、家計はリストラや住宅ローンの重圧に苦しむなど、民間部門の経済活動は急激に減退することとなった。

このような中、政府は景気回復を目指して度重なる経済対策を策定し、公共事業の追加や減税といった財政政策を実施した。また、日本銀行（以下「日銀」という。）は政策金利を引き下げ、2001年3月には量的緩和政策を導入するな

<sup>1</sup> 本稿は2017年11月16日までの情報に基づいて執筆している。

<sup>2</sup> バブル経済は、地価や株価といった資産価格が実体経済から大幅に乖離して上昇する経済のことであり、我が国では昭和の終わりから平成の初頭に該当する期間がある。例えば、景気の基調的な動きを表す内閣府の景気基準日付では、第11循環は1986年（昭和61年）11月の谷から1991年（平成3年）2月の山まで景気が拡大し、その後、1993年（平成5年）10月の谷まで景気後退が続いたとされている（図表1②参照）。

<sup>3</sup> 経済企画庁（当時）の『平成10年度 年次経済報告』（115頁）より。

<sup>4</sup> 1997年には北海道拓殖銀行（拓銀）が経営破綻するとともに山一證券が自主廃業し、翌98年には日本長期信用銀行（長銀）と日本債券信用銀行（日債銀）の特別公的管理開始が決定された。

<sup>5</sup> いわゆる「3つの過剰」。

ど、幾多の金融緩和策を講じていった。

このように、財政政策と金融政策を中心とするマクロ経済政策<sup>6</sup>が実施されてきたにもかかわらず、今なお、我が国経済は期待されたパフォーマンスを示していない。他方、政府が抱える債務残高は対GDP比で2倍を超える水準<sup>7</sup>となり、日銀が保有する国債は対GDP比で約8割<sup>8</sup>に上るなど、財政政策と金融政策によってもたらされたリスクは計り知れない。このような状況に鑑みれば、いつまでも拡張的なマクロ経済政策を続けられるものでもなかろう。

本稿では、このような問題意識を持って我が国経済を分析することで、マクロ経済政策のあるべき姿について検討を加えることとしたい。具体的には、第2章(2.)で経済・物価の動向と政府・日銀の対応について概観した後、第3章(3.)では財政政策を取り上げ、政府の取組と財政状況について記述する。第4章(4.)では、これまでの金融政策について振り返るとともに、物価の動向について詳しく見ていく。そしてこれらを踏まえ、第5章(5.)では、財政政策(5-1.)と金融政策(5-2.)について検証することにより、我が国のマクロ経済政策が進むべき方向性を提示したい。最後に第6章(6.)でまとめを記し、マクロ経済政策の方向性を探るという遠大なテーマに関する記述をもって締めくくりたい。

## 2. 経済・物価の動向と政府・日銀の対応～過去の経緯を概観する～

本稿では財政政策と金融政策を取り上げて今後の在り方について検討を加えていくが、その前提として過去の事実関係を押さえておく必要がある。そこで本章(2.)では、我が国経済と物価の推移を概観するとともに、政府や日銀が実施してきたマクロ経済政策の全体像について概略をまとめておきたい。

### 2-1. 我が国の経済

我が国経済を概観するため、まずは経済成長率の推移を確認しておく。図表1①を見ると、我が国の経済成長率はバブル経済が崩壊する前までの水準が比較的高くなっていた。ところがその後はマイナス成長の時期が見られるなど、

<sup>6</sup> マクロ経済政策については本稿の2-4. 参照。

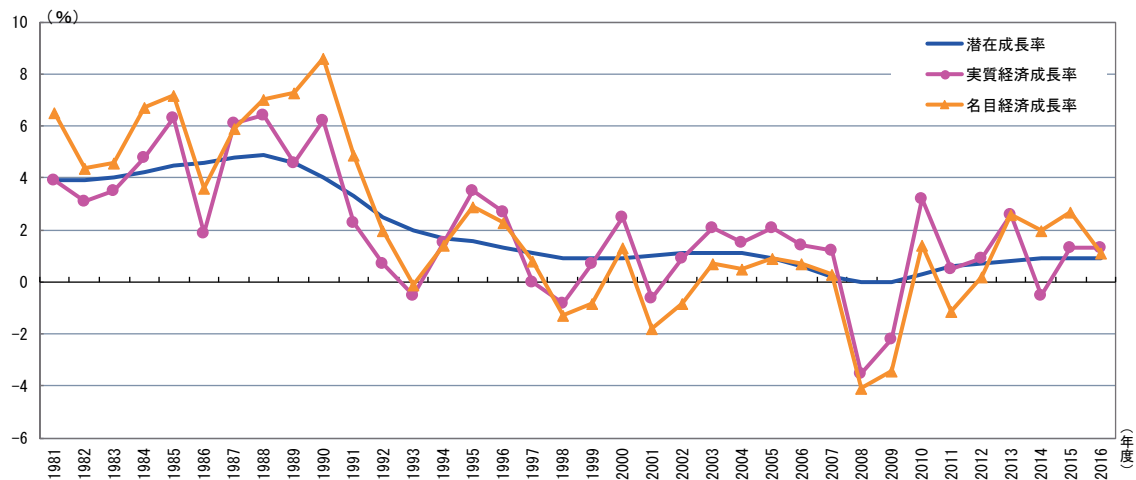
<sup>7</sup> 財務省資料によれば、「国及び地方の長期債務残高」は2017年度末に対GDP比で197.5%になると見込まれているが、「国債及び借入金現在高」は2017年度末で1,224兆円(対GDP比221.1%)である。また、「一般政府債務残高」は2016年末時点で対GDP比222.2%(OECD“Economic Outlook No 101 - June 2017”より)となっている。

<sup>8</sup> 2017年9月末時点の日銀保有国債(436兆円)と2017年7-9月期の名目GDP(季節調整系列、2017年7-9月期1次速報値)から算出。

経済成長率は低水準で推移することとなった。特に、リーマン・ショックの多大な影響を受けた2008年度や2009年度は大幅なマイナス成長に落ち込んでい  
る。また、実質経済成長率と名目経済成長率の関係を見ると、バブル経済崩壊  
後には、いわゆる「名実逆転」<sup>9</sup>の期間が見られ、1990年代以降のデフレ経済  
が映し出されている。

図表1 経済成長率・潜在成長率の推移と景気基準日付

① 経済成長率と潜在成長率の推移



② 景気基準日付

循環	谷	山	谷	期間			(参考)四半期基準日付	
				拡張	後退	全循環	山	谷
第10循環	昭和58年2月 (1983年2月)	昭和60年6月 (1985年6月)	昭和61年11月 (1986年11月)	28ヵ月	17ヵ月	45ヵ月	昭和60年4-6月 (1985年4-6月)	昭和61年10-12月 (1986年10-12月)
第11循環	昭和61年11月 (1986年11月)	平成3年2月 (1991年2月)	平成5年10月 (1993年10月)	51ヵ月	32ヵ月	83ヵ月	平成3年1-3月 (1991年1-3月)	平成5年10-12月 (1993年10-12月)
第12循環	平成5年10月 (1993年10月)	平成9年5月 (1997年5月)	平成11年1月 (1999年1月)	43ヵ月	20ヵ月	63ヵ月	平成9年4-6月 (1997年4-6月)	平成11年1-3月 (1999年1-3月)
第13循環	平成11年1月 (1999年1月)	平成12年11月 (2000年11月)	平成14年1月 (2002年1月)	22ヵ月	14ヵ月	36ヵ月	平成12年10-12月 (2000年10-12月)	平成14年1-3月 (2002年1-3月)
第14循環	平成14年1月 (2002年1月)	平成20年2月 (2008年2月)	平成21年3月 (2009年3月)	73ヵ月	13ヵ月	86ヵ月	平成20年1-3月 (2008年1-3月)	平成21年1-3月 (2009年1-3月)
第15循環	平成21年3月 (2009年3月)	平成24年3月 (2012年3月)	平成24年11月 (2012年11月)	36ヵ月	8ヵ月	44ヵ月	平成24年1-3月 (2012年1-3月)	平成24年10-12月 (2012年10-12月)

(注1) 名目経済成長率及び実質経済成長率については、1994年度以前は「2009年度国民経済計算(2000年基準・93SNA)」、1995年度以降は「四半期別GDP速報」(2017年7-9月期1次速報値)による。

(注2) 潜在成長率は内閣府のデータによるもの。なお、潜在GDPについて内閣府は、「経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDP」と定義している。

(注3) 景気基準日付は内閣府のホームページ(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/150724hiduke.html>)から抜粋した。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、内閣府ホームページ資料より作成

<sup>9</sup> 名目経済成長率から物価変動(GDPデフレーター増加率)の影響を除いたものが実質経済成長率であるため、実質経済成長率が名目経済成長率を上回る「名実逆転」の状況では、物価指標の一つであるGDPデフレーターの増加率がマイナスとなっている。

また、経済の実力を示すと言われている潜在成長率<sup>10</sup>については、1988年度の4.9%をピークに低下傾向をたどり、2008年度と2009年度には0%にまで落ち込んだ。近年では回復傾向を示しているものの、依然として1%を下回る水準にとどまっている。

次に、景気基準日付によって景気循環を確認すると（図表1②）、第11循環の山は1991年2月となっている。その後はバブル経済崩壊後の長期低迷期となったが、現時点では第15循環まで景気後退局面と景気回復局面を繰り返しており、バブル経済崩壊後の長期にわたって景気後退が一貫して続いてきたわけではない。他方、低水準で推移する経済成長率からは景気回復の実感が得られないのも事実であろう。直近の景気回復はいざなぎ景気を超えた<sup>11</sup>とされているものの、景気回復の持続期間で見るのか力強さで見るのかという尺度の違いによって景気回復の捉え方に差異が生じることとなる<sup>12</sup>。

## 2-2. 物価の動向

過度なインフレは、国民生活、そして経済全般に多大な影響を与えるものであるが、デフレについても非常に大きな影響を及ぼすこととなる<sup>13</sup>。国会にお

---

<sup>10</sup> スティグリッツほか（2014年）によると、潜在GDPは、「労働が通常の残業の水準で完全に雇用されており、工場や機械が通常の稼働率で完全に利用されたとするならば、経済でどれだけ生産できるかを示す指標」（54頁）である。このような潜在GDPは、実質GDPのトレンドによっても推定できるとされており（273頁）、また、「生産性が上昇したり、完全雇用水準を増加させるように労働市場が変化することによって潜在GDPが増大し、結果として完全雇用下での産出量が増加する。生産性を増大させる情報技術（IT）の影響に関する議論は、潜在GDPの上昇を主張していると考えられることができる。」（372頁）とされている。このため、潜在GDPやその増減率は経済の実力を表すと考えられており、『日本経済新聞』においても「経済の実力を示す潜在成長率」（2017.9.27等）という表現が度々使われている。

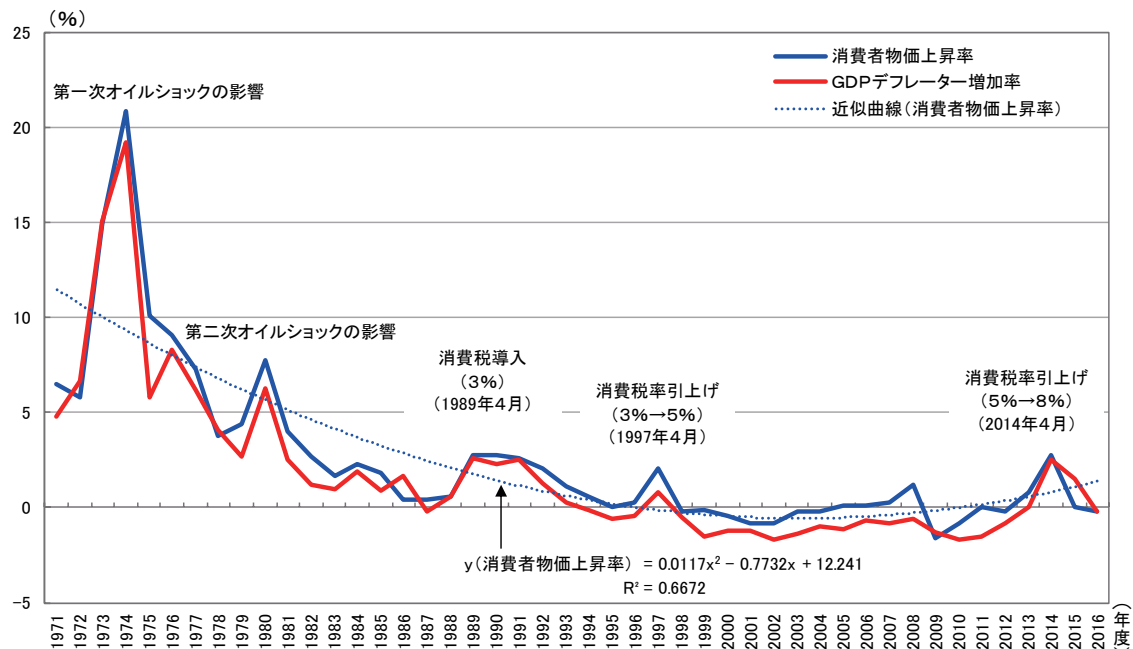
<sup>11</sup> いざなぎ景気は、1965年10月の谷から1970年7月の山まで57か月にわたって拡張期間が続いていた。『日本経済新聞』（2017.11.9）では、「2012年12月に始まった景気回復局面が高度成長期の「いざなぎ景気」を超えて戦後2番目の長さとなったことが（中略）確定した。」と報じている。

<sup>12</sup> 内閣府によれば、「景気基準日付は、一致DIの各採用系列から作られるヒストリカルDIに基づき、景気動向指数研究会での議論を踏まえて、経済社会総合研究所長が設定する。このヒストリカルDIは、個々のDI採用系列ごとに山と谷を設定し、谷から山にいたる期間はすべて上昇（プラス）、山から谷にいたる期間はすべて下降（マイナス）として、DI（プラスとなる系列数の比率）を算出したものである。（中略）一致指数の採用系列から作成したヒストリカルDIが50%を上回る直前の月が景気の谷、50%を下回る直前の月が景気の山に対応する。」とされている。このため、景気基準日付は景気の方角性を示す指標となり、水準（力強さ）で見た景気の現状との間に差異が生じる可能性がある（カギ括弧部分の記述は<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/150724hiduke.html>より抜粋）。

<sup>13</sup> スティグリッツほか（2014年）では、「1980年代に多くの国々ではインフレーションが非常に弱まり、さらには物価の下落であるデフレーションが懸念されるようになった国もあった。たとえば日本では最近になって物価の低下を経験した。インフレーションに伴うコストの多くは、デフレーションでも発生する。相対価格の変動や不確実性の増大は、物価が上昇している

いてもデフレスパイラル<sup>14</sup>が頻繁に議論されるなど<sup>15</sup>、物価の動向は大きな関心事とされてきた。

図表2 物価変動率の推移



(注1) 消費者物価上昇率は、生鮮食品を除く総合の年度平均に係る対前年度比伸び率である。

(注2) 1989年4月の消費税導入に伴い物品税が廃止された。

(注3) GDPデフレーター増加率は、1980年度以前は「1998年度国民経済計算（1990基準・68SNA）」、1981年度から1994年度までは「2009年度国民経済計算（2000年基準・93SNA）」、1995年度以降は「四半期別GDP速報」（2017年7-9月期1次速報値）による。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」より作成

場合と同様に、物価が下落している場合にも起こる。また、インフレーションが貸し手に損害を与えるのと対照的に、デフレーションは借り手に損害を与える。(中略) デフレーションの時代には金融危機や銀行危機も同時に起こった。融資を受けている企業は、物価下落によって借金を返済できなくなれば、倒産に追い込まれる可能性がある。しかしこの場合は融資している銀行が返済を受けられないことになり、銀行も倒産するかもしれないのである。」(86頁)と記述している。

<sup>14</sup> デフレが需要の減少を招いて更にデフレが進行する経済状況のことであるが、経済企画庁(当時)の『平成10年度 年次経済報告』では、「①物価下落が企業の売上高を低下させる。②その際賃金コストなどの生産要素価格は下方硬直性を持ち企業の収益を引き下げる。③物価下落により実質賃金が高止まりし、金融緩和効果の発現を妨げる。④企業の減収減益が企業行動を慎重化させ最終需要の低下が国内需給を更に悪化させる。」(8頁)と記述している。

<sup>15</sup> 例えば、小泉純一郎内閣総理大臣(当時)は、2002年1月30日の参議院予算委員会において、「デフレスパイラルというものをなくすためにも即効性のある事業、あるいは緊急的に行うことができる事業、いろいろあると思います。デフレスパイラルを起こさない、そして構造改革を進めていくという両面に目を配りながら対策を打たなきゃならないということを考えまして、この第二次補正予算を提出しているわけであります。」(第154回国会参議院予算委員会会議録第2号(2002.1.30)12頁)としている。



図表 2 によって我が国の物価変動について見てみると、GDPデフレーターと消費者物価指数（以下では、特に断りのない限り、「生鮮食品を除く総合」のデータを使用する。）の変動率は長期的に見て低下傾向をたどってきた。その後 2010 年代に入ると、マイナス領域から脱却しつつあるような動きを見せているが、内閣府の『平成 29 年度 年次経済財政報告』では、「持続的な物価下落が続くというデフレ状況にはないものの、デフレを脱却し、安定的な物価上昇が見込まれるところまでには至っていない。」（5 頁）との表現がなされている。このような長期的推移の中で短期的な動きを見ると、オイルショックや消費税引上げの影響で一時的に急上昇しているほか、バブル経済のさなかにも一時的な高まりを見せている。

### 2-3. 1990 年以降に実施されたマクロ経済政策の概観

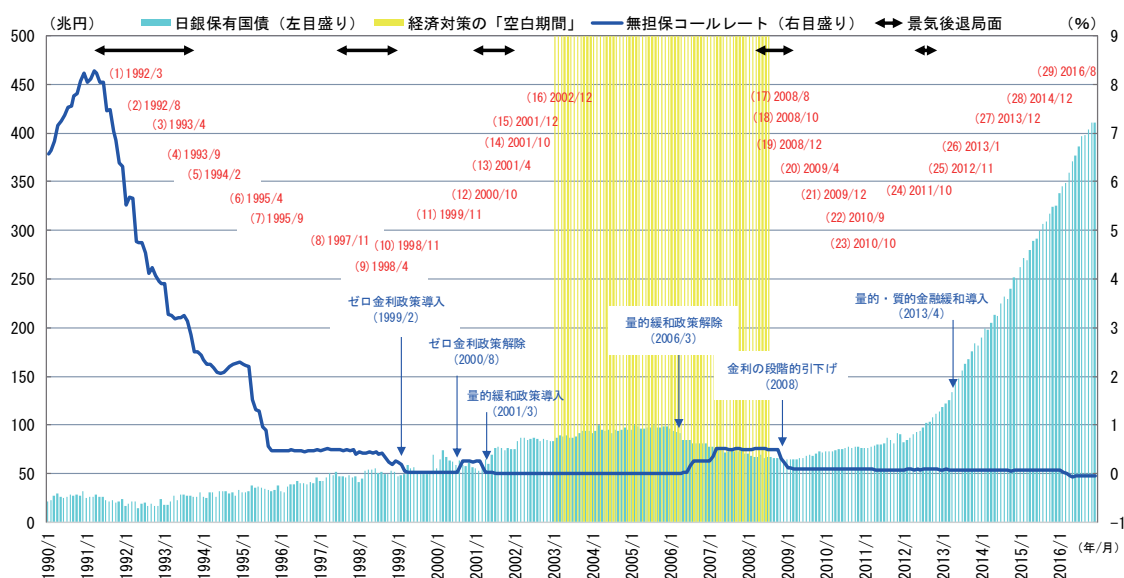
以上見てきたとおり、我が国の経済成長率と物価上昇率は、バブル経済崩壊後に大きく落ち込み、景気回復に向けた多くの施策が実施されてきた。本節（2-3.）では、このような政府や日銀によるマクロ経済政策を簡単に振り返っておきたい。

図表 3 は、経済対策と金融政策の実施状況を取りまとめたものである。このうち括弧書きの通し番号は政府が策定した経済対策とその時期を表している。経済対策の策定は、1992 年 3 月から 2002 年 12 月までの期間と 2008 年 8 月以降の期間に分けられ、2003 年 1 月から 2008 年 7 月までは経済対策が策定されていない「空白期間」のようになっている。また、景気基準日付と照らし合わせると、景気後退局面（図中矢印部分）のみならず、景気回復局面においても経済対策が策定されてきたことが分かる。

金融政策に関しては、無担保コールレート（オーバーナイト物）と日銀保有国債から概略を読み取っていききたい。日銀は、バブル経済崩壊後に政策金利を引き下げており、無担保コールレートは 1991 年 3 月の 8.3% をピークに 1995 年末には 0.5% まで低下した。また、1999 年 2 月にはゼロ金利政策が導入され、無担保コールレートは一段と低下していった。その後、2000 年 8 月にゼロ金利政策が解除され、一時的に無担保コールレートが上昇したものの、2001 年 3 月に量的緩和政策が導入されると再びゼロ金利の水準まで低下し、日銀保有国債が徐々に増加していった。経済対策の空白期間中だった 2006 年 3 月には量的緩和政策が解除されゼロ金利を目指す措置に移行したが、2008 年のリーマン・ショックを受けて金利の引下げと日銀保有国債の増加策が講じられ、2013 年 4 月には黒田日銀総裁の下で量的・質的金融緩和が導入されるに至った。

このように、政府と日銀が累次の対策を講じてきたにもかかわらず、政府の掲げる実質2%、名目3%の経済成長<sup>16</sup>や日銀が目標とする2%の物価上昇<sup>17</sup>には及んでいない。このような状況下において、安倍総理は消費税率の引上げを2度にわたって延期しており、2019年10月とされている税率引上げについても消費低迷を懸念して増収分の使途見直しを表明している。また、日銀は長期金利までコントロールしようとする新たな措置として「イールドカーブ・コントロール」を導入するに至っている。

図表3 経済対策と金融政策の状況



(注1) 括弧書きのナンバリングは経済対策の策定状況を表したものであり、当該経済対策の策定年月を付記している。具体的には、(1)が「緊急経済対策」(事業規模の明示なし)、(2)が「総合経済対策」(総事業規模10.7兆円)、(3)が「総合的な経済対策の推進について」(総事業規模13.2兆円)などとなっている。

(注2) 経済対策は内閣府が「平成元年以降の経済対策」として整理しているものを掲載しており、1995年6月に策定された「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」は図示していない。

(注3) 日銀保有国債は「資産買入等の基金分」を含んでいる。

(注4) 無担保コールレートはオーバーナイト物の平均金利である。

(出所) 内閣府資料、NEEDS-FinancialQUEST (日経 NEEDS)、参議院予算委員会調査室編『財政関係資料集』等より作成

<sup>16</sup> 例えば、「経済財政運営と改革の基本方針 2016」(2016年6月2日閣議決定)では、「「新・三本の矢」は、一億総活躍の考え方の下、「国民の希望の実現」を支えることを中核として、新たな需要と供給を生み出すとともにその成果を国民一人ひとりに分配することにより好循環を強化するものである。その結果として、実質2%程度、名目3%程度を上回る成長の実現がより確実になる。」(3頁)としている。

<sup>17</sup> 物価に対する日銀の考え方については、本稿の4-1. 参照。

## 2-4. マクロ経済政策の捉え方<sup>18</sup>

これまでの記述により、バブル経済崩壊後の経済状況や物価動向を概観するとともに、財政政策と金融政策について概略を確認してきたが、そもそも、なぜ、財政政策や金融政策といったマクロ経済政策が実施されるのであろうか。本節(2-4.)では、このような深遠なテーマに対して、本稿の文脈から最低限必要と思われる概括的な捉え方について簡単にまとめておきたい。

マクロ経済は好況・不況といった景気循環を繰り返しており、このような景気循環の幅を小さくすることがマクロ経済政策の大きな目標であるとされている。現実の経済において、市場メカニズムには負の側面が存在するため、経済政策には大きな役割が期待されることとなる。このような経済政策には、①資源配分上の機能、②所得再分配機能、③安定化機能、④将来世代への配慮という四つの機能が想定されている。そして経済政策は、家計や企業といった個別の経済主体を対象とするミクロの経済政策とインフレーションや国民総生産など国民経済全体に係るマクロの経済政策に分類される。

経済政策の役割のうち安定化機能については、短期的なショックによってもたらされる悪影響を緩和するため、政府が経済的に介入するものである。特に、「ケインズ経済学では、経済が不完全雇用の状態にとどまり、有効需要の不足が解消されないときに、政府が有効需要を刺激すべきである」としている。このように景気の安定を目標とするマクロ安定化政策を構成する重要な政策手段として、財政政策と金融政策が存在している。

このうち財政政策については、政府支出や税金の変化が総支出の水準を変化させ、所与のインフレ率に対する産出量を変化させる仕組みを活用して政策目標を実現しようとするものである。政府支出が増加すれば、インフレ率のあらゆる水準において総支出を増加させる。このような効果は、インフレ率と産出量の関係を表す「総需要・インフレーション曲線(AD I曲線)」のシフトで説明することができる。また、中央銀行が金融政策によって利子率を変化させることによってAD I曲線がシフトし、総支出に影響を与えることとなる。

財政政策によってマクロ経済の目標を達成させる方法は、自動安定化装置と裁量的政策行動に区別される。このうち自動安定化装置は、経済状況の悪化によって政府の支出が自動的に増加したり、税収が自動的に減少したりする仕組

---

<sup>18</sup> ここでの記述は、井堀(2003年)とスティグリッツほか(2014年)に基づいている。具体的には、第2段落と第3段落は井堀(2003年)に基づいており、カギ括弧部分は同書(36頁)からの抜粋である。また、第4段落と第5段落はスティグリッツほか(2014年)に基づいており、カギ括弧部分は同書(頁数は本文中に記載)からの抜粋である。



みとされている。他方、裁量的政策行動は、経済に対して意図的に影響を及ぼす目的で行われる財政政策であり、政府による意図された政策の変化である。なお、スティグリッツほか（2014年）では、「経済を微調整する手段としての実際上の困難にもかかわらず、裁量的政策行動が頻繁に提案される。」（412頁）としており、また、「金融政策には、経済をより安定的にするように機能する、自動安定化装置のような側面もある。しかし、財政政策と同様に、金融政策もまたマクロ経済目標を達成するためにもっと積極的に利用されている。」（418頁）と記述している。

### 3. これまでの財政運営～バブル経済崩壊後に深刻化した財政赤字～

バブル経済崩壊後の我が国では、幾多の財政政策によって景気を下支えし、近年では極めて積極的な金融政策が実施されているところである。以下では、このような財政政策と金融政策に焦点を当てて個別に見ていくこととしたい<sup>19</sup>。具体的には、本章（3.）において、過去に実施された財政政策とその後の財政状況を中心に経済指標との関係を確認する。また、次章（4.）では、これまでに実施された金融政策について、物価との関係を中心に整理するとともに、日銀の財務についても記述することとしたい。

#### 3-1. 財政出動の状況

図表3で見た経済対策は、歳出の追加や減税といった財政政策を伴っているものが多い<sup>20</sup>。特に、1990年代には多額の公共事業を盛り込んだ経済対策が策定されており、2000年代に入ると雇用のセーフティーネットを掲げるものが多くなった。このような変化があるにしても、経済対策に伴って編成された補正予算によって多額の歳出予算が追加されてきた。

そこで、補正予算における基礎的財政収支対象経費の増減額を見ると（図表4の棒グラフ）、大手金融機関が経営破綻するなど大規模な金融危機に見舞われていた1998年度や1999年度に歳出予算の追加額が多くなっているほか、リーマン・ショックの影響を受けて景況が急速に悪化していた2009年度には特に多額の歳出予算が追加されている<sup>21</sup>。他方、図表3で示した経済対策の「空白期

<sup>19</sup> 財政政策には、所得再分配を主たる目的として実施される社会保障政策等もあるが、本稿では、このような財政政策については言及しないこととする。

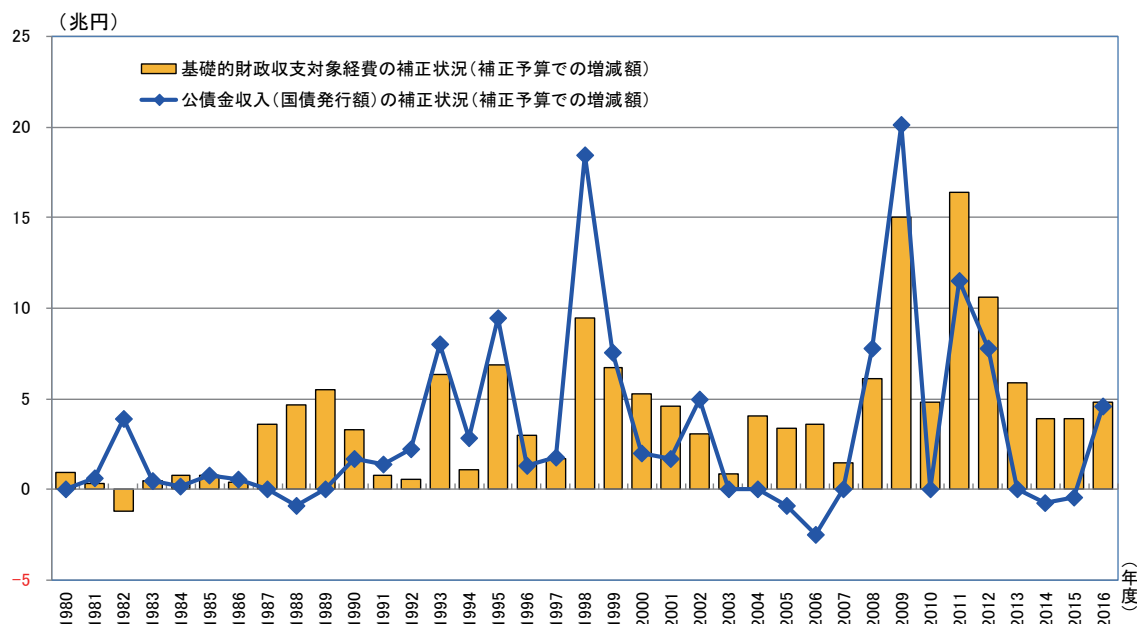
<sup>20</sup> 経済対策には金融政策を盛り込んでいるものもある。

<sup>21</sup> 2011年3月11日に発生した東日本大震災からの復旧・復興に充てるため、2011年度の補正予算では関連経費が措置されている。なお、2012年度の補正予算では、2013年1月に策定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の実施等のために必要な経費の追加が行われている。

間」<sup>22</sup>については、比較的抑制的に推移していることが分かる。

また、折れ線グラフで公債金収入（国債発行額）の補正状況を見てみると、1998年度と2009年度の規模が突出して大きくなっている。当時としては、巨額の赤字を計上する大規模な財政政策によって、金融危機やリーマン・ショックに対処しようとしていたのである。

図表4 一般会計予算の補正状況



(注1) 一般会計予算の補正状況は、補正後予算額から当初予算額を差し引いて算出しており、補正予算での追加額から減少額を差し引いた純計額の変動幅を示している。

(注2) 基礎的財政収支対象経費は、歳出総額から国債費及び決算補てん繰り戻しの金額を差し引いて算出している。

(注3) 公債金収入（国債発行額）は、年金特例公債等の「つなぎ国債」を含むベースとしている。

(出所) 財務省「予算の説明」より作成

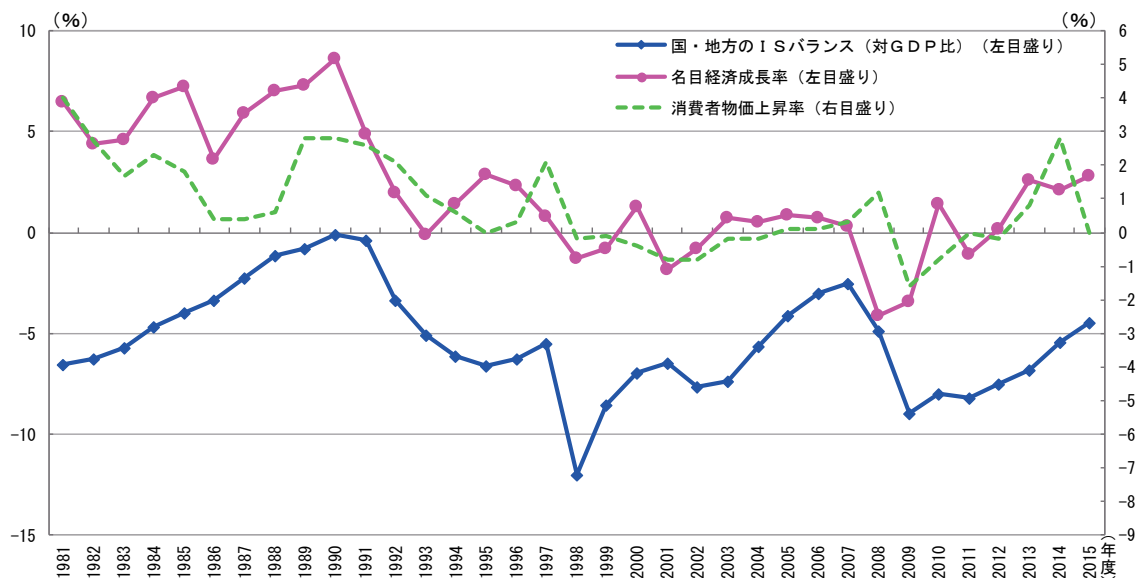
### 3-2. 我が国経済と財政赤字の関係

経済に対する安定化機能を果たす財政政策の役割を踏まえれば、バブル経済崩壊後における財政赤字の拡大は目的に合致した対応であったと捉えることもできよう。財政政策と財政赤字の関係については、「財政赤字を積極的に活用しようとする代表的な立場は、景気対抗手段として財政赤字を用いることを主張するケインズの立場である。すなわち、景気が低迷しているときに財政赤字を拡大させて、公債を増発し、景気を刺激しようとする。逆に景気が過熱しているときに財政赤字を縮小させて、公債発行を削減し、総需要を抑制する。財政赤字が短期的にこのような安定化効果をもつことは、否定できない。わが国の

<sup>22</sup> 2003年1月から2008年7月までは経済対策が策定されていない。

マクロ財政政策もこのような観点から運営されている。」<sup>23</sup>との指摘がなされているところである。

図表5 名目成長率、物価上昇率と財政状況の関係



(注1) ここでのISバランスは、貯蓄と投資の差を表す貯蓄投資差額としてのISバランスに資本移転の受払を加えた「純貸出／純借入」の値を図示しており、「資本蓄積の原資と非金融資産の取得とのバランス」(内閣府『平成26年度 国民経済計算年報』594頁より)を表している。国民経済計算での「純貸出／純借入」は、実物取引と金融取引の2種類のアプローチで算出されているが、ここでは実物取引から捉えた値としている。

(注2) 名目経済成長率及び国・地方のISバランスは、1994年度以前は「2009年度国民経済計算(2000年基準・93SNA)」、1995年度以降は「2015年度国民経済計算(2011年基準・2008SNA)」による。

(注3) 1998年度に国・地方のISバランスが大幅な赤字を計上した背景には、「日本国有鉄道清算事業団(非金融法人企業)から一般政府への債務承継が資本移転(支払)(約24.2兆円)として計上されている」(内閣府『平成26年度 国民経済計算年報』116頁より)ことによる影響がある。

(注4) 消費者物価上昇率は、生鮮食品を除く総合の年度平均に係る対前年度比伸び率である。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」より作成

そこで、名目経済成長率、消費者物価上昇率と国・地方<sup>24</sup>のISバランス<sup>25</sup>を図示したものが図表5である。これを見ると、名目経済成長率と消費者物価上昇率が共に高まっていたバブル経済においては、国・地方のISバランスが均衡状態に近い水準まで回復していたが<sup>26</sup>、バブル経済が崩壊すると、名目経済成長率と消費者物価上昇率が共に低下傾向をたどる中で大幅な赤字に落ち込ん

<sup>23</sup> 井堀(2003年)107頁より抜粋。

<sup>24</sup> 国民経済計算の財政部門では、国は中央政府、地方は地方政府とされており、これに社会保障基金を加えたものが一般政府となる。

<sup>25</sup> 図表5(注1)参照。

<sup>26</sup> ISバランスは財政収支を表すものであり、プライマリーバランスに純利払費を加えた概念であるため、我が国ではプライマリーバランスより低い水準となる。

でいった。小渕恵三内閣総理大臣（当時）は「世界一の借金王」と発言して注目されたが、この背景には、「財政改革を行って財政を健全化することと現下の経済再生を行うということの二兎を追うことは極めて困難である」<sup>27</sup>との認識があったということである。

他方、近年の動向に着目してみると、我が国経済は2008年に発生したリーマン・ショックの影響を克服したと言える状況になった一方、国・地方のISバランスは依然として大幅な赤字を計上している。この背景として、膨らみ続ける社会保障関係費の影響があることは否定できないが、歳出の追加や増税の回避といった財政政策上の要因があることも忘れてはならない。

### 3-3. 一般会計で見た我が国の財政運営

図表5では国・地方のISバランスを確認したが、次に、国の一般会計について概観しておきたい。図表6を見ると、税収は1990年度の60.1兆円がピークであり、長期にわたってこれを下回る水準で推移してきた。これは、一般会計が「自動安定化装置」としての役割を果たしたことによる税収減に加え、「裁量的政策行動」として実施した減税による影響も大きい。近年では、景気回復や消費税率の引上げ（2014年4月）が税収増に寄与しており、2009年度に38.7兆円まで落ち込んだ税収は、2016年度には55.5兆円まで回復した。他方、対GDP比で見ると2016年度の税収は10.3%であり、1990年度の13.3%と比べると依然としてかなり低い水準であると言える。

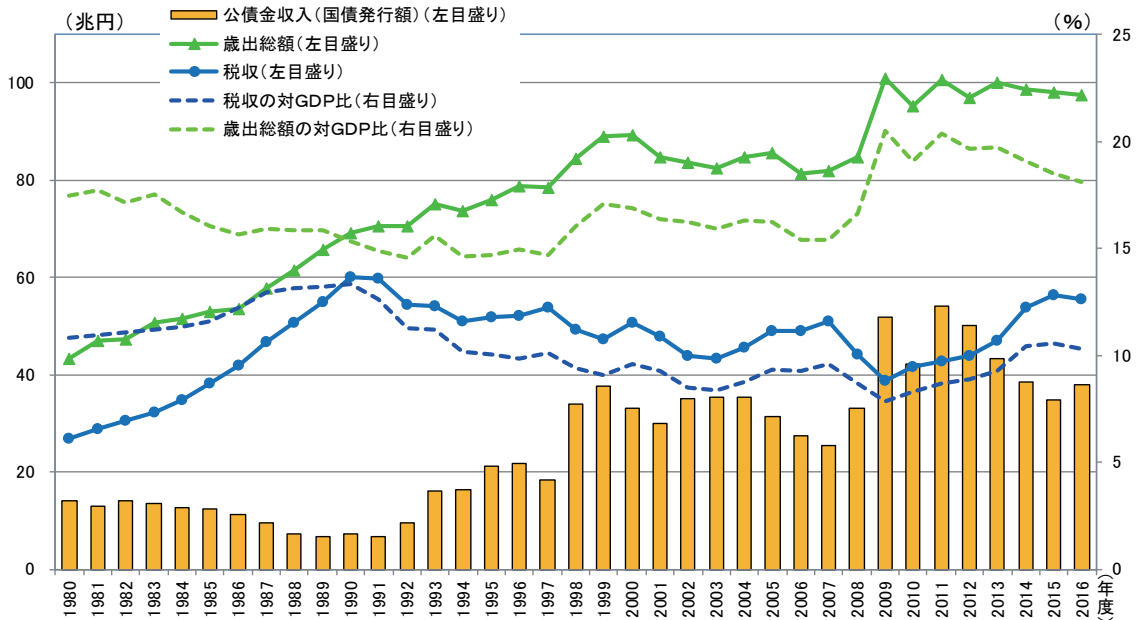
次に歳出総額について見てみると、1990年度の69.3兆円から2016年度には97.5兆円へと拡大しており、約4割の増加となっている。この間、高齢化に伴う社会保障関係費の増加が続いているが、税収との差は非常に大きくなっている。対GDP比で見た歳出規模は縮小傾向にあるものの、歳出総額の対GDP比は税収の対GDP比を依然として7.8%ポイント上回る状況にある。

以上の結果、高水準の国債発行が続いているが、このような状況から脱却するためには歳出削減と税収増が必要となる。ところが、歳出の削減は政府需要の減少につながり、民間部門の所得減を通じて民間部門の需要も減少させるおそれがある<sup>28</sup>。また、増税は購買力の低下に伴う需要減を招くことが予想される。このため、財政の健全化はデフレ圧力をもたらすこととなり、景気への配慮から、財政赤字の縮小に着手できない結果をもたらしていると言えるであろう。

<sup>27</sup> 第147回国会国家基本政策委員会合同審査会会議録第1号（2000.2.23）3頁より。

<sup>28</sup> このようなロジックについては本稿の5-1-1. 参照。

図表6 一般会計の姿



(注1) 一般会計の金額は全て決算ベースである。  
 (注2) 一般会計の歳入には、税金（租税及印紙収入）と公債金収入（国債発行額）のほか、「その他収入」（政府資産整理収入、雑収入等）や決算調整資金受入（該当年度のみ）がある。  
 (注3) 公債金収入（国債発行額）は、年金特例公債等の「つなぎ国債」を含むベースとしている。  
 (注4) 対GDP比を算出するに当たって使用した名目GDPは、1993年度以前は「2009年度国民経済計算（2000年基準・93SNA）」、1994年度以降は「四半期別GDP速報」（2017年7-9月期1次速報値）である。  
 (出所) 財務省「決算の説明」、内閣府「国民経済計算」、会計検査院「平成28年度決算検査報告の概要」より作成

### 3-4. 経済状況と国債残高増減の関係

以上のような財政運営が行われてきた結果、我が国では巨額の政府債務が累積している。図表7を見ると、我が国財政は、1990年代後半から2000年代中頃に国債残高を急増させているほか、2009年度以降の急増も特徴的である。

我が国の財政政策では、特に1990年代には「景気対策の重点が短期的な痛みを回避することのみに向けられ」る傾向があったとされているところであるが<sup>30</sup>、経済成長率が大きく落ち込んだ状況下での国債残高の累増には一定程度の合理的理由を見いだすことができよう。他方、リーマン・ショック後の最悪期を脱し、実質経済成長率が潜在成長率を上回る傾向が強まっている中で<sup>31</sup>、

<sup>29</sup> 詳しくは、本稿の5-1-1. 参照。

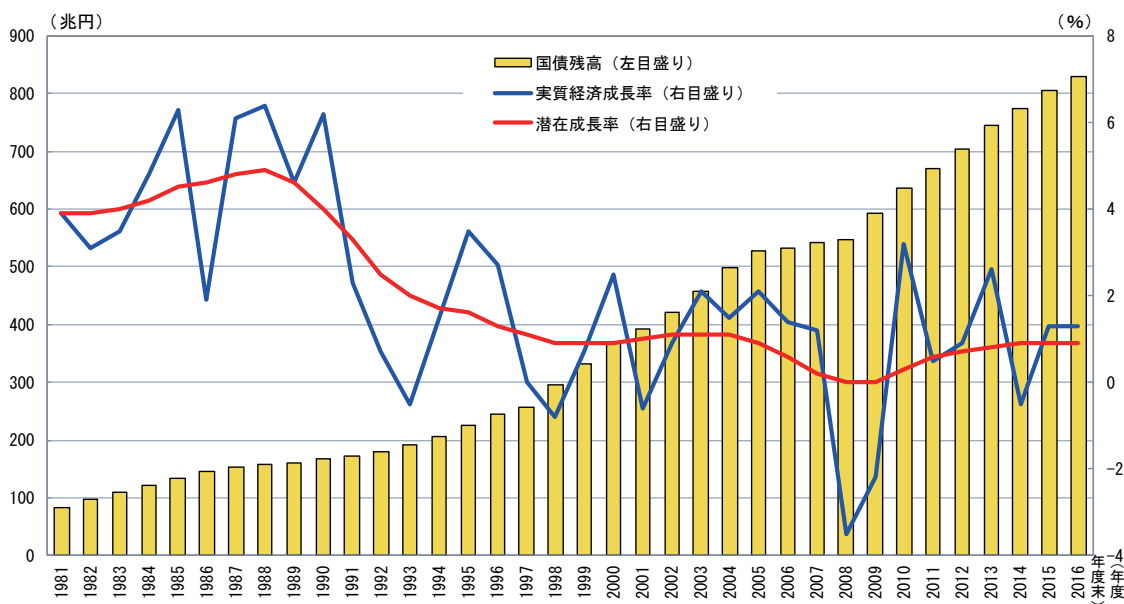
<sup>30</sup> 井堀（2003年）114頁より。

<sup>31</sup> 2014年4月に消費税率が引き上げられた影響があり、2014年度はマイナス成長となっている。



国債残高の急激な増加が続いている現状をどのように捉えるべきであろうか。財政赤字に直結する財政政策が単なる需要創出のための施策にとどまれば、新たなビジネスの創出には結びつかず、公的需要に依存する経済構造になってしまうおそれもある。また、政府が実質2%、名目3%という経済成長率の具体的な数字を掲げ、潜在成長率と比較して非常に高い水準の経済成長を目指す場合には、経済の実力を大きく上回る成長を目指して財政政策を活用してしまう誘因に駆られる可能性もある。このような点も踏まえ、次々章の5-1.では、財政政策について今後のあるべき方向性を探るべく検証してみたい。

図表7 経済成長率と国債残高の増減



(注1) 実質経済成長率については、1994年度以前は「2009年度国民経済計算（2000年基準・93SNA）」、1995年度以降は「四半期別GDP速報」（2017年7-9月期1次速報値）による。  
(注2) 潜在成長率は内閣府のデータによるもの。なお、潜在GDPについて内閣府は、「経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDP」と定義している。  
(注3) 国債残高（普通国債残高）は各年度末の値。  
(出所) 財務省「国債統計年報」、財務省ホームページ資料、内閣府「国民経済計算」、内閣府ホームページ資料より作成

#### 4. 金融政策の変遷～物価の安定に向けた取組～

以上見てきたような財政運営の結果、財政が抱えるリスクは大きく膨らんでしまった。他方、金融政策はこれまでどのようなスタンスで行われてきたのであろうか。本章（4.）では、我が国の金融政策について掘り下げて見ていくこととしたい。

#### 4-1. 金融政策の推移と物価に対する日銀の考え方

1997年に全面的な改正が行われた日本銀行法（1998年施行）第2条では、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもち、その理念とする。」と規定している。そして、日銀は、「日本銀行の金融政策の最も重要な目的は、「物価の安定」を図ることにあります。物価の安定は、経済が安定的かつ持続的成長を遂げていく上で不可欠な基盤であり、中央銀行はこれを通じて「国民経済の健全な発展」に資するという役割を担っています。」<sup>32</sup>と説明している。このように物価の安定に対して大きな役割を担っている日銀の金融政策であるが、その推移を見ると、物価上昇率との関係で変更を繰り返してきた軌跡が映し出される（図表8）。

例えば<sup>33</sup>、2000年8月のゼロ金利政策解除時には、物価の安定に関する具体的な数値は示されておらず<sup>34</sup>、消費者物価の下落時に引締めが行われている。その後2001年3月になると量的緩和政策が導入され、「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする。」とされた。

量的緩和政策は2006年3月に解除されたが、その際、日銀は「中長期的な物価安定の理解」（「政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」）を示し、「消費者物価指数の前年比で表現すると、0～2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。」とされた。この「中長期的な物価安定の理解」は、2009年12月に「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」とされ、より明確な水準に変更された。さらに2012年2月には、「中長期的な物価安定の目途」が導入され、「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とすることとした。」との表現がなされている<sup>35</sup>。そして

<sup>32</sup> 日銀ホームページ (<https://www.boj.or.jp/about/outline/expdokuritsu.htm/>) より。

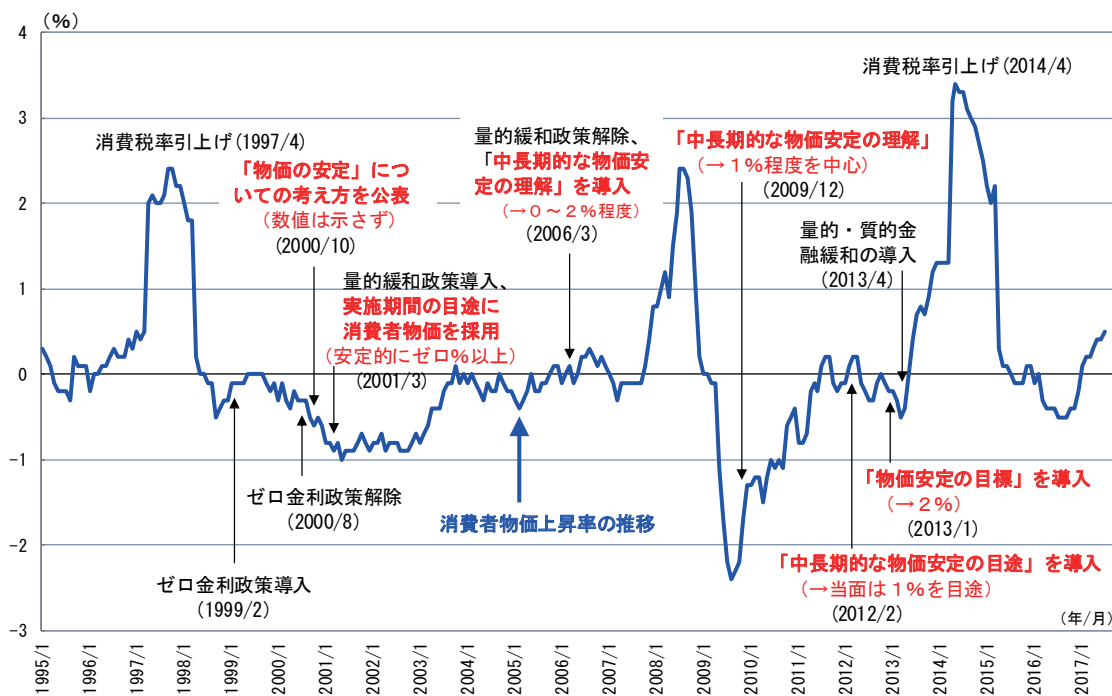
<sup>33</sup> ここで例示した金融政策に係るカギ括弧の記載部分は、日銀のホームページで公表されている資料から抜粋している。

<sup>34</sup> ゼロ金利政策解除後の2000年10月13日に日銀が公表した「物価の安定」についての考え方」では、「物価の安定」の定義を数値で表すことは適当でないと判断された。」（4頁）としている。

<sup>35</sup> 2013年2月6日には、佐藤健裕日本銀行政策委員会審議委員（当時）が「そもそも、日本銀行は2000年代半ばまで物価安定を数値で示してこなかった。例えば、2000年10月、ゼロ金利解除の直後に日本銀行は『物価の安定』についての考え方」という文書を発表した。その中で日本銀行は『物価の安定』の定義を数値で表すことは適当でないと結論付けている。日本銀行が物価の安定についての数値表現に踏み込んだのは、2006年3月に「中長期的な物価安定

2013年1月には「物価安定の目標」が導入され、「日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。」とされた<sup>36</sup>。

図表8 消費者物価上昇率の推移と物価に対する日銀の考え方



(注1) 消費者物価上昇率については前年同月比の値であり、1995年1月から2017年7月までの月次データによる。

(注2) 括弧内赤字の数値は、日銀が言及していた物価上昇率の水準であり、「目途」や「目標」などとして示されたものである。

(出所) 総務省「消費者物価指数」、日銀ホームページ資料より作成

以上のような経緯をたどり、2013年3月に就任した黒田日銀総裁の下、量的・質的金融緩和、マイナス金利付き量的・質的金融緩和、長短金利操作付き量的・質的金融緩和が順次導入され、「物価安定の目標」とされた2%の消費者物価上昇率（以下「2%目標」という。）を目指して大規模な金融緩和が実施されているところである。

の理解」という形で、各政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解するレンジの和集合として「0～2%」の範囲を示したのが最初である。その後、こうした数値表現を各委員の考えるレンジの和集合でなく、「中長期的な物価安定の目途」という形で、日本銀行として中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率を打ち出したのは、そこから更に約6年を経た2012年2月のことであった。」との発言を行っている（日銀ホームページ資料（[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130206a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130206a1.pdf)）より）。

<sup>36</sup> これとともに公表された政府・日銀の共同声明（「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」）では、「日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。」とされている。

#### 4-2. GDPギャップと物価上昇率の関係

日銀が目指す2%目標は「消費者物価の前年比上昇率で2%」とされているが、そもそも物価上昇率は経済との関係でどのように捉えるべきなのであろうか。消費者物価上昇率については、消費税率引上げの影響によって上昇するなど、一時的な要因の影響を受けるほか、原油価格の動向といった海外商品市況の影響も受けて変動する。他方、物価水準を個別商品の価格の集合体として捉えれば、個別商品の価格変動が消費者物価上昇率に影響することとなり、需給を踏まえて物価が変動すると考えられる。そこで以下では、このような需要と供給の関係に焦点を当て、GDPギャップと消費者物価上昇率について見ていくこととしたい。

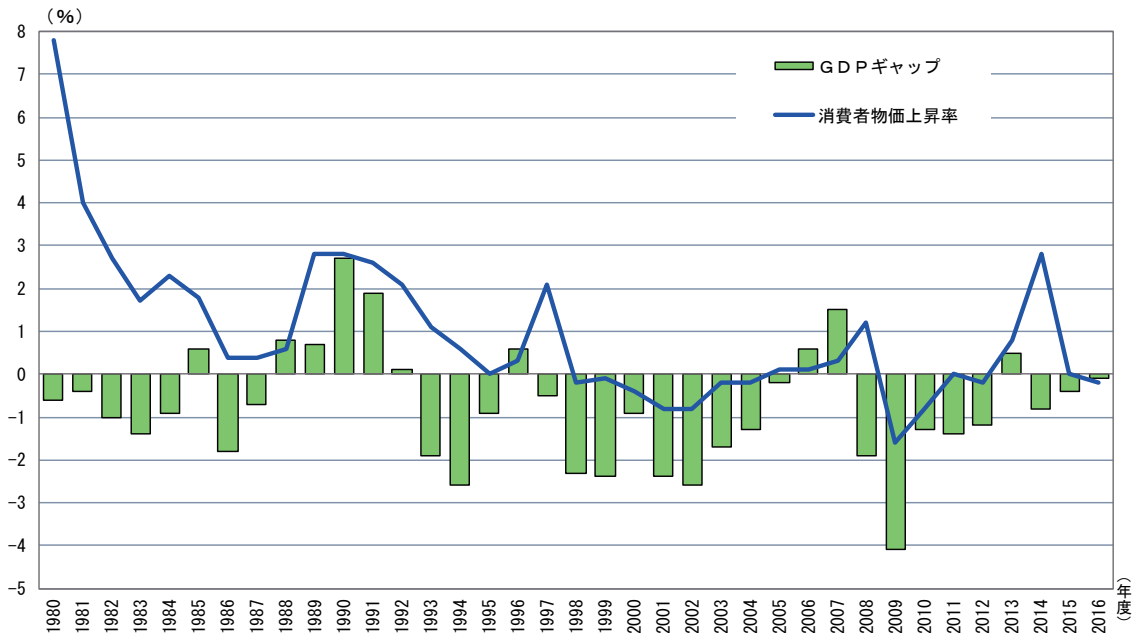
GDPギャップ（産出量ギャップ）は、実際のGDP（実質GDP）と潜在GDPの差分を潜在GDPで割ることによって求めた比率のことである<sup>37</sup>。このうち潜在GDPは、平均的な水準で生産要素を投入した場合に実現可能なGDPであるとされている（図表9（注2）参照）。つまり、「労働が通常の残業の水準で完全に雇用されており、工場や機械が通常の稼働率で完全に利用されたとするならば、経済でどれだけ生産できるかを示す指標」であり、「経済が完全雇用のときの均衡産出水準」である。そのため、物価との関係では、「労働市場が逼迫すると、賃金が急速に上昇することになる。逆に失業率が高いときには、賃金上昇は遅くなり、ときには下落する場合もある。企業でのこうした賃金費用の変動は、生産物価格に転嫁されるため、インフレ率の変動をもたらすことになる。結果的に、産出量ギャップの変動はインフレ率の変動と正の関係になる。」<sup>38</sup>という結論が導かれる。つまり、プラスギャップ（マイナスギャップ）は物価の上昇要因（下落要因）となるのである。

ここで図表9を見てみると、我が国では、バブル経済崩壊後の長期にわたって大幅なマイナスギャップを抱えてきたことが分かる。このため、物価に下押し圧力が生じ、物価の上昇を容易に実現することができなかった。他方、近年ではGDPギャップが改善してきており、2017年の四半期ベースではプラスギャップに転じている。これは、平均的な水準の供給量を超える需要が生じている状況であると言え、現在の物価上昇率は、我が国経済の実力相応であると言換えることができるであろう。

<sup>37</sup> GDPギャップ (%) = {(実質GDP - 潜在GDP) / 潜在GDP} × 100

<sup>38</sup> この段落のカギ括弧部分は全てスティグリッツほか（2014年）から抜粋している（54頁、116頁及び583頁）。

図表9 GDPギャップと消費者物価上昇率の推移



(注1) 消費者物価上昇率は、生鮮食品を除く総合の年度平均に係る対前年度比伸び率である。  
 (注2) 内閣府は、潜在GDPについて、「経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDP」とであると定義している。  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府ホームページ資料より作成

### 4-3. 各国の物価動向

日銀は2%目標を掲げて金融緩和を推し進めているところであるが、他の主要国についても中央銀行は2%の物価上昇を目指しているとされている<sup>39</sup>。このような現状に鑑み、G7諸国について消費者物価（総合）の上昇率を図示したものが図表10である。これを見ると、1960年代から1970年代初頭にかけて、我が国はG7諸国の中で比較的高い水準を示していた。ところが、第一次オイルショック<sup>40</sup>による一時的な急上昇の影響が剥落する頃には、G7諸国の中で比較的低い水準になっていった。

特に2000年代以降は、物価の下落が続いた我が国の状況が際立っている。

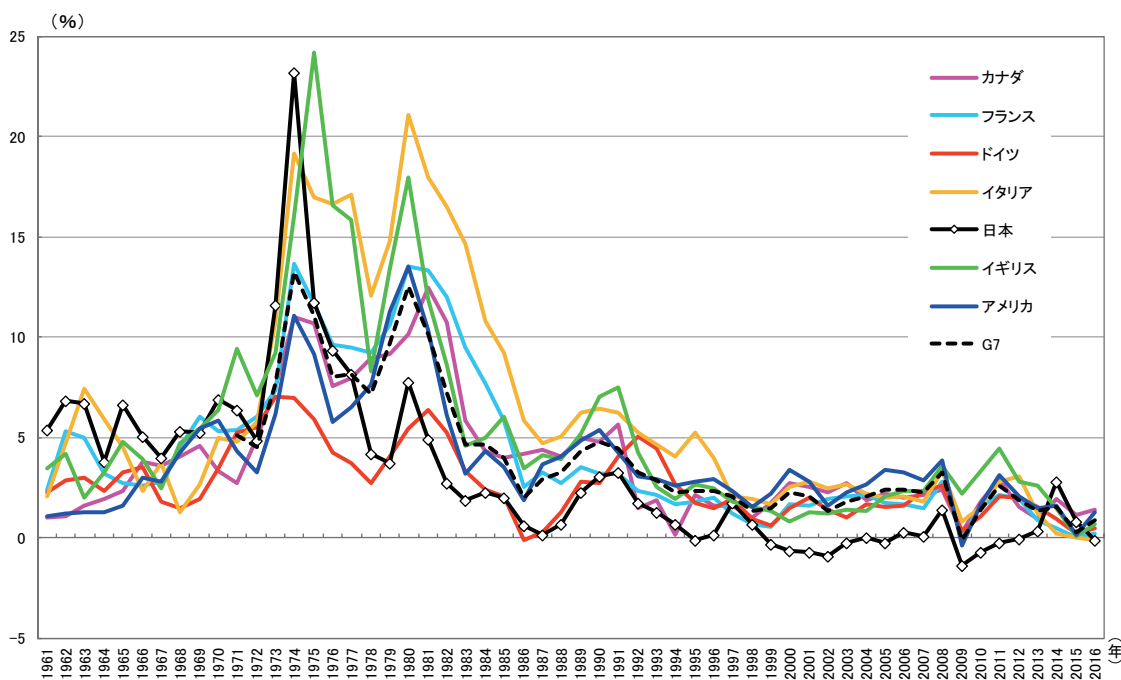
<sup>39</sup> 2016年11月22日の参議院財政金融委員会において黒田日銀総裁は、「御案内のとおり、この物価安定の目標の水準としては、主要先進国ではほとんどの中央銀行が消費者物価上昇率で二%というふうにしておりまして、言わばグローバルスタンダードとなっているわけですが、その理由としては、まず第一に、景気が悪化した場合の金融政策の対応力を確保していくためのり代を確保する必要があるということでありまして、第二には、消費者物価指数には、統計の性質上、上方バイアスがあるということが広く指摘されております。そういった意味で、今や欧米を含む先進国のほとんどが二%の物価安定目標というのを掲げて金融政策を行っているということでありまして。」と答弁している（第192回国会参議院財政金融委員会会議録第5号17頁）。

<sup>40</sup> 1973年に勃発した第四次中東戦争を契機として発生した。



2014年には消費税率引上げの影響で水準が高まったものの、2016年には再びG7諸国の中で最低の水準に落ち込んでいる。国際的に見て低いインフレ率となっている我が国であるが、日銀が目指す物価上昇率は段階的な引上げを経て2%となった。その意味では、2%という水準自体が「グローバルスタンダード」であったとしても、目標達成の難易度が各国共通というものではなく、我が国にとってのハードルが最も高いと言えるのではなかろうか。

図表 10 G7諸国の消費者物価上昇率（総合の値）



(注1) G7諸国について、消費者物価指数（総合）の対前年比伸び率を图示している。

(注2) 1970年以前のG7の値は示されていない。

(出所) OECD “Consumer Prices” (OECD.Stat) より作成

#### 4-4. 金融政策によって生じた日銀の財務リスク

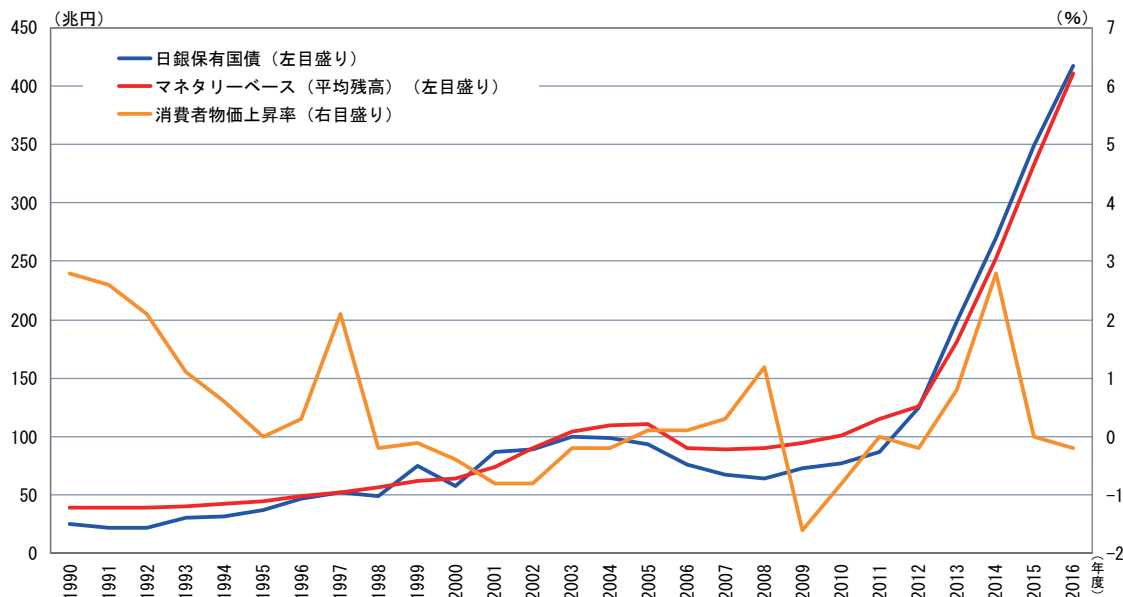
日銀は2%目標の達成に向けて大規模な金融緩和を実施しており、現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和では、日銀の長期国債保有残高が年間約80兆円をめどに増加するペースで買入れを行うなどとする金融市場調節方針を示すとともに、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%目標の水準を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するとしている<sup>41</sup>。

アベノミクス三本の矢では、第一の矢として「大胆な金融政策」を掲げ、第

<sup>41</sup> 日銀ホームページ掲載資料（金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」）1～2頁より。なお、最近では、日銀保有国債の残高増加ペースが年間約80兆円より大幅に鈍化している。

二の矢として「機動的な財政政策」が掲げられたが、政策のインパクトとしては、金融政策が際立っていると見えよう。その意味では、大規模な財政政策で経済をけん引しようとしていたかつての状況から一変し、金融政策が前面に立って経済を力強く引っ張る構図になったと言ってもよいのではなかろうか。

図表 11 日銀保有国債等と消費者物価上昇率



(注1) 消費者物価上昇率は、生鮮食品を除く総合の年度平均に係る対前年度比伸び率である。  
 (注2) 日銀保有国債及びマネタリーベース(平残ベース)は、NEEDS-FinancialQUESTによって月次のデータを年度のデータに変換している。  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」、NEEDS-FinancialQUEST(日経NEEDS)より作成

他方、日銀が2%目標の達成に向けて大規模な金融緩和を続け、巨額の国債を買い入れてきた結果、日銀保有の国債は急速に膨れ上がっている(図表11)。日銀が買い入れている大量の国債は非常に低い金利となっており、その平均利回りが2016年度上半期で0.332%<sup>42)</sup>にとどまっていることに鑑みれば、金融緩和からの出口では、金利上昇を通じて日銀の財務に影響を与えることとなる。長期的に見れば、そのような影響は徐々に解消され<sup>43)</sup>、また、既に引当金の積

<sup>42)</sup> 第193回国会参議院財政金融委員会会議録第4号(2017.3.21)41頁より。  
<sup>43)</sup> 日銀の雨宮正佳理事は、「バランスシートを拡大した後の出口の局面では、日本銀行の当座預金に対する付利金利の引上げによって収益が減少しやすいという面がございますが、その場合には経済・物価情勢が好転しておりますので、恐らく長期金利も相応に上昇していると考えられます。したがって、当座預金に対する支払利息が増加する一方、日本銀行の保有国債については順次入れ替わっていきますので、そのときに少し高めの長期金利になった長期国債が少しずつそれに入れ替わってまいりますので、資産サイドの運用利回りも少しずつ上がっていくということが考えられます。」と答弁している(第193回国会参議院財政金融委員会会議録第

み増しに取り組んでいるところでもあるが<sup>44</sup>、日銀保有国債の平均残存期間が長期化している現状<sup>45</sup>を踏まえると、大規模な金融緩和で日銀が抱えることとなった財務リスクは非常に大きいと言えるであろう。次章（5－2.）では、このような背景も踏まえて、金融政策のあるべき姿を探ってみたい。

## 5. 財政政策と金融政策の再検証～今後のあるべき姿を探る～

以上のように、我が国では大規模な財政政策と金融政策が行われ、巨額の政府債務と肥大化した日銀のバランスシートという二つのリスクを抱えるに至った。このような実情に鑑み、以下では、財政政策（5－1.）と金融政策（5－2.）について、経済学的な視点も勘案しつつ、あるべき姿を探っていくこととしたい。

### 5－1. 財政の役割から見た財政政策のあるべき姿

#### 5－1－1. GDPに直接作用する財政政策の特徴

GDPを支出面から捉えると（以下の①+②+③）、民間最終消費支出（個人消費）や民間企業設備（設備投資）などの民間需要（①）、政府最終消費支出や公的固定資本形成（公共投資）などの公的需要（②）、そして外需（③）で構成されている（図表12）。

政府が公共投資を拡大すれば（②の拡大）、その金額自体がGDPの拡大に寄与することとなる。加えて、公共投資に伴う政府の支出は民間部門の所得となるため、民間部門の需要を拡大させる効果もある（①の拡大）。このため、政府支出の拡大は、GDPを構成する各需要項目に影響を及ぼしてGDPの総額が拡大すると考えられている<sup>46</sup>。他方、財政健全化のために政府支出を削減すれ

---

18号（2017.6.13）2頁）。

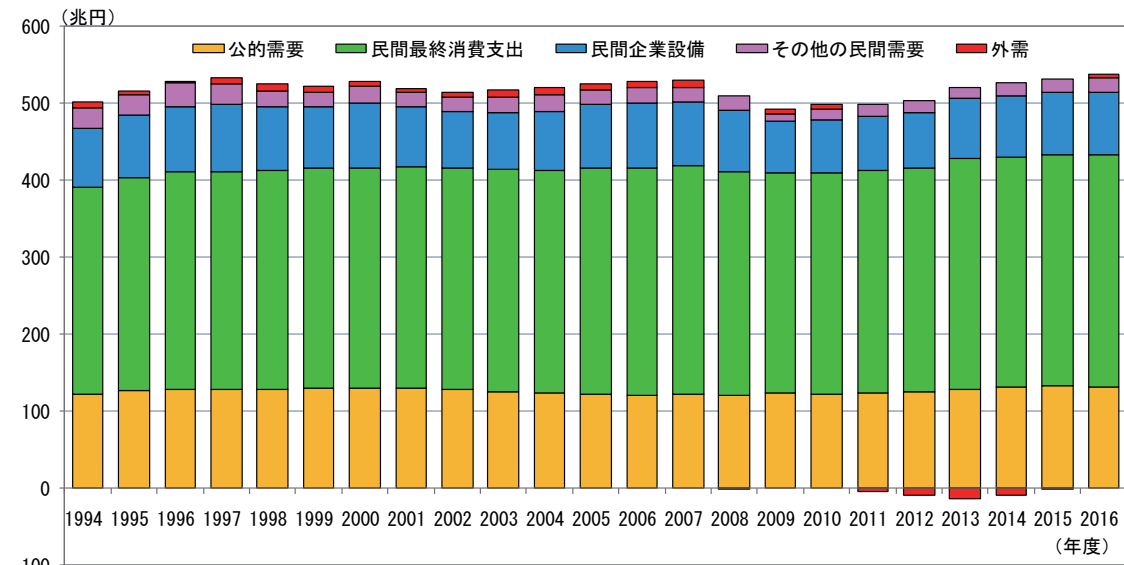
<sup>44</sup> 日銀の雨宮正佳理事は、「日本銀行は、どうしてもバランスシートを拡大する政策を行っておりますと、当初の段階では収益は上振れする、出口の段階では下振れするという、時間軸に沿って大きく振れることとなりますので、こういう収益の振幅を平準化して、財務の健全性を確保する観点から、平成二十七年度より引当金、長期国債に関する引当金であります債券取引損失引当金というものを拡充いたしました。この対応は大きな効果を持つと考えておりまして、事前の対応としては現段階では十分なものというふうに認識してございます。」と答弁している（第193回国会参議院財政金融委員会会議録第18号（2017.6.13）3頁）。

<sup>45</sup> 日本銀行金融市場局（2016年）37頁によると、日銀が保有する長期国債の平均残存期間は、2012年度末時点の3.9年から2015年度末時点の7.2年へと長期化している。

<sup>46</sup> ステイグリッツほか（2014年）では、マンデル・フレミング・モデルについて、「小国開放マクロ経済」の場合には、「変動為替相場制において拡張的財政政策は国内のGDP水準にはまったく影響を及ぼさず、自国通貨の増価だけをもたらす。」（519頁）としているが、「日本やアメリカのような大国の場合には、(中略)国内資金の需給条件が国際資本市場に著しい影響を」及ぼし、国際的な金利水準が上昇することとなるため、自国通貨の上昇幅が小国の場合より小

ば、このような波及経路が負の効果をもたらし、GDPを押し下げる要因になりかねない。この点については、我が国経済に非ケインズ効果が存在したとしても、非ケインズ効果が政府支出削減の影響を完全に消し去ると確定的に言えるわけではないため、財政健全化に伴うデフレ懸念を事前に払拭するだけの材料にはならないと考えられる<sup>47</sup>。

図表 12 名目GDP（支出側）の推移



(注1) 公的需要は、政府最終消費支出、公的固定資本形成、公的在庫変動の合計。

(注2) データは「四半期別GDP速報」(2017年7-9月期1次速報値)による。

(出所) 内閣府「国民経済計算」より作成

このような財政と経済の関係は、低成長を続ける我が国経済にとって、財政健全化がマイナス成長に直結する可能性があることを意味してしまう。我が国で財政健全化が進まない要因の一つとして、そのような影響を挙げることがで

さくなる(523頁)。したがって、「拡張的財政政策は国内経済活動水準を引き上げる効果を持つようになる。」(523頁)と説明している。

<sup>47</sup> 非ケインズ効果とは、歳出削減や増税といった財政健全化策がデフレ圧力をもたらす一方、財政健全化に伴う将来不安の低減が個人消費などの拡大につながって需要増をもたらし、デフレ圧力を緩和するという仕組みのことである。これについて、正村ほか(2004年)では、「従来の伝統的なマクロ経済学のなかでは、財政再建は必ず総需要を減少させ、景気を悪化させると考えられてきたが、近年では、財政再建がもたらすマイナスの乗数効果がある程度まで緩和するメカニズムが存在すると考えられている。こうしたメカニズムは、財政政策の「非ケインズ効果」と呼ばれている。(中略)ただし、日本のように過剰な貯蓄超過をかかえている国では、恒常的に財政の赤字を出すか、純輸出の黒字を出すかしてマクロ経済のバランスを維持させなくてはならない。財政赤字の削減によって非ケインズ効果が働くとしても、こうした構造的な不均衡を解消しないと財政再建にともなうデフレ効果はかなり大きなものになることが予想される。」(130~131頁)と説明している。

きよう。財政政策の在り方について検討を加えるに当たっては、以上のような財政政策とGDPとの関係を認識した上で検証していく必要があると考えられる。以下では、このような点も念頭に置きながら、慎重に議論を進めていきたい。

### 5-1-2. 我が国財政が赤字体質となった根本的要因

我が国財政は上記のようなGDPへの影響（景気への配慮）もあって赤字を解消できずにきたが、短期的な景気変動を弱めるという財政政策の役割を踏まえれば、完全雇用に近い経済状況では財政収支を均衡させる必要があるだろう。つまり、景気変動の幅を小さくするという観点で財政政策の役割を捉えれば、不況時の財政赤字と好況時の財政黒字はセットで考えるべきであり、好不況での財政収支の変動を取り除いた財政収支の概念を用いて検討すべきではなかろうか。

このような観点で算出された財政収支については、OECDから各国のデータが公表されており、図表13には「景気循環調整済み財政収支（対潜在GDP比）」（図表13（注1）参照）と「構造的な財政収支（対潜在GDP比）」（図表13（注2）参照）を図示している。これを見ると、近年におけるGDPギャップの改善にもかかわらず、我が国は依然として大幅な赤字となっている。これらの指標は、景気循環に伴う税収や歳出の増減に伴う財政収支への影響を除去するように計算された財政収支であり、GDPギャップのマイナス幅が解消されるような我が国経済の現状を踏まえれば、赤字幅を解消させるような財政運営が必要であると考えられ、財政健全化を進める時期を迎えているという示唆を与えてくれるのではないか。

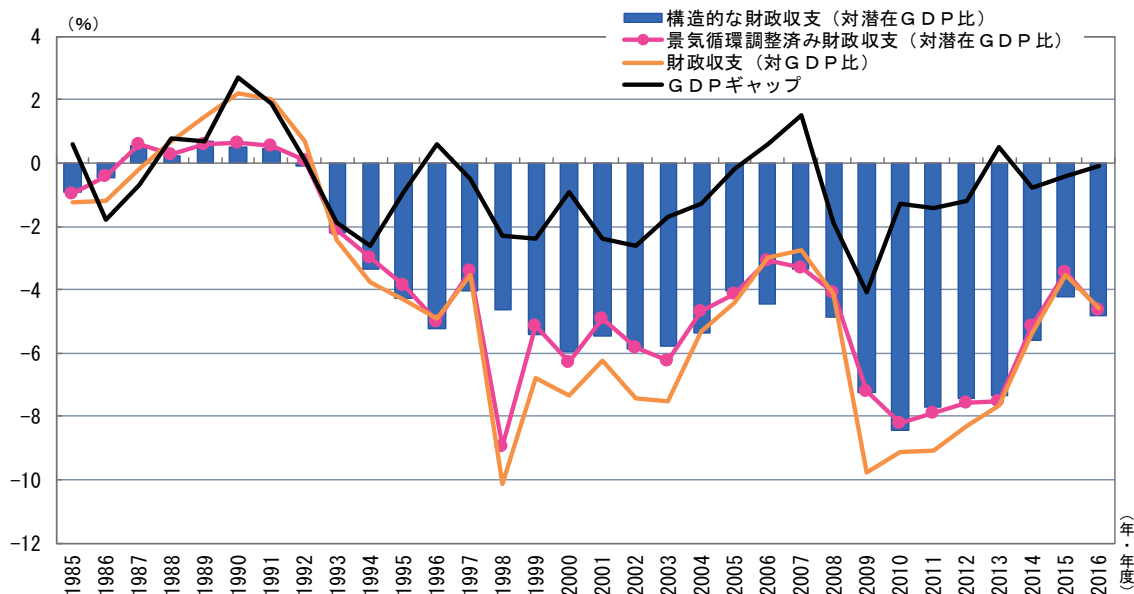
しかし現実の財政運営からはそのような方向性は感じられない。これこそが、我が国財政が置かれた現状を端的に物語っていると言えよう。ほとんどの経済学者は完全雇用の状況下における財政赤字はゼロであるべきだと考えているとの指摘<sup>48</sup>があるにもかかわらず、我が国財政が依然として大幅な赤字を計上していることを踏まえれば<sup>49</sup>、おのずと解決策が導かれるであろう。

<sup>48</sup> ステイグリッツほか（2014年）415頁より。

<sup>49</sup> このような我が国の流れは、2017年10月15日付け『日本経済新聞』が報じたような「中長期の財政の健全性を確保しつつ、成長のために短期的な財政支出を容認するのが世界の潮流」であるとする指摘からも乖離していると言えるのではなかろうか。



図表 13 我が国における財政収支の実像



(注1) 景気循環調整済み財政収支は、景気循環に伴う税収や歳出の増減に伴う財政収支への影響を除去するように計算された財政収支であり、潜在GDPに対する比率で示されている。

(注2) 構造的な財政収支は、景気循環に伴う影響に加え、一時的な要因による財政収支への影響を除去するように計算された財政収支であり、潜在GDPに対する比率で示されている。我が国における一時的な要因としては、1998年に一般会計が承継した旧国鉄債務の影響が代表的である。これは、「日本国有鉄道清算事業団（非金融法人企業）から一般政府への債務承継が資本移転（支払）（約24.2兆円）として計上」（内閣府『平成26年度 国民経済計算年報』116頁より）されたことによる影響となっている。

(注3) GDPギャップのみ内閣府が推計した年度の値であり、それ以外はOECDによる暦年の値である。

(注4) 内閣府は、潜在GDPについて、「経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDP」であると定義している。

(出所) OECD “Economic Outlook No 101 - June 2017” (OECD.Stat)、内閣府ホームページ資料等より作成

### 5-1-3. 我が国が進むべき財政政策の方向性

安倍内閣では「経済再生なくして財政健全化なし」<sup>50</sup>との基本方針を掲げており、経済の再生を重視した政策運営がなされている。他方、「財政政策は、マクロ経済の目標達成を意図した財政支出や税金の変化として定義される」<sup>51</sup>のものであり、どのようなマクロ経済の目標を掲げるかで財政政策の内容は異なってくる。安倍内閣が掲げる実質2%、名目3%の経済成長がマクロ経済政策の目標という意味合いを持てば、その水準が達成されるまで財政政策を推進することとなり、財政健全化への取組が後回しになってしまう可能性がある。また、現実問題として、低成長の経済では人々が経済成長の恩恵を感じにくいいため、

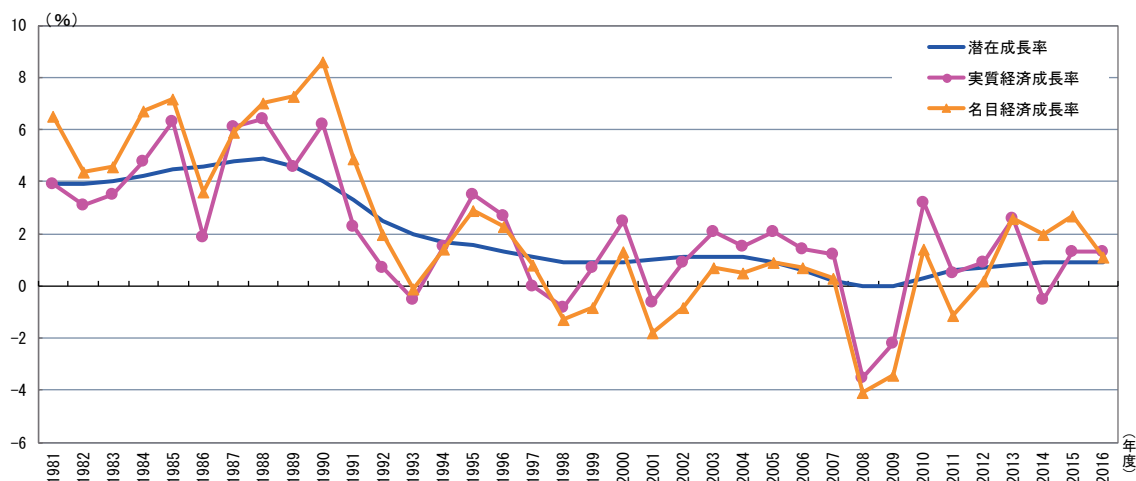
<sup>50</sup> 「経済財政運営と改革の基本方針2017」（2017年6月9日閣議決定）等而言及している。

<sup>51</sup> スティグリッツほか（2014年）408頁より抜粋。

このような政府の数字が暗黙の目標として作用することも考えられよう。

その一方で、身の丈に合わない経済成長を実現するために財政政策を推進すれば、短期的な景気変動を弱めるという役割を超え、財政政策によって大きな需要を創出し続けることになるであろう。このような目標を掲げる財政政策は、結果として過大な財政赤字を招き、政府債務の累増に歯止めが掛からなくなってしまう。だからと言って、1%に満たない潜在成長率と統合的な経済成長に甘んじることも妥当ではないと考えられる。もし、そのような低成長を前提とした施策を講じれば、経済の縮小均衡を招いてしまい、財政健全化のために国民生活を犠牲にする結末を招きかねない。そうであるなら、我が国財政の健全化に向けて潜在成長率を高めるという政策目標を前面に押し出すべきなのではなかろうか。

図表 14 経済成長率と潜在成長率の推移（再掲）



(注) 図表 1 ①の再掲である。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、内閣府ホームページ資料より作成

図表 14 のとおり、経済成長率が潜在成長率を大きく上回る水準で推移し続けることは想定し難い。マクロ経済政策の実施に当たっては、このことをしっかりと認識する必要があるだろう。世界最悪の水準となってしまった我が国財政の現状に鑑みれば、我が国経済の実力をいち早く高め、財政健全化によるデフレ圧力を政府部門以外の需要増で吸収できるような経済構造を早急実現することこそが重要なのである。高齢化が進展しつつ人口が減少していく我が国で潜在成長率を引き上げるためには、需要創出を意図した財政政策ではなく、国際的

に通用するイノベーションを起こさせる政策が必要となろう<sup>52, 53</sup>。

政府と日銀が2013年1月22日に発表した共同声明(「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」)では、「デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。」とされている。そして、「政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。」とされたところである。我が国としては、潜在成長率をいち早く高めるために必要な範囲に限定して財政政策を積極的に活用しつつ、単なる需要政策からは早急に転換することが最善の選択肢なのではなかろうか。いつまでも需要政策で実力以上の経済成長を続ける余裕は我が国財政には残されていないことを十分に認識し、潜在成長率の引上げに向けた取組を強力に推進することが必要であろう。

## 5-2. 金融政策のあるべき姿

### 5-2-1. 金融政策と経済理論

日銀は2年程度で2%目標を達成する姿を描き、大規模な金融緩和を行ってきた。ところが目標の達成時期は先送りが続いており、直近の展望レポートでは2019年度頃を想定している<sup>54</sup>。

物価と金融政策の関係を説明するものとしては、貨幣数量方程式 ( $MV = PQ$ ) が非常に有名である。これは、貨幣需要 ( $M$ : マネーストック) に貨幣の流通速度 ( $V$ ) を掛け合わせたものは、物価水準 ( $P$ : GDPデフレーター)

---

<sup>52</sup> 井堀(2003年)では、「経済成長を決める要因は、3つある。第1に、資本ストックの蓄積である。第2に、労働供給の動向である。そして、第3に技術進歩の可能性である。」(163頁)としている。このことから分かりますとおり、高齢化と人口減少によって労働投入量の劇的な増加が見込みにくい我が国で潜在成長率を引き上げるためには、技術進歩(全要素生産性)を向上させる必要がある。なお、同書では「したがって、潜在成長率を高めるためには、より高度な技術進歩が必要となる。規制の緩和や構造改革で、独創的な技術をマクロ経済に活用することが求められる。」(163~164頁)と記述している。

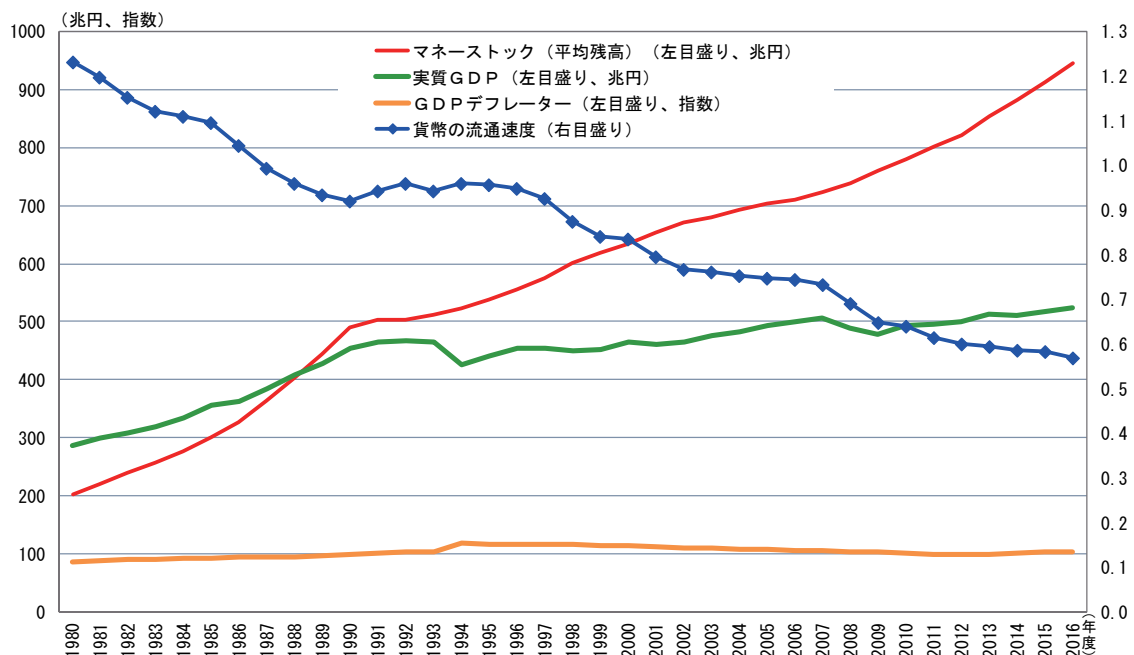
<sup>53</sup> 潜在成長率を引き上げるためには様々な取組が必要であると考えられるが、一例としては、吉田(2016年、2017年)で紹介した施策を参照願いたい。

<sup>54</sup> 日本銀行が2017年7月21日に公表した「経済・物価情勢の展望」では、「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。(中略)2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い」(4頁)と記述している。

と総産出量（Q：実質GDP）の積（＝名目GDP）に等しくなることを示す方程式である。

しかしこの方程式は、解釈の仕方によって全く異なった姿が描かれてしまう。つまり、マネタリストは、貨幣の流通速度が極めて安定的であると主張し、産出量が外生的に決定されると仮定すると、マネーストックの変化が物価水準の変化になるとしている。このようなマネタリストの主張では、インフレーションをコントロールすることは、単にマネーストックをコントロールする問題となるのである。他方、非マネタリストは貨幣の流通速度はたとえ中期であっても一定ではなく、マネーストックの一定の成長は必ずしも物価水準の一定の成長にはならないとしている<sup>55</sup>。

図表 15 マネーストック・貨幣の流通速度等の推移



(注1) GDP関連データについては、1993年度以前は「2009年度国民経済計算(2000年基準・93SNA)」、1994年度以降は「四半期別GDP速報」(2017年7-9月期1次速報値)による。このため、GDPデフレーターの単位(指数)は、1993年度以前が2000年=100であり、1994年度以降が2011年=100である。

(注2) マネーストック(平残ベース)については、2002年度以前はM<sub>2</sub>+CD(平均残高)、2003年度以降はM<sub>2</sub>(平均残高)による。

(注3) 貨幣の流通速度は、貨幣数量方程式を変形し、名目GDP(GDPデフレーター×実質GDP)÷マネーストックによって算出したものであり、M<sub>2</sub>ベースの値としている。

(注4) マネーストック(平残ベース)は、NEEDS-FinancialQUESTによって月次データを年度データに変換したものを使用している。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、NEEDS-FinancialQUEST(日経NEEDS)より作成

<sup>55</sup> 本段落におけるマネタリストと非マネタリストの記述はジェフリー・サックスほか(1996年)での説明内容(292~296頁)を参考にしている。

この点について図表 15 で実際の数値を確認すると、我が国では、マネーストックが一定の伸びを示している一方、貨幣の流通速度が継続的に低下している姿となっている。これを貨幣数量方程式に当てはめれば、左辺全体の伸びが限定的となってしまう。また、実際に貨幣の流通速度を算出する式（名目 GDP ÷ マネーストック）に立脚して捉えれば、名目 GDP（GDP デフレーター × 実質 GDP）とマネーストックの伸び率が異なる結果として、貨幣数量方程式が成り立つように貨幣の流通速度が低下しているということでもある。

このように、我が国経済のデータを貨幣数量方程式に当てはめると、マネタリストが期待する結果はもたらされていないことが分かる。加えて、日銀の金融緩和に伴うマネタリーベースの拡大は、マネーストックに波及する経路でも効果を減殺する要因がある。そして、この点については次節（5-2-2.）で確認しておきたい。

### 5-2-2. マネタリーベースの拡大に伴う効果

岩田規久男日銀副総裁は、かつての著書において、日銀が粘り強くマネタリーベースを増やし続けることで総需要が増加し、やがてデフレが終わってインフレになると主張している<sup>56</sup>。また、日銀副総裁として出席した参議院財政金融委員会では、2%目標を2年程度で達成するためにどの程度マネタリーベースを増やせばよいかをモデル計算によって算出している旨の答弁を行っている<sup>57</sup>。

他方、図表 16 を見ると、日銀が大量の国債を買い入れてマネタリーベースを急拡大させても、その多くが日銀当座預金に滞留することで信用乗数（図表 16（注 3）参照）が低下し、マネーストックへの波及効果が限定的となっていることが分かる。

---

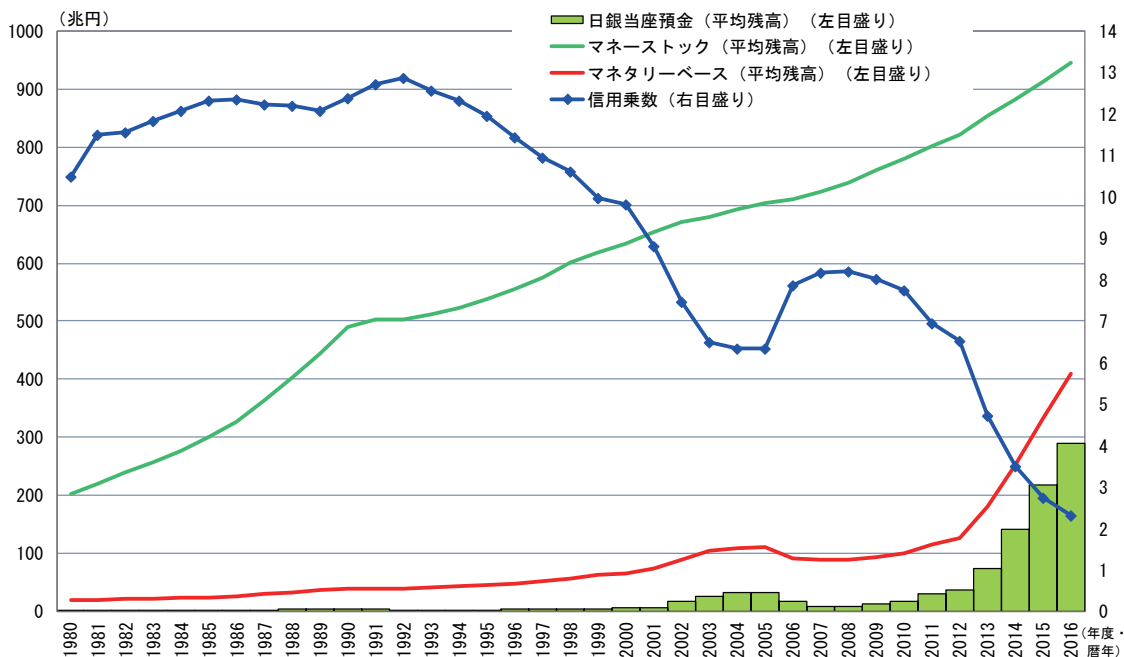
<sup>56</sup> 岩田規久男ほか（2013年）のうち、岩田氏が執筆した「第7章 金融政策運営の望ましい枠組みとは何か」では、「日銀が粘り強くマネタリーベースを増やし続ければ、予想インフレ率が上昇して、まず、株価が上昇する。これは家計や企業や金融機関のバランスシートを改善することにより、消費と投資を刺激する。予想インフレ率が上昇すると、予想実質金利が低下する一方で、トービンの q が上昇する。（中略）トービンの q の上昇（これは、予想実質資本コストの低下と同値である）は投資の増加をもたらす（中略）以上のようにして、総需要が増加していけば、やがて、実際にも、デフレは終わり、インフレになる。」（240頁）と記述している。

<sup>57</sup> 2015年4月23日の参議院財政金融委員会において、岩田日銀副総裁は、「二年ということではありますが、ある程度、それは、一般に中央銀行のこれから二%の目標を、物価目標を挙げている国が、これはもう二十年ぐらいの経験があるわけですが、その中で、大体二年程度でその目標を反映しているという実績がある。そのためにはどのぐらいマネタリーベースを増やせばいいかということを一応モデル計算をしているということでもあります。しかし、そういう中で、実際想定しなかったような原油価格の下落とかいうことが起こる、そのために今その物価目標の二%が少し遅れているということでもあります。」と答弁している（第189回国会参議院財政金融委員会会議録第8号6頁）。



つまり、日銀が直接コントロールするマネタリーベースから物価に波及する過程では、信用乗数の低下（図表 16）と貨幣の流通速度の低下（図表 15）が相まって、期待どおりの成果を上げられない構図となっているのである。このような現状認識の上で、金融政策のあるべき姿を探るべく更なる検証を行っていききたい。

図表 16 マネーストック・信用乗数等の推移



- (注 1) マネーストック (平残ベース) については、2002 年度以前は  $M_2 + CD$  (平均残高)、2003 年度以降は  $M_2$  (平均残高) による。
- (注 2) マネーストック (平残ベース) 及びマネタリーベース (平残ベース) は、NEEDS-FinancialQUEST によって月次データを年度データに変換したものを使用している。
- (注 3) 信用乗数はマネーストック ÷ マネタリーベースによって算出。
- (注 4) 1981 年以前の日銀当座預金は準備預金の値。
- (注 5) 日銀当座預金は暦年ベースの値であり、その他は年度ベースの値である。
- (出所) 日本銀行「日本銀行統計」、NEEDS-FinancialQUEST (日経 NEEDS) より作成

### 5-2-3. GDPギャップが物価変動に与える影響

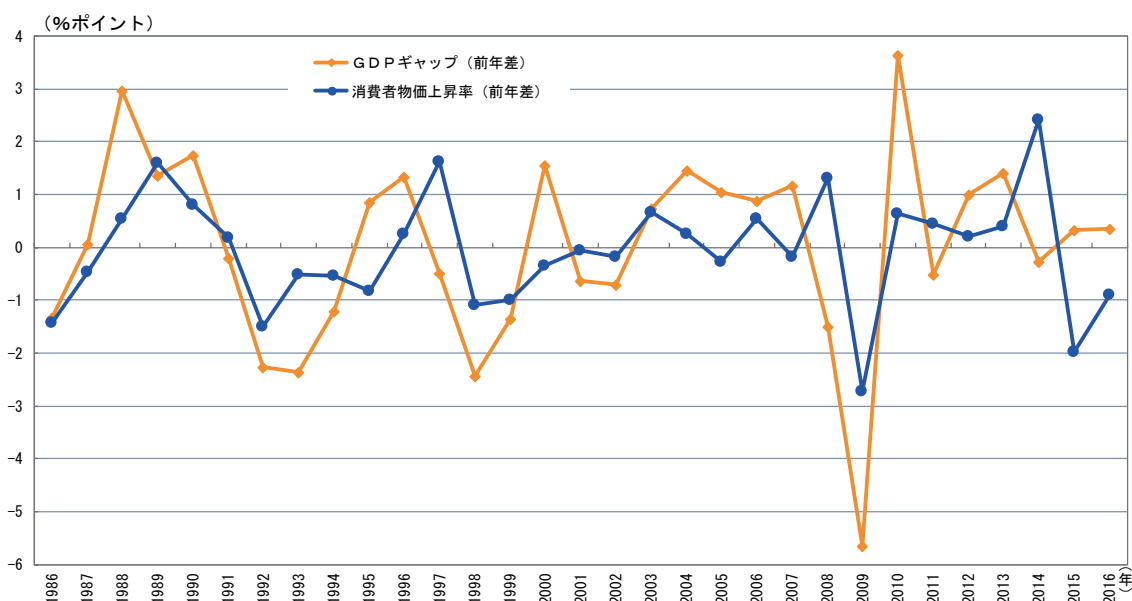
一国経済において、過度なインフレを引き起こすことなく供給できる生産量の総和が潜在GDPである。したがって、潜在GDP (完全雇用産出量) と実際のGDP (実際の需要) の差が物価に影響を与えることとなり、この関係は図表 9 で確認したところである。これを経済学的な観点で捉えると脚注に示した数式<sup>58</sup>が参考になるであろう。インフレ率と経済の過熱状況に正の相関があ

<sup>58</sup> O. J. ブランチャードほか (1999 年) では、593 頁において、以下のとおり、

ることを想定すれば、脚注の数式は $\beta > 0$ となり、インフレ率がGDPギャップの増加関数であることを表すこととなる。

また、スティグリッツほか（2014年）では、産出量とインフレーションの関係を表す「短期インフレ調整曲線（SRIA曲線）」が正の傾きを持つとしており、「産出量が増加し潜在産出量水準を上回ると、インフレ率は高くなる」（571頁）との記述がなされている。

図表 17 消費者物価（総合）の上昇率とGDPギャップの関係（日本）



(注1) データは共に前年差の値となっている。

(注2) 補論図表で示した他国との関係上、消費者物価は総合の値としている。

(出所) OECD “Economic Outlook No 101 – June 2017”、“Consumer Prices” (OECD.Stat) より作成

以上の点を踏まえ、我が国の消費者物価（総合）の上昇率（前年差）とGDPギャップ（前年差）の関係を示したものが図表 17 となっている<sup>59</sup>。これを見ると、その推移には関連性が認められるところであり、その他のG7諸国について示した補論図表 1 を見ても、その関連性を読み取ることができる。このように捉えれば、2%目標を達成するための日銀の金融政策は、マネタリーベー

$y = \bar{y} + \beta (\pi - \pi^*)$  との数式が与えられており、これを変形すると、

$\pi = \pi^* + \frac{1}{\beta} (y - \bar{y})$  の式が得られる。

ここで、 $(y - \bar{y})$  はGDPギャップ（実額）を表している。

$y$  : GDP、 $\bar{y}$  : 潜在GDP、 $\pi$  : インフレ率、 $\pi^*$  : 期待インフレ率、

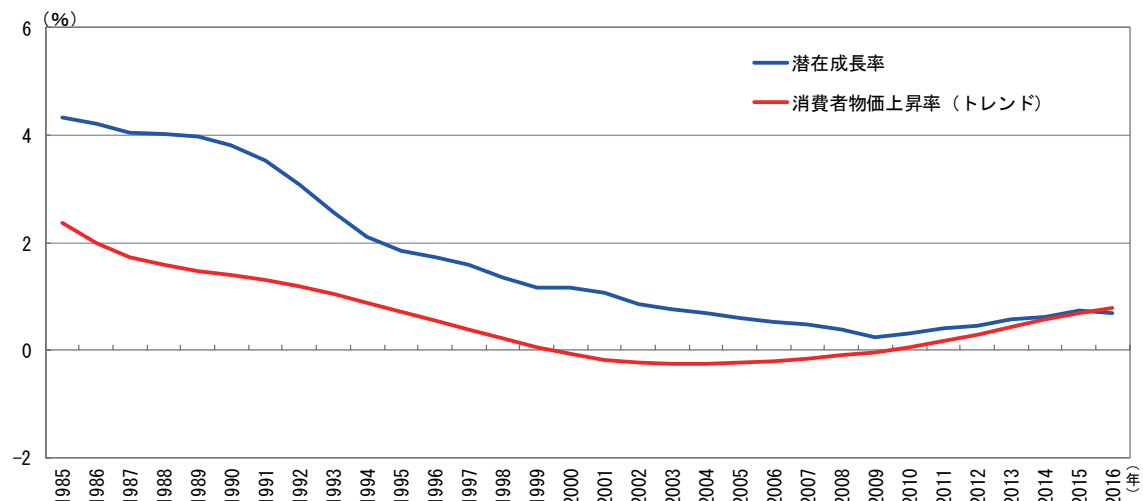
<sup>59</sup> GDPギャップと消費者物価上昇率の変動の方向性を比較するため、前年差の値としている。

スを拡大するという対応のみで解決できるものではなかろう<sup>60</sup>。物価は貨幣の価値そのものであり、物価の変動は純粋な貨幣現象であるとも言えるが、物価を変動させるための方策は、マネーの領域のみでは不十分なのではないかと考えられる。

#### 5-2-4. 2%目標の考え方

前節でも見たように、GDPギャップと消費者物価上昇率の変動には正の相関が認められると言えるが、それぞれの水準が対応関係にあるということの意味しているものではない<sup>61</sup>。他方、2%目標を達成できるまで金融緩和を続けることが想定される点を踏まえれば、物価上昇率の水準についても客観的に捉えることが必要であろう。その判断に当たって参考となるデータが図表 18 である。

図表 18 消費者物価（総合）の上昇率と潜在成長率の関係（日本）



(注1) 補論図表で示した他国との関係上、消費者物価は総合の値としている。

(注2) 消費者物価（総合）の上昇率はHPフィルターで算出したトレンドである。

(出所) OECD “Economic Outlook No 101 - June 2017”、“Consumer Prices” (OECD.Stat) より作成

これは、消費者物価（総合）の上昇率から得たトレンド（ホドリック・プレススコット（HP）フィルター<sup>62</sup>を用いて算出）と潜在成長率の関係を表したも

<sup>60</sup> マネタリーベースの拡大が需要創出効果を持ち、GDPギャップの改善に寄与する側面もあるということを否定するものではない。

<sup>61</sup> 脚注 58 の数式のうち、

$$\pi = \pi^* + \frac{1}{\beta} (y - \bar{y})$$

を見ると、 $\frac{1}{\beta}$ の大小によって $\pi$ はどのような水準にもなり得る。

<sup>62</sup> HPフィルターは時系列データに含まれるトレンド成分とサイクル（循環）成分を分離する

のとなっている。これを見ると、お互い関連があるように推移しており、このような傾向は、その他のG7諸国について図示した補論図表2も同様である。

以上の結果から、少なくとも成熟した経済社会において、潜在成長率を大きく上回る消費者物価上昇率を実現することは困難であると言えるのではなかろうか。我が国に当てはめれば、潜在成長率が大きく低下した状況下において2%目標を実現することが容易ではないという結論になるであろう。

### 5-2-5. 金融政策の再検証

日銀は2%目標を達成するために大規模な金融緩和を実施してきたが、低水準で推移する我が国の潜在成長率を勘案すれば、2%という水準自体が非常に高い目標であると捉えるべきであろう。同様の指摘は、前日銀審議委員の木内登英氏<sup>63</sup>も行っているところである<sup>64</sup>。

日銀は総括検証<sup>65</sup>において、「消費税率引き上げ後の需要の弱さ」を一つの要因に挙げ、「実際の物価上昇率が低下した」との分析を行ったが、これは、財政政策による物価への影響を端的に物語ったものであると言える。その意味では、物価の安定を純粋なマネーの対応だけで実現することができないことを日銀自らが認めたとも言えるのではなかろうか。

---

手法であり、ホドリック (Hodrick) とプレスコット (Prescott) によって開発された。具体的には、系列 (Y<sub>t</sub>) が循環成分 (C<sub>t</sub>) とトレンド成分 (T<sub>t</sub>) に分けられると考えることにより、「循環成分の2乗の総和」と「トレンド成分の2階階差の2乗の総和」の加重和 (式参照)

$$\sum_{t=1}^T (C_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} \{(T_{t+1} - T_t) - (T_t - T_{t-1})\}^2$$

が最小となるようなTがHPフィルターによる系列 (トレンド系列) となる。なお、λはスムージングパラメーターであり、これを大きくするとトレンド系列はより滑らかとなる (線形に近づく)。ホドリックとプレスコットの研究により、年次データを用いた分析の場合、λは100を当てはめることが推奨されており、本稿においても100に設定して計算している。なお、HPフィルターの考え方については飯塚ほか (2006年) 及び山澤 (2004年) を参考に記述した。

<sup>63</sup> 野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミスト。

<sup>64</sup> 木内氏は「固定費の抑制誘引を高める企業の慢性的な成長期待の低下」(『週刊エコノミスト』(2017.10.31))において、「日本銀行が掲げている2%の物価安定目標の水準は妥当なのだろうか。日銀は欧米先進国で採用されている水準に合わせた、いわば国際基準と説明してきた。しかし既に見たように、中長期の物価上昇率の水準、あるいは望ましい物価上昇率の水準は、潜在成長率など経済構造に規定される側面が強く、歴史や文化、経済発展段階などを受けて各国で異なっており、国際基準なるものはそもそも存在しないと考えられる。日本の消費者物価上昇率は、物価下落時を含む98年以降のデフレ期のみならず、バブル期を含む82年から97年までの年平均で見ても、先進7カ国 (G7) の平均より2ポイント強、下回っている。日本は他の先進国と比べて、もともと相対的に物価上昇率が低いことが普通である国だった。」(87頁)と指摘している。

<sup>65</sup> 日銀が2016年9月21日に公表した「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」のことであり、本文中のカギ括弧部分は5頁より抜粋。

本稿での検証結果によれば、潜在成長率が低迷する我が国経済において直ちに2%目標を達成することは難しいと考えられる。その一方で、2%目標を放棄して現状に甘んじてよいという発想になってしまえば、経済の縮小均衡を目指すものになってしまう。そうであるなら、財政政策に関する検証結果と同様、我が国経済の実力を高めることで2%目標を達成できるような経済構造を構築することが必要なのであろう。つまり、我が国の潜在成長率を引き上げ、需要面ではGDPギャップをプラスにし、そのような経済状況の下でマネタリーベースを拡大するという複合的なマクロ経済政策が求められよう。

我が国は、巨額の政府債務と膨張した日銀の財務という二つの大きなリスクを背負っており、財政政策と金融政策を実施する主体が共に満身創痍の状態となってしまう。その一方で、国民生活を守るためには、現状を打破する政策を推進することも必要である。財政政策と金融政策は共通の目標を目指して取り組むべきであり、効果的な対応策を早急に見つけて最適なポリシー・ミックス<sup>66</sup>を実行していくことが必要なのである。

## 6. おわりに

政府や日銀がマクロ経済政策を実施する際、経済の実力から大きく乖離した経済成長率や物価上昇率を実現しようとするれば、果てしなく遠いゴールを目指すことになってしまう。本来、マクロ経済政策は短期的な景気変動を緩和するために実施するものであり、拡張的政策が長期間継続することは避けるべきであらう。もし、高い水準のマクロ経済目標を掲げるのであれば、経済の実力を向上させるための構造改革に取り組むべきであり、このような構造改革に伴うデフレ圧力をマクロ経済政策で緩和しながら推進するという政策パッケージが必要である。

本稿では、マクロ経済政策を構成する財政政策と金融政策を取り上げ、政府と日銀が抱えることとなった大きなリスクを踏まえた上で、課題の解決に向けた方向性について検討を加えてきた。その結果、潜在成長率の引上げこそ、財政政策と金融政策に共通する政策目標にすべき重要課題なのではないかという

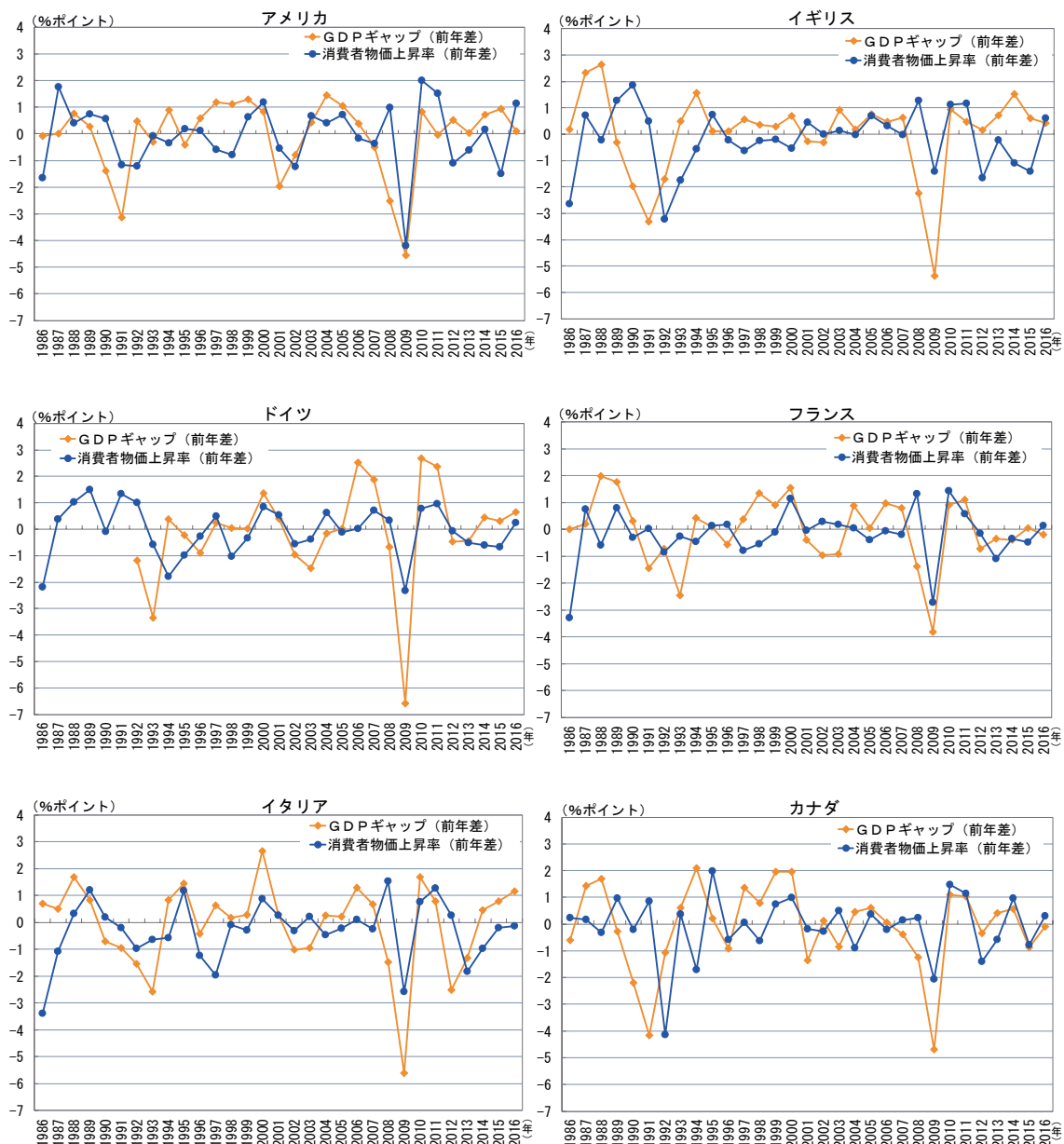
---

<sup>66</sup> 井堀（2003年）では、「景気の調整と物価の安定というような複数の政策目標を同時に達成するため、金融政策と財政政策などの各種の政策をうまく組み合わせることを、ポリシー=ミックスという。」（2頁）と説明している。また、スティグリッツほか（2014年）では、「金融政策と財政政策を二つの別の政策であるかのように扱ってきた。アメリカでは、財政政策は連邦議会と大統領が、金融政策は連銀が責任を負っている。このため、議論するに際しては、この二つを分けたほうがわかりやすい。だが、実際は、経済にとって重要なのは、これらの両タイプの政策を合わせた正味の効果とその間の相互作用である。」（439頁）と記述している。



結論に至った。潜在成長率の引上げ自体、一朝一夕に達成できる政策目標ではないが、潜在成長率を高めるために、積極的な研究開発につながる税制や資金供給の手段を組み合わせ、画期的なイノベーションを生み出す施策を早急かつ大胆に進めることが重要なのであろう。安倍内閣では、「経済再生なくして財政健全化なし」との基本方針を掲げているが、「経済の実力向上なくして明るい未来はなし」という発想で諸施策が実行されることを期待したい。

補論図表 1 消費者物価（総合）の上昇率とGDPギャップの関係（諸外国）

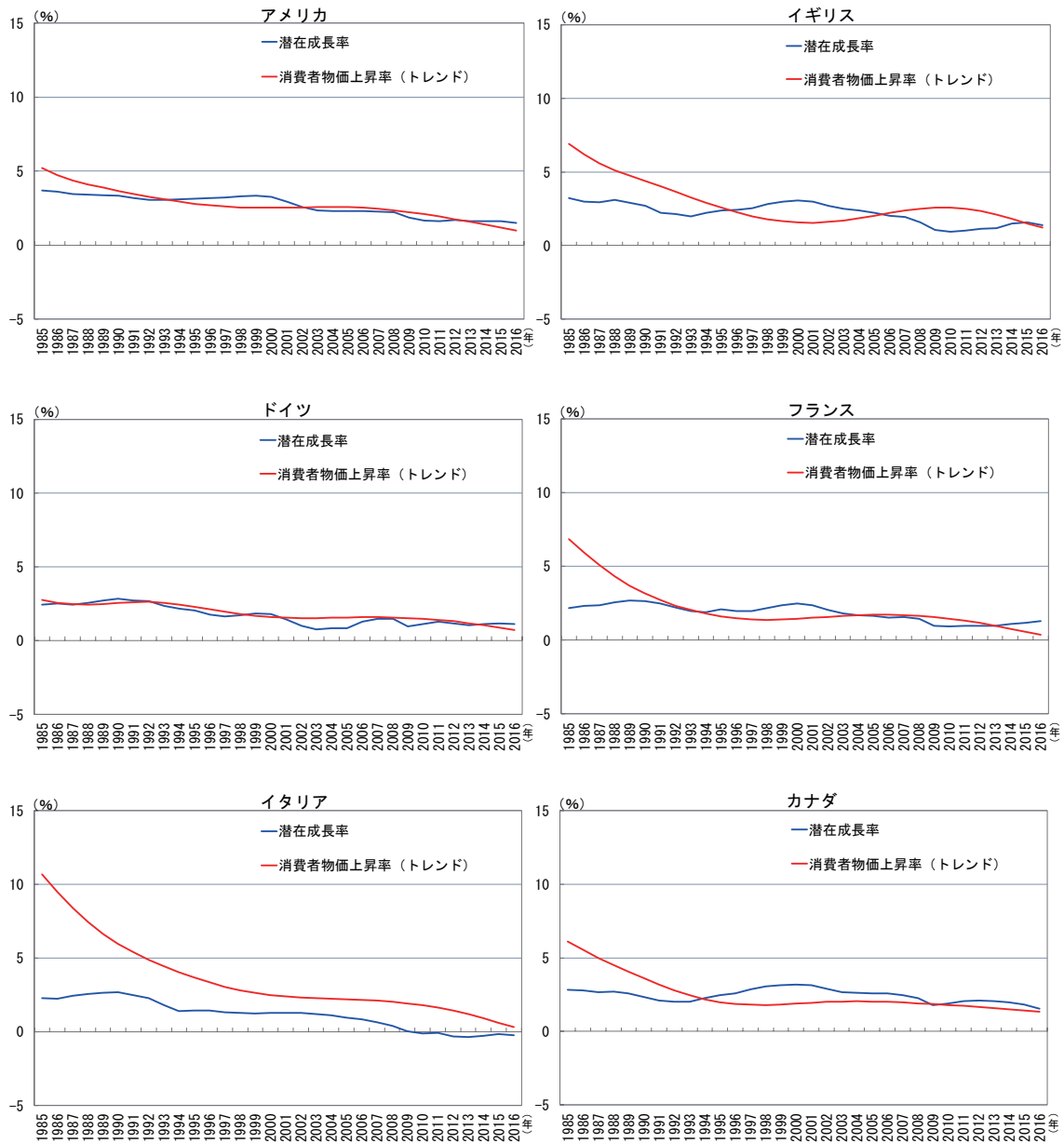


(注1) データはともに前年差の値となっている。

(注2) 消費者物価は総合の値としている。

(出所) OECD “Economic Outlook No 101 – June 2017”、“Consumer Prices” (OECD.Stat) より作成

補論図表2 消費者物価（総合）の上昇率と潜在成長率の関係（諸外国）



(注1) 消費者物価は総合の値としている。

(注2) 消費者物価（総合）の上昇率はHPフィルターで算出したトレンドである。

(出所) OECD “Economic Outlook No 101 - June 2017”、“Consumer Prices” (OECD.Stat) より作成

【参考文献】

飯塚信夫、加藤久和『EViews による経済予測とシミュレーション入門』日本評論社、2006年10月

井堀利宏『経済政策』新世社、2003年4月

岩田規久男、浜田宏一、原田泰編著『リフレが日本経済を復活させる－経済を動かす貨幣の力』中央経済社、2013年3月

- 経済企画庁『平成10年度 年次経済報告』1998年7月
- ジェフリー・サックス、フィリップ・ラレーン著、石井菜穂子、伊藤隆敏訳『マクロ  
エコノミクス 上巻』日本評論社、1996年6月
- ジョセフ・E・スティグリッツ、カール・E・ウォルシュ著、藪下史郎、秋山太郎、蟻  
川靖浩、大阿久博、木立力、宮田亮、清野一治訳『マクロ経済学 第4版』東洋経  
済新報社、2014年5月
- 内閣府『平成26年度 国民経済計算年報』2016年5月
- 内閣府『平成29年度 年次経済財政報告』2017年7月
- 日本銀行金融市場局「2015年度の金融市場調節」『BOJ Reports & Research Papers』  
2016年6月
- 正村公宏、山田節夫『経済政策入門』東洋経済新報社、2004年4月
- 山澤成康『実戦 計量経済学入門』日本評論社、2004年3月
- 吉田博光「「アベノミクスの成果」を検証する～我が国財政に新たな財源は生まれたの  
か？～」『経済のプリズム』No.154、2016年11月
- 吉田博光「財政健全化に不可欠な地域経済の活性化～地域経済の強化から地方財政の  
自立、そして国の財政健全化へ～」『経済のプリズム』No.156、2017年1月
- O. J. ブランチャード、S. フィッシャー著、高田聖治訳『マクロ経済学講義』多賀出版、  
1999年2月

(内線 75183)