

## 財政再建のペースを巡る熱い政策論争

2010年8月18日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

今後の財政再建のペースを巡り、英米のメディアやエコノミストの間で熱い政策論争が展開されている。この発端は英国での今年5月の総選挙を前にした政策論争だった。その構図がギリシャなど南欧で財政危機が表面化したこともあり、G20など他の先進国にまで拡大した。

経済史には有名な政策論争が多い。1930年代には大恐慌から脱却するための経済政策を巡る一大政策論争があった。この論争では、「新結合（イノベーション）」で有名なシュンペーターのような高名な経済学者でさえ、論争に敗れて名声を失っている。今問題となっている財政再建のペースをめぐる論争も、経済史に残る論争となる可能性があると見て良いのではないか。

経済政策の正否は、景気行く末に決定的な影響を及ぼす。その意味で経済政策論争は、投資家にとって極めて重要な選択基準だ。何がポイントなのか、論争の内容と今後の展望をまとめる。

### 1. 英国での総選挙前の政策論争

今年5月に総選挙を控えた英国で、財政赤字削減のペースを巡る政策論争が選挙の争点の1つとなった。与党労働党は景気回復のペースに目配せしつつ漸進的ペースでの財政再建を主張したのに対し、野党保守党は急進的な財政再建を主張する構図だった。世論調査の支持率は一貫して保守党が高かった。

この政策論争に関して経済学界が旗幟を鮮明にしたのは2月だった。まず2月14日のサンデータイムズ紙に「UK economy cries out for credible rescue plan（英国経済が現実的な財政再建計画を求めて悲鳴を上げる）」と題する20人の著名経済学者による連名の投稿が掲載された。その骨子は、財政再建には今年度（2010年4月以降の1年間）の予算から着手すべきという内容で、結論的には保守党の政策に沿うものだ（注1）。そのポイントは、財政赤字削減の信頼できる計画がなければ、金利の上昇と通貨の不安定化により、景気回復の基盤が危うくなるという考え方だ。一方、2月18日のフィナンシャル・タイムズ（以下FT）紙は、60人以上の著名経済学者による連名の投稿「First priority must be to restore robust growth（第一に優先すべきは力強い経済成長の回復）」を掲載した。その骨子は、当面は景気回復の基盤整備に専念し、財政再建は景気回復の基盤が整った後の2011年以降で十分、とする考え方だ（注2）。両陣営ともノーベル経済学賞受賞者を含む高名な学者を多く含んでいた。

図表1 英国での総選挙を控えた政策論争の鳥瞰図

政党	財政政策のスタンス	メディア	有名経済学者	選挙結果
保守党	財政再建優先派	2/14サンデータイムズ「UK economy cries out for credible rescue plan」	ロゴフ、サージェント	連立ながら政権与党へ
労働党	景気回復優先派	2/18FT紙、「First priority must be to restore robust growth」	ステイグリッツ	与党から野党へ

〔出所〕サンデータイムズ紙（2/14）とFT紙（2/18）から筆者作成

選挙結果は、保守党が過半数には届かなかったものの第一党となり、自由民主党と連立を組んで与党となった。財政政策運営は概ね保守党の公約通りとなりつつある。6月22日に財務省は財政再建策を

発表、GDP比の財政赤字は2009年度の11.3%から2015年には1.2%まで引き下げる計画を打ち出した。そのために付加価値税（消費税）率は、来年1月より2.5%引き上げて20%とすることも決定された。

総選挙なので、争点は経済政策以外にも多々あった。従って財政再建の優先を国民が支持したと一概に言えるわけではない。しかし、正否はともかく、選択肢の決着は選挙結果でついたということになる。

## 2. トロント G20

だが、場を変えて論争は続く。G20は世界の経済政策の政策調整の定期的な会合だが、6月のトロント G20では、ギリシャの教訓もあり早期の財政再建を進めようとする英国やドイツなど欧州勢に対し、早すぎる財政再建のリスクを米国が説く構図となった。G20の前にオバマ大統領は各国首脳に書簡を送り、「中期的」な財政再建を支持する一方で、「自律的な回復が続くことが必須だ」と経済成長優先の姿勢を示し「景気回復ペースが弱まるようであれば、景気後退を回避すべく再び迅速かつ強力に対応する心構えが必要」と続けた。

結局 G20では、意見の対立を避け両論併記の玉虫色の決着となった。首脳声明では「世界経済の回復は予想以上に進んでいるが、一様ではなく依然として脆弱であり、強固な回復の維持が重要だ。財政健全化について、多くの首脳はその重要性を強調しつつ、経済成長と両立させることが必要との認識を共有した。」とされた（注3）。要するに、各国の思惑や利害があまりに異なるため、問題認識を共有するには至らなかったということだ。輸出倍増計画を掲げる米国、財政破綻したギリシャの教訓もあり加盟各国の財政規律を求めつつ財政一体化を進めるEU、内需拡大や通貨切り上げを求められる中国など経常黒字の新興国、それぞれの思惑や利害を政策協調で一致させるのは難しかったということだろう。

論争はまだ続く。英国の経済政策で漸進的なペースでの財政再建を支持していたFT紙は7月に入り、1週間にわたり財政再建のペースに関する特集を組み、多くの著名人の寄稿文を掲載した。FT紙の意図は、本当に今の経済状態で財政再建に取り組みばリーマン・ショックの再来を招くのではないか、という強い危機意識だと見られる。次に、FT紙の論争を紹介する。

## 3. FT紙上の論争

最初はFT紙のマーチン・ウルフという論説委員に相当するコラムニストが「なぜ引締めを巡る論争に参加するのか」で同紙が1週間にわたり論争を掲載する意図の解題を行った。そして「論争の正否は、読者が各自で判断すべきこと」、「FT紙の論説委員は、どちらが正しいかの確信はもてない」、と書いた。要するにFT紙の公式見解（ハウスビュー）としての明確な正否の判断を避けつつ、多様な意見の紹介にとどめたのである。論争の中身は、財政再建優先派、景気回復優先派、両者の折衷案の3つに割れた。

財政再建優先派の主張の骨子は、もはや国家財政の再建は文字通り待ったなしの状況にある、だった。代表としてトリシェ ECB 総裁寄稿の『景気刺激策はもはや不要、今は引き締めすべき時』があげられる。政策対応で景気が回復した今のタイミングで構造改革に資する財政再建に手をつけなければ、将来に対する信任が失われる可能性があると言う主張だ。

景気回復優先派の主張の骨子は、景気回復の基盤が整うまで財政政策による景気刺激を継続すべきで、財政再建に着手するのはまだ時期早計、というものだ。サマーズ米国家経済会議（NEC）委員長は「米国の回復に関する姿勢だけが理にかなう道筋」、デロング加州大学教授は「景気回復を終わらせるのは遥かに早すぎる」、ロゴフ・ハーバード大学教授は「パニック的な財政再建は不要」を寄稿した。

折衷案も少なくなかった。ファーガソンというFT紙の論説委員は「モダン・ケインジアンは1930年代から何も学んでいない」で「対立軸は、財政再建か景気回復優先かではなく、民間部門のコンフィデ

ンス（信任）を強化するか衰弱させるかだ」と述べた。サックス・コロンビア大学教授は「長期的成長の種をまけ」で、問題は財政再建と景気回復の間の優先順位ではないとした上で、「問題なのは、米当局の無責任な近視眼的短期主義と未来志向の欠如」とした。

では、あるべき政策の結論を投資家はどうか判断すべきか。結論の前に日本の経験を回顧しておこう。

#### 4. バブル崩壊の3段階危機説と日本の経験

日本の経験を巨視的かつ長期の視点で大きな流れに位置づける見方として、ラインハート教授とロゴフ教授の共同論文「The Aftermath of Financial Crises（金融恐慌の余波）」（注4）が一助となる。同論文のエッセンスは、バブル崩壊の歴史を帰納的に一連の流れに位置づけると、以下のように3段階危機説になるというものだ。

- (1) 第一段階：バブル崩壊 平均的には実質不動産価格が35%、株価は55%下落  
バブル崩壊による不良債権の増加で金融危機、そして経済危機へ
- (2) 第二段階：金融危機 平均的には失業率は7%ポイント上昇  
金融危機対応で金融システムへ公的資金を投入、景気対策で公共投資を実施するも、原資は国債（借金）
- (3) 第三段階：財政危機 平均的には政府債務残高が86%増加  
景気回復後も財政再建が遅れる

以上の各段階をサブプライム問題からリーマン・ショックを経て現在に至った流れに位置付けると、以下のようになる。

- (1) 第一段階：サブプライム危機 2007年頃から顕在化。銀行の不良債権問題で金融危機へ
- (2) 第二段階：リーマン・ショック 2008年春先から徐々に顕在化。金融危機打開のため金融システムへ巨額の公的資金を投入、景気対策として巨額の財政政策を実施するも、原資は国債（借金）
- (3) 第三段階：財政危機 現在も進行中。景気回復後も財政再建が遅れ（2）の国債（借金）が累積の可能性

（3）の財政危機を解決する方向は、経済成長、財政再建、インフレ、の3つの方法を適切に組み合わせるしかない。その適切な組み合わせこそが、財政再建のペースを巡る政策論争の核心だ。

この組み合わせを誤ったことで金融危機を招いた例が日本だ。90年代から2000年代初頭にかけて日本は、早すぎる政策転換による景気の腰折れを2回経験した。一度目は97年の早すぎる財政再建、二度目は2000年の早すぎる金融引締めによる景気の腰折れだ。概略を年表にすると次の通り。

図表2 90年代以降の日本の金融経済史年表

95年	4月の史上最高値の円高（79円台/ドル）などを受け景気悪化 4月緊急円高経済対策（7兆円）、9月経済対策（12兆円）
96年	景気回復、第二次橋本内閣が財政再建含む6大改革
97年	消費税率引上げ等引締め開始、急激に景気悪化、金融危機（三洋証券、北海道拓殖銀行破綻）

- 98年 3月公的資金 1.8兆円注入、4月総合経済対策（16兆円）、秋：金融国会  
11月緊急経済対策（23.9兆円）、98年冬：金融危機再燃（長銀、日債銀破綻）
- 99年 3月公的資金 8.6兆円注入、11月経済新生対策（真水の規模は当時の史上最大 18兆円）
- 2000年 景気は急回復、ITバブル
- 2000年 7月そごう破綻、9月ゼロ金利解除、10月日本新生のための新発展戦略（11兆円）
- 01年 ITバブル崩壊、景気は急激に悪化、3月ゼロ金利復活（利上げの半年後）
- 02年 金融再生プログラム（主要行の不良債権問題の根本的解決、金融と産業の一体再生、等）

（注）カッコ内は景気対策の公表事業規模

〔出所〕各種資料、報道をもとに筆者作成

97年の日本は、95年の景気対策の効果で景気が浮揚したタイミングで第三段階の財政危機を回避すべく財政再建に着手したものの、そのペースが速すぎて第二段階の金融危機に逆戻りした。2000年のゼロ金利解除は、99年の景気対策の効果で景気が浮揚したタイミングでの財政と並ぶもうひとつの柱である金融政策の早すぎる引締め政策への転換だった。その後、景気は急速に悪化した。

このように本稿のテーマである「財政再建のペースをめぐる熱い政策論争」は、日本の政策ミスを繰り返さないようにするには、如何にして経済成長、財政再建、インフレ、の3つの方法を適切に組み合わせるべきか、と言い換えることが出来る。

## 5. 結論

FT紙上の論争で、財政政策に関する3つの定理(propositions)をサマーズNEC委員長がまとめている。同委員長は、この3つの定理には多くの経済学者が合意するはずだと述べている。

- (1) 需給ギャップが存在しない状況では、財政赤字の規模はGDPのレベルに影響を与えない
- (2) デフレ・ギャップが存在し、かついわゆる流動性の罍の状況では、短期の財政政策は経済に持続的なインパクトを与える
- (3) デフレ・ギャップ解消後に財政赤字が削減される期待があれば、将来に対する信頼が高まることで資本コストは低下、経済に好影響を与える

(1)と(2)に議論の余地はない。そして、現状デフレ・ギャップが存在することに異を唱える経済学者はほとんどいない。つまり、今の状況には(2)が当てはまる、ということである。

だが問題は(3)だ。1ページに2/14のサンデータイムズ紙に投稿された財政再建優先派の経済学者の考え方として「財政赤字削減の信頼できる計画がなければ、金利の上昇と通貨の不安定化により、景気回復の基盤が危うくなる」、と書いた。この考え方は、サマーズNEC委員長の指摘する(3)と実質的に同じ内容だ。だが、表現の違いが結論となっている。(3)のサマーズNEC委員長の結論は、「財政赤字削減期待があれば、経済に好影響を与える」だ。サンデータイムズ紙は、「財政赤字削減の計画がなければ、景気回復の基盤が危うくなる」だ。つまり、景気回復優先派は(3)を実現すれば良いと考えるのに対し、財政再建優先派は現実の政治選択として(3)は非現実的と考えているのである。

もともと財政政策による景気下支えを主張するケインズ経済学では、財政政策は利権政治とは無縁の賢人が担うと言う「ハーベイロードの前提」が想定されている。しかし、現実とは異なる。その実例がやはり日本だ。「族議員」という言葉が存在する日本では、短期の景気対策のはずだった公共投資が長期

にわたり繰り返されたことで、90年代を通じ建設業従事者が大幅に増加するなど構造転換を阻害する要因となった。総務省労働力調査によると、建設業従業者は90年1月の575万人からピークだった97年8月の700万人まで20%以上も増加した。世界がIT革命を経験していた最中の出来事である。

さて、結論である。(2)の通りデフレ・ギャップが存在する現状では、短期的な財政政策による景気の下支えが必要だ。同時に(3)を現実的に担保するため、長期的な財政構造改革を進めるべきだ。具体的には、短期的な財政政策が既得権益化して長期化しないよう設計されたサンセット条項付の財政措置、財政基盤を強化するための課税ベースの拡大(注5)、ITで進んだ経済構造変化に合わせた歳出構造改革、更には少子高齢化の進展に備えた社会保障改革、などだ。こうした二兎を追う方向で今後の財政政策が展開されれば、正しい政策という判断で良いのではないかと(注6)。

尚、97年の日本の政策ミスは、(2)の状況で本来とは逆の財政再建を急激なペースで実施したことだ。そして現状は、第一段階の90年頃のバブル崩壊、第二段階の90年代から2000年代にかけての数次に亘る金融危機を経て、第三段階の財政危機が慢性病のようにゆっくり進行していると観てよいのではないかと(注7)。

以上

(注1) <http://www.timesonline.co.uk/tol/comment/letters/article7026234.ece>

(注2) <http://www.ft.com/cms/s/0/75b2481e-1cb5-11df-8d8e-00144feab49a.html>

(注3) <http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/toronto2010/gaiyo.html>

(注4) 「The Aftermath of Financial Crises」 Carmen M. Reinhart、Kenneth S. Rogoff、NBERワーキングペーパー。ロゴフ教授は(注1)のサンデータイムズ紙の財政再建優先派の投稿に名を連ねている。[http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff.Aftermath\\_of\\_Financial\\_Crises.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff.Aftermath_of_Financial_Crises.pdf)

(注5) 近年の諸外国の税制改革では、税率の引下げと課税ベースの拡大を同時に実施することで、税収の増加だけでなく新陳代謝という意味で経済の構造改革にもつながった事例が多い。

(注6) 8/12のFT紙へのIMFのチーフエコノミストと財政局のヘッドの連名での投稿によると、G20の財政赤字残高のうち景気対策分は1/10で、9/10は金融危機前の財政の管理ミスとのこと。

(注7) 近年の日本には、信頼できる財政赤字削減計画はなかった。しかし、金利の上昇も通貨の不安定化も起きなかった。むしろ現実には逆で、長期金利は世界最低、通貨も円高傾向が続いた。この背景には、恒常的な経常黒字や高かった家計貯蓄率など特殊な構造がある。この問題については、近日中に日本のソブリン・リスクとして当シリーズのレポートで取り上げる予定。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。