

## 金融政策と財政政策のパラダイムシフト

2017年1月19日

りそな銀行 アセットマネジメント部  
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

ウィキペディアによると、パラダイムシフト (paradigm shift) とは、その時代や分野において当然のことと考えられていた認識や思想、社会全体の価値観などが革命的にもしくは劇的に変化することをいう。このパラダイムシフトが経済政策、中でも金融政策と財政政策で起きようとしている。しかも、現実の世界と学界が同時進行する形で変化しようとしている。

### (1) そもそも金融政策と財政政策とは

金融政策と財政政策は、共に景気を刺激または抑制する手段だ。金融政策は中央銀行が独自に実施する金融緩和や金融引き締めだ。財政政策は財政当局、日本なら財務省が国会の議決を経て実施する公共事業、減税 (エコポイント、エコカー補助、各種給付金、等)、増税などだ。

景気刺激はアクセル、景気抑制はブレーキに例えられることが多く、通常は両方が同じ方向に作用する。普通の車の運転でアクセルとブレーキを同時に踏むことはないのと同じだ。たとえば、景気が悪い時には景気刺激を目的に金融政策は利下げなどの金融緩和、財政政策は減税や公共事業などの景気対策を行う。景気が過熱して冷ます必要がある時は全く逆で、金融政策は利上げなど金融引き締め、財政政策は増税などを実施する。

金融政策と財政政策で決定的な違いがある。金融政策は金利の上下動なので、債権者と債務者の間で利息の形で所得の移転が起こる。一方、財政政策は原則的に国債など借金を原資とするため、現在世代と将来世代の間で所得の移転が起きる。たとえば現在世代が減税で恩恵を受けたとする。そのツケ返しは、その借金を返済するための増税を負担する将来世代にのしかかる。

金融政策も財政政策も適正に運営されなければ問題が生じる。たとえば、放漫な金融政策運営はデフレやインフレなど過度な物価変動を招く。放漫な財政政策運営は財政破綻を招く。

### (2) アクセルとブレーキを同時に踏む

ところが、アクセルとブレーキを同時に踏むことはない常識が 2010 年のギリシャ財政危機で変貌した。事の次第は 2008 年のリーマンショックに遡る。当時は世界恐慌を阻止するため G20 で協調して金融政策と財政政策のアクセルを強く踏み込んで景気刺激を実施した。その成果で世界景気は 2009 年の春先には底入れして今に至る 7 年以上の景気拡大を実現した。

しかし、金融政策と財政政策の中身は途中で大きく変わった。きっかけは 2010 年のギリシャの財政破綻だ。原因はアテネオリンピック前後に始まった放漫な財政運営やその隠蔽工作だった。

その国際的な余波は大きく、2010年6月のトロントG20では財政破綻する国が続出するのを防止するため、財政を使った景気刺激策はなるべく早く収束させ、逆に財政再建を急ぐことで合意した。そして、その手段として多くの国で広く浅く国民が負担する消費増税が実施された。財政再建は増税なので景気の悪化要因だ。リーマンショックから立ち直った病み上りの段階での財政引き締めへの方向転換を受け景気は腰折れしそうになった。それを支えたのが量的緩和やマイナス金利などの超金融緩和だ。

たとえば日本では、財政政策は 2014 年 4 月に財政再建のために消費税率を引上げ、金融政策は 2015 年 10 月に日銀による追加金融緩和、2016 年 1 月にはマイナス金利が導入された。まさにアクセルとブレーキを同時に踏む本来なら異例の組合せだ。

### (3) 金融政策と財政政策と格差

この財政政策はブレーキ、金融政策はアクセルの異例の組合せが格差を助長した。財政再建の痛みは広く浅く国民全員が負担する一方、金融緩和の恩恵は金融資産を保有する一部の富裕層に集中する。しかも、企業誘致のため法人税は財政再建とは正反対に国際的な税率引下げ競争が続いたことに加え、大企業や超富裕層はパナマ文書で大規模な税の脱法行為を行っていたことも明らかにされた。そして、所得格差で鬱積した不満がテロ、暴動、人種差別、右派台頭、ヘイトクライムなどを助長した。

IMFなどの国際機関は、2010年頃を境に経済思想としては新自由主義、その結果としての格差に対する考え方を改め、格差は正は経済成長にはプラスである、と見做すようになった。しかし、長年の経済政策の理論的支柱が直ぐに変わることはなかった。また、現実的にもロビー活動など政治的圧力の前では、多くの国で格差是正が現実の政策として打ち出されたことはなかった。

しかし、社会を震撼させるテロが相次ぎ、金融政策もマイナス金利など未曾有の領域に入ると、さすがに金融界および経済学会でも変化が起き始めた。

### (4) 金融界からの警告

金融界では、2016年6月のBIS総会でカルアナ総裁が「リスクの三位一体」を強く警告した。

背景は、バブル崩壊→危機対応の低金利政策→また別のバブルの生成→またバブル崩壊、を繰り返す石油ショック以降の金融の歴史で、マイナス金利が日欧の大半の国に広がった今、正に繰り返されようとしているという危機感だ。図式化すると、2000年のITバブル崩壊→低金利政策→住宅バブル→2008年のサブプライム危機とリーマンショック→低金利政策→マイナス金利→現在進行中の債務膨張は債券バブルではないのか、という危機感だ。

そして現下の情勢について、低金利時代に蓄積された過剰な債務、構造改革を怠ることで表面化する生産性の低下、財政金融政策の政策余地の限界、を「リスクの三位一体」として強く警告した。その解決策として、政策の再編成を提案した。具体的には政策の重要度や優先順位の変更で、過度な金融緩和への依存を引下げ、財政政策と構造改革への依存度の引き上げだ。

### (5) 経済学会からの警告

経済学会では2016年8月にカンザスシティ連銀がジャクソンホールで主催した学会でシムズ教授(2011年ノーベル賞受賞)が、物価水準の財政理論(FTPL)を通じ、金融政策と財政政策を組み合わせることで、近年のディスインフレなどの金融問題を解決できるフレームワークを示した(注1)。シムズ教授は専門の計量経済学のフレームワークを使って理論化に成功したと言い換えてもよいだろう。

このあたりの事情を総括する形で小論文を発表したのがアベノミクスの生みの親とされる浜田宏一内閣府参与だ。浜田氏は文芸春秋12月号の「アベノミクス」私は考え直した」で「従来の経済学では、財政規律が緩むと、過度なインフレを招くうえに財政赤字がかさみ、経済にダメージを与えることが強調されていました。しかし、シムズ氏は意図的に「赤字があっても財政を拡大すべき(時もある)」と主張します。これは斬新なアイデアでした。」、また、「これまで私は金融政策については様々な意見を述べてきましたが、財政政策についての意見は「消費増税反対」などに限られていました。しかし、シムズ氏の論文を読み、QQEが効かず、インフレが起こらない理由は、「財政とセットで行っていないからだ」と分かったのです。」、そして更に、「つまり、私は「(人々の)資源配分を改善するような政府支出や減税などによる財政政策を、金融緩和の手助けに使ったほうが良い」という点で考えを変えたわけです。」、と結論的には見方を180度変更したことを明らかにした。

近代の経済政策は、その時々を逼迫した社会問題の解決のために進化し続けた。1930年代の大恐慌の時代には、流動性の罨で効力の低下した金融政策に代わり、有効需要を創造する財政政策が当時最大の

社会問題だった失業の解消に大きく寄与した。石油ショック後の1970年代には、当時最大の社会問題だったインフレ解消に向け、マネタリズムと合理的期待によって再び金融政策重視へ進化した。そして今、2008年のリーマンショック後の低成長、デフインフレ、財政赤字、格差の4つの問題を均衡の取れる形で最適解を模索する枠組みとして、シムズ教授が、物価水準の財政理論(FTPL)と金融政策と財政政策を統合する理論を精緻化したことになる。

#### (6) 現実には理論より先に動く

実は現実の政治では、早い段階でこれら政策対応の重要性のウエイトの変化は認識されていた。2016年5月の伊勢志摩サミットでは、経済政策対応に関する首脳宣言(要約)で「金融政策当局は、そのマンドートと整合的に、非伝統的な金融政策も含め、経済回復及びデフレ脱却を支援することにコミットしてきた。しかしながら、金融政策のみでは、強固で、持続可能な、かつ、均衡ある成長に繋がらない。我々は、強じん性を高め、債務残高対GDP比を持続可能な道筋に乗せることを確保しつつ、経済成長、雇用創出及び信託を強化するため我々の財政戦略を機動的に実施し、及び構造政策を果敢に進めることに関し、G7が協力して取組を強化することの重要性について合意する。」とされた。

ただ現実には財政政策重視へとシフトしたのはG7では日本、G20でも中国とカナダぐらいだ。この3カ国に共通するのは、財政再建のペースは鈍ったものの、テロや暴動や右派台頭が少なく社会情勢は極めて安定していることだ。そして、2016年6月にEU離脱を決めた英国、同年11月に次期大統領にトランプ氏が就任することが決定した米国、も追随することになりそうだ。こうして考えれば、トランプ次期大統領の財政政策は、突飛なものではなく、むしろ流れに沿ったものと見るべきだろう。

#### (7) 長い道のり

このように金融政策と財政政策にパラダイムシフトが起きつつあるのだが、これはまだほんの入り口の議論に過ぎない。その先には、金融政策と財政政策、更には通貨政策の最適な組み合わせ(マンデル・フレミング・モデルの再構築)の模索、財政政策で実際に何をやるのか、インフラ投資により投資乗数を高めることは可能なのか、格差是正にどう役立てるのか、実効性のある積極的労働政策は可能なのか、財政再建に向けた頑健なフレームワークは維持できるのか、少子高齢化と社会保障の行く末、など別次元の多くの問題が横たわっている。

昨今のミレニウム世代の若者は、金に執着せず社会の課題解決に熱心だという。米国では超高学歴のスーパーエリートが給与水準の低いNPOやNGOに率先して就職する傾向があり、実業界から懸念を持たれている。社会の課題解決に直結する実践経済学が復権すれば、人材アロケーションの最適化に向けた一助ともなるだろう。

- (1) <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf?la=en>

以上

- ・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ください。
- ・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。