

テーマ：財政による景気刺激策は効くのか

2009年4月3日(金)

～流動性の罅と各国協調で正当化も、効果は金融政策との連携と支出の中身次第～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 金融市場の混乱が世界経済の急速な悪化をもたらす中、世界各国で財政措置による景気対策が相次いでいる。主要国における今回の経済危機に対する財政措置の規模を概観すると、米国と中国の規模が他国を圧倒して大きい。
- これまでの世界の景気対策の中心が金融政策であったのは、①財政政策が決定から実施までに時間がかかること、②金利上昇による設備投資の抑制や自国通貨の増価を通じた外需の抑制により財政支出の効果が打ち消される、③政官民の癒着による汚職や公共投資に関連する部門の拡大による経済効率の悪化、④財政赤字の拡大を通じた経済の不均衡問題、等があったため。
- しかし、世界各国が協調して積極的な財政政策を打ち出している背景には、①先進各国が金利操作による伝統的な金融政策の効力を失う「流動性の罅」に陥りつつある、②世界各国が協調して財政政策を採れば、自国通貨が押し上げられる効果は限定的となる、③世界的なデフレ懸念やリスク回避姿勢を背景に長期金利が上がりにくくなっている、こと等がある。
- 財政政策の有効性は乗数効果で計られるのが一般的であり、減税は一部が貯蓄に回ることから、我が国では減税よりも公共事業の乗数の方が高いといわれている。ただ、時系列分析の多くは、財政支出の非効率性や潜在成長率の低下、金融機能の低下等により、財政政策の短期的効果が低下したとされている。
- 結局、財政政策による乗数効果の現れ方は、実施される際の金融政策や海外の財政・金融政策の動向にも大きく左右される。また、新しいケインズ経済学からすれば、短期的な乗数効果だけでなく中長期的な視点から国の負担分がいかに効率的な支出に配分されるかといったことも、財政政策の効果を評価する際には大きなポイントになる。
- これまで打ち出されてきたわが国の財政出動は、景気の急激な悪化への対処であるものの、残念ながら経済学的根拠を積み上げて立案されたものではない。これから出てくる追加経済対策については、供給側の視点も含めて長期的な政策効果にも焦点を当てた政策パッケージが出てくることが期待される。

●各国の財政措置

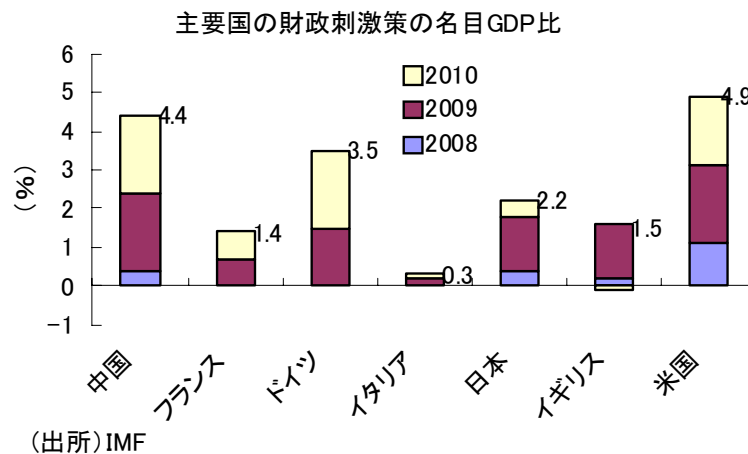
金融市場の混乱が世界経済の急速な悪化をもたらす中、世界各国で財政措置による景気対策が相次いでいる。主要国における今回の経済危機に対する財政措置の規模を概観すると、米国と中国の規模が他国を圧倒して大きいことがわかる。特に米国のオバマ政権が打ち出した景気対策は最終的に7,872億ドルの規模であり、減税やインフラ整備・環境関連投資・失業給付や職業訓練の拡充等を通じ、IMFによれば名目GDP対比で4.4%の規模と試算されている。そして、この対策は2年間にわたるものであるが、効果としては2010年末までに米国の実質GDPを3.7%押し上げ、350万人以上

の雇用が生み出されると試算されている。

また、中国でも雇用確保と社会安定のために必要な8%成長を達成すべく、インフラ投資や減税・補助金を通じた消費刺激策を中心に、GDP対比4.9%相当の財政刺激策を2010年までに実施するとしている。

そこまで規模は大きくないが、欧州でも英国が付加価値税率の引き下げを中心とした200億ポンド（名目GDP対比1.5%程度）の財政措置を打ち出したり、ドイツが減税を中心に820億ユーロ（名目GDP対比3.5%）の財政措置を決定したりと、各国で財政出動に乗り出している。そして日本でも、給付金や減税を中心とした総額12兆円（名目GDP比2.2%）の財政措置が打ち出されており、漸く一部が実施に至りつつある。

こうした中、4月2・3日にロンドンで開かれたG20では、2010年の世界経済の成長率を2%に回復させるため、財政出動などあらゆる必要な行動をとることで一致し、参加国の財政出動での政策協調などにより09年に1900万人の雇用創出を目指すことが表明された。ただ、追加財政出動での強調に軸足を置いた米・日・中と財政悪化を嫌う欧州では最後まで姿勢の差は埋まらず、米国が一時主張した追加財政出動の数値目標の設置は見送られている。



●なぜ財政支出や減税をしようとするのか

そもそも財政政策とは、国の歳出や歳入を通じた総需要の操作によって实体经济に影響を及ぼす政策であり、マクロ経済学の教科書を紐解けば金融政策と並ぶ経済政策の柱となっている。そして、歳出面による総需要の操作として公共投資や政府サービスの増減が行われ、歳入による総需要の操作として減税や増税がそれぞれ行われる。期待される効果としては、一般的に需要創出によって失業を減らすことによる社会の安定や、公共事業によるインフラの充実により国の競争力向上等に結びつけること等があげられる。

しかし、これまでの世界の景気対策の中心は財政政策というよりもむしろ金融政策であった。その理由としては、まず財政政策は決定から実施までに時間がかかるということが挙げられる。特に、公共事業等では予算の措置が必要となり、国会や地方自治体の議決を必要とするため機動的な運営が困難となる。また、理論面を通じた理由も考えられる。というのも、マクロ経済学の教科書でお馴染みのマンデルフレミングモデルによれば、金融政策が不変の元で財政政策が行われれば、金利上昇による設備投資の抑制や自国通貨の増価を通じた外需の抑制により財政支出の効果が打ち消されること

になり、こうした現象はクラウドイングアウトと呼ばれている。更に、政官民の癒着による汚職や公共投資に関連する部門の拡大による経済効率の悪化、財政赤字の拡大を通じた経済の不均衡問題等といった財政政策による弊害がクローズアップされてきたことも大きく影響しているといえる。

我が国の財政政策を振り返れば、90年代に景気が悪化した際には古いケインズ経済学（オールドケインジアン）の立場から財政出動が実施され、とりわけ92・93年には公共事業の積み増しによってマイナス成長を回避した経験がある。しかし、2000年代以降は公共投資による需要創出効果への疑いや、資源配分の非効率性などの議論から、公共投資を中心とした財政措置に対して否定的な見方が増えた。こうして、2001年の小泉政権以降は財政出動による景気対策がタブー視され、公共事業の削減が進められてきた。

それなのに、なぜ今回は世界各国が協調して積極的な財政政策を打ち出しているのであろうか。その背景には、世界経済が100年に一度といわれる経済危機に直面しており、金融政策のみではこの危機に対応できないという事情がある。というのも、今回の金融危機によって先進各国は実質的にゼロ金利に近い所まで金融緩和を行ってきたが、景気の悪化に歯止めはかかっておらず、金利操作による伝統的な金融政策の効力を失ういわゆる「流動性の罠」に陥りつつある。また、財政赤字の拡大により金利上昇や自国通貨高を通じてクラウドイングアウトが起こるというマンデルフレミングモデルの観点からしても、今回のように世界各国が協調して財政政策を採れば、自国通貨が押し上げられるという効果は限定的となることもあろう。更に、世界的なデフレ懸念やリスク回避姿勢を背景に長期金利が上がりにくくなっており、結果としてクラウドイングアウトが生じにくいということも財政政策を容認する一因になっているといえよう。

そして何よりも、需給ギャップの拡大により世界経済が不完全雇用状態にあり、金融政策のみではこの危機に対応できない中では、クルーグマンが昨年末に公表した論文「OPTIMAL FISCAL POLICY IN A LIQUIDITY TRAP」でも指摘しているように、積極的な財政政策を打ち出すことは、経済主体が長期的には合理的でも市場の失敗は財政で補うという新しいケインズ経済学（ニューケインジアン）の視点からも正当化されることが背景にある。

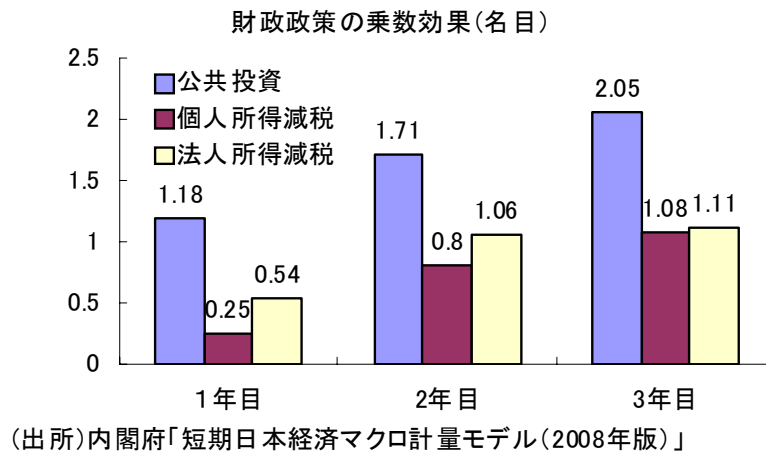
●乗数効果とは何か

こうした財政政策の効果は、乗数で計られるのが一般的である。乗数効果とは、経済資源に余裕がある不完全雇用の経済を前提とした場合、例えば政府が公共投資や減税を通じて負担を増やすことで国民所得が増加すると、それによって個人消費や設備投資といった民間支出が誘発されることを通じて更に国民所得が増大し、そこからまた民間の支出が誘発される…といったように等比級数的に国民所得が拡大することを意味する。そして、最終的に有効需要1単位当たり何単位の国民所得が拡大するかといった比率が乗数となり、これが財政政策の効果を示すことになる。

ただ、乗数効果を持ち出す際に必ず議論となるのが、公共投資と減税による乗数効果の違いである。理論的に考えれば、公共事業の増加は用地費を除いた分だけ直接需要に結びつくのに対し、減税の場合は民間の限界支出性向（所得が1単位増加した際に支出がどれだけ増加するか）次第で需要の増分は異なる。しかし、一般的に減税分の一部は貯蓄に回ることから、我が国では減税よりも公共事業の乗数の方が高いとされている。事実、内閣府の短期マクロ計量モデル（2008年版）の乗数分析においても、公共投資と家計減税、企業減税の乗数効果を比較すれば、公共投資が最も大きくなっていることがわかる。

このように、財政政策の効果を検証する方法としては、マクロ計量モデルを用いて公共投資や減税

の乗数効果を計測することが一般的であり、乗数も1を上回る結果が得られている。しかし、近年では生産量や物価等の経済変数と財政・金融政策の変数からなる多変量自己回帰（VAR）モデルを推定し、財政政策の変更に対するGDPの反応を計測する方法もある。ただ、この分析の多くは、財政支出の非効率性や潜在成長率の低下、金融機能の低下等により90年代以降に財政政策の短期的効果が低下したと結論づけている。



●効果があるかは金融政策次第

現実的には、単純に乗数効果が高いというだけで財政政策として公共事業のほうが減税よりも好ましいという結論にはならない。なぜなら、公共事業などの政府支出は無駄な支出となる可能性があるためである。というのも、家計にしても企業にしても民間部門の減税ということになれば、支出に関して民間の自主的な意思決定が行われることから効用が高まる支出に結びつく可能性が高い。しかし、政府支出ということになると国や自治体により意思決定されるため、例えば無駄な道路や橋、公共施設の建設等に支出が使われてしまえば、必ずしも国民の効用を高める支出になるとは限らない。また、公共事業は直接的な受益者が限定されることで不公平感をもたらすといった議論もあることからすれば、公共事業と減税の良し悪しを単純に乗数の高さのみでは判断できないといえる。

また、先のマンデルフレミングモデルに基づけば、財政政策による乗数効果の現れ方も、実施される際の金融政策がどのように行われるかで大きく異なることも重要だ。事実、中央銀行の通貨供給が変わらない下で財政政策が実施されれば、金利上昇を通じて本国通貨が増価し、設備投資や外需の抑制を通じて乗数効果は減殺されてしまうことになる。しかし、実際に財政政策を決断しなければならないほど景気が悪い状況では、金融政策も行われていることが多く、金融緩和により金利上昇や本国通貨の増価を抑制できれば、財政政策の乗数効果は高まることになる。したがって、財政政策による乗数効果は同時期に行われる金融政策に大きく依存することになる。

ただ、ニューケインジアン立場からは「望ましい財政出動の中身は、民間部門の期待形成を視野に入れ、市場の失敗により起きている非効率性を是正する財政出動に限られる」という考え方も傾聴に値する。そうした意味では、これまで打ち出されてきたわが国の財政出動は残念ながら経済学的根拠を積み上げて立案されたものではないだろう。これから出てくる追加経済対策については、供給側の視点も含めた長期的な政策効果までを考慮し、人々の期待にうまく働きかけるといったニューケインジアン視点から見ても裏づけられるような政策パッケージが出てくることが期待される。その上

で、金融政策面でも適切な対応が求められることになろう。

以上を踏まえれば、財政政策の効果は乗数効果をどう考えるか次第であるが、それは同時期の自国の金融政策のみならず、海外の財政・金融政策の動向に大きく左右されるものと考えられる。また、短期的な乗数効果以外にも、中長期的な視点から国の負担分がいかに効率的な支出に配分されるかといったことも財政政策の効果を評価する際には大きなポイントになるといえよう。

<参考文献>

ポール・クルーグマン「OPTIMAL FISCAL POLICY IN A LIQUIDITY TRAP」2008.12.28