

序文：財政政策のマクロ経済への効果

東京大学大学院経済学研究科教授 福田 慎一

本特集号は、内外の財政政策のマクロ経済への効果に関する最近の研究動向やその成果をまとめたものである。伝統的なケインズ経済学では、財政支出の増加は金融緩和とともに国民所得を高めるうえで有効であると考えられてきた。とくに、金利がゼロ近傍に下落する超低金利下では、財政政策は金融政策よりも有効となると主張されてきた。しかし、近年では、多くの国々で財政赤字が累積し、それが制約となって財政政策のマクロ経済への効果は大きく低下しているという意見も有力となりつつある。また、近年増加傾向にある社会保障関係費などの歳出は所得移転の側面が強いため、政府歳出の増加がケインズ的な意味で国民所得を高めにくくなっているとの指摘もある。その一方、財政の健全化のための増税は、国民の間で依然として抵抗感が根強い。また、一部の研究者からは、金利が経済成長率を下回る環境下では財政赤字のコストは小さくなるとの主張や、「物価の財政理論」という観点から財政支出の拡大はデフレ脱却の有力な手段であるとの主張もなされている。このため、多くの国々で財政赤字の累積が深刻となるなか、景気を支えるマクロ経済政策の観点から、財政赤字の増加をどこまで許容するのが良いのかどうかは、依然としてコンセンサスがなく、議論を整理するための特集号は望まれると思われる。

近年のマクロ経済学では、伝統的なIS-LM分析や総需要・総供給分析ではなく、消費者や企業の時間を通じた最適化というミクロ的基礎をもつ分析が理論的研究の中心となりつつある。政府セクターの分析に関しても、単年度の財政収支ではなく、時間を通じた予算制約をもとにした研究が主流となっている。とくに、政

府が債務の返済に責任を持つ「リカード的な政府」なのか、責任を持たない「非リカード的な政府」なのかによって、そのマクロ経済的な影響は大きく異なることが指摘されている。また、財政政策の効果を論じる実証分析の分野では、消費関数や投資関数といった構造方程式の推計結果をもとに検証を行うアプローチに加えて、特定の経済モデルを前提としない時系列分析の手法を駆使した研究アプローチも幅広く行われるようになってきている。このため、さまざまなアプローチから導かれる財政政策の効果を比較・検討し、それらのインプリケーションや課題・限界を多角的な観点から考察することは重要である。

本特集号は、海外の経験から財政のマクロ経済的な問題を取り扱った2本の論文、財政の維持可能性に関する諸問題を多角的に考察した3本の論文、財政政策の乗数効果の時間を通じた変化を取り扱った2本の論文の計7本の論文から構成される。各論文の結果は、各研究者がさまざまな前提条件をもとに導いたものであるため、そのロバストネスを確認するには今後より一層の検証が必要である。しかし、マクロ経済学では、財政赤字を伴う財政政策がどれだけ有効かに関しては長年論争がなされてきた古くて新しい問題で、引き続き論点を整理し、議論を深めていくことは重要である。以下では、本特集号に収録された各論文について簡単に紹介する。

田中論文「政府債務の累増にもかかわらずなぜ金利が上がらないのか」と小巻論文「欧州における付加価値税率変更の経済効果—日本経済へのインプリケーション—」は、国際比較の観点から財政のマクロ経済的な問題を取り扱った論文である。田中論文は、先進国25ヵ国を対

象に名目長期金利を規定する要因を定量的に分析し、1990年代以降の世界的な長期金利低下は、潜在成長率と予想インフレ率の低下に加えて様々な要素が絡み合った複合的な要因によることを明らかにした。また、2000年代に入ってから、投資家の安全志向、非伝統的金融政策、ソブリン・スπιルオーバー効果が影響して、多くの国で名目長期金利が名目成長率を下回った可能性があることが指摘された。一方、小巻論文は、欧州におけるVAT（Value Added Tax、付加価値税）に関して、その税率変更後の価格変化が小幅に留まった要因について検討した。その結果、欧州でVAT変更による価格への影響が小幅にとどまったのは、軽減税率により実質的なVAT変更の効果が緩和されたことや税率変更分がすべて価格転嫁されていなかったことで、消費者にとって税率変更の影響を受けづらい状況が生じていた可能性があることが指摘された。

山田論文「多世代重複モデルを使った財政の維持可能性の検証」、塩路論文「金融市場は財政維持可能性をどう見ているか—国債先物オプション価格の分析—」、および福田・中村論文「官民連携の経済分析—逆選択やシナジー効果に注目した理論・実証分析—」は、財政赤字が累積するわが国を対象として、財政の維持可能性に関する諸問題を多角的に考察した論文である。山田論文は、一般均衡多世代重複モデルを構築し、将来の人口分布や生産性成長率等を外生的に与えたうえで、将来の経済・財政状況をシミュレーション分析し、財政健全化のために必要な税率を計算した。その結果、生産性成長率が高まり、外国人労働者受け入れが進み、労働参加率が高まった場合でも、政府債務対GDP比を安定的に引き下げられるためには、大幅な税率の引き上げが必要であることが示された。塩路論文は、財政危機が叫ばれながらも国債金利が低位安定を続けてきた理由を考察するため、国債先物オプション価格を分析し、同価格の動向において金融政策が決定的な役割を果たしていることを明らかにした。とくに2016

年の長短金利操作導入後、オプション取引自体が停滞し、赤字懸念が先物オプションの価格形成に織り込まれている明確な証拠を見出すことはできなかったことが示された。一方、福田・中村論文は、財政赤字削減のための賢い支出（wise spending）の手法としてPFI（Private Finance Initiative）をはじめとする官民連携事業の役割を取り上げ、どのような環境下でPFI事業が有効に機能するのかを、理論と実証分析を通じて考察した。その結果、PFI事業における民間事業者の質と適切な行動を確保するためのインセンティブ・メカニズムを工夫することの重要性が指摘された。

三平論文「乗数効果の低下の要因について」と福田・相馬論文「マクロ財政政策の評価と課題」は、わが国における財政政策の乗数効果が時間を通じてどのように変化してきたかを取り扱った論文である。三平論文は、中長期的な観点から、近年の乗数効果の低下について、標準的なマクロ経済の理論モデルにより乗数の低下をもたらす要因を整理した上で、それらを統計データと先行研究を用いて検証した。その結果、近年の乗数の低下をもたらした背景に、少子高齢化に伴う社会保障に関する不安や税・保険料率の上昇、財政赤字の拡大による将来の財政負担に関する懸念、日本経済の潜在成長率の低下、グローバル化の進展などがあることが指摘された。一方、福田・相馬論文は、マクロ財政政策の有効性を概念的に整理すると同時に、超低金利下で財政政策の有効性が回復しているかを再検討した。分析の結果、誘導方程式やVARモデルを推計した場合、中長期的には財政支出の影響が低下した可能性があるものの、2010年第4四半期以降は逆に影響が上昇した可能性が示唆された。ただし、これらの結果は、推定手法の限界や、異常値、使用したGDPの基準年、およびサンプル期間の頑健性の点で大きな課題があることも同時に指摘された。

以上のように、本特集号では、内外の財政政策のマクロ経済への効果と課題について、最近の研究動向を踏まえつつ、IS-LM分析など伝統

的なアプローチに加え、政府セクターの時間を通じた予算制約をもとにしたアプローチや特定のモデルを前提としない時系列分析の手法を使ったアプローチを用いることで多角的に考察した。各論文の結果はさまざまな前提条件をもとに導かれたものであるため、その解釈にはさ

まざまな留意が必要となることはいうまでもない。しかし、今後、本特集号の分析結果をベースにさまざまな形で議論が広がることで、財政政策のあり方に関して新たな知見が深まることを期待したい。