

## 2016年の回顧と2017年の経済展望

経済政策部 上席主任研究員 片岡 剛士

年も改まり2017年となった。昨年1月の拙稿(2015年の回顧と2016年の経済展望<sup>1</sup>)において、筆者は2016年が「原油価格とドルのゆくえがホットなトピックとなるだろう。」と述べた。そして日本経済にとっては「こうした動きに加えて、増税・緊縮の流れが撤回・抑制され、名目 GDP 拡大路線と統合的な経済政策が採用される動きが強まるか否かが注目点といえるだろう。」と書いた。2016年はどのような年だったのだろうか。そして2017年はどのような点に着目したら良いのだろうか。以下で検討してみることにしたい。

### 「長期停滞」の可能性を示唆した2016年の先進国経済

日本は「課題先進国」と言われて久しい。バブル崩壊後、総需要の停滞が持続する中でデフレが続き、名目成長率はゼロ近傍に留まり、度重なる小出しの財政・金融政策は総需要の停滞を打破するには至らず、デフレの持続も相まって政府債務を未曾有の水準にまで拡大させた。こうした総需要の停滞は、非正規雇用の拡大や労働参加率の低下といった労働の「質」の低下や、維持更新主体の設備投資の常態化といった投資の「質」の低下につながることで生産性の低迷をもたらしている。つまり総需要の停滞の固定化が総供給の悪化をもたらすという「履歴効果」を伴いながら長期停滞が持続したのが1990年代以降の日本経済の姿であった。

換言すれば、2016年は1990年代以降の日本経済の動きを、米国や欧州といった先進国がトレースしつつあるのではないかと懸念が深まった年とも言えるだろう。

状況を整理しておこう。金融危機に見舞われた後の先進国経済の動きをみていくと、米国は大胆な金融緩和策からの転換を図ることが可能な程度には回復したものの、金融危機前の成長経路への復帰を果たせてはいない。欧州経済も英国のEU離脱、問題が棚上げされたままのギリシャ債務問題、不良債権問題が顕在化しつつあるイタリア経済、といった様々なリスクを抱えつつ、低成長と低インフレが続いた。日本経済も安倍首相による大胆な経済政策が実行されているものの、消費税増税に踏み込んだ2014年以降の国内需要は低迷し、デフレ脱却も道半ばの状況にある。

こうした日米欧の経済状況は、ローレンス・サマーズ元米財務長官(米ハーバード大学教授)が指摘する「長期停滞論(secular stagnation)」に沿った姿であると解釈することも可能である。

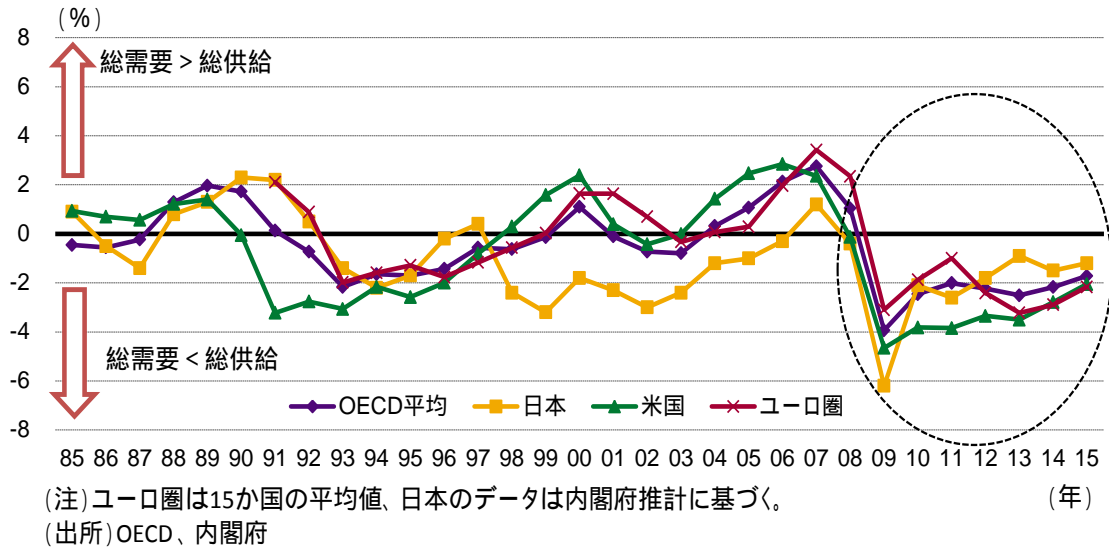
図表1から図表3は日米欧を含む先進国経済の特徴を整理している。図表1はOECD平均、日本、米国、ユーロ圏に分けてGDPギャップの動きをみているが、リーマン・ショックが生じた2008年以降に総需要が大きく減少することでデフレギャップが拡大し、その後デフレギャップの解消が十分に進んでいない事が読み取れる。

ただし以上の総需要の急減と持続に対して先進国は何もしなかったのではない。図表2は先進国の政府債務残高GDP比の推移をみているが、2009年から13年にかけて先進国の政府債務残高GDP比は急増した。これは各国が協調して財政支出を増加させたことを意味する。だが財政支出の拡大は先進諸国の総需要の下支えにはつながったものの、総需要の力強い拡大の呼び水にはならず、低成長と政府債務残高が固定化することで2015

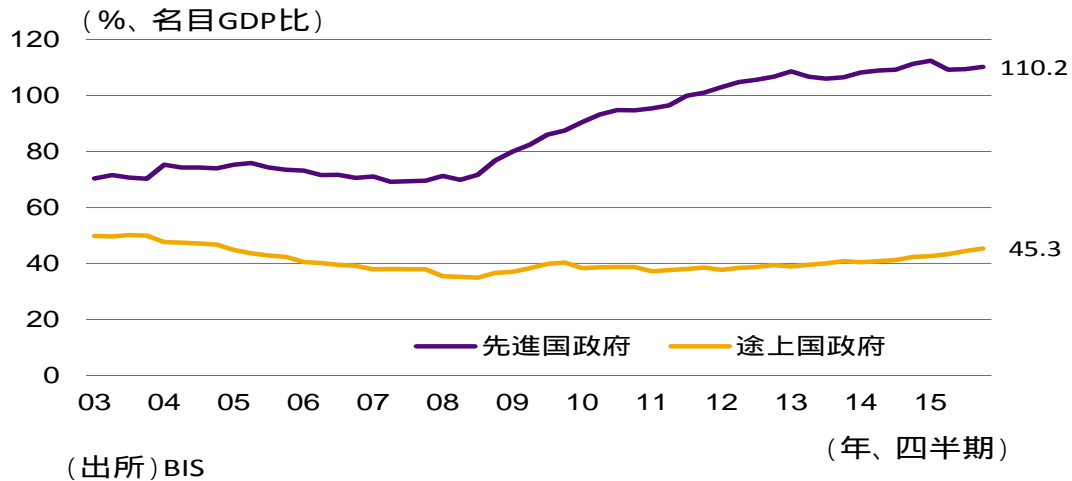
<sup>1</sup> [http://www.murc.jp/thinktank/rc/column/kataoka\\_column/kataoka160105.pdf](http://www.murc.jp/thinktank/rc/column/kataoka_column/kataoka160105.pdf)

年には110%に及んでいる。

図表1 実質 GDP 成長率と各項目の寄与度



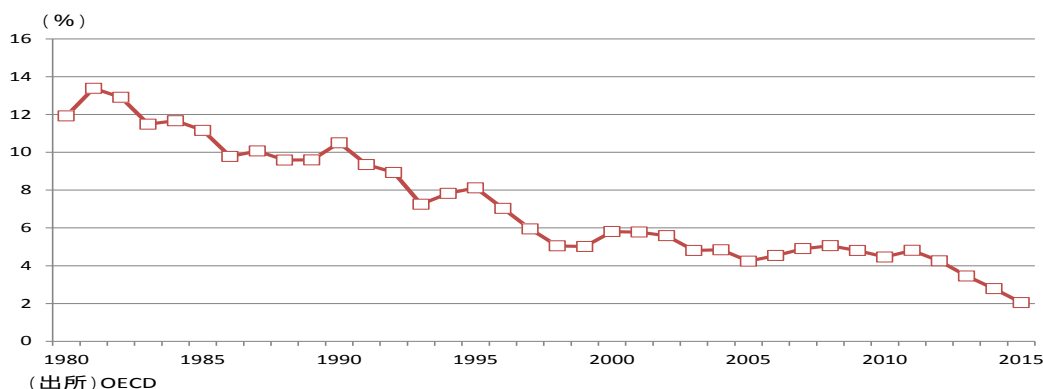
図表2 先進国政府債務残高の拡大



こうした政府債務残高の拡大に対してしばしば懸念されたのは、財政悪化懸念を背景とした長期名目金利の急騰である。だが図表3にある通り、先進国の長期名目金利は急騰ではなく低下を続けている。長期名目金利は予想インフレ率、潜在成長率、リスクプレミアムが上昇すれば上昇し、逆にこれらが下落すれば低下する。財政悪化懸念はリスクプレミアムの上昇を通じて長期名目金利の上昇圧力として作用すると考えられるものの、実際のデータからは、こうした長期名目金利の上昇圧力よりも予想インフレ率や潜在成長率の停滞を通じた長期名目金利の低下圧力の方が大きいことが示唆されるということだ。

以上の状況は、総需要不足に基づく低成長が続き、政府債務残高 GDP 比が縮小しないために大胆な財政出動に踏み切ることができず、その結果低成長や低インフレ率が持続して、長期金利の低下が進んだとまとめることができるだろう。

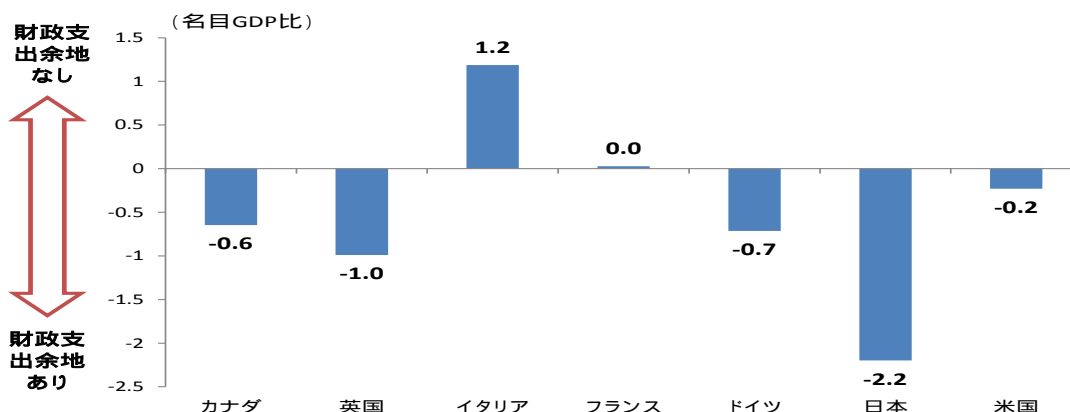
図表3 先進国（OECD 諸国）の長期名目金利の推移



政府の財政状況は、政府債務残高の大小ではなく、一国が毎年生み出す名目付加価値（名目 GDP）で見た政府債務残高 GDP 比が横ばいしないし低下していくことが中長期的に見込まれるか否かで判断する必要がある。政府債務残高を横ばいしないし低下させるためには、政府財政赤字から過去の債務に伴う利払い負担を除いたプライマリーバランス（基礎的財政収支）を黒字化させること、名目 GDP 成長率を長期国債金利よりも高い状況で維持することが求められる。わが国のプライマリーバランスの赤字幅は縮小が続いており、名目 GDP 成長率は長期国債金利よりも高い状況が続いている。つまり、政府債務残高 GDP 比は悪化ではなく着実に改善に向かっているということだ。

2017 年の先進国経済の先行きは「誇張された財政深刻化仮説」というべき通念を乗り越えて大胆な財政支出を行い、総需要不足を解消して成長につなげる試みが広がるかどうか鍵となるはずだ。図表 4 は、政府債務残高 GDP 比が発散しないという条件下で、2016 年から 17 年にかけて新たに支出可能な財政余地を試算した OECD の結果<sup>2</sup>を示しているが、イタリアを除く主要先進国では新たな財政支出の余地がある。この財政支出の余地をうまく使うことが先進国には求められるだろう。

図表4 中期（2016 年～17 年）における各国財政余地



(出所) OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Chapter 2.

<sup>2</sup> <http://www.oecd.org/eco/public-finance/Using-the-fiscal-levers-to-escape-the-low-growth-trap.pdf>

## トランプ新大統領の経済政策が世界経済に与える影響

先進国経済は総需要不足、深刻な政府債務、長期金利の低下にさらされる中で「誇張された財政悪化」に縛られて大胆な財政政策を行うことができず低成長が続いた。こうした先進国経済の現状を良い意味で打破する可能性を期待させるのが、筆者を含む多くの人々にとって予想外であったトランプ候補の大統領選勝利と、今年本格始動するトランプ氏の経済政策である。

トランプ氏の大統領選勝利が確定した昨年 11 月 9 日以降の米 10 年物国債利回りは 2% を突破し、米ドル高と株高が進んだ。米長期金利上昇の理由は、トランプ氏が選挙戦で主張した大規模な財政政策の実行への期待が米景気の改善を予想させ、そのことが予想インフレ率を高めたためである。

トランプ新大統領の経済政策の先行きを考えるには、トランプ氏が主張する経済政策がどのような影響を米国および世界経済にもたらすのか、またトランプ氏が主張する経済政策は政治的な観点から見て実行可能であるのかを検討する必要があるだろう。

まずトランプ氏が主張する経済政策の中身について検討しよう。図表 5 はトランプ氏が主張している財政政策の年あたり規模と、設定した乗数に基づく GDP への影響をまとめている。

図表 5 トランプ新大統領の財政政策の規模と効果

|        | 金額 / 年    | 乗数  | GDP への影響<br>(ドル) | GDP への<br>影響 (%) |
|--------|-----------|-----|------------------|------------------|
| 所得税減税  | 2,500 億ドル | 0.7 | + 1,750 億ドル      | + 0.9            |
| 法人税減税  | 2,500 億ドル | 0.2 | + 500 億ドル        | + 0.3            |
| インフラ投資 | 1,000 億ドル | 1.2 | + 1,200 億ドル      | + 0.5            |
| 防衛支出   | 500 億ドル   | 0.9 | + 450 億ドル        | + 0.2            |
| 合計     | 6,500 億ドル |     | + 3,900 億ドル      | + 1.9            |

(出所) Gavyn Davies, “Trump and the markets: good, bad or (very) ugly”, *Financial Times*.

<https://www.ft.com/content/fc0ddf1b-571f-33bc-bd2d-26b0cb520305>

財政支出の規模をみると気づかされるのが、トランプ新大統領が行う予定の財政支出(年 6,500 億ドル)のうちの大半が所得税減税・法人税減税であるということだ。所得税減税を行うことで賃金所得への負担は平均 2.3% 軽減されるが、所得階層別にみると、所得下位 20% 未満の層への負担は 0.6% 削減、所得中位層への負担は 1.7% 削減、所得上位 20% の層への負担は 3.2% 削減、所得上位 0.1% の層への負担は 7.3% 削減と、減税の恩恵は高所得層に偏っていることが特徴である。法人税減税(35% から 15% への引き下げ)は米国企業の競争力を高めることにつながるだろうが、経済に与える影響は減税の規模と比較して大きくはない。こう見ていくと、減税策により米景気は確かに刺激されるが、懸念されている米国の格差はさらに深刻化することが予想される。

そしてインフラ投資の規模は年 1,000 億ドルと大きくは無いが、GDP への影響は 1,200 億ドルと所得税減税に次いで大きい。道路の改善、橋梁の修理、学校改修・航空交通管制システムの近代化といった、短期的な利益は低い米経済の生産性を長期的に押し上げると期待される事業が行われればさらに経済効果は大きくなるだろう。だが、民間部門への税額控除を通じた形で事業の大半が行われることになれば、こうしたインフラ投資ではなく、短期的な利益を目的とした事業が行われる公算が高まる。こうした筆者の見立てが正しければ、トランプ氏のインフラ投資は短期的な需要刺激という観点では効果を及ぼしても、米国経済の中長期的な生産性を高める

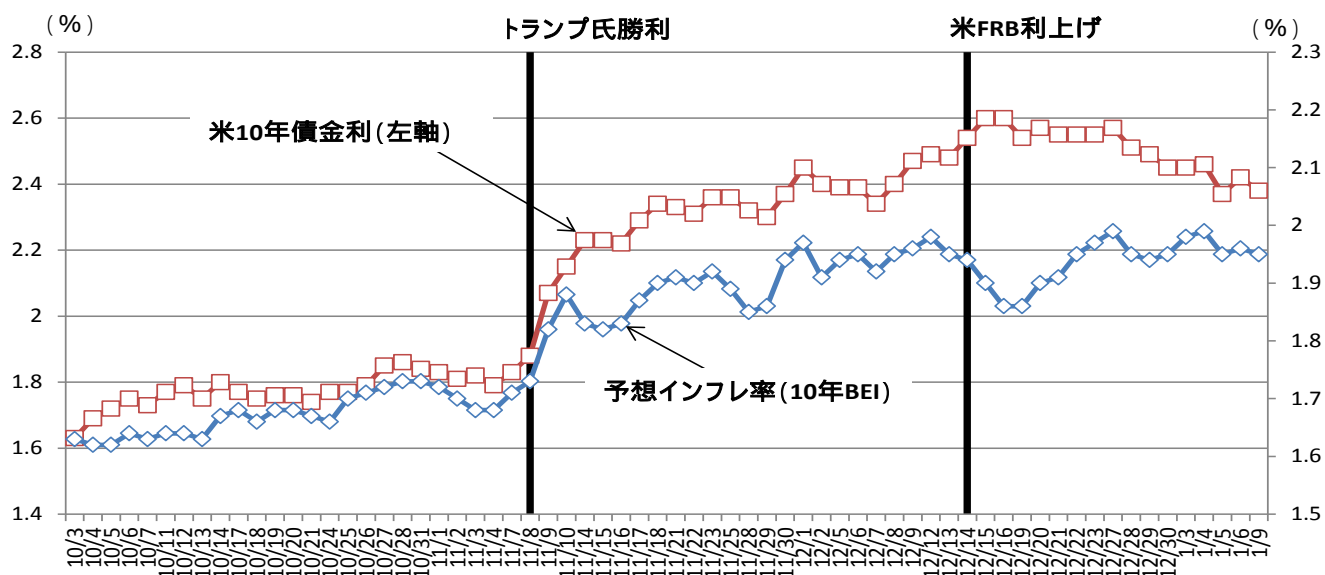
には至らないと推察される。

さらに図表4からは、米国の財政余地は名目GDP比0.2%程度の規模であるとの結果が得られている。年6,500億ドルの財政支出（名目GDP比3.6%程度）を赤字財政で賄おうとすれば、米国の財政赤字を深刻化させ、長期債務残高GDP比を発散させることにつながるだろうし、米長期金利の上昇が行き過ぎると、大規模な財政政策は長期金利の上昇やドル高によって打ち消されることにもつながるだろう。

トランプ氏が大統領選に勝利する前の昨年10月14日に、イエレン米FRB議長は緩やかな回復が続くものの金融危機前の成長経路に復帰できていない米国経済の動向を踏まえ、こうした金融危機に伴う損失からの修復を図るためには「高圧経済（high-pressure economy）」政策が唯一の方策となりうるとの考えを示した。これは中央銀行の利上げペースを遅らせることで、経済への刺激と雇用の改善を持続させ、景気の更なる改善を図ることで金融危機前の成長経路から外れた米経済の回復を後押ししようという意図を含んでいる。

図表6は米国10年債金利と、物価連動債（10年）と10年債から計算した予想インフレ率（ブレイク・オープン・インフレ率）の推移をみている。トランプ氏が大統領選で勝利する前のタイミングにおける予想インフレ率はFRBが目標とする2%を下回る水準であったが、トランプ氏が大統領選で勝利した以降上昇に転じ、昨年12月には2%にほぼ近いところまで到達している。昨年12月にFOMCで利上げが決定されたのは、恐らく予想インフレ率が2%近傍まで高まった事が背景にあるのだろう。2017年、FOMC参加者は年3回の利上げを予想しているとのことである。米FRBの金融政策は、トランプ氏の経済政策の効果とインフレ率の動向を見ながら引き続き慎重に運営されることになるだろう。2%を上回るやや高めのインフレ率を許容しつつ、長期金利の急上昇を抑制するに足る最低限の利上げを行う展開となれば、トランプ氏の経済政策が最大限効果を発揮する形で進められる公算が高いのではないかと推察される。

図表6 米長期金利と予想インフレ率の推移



(出所) FRB

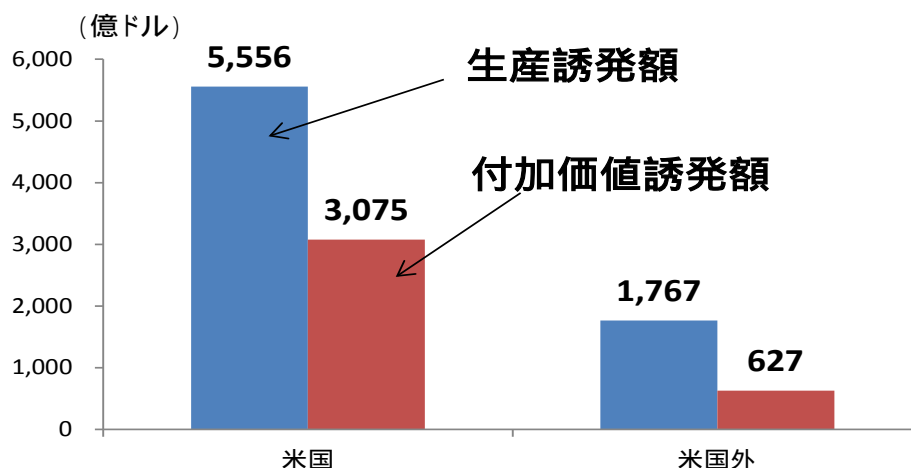
図表5では、トランプ氏が表明している年あたりの財政支出額にそれぞれ対応する財政乗数を乗じることでGDPへの影響を検討した。結果からは年6,500億ドルの財政支出は米GDPを3,900億ドル(+1.9%)増加させることになる。年6,500億ドルの財政支出は米国を含む世界経済にどの程度の影響を及ぼすことになるのだから推察される。

うか。

図表7はOECD諸国を中心とする40カ国、35産業を網羅する国際産業連関表（世界各国間の投入・産出関係を整理したデータ）であるWorld Input - Output Database(WIOD)の2011年版（[http://www.wiod.org/new\\_site/home.htm](http://www.wiod.org/new_site/home.htm)）を用いて、年6,500億ドルの米国財政支出増加が米国を含む各国に及ぼす経済波及効果を計測した結果である。なお所得税減税2,500億円の7割（1,750億ドル）が米国の家計消費増、法人税減税2,500億円の2割（500億ドル）が米国投資増、インフラ投資及び防衛支出（合計1,500億ドル）の全額が米国投資増に結びつく（以上から米国の最終需要は3,750億ドル増加する）として経済波及効果を試算している。

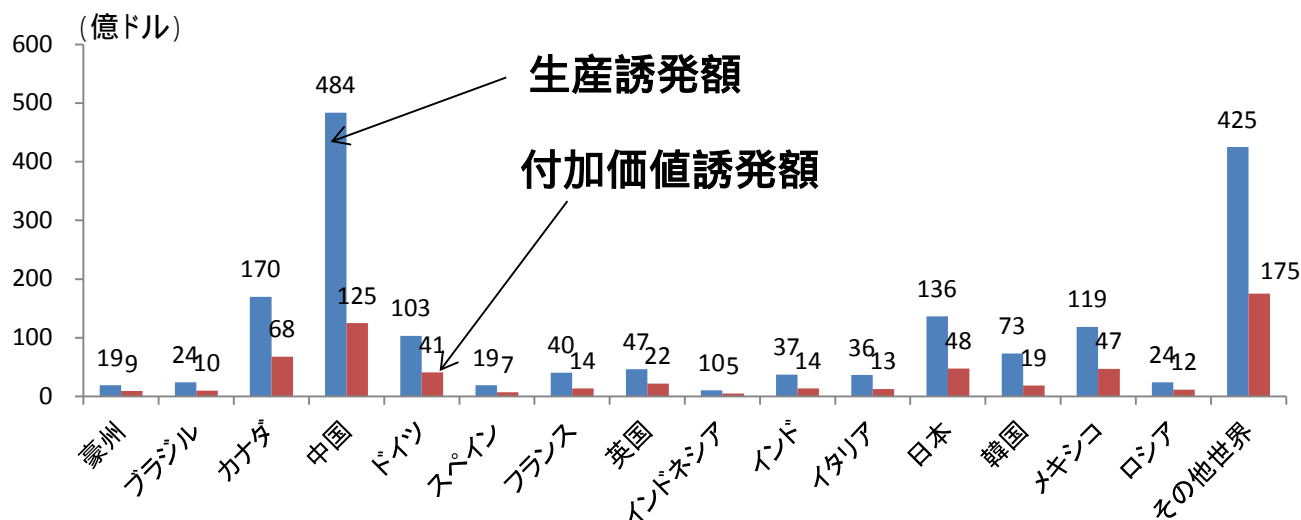
試算の結果、米国の生産増（生産誘発額）は5,556億ドル、付加価値増（付加価値誘発額）は3,075億ドル、米国外の各国の生産増（生産誘発額）は1,767億ドル、付加価値増（付加価値誘発額）は627億ドルとなった。図表中では付加価値誘発額がGDPの増分に対応するが、トランプ氏の財政政策は短期的には米国GDPを1%強拡大させると考えられる。

図表7 米国内・外でみた経済波及効果



そして米国外への経済波及効果を国別にみていくと（図表8）、トランプ氏の財政政策の恩恵は、貿易関係が密である中国、カナダ、日本、メキシコに主に及ぶことがわかる。つまり、トランプ氏が名指して批判している中国、メキシコ、日本といった国々はトランプ氏の経済政策の受益者でもあるということだ。逆に言えば、トラン

図表8 各国への経済波及効果

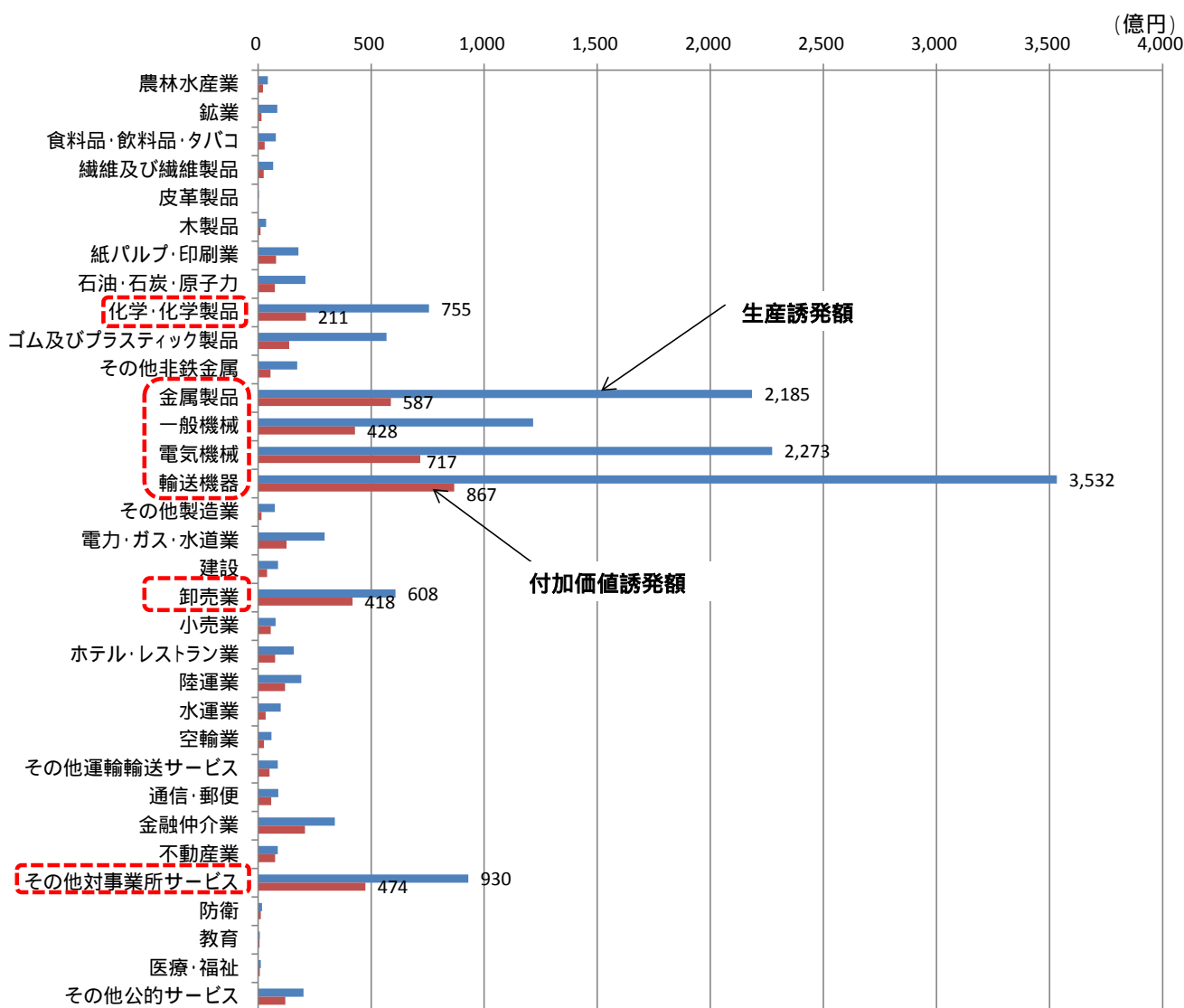


ブ氏の財政政策の効果は、中国、メキシコ、日本といった各国からの輸出により支えられている。関税率の引き上げといったこれらの国々からの輸出を抑制するような政策を行えば、米国のみならず世界経済全体の経済波及効果は試算結果よりも小さくなるだろうし、物価には上昇圧力がかかりインフレが進むことになるだろう。

図表 8 からは、日本の生産額増加は 136 億ドル、付加価値額の増加は 48 億ドルと試算される。2016 年のドル / 円レートで評価すれば、生産額増加は 1 兆 4,827 億円、付加価値額増加は 5,181 億円となる。わが国の名目 GDP で換算すれば日本経済への影響は 0.1% 程度の GDP 押し上げに留まる。産業連関表を用いた試算は各国間の輸出入を通じた波及効果を計算したものだ、株価や為替が変化することによる日本経済への好影響を織り込んで GDP に対しては 1% を下回るインパクトに留まると考えられる。

図表 9 は産業連関表による試算結果を円ベースに変換の上でわが国について産業別にみた結果である。国内産業への影響をみると、輸送機器、電気機械、金属製品、一般機械、卸売業、化学・化学製品、その他对事業所サービスといった産業への影響が大きい。つまりこれまでの日本経済を牽引した製造業に主に好影響をもたらすと考えられる。なお、これらの産業はトランプ氏がほのめかす保護貿易政策の影響を被りやすい産業でもある。日本の製造業へのプレッシャーが強まれば、好影響は相殺される事にも留意が必要だろう。

図表 9 トランプ新大統領の財政政策がわが国産業に及ぼす影響



(注) WIOD2011で試算した日本の各産業への生産誘発効果・付加価値誘発効果(ドルベース)を2016年ドル円レート(108円84銭/ドル)で円ベースに変換の上、産業別に示した結果。

## トランプ新大統領の経済政策の現実味

トランプ氏の経済政策はこれまでにふれた財政政策に加え、通商政策、金融規制、医療、エネルギー・環境、移民といった分野に渡る。上下院ともに共和党が多数派を形成した現状を踏まえると、トランプ氏の経済政策の「現実味」は共和党の経済政策との相違をどう乗り越えるかにかかっている。不確定要素が大きい現状ではあるが、どう考えたら良いのだろうか。

図表 10 トランプ氏の経済政策、共和党の経済政策、トランプ氏の経済政策の実行可能性

|          | トランプ氏の経済政策   | 共和党の経済政策   | トランプ氏の経済政策の現実味   |
|----------|--|--|--|
| 財政スタンス   | 特に言及なし   | 将来債務に上限を課し、債務返済を加速<br>債務削減には経済成長と合わせ歳出抑制も必要<br>歳出に過去平均を基にした上限を設定<br>均衡財政案の採用を議会へ働きかけ   | 大幅な財政赤字累積の可能性があるため、結果的に共和党の主張が受け入れられる可能性(大幅な減税・インフラ投資実行の代わりに他分野(社会保障等)の歳出削減)はあり得る。   |
| 税制       | 法人税  | 法人税率引き下げ<br>海外利益を国内に還流させるような優遇策の実行   | 支出削減策を前提に実行される可能性大   |
|          | 所得税  | 所得税率を12%、25%、35%へ引き下げ(下院)<br>所得税の適用区分を7段階から3段階に簡素化<br>所得税率は下院共和党提案(12%、25%、33%)を軸に大幅引き下げ<br>中間層への減税<br>育児費用の税額控除拡大<br>相続税廃止  | 支出削減策を前提に実行される可能性大。01年にブッシュ減税(1.3兆ドル規模、時限立法)は成立しており、当面はこの規模が柱に?<br><br>中間層への減税、育児費用の税額控除拡大、は財源との見合いで廃止の可能性もある。   |
|          | その他  | 繰り越し利子控除廃止<br>抜本的な税制改正実施   | 支出削減策を前提に実行される可能性大   |
| インフラ投資   | インフラ投資を拡大(道路、橋、鉄道、トンネル、港、空港等)。   | PPPの法的な障害を除き、一段の活用を促進<br>PPPを促進して地方でもブロードバンド接続を可能に<br>次世代送電網を拡大  | 支出削減策を前提に実行される可能性大   |
| 賃金       | 現在の最低賃金水準は低い<br>最低賃金決定は各州の裁量で決定  | 最低賃金の引き上げは州地方レベルで決定  | 実行可能性大   |
| 通商政策     | 貿易自体は歓迎、だが貿易促進により失われた雇用、賃金、黒字は取り戻す<br>貿易改革のための7つのプランを設定<br>米国の国益を目標に据えた貿易交渉官を任命<br>NAFTA再交渉<br>TPP交渉から撤退<br>WTOへ貿易救済を提訴<br>中国を為替操作国に認定<br>不正行為をする国に対して関税を引き上げ<br>貿易違反に対し全ての法的手段を用いるよう商務省へ指示<br>中国に対し、知的財産侵害を止めさせ、違法な輸出補助金を無くさせる。 | 中国の為替操作、政府購入からの米国製品の排除、企業への不当な補助金は許容しない。<br>重要な貿易協定は慌てて締結すべきでなく、議会のレイトムック期間中に行うべきではない。                                       | 以下の項目は実施される可能性大<br>TPP交渉から撤退<br>不正行為をする国に対して関税引き上げ<br><br>状況の推移により、以下の項目は実行される可能性も<br>米国の国益を目標に据えた貿易交渉官を任命<br>WTOへ貿易救済を提訴<br>中国を為替操作国に認定<br>貿易違反に対し全ての法的手段を用いるよう商務省に提示 |
| 金融規制     | ドッド・フランク法の撤廃   | 大きすぎて潰せない銀行は無い<br>ドッド・フランク法の過剰規制が経済成長率の低下の一因<br>1933年グラス・スティーガル法の復活を支持   | ×上院の議事妨害(フィリバスター)の可能性大<br>ドッド・フランク法は監督当局への人事権行使により事実上の骨抜きとなる可能性も   |
| 医療       | オバマケアを改変(契約前の健康状態に基づく差別の禁止、若年者が両親の保険プランを継続して使用可能にする条項等は維持)   | オバマケアは廃止   | オバマケアは廃止ではなく一部を維持しつつ改変される可能性が高い  |
| エネルギー・環境 | 石油、天然ガス、石炭の国内生産を増加させる<br>キーストーンパイプライン建設に賛成<br>パリ協定から撤退   | 石炭は、豊富でクリーンで信頼に足る国内エネルギー資源<br>気候変動は最も解決すべき安全保障問題ではない<br>炭素税反対、エネルギー貿易を積極的に拡大<br>キーストーンパイプライン(カナダアルバータ州と米テキサス州を結ぶ原油パイプライン)を建設 | パリ協定脱退の現実性は疑問<br>キーストーンパイプライン建設は実行される<br>石油・天然ガス・石炭の生産増へ   |
| 移民       | メキシコの資金で国境に壁建設<br>不法入国者、不法移民への態度を硬化<br>米国人の優先的な雇用を要請   | 南の国境への壁建設を支持<br>従業員管理のための電子認証プログラム導入を全米企業へ義務化  | 大統領権限で移民対策費用を壁建設に振り向けることは可能。ただし非現実的。<br>不法入国者、不法移民への態度硬化はありえる。   |

図表 10 は、トランプ氏が主張している経済政策、共和党の経済政策、そしてトランプ氏の経済政策の実行可能性をまとめている。共和党の財政スタンスは赤字財政の拡大による債務拡大を許容しない可能性が高いと考えられるため、トランプ氏の減税策・インフラ投資は社会保障等の歳出削減を財源の一部とした形で行われる公算が大と思われる。これは図表 5 や図表 7 で示した経済効果を低めることにつながるが、少なくとも経済成長率を押し上げる形に留められると予想される。

通商政策については、トランプ氏が既に公言している TPP 交渉からの撤退は間違いなく実施されるだろう。但し TPP からの撤退は交渉参加国の国益にはつながらない。米国際貿易委員会 (ITC) による試算に基づけば



3、TPP 締結は米国実質 GDP を 427 億ドル、雇用者数を 12 万 8 千人増加させるとの結果が得られている。産業別にみると、農業・食品分野の生産は TPP を締結しない場合と比較して 0.5% 増、サービス業は 0.1% 増となる。一方で製造業・資源・エネルギー産業は 0.1% 減となっている。雇用への影響は米国全体ではプラスであり、トランプ氏の懸念は当てはまらない。以上からは TPP による米国へのインパクトは小さいため、これらの試算結果を元にすれば、トランプ氏の懸念は妥当ではない。

そして状況の推移をみながら WTO への貿易救済提訴、中国を為替操作国に認定、不正行為をする国に対して関税を引き上げ、貿易違反に対してあらゆる法的手段を商務省に指示、中国に対して知的財産侵害や違法な輸出補助金を無くさせる、といった政策が実行される可能性がある。こうした政策は WTO 加盟以降の中国との貿易取引が米国の雇用者数を大幅に減少させたといった指摘<sup>4</sup>や、元に対してみたドル高といった現象が米国製造業の輸出競争力を下げ、雇用を減らしたという懸念に基づいている。リスクを懸念する事業者は米国への企業立地を進める可能性もあるだろう。

金融規制については、ドッド・フランク法（ボルカー・ルール）の廃止についてはトランプ氏・共和党ともに主張している。ドッド・フランク法については上院の議事妨害（フィリバスター）の可能性が高く、廃止は難しいと思われるが、監督当局への人事権行使により事実上の骨抜きとなると思われる。

医療については、オバマケアは廃止ではなく一部を維持しながら改変されるだろう。エネルギー・環境については、パリ協定の撤退の現実性は疑問だが、石油・石炭・天然ガスの国内生産拡大といった政策がすすめられるだろう。環境保護よりもやや経済効率性の重視へとスタンスが変わると思われるし、石油・石炭・天然ガスの米国内の生産拡大は減産が合意された原油価格への先行きにも少なからず影響を与えるはずだ。つまり、減産に伴う油価上昇は逆にシェールオイルやシェールガスの生産を拡大させることを意味するため、エネルギー供給は減産によって見込まれる程には減らず、結果として原油価格の上昇は思ったほど進まず、産油国間の価格競争が激化するということだ。移民については不法入国者や不法移民への取り締まりが強化されるだろう。メキシコ経済は大きなダメージを受ける可能性が高い。

以上のように、トランプ新大統領の経済政策はこれまでふれた様々な問題点・留意点を内包するものの、経済政策が実行される最初の年である今年の問題点よりも米国景気の拡大といった好影響が表に出る可能性が高い。そしてトランプ新大統領の経済政策は、減税を柱とした大規模な財政政策、規制緩和・保護貿易の実行といった点においてレーガン政権の経済政策と類似している。多国籍企業の自由な海外展開を圧力で妨害したり、ドル高の是正のために他国に通貨高を強要したり、財政支出により高まった米国の貿易赤字は是正のために、輸入相手国の数量規制を要望するやり方は決して成功しないことは過去の歴史が証明している。財政支出とそれを支える金融政策の両輪を駆使することで低成長を終わらせ、他国からの輸出を輸入という形で自国に取り込み、世界経済を先導していくことがトランプ新大統領の意図・政策とは異なる道かもしれないが「強いアメリカ」への最短経路だ。大統領経済諮問委員会が今年 1 月にまとめた大統領経済報告書<sup>5</sup>では、トランプ新大統領が抱える米国経済の課題として、労働生産性の低迷、格差拡大（高所得上位 1% のシェアの高止まり）、労働参加率の低迷、環境問題（CO<sub>2</sub> 排出量の削減）の 4 つを指摘している。残念ながら現在判明しているトランプ氏の経済政策のメニューではこの 4 つの課題を解決に結びつけるのは難しいだろう。

ともあれ、大統領就任、一般教書演説、予算教書といった形でトランプ氏の経済政策の輪郭が明瞭になるにつれて、米国の長期金利の上昇、ドル高、予想インフレ率の上昇、株高が進む形となれば、日本経済にとっては円安・

<sup>3</sup> <https://www.usitc.gov/publications/332/pub4607.pdf>

<sup>4</sup> MIT の Autor 教授らの論文（The China Shock : Learning from Labor Market Adjustment to Large Changes in Trade）<http://www.ddorn.net/papers/Autor-Dorn-Hanson-ChinaShock.pdf> では、WTO 加盟以降の中国からの輸入増加で、米国内の雇用が最大で 200 ~ 240 万人失われた可能性があるとしている。

<sup>5</sup> [https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/2017\\_economic\\_report\\_of\\_president.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/2017_economic_report_of_president.pdf)

株高といった形で好影響をもたらすだろう。

こうした好影響は欧州経済にも作用する。昨年6月の英EU離脱決定当初は経済悪化が懸念されたものの、英国はポンド安に伴う観光需要拡大によりむしろ好影響が持続している。今年1月17日に英国のメイ首相は、EUからの離脱を巡り、移民制限や司法権独立といった英国の権限回復を優先し、EU単一市場から完全に離脱することを表明した。3月末までに英国はEUに離脱を正式に通知し、2019年3月末までに離脱交渉を完了させることになる。離脱を巡る不確実性が一つ取り除かれた事は世界経済にとって好材料だろう。そして緩やかながらも失業率の改善が続いているのはECB（欧州中央銀行）の金融緩和策が継続しているためだ。ドル高は欧州にとってはユーロ安につながり、ユーロ安は輸出の追い風になる。順調に景気拡大を続けるドイツや不良債権処理が進み経済成長率が高まっているスペインに対して、4月に大統領選挙を控えるフランス、成長率の低迷が続き不良債権処理が進まず昨年12月の憲法改正を巡る国民投票でレンツィ首相が辞任したイタリアは欧州経済の不安要素である。オランダ、フランス、イタリア、ドイツにおいては今年選挙が予定されており、展開次第ではEU離脱の懸念が再燃することになるだろう。

中国経済の何をどう懸念すべきか？

新興国経済に視点を移そう。昨年1月半ばに国家統計局から公表された中国の2015年実質GDP成長率は6.9%となり、暦年換算では2000年以降初めての7%割れとなった。2016年の実質GDP成長率は6.7%の見込みである。1980年から2008年までの平均実質GDP成長率は10%であったが、今後も成長率の鈍化が続くだろう。

中国経済の鈍化は中国向け輸出比率が高まっているロシア、南アフリカ、ブラジル、マレーシア、タイといった国々や、中国へ原材料を輸出する一方で、中国で生産された電気機械や自動車・鉄鋼を輸入するといった形で2000年以降大きく成長したアフリカ経済の先行きにとっても懸念材料である。

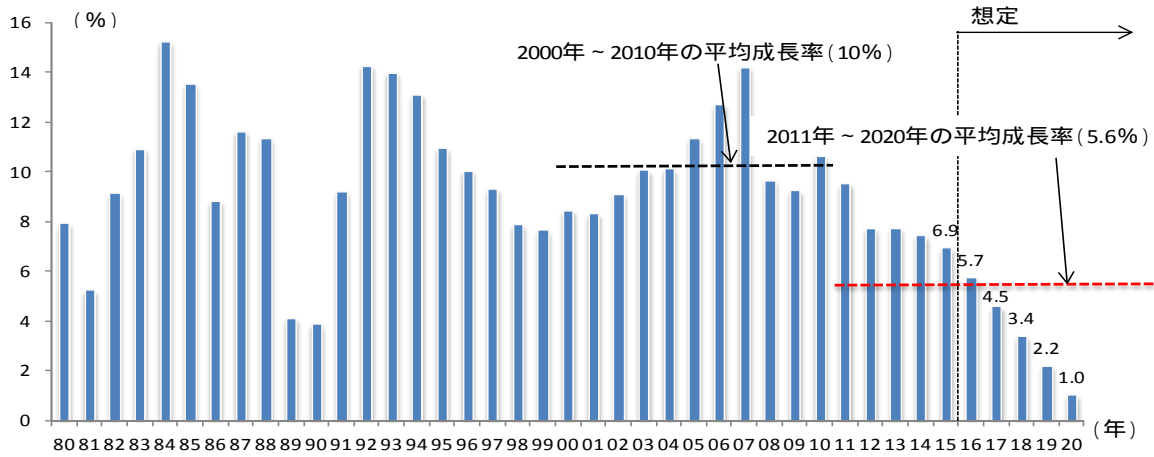
さて、わが国が1960年代から70年代にかけて経験したのと同様に、10%程度の高度成長期から5%から6%の安定成長期に差し掛かっているのが中国経済である。経済成長を支えるのは、労働、資本、生産性の伸びである。これらが中国経済にどのように影響しているのかを検討すると、労働投入については少子高齢化を反映して更なる低下が見込まれ、資本投入についても設備投資の調整を反映して同じく低下が見込まれる状況である。さらに生産性についても、リーマン・ショック以降、過去と比較して伸びが鈍化している。つまり、足元の経済動向と潜在成長率の動きからは、7%弱の経済成長率は今年も引き続き修正を迫られる公算が高い。問題は成長率の低下がどの程度で、かつどのような時間軸で生じるのか、こうした成長率の低下が世界経済にどの程度のインパクトをもたらすのか、中国経済の何を懸念すべきかということだろう。

中国経済の今後を正確に予測することは困難だが、2016年以降に2010年代の平均GDP成長率が5.6%まで落ち込むとし、段階的に成長率が低下していくと仮定した場合の中国の実質GDP成長率は図表10のとおりとなる。仮に2010年代の中国の平均実質GDP成長率が5.6%まで落ち込む場合には、2020年の中国の実質GDP成長率は1.0%まで低下する必要があるということだ。

こうした中国の実質GDP成長率の急落は筆者を含むエコノミストの大多数が予想していないと思うが、中国の実質GDP成長率が2020年にかけて6.9%を維持した場合と、図表11にあるような成長率の低下を見込んだ場合とを比較して、失われた最終需要が世界経済に与える影響を試算してみよう。

なお試算にあたっては、図表7と同じくWIODを用いた。中国経済が2016年以降6.9%の成長率を維持した場合と、2016年以降に図表7に示した成長率で推移した場合とを比較して、WIODと同じ2011年の中国実質GDPに対する比率として換算すると、2016年から2020年までの5年間の累積で2011年の中国実質GDPの実に28.9%に相当する中国の最終需要が失われることになる。

図表 11 中国経済の実質 GDP 成長率の推移と想定

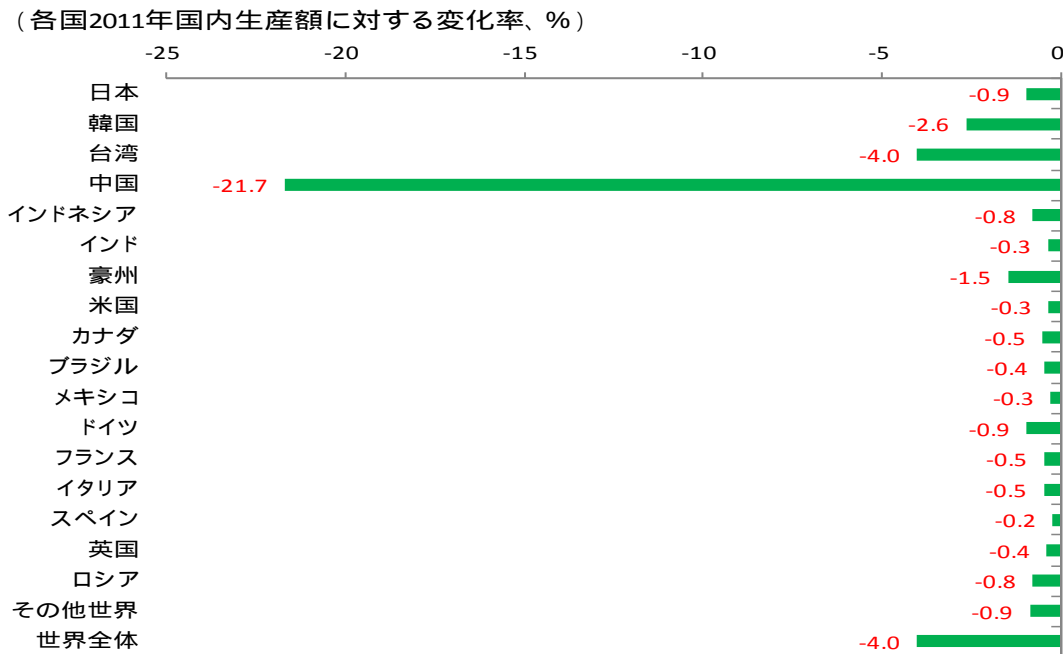


(注) 2016年以降の成長率は、2011年～2020年の平均実質 GDP 成長率が 5.6%を満すように段階的に成長率が低下すると想定して計算した結果。

(出所) 中国国家统计局データより筆者作成。

この中国の最終需要の減少が各国間の輸出入を通じて各国の国内生産に与える影響はどの程度だろうか。WIOD における中国経済の最終需要が 2011 年の中国実質 GDP の 28.9%分減少した場合に、各国間の輸出入を通じて各国の国内生産額にどの程度のインパクトが及ぶのかを試算してみたのが図表 12 である。

図表 12 中国経済減速にともなう各国生産への影響



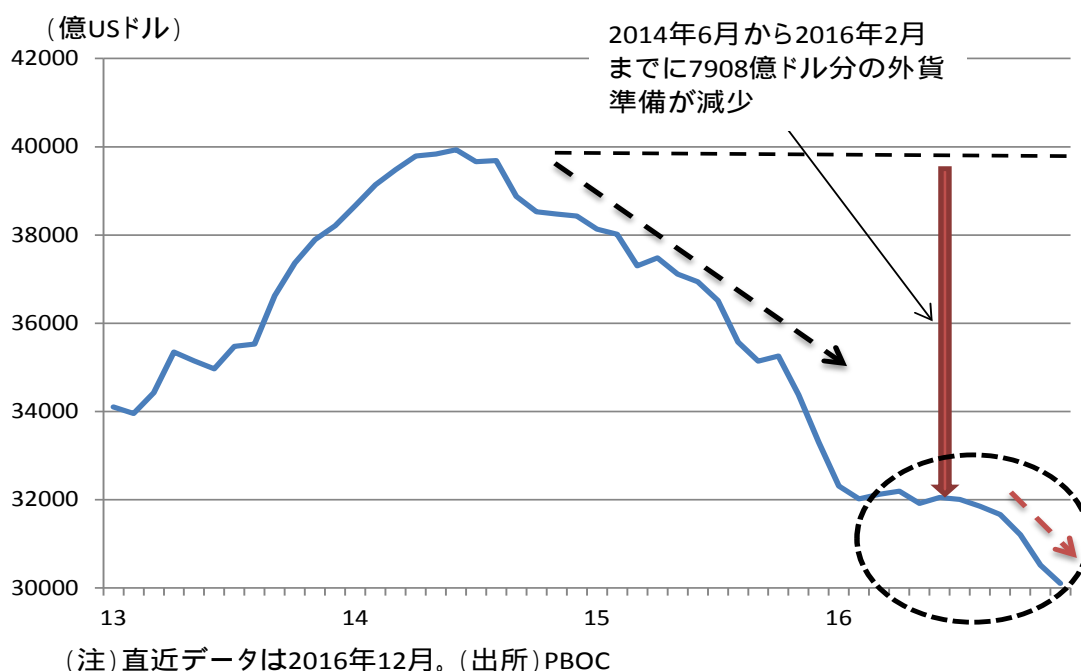
(注) 中国経済が 2016 年～20 年に 6.9%の成長率を維持した場合と、図表 11 のような成長率で推移した場合とを比較して、両者の GDP の差を換算し、WIOD に最終需要の減少分として与えて生産誘発額を計測した結果。

(出所) World Input-Output Database から筆者作成。

結果をみると、世界経済全体の生産は2011年の世界生産額で換算して4.0%減少する。各国への影響をみると、中国との交易関係が密である韓国や台湾への影響が大きく、日本への影響はドイツと同様に0.9%の国内生産の落ち込みとなる。この影響は5年間の累積効果であるため、1年あたりの平均に直せば、単純平均で世界経済全体への影響は0.8%の落ち込み(=4.0%÷5)、日本経済への影響は0.18%の落ち込み(=0.9%÷5)となる。つまり中国経済の減速が輸出入を通じて各国経済に与える影響はわずかであるということだ。中国経済の成長率鈍化が図表10よりもマイルドであれば、さらに世界経済への影響は低下することになる。

だが、中国経済の動向について不安な点が無いのかと言われればそんなことはない。図表13は中国の外貨準備高の推移をみている。2014年春から2016年にかけて外貨準備高は大きく減少したが、これは人民元レートの安定的推移を担保することが目的であった。2016年に入り外貨準備高は横ばいで推移したが、11月には前月比2.2%と1月以来の大幅な下落率、12月も下落が止まらない。これは資本流出による人民元安の進行を食い止めるために中国人民銀行が外貨準備を使って人民元を買い支えているためである。他方で資本統制も行っている。こうした動きが進めば、欧州の銀行の経営にも悪影響を及ぼすことにつながるだろう。外貨準備高、為替レート、株価の急変といったマネーを通じた混乱に注意が必要だ。

図表13 中国外貨準備高の推移



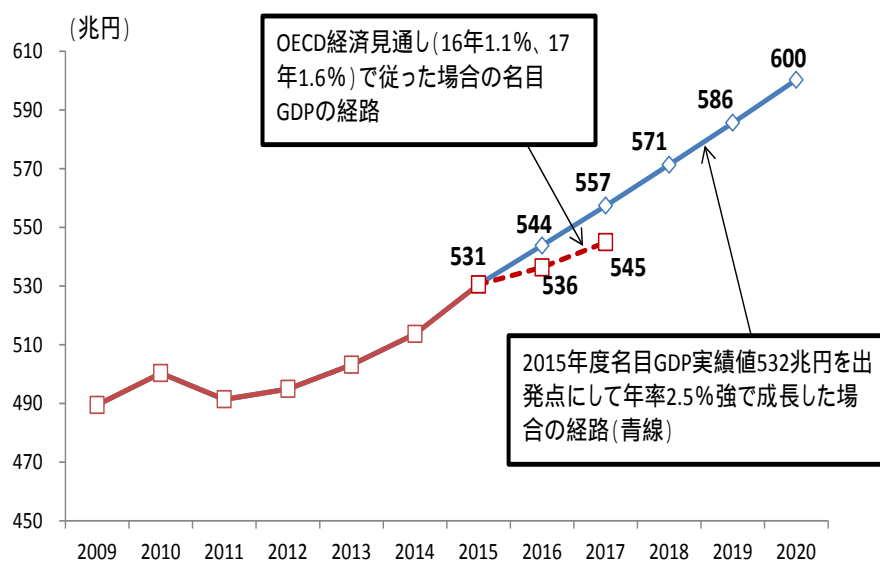
### 5年目に突入するアベノミクス

2012年12月に安倍政権が誕生して丸4年が経過した。安倍首相が打ち出した経済政策であるアベノミクス - 「大胆な」金融政策、「機動的な」財政支出、「投資を喚起する」成長戦略という三本の矢 - は、新たに「希望を生み出す強い経済」という形で統合され、名目GDP600兆円を目指しつつ、拡大した所得を子育てや社会保障に分配していくことで、経済成長と所得再分配を両立させることを目指している。

図表14は2015年名目GDPを出発点として、2020年に名目GDP600兆円を達成するための経路を作図した結果である。2015年の名目GDPが531兆円であるから、2020年に600兆円を達成するには61兆円増加させることが必要となる。これは年率に直すと毎年2.5%弱の成長が必要であるとの計算だ。図表にはOECD経済見

通し(2016年11月公表)に従った場合の名目GDPの経路を合わせて掲載しているが、仮にOECDの見立て通りに推移するのであれば、名目GDP600兆円達成には黄色信号が点灯することになるだろう。

図表 14 名目GDP600兆円達成の経路



(出所)内閣府「四半期別GDP速報(2016年7~9月期・2次速報値)」、OECD経済見通し (年)

さて2%のインフレ目標を達成できず、民間消費を中心に成長率が低迷している日本経済の現状を見てとって「アベノミクスは失敗である」との指摘がなされているようだ。だが、こうした批判はアベノミクスの現実、つまり「大胆な」金融政策は実行に移されたが、「機動的な」財政支出に至っては2%のインフレ目標を達成する前の2014年4月に消費税増税という緊縮策に政府が方向転換し、政府はその後も財政支出を増加させていないという現実を蔑るにしている。

消費の低迷は2016年も続き、世界経済の変調も相まってデフレからの完全脱却をさらに困難にさせた。結果、日本銀行は追加緩和、そしてマイナス金利政策に踏み込み、さらに長短金利操作とオーバーシュート型コミットメントの採用という新たな枠組みの採用を決めるに至った。金融政策に過大な負荷がかかったのは、財政政策がアベノミクスには本来含まれていない緊縮策を採用してしまったためである。消費と住宅投資の大幅悪化によって2014年度にマイナス成長に陥った日本経済の状況を鑑みれば、いくら投資を喚起するために日本銀行が金融緩和を行っても国民の成長期待は盛り上がらないため、新規の設備投資が拡大する効果は薄くなる。

### 金融政策の効果

日銀は2013年1月に「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率2%と定め、これをできるだけ早期に実現するという約束を公表した。また2013年4月から、物価安定の目標の下でマネタリーベースを2年間で2倍に拡大する「量的・質的金融緩和」の導入を決めた。量的・質的金融緩和は2014年10月に拡大が図られ、2016年1月にはマイナス金利政策が新たに適用された。

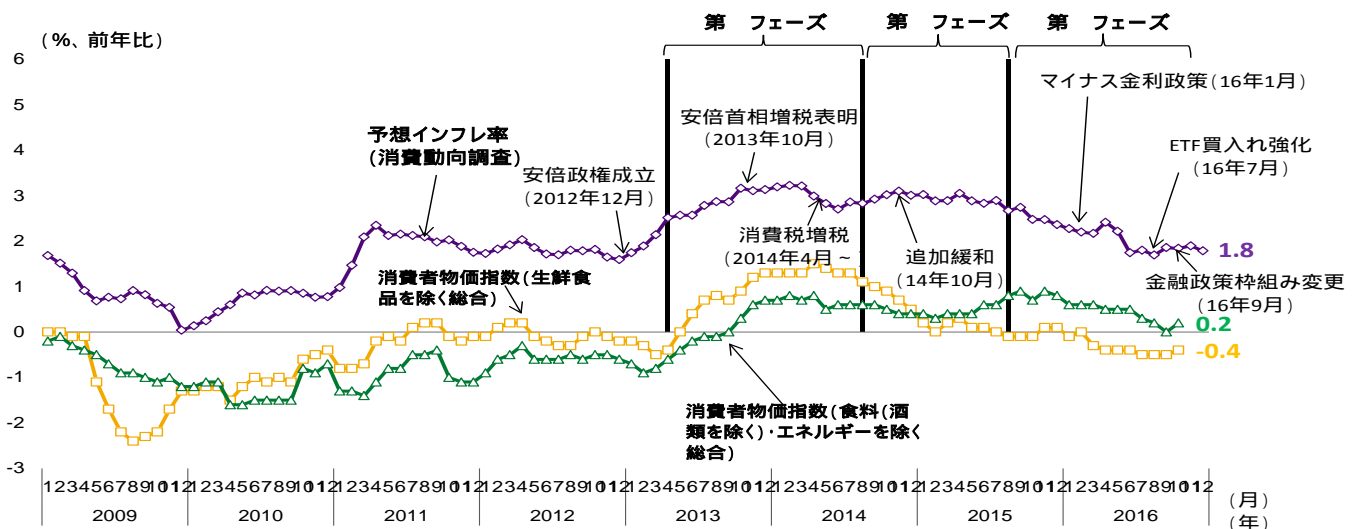
これらの政策の主目的は名目長期金利を下げ、予想インフレ率を高める事で実質長期金利(=名目長期金利-予想インフレ率)を下げることを通じて総需要を刺激して2%の物価安定目標を達成・安定化させることにある。日銀は2016年9月に公表した「総括的な検証」において政策効果の検証を行っている。それによると2%の物価安定目標の設定の下での金融政策は、GDPギャップを縮小させ、雇用を改善させ、物価上昇率を高める効果

があったということだ。

ただ金融政策の効果はあったが 2%の物価安定目標達成には力不足であったのも確かである。日銀は 2%の物価上昇率実現を阻害した要因として、原油価格の下落、消費税率引き上げ後の総需要の停滞、新興国経済の減速とその下での国際市場の不安定な動きといった 3 つの要因が実際の物価上昇率を低下させ、適合的期待形成の度合いが強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたと整理している。

図表 15 は消費者が直面している 1 年後の予想インフレ率と消費者物価指数の動きを示している。日銀の「総括的な検証」では量的・質的金融緩和が導入された 2013 年 4 月以降の時期を 3 つのフェーズに分けて議論しているが、予想インフレ率は、安倍政権が成立した 2012 年 12 月以降に伸びを強めている。これは誰も想像しなかった「デフレ脱却のための大胆な金融政策」を安倍首相が争点化し、過去の首相には例のない発言を行った事が影響しているだろう。そして予想インフレ率は量的・質的金融緩和の実行によりさらに強まったが、安倍首相が 2014 年 4 月からの消費税増税を表明した 2013 年 10 月以降に鈍化して、消費税増税が実行され総需要が落ち込んだ 2014 年 4 月以降、原油価格の下落も相まって横ばいとなった。2015 年夏以降になると新興国経済の減速とその下での国際市場の不安定な動きが加わって予想インフレ率はさらに低下していき、こうした中で日銀はマイナス金利政策に踏み込んだものの低下は止まらなかった。

図表 15 予想インフレ率（消費動向調査）と消費者物価指数前年比の推移



(注)消費者物価指数は2015年基準値である。消費税増税による物価押し上げ分は除いている。第フェーズから第フェーズまでの期間設定は日銀「総括検証」の時期を参考にしている。(出所)内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」

以上から、日銀は 2016 年 9 月に長短金利操作とオーバーシュート型コミットメントという新たな枠組みを採用するに至った。この新たな枠組みは、長短金利を日銀が直接操作することでマイナス金利政策導入後に見られた超長期金利の大幅低下を是正しつつ、2%を超えるインフレ率を許容することで物価に対する先行きの期待に働きかけて予想インフレ率を高める狙いがある。だが一方で、日銀が「総括的な検証」で述べている足下の需要の悪化に起因する物価下落やそのことによる予想インフレ率の停滞への追加策はとられていない。

名目長期金利は、予想インフレ率、期待潜在成長率、リスクプレミアムが高まると上昇する。これら名目長期金利を上昇させる要因が低下した場合、名目長期金利も低下するため、長短金利操作に必要な国債の買取り額は減少する事になるだろう。量的緩和拡大が予想インフレ率の高まりに寄与すると考えれば、逆に量的緩和縮小は更なる予想インフレ率の停滞につながる。米大統領選でトランプ氏が勝利した事で予想インフレ率の上昇を伴う形で米長期金利は上昇している。米長期金利の上昇は日本の名目長期金利の上昇圧力となるため、長短金利操作に必要な国債の買取り額は拡大する。政府が国債発行を伴う財政政策を行った場合にも長期金利には上昇圧力が

かかるため、長短金利操作に必要な国債の買取り額は拡大するだろう。つまり、日銀が採用した新たな枠組みは予想インフレ率の変化をプラス方向及びマイナス方向の双方に増幅させる効果を持つと考えられるのである。

幸いな事に、予想インフレ率は2016年6月以降にようやく下げ止まった。ただし伸び率が再び高まっていることは確認できない。2%のインフレ目標を達成・維持するには、予想インフレ率の伸びを高めていくことが求められているのである。

#### アベノミクスを貫徹するために財政支出拡大を

予想インフレ率の伸びを高めていくには何が必要だろうか。先にも述べたように、日銀が採用した新たな枠組みでは、「総括的な検証」で指摘されている足下の需要の悪化に起因する物価下落やそのことによる予想インフレ率の停滞への追加策はとられていない。内閣府の推計によれば、総需要（実質 GDP）は総供給（潜在 GDP）と比較して4兆円程度少ないことがわかる。つまり総需要の不足を財政支出拡大によって補うことがまず必要である。

そして政府の財政状況は、政府債務残高の大小ではなく、一国が毎年生み出す名目付加価値（名目 GDP）で見た政府債務残高 GDP 比が横ばいしないし低下していくことが中長期的に見込まれるか否かで判断する必要がある。政府債務残高を横ばいしないし低下させるためには、政府財政赤字から過去の債務に伴う利払い負担を除いたプライマリーバランス（基礎的財政収支）を黒字化させること、名目 GDP 成長率を長期国債金利よりも高い状況で維持することが求められる。わが国のプライマリーバランスは赤字ではあるものの縮小が続いており、名目 GDP 成長率は長期国債金利よりも高い状況が続いている。つまり、政府債務残高 GDP 比は悪化ではなく着実に改善に向かっているということだ。

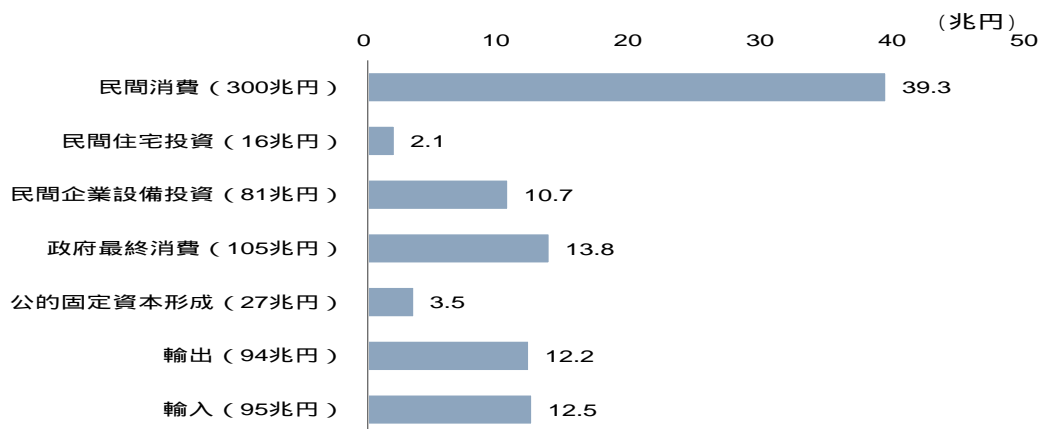
2017年の日本経済は「誇張された財政深刻化仮説」というべき通念を乗り越えて大胆な財政支出を行い、総需要不足を解消して成長につなげる試みが広がるかどうか鍵となるはずだ。先に紹介した図表4は、政府債務残高 GDP 比が発散しないという条件のもとで、2016年から17年にかけて新たに支出可能な財政余地を試算した結果を示しているが、わが国の場合、名目 GDP 比 2.2%、およそ10兆円の財政余地があるとの結果が得られている。この10兆円を、総需要悪化を食い止め、予想インフレ率再上昇の起爆剤として使い、2020年名目 GDP 600兆円の達成につなげることが必要だ。

2015年の531兆円から2020年に600兆円へと名目 GDP を拡大させるには何に着目したら良いのだろうか。図表16は不足額69兆円（=600兆円 - 531兆円）を、2015年名目 GDP を構成する各支出項目のシェアで按分した結果である。図表から明らかとなり、名目 GDP 600兆円を達成するには名目 GDP の6割弱を占める民間消費の拡大が不可欠ということだ。

内閣府「消費総合指数」をみると、2016年10月時点の消費は消費税増税後の落ち込みからようやく回復して2013年4月の水準に戻りつつある。民間消費の安定的な拡大をはかるには、消費にかかる現在の負担を軽減するための消費税減税、可処分所得を高めるための所得税減税や家計への給付策といった足元の民間消費の拡大をサポートする政策が必要である。これに10兆円の財政余地を使うべきだ。

そして雇用が改善し賃金が上昇しても、近い将来に増税が予定されているのであれば将来見込まれる所得の低下に備えて民間消費の増加は進まないだろう。こうした観点からは、物価安定目標達成・安定化までは消費税増税をはじめとする増税・歳出削減策の実行を凍結するといった安倍政権によるデフレ脱却コミットメントの再強化、あわせて2%インフレ目標の達成・安定化のタイミングを踏まえた財政健全化の道筋を再設定することが必要である。

図表 16 2020 年名目 GDP600 兆円達成のために必要な各支出項目の増分



(注) 有効桁数の関係で上記数字は厳密に 69 兆円とはならない。各項目の括弧内の値は 2015 年の名目値を示す。  
(出所) 内閣府「平成 27 年度国民経済計算年次推計(平成 23 年基準改定値)」

「失われた 20 年」とも呼ばれるデフレを伴った長期の経済停滞から完全に脱却するには、政策手段である金融政策、財政政策、成長戦略をフル活用することが欠かせない。つまりアベノミクスを貫徹することが必要なのである。特に総需要が総供給を下回り、政府・日銀が目標として掲げる 2% のインフレ目標が達成・安定化できていない現状では、金融政策と財政政策を両輪としてともに働かせること(ポリシーミックス)が求められるだろう。

#### FTPL (物価水準の財政理論) とアベノミクス再構築

さて、金融政策と財政政策のポリシーミックスの必要性は、浜田宏一内閣官房参与(イエール大学名誉教授)の発言で注目を集めている FTPL(Fiscal Theory of the Price Level: 物価水準の財政理論)の枠組みに基づいても説明することが可能である。FTPL そのものの詳細は割愛するが、政府、中央銀行、民間部門の 3 つの主体、財市場、国債市場、貨幣市場の 3 つの市場を考慮した場合に、政府及び中央銀行(統合政府)と民間部門は次のような現在から将来にわたる異時点間の予算制約式に従う<sup>6</sup>。

$$\left( \frac{\text{民間部門保有の国債残高}}{\text{物価水準}} \right) = \left( \frac{\text{財政余剰の割引現在価値}}{\text{物価水準}} \right) + \left( \frac{\text{マネー残高変化の割引現在価値}}{\text{物価水準}} \right) \dots\dots(1)$$

$$\begin{aligned}
 & \left( \frac{\text{民間部門保有の国債とマネーの残高合計}}{\text{物価水準}} \right) + \text{実質所得の割引現在価値} \\
 & = \text{実質税負担と実質純社会保障負担の割引現在価値} + \text{マネー保有に伴う実質機会費用の割引現在価値} + \text{消費の割引現在価値} \\
 & \dots\dots(2)
 \end{aligned}$$

(1) 式は政府及び中央銀行(統合政府)が従う異時点間の予算制約式だが、左辺にある統合政府が負う民間部門保有の実質債務残高は、将来にわたる財政余剰ないしマネー残高変化といった手段により必ず返済されることを意味する。(2) 式は民間部門が従う予算制約式だが、(2) 式の左辺は、民間部門が今後将来にわたって使える資金の総額を示している

<sup>6</sup> 以下の議論は木村武(2002)「物価の変動メカニズムに関する 2 つの見方 - Monetary View と Fiscal View - 」  
[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2002/data/ron0207a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2002/data/ron0207a.pdf) を参照した。



。(2)式の右辺は左辺の資金総額の使い道、つまり民間部門の資金総額は税や社会保障という形で支払われるか、民間部門がマネーを国債の代わりに保有することで生じる機会費用となるか(これは中央銀行から見た場合の通貨発行益(シニョレッジ)に対応する)、消費として使われるかのいずれかをとるとのことだ。

さて、FTPLは「インフレは貨幣的現象である」という Monetary View とは異なり、「インフレは財政的現象である」ことを主張する。Monetary View として最も単純な考え方は、物価水準がマネーの量を通じて決まるという貨幣数量式((3)式)だろう。

$$(\text{マネーの残高}) \times (\text{マネーの流通速度}) = (\text{物価水準}) \times (\text{実質生産}) \quad \dots\dots(3)$$

実質生産が潜在産出量と長期的に等しく、マネーの流通速度が一定の値で与えられているとすると、中央銀行が金融政策によりマネーの残高を変化させれば、(3)式に基づいて物価水準が決定される。統合政府が(1)式で示される予算制約式に従うとすれば、中央銀行が決定した物価水準の下で、(1)式の左辺である(民間部門保有の国債残高)/(物価水準)も決まる。政府は、中央銀行が決めるマネー残高の先行きを所与として、現在から将来にわたる財政余剰を調整することで、(1)式の統合政府の予算制約式を満たすというわけだ。整理すると、次のようなステップを通じて、中央銀行は物価水準を決め、さらに政府は中央銀行の行動を所与のものとして、予算制約式を満たすように財政余剰を調整するというのが、「インフレが貨幣的現象である」という Monetary View に基づく政府と中央銀行の行動様式である。

中央銀行によるマネーの残高変化 → 貨幣数量式を通じて物価水準決定 → 政府は中央銀行の将来行動を所与として、統合政府の予算制約式を満たすべく現在から将来にわたる財政余剰を調整

では FTPL で想定している物価水準の決定方法はどのようなものだろうか。まず中央銀行が金融政策によりマネーの残高を変化させ、そのことで(1)式の右辺にあるマネー残高の変化も決まる点は Monetary View と同じである。相違点は、中央銀行が決定するマネーの残高の先行きとは独立に、政府は将来にわたる財政余剰を決定するという点である。そうすると民間部門保有の国債残高は所与であるため、物価水準が(1)の統合政府の予算制約式を満たすように変化することになる。これが「インフレは財政的現象である」ことの意味である。整理すると次のようにまとめることが可能であろう。

中央銀行によるマネーの残高変化 政府は中央銀行の将来行動とは独立に現在から将来にわたる財政余剰を調整 統合政府の予算制約式を満たすべく物価水準が決定される

さて FTPL の考え方を念頭におきながら、政府が中央銀行の行動とは独立に、恒久的に財政支出を拡大させる、ないし恒久的な減税といった手段により将来にわたる財政余剰を減少させたとしたら何がおこるだろうか。

まず財政余剰を減少させるということは、民間部門の視点から考えると、民間部門が従う予算制約式((2)式)の右辺にある税負担の割引現在価値が低下するということを意味する。これは民間部門が今後将来にわたって使える資金総額が使途を上回ることにつながるため、消費者は予算制約式を満たすべく今後将来にわたって使える資金総額一杯まで消費を増やすことになるだろう。これは総需要を高めて物価水準を引き上げることにつながる。統合政府の予算制約式である(1)式の側から考えれば、(1)式の右辺である財政余剰の割引現在価値が低下することで、左辺 > 右辺が成立するのだから、(1)式を満たすには物価水準が高まることで左辺が低下することが必要ということだ。つまり政府の財政支出拡大や減税といった行動が、民間部門の行動変化をもたらして、統合政府と民間部門の予算制約式を満たすように物価水準を上昇させるということだ。

以上のように見ていくと、FTPL の考え方の核心は「財政が物価を決める」もしくは「金融が物価を決める」といった見方の普遍的妥当性を主張するものではなく、統合政府及び民間部門の予算制約式を満たすという制約の下で政府・中央銀行・民間部門の三者が互いの行動を織り込みながらどう行動するかといった点が物価変動の決定に重要な役割を果たす、ということであることに気づく。

木村武（2002）は、予算制約式とは独立に自らの行動を決定する主体を「Leader（先導者）」、予算制約式を満たすように自らの行動を決定する主体を「Follower（追随者）」という形で政府・中央銀行・民間部門の行動様式を整理している。この枠組みに従うと、統合政府の予算制約式を巡る政府と中央銀行の行動様式は図表 17 のような 4 つのケースに類型化できるだろう。

図表 17 統合政府の予算制約式を満たす政府と中央銀行の行動様式

|     | 中央銀行   | 先導者  | 追随者   |
|-----|--|--|---|
| 政府  |  | 財政余剰のパスとは独立に、中央銀行がマネーのパスを決定する。                                       | 財政余剰のパスを所与として、中央銀行が統合政府の予算制約を満たすようにマネーの量を調整する                 |
| 先導者 | マネーのパスとは独立に、政府が財政余剰のパスを決定する。                           | ケース 1<br>民間部門が統合政府の予算制約式を満たすように支出を調整し、物価水準が決まる。（FTPL の世界）            | ケース 3<br>中央銀行が、統合政府の予算制約を満たすようにマネーの量を調整する。（Monetary View の世界） |
| 追随者 | 政府は、いかなる経済の変動に対しても、統合政府の予算制約を満たすように、財政余剰のパスを内生的に変化させる。 | ケース 2<br>統合政府の予算制約を満たすように、政府自らが財政余剰のパスを内生的に変化させる。（Monetary View の世界） | ケース 4<br>中央銀行と政府の双方が統合政府の予算制約を満たすように政策を調整する。                  |

（出所）木村（2002）の図表 2 を参照。

図表 17 の類型化に照らした場合に、アベノミクスにおける政府と日銀の行動様式はどのように整理できるのだろうか。

まず中央銀行が政府からの独立性を有すると考えれば、日銀は先導者とみることができ。そして政府には「2020 年までにプライマリーバランス収支の黒字化を達成する」といった裁量的な財政政策を拘束するルールが存在しているため、「今日の減税は明日の増税につながる」といった予想形成が民間部門に浸透したりカード中立的な世界が成立し、追随者であると考えられる。これはケース 2 の Monetary View が従う世界だが、物価上昇率が日銀の目標値である 2% を達成できない現状を念頭におくと、中央銀行が先導者であるという想定の下で 2% のインフレ目標の達成・安定化と成長率の増加を実現するには、政府も先導者としてふるまうことが必要になる。具体的に言えば、プライマリーバランス収支の黒字化といった裁量的な財政政策を拘束するルールから逸脱することで、カード中立的な世界が成立する状況を打破してケース 1 の世界へ移行することが少なくともデフレからの完全脱却と成長率の増加を担保するまでの期間は必要であるということだ。

あるいはこう考えることもできるかもしれない。先程は日銀が先導者であるという前提で話を進めたが、昨年 9 月に採用した長短金利操作は、長期金利をゼロ% 近傍に維持することを通じて政府の財政余剰に見合うマネー

の量を受動的に調整しているとも捉えることが可能だろう<sup>7</sup>。こうみると、日銀は先導者ではなく追随者ということになる。日銀が追随者である状況の下で政府も追随者であるのが現状と捉えれば、それはケース4に従うということになる。つまり、今日の減税が明日の増税とマネーの増加のいずれの手段によってファイナンスされるのかが定まらないため、民間の予想形成は安定化せず物価水準が一意に定まらない状況に今、陥っているということだ。

日銀が昨年9月に採用した枠組みを維持し続ける、つまり日銀が追随者として振る舞い続けるという前提の下では、政府が追随者から先導者へと行動様式を変化させる必要がある。政府が先導者へと行動様式を変化させることで、ケース3のMonetary Viewの世界へ移行することがデフレからの完全脱却と成長率の増加を担保するまでの期間は必要であるということだ。

以上のように整理すると、日銀が先導者なのか追随者なのかに関わらず2%のインフレ目標達成・安定化と成長率の拡大をはかるには、日銀が現在の金融緩和政策を継続するとともに、政府は財政支出を増やし、かつ「2020年までにプライマリーバランス収支の黒字化を達成する」といった裁量的な財政政策を拘束するルールから逸脱することで民間部門の恒常所得拡大（予想）に働きかけることが必要となる。2%のインフレ目標達成・安定化が実現されれば、予想インフレ率は2%近傍でアンカーされ、名目長期金利は物価上昇率に見合う形で上昇することになるだろう。こうなれば、日銀は先導者として物価安定にコミットしつつ、政府は追随者として財政余剰を統合政府の予算制約式を満たすよう維持することが可能となる。

前節で述べた「物価安定目標達成・安定化までは消費税増税をはじめとする増税・歳出削減策の実行を凍結するといった安倍政権によるデフレ脱却コミットメントの再強化、あわせて2%インフレ目標の達成・安定化のタイミングを踏まえた財政健全化の道筋を再設定する」という議論は、本節の枠組みを基にすると、統合政府及び民間部門の予算制約式を満たすという制約の下で政府が「今日の減税は明日の増税」といった予想形成を打ち砕くことが日銀の行動様式に関係なく必要であることを示唆しているのである。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。

<sup>7</sup> 以上の議論の詳細は例えば拙稿「金融緩和の総括的な検証と新たな枠組みをどうみるか？」  
[http://www.murc.jp/thinktank/rc/column/kataoka\\_column/kataoka160926.pdf](http://www.murc.jp/thinktank/rc/column/kataoka_column/kataoka160926.pdf) を参照されたい。