【全面広告】日本経済新聞（夕刊）2022年2月24日（木曜日）掲載

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

2021年度 第3回 一橋大学政策フォーラム
新型コロナウイルスと金融・財政政策

バランス問われる拡張策

2%のインフレ目標導入以来、日本の金融政策は異次元の経過をたどってきた。そこにコロナ禍に伴う経済危機への対応が加わり、政府・日本銀行は未曽有の拡張的な金融・財政政策を展開。財政の維持と活用のバランスが問われている。2021年度3回目の「一橋大学政策フォーラム」では、優れた知見を持つ研究者・エコノミストが登壇し、これからの金融・財政政策の在り方について意見を交わした。

開会挨拶

一橋大学社会科学高等研究院長
一橋大学副学長
大月 康弘氏

考えるヒント提供

一橋大学社会科学高等研究院（HIAS）は、複数の研究プロジェクトに取り組んでいる。本日はその中で基幹的な役割を担うグローバル経済研究センター（GLECS）主催による政策フォーラムだ。

本学の政策フォーラムは、実証分析に基づいて政策提言に結び付くような研究成果を広く社会へ発信することを目的としている。

今回はコロナ禍を経た現在の金融情勢が今後の経済政策にどのような影響を与えるかに焦点を当てて、ビジネスや政策立案のヒントになる研究成果を報告する。

本学の経済学研究には定評があり、国内だけでなく国際的なアカデミアや政策当局者からも評価をいただいている。本日の政策フォーラムが皆様のお役に立つことを願っている。

基調講演

座長
一橋大学経済研究所教授
渡部 敏明氏

一橋大学大学院
経済学研究科教授
塩路 悦朗氏

第1報告

投資家の不安を読む

コロナ禍を受けて次々と新しい財政政策、安定化政策が打ち出され、大量の国債が発行された。財政の維持可能性を不安視する声はあるものの国債金利は低位安定を続けている。民間が財政の先行きを心配しているようには見えないが、国債先物オプション価格を分析することで、財政破綻といったテールリスクへの不安を見通せるのではないかと考えた。

オプション価格は、国債先物という原資産の値上がり・値下がりリスクから身を守るためにいくら払えるかを示している。それはテールリスクへの不安を映し出す鏡ともいえる。

具体的には、金融の理論に基づいて取引ごとに投資家が感じている不確実性の高さをオプション価格から逆算し、インプライド・ボラティリティを求める。その結果を行使価格を横軸に取ったグラフにすると笑顔の口のような形を描く。これを「ボラティリティ・スマイル」と呼ぶ。スマイルがきつくなるほど投資家がテールリスクを懸念していることを表す。

コロナ禍においては2020年3月に金融市場の不安感が高まり、ボラティリティが急激に上がったものの、4月には収束に向かった。それどころか、オプション取引自体が極端に少なくなった。長短金利操作（YCC）の安定化メカニズムが機能したと考えられる。象徴的なのが1人一律10万円の現金給付が急に決まった時で、財政規律の緩みに市場はまったく反応しなかった。

YCCは外的ショックによる変動を収束する強力な政策ツールである半面、投資家が感じている不安を表面化させない恐れがある。YCCによって市場の声が聞き取りにくくなっているとすれば問題であり、今後の重要な検討課題だ。

第2報告

必要な支出、躊躇なく

日本銀行金融研究所
経済ファイナンス研究課長
武藤 一郎氏

近年、財政政策に関して、欧米の経済学者の議論に進展がみられる。例えばオリヴィエ・ブランチャード氏は、低金利下での政府債務について考察し、国債利回り（r）が国内総生産（GDP）成長率（g）より小さいとき、基礎的財政収支（プライマリー・バランス＝PB）が赤字でも政府債務のGDP比率は一定値に収まるとした。「r＜g」である限り、政府は将来の増税を伴わずに債務を発行できるという考えだ。

同氏は、米国のデータを見ると「r＜g」は例外的な事象ではなく、むしろ通常の状態であると指摘した。「r＜g」が定常状態であれば、必要な財政支出は躊躇（ちゅうちょ）なく実施すべきだとしている。

留意点もある。同氏はrとgを外生変数としているが、実際には財政支出や政府債務の影響を受ける内生変数のはずだ。政府債務の上限に関する議論も示されていない。これらの点は「バブル」をキーワードに理論的な研究が進んでいる。それらの研究に共通するのは、国債保有にはバブル需要が存在すると考えることだ。このため利回りが低くても、国債は消化される。

国債保有にバブル需要が存在する場合、PBの赤字が累積しても、安全資産需要・流動性需要が高まれば国債の実質価値は下がらない。このとき「物価水準の財政理論（FTPL）」は成立せず、財政バランスの恒常的な悪化にもかかわらず物価は必ずしも上昇しない。ただし、バブル需要は無限に存在せず、政府債務の上限はあるが、その具体的な水準については不確実性が高い。

日本に当てはまるか、なお考察の余地はあるが、こうした議論が財政金融政策に関する欧米の経済学者の最近の論調だと理解している。

パネルディスカッション

一橋大学大学院
経済学研究科教授
関根 敏隆氏

東京財団政策研究所
主席研究員
早川 英男氏

慶応義塾大学
経済学部教授
小林 慶一郎氏

格差是正で長期停滞脱却へ

塩路 格差の解消と経済成長を両立させる財政政策はあり得るか。

早川 教育、科学技術、積極的労働政策など「人」への投資や生産性を高める投資が鍵になる。諸外国に比べ日本は「人」への投資が非常に少ない。積極的労働政策は所得分配の平等化にも資する。

政府には様々な役割が求められるようになり、それらを果たすには歳入の強化が必要だ。1980年代以降、世界の税制は付加価値税や社会保障税を引き上げる一方で、所得税の最高税率や法人税を引き下げてきた。それが格差拡大の一因となった。富裕層や企業に対する徴税能力の回復が急務であり、そのためには国際協調がポイントだ。

小林 長期停滞の要因には、所得格差の拡大、将来の財政破綻リスクへの不安、名目金利の恒久的な低位固定などがあると考えられる。格差是正のための分配政策や財政の長期的な持続性に対するコミットメント、名目金利の段階的な正常化などが求められる。

社会保障改革を通じて将来の不安を払拭することも重要だ。それが消費や投資を活発にし、経済成長を促すことにつながる。課税問題については、国際的に共通課税を実施し、コロナ債務の返済に充てるのも一案だろう。

関根 高齢化に伴い健康リスクなど家計でカバーしきれないリスクが強く意識される中、政策対応の鍵は社会保障改革だ。十分な保障のためには、健康な高齢者が働き続けられる労働市場改革も欠かせない。

こうした構造改革を円滑に実現するには、景気が過熱する「高圧経済」の方が望ましい。公的債務を賢く使うことが求められる。富裕層への課税強化は、所得格差の是正と成長率の底上げにつながる可能性がある。

塩路 日本の国債バブルは崩壊しないか。

早川 バブルはいつか崩壊する。日本のように債務残高が大きい場合、金利が上がれば利払い負担が急増してしまう。日本の財政は大問題に発展しかねないが軽視されている「グレーリノ（灰色のサイ）」といえる。

小林 バブルに対する楽観論は「r＜g」が常態であるという前提に立った議論だと思う。日本は必ずしもそうならない。債務のリスクを認識し、財政破綻に対するコンティンジェンシープラン（緊急時対応計画）も策定すべきだ。そうした準備があれば財政への安心感につながる。

関根 バブル崩壊の可能性はある。国債を賢く使う、政府債務のマネジメントこそが大切だ。米国のように独立した議会予算局をつくり、議会に報告させることで、より財政規律を保てるのではないか。

塩路 金融政策が長期停滞からの脱却に果たす役割をどう考えるか。

早川 あまり役割はないと思う。むしろコロナ対応での「ゼロゼロ融資」などは、生産性の低いゾンビ企業を生き延びさせることで経済全体の生産性を下げかねない。そうしたマイナス面を是正することが重要だ。名目金利の段階的正常化については、リスクを考えると慎重にならざるを得ない。

小林 超低金利で資金を借りられるので、生産性の低い事業でも採算が取れる。そのため企業経営者はリスクに挑戦する気が起きないという。低金利が長く続いたことによる経済への悪影響は無視できない。

関根 成長率が高い経済は金利も高い定常均衡状態にあるといっても、金利を上げて、その定常均衡に至るまでのダイナミクスはよく分からない。その意味で、中央銀行で実務を経験した立場から言えば、現時点では金利を上げる判断は難しいと思う。

社会保障など構造改革が鍵

塩路 欧米経済はすでに長期停滞から脱却したのか。日本経済だけが脱却できていないように見えるのはなぜか。

関根 少なくとも米国経済はまだ若く、何らかの理由でインフレ率が低いままの日本のように長期停滞を引きずることはないのでは。

小林 リーマン・ショックやコロナ禍からの回復は欧米の方が早いと感じる。理由ははっきりしないが、日本はショックからの回復が遅れる傾向にある。

早川 インフレ率だけを見れば、日本も携帯電話料金値下げの影響を除けば2%に近づいている。その意味で日本だけが違うということはないのではないか。人生百年時代といわれるようになり、高齢者の労働参加率や若者の貯蓄率は急激に高まっている。社会保障に対する安心感を与えなければ長期停滞からの脱却は難しいと感じる。

関根 社会保障改革が鍵だという意見に賛成だ。改革に伴う痛みを緩和するために財政出動で景気を良くした上で改革を進めるという、手順の工夫が肝心だ。

小林 社会保障改革を進めることが必要という点は合意。高圧経済による好景気は逆に改革意欲をそぐのではと懸念するが、様々な戦略を考えたい。

早川 高圧経済はバブルを伴う景気であることが多い。米国では、現在の金利の上げ方で本当にインフレ率を抑えられるのか心配する声が出ている。資産価額への影響も懸念される。

塩路 実りある議論だった。これらの論点について今後さらに議論を深めていきたい。

主催 一橋大学社会科学高等研究院 グローバル経済研究センター（HIAS GLECS）

一橋大学政策フォーラム https://www.hit-u.ac.jp/kenkyu/project/forum.html

広告
企画・制作＝日本経済新聞社
コンテンツユニット