

90年代の財政金融政策と景気動向

財務総合政策研究所次長

原田 泰

財務総合政策研究所研究員

大西 茂樹

2002 年 1 月

本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

財務省財務総合政策研究所研究部

〒100-8940 千代田区霞が関 3-1-1

TEL 03-3581-4111 (内線 5222)

90 年代の財政金融政策と景気動向

原田泰・大西茂樹
財務省財務総合政策研究所

目次

はじめに	2
1. 実質 GDP の変化と財政金融政策.....	2
2. マクロ安定化政策としての金融政策の評価.....	3
3. マクロ安定化政策としての財政政策の評価.....	4
4. 金融政策と財政政策の同調と非同調	4
5. 為替と景気動向.....	5
6. 銀行不良資産の影響.....	5
7. 金融政策の制約としての金利.....	6
8. デフレーションと景気動向	6
まとめ.....	6
参考文献	7

図表編

90 年代の財政金融政策と景気動向*

原田泰・大西茂樹（財務省財務総合政策研究所）**

はじめに

1980 年代末から 90 年代初の経済政策の評価についてはすでにコンセンサスがある。1980 年代後半の長期にわたる金融緩和がバブルを引き起こし、バブル退治のための金融引き締めが景気悪化をもたらしたことを否定する論者はほとんどいない。香西・伊藤・有岡(2000)は「金融政策はバブルの必要条件」とし「90 年代の経済停滞は構造的な要因もあり、すべてがバブルの責任ではないが、バブルの逆噴射がなければ少しは被害が少なくなったはずである」と結論づけている。しかし、「少しは被害が少なくなった」というコンセンサスがあるとしても、その後の経済政策がいかなるものであるべきだったかについては、必ずしもコンセンサスがない。その後の長期の停滞がなにゆえに生じたかについてのコンセンサスがないからである。岩本・小林・岩田(2001)において、岩本は、「成長率の低下は…十分起こりうる事態で…その原因がわからないということも十分にありうる」と述べている。

本稿は、80 年代後半から現在までの財政金融政策をたどり、何が起き、何が起きなかったのかを叙述することを目的とする。その結果、80 年から現在までのデータを観察して分かったこと、より洗練された手法によって明らかにすべきことを確定し、90 年代の経済政策がいかにあるべきだったかを考察することにする。

1. 実質 GDP の変化と財政金融政策

1980 年代から現在までは財政金融政策の大きな変化とともに実質 GDP が大きく変化したことが特徴と言える。[図 1](#)は実質 GDP、実質マネーサプライの前年同期比とコールレートを示したものである。図から明らかなように、80 年代後半のマネーサプライの伸びとともに実質 GDP は大きく伸びを高めているが、90 年代の初期にマネーサプライが大きく落ち込むとともに実質 GDP の伸びが低下している。マネーと実質 GDP の伸びの連動は 80

* 本稿は財務総合政策研究所の「金融政策とデフレーション」プロジェクトの第 1 章として作成されたものである。全体の構成は、第 1 章「90 年代の財政金融政策と景気動向」、第 2 章「90 年代の財政金融政策と経済動向～VAR モデルによる分析～」、第 3 章「名目金利と実体経済」、第 4 章「デフレーションの要因分析」、第 5 章「デフレーションとゼロ金利～過去の経験」、第 6 章「デフレーションと過剰債務」、第 7 章「デフレ期待終焉後の動向」、補論「マネーの効果」である。

本研究に対しては、学習院大学の岩田規久男教授、J. P. モルガン証券会社の菅野雅明氏、神戸大学の北坂真一助教授、BNPパリバ証券会社の河野龍太郎氏、一橋大学の齋藤誠教授、大和総研の新保生二氏、日本総合研究所の高橋進氏、専修大学の野口旭教授、名古屋市立大学の細野薫助教授、ドイツ証券株式会社の松岡幹裕氏より有益なコメントをいただきました。ここに記して感謝いたします。ただし、残る誤りはすべて筆者の責任です。

** 原田泰：次長 (yutaka.harada@mof.go.jp)、大西茂樹：研究員 (shigeki.oonishi@mof.go.jp)

年代後半から 90 年代前半にかけては明確であるが、それ以外の時期についてはそれほど明確ではない。

コールレートと実質 GDP の動きをみるとその関係はさらに複雑である。80 年代の中頃には金利の低下とともに実質 GDP が拡大し、80 年代末には金利の上昇とともに実質 GDP の伸び率が低下しているが、90 年代初には金利の低下とともに実質 GDP の伸び率が低下し、その後は無関係になっているようだ。

マネーと GDP が同じような動きをすることが事実としても、マネーサプライが実質 GDP を動かすという因果関係であるかどうかは別のことである。しかし、少なくとも 80 年代後半から 90 年代初にかけては意図的に金融を緩和し、また引き締めていたのであるから、マネーサプライは外生変数と見ることができるだろう。

図 2 は実質 GDP と実質公的資本形成の前年同期比の変化を示したものである。財政政策のスタンスを実質公的資本形成で見ると、非常に大きな変動があり、財政政策と実質 GDP との関係を見出すことは必ずしも容易ではない。ただ、80 年代前半の財政緊縮にもかかわらず実質 GDP は回復していたことと 90 年代前半の大幅な財政刺激にもかかわらず実質 GDP の回復が見られなかったことが印象的である。また、80 年代後半のバブル期について、財政緊縮と金融緩和の組み合わせがバブルを悪化させたという議論があるが、80 年代前半の財政緊縮に比べれば 80 年代後半は財政拡張気味であったというのが事実である。そのことは季調済の公的資本形成の対 GDP（このような指標を採用したのは公的資本形成の動きがあまりにも大きすぎるからである）を示した図 3 によって確認できる。80 年代前半の公的資本形成の対 GDP 比は減少していたが、80 年代後半には上昇していた。また、図 3 は日本以外の先進工業国の公的資本形成の動きも見ているが、対 GDP 比は 4% 以下で、日本のように激しい動きはしていない。

2. マクロ安定化政策としての金融政策の評価

財政金融政策の動きを、以上のように概観した上で、マクロ安定化政策としての財政金融政策の評価を試みる。評価としては、財政金融政策のタイミングとその効果の両方から効果を考える必要がある。

金融政策の評価としてはテイラールールと呼ばれる評価手法がある。すでに様々な分析がなされ、その結果、80 年代後半の引き締めの遅れ、90 年代初と 90 年代末の緩和の遅れが検出されている（経済企画庁[1999]第 1 章 9 節、地主[2000]、松岡[2000]、地主・黒木・宮尾[2001]など）。また、名目 GDP の成長率を目標とするマッカラムルールという評価手法もある（マッカラム[1989]第 15 章）。これによっても金融政策については 80 年代後半の引き締めの遅れ、90 年代初の緩和の遅れが検出される（経済企画庁[1999]第 1 章 9 節、など）。

テイラールールは金融政策を物価とインフレギャップで評価するものであるが、インフレギャップの推計の仕方には様々な方法があり、恣意的であるとの批判があるかもしれな

い（現実にはほとんどの文献で同じ結果が出ている。ただし、白塚・田口・森(2000)では、90年代初の金融政策について、「金融緩和のテンポと幅を評価すれば…比較的速やかであった」としている）。

そこで極めてシンプルな方法によって金融政策を簡単に評価してみたい。その方法は、[図4](#)に示したように、名目 GDP の対前年同期比と名目金利（コールレートと国債利回り）を比べるものである。テイラールールは物価と景気の両者を見ながら金融政策を行うものであるが、名目 GDP は物価と景気の両方を既に含んだ変数である。名目 GDP に比べて名目金利が高ければ引き締め、低ければ緩和と判断できる。コールレートで見ても国債利回りで見ても、80年代の後半に過大な緩和がなされ、90年代初期に強く引き締められていたことが分かる。なお、ここにはアメリカについても同じデータを示しているが、90年代初期の大胆な緩和から90年代後半にかけての安定的な金融政策が続けられたことが示唆される。

3. マクロ安定化政策としての財政政策の評価

安定化政策としての財政政策は80年代以降、多くの先進工業国で使用されなくなってきた。例えば Stein(1996)は「当初は国民経済の最大の問題は失業であり、財政政策がその対策であると信じられてきた。しかし、1981年までには、こうした考えはほとんど後退してしまった。総需要管理やインフレーション対策の問題は、連邦準備制度にゆだねられてきたのである」と述べている。また Feldstein(1997)も、財政政策が経済安定化よりも不安定化をもたらしたこと、マクロ安定化政策の役割が金融政策になったことを述べている。その理由として、財政政策に比べて金融政策が機動的であること、金融政策の効果が強力であることが再認識されてきたからである。

しかし日本においては、財政政策の効果に限界があることが認識されつつも多用されてきた。92年8月の総合経済対策以来10次にわたる財政刺激政策のパッケージが発動され、その総額は136兆円となっている（三橋・内田・池田[2001]表1-2）。だが、乗数が小さいことも認められ、財政政策の効果は「財政拡大はその時点の経済を下支えこそすれ、その後の成長を保障する呼び水ではなかった」のである（堀・鈴木・菅[1998]）というのが政府内のコンセンサスともなっているようだ（経済企画庁[1998]、第3章第1節）。

本稿では財政政策の効果についての評価は避け、そのタイミングがいかなるものであったかを次に見ることとする（効果の評価については本研究プロジェクト、第2章「金融政策の効果の分析」）。

4. 金融政策と財政政策の同調と非同調

多くの国で景気安定化政策を金融政策にゆだねるという考えが確立してきたことを述べたが、それは財政政策を景気安定化政策に用いないということであって、財政政策を金融政策と矛盾するように用いるということではない。ところが日本の財政政策を見ると、金

融政策のスタンスと逆方向に用いられている場合が多いのである。

図5は、実質マネーサプライと実質公的資本形成の前年同期比を示したものである。金融政策と財政政策とが同調した時期と非同調であった時期があるが、特に90年代の初期にはマネーサプライで見ると金融は引き締め基調でありながら公共投資の伸び率が急拡大している。

財政政策、金融政策の効果に異論があるとしても、景気拡大策ないして引き締め策が必要であると判断されるなら、両者が一体となってなされるべきではないだろうか。80年代のバブルを退治するべきであるならば、金融も財政も引き締めるべきでろうし、両者が異なったスタンスを取る理由はまったくないのではないか。もちろん、名目の金利で見れば引き下げ続けていたわけであるから、単に名目金利を見て強い金融緩和を行っていたと思っただけなのかもしれない。

奇妙なことが行われていた訳ではあるが、金融面からの引き締めが財政拡大策をどれだけ抑制したかは分からない。日本では設備投資に対するクラウドアウトの効果が大きくないといわれてきたからである（経済白書[2000]第2章第2節3）。しかし、代表的な計量モデルでは、短期金利を固定した場合の実質公的資本形成の乗数は1.43(2年目の効果)だが、M2+CDを固定した場合の乗数は0.94に低下してしまう。これはクラウドアウト効果があると判断すべき数字ではないだろうか（堀・鈴木・菅[1998]）。ただし、乗数が低下するのは、マネーと実体経済とのすべての経路を通じた効果の結果であって、設備投資のみを通じる効果ではない。

図6は、財政政策と金利の変動を見たものであるが、グラフで見ると限りは、財政政策の発動によって金利が上昇していたようには見えない。ただし、財政政策が実質金利を上昇させることによって為替を上昇させ、輸出の減少が景気刺激効果を阻害するというチャンネル（マンデル＝フレミング効果）はあると思われる。そこで、次に為替と金利を見ながらクラウドアウトの効果を考えてみたい。

5. 為替と景気動向

前掲図6で、財政政策と為替レートとの関係を見ると、80年代中、90年代初、90年代後半には財政政策の拡大（縮小）が為替レートを上昇（下落）させているようにも見える。

図7は、為替レートと実質純輸出の対実質GDP比の動きを示したものである。為替が上昇すると純輸出が低下するという動きがある。したがって、財政政策の発動が円レートを引き上げ、それが純輸出を停滞させるという経路でのクラウドアウト（マンデル＝フレミング効果）があったのかもしれない。

6. 銀行不良資産の影響

90年代の停滞を考える際に不良債権が大きな役割を果たしていることは間違いない。しかし、不良債権は確定したデータがあるわけでもなく、また、経済動向によって不良債権

が変動するという問題もある。銀行不良債権の問題については、本研究プロジェクトの第 6 章で扱うが、銀行が企業活動の制約になっているのか、その制約は大きいのかということ判断するために、経済変動と銀行貸出の関係を見てみることにする。

図 8 は、民間企業設備投資と銀行貸出及び貸出以外の資金調達の関係を見たものである。銀行貸出以外に、株式発行、企業間信用、事業債発行など様々なルートがあり、貸出以外のルートでの資金調達の方が、民間企業設備投資との相関が高いように見える。

ここから得られる暫定的な結論は、不良債権による銀行機能の低下が経済に悪影響を及ぼしているのは事実としても、その効果は限定的であるということである。

7. 金融政策の制約としての金利

図 9 は長短金利の動きを見たものである。これを見ると、長短金利が同調的に動いている局面と動いていない局面がある。通常の場合には長期金利はコールレートを上回っているが、90 年代初のバブル崩壊期には、コールレートは長期金利以上に引き上げており、意図的に金融を引き締めていたことが伺われる。その後の動きは微妙であるが、96 年には長期金利の上昇とともにコールレートを引き上げようとした可能性があるが、景気の悪化とともに長期金利が低落し、コールレートは再び引き下げられた。2001 年になってからはゼロ金利の解除とともに長期金利がさらに低下し、結局、コールレートを再びゼロに戻すことになった。

8. デフレーションと景気動向

90 年代を通じてデフレーション気味であったことが大きい。これが景気悪化の原因であるのか、それとも景気悪化の結果であるにすぎないのかは重要な問題である。図 10 は実質 GDP と消費税の効果を除いた物価の動き（GDP デフレーター）を示したものであるが、デフレ状況の中で 2 度の弱い景気回復があり、物価の下落と短期的な景気動向との相関をグラフから見出すことはできないようである。

まとめ

以上、80 年から現在までのデータの観察から主張できそうなこと、さらに分析の必要なことを整理してみたい。

第 1 に、先進工業国で、日本ほど大きく財政政策を動かす国はないということである。

第 2 に、80 年代後半から現在まで財政政策は積極的に発動されていた。金融政策はマネーサプライで見ると 80 年代後半から 90 年代初にかけて大きく変動し、実質 GDP の動きと連動している。財政政策は特に 90 年代になって、それが景気にどのような効果を与えていたのかを理解するのが難しいほど大きく変動していた。しかし、90 年代初期の財政拡張政策の効果が小さかったことは確かなようである。

第 3 に、財政金融政策の非同調が観察されたことである。両者が同じように動けば、財

政金融政策の実質 GDP に与える効果を統計的に分離することが困難であるが、異なった動きをしていれば容易になる。

第4に、為替レートのチャンネルを含めた財政政策のクラウドアウト（マンデル＝フレミング効果）が存在するかもしれないということである。

第5に、名目金利は景気動向に対して複雑な動きをするということである。

第6に、デフレーションが経済にどのような影響を与えたかである。

第7に、不良債権から考えられる銀行機能の低下が経済全体にどのような影響を与えたかである。

第8に、長短金利の複雑な動きの関係を明らかにすることである。

第1の発見は明白な事実であって、これ以上、分析する必要のないことである。日本だけが過敏な財政政策を行い、しかも日本のマクロ経済パフォーマンスが良好でないという事実がある以上、過敏な財政政策は望ましくないと言えるかもしれない。しかし、そこまで主張できるかは、これだけの分析では分らない。

第2から第7までの発見は、実質 GDP に対する、財政、金融、為替レート、銀行貸出、物価などの変数の影響を同時に見ることによって明確にすることを試みたい。これは、第2章で、var モデルを用いて分析する。

以上のうち、第5の発見については、名目金利がどのように決定され、かつ名目金利が景気に対してどのような意味をもつかをさらに明らかにする。すなわち、名目金利はインフレ期待（フィッシャー効果）によって上下し、かつ、景気動向と政策スタンスによって変化する複雑な変数であって、名目金利の水準だけで金融政策のスタンスを判断できないことを第3章で分析することにする。

第6の発見は第2章で分析されるが、逆に、なぜデフレーションが生じているかを、第4章で分析する。また、不良債権が経済を悪化させるのか、デフレーションからくる経済悪化が不良債権を悪化させるのかを、第6章で分析する。

参考文献

岩本康志・小林慶一郎・岩田規久男(司会)「特別対論・不良債権は経済成長を阻害するか」

『エコノミックス』No.6、2001 年秋号。

経済企画庁「年次経済報告」大蔵省印刷局、1998 年

経済企画庁「年次経済報告」大蔵省印刷局、1999 年

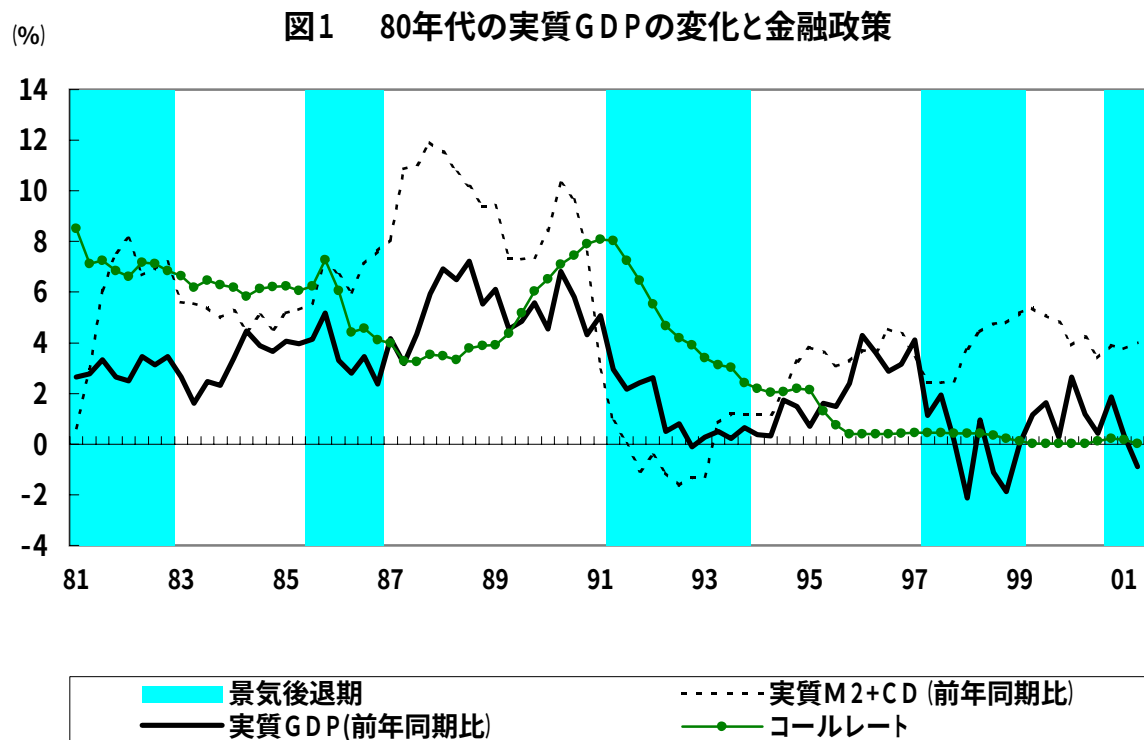
経済企画庁「年次経済報告」財務省印刷局、2000 年

香西泰・伊藤修・有岡律子「バブル期の金融政策とその反省」『金融研究』2000 年 12 月第 19 巻第 4 号

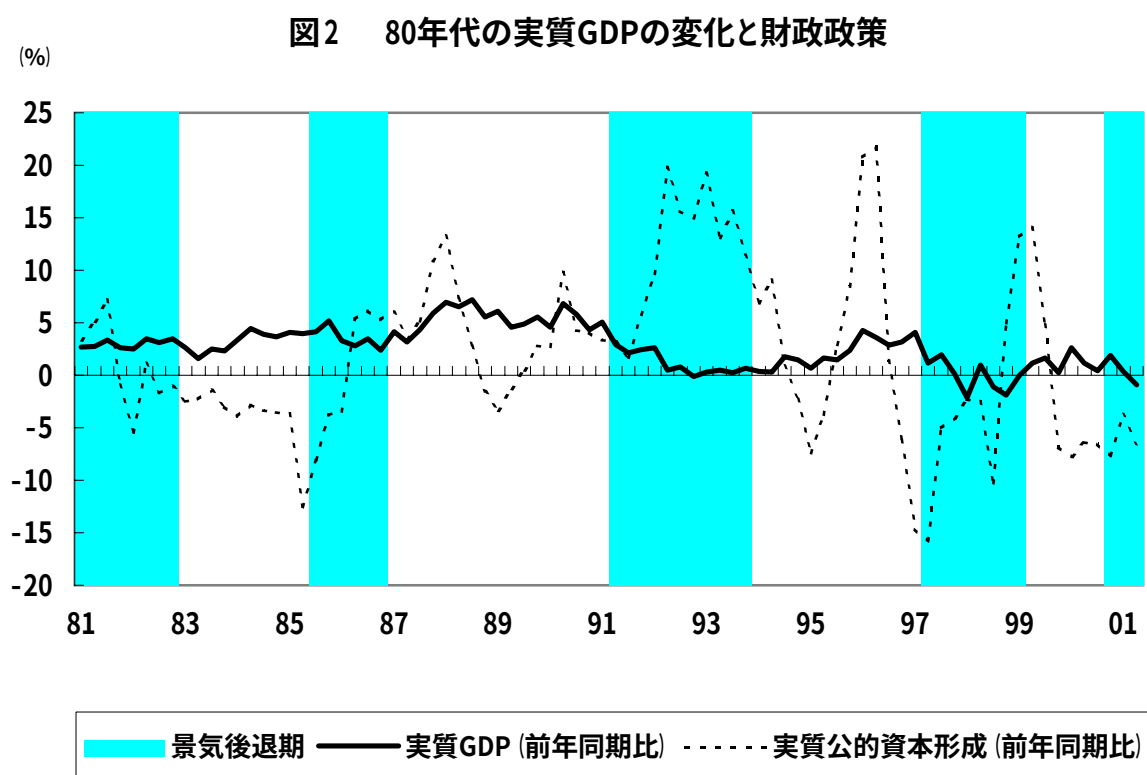
白塚重典・田口博雄・森成城「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応—中間報告—」『金融研究』2000 年 12 月第 19 巻第 4 号

地主敏樹「1980 年代後半以後の日本の金融政策—テイラー・ルール型政策反応関数による検

- 証一」『国民経済雑誌』2000年1月、第181巻第1号
- 地主敏樹・黒木祥弘・宮尾龍蔵「1980年代後半以降の日本の金融政策：政策対応の遅れとその理由」三木谷良一＋アダム・ポーゼン編『日本の金融危機』東洋経済新報社、2001年、第5章
- 堀雅博・鈴木晋・菅園理「短期日本経済マクロ経済モデルの構造とマクロ経済政策の効果」『経済分析』第157号、1998年10月
- 松岡幹裕「デフレを愛する日銀：テイラールールから検討したゼロ金利解除の妥当性」ジャーディン・フレミング証券、2000年8月25日。
- 三橋規宏・内田茂男・池田吉紀『ゼミナール 日本経済入門』日本経済新聞社、2001年
- Feldstein, M., "The Council of Economic Advisers: from stabilization to resource allocation," *American economic Review*, 87,99-102,1997
- McCallum, Benett T., *Monetary Economics - Theory and Policy*, Macmillan, 1989, マッカラム、ベネット・T『マクロ金融経済分析』晝間文彦、金子邦彦訳、成文堂、1997年
- Stein, H., "A Succesful accident: Recollections and speculation about the CEA," *Journal of Economic Perspective*, 1996,10, 3-21



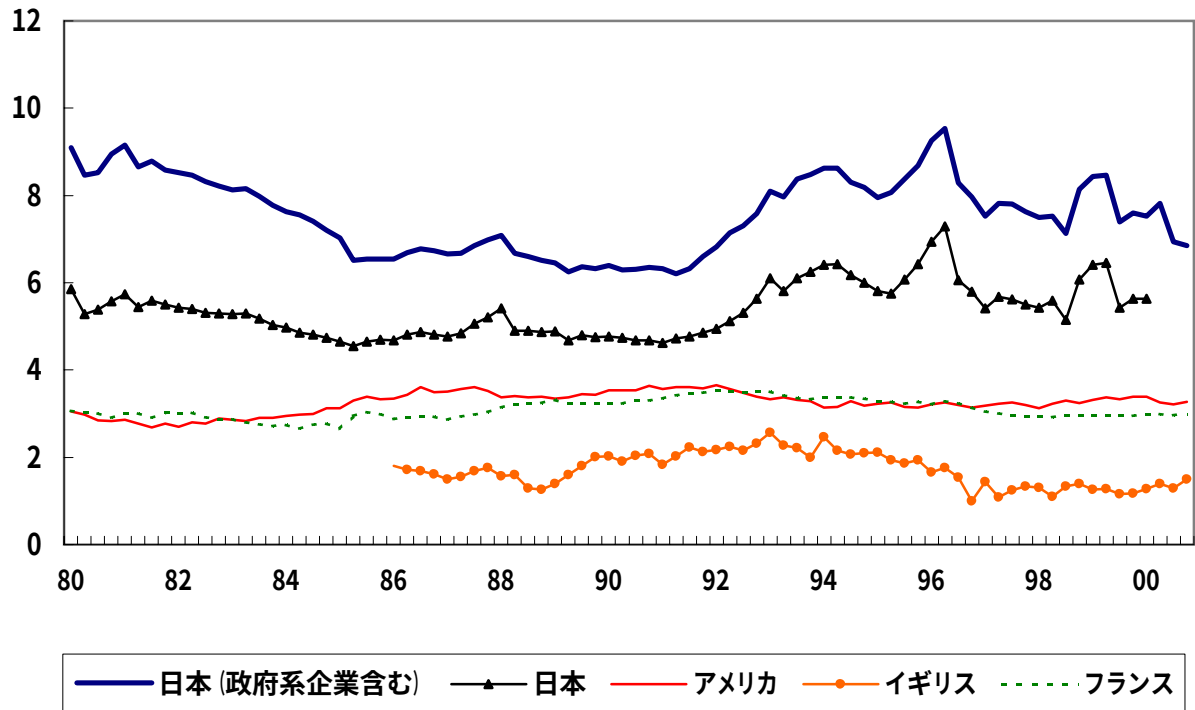
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(%)

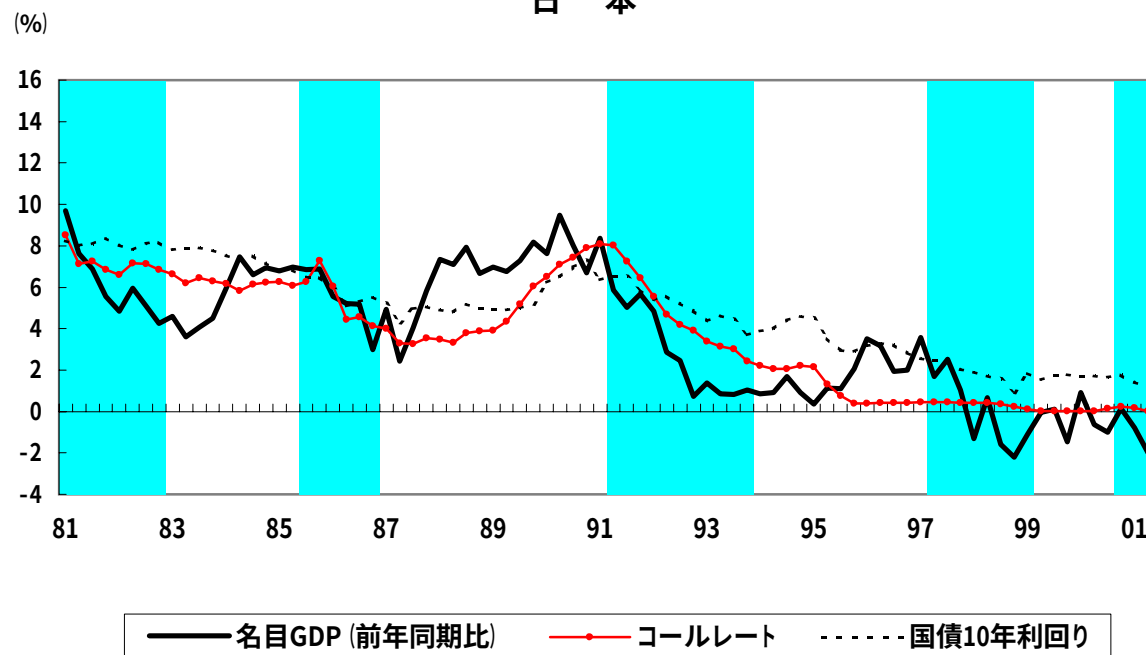
図3 先進工業国の公的資本形成（一般政府）の対GDP比



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、OECD「National Accounts」、「Economic Indicators」

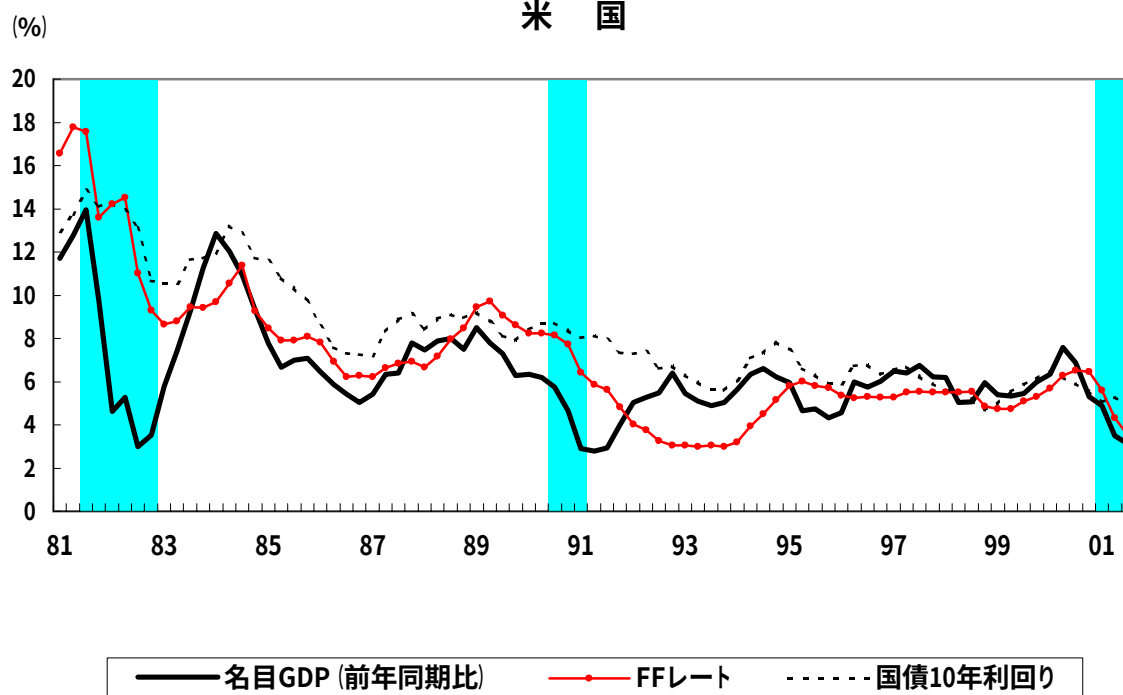
図4 名目GDP伸び率と金利による金融政策の評価

日 本



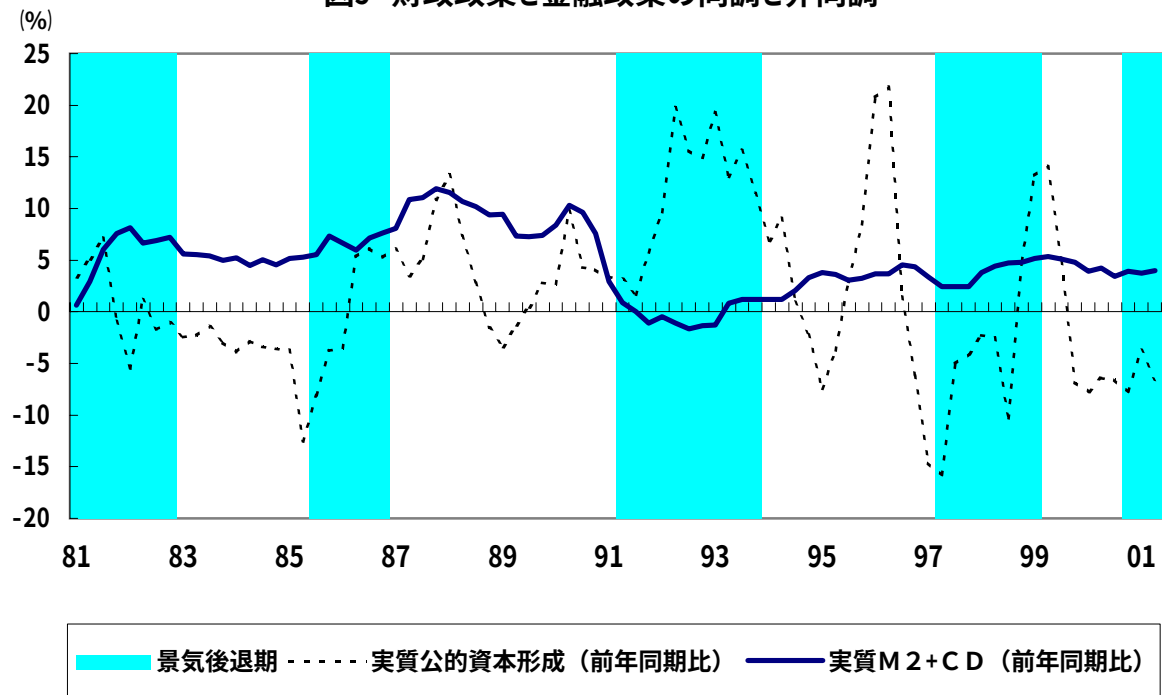
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

米 国



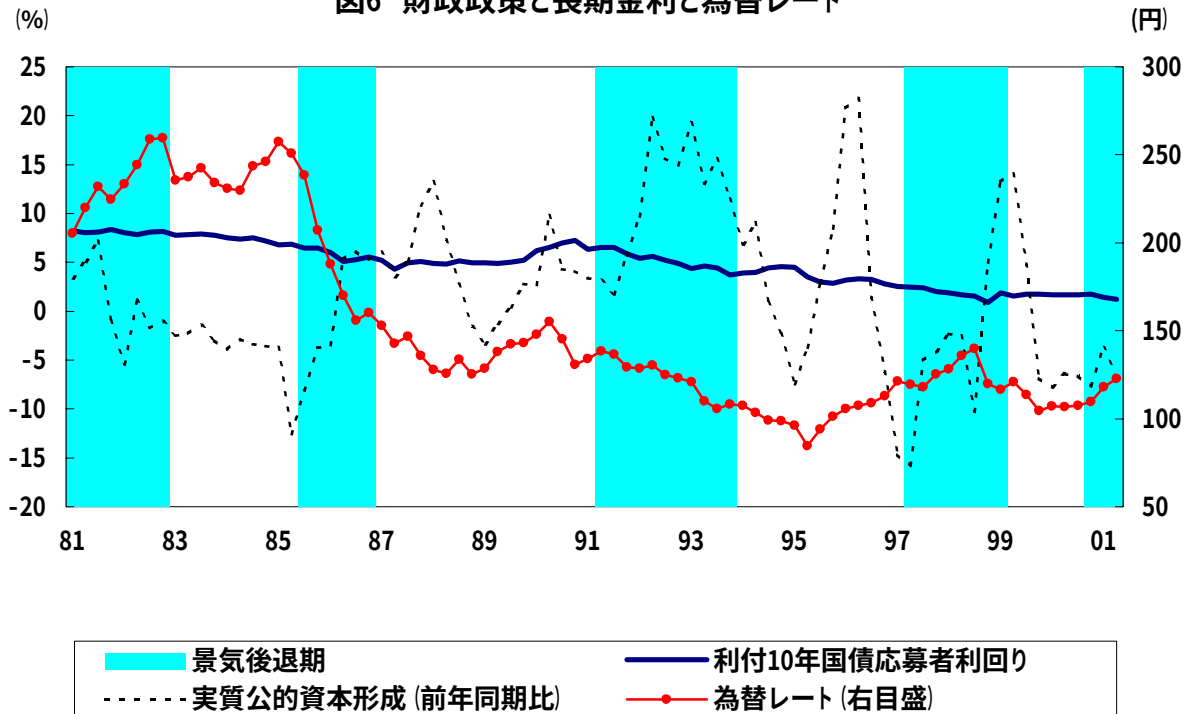
(出所) OECD「National Accounts」、IMF「IFS」、FRB「HP:www.federalreserve.gov」

図5 財政政策と金融政策の同調と非同調



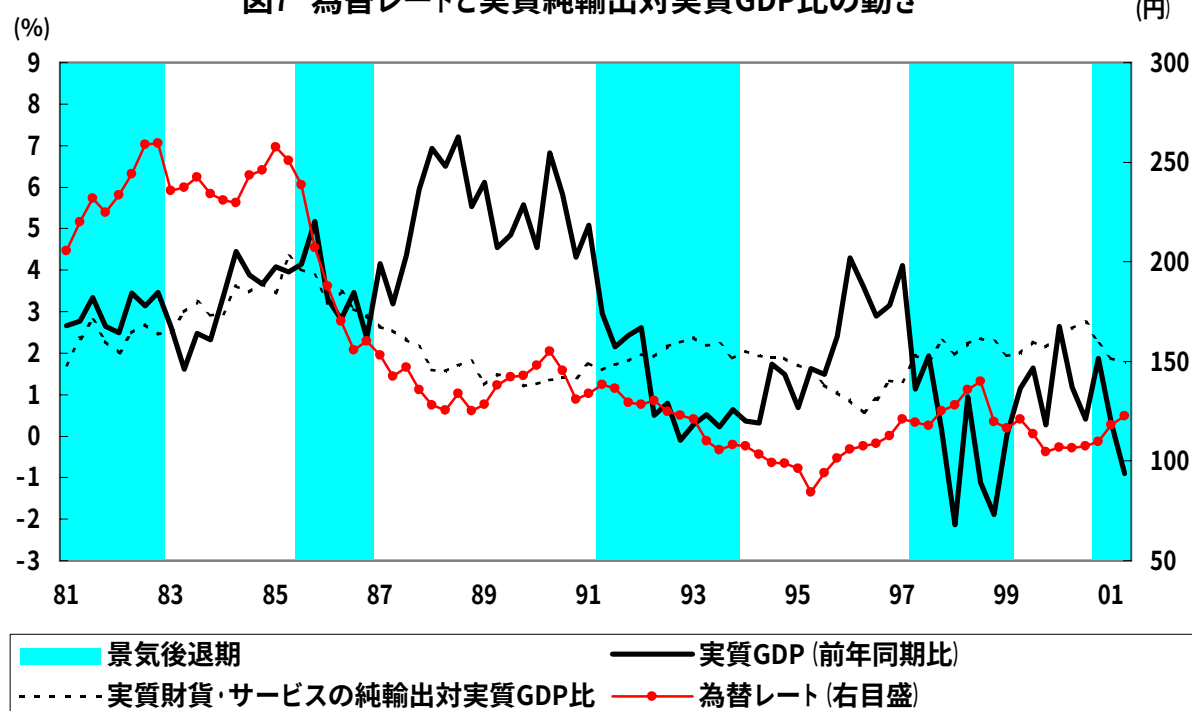
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

図6 財政政策と長期金利と為替レート



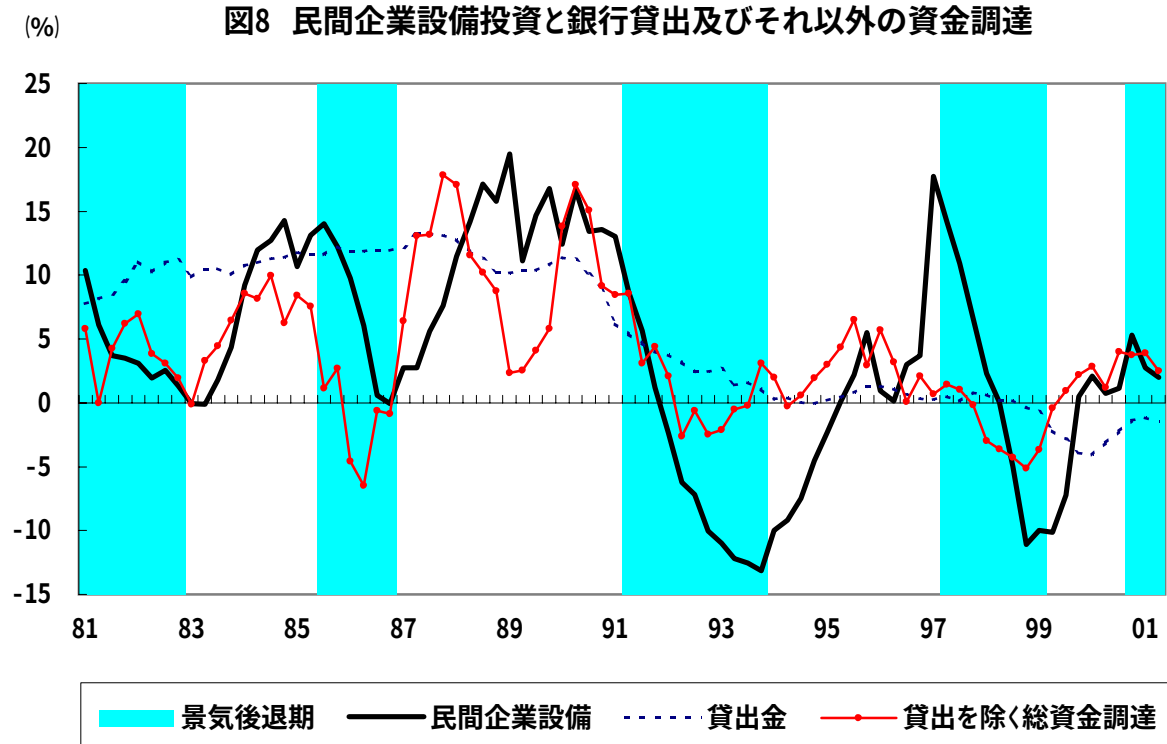
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

図7 為替レートと実質純輸出対実質GDP比の動き



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

図8 民間企業設備投資と銀行貸出及びそれ以外の資金調達

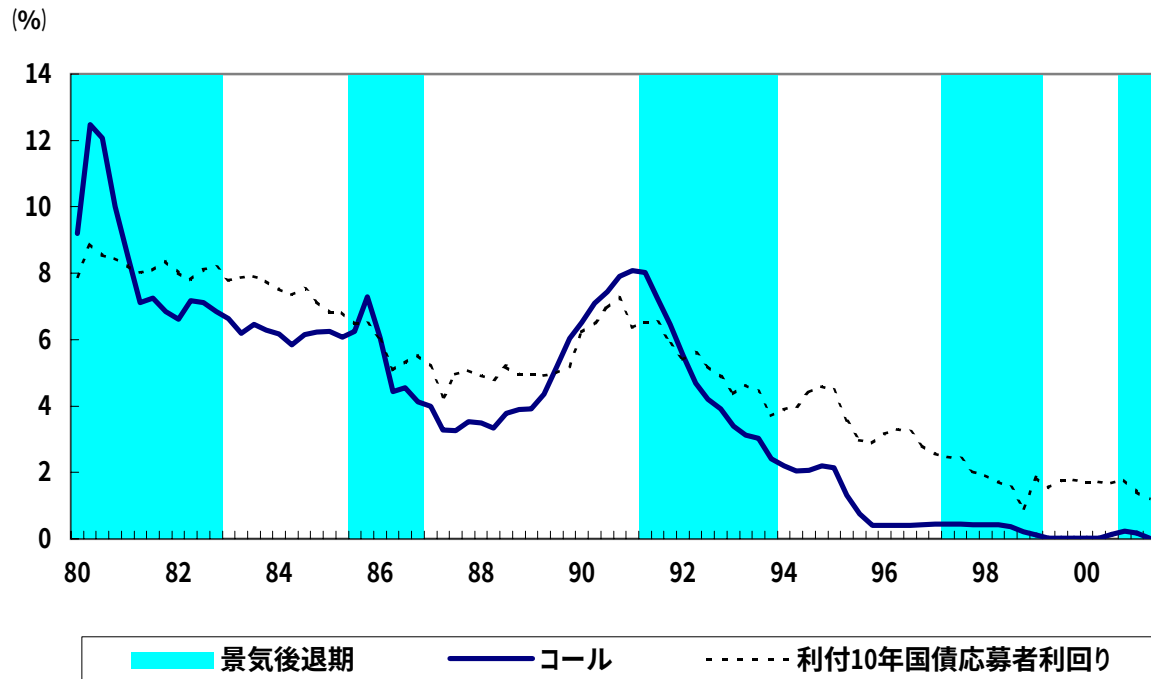


(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

(注) 貸出金は93年9月まで全国銀行、93年10月以降国内銀行の残高

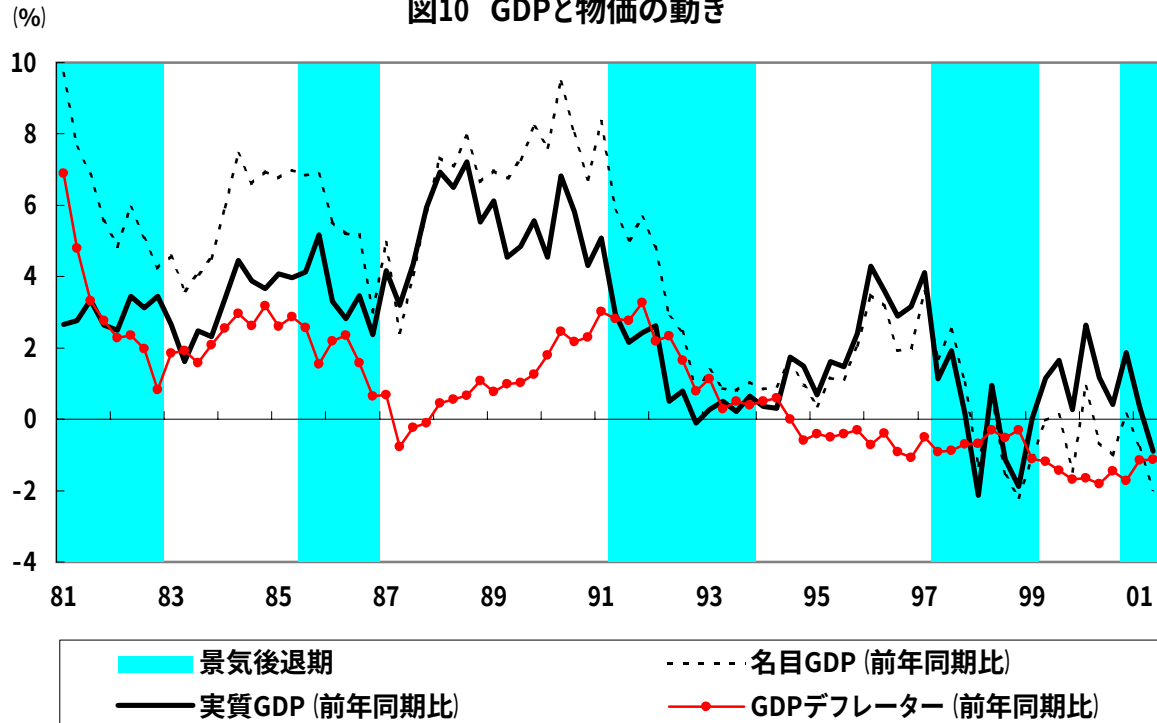
貸出を除く総資金調達は企業間信用、株式、債券、外債の合計、原田[2001]における岡本慎一氏の推計による。

図9 長短金利の変化



(出所) 日銀「金融経済統計月報」

図10 GDPと物価の動き



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

(注) GDPデフレーターは消費税の影響控除したもの。控除の方法は経済企画庁「物価レポート'90」、
「物価レポート'98」の消費税が物価に与えた影響に基づき、89:II～90:I期は1.2%、97:II～98:
I期は1.5%を控除した。