

世界金融危機後のマクロ経済政策の見直しの議論とニュージーランドの例

大臣官房総合政策課国際経済室課長補佐 石谷 良男^{*1}

はじめに

2008年に始まった世界金融危機とその後の長期に渡る世界経済の低迷は、これまでのマクロ経済政策の見直しを迫り、世界中で新たなマクロ経済政策の在り方についての議論を喚起している。本稿では、こうした世界各国で行われているマクロ経済政策の見直しの議論の中で、ニュージーランドにおける最近のマクロ経済政策についての議論を紹介したい。世界金融危機以前のマクロ経済政策の枠組みは、1980年代後半から、1990年代にかけて先進各国を中心に採用されてきたものであるが、ニュージーランドは、そうしたマクロ経済政策の枠組みを他国に先駆けて構築・導入し、その後多くの国々のモデルとなった国である。最近のこうしたマクロ経済政策の在り方についての議論を考えるに当たり、現在ニュージーランドでなされている議論に再び注目してみようというのが本稿の目的である。

世界金融危機後のマクロ経済政策の見直しの議論

まず、世界金融危機後のマクロ経済政策についての議論を簡単に振り返ってみたい。近年のマクロ経済政策の見直しについての議論を知るうへでは、国際通貨基金（IMF）のEconomic CounselorであるOlivier Blanchardが、学者、実務家を集めて行っている“Rethinking Macroeconomic Policy”というシンポジウムが大変包括的でよくまとまっている^{*2}。

以下、このIMFのシンポジウムのバックグラウンドペーパーであるBlanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2010) と Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2013) 及びシンポジウムにおける議論を基に、現在のマクロ経済政策の見直しの議論を私なりに簡単に整理してみる^{*3}。

世界金融危機以前におけるマクロ経済政策についての基本的な考え方は、①マクロ経済の安定化

* 1) 本稿における見解は、著者の見解であり、財務省の見解を反映するものではない。

なお、本稿執筆に当たり、図表の作成を担当してくれた国際経済室の古賀千夏氏に感謝する。

* 2) 2011年3月7-8日にワシントンで開催されたIMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis” と、2013年4月16-17日にワシントンで開催されたIMF Conference on “Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons” の2回のシンポジウム。

* 3) なお、Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2010) と Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2013) は、世界金融危機後の新しいマクロ経済政策の枠組みについて、具体的な結論や提言を示しているものではなく、今後の議論のための問題提起や課題設定を行っているものである。また、財政政策や金融政策に加えて、金融規制や為替制度、国際金融制度等、様々な論点が議論されているが、本稿では、その中で、特に財政政策、金融政策及び、マクロブルデンス政策に焦点を当てることとする。更に、Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2010) と Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2013) は、筆者が以下に整理したことよりも遥かに多くのことについて議論しているが、本稿では、その後に続くニュージーランドについての説明の背景として、IMFにおける議論を紹介したものであり、できる限りシンプルな説明にしてある。

の役割は、問題の認知から政策の実施までの時間的遅れをはじめとした様々な制約のある財政政策ではなく、こうした制約が少なく独立性が確保された中央銀行の金融政策が主に担う、②金融政策は、物価の安定を目的とし、政策金利というツールを用い、低いインフレ率を目標として行う、③こうして、低インフレで物価の安定が達成されるとともに、それを通してGDPギャップが解消され、マクロ経済の安定が達成される、というものであった。そして、金融政策においては、インフレターゲットが、金融政策運営のひとつの在り方として、ニュージーランド、カナダ、イギリス、スウェーデン、オーストラリア等の国々において、採用されてきた。こうしたマクロ経済政策についての考え方が、1980年代末から90年代にかけて先進各国で採用されてきたのは、1970年代、80年代のマクロ経済政策運営の失敗を経て、広範な規制と裁量による政策からなるマクロ経済政策の有効性に否定的な見方が支配的になったからである。

こうして、新しいマクロ経済政策への移行とともに、それまでの高インフレが抑制され、低インフレと安定的な景気循環が多くの先進国でみられることとなり、このような状況は“グレート・モデレーション”と呼ばれ、新しいマクロ経済政策運営の成功を裏付けるものとなった。

2008年に始まる世界金融危機は、こうしたマクロ経済政策が必ずしも完璧ではなかったことを証明することになる。世界金融危機により明らかとなったのは、低インフレと安定的な経済成長が達成されていても、その背後で金融部門における不均衡が拡大するということである。そして、こうした金融部門における不均衡により生じたりリスクが金融危機を引き起こすと、それがマクロ経済の安定に多大な影響を及ぼすということである。つまり、物価の安定を維持する金融政策だけでは、マクロ経済の安定を達成するには十分でなく、金融部門における不均衡の拡大など、信用循環(credit cycle)にも対処しなければいけないとい

うことが明らかとなったのである。こうした金融分野における不均衡等を抑制するのに、金融政策と財政政策は、最適ツールではない。なぜなら、金融政策は、特定のセクターにおけるブームや金融部門に生じるリスクに効率的に対処するには、あまりに政策効果が広がりすぎる。他方、財政政策は、金融政策より的を絞ることができても、意思決定・政策実行を迅速に行えないという難点がある。こうしたことから、信用循環に対処するものとして、マクロブルーデンス政策への関心が高まっている。マクロブルーデンス政策は、カウンターシクリカル資本バッファや、融資額の対担保評価額比率(LTV)や家計負債の対所得比率(DTI)の上限規制等のツールを用いて、金融機関における過度のレバレッジや家計債務の増加、資産価格の高騰等の金融部門における不均衡を抑制しようとするものである。マクロブルーデンス政策は、金融機関ごとに行うミクロブルーデンス政策と違い、マクロ的視点から行うものである。しかし、マクロブルーデンス政策は、歴史も浅く実施例も少ないため、その有効性については今後更なる検証が必要とされている。また、マクロブルーデンス政策の一つの論点として、マクロブルーデンス政策を誰が行うべきかという論点がある。マクロブルーデンス政策と金融政策は相互に密接に関連しているため、金融政策を担う中央銀行が行うメリットがある。他方、金融政策がインフレ率という明確な目標と比較的単純なツール(公開市場操作と政策金利)からなるのと違い、マクロブルーデンス政策は、まず、信用拡大、レバレッジ、資産価格の上昇等の複数の指標を中間ターゲットとすること、二点目に、金融市場の安定とマクロブルーデンス政策との関係性を理解するのが容易でないこと、三点目に、金融市場の安定及びその望ましい水準を定義することが困難であること、それ故、金融危機防止のためにマクロブルーデンス政策を取った場合に、後日不要であったとして非難されかねないこと、四点目に、マクロブルー

デンス政策が特定分野をターゲットに絞って行うものであるため、より強い政治的反発を生じうること（例えば資産の少ない若い世代は、融資額に対する担保評価額比率（LTV）の引下げに強く反対する可能性がある）といった特徴を有する。こうした特徴のため、マクロプルーデンス政策を中央銀行に委ねると、中央銀行への政治介入の可能性を高め、中央銀行の独立性が損なわれかねないとして、中央銀行がマクロプルーデンス政策を担うことに反対する意見もある。

次に、先述のように、世界金融危機前のマクロ経済政策においては、マクロ経済安定化の主役は、財政政策ではなく、金融政策であった。そして、財政政策における主な関心は、債務の持続可能性とそれを達成するためのルールの構築であった*4。財政政策における自動安定化機能（automatic stabilizer）は、債務の持続可能性と反しない範囲で容認されていたものの、その制度設計についての考察はそれほどなされてこなかった。しかし、世界金融危機により、経済が急速に大きく落ち込み、先進各国で中央銀行の政策金利がゼロ近くになる中、各国が裁量的財政政策による景気刺激を行った。こうした景気刺激策は、それらの国々の財政収支を悪化させたため、現在多くの国が財政健全化を進めている。こうしたことを背景に、世界金融危機以降、マクロ経済の安定化における財政政策の役割に再び注目が集まっている。まず、世界金融危機は、中央銀行の金融政策では対処しきれないような大規模な経済危機が起こりうること、そして、その際に財政政策による一時的な刺激策が有効な場合があることを示した。そして、このことは、こうした事態に備えて財政政策によるマクロ経済安定化を行えるだけの余裕のある財政状況を確保しておくことが極めて重要であることを示した。そのため、例えば、景気拡張期にそ

の拡張を増幅するような（pro-cyclical）拡張的財政政策を行わないようにすべきということはこれまでも認識されていたが、危機に備えて財政を健全化しておく必要性という視点からも、その重要性が改めて確認されることとなった。また、世界金融危機以前も、国家の高い債務は高金利につながるということは認識されていたが、世界金融危機は、高い債務残高があると、一定の高金利で均衡が成り立つとは限らず、投資家が国家のデフォルトの可能性に対するリスクプレミアムを要求し、それが益々政府債務を増大させ、更に国家のデフォルトリスクを高め、金利の更なる高騰につながるという悪循環に陥る可能性があることを示した。また、破たんの危機に陥った金融機関の救済等により、それまで比較的健全であった国家の財政状況が急速に悪化するという、偶発債務（contingent liability）の問題も明らかとなった。こうしたことは、国家の債務の持続可能性の確保の重要性を再確認することに加え、危機以前に安全とみなされていた債務水準が必ずしも安全ではないことを明らかにし、適正な債務水準が何かにについての議論を喚起している。また、世界金融危機時にとられた裁量的財政政策が“裁量的”であったために、タイムリーに行われなかったという問題を指摘する意見もあり、裁量的財政政策ではなく、自動安定化機能がよりよく機能するような財政制度を構築すべきといった、自動安定化機能の設計についての議論も起こっている。

世界金融危機以降、以上のようなマクロ経済政策についての議論が、世界的になされていることを踏まえたうえで、以下ニュージーランドにおける最近の議論を見ていくこととする。

*4) なお、マクロ経済安定化のために裁量的財政政策を使うべきではないとする考え方は、マクロ経済学者の間でとりわけ強かったが、現実には、景気後退期に裁量的財政政策が使われることはあった。（Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro (2010)）

ニュージーランドのマクロ経済政策の枠組み

ニュージーランドは、1980年代後半から90年代前半にかけて、世界に先駆けて、世界金融危機前のマクロ経済政策の枠組みを構築・導入した国である*5。

金融政策においては、1989年に新しい中央銀行法(Reserve Bank of New Zealand Act)を制定し、世界で最初にインフレターゲットを採用した。中央銀行の金融政策の役割は物価の安定に限定され、中央銀行は、手段の独立性を付与されることとなった*6。

財政政策においては、1994年に財政責任法(Fiscal Responsibility Act)*7が制定され、財政政策の説明責任の強化と、責任ある財政管理の原則が定められた。つまり、政府に長期的な財政目標と短期の財政政策の指針を作成させ、長期的な財政目標と短期の財政指針の整合性について、説明責任を負わせるとともに、それが財政責任法に定められた、責任ある財政管理の原則と整合的であることの説明責任を負わせたのである*8。財政責任法で定められた、責任ある財政管理のための原則とは、①将来国家の債務の水準を悪化させるかもしれない要因に対してバッファを確保するため、国家の債務を“慎重な(prudent)水準”まで引き下げること、それが達成されるまで歳出が歳入を上回らないように維持すること、②債務が“慎重な水準”まで引き下がった後は、相当な期間(reasonable period of time)において、平均して歳出が歳入を上回らないようにし、債務の水準を

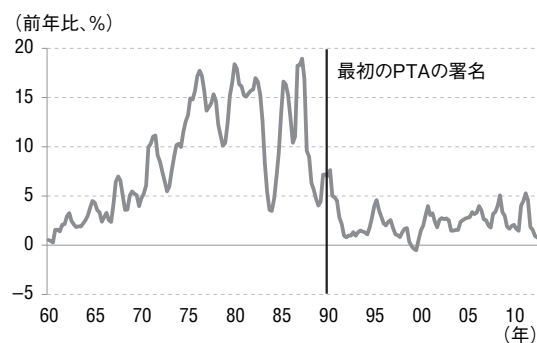
維持すること、③将来国家の純資産を悪化させるかもしれない要因に対してバッファを確保した国家の純資産を達成・維持すること、④財政リスクを慎重に管理すること、⑤将来の税率の水準及びその安定性について相当程度の予測可能性を確保できる財政政策を行うこと、である。このように、財政責任法は、債務の持続可能性の確保・維持に重点を置き、それを達成するための制度を構築したのである*9。

こうして、新しい中央銀行法と財政責任法により作られたマクロ経済政策の枠組みは、金融政策においては、インフレターゲットによる物価の安定が、財政政策においては、債務の持続可能性の確保・維持が主たる目標とされ、従来の広範な裁量に基づく政策ではなく、限定された裁量による政策枠組みが構築されたのである。

ニュージーランド経済とその課題

1989年の中央銀行法制定前後から、ニュージーランドの高いインフレ率は収束し、インフレター

図表1 インフレ率の推移



（出所）ニュージーランド統計局

*5) Buiter (2006)

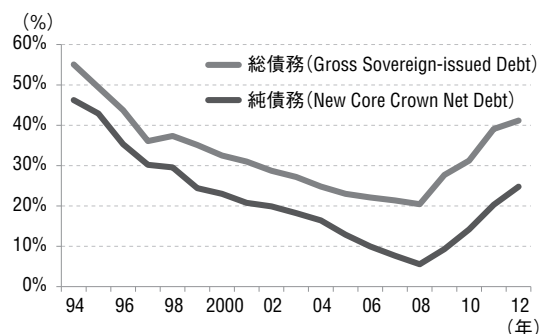
*6) ニュージーランドでは、中央銀行総裁が交代する度に、財務大臣と中央銀行総裁との間でPolicy Targets Agreement (PTA) を締結し、その中でインフレターゲットの目標とするインフレ率を含めた金融政策の枠組みを設定する制度が採られている。また、中央銀行総裁が金融政策について、単独の決定権を持つ点も、ニュージーランドの金融政策の特徴である。

*7) 財政責任法は、2004年にPublic Finance Actに統合されたが、財政責任法の財政政策の枠組みは、統合後のPublic Finance Actにおいても維持されている。

*8) こうした制度は、金融政策におけるインフレターゲットと同様、時間的非整合性に対処しようとする制度である。なお、長期的な経済・財政見通しの公表も長期の目標と短期の指針の整合性を裏付けるものとして重要な役割を担っている。

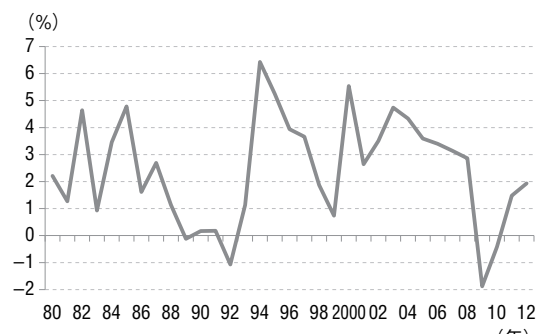
*9) なお、⑤は、租税の平準化のための原則であり、他の4原則とは性質を異にする。

図表2 政府債務残高の推移 (対GDP比)



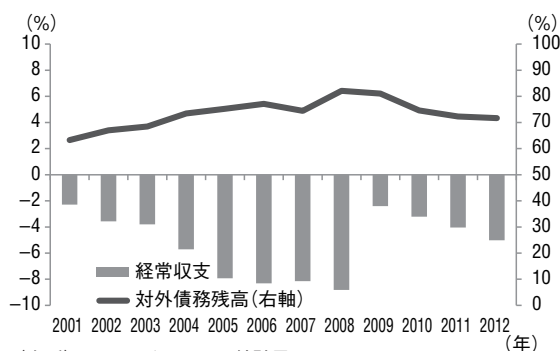
(出所) ニュージーランド統計局

図表3 実質GDP成長率の推移



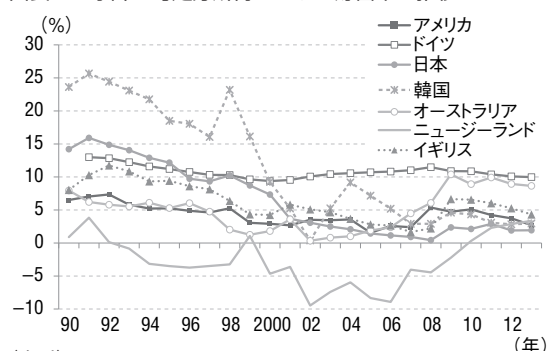
(出所) ニュージーランド統計局

図表4 経常収支と対外債務残高の推移 (対GDP比)



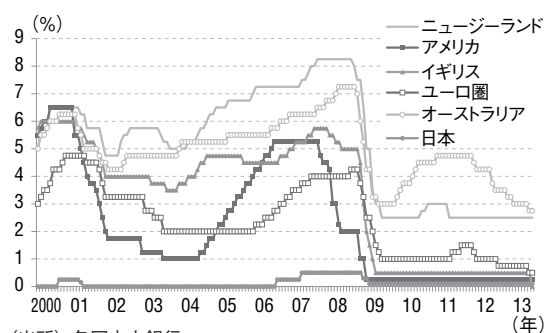
(出所) ニュージーランド統計局

図表5 家計の可処分所得における貯蓄率の推移



(出所) OECD

図表6 主要国の政策金利の推移



(出所) 各国中央銀行

(注) ニュージーランド、オーストラリアはオフィシャルキャッシュレート。日本は無担保コールレート・オーバーナイト物。アメリカはFRB(フェデラルファンド) 誘導目標。イギリスはオフィシャル・バンクレート。ユーロ圏は主要リファイナンス・オペレーション・レート。

図表7 ニュージーランドドルの対アメリカドル相場の推移 (NZD/USD)



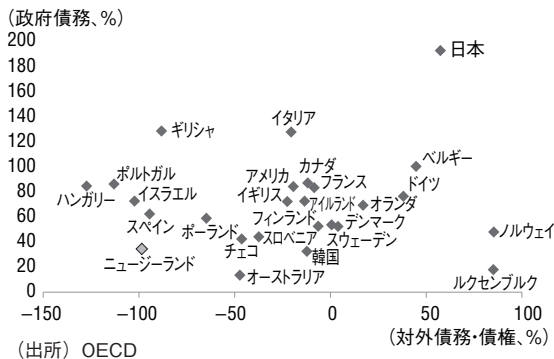
(出所) ニュージーランド中央銀行

ゲットにより、低インフレが維持されてきた(図表1参照)。また、財政責任法の責任ある財政管理の原則に基づいた財政政策運営により、高かった債務残高も着実に低下することとなった(図表2参照)。こうして、ニュージーランド経済は、低いインフレと比較的安定した経済成長が達成され

ることとなった(図表3参照)。しかし、こうした低インフレと安定的な経済成長の下でも、次のような不均衡が拡大してきた。

一つは、経常収支における不均衡と、その結果としての対外債務の拡大である(図表4参照)。ニュージーランドの経常収支不均衡は、構造的には、

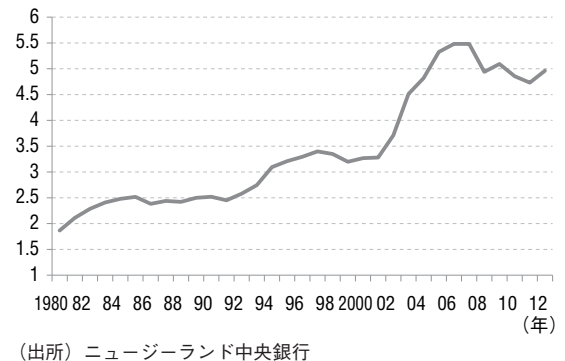
図表8 政府債務と対外債務の国際比較（対GDP比、2011年）



民間部門における極めて低い貯蓄率が主要な原因とされている(図表5参照)*10。他方、短期的には、国際的に見て相対的に高い金利と、それにともなうニュージーランドドル高もその不均衡の拡大につながっていると指摘されている(図表6・図表7参照)。つまり国際的に見て高い金利は、海外投資家からの資金流入を促し、他方これがニュージーランドドル高を生み、通貨高は、コモディティ等を除いた貿易財部門の産業を競争的に不利な立場に置き、益々経常収支不均衡が拡大したというのである。ニュージーランドの対外債務残高の水準は、債務危機に陥ったギリシャやポルトガル等と同程度の水準に達している(図表8参照)。こうした高い対外債務残高は、海外の資金の流れの変化に対して、ニュージーランド経済を脆弱なものとし、ニュージーランド経済のリスクになっている。

もう一つの不均衡は、資産価格における不均衡である。ニュージーランドでは、特に住宅価格の高騰が問題となっている(図表9参照)。ニュージーランドにおいては、家計資産のほぼ四分之三を住宅が占めており、住宅を抵当とした信用供与が銀行貸出の半分以上を占めている*11。このため、住宅価格の高騰は、住宅価格が下落した際の経済

図表9 家計の可処分所得に対する住宅価格の比率の推移



へのショックを拡大することになり、ニュージーランド経済のリスクになっている。

先にIMFの議論を紹介した際に、物価の安定を目的とした金融政策によるマクロ経済安定化だけでは、低いインフレと安定的な経済成長は達成されても、その背後で生じうる特定分野における不均衡の拡大等のリスクに十分対処できないことが世界金融危機により明らかとなったと書いたが、ニュージーランドにおいては、拡大する対外債務と住宅価格の高騰が、こうした不均衡に該当するということである。

ニュージーランド中央銀行は、この二つの不均衡に対し、中央銀行が政策金利により物価の安定を通じて対処するのは、以下の理由で困難であるとしている*12。まず、現在のニュージーランドドル高は、輸入品価格の下落を通じて、インフレ圧力を弱めるため、これに対処するために政策金利を引き下げると、住宅価格の上昇につながり、金融部門における不均衡が拡大してしまう。他方、住宅価格は、通常、政策金利を引き上げるにより、不動産抵当のコストが引き上がり、住宅に対する需要が抑えられ、その上昇が抑制されるが、他の先進国がゼロ金利のような状況では、政策金利の引上げは、他国との金利差を拡大する。これ

*10) IMF (2013)

*11) Wheeler (2013)

*12) Wheeler (2013)

は、更なるニュージーランドドル高につながり、輸入品価格の押下げ圧力となり、インフレ率がインフレーターゲットの下限以下に下落してしまう可能性があるというのである。

政策金利以外のツールによる中央銀行の対応

以上のような政策金利による対応の限界に対して、ニュージーランド中央銀行は、以下のような対応を取っている。

他の先進各国の金利がゼロに近い状況で、ニュージーランドの相対的に高い金利により、ニュージーランドドル高が急速に進む中、ニュージーランド中央銀行は、ここ数か月の間に、為替市場への直接介入を実施している。ニュージーランド中央銀行は、為替介入するか否かを判断する際に次のような四つの基準を設けている。①為替相場が異常な水準かどうか、②その水準が正当化されるものかどうか、③為替介入が金融政策と整合的であるかどうか、④市場環境が、為替介入が効果的たり得る状況か否か、である^{*13}。但し、ニュージーランド中央銀行総裁は、ニュージーランドドルに対する海外の需要の強さとニュージーランド中央銀行の為替介入の能力を考慮すると、為替介入は、「ニュージーランドドルの水準に影響を与えるというよりも、為替変動のピークをなだらかにし (smooth the peaks off the exchange rate)、投資家達のニュージーランドドルはOne-way bet であるといったような認識を弱めることぐらいしか望めない」としている^{*14}。これは、為替介入が

持続的に通貨高を抑制したり、資本の流れに影響を与えることはできず、為替介入が、経常収支不均衡を是正する手段にはなりえないとの認識を表しているものと考えられる。

住宅価格の高騰に対しては、ブルーデンス政策を用いて対処してきている^{*15}。まず、今年5月初めに、主要四行に対して、融資額の対担保評価額比率 (LVR) の高い住宅ローンのリスクウェイトの引上げを行った^{*16}。更に、現在マクロブルーデンス政策の枠組みの構築を進めている。ニュージーランド中央銀行は、マクロブルーデンス政策を次のように定義している。「マクロブルーデンス政策は、ブームと崩壊を繰り返す金融市場の変動サイクルを通じて生じうるシステミックリスクを減らすために規制的手法を用いるものである。マクロブルーデンス政策は、急速な信用拡大や、レバレッジの拡大、過剰な流動性がみられる時期に、金融システムに追加的な耐性 (resilience) を構築すること、及び信用・資産価格の過剰な成長を抑制することにより、更なる金融システムの安定性を促進することを目的としている^{*17}。」ニュージーランドではマクロブルーデンス政策のツールとして、①the countercyclical capital buffer②adjustments to the minimum core funding ratio③sectoral capital requirements④restrictions on high loan-to-value ratio (LVR) residential mortgage lendingの四つを想定している。これらマクロブルーデンス政策のツールは、中央銀行の銀行に対する既存の規制を代替するものではなく、それらを補完するものとして、時々の信用循環に

*13) Wheeler (2013)

*14) Wheeler (2013)

*15) ニュージーランド中央銀行が、ブルーデンス政策を行う根拠は、中央銀行法の以下の条文にある。
(ニュージーランド中央銀行法該当条文)

Part5 Registration of banks and prudential supervision of registered banks

Section67 The Bank shall in accordance with this Part—

(a) register banks; and

(b) undertake prudential supervision of registered banks.

*16) なお、ニュージーランド中央銀行は、当政策は、恒久的なリスクウェイトの引上げであり、一時的な措置ではないため、マクロブルーデンス政策には該当しないとしている。

*17) ニュージーランド中央銀行ホームページのMacro-prudential policy - Q&Aより。

おけるリスクに対処するものとされている。また、マクロブルーデンス政策は、本質的に一時的なものであり、リスクが後退すれば、マクロブルーデンス政策による規制も解除されることとされている*18。先に、マクロブルーデンス政策を担う主体については、金融政策と違い、単純に中央銀行に任せてよいものかどうかという論点があるが、この点については、ニュージーランドでは、次のような制度が作られている。まず、マクロブルーデンス政策を行う主体は、中央銀行である*19,20。しかし、中央銀行がマクロブルーデンス政策を行う際には、事前に財務大臣と財務省に相談（consultation）を行うこととなっており、このような枠組みを定めた覚書*21が今年の5月13日に、財務大臣と中央銀行総裁の間で締結されている。そして、この覚書の中で、中央銀行による財務省に対する広範な情報提供が定められている。

マクロ経済安定化における財政政策の役割

以上、物価安定のみを目的としたインフレーターゲットによる金融政策の限界に対する中央銀行の取組みを見てきたが、次にもう一つの論点であるマクロ経済安定化における財政政策の役割についての、ニュージーランドにおける議論を紹介する。

ニュージーランドにおける財政政策によるマクロ経済安定化についての議論は、先の不均衡の話、特に高い金利とニュージーランドドル高の問題と密接に関連している。2011年にニュージーランド財務省は、中央銀行とVictoria University of Wellingtonと共同で、“New Zealand’s Macroeconomic Imbalance – Causes and Remedies”というシンポジウムを開催し、ニュージーランド経済の抱えるマクロ経済の不均衡についての原因と対策について議論をしている。その中で、ニュージーランド財務省のAnne-Marie Brookが、マクロ経済安定化における財政政策の役割について、包括的かつ広範な分析を基に、以下のような議論を行っている*22。

直近のニュージーランドの景気循環*23を振り返ってみると、2006年から2008年の間、財政政策は、景気循環を増幅させる方向に作用（pro-cyclical）していた。つまり、GDPギャップがプラスの状況で、拡張的財政政策を行ったため、既に拡張期にある景気を、その拡張を更に増幅させることとなったのである*24。これに対し、中央銀行の金融政策は、特にインフレーターゲットと変動相場制を採用している場合、政府により与えられた経済環境を前提に、物価安定に向けて、言わば自動的に金融政策を運営することとなる。このた

*18) ニュージーランド中央銀行ホームページのMacro-prudential policy – Q&Aより。

*19) 中央銀行のマクロブルーデンス政策のためのマンデートは、中央銀行法で定める目的の中の、“健全で効率的な金融システムの維持、促進”から派生するとされている。（ニュージーランド中央銀行法該当条文）

1A Purpose

(1) The purpose of this Act is to provide for the Reserve Bank of New Zealand, as the central bank, to be responsible for—

(a) formulating and implementing monetary policy designed to promote stability in the general level of prices, while recognising the Crown’s right to determine economic policy; and

(b) promoting the maintenance of a sound and efficient financial system; and

(c) carrying out other functions, and exercising powers, specified in this Act

*20) マクロブルーデンス政策の決定は、金融政策の決定と同様、中央銀行総裁が行うこととなっている。脚注6参照。

*21) Memorandum of Understanding between the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank of New Zealand (2013年5月13日)

*22) Brook (2011)

*23) ニュージーランド中央銀行の“Business cycle review, 1998-2011”によれば、ニュージーランドの直近の景気循環は、1998年に始まり、その構成は、1998年から2007年までの景気拡張期、世界金融危機による2008年から2009年の景気収縮期、その後の緩やかな回復期となっている。

め、財政政策において、景気循環を増幅させる政策がとられた場合には、中央銀行の金融政策はその景気循環を抑制する方向に動く (countercyclical)。例えば、景気拡張期に、拡張的財政政策により景気循環が増幅されると、中央銀行は、その増幅を打ち消すために、政策金利をより高く設定することになる。この結果として、2006年から2008年の間の拡張的財政政策は、高金利とそれによるニュージーランドドル高、そして経常収支不均衡の拡大につながったのである*25。

こうした分析をもとにBrook (2011) は、2006年から2008年の財政政策が、景気循環を増幅させる政策となった理由の一つとして、財政責任法を挙げる。先述したように、財政責任法は、債務の持続可能性に重点を置き、国家の債務を“慎重な水準”にまで引き下げ、維持することを、政府に義務付けている*26。このため、債務の“慎重な水準”への引下げが達成されるまでは、拡張的財政政策は抑制され、財政政策は、最低限の自動安定化機能によるマクロ経済安定化以外に、景気循環に影響を及ぼすことは、限定されていた。しかし、2000年代の好況を受けて、順調に税収が伸びたこともあり、2000年代半ばには、近く“慎重な水準”が達成される見通しとなった*27。こうして、一度

“慎重な水準”が達成される見通しとなると、歳出増や減税に対する抑止力が失われ、偶発的な歳出減や税収増は、そのまま政府の新しい政策のための歳出枠の拡大に使われることとなった。このように、債務の持続可能性を財政運営の原則とし、債務残高をターゲットとした財政責任法の構造は、ターゲットが底とみなされ、政府にターゲット以下に債務を引き下げるインセンティブを与えない構造となっている。更に財政責任法は、財政政策の指針として、債務の持続可能性は、明確にしているものの、マクロ経済安定化については、それほど明確にしていない*28。このため、結果として、債務の持続可能性という目標に支えられていなければ、マクロ経済安定化は財政政策の目標として重視されず、債務が“慎重な水準”に近づくにつれ、景気循環を増幅するような拡張的財政政策の抑止力となりえなかった。Brook (2011) は、こうした分析の後、財政政策の改革についての様々なオプションを提示し、検討している。

以上のような議論を踏まえ、ニュージーランドにおいては、現在Public Finance Act*29の改正案が議会で審議されている。その改正案では、責任ある財政管理の原則に“formulating fiscal strategy

*24) なお、Brook (2011) は、この間の財政政策が景気循環を増幅する方向に行われたのは、政府が意図的に行ったものではなく、GDPギャップが予想よりも2%以上高い結果となったためであるとしている。そして、こうしたGDPギャップの予測の改訂やエラーがどこの国でも頻繁にあることを考えると、財政政策における最善の策は、財政の持続可能性が確保された後、経済が実際に後退するまでは、歳出増や減税を行わないという、より保守的なスタンスをとることであるとしている。

*25) 2006年から2008年の間の財政政策が結果として、高金利とニュージーランドドル高につながったという指摘は、上記シンポジウムの他の参加者からも指摘されており、また、ニュージーランド中央銀行も指摘している (Chetwin & Reddell (2012))。

*26) 財政責任法上、“慎重な水準”の定義は、時の政府に委ねられており、当時は総債務 (Gross sovereign-issued debt) を対GDP比20%以下にすることであった。(図表2参照)

*27) なお、当時のこうした見通しは、好況による税収増が今後も続くとの予測に基づいたものであり、2008年から始まる世界金融危機による景気後退は予測していなかった。ニュージーランドは、その後、世界金融危機と大震災により財政赤字となり、2008年まで下がり続けていた債務も、2008年以降増加している。(図表2参照) このため、現在は再び財政健全化を進めている。

*28) 財政責任法の責任ある財政管理の原則は、「債務残高が“慎重な”水準まで引き下がった後は、相当な期間 (reasonable period of time) において、平均して歳出が歳入を上回らないようにし、債務水準を維持すること」となっており、財政政策の自動安定化機能を認め、マクロ経済安定化の役割を定めているとも解釈できるが、債務の持続可能性ほどは明確に財政政策の原則として定められていない。

*29) 2004年に財政責任法は、Public Finance Actに統合されたが、財政責任法の財政政策の枠組みは、統合後のPublic Finance Actにおいても維持されている。注7参照。

with regard to its interaction with monetary policy”という原則が追加されている*30。この原則の趣旨は、政府は、財政政策を策定する際に、金融政策との相互作用を考慮に入れなければならないとし、景気動向指数（cyclical indicators）に関する議論も含め、景気循環の各段階における財政政策と金融政策の相互作用について、政府に明確にすることを要求するものである*31。

ニュージーランドのBill English財務大臣は、この改正について、財政責任法は、債務残高が高く、財政収支もよくない状況においては、優れた制度であったが、財政黒字が長く続くような状況において拡張的財政への誘惑に対処するには適していなかったとし、この改正は、将来再び財政黒字となった際に、政府がより責任ある態度で財政政策を行うことを確保するためのものであると説明している*32。つまり、財政政策を策定する際に、財政政策が景気循環に及ぼす影響とそれに対応した金融政策の反応を考慮しなければいけないとし、それについての説明責任を政府に課すことにより、2006年から2008年のような、高金利と通貨高、そしてそれに伴う経常収支不均衡の拡大につながるような財政政策を防止しようというのである。

終わりに

世界金融危機後のマクロ経済政策の見直しの議論をニュージーランドにおけるマクロ経済政策の議論に焦点を当ててみてきたが、ニュージーランドにおける議論は、次のような点において、興味深いのではないかと考える。

まず、住宅価格の高騰に対して、マクロブルーム政策により対処するという点についてであるが、ニュージーランドの住宅価格高騰は、住宅の供給不足と、累積需要、そして1960年代半ば以来最低水準にある住宅ローン金利が組み合わさって起こっているとされている*33。特に、住宅価格の高騰が著しいオークランドやクライストチャーチにおいては、供給不足が大きな要因とされている*34。そして、こうした供給不足の背景には、建設業における低い生産能力*35や土地の区割り制度の問題等が指摘されている*36。また、需要サイドの要因として、税制が住宅投資を促進するような構造になっているとも指摘されている*37。このように、住宅価格高騰の背景には、信用循環だけでなく、構造的要因が大きく影響している。こうした構造的要因に対し、政府は建設業の生産性向上のための政策等を進めているようであるが、建設業の生産性や生産能力の向上により、供給不

*30) Public Finance Actの改正案は、2012年8月に議会に提出され、12月にFirst readingが行われ、その後財政委員会（Finance and Expenditure Committee）に回され、2013年5月31日に、当委員会の審査報告が出された。その報告の中で、“formulating fiscal strategy with regard to its interaction with monetary policy”を、“when formulating fiscal strategy, having regard to the interaction between fiscal policy and monetary policy”へと修文することが提案されている。修文理由は、本改正の趣旨が、財政政策を策定する際、政府に、財政政策と金融政策の相互連関性を認識し、異なった財政政策は異なった金融政策の対応を引き起こすという事実を考慮することを要求するものであることに鑑みると、原案では、あたかも財政政策は、金融政策を考慮するが、金融政策は、財政政策を考慮しないという、財政政策と金融政策が一方行の関係にあるという誤った印象を与える可能性があり、財政政策と金融政策の相互連関性をより明確にするためとなっている。

*31) “Explanatory note about Public Finance (Fiscal Responsibility) Amendment Bill”より。

*32) Public Finance Act改正案のfirst readingにおける、Bill English財務大臣の冒頭発言。

*33) Wheeler (2013)

*34) Wheeler (2013)

*35) 2012年2月時点において、2008年2月時点と比較すると、建設会社数は、5000社、建設業の雇用者数は、14000人の減少となっている。こうした減少に加えて、カンタベリー地区の震災復興に多くの建設業雇用者が割かれており、その他の地域における建設業雇用者が少なくなっている。こうしたことが、建設業の生産能力を低下させ、住宅供給を制約しているとされている。（Wheeler (2013)）

*36) Wheeler (2013)

*37) Wheeler (2013)

足が解消されるのには、相当な時間を要する*38。他方、先述のように、ニュージーランドドル高のため、住宅価格の高騰に対して金融政策で対処するのは、物価の安定との関係で困難な状況にある*39。このように、ニュージーランドにおけるマクロプルーデンス政策は、政府が構造的要因を取り除くのを待っていたのでは住宅価格が高騰し続けてしまい、他方で金融政策による対応余地が限られているという、政府による対応と金融政策による対応の双方に限界がある中で、融資額の対担保評価額比率（LVR）の引下げ等により、一時的に抵当需要を抑制し、住宅価格の高騰を抑制しようという試みのようにも思われる。しかし、先述のように、マクロプルーデンス政策は、その実施例が少なく、その効果も未知な部分が多いため、ニュージーランド中央銀行は、慎重にその検討を進めている。IMFも、対ニュージーランド四条審査報告書の中で、マクロプルーデンス政策による対応を支持しつつも、マクロプルーデンス政策は、マクロ経済政策及びミクロプルーデンス政策を補完するものとして使うべきであり、頻繁に使うべきものではなく、前例も限られているため、慎重に用いるべきと指摘している*40。

次に、財政政策についてであるが、ニュージーランドは、財政責任法制定以来、着実に公的債務を減らしてきたが、世界金融危機とその後の大震災により財政赤字となり、現在再び財政健全化を

進めている*41。先にニュージーランドの不均衡の一つとして、経常収支不均衡と、その結果としての対外債務の拡大の問題があり、その構造的な原因として、低い貯蓄率があると書いた。IMFは、現在の財政健全化政策により、政府の財政状態を改善することは、ニュージーランドの貯蓄率を引き上げ、経常収支不均衡を改善し、対外債務の増加を抑制するのを助けるだろうとしている*42。更に、IMFは、現在の財政健全化政策は、金融政策への圧力を減らし、マクロ経済のポリシーミックスを改善したとも指摘している*43。先述のPublic Finance Actの改正案は、2015年以降財政黒字が維持され、債務残高が着実に減少していった段階においても、このポリシーミックスが維持されることを確保しようとするものと考えられる。つまり、景気循環のそれぞれの段階において、財政政策と金融政策の相互関連性により生み出されるマクロ経済の状況を政府に考慮することを求めることにより、2006年から2008年のような不適切なポリシーミックスを防止しようというものであると考える。ニュージーランドにおける議論は、財政政策を総需要政策として捉えるだけでなく、財政政策とそれに対応した金融政策により生み出されるマクロ経済の状況が経常収支に与える影響という観点から捉えるという考え方を提示している*44。つまり、ニュージーランドにおいて、財政健全化政策は、国の財政状況の改善を通じて、国全

*38) Wheeler (2013)

*39) ニュージーランド中央銀行は、住宅価格の高騰が、資産効果等を通じて今後インフレ圧力となり、物価の安定に影響を与えるようになった場合には、金融政策による対応を行うことになるだろうとしている。(Wheeler (2013))

*40) IMF (2013)

*41) 現在の財政健全化計画では、2015年までに、財政黒字が達成されるとされている。なお、2013年の財政赤字は、対GDP比で約2%になると予測されている。この計画によると、純債務（Core Crown Net Debt）は、2015年に対GDP比30%に達した後、2021年までには、20%にまで戻ると予測されている。(IMF (2013)) (図表2参照)

*42) IMF (2013)

*43) IMF (2013)

*44) なお、こうした議論の背景としては、ニュージーランドのように比較的規模の小さな開放経済（スモール・オープン・エコノミー）においては、特に変動相場制を採用している場合、財政政策の影響は金利と為替の反応により相殺されてしまうため、財政乗数が極めて低く、財政政策が総需要に与える影響が非常に小さいということもある。(Brook (2011))

体の貯蓄率を引き上げるとともに*45、財政政策の引締めにより、金融政策が緩和され、金利が下がり、通貨高圧力が弱まることで、貿易財部門の国際的な競争的立場が改善されるという効果を持つのである。そのため、財政健全化政策を維持することが、経常収支の改善と対外債務の拡大を抑えるのを助けるということである。

最後になるが、今回ニュージーランドのマクロ経済政策を調べるにあたり、ニュージーランド財務省や中央銀行のホームページに掲載された多くの政策論文やワーキングペーパー等が大変参考になった。ニュージーランドがマクロ経済政策の枠組みを世界に先駆けて構築・導入してきた背景には、このような研究の積み重ねがあるのではないかと思う。そして、こうした政策論文等を公表していることが、諸外国によるニュージーランドの政策についての研究を促し、ニュージーランドのモデルが他の国々の参考とされてきた理由の一つではないだろうか。

(参考文献)

Olivier Blanchard, Giovanni Dell' Ariccia, Paolo Mauro (2010) , "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF Staff Position Note, IMF

Olivier Blanchard, Giovanni Dell' Ariccia, Paolo Mauro (2013) , "Rethinking Macro Policy II :Getting Granular," IMF Staff Discussion Note, IMF

IMF, New Zealand 2013 Article IV Consultation, IMF Country Report No.13/117, IMF

Willem H. Buiter (2006) , "Stabilisation policy in New Zealand: Counting your blessings one by one," Reserve Bank of New Zealand

Graeme Wheeler, Governor of Reserve Bank of New Zealand (2013) , "Forces Affecting the New Zealand Economy and Policy Challenges Around the Exchange Rate and the Housing Market," a speech delivered to the Institute of Directors in Auckland, Reserve Bank of New Zealand

Anne-Marie Brook (2011) "Making fiscal policy more stabilising in the next upturn: Challenges and policy options" New Zealand Treasury

Willy Chetwin (2012) "Business cycle review, 1998-2011" Reserve Bank Bulletin, Vol. 75, No. 1, March 2012 , Reserve Bank of New Zealand

Willy Chetwin & Michael Reddell (2012) "Monetary policy in the last business cycle: some perspectives," Reserve Bank Bulletin, Vol.75, No.2, June 2012, Reserve Bank of New Zealand

プロフィール

石谷 良男 (いしたに よしお)

財務省入省後、国際局勤務、ハーバードロースクール留学、大臣官房勤務、イギリス財務省への出向を経て現職。

*45) ニュージーランド政府は、退職後に備えた貯蓄を促すためのKiwiSaverという制度を設ける等、民間貯蓄を促す政策も実施している。