

『21世紀の財政政策 低金利・高債務下の正しい経済戦略

(原題) FISCAL POLICY UNDER LOW INTEREST RATES』オリヴ

ィエ・ブランシャール著

コロナ禍では生活保障のため多くの財政支出が行われ、さらに現在は防衛費や少子化対策費の増額も求められている。これほど政府の支出を増やして財政破綻のリスクは無いのだろうか。

本書は著名なマクロ経済学者による現代の望ましい財政政策の分析と提言である。

本書の分析はシンプルである(用語の表記はわかりやすくするため本書とは変えている)。

インフレ率を考慮した金利と経済成長率とを比較すると、政府債務は金利で増加していくが生産は経済成長率で増加するので、金利が経済成長率を下回る限り、生産に対する政府債務の割合は低下していく。

金利は世界的に見れば過去三十年間で着実に低下しており、その理由と考えられるのは中国などの成長による国際的な貯蓄増や長寿命化による将来に備えた貯蓄の増加などの構造的要因であるため、低金利は今後も続くと考えられる(著者は昨年以来のインフレや金利の上昇は一時的なものとみる)。

そのため金融政策の余地が小さくなる一方で政府債務の持続可能性のリスクは低くなっており、各国は財政政策を活用することで低迷する民間需要を補い、マクロ経済を安定化できるという。

本書では日本の一九九〇年代半ば以降の不況対策について、低迷する民間需要を積極的な財政・金融政策の活用によって補い一応の成功を収めたとして、財政支出の規模が「ちょうどよかった」例と評価している。

一方で貯蓄の減少と消費増加のための社会保険の充実、経済成長率を高める出生率改善や構造改革、そして高水準の債務に対応するため、時間をかけて財政政策を引き締め中央銀行のバランスシートを縮小していくことの必要性も同時に指摘している。

財政・金融政策については様々な主張がされているが、本書ではオーソドックスな経済学を基に、持続可能な財政の条件についてバランスのよい議論がされている。

今後の経済政策を考えるうえで読まれるべき本である。

【内容紹介】

マクロ経済学の世界的権威が読み解く財政課題、そして日本への教訓

日本は現在の金融政策・財政政策を維持できるのか？

長期に及ぶ低金利、目標に到達しないインフレと低成長……。金融政策が実効下限制約に直面する中で、本当に必要な経済政策とはいかなるものか。マクロ経済学の世界的権威が、経済の安定化に向けて、財政政策の役割を明らかにする。

財政政策については2つの対立する見方がある。1つは高水準の債務から債務削減を絶対的な優先事項とするものであり、も

う1つは低金利を理由に財政には余地があり、債務の増加も排除すべきではないとするものだ。

一方、本書では、低金利は債務の財政面の費用だけでなく、債務の厚生面での費用も低下させるとして、低金利によって金融政策の余地が縮小する中で、財政政策をマクロ経済の安定化のために活用することの利点を提唱する。

日本は現在の金融政策や財政政策を続けることができるのか。財政破綻、金利上昇のリスクをどう見るか。日本が長期停滞を脱するための正しい方向性とは？

今後の日本のマクロ経済政策の方向性の輪郭を説得的に示し、1990年代以降の日本の金融政策と財政政策について丁寧に分析。近年進められているマクロ経済政策の再検討において決定版となる一冊。

* *

ハーバード大学教授、元米国財務長官

ローレンス・サマーズ 推薦！

「ブランシャールの最高傑作。ブランシャールは本書で、財政政策と財政の持続可能性の分析を新たな高みに導いた。財政赤字を心配する人も、緊縮財政を心配する人も、本書のバランスの取れた洞察に溢れる分析に学ぶべきだ。」

【目次】

日本語版への序文

序文

第1章 本書の概要

第2章 導入

第3章 金利の変遷、過去と未来

第4章 債務の持続可能性

第5章 債務と財政赤字による厚生面のコストとベネフィット

第6章 財政政策の実践

第7章 要約と今後の課題

参考文献

訳者あとがき

原著が刊行されたばかりで、もう邦訳版が出るのかと驚いたが、アクチュアルな内容ゆえ、その鮮度が良いうちに日本でも刊行ということで大変時宜を得たものであると思う。

その内容は、本書の副題の「低金利・高債務下の正しい経済戦略」が正鵠を射ているだろうか。むしろ、「経済戦略」のところは、「財政政策と金融政策」とした方がより正確だとは思う。

本書は7章から構成される。その概要は第1章で簡潔に示されており、ここだけ読んでも十分に本書の全容を把握することが

可能である(第1章にある文章が以降の各章でほぼそのまま出てくるため、同じ文章を二度読むことになる)。

本書で重要となるのが、「 $(r-g)<0$ 」という不等式である。ここで、 r は実質安全金利、 g は実質経済成長率である。この不等号の向きが当面変わらない、

つまり、 r が g よりも小さい状況が続くと高確率で想定されるという前提で議論が進められていく。

この不等式についてまず解説したのが第2章であって、続く第3章では、実質安全金利の時系列での変遷が確認され、長期的にそれが低下していることについて要因が論じられている。

第4章は、 $(r-g)$ の部分に着目して、それと債務およびプライマリーバランスの関係を論じ、プライマリーバランスが赤字でも、政府は債務比率を安定させることができるということを論証している。

ここは議論が分かれるところだとは思いますが、著者もだからと言って政府に無限の財政余地があるわけではないとの断りを入れ

ていることには注意を払う必要がある。「 $(r-g)$ の上昇や符号の長期的な反転という事態に備えた条件付きの計画が重要である」(本書26ページ)としており、一瞬、「プライマリーバランスなんて重要ではない、政府はいくらでも借金出来るのだ」という結論に飛びつきそうだが、そこまでは著者は言っていない。

加えて、第4章では、公共投資や中央銀行の役割についても最新の実証研究の成果を踏まえつつ、緻密な議論が展開されており、本書の最大の読みどころとなるだろう。

第5章は「債務と財政赤字による厚生面のベネフィットとコストを検討し、財政政策へのインプリケーションを導き出す」(本書30ページ)という内容であり、ここも論争的な章である。

ここでの著者の結論自体は中庸なものだが、一部分を切り出して都合良く使われてしまいそうな気配を感じる。この気配は続く第6章で強く感じられることになる。

というのも、第6章では、財政政策がちょうど良かったケースとして、過去30年の日本が取り上げられるからである。

他に、財政政策が少なすぎたケースと過剰だったケースが取り上げられるが、少なすぎたケースが世界金融危機後のEUの「緊縮財政」であり、過剰だったケースがバイデン政権である。

このバイデン政権への評価は、インフレにあるアメリカの状況を見ると、なかなか興味深い(この点については、著者による「はじめに」で「最後に一言付け加えたい」として言及されている)。

なお、この第5章にある注31ではMMTに言及しているが、いわく、MMTが「どのようなものであるか正確に理解することは困難だった」(本書191ページ)とのことで、本書の結論の中にはMMTに賛同する人が飛びつきそうなところもあるように思うが、本書をそのままMMTの主張を補強するために使うということには要検討といったところ。少なくとも著者自身はMMTとの関連について論じてはいないことも注意を払う必要がある。

最後に著者の同僚でもある訳者による「訳者あとがき」が配置されているが、その内容は簡潔に本書の概要と意義をまとめて

おり、本文を通読した上でも、あるいは本文を読み始める前でも、一読の価値があるものとなっている。

特に、以下に引用する段落は端的に本書の内容を要約しており、大変参考になる。

「本書は、マクロ経済政策の再検討の流れを踏まえて、この講演を歴史的、理論的、そして、実践に向けたインプリケーションとして発展させているのだ。

経済が長期停滞に直面し、金融政策は実効下限制約という限界にある。

そして、公的債務の水準は上昇してきたが低金利は継続している。

その中で、マクロ経済政策の選択はいかにあるべきか。

これまでの財政赤字の活用は悪であると考えられてきたが、低金利下では理論的・実証的にも債務の財政面・厚生面のコストは小さくなく、金融政策が拘束される長期停滞のマクロ経済環境では財政政策がマクロ経済安定化の役割を担うべきというものだ。」(本書257ページ)

ここに登場する「この講演」というのは、2019年の全米経済学会における著者ブランチャールによる会長基調講演のことである。

会長による基調講演のみならず、学会誌などに掲載されている最新の研究成果も十分に踏まえた内容の書となっており、大変読み応えがあり、政策的なインプリケーションにも満ちた社会的にも大変有用な一冊である。

概要

- ・日本の低金利・高債務政策は昨今のメディアで言われている通り持続可能性が低いのか？であれば金利や債務の水準はいくらが適切なのか？その水準は達成可能なのか？
- ・高債務の持続可能性を考える上で考慮すべきリスクは何か？
- ・日本の金利はもうこれ以上下げる余地がないのでは？経済成長を促進する有効な政策はあるのか？
- ・長期にわたる経済低迷と巨額の公的債務をもたらしたと言われる日本の金融政策・財政政策は本当に失敗だったのか？

政策立案者でなくとも多くの方が有している上記の問いに面白い示唆を与えてくれる本。ひとつひとつの問いに対し、俗論に逃げることなく検討を尽くしていると思われ、納得感をもって読み進めることができる。

すらすら読み進められるトピックではないが、専門家でなくとも理解が可能な内容となっており、翻訳が明瞭かつ洗練されていて読みやすいので、ビジネスマンや学生が読んでも面白いと思う。

「低成長・低金利・高債務」はもはや日本だけのものではなく、欧米を中心とした先進国にも当てはまりつつある状況において、マクロ経済政策の再検討が求められていると思う。この本が新たなスタンダードを生み出すきっかけのひとつになりうるのではないかと考えており、各国の市政策立案者及びマクロ経済学者の反応が楽しみである。