

最近のわが国経済とマクロ経済政策の課題

〔要 旨〕

1. 1980年代前半のわが国経済は、平均成長率の鈍化にもかかわらず、欧米主要国の場合とは異なり、深刻な雇用問題の発生を避けることができたが、その一方で、経常収支黒字の累増という困難な問題に直面した。それには多くの原因があるだろうが、大幅な財政赤字と高金利の組合わせを柱とした米国のマクロ経済政策が一つの大きな背景となり、ドル相場の上昇、金利高の国際波及を通じて、わが国の需要構成を外需依存型に変え、輸出指向型企業行動の定着化を促した事情を指摘することができよう。
2. わが国の金融政策は80年8月以降、漸次緩和方向に転換したが、円安・海外金利高は金融政策の弾力的運営にとっても少なからぬ制約要因となった。その結果、わが国でも実質金利の水準が85年初頃まで高止まり傾向を示し、それが内需の伸びを抑え、経済成長率鈍化のひとつの要因となったことは否めない。この間、財政再建の推進は、直接的には需要抑制要因となったが、国内長期金利への好ましい影響を通じてそのインパクトはある程度緩和されたと考えられる。
3. 昨年9月末以降、円相場は急速に上昇し、この機をとらえて、日本銀行は本年1、3月の2回にわたり公定歩合の引下げを実施した。円高および原油価格低落に伴う輸入コスト低下の影響や金利引下げの効果が今後経済に浸透していけば、円高のデフレ・インパクトの下でも内需の底固さが失われる可能性は小さいとみられるが、経済成長率が幾許か低下することは免れまい。一方、対外不均衡の問題は、短期的にははかばかしい改善が見込み難く、円高基調を後盾としつつ、長期的な視点に立って、産業構造の転換を目指す取組みが不可欠である。
4. 持続的な経済成長の実現と対外不均衡の是正は、今後とも、わが国のマクロ経済政策上の大きな課題である。金融政策がこうした2つの政策課題に同時的に応えていくには、世界的な高金利の是正がさらに進められることが望ましいが、これには、米国の財政政策に実効ある修正が加えられていくことが必要である。一方、財政政策については、引続き財政バランス面から大きな制約があるとみざるを得ない。財政再建の基本路線を堅持しつつ運営上の工夫を積重ねていくことが課題となろう。さらに、今後予定されている税制改革においては、わが国の貯蓄・投資バランスの視点からも十分な検討が加えられることが期待される。

〔目 次〕

はじめに	II. 当面の経済情勢と金融・財政政策による対応
I. 1980年代前半の経済動向と金融・財政政策の回顧	1. 当面の経済情勢の展望
1. 経済動向	(1) 円高の景気へのインパクト
(1) 経済成長率の低下と雇用問題の回避	(2) 円高の対外不均衡是正効果
(2) 対外不均衡の拡大とその背景	2. 今後の金融・財政政策についての考え方
2. 金融・財政政策の推移	(1) 内外均衡に配慮した金融政策
(1) 金融政策の運営におけるジレンマ	(2) 拡張的な財政政策に対する制約
(2) 財政再建の推進とその影響	む す び

はじめに

本稿は、わが国経済が直面している2つの政策課題である持続的な成長と対外不均衡の是正を達成していくうえで、マクロ経済政策がどのような役割を果たすべきかを検討することを狙いとしている。まずセクションⅠでは、議論の出発点として、1980年代前半のわが国経済において2つの大きな特徴であった成長減速下での雇用問題の回避^(注1)と経常収支の黒字幅拡大の背景を整理するとともに、金融・財政政策の対応ぶりを紹介する。次にセクションⅡでは、85年9月以降の為替円高の進行によって、わが国の景気がどのような影響を受けるか、対外不均衡の是正効果をどの程度期待し得るか、の2つの問題について分析し、それを踏まえて、今後の金融・財政政策のあり方を検討する。

I. 1980年代前半の経済動向と金融・財政政策の回顧

1. 経済動向

80年代に入ってからわが国経済の動向を振り返ると、2つの際立った特徴点が指摘される。そのひとつは、経済成長率の低下にもかかわらず、深刻な雇用問題が発生しなかったことである。もうひとつは、需要構成の面で外需への依存度が大きく高まり、その結果、経常収支の黒字幅が著しく拡大したことである。

(注1) 雇用問題は、欧米主要国と比較して、わが国ではあまり大きな問題とならないで推移してきている。

(1) 経済成長率の低下と雇用問題の回避

まず、景気動向からみると、80年代に入って世界経済全体が主要先進国でとられたデイス・インフレ政策の影響等から次第に停滞色を強めた中で、わが国経済も80年春頃から調整局面に入った。その後、83年初以降は輸出の増加とそれに誘発された設備・在庫投資の拡大を柱にして再び拡大過程をたどったが、80年代前半の時期における経済成長率は、ならしてみれば、70年代後半の時期に続いて一層のスローダウンを余儀なくされた(実質GNPの年平均伸び率、66~73年度+9.1%→76~79年度+5.1%→80~84年度+3.8%。なお、ここでは、第1次オイル・ショック直後の調整期にあつて著しい成長率低下をみた74~75年度を除いた。図表1)。こうした経済成長率の低下は、78年末の原油価格の再度の高騰に伴うサプライ・ショックを直接の契機とするものであったが、需要構成の面からみれば、国内需要が盛上がりやを欠いていた(実質GNPに対する増加寄与度、76~79年度平均+5.1%→80~84年度平均+2.4%)ことを背景とするものであった。これは、期待成長率の低下に伴う企業や家計の支出行動の慎重化によるところが大きかったが、それとともに、米国金利上昇の影響から国内の金利低下が大幅には進まず実質金利の水準が85年初頃までは比較的高目に推移したこと、また財政赤字の縮減を目的に政府支出の伸びが抑制されたことも、国内需要の拡大に対す

(図表1)

実質GNP、失業率の推移

(前年度比増減(△)率%、GNP項目別は増加寄与度)

	1966~73 年度平均	1976~79 年度平均	1980~84 年度平均	1983年度	1984年度	1985年度 (見込み)
実質GNP	9.1	5.1	3.8	3.7	5.0	4.2
国内需要	10.0	5.1	2.4	2.2	3.7	3.4
個人消費	5.3	3.0	1.6	1.8	1.5	1.7
民間住宅投資	0.9	0.2	△ 0.3	△ 0.5	0.0	0.1
民間設備投資	1.8	0.8	0.9	0.8	1.7	1.3
政府支出	1.6	1.0	0.2	0.2	0.1	0.3
経常海外余剰	△ 0.9	0.0	1.4	1.5	1.3	0.8
GNPデフレーター	7.1	5.0	2.2	0.6	1.7	1.5
失業率(水準)	1.3	2.1	2.4	2.7	2.7	2.6

- (注) 1. 85年度は政府経済見通しによる。なお、85年度の設備投資、政府支出はNTT等の民営化に伴う影響を調整済み。
 2. 失業率は暦年ベースによる。
 3. ここでは、第1次オイル・ショック直後の調整期にあつて著しい成長率低下をみた74~75年度を除いた。

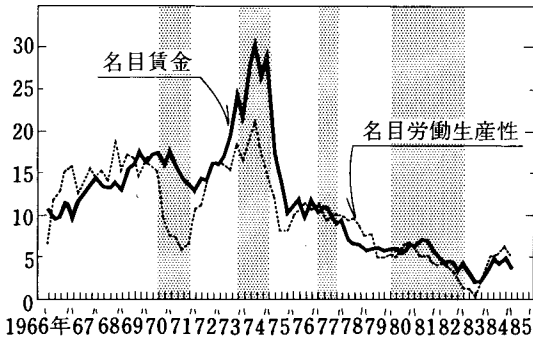
る制約要因として作用したとみられる(ただし、財政赤字の縮減に伴うデフレ・インパクトについては、後述のように、金利の低下を通ずる国内民間需要へのプラス効果を割引いて考える必要がある)。

しかし、経済成長率が低下する中で、失業率は引続き低い水準で安定的に推移し(注2)(76~79年平均2.1%→80~84年平均2.4%)、欧米主要国の場合とは異なり、深刻な雇用問題の発生を避けることができた点が大きな特徴であった。これには、マネーサプライ増加率の安定化等によりインフレ期待の高まりが防止された結果、賃金決定の伸縮性とそれに基づく企業収益の安定性が損なわれなかった

[図表2]

名目賃金、労働生産性の推移

前年比(%)



(注) シャドローは景気後退期を示す。

ことが大きく寄与しているとみられる。事実、わが国の名目賃金の決定要因を検証すると、かつての高度成長期においては、期待インフレ率に左右される傾向が強く、このため、インフレ率が高まりをみせた70年代前半の時期には名目賃金の上昇率が労働生産性の伸びを大幅に上回る事態になった。しかし、70年代後半の時期に入って

(参考) 賃金関数の計測

(カッコ内はt値)

計測期間	定数項 (α)	労働需給 (β)	消費者物価 (r)	労働生産性 (δ)	D. W.	\bar{R}^2
1965/1-3 ~75/1-3	1.32 (1.1)	5.97 (5.0)	0.65 (10.3)	0.20 (2.1)	2.26	0.88
1975/1-3 ~85/1-3	-5.20 (2.3)	8.23 (2.3)	0.49 (4.2)	0.59 (4.6)	1.47	0.91

(注) 賃金関数を以下のとおり定式化のうえ、期間を変えて計測。

$$1 \text{人あたり名目賃金(前年比)} = \alpha + \beta \sum_0^3 \text{有効求人倍率} \\ + r \sum_0^3 \text{消費者物価(前年比)} \\ + \delta \sum_0^2 \text{労働生産性(前年比)}$$

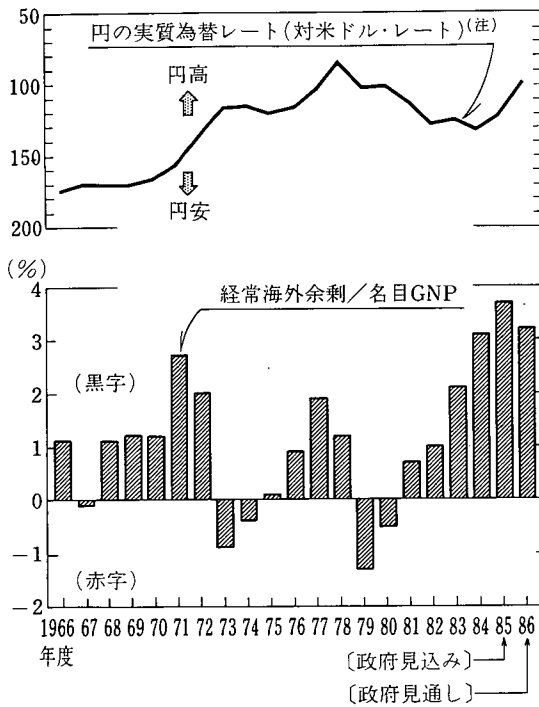
$$\text{労働生産性} = \frac{\text{名目GNP}}{\text{雇用者数}}$$

(注2) 失業率は、低水準ながらも、近年ややすう勢的な上昇を示している(80年2.0%→85年2.6%)が、これには、労働力人口の高齢化や女子の労働力化比率の高まり、さらには若年層での自発的離職者の増大等といった労働供給面における構造的な変化が大きく影響している。

からは、名目賃金が労働生産性との関係でより弾力的に決定されるようになってきており、そうした関係は80年代入り後も維持されていることが確認される(図表2)。つまり、わが国経済の場合、経済成長率がある程度低下しても、賃金上昇率の弾力的な変化によってそのインパクトが吸収される結果、名目賃金上昇率が硬直である場合に比べ、雇用量への影響がマイルドであったことを示唆している(注3)。もとより、低い経済成長率に満足してもよいというわけではないが、80年代前半の時期におけるわが国のマクロ経済政策にとって、少なくとも雇用問題の負担が少なかったことは幸いであったといえよう。

[図表3]

為替レート、経常収支の推移



(注) 1. 円の実質為替レートは日米両国のG N Pデフレーター比を用いて実質化し、1980年度=100として指数化。

(注) 2. 86年度の為替レートは最近時の水準をそのまま延長。

(2) 対外不均衡の拡大とその背景

80年代前半の時期にわが国経済が直面した最大の問題は対外不均衡の拡大であった。わが国の経常収支は、第2次オイル・ショックが発生した79年度には名目G N Pの2.7%に相当する大幅な赤字(-139億ドル)を余儀なくされたが、80年度以降急速な改善に向かい、85年度については対名目G N P比で約3.6%に上る大幅な黒字(約510億ドル)が予測されている(政府経済見通し、図表3)。こうした経常収支の黒字は、マクロ的にみれば常に国内の貯蓄超過幅に等しくなる筋合いにあるが、かといって、その原因を単純に国内の absorption の不足に帰するのは適切とはいえない。とくに、80年代前半

(注3) なお、伸縮的な賃金決定の下で、企業収益の確保が、雇用量調整よりも1人当たり賃金の調整によりウエイトをおいたかたちで果たされたことは、個人消費への影響の仕方の相違(失業増大の場合に予想される平均消費性向の低下)等を通じ、経済成長率のスローダウン自体をある程度緩和したことも見逃せない。第2次オイル・ショック後の80~82年にかけての経済成長率の鈍化テンポが日本の場合、欧米諸国に比べて軽微にとどまったのには、こうした事情も大きく寄与しているとみられる。

(図表 4)

部門別資金過不足、家計貯蓄率、民間設備投資比率の推移

(％、部門別資金過不足(△)は対名目G N P比率)

年度	法人企業	金融法人 を除く	公 共	個 人	海 外	家計貯蓄 家計可処分 所得	実質民間 設備投資 実質G N P
	1976	△ 2.8	△ 3.6	△ 7.0	10.6	△ 0.8	22.3
1977	△ 1.8	△ 2.3	△ 7.5	11.2	△ 1.9	21.7	14.1
1978	△ 0.4	△ 1.0	△ 8.7	10.2	△ 1.2	19.6	14.6
1979	△ 2.1	△ 3.2	△ 7.6	8.2	1.4	17.4	15.3
1980	△ 2.1	△ 3.3	△ 7.2	8.7	0.6	18.0	15.8
1981	△ 3.1	△ 3.1	△ 7.3	10.9	△ 0.5	17.9	16.0
1982	△ 2.8	△ 3.6	△ 6.8	10.4	△ 0.8	16.0	15.8
1983	△ 1.6	△ 3.5	△ 6.7	10.3	△ 2.0	16.1	15.9
1984	△ 1.0	△ 2.2	△ 5.6	9.6	△ 3.0	16.0	16.8

- (注) 1. 公共部門には、中央政府ほか地方公共団体、公社公団、公的金融機関等を含む。
個人部門には、個人企業、非営利法人を含む。
2. 部門別資金過不足は、日本銀行「資金循環勘定」による。

の時期におけるわが国の経常黒字の累増は、家計の貯蓄超過や企業の投資不足と結びつけてとらえられがちであるが、実はこの間、家計部門の貯蓄超過額の対G N P比率は幾分ながら低下方向にあり、また実質G N Pベースでみた設備投資の対G N P比率はむしろ上昇傾向にあった(図表4)。事後的に観察される貯蓄・投資バランスの姿から事前的な因果関係の方向がどのようなものであったかを明確に探り出すことはもとより困難であるが、こうした事実からみると、国内のabsorptionの不足もさることながら、同時にそれとは逆に経常黒字拡大の結果、国内貯蓄が増加したという関係を排除することはできないように思われる(輸出の伸長に伴う企業収益の増加を完全にabsorbする程には投資が増大せず、その結果、企業部門の投資超過の対G N P比率は低下)。さらに、①現在のわが国の輸出入構造を前提とする限り、内需拡大を通ずる黒字圧縮効果は極めて限られたものと考えざるをえない点^(注4)や、②とくに黒字拡大が急ピッチで進んだ83年以降において、わが国経済に事前的な意味で大幅なデフレ・ギャップが存在したとは想定し難いことも、経常黒字拡大の主因を単純にabsorptionの不足に求める見方の限界を示すものといえよう。

これを要するに、80年代前半の時期におけるわが国の経常収支黒字について

(注4) 日本銀行の計量モデルのシミュレーションによると、たとえば、財政支出を1兆円追加しても、輸入誘発効果は年間7億ドル程度にとどまる(ここでは平年度ベースの効果をみるため、年率1兆円の名目公共投資額<G N Pベース>の追加を6四半期続けた場合の最終四半期における輸入増加額<年率>を計算)。

は、単なる貯蓄・投資バランスの観点からとらえるのみでは不十分であることを意味する。さらに別の視点から、たとえば米国のマクロ経済政策との関連からも分析を加えることによって、より整合的な理解が可能となろう。

すなわち、まず第1に指摘されなければならないのは、米国のマクロ経済政策によってファンダメンタルズから大きく乖離した為替レートが出現したことである。80年代に入ってから米国の拡張的な財政政策は、それ自体が所得効果を通じてわが国の輸出増加要因となったばかりでなく、米国の実質金利の上昇→ドルの実質為替レートの上昇というルートを通じて、わが国の経常収支黒字を拡大させる大きな原因となった(そのメカニズムは、後述のように、Mundell-Flemingのモデルに即して理解することが一応可能である)。

こうした外需の増加によって、わが国の経済成長率がある程度引上げられたことは確かである。実質GNP成長率に対する外需(経常海外余剰)の寄与度が80～84年度平均で+1.4%(寄与率では37%)に上っていたことからそれをうかがい知ることができる。しかし、他方で、米国における金利上昇の影響が内外金利の裁定関係等を通じて、わが国の金利水準を相対的に押し上げる方向に作用したため、国内需要がそれによってむしろ抑制された側面があったことを見落すべきでない。その限りでは、わが国の経常収支黒字の原因として国内の absorption の不足が何がしか影響しているともいえようが、そのひとつの重要な原因として、米国の金利上昇によってわが国の金利水準の低下が妨げられていたという事情にも十分留意すべきである。

このように、米国のマクロ経済政策は、為替レートを通じるルートに加え、金利の国際的な連動によっても、わが国の貯蓄・投資バランスに大きなインパクトを及ぼしたと考えられる^(注5)。

わが国の経常収支黒字の原因として米国のマクロ経済政策との関連でさらに重要なのは、ドル高(円安)が長期間にわたって続いた結果、わが国の産業界では採算上も有利化した輸出財の生産に一層傾斜し、技術開発の内容も多くはそうした財に振向けられるようになり、それに伴う輸出財産業部門での競争力の強化が経常収支黒字をさらに増幅させるというメカニズムがビルト・インされてしまったことである。もともと、わが国経済の場合、オイル・ショックのたびに交易条件が大幅に悪化する結果、oil deficit を克服するため、数量収支の改善、すなわち輸出数量の拡大が不可欠となり、企業の行動はどうしても輸出指向を強めがちであった。それは、ひとつには、交易条件の大幅悪化に伴う海外への所得流出によ

って国内の absorption が低下する結果、企業は生産水準を維持しようとするれば輸出需要により多く依存しなければならなかったことによるものであり、もうひとつは、経常収支の赤字化に伴う円相場の低下によって輸出競争力自体の向上も促される関係にあったためである。80年代に入ってからドル高(円安)の長期化はそうした企業の行動を一層促進するかたちとなった^(注6)。その意味で、米国のマクロ経済政策は、わが国の貯蓄・投資バランスにとどまらず、産業構造の面にも大きな影響を残すことになった。わが国の経常収支黒字の原因として産業構造の輸出依存体質がしばしば指摘されるが、これには、わが国の産業構造が世界的にも所得弾力性の高い分野に柔軟に転換していった事情ばかりでなく、米国のマクロ経済政策がわが国の企業行動へ及ぼした影響も見逃し得ない^(注7)。このようにして、わが国の対外不均衡は、輸出指向型の企業行動が定着化したという意味で、次第に構造的な様相を強める結果となり、それだけに、為替レートの調整によっても、短期間のうちには解決が期待し難いものになっている。

(注5) この点を日本銀行の計量モデルのシミュレーションによって検証すると、仮に米国で81年以降拡張的な財政政策が採用されなかったと想定した場合、円相場が大きく上昇する一方、わが国の金利水準が低下することにより、内外需のバランスが変化する結果、85年度におけるわが国の経常収支黒字は現実値よりも約100億ドル縮小していた(円高に伴う輸出価格上昇の影響を捨象した「実質貿易収支」で見れば、約200億ドル縮小)との結果が一応得られる(図表5)。もとより、こうした計量モデルによるシミュレーションについては、円安の回避により企業の輸出行動に構造的な変化が生じうる可能性等を捨象している点で限界があることはいまでもないが、米国のマクロ経済政策がわが国の経常収支にいかに大きな影響を与えていたかをうかがうことはできよう。

(図表5)

米国のマクロ経済政策による日本経済への影響

	現 実 値 (A)	米国の財政赤字 が81年度(米国財 政年度)以降、横 這いとした場合 (B)	(A)-(B)
実質GNP(81～85年度 平均伸び率%)	3.8	3.2	+ 0.6
経常収支(85年度水準 億ドル)	559	463	+ 96
貿易収支(")	611	530	+ 81
実質貿易収支	611	420	+ 191
円相場(85年度水準 円/ドル)	225	197	+ 28
長期債市場 利回り(85年水準、%)	6.50	5.78	+ 0.72

(注) 現実値(A)のうち85年度の実質GNP、経常収支、貿易収支、および(B)は日本銀行の計量モデルによる試算値である。

2. 金融・財政政策の推移

(1) 金融政策の運営におけるジレンマ

こうした経済情勢の下で、金融政策は、持続的な経済成長と対外不均衡の是正を同時に達成するという観点からは、一種のジレンマ・ケースに置かれていた。

すなわち、日本銀行は、80年8月以降、マネーサプライの適切な管理に留意しつつ、金融緩和政策を漸次進めてきた。マネーサプライ増加率が安定していた(M₂+C Dの前年比伸び率は82年以降7~8%の範囲内で安定的に推移)ことは、すでに触れたように、インフレ期待の鎮静化をもたらすことによって、賃金決定の弾力性を維持するなど、国内経済の安定化に大いに寄与したところである。ただ、経済成長率、とくに国内需要の動向からみる限り、金利水準の低下をいまい少し促進することができればより望ましかったと考えられる。仮にそうしたことが行われたとしても、当時においてマネーサプライの安定が著しく損なわれる懸念は小さかったと思われる。しかし、経常収支の黒字幅が著しく拡大する中で、為替相場はむしろ円安基調を続けたため、金融政策は、対外均衡上の要請から大きく制約された。これは、経常収支の黒字拡大の基本的な原因が単純に国内のabsorptionの不足に求められるものではなく、米国の金利高とそれに伴うドル高(円安)に大きくかかわり合いを持つと考えられたため、金融政策は、円相場の安定化を重視し、国内金利の操作に当たっても内外金利差の動向にこれまでになく配慮しなければならなかったからである。とくに、円安が急速に進行した82年春から夏にかけては、短期市場金利を高目に保つよう努力した。また、ニューヨークG-5後の85年秋にも円高基調の定着を狙いとして同様の措置を講じた。

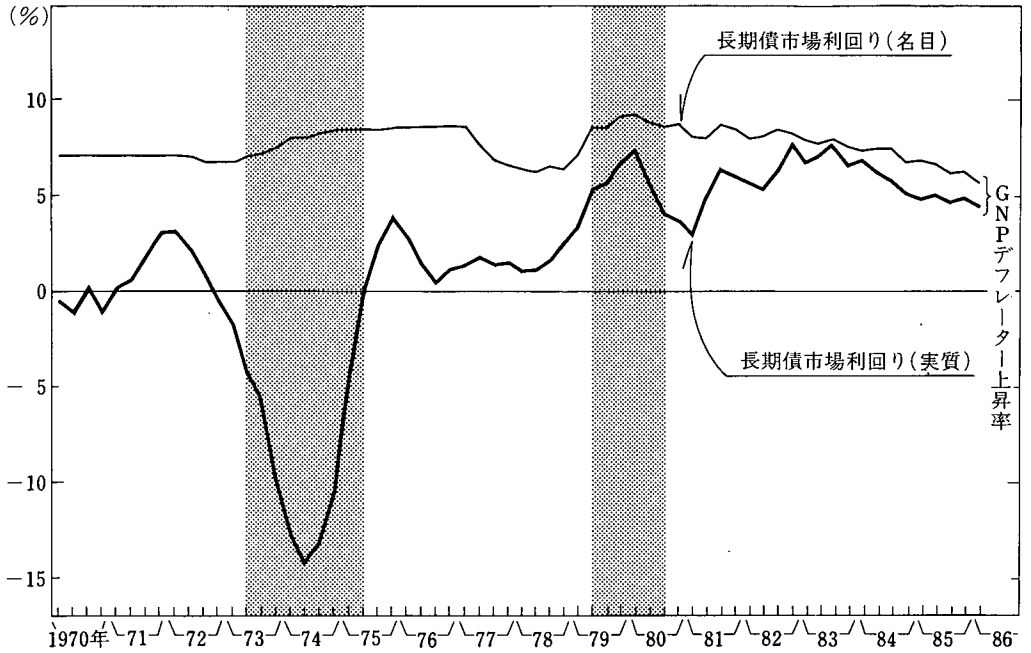
こうしたなかで、国際一次産品市況の軟調にも支えられてインフレ率は鎮静の

(注6) この点、第1次オイル・ショック後の調整過程において、経常収支が75年度に均衡を回復したあと、黒字幅を拡大するのに伴って、円相場が急速に上昇したため、輸出指向型に傾きつつあった企業の行動が自動的にチェックされる結果となったことは極めて対照的であった(たとえば、実質GNP成長率に対する外需の寄与度をみても、76~79年度平均でゼロ)。

(注7) この点は計量モデルではフォローし難いところであるが、米国のマクロ経済政策がわが国の経常収支に与えた影響をみる場合には、こうしたいわば構造変化によって増幅されている側面も十分加味する必要がある。

〔図表6〕

金利水準の推移



(注) シャドーは景気後退期を示す。

度を加えたため、国内の実質金利(とくに長期)の水準は80年代に入ってから総じて高目に推移した(図表6)。もちろん、実質金利水準の評価にあたっては、指標となるインフレ率の選択や期待インフレ率の測定について困難な問題がつきまとうほか、投資の期待収益率との関係も十分慎重に考慮しなければならないが、こうした実質金利の高止まりが、国内の投資需要に何程か悪影響を及ぼしたことは否定できないように思われる。

このようにして、米国における大幅な財政赤字と超高金利との組み合わせは、ドル高を通じてわが国の金融政策の flexibility を大きく制約する結果を招いたといえよう。

(2) 財政再建の推進とその影響

この間、財政政策については、70年代後半の時期に巨額の構造的な財政赤字が発生し、それが将来クラウディング・アウトを引起こすことが強く懸念されたため、80年代に入ってから、財政バランスの改善を優先した。わが国の財政収支は、かつての高度成長期にはほぼ均衡していたが、70年代後半の時期に急速な悪化に見舞われ、79年度には公共部門全体の赤字額が対名目GNP比率で7.1%にまで拡大した。こうした巨額の財政赤字の発生は、①経済成長率の鈍化を反映し

て税収の伸び率が低下した一方で、②歳出面では、高度成長期に拡充された社会保障制度等に基づく支出が大幅な増加を続けたことによるところが大きい、そのほか、③77、78年度に景気浮揚を目的に極めて拡張的な財政政策がとられたこ

(図表7)

財 政 赤 字 の 推 移

(1) 公共部門の赤字

(対名目GNP比、%。△印は赤字を示す)

		1979年	1980年	1981年	1982年	1983年	1984年
日 本	公共部門計	△ 7.1	△ 6.4	△ 6.2	△ 5.7	△ 5.2	△ 4.4
	うち一般政府	△ 4.4	△ 4.0	△ 3.7	△ 3.4	△ 3.0	△ 1.9
米 国	公共部門計	0.8	△ 1.0	△ 0.7	△ 3.5	△ 3.9	△ 3.1
	うち一般政府	0.6	△ 1.2	△ 0.9	△ 3.8	△ 4.1	△ 3.4
西 独	公共部門計	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	うち一般政府	△ 2.7	△ 3.1	△ 3.8	△ 3.4	△ 2.8	△ 2.3
英 国	公共部門計	△ 4.3	△ 4.7	△ 3.3	△ 2.7	△ 3.7	△ 3.9
	うち一般政府	△ 3.3	△ 3.5	△ 2.8	△ 2.3	△ 3.6	△ 3.8
フランス	公共部門計	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	うち一般政府	△ 0.7	0.2	△ 1.8	△ 2.6	△ 3.3	n.a.

- (注) 1. 財政赤字は国民所得統計ベースの貯蓄・投資差額による。
 2. 日本は会計年度ベース、その他は暦年ベース。
 3. フランスは対名目GDP比。

(2) 国債発行依存度(国債発行額/歳出)

(単位・%)

	1979年	1980年	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年
日 本	34.7	32.6	27.5	29.7	26.6	24.8	(補正後) 23.4
米 国	8.0	12.5	11.6	17.2	25.7	21.8	22.4
西 独	12.8	12.8	16.3	15.4	12.9	11.4	(当 初) 9.8
英 国	10.9	13.1	9.5	8.0	9.3	7.0	n.a.
フランス	5.9	6.1	10.8	10.7	14.7	14.8	(当 初) 14.0

(注) 各国とも会計年度ベース。

(3) 国債残高/名目GNP

(単位・%)

	1979年	1980年	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年
日 本	25.0	28.8	31.7	35.4	38.6	40.1	42.2
米 国	27.1	26.5	25.9	27.5	31.2	32.9	36.5
西 独	13.9	15.1	16.9	18.4	19.5	20.3	n.a.
英 国	41.3	44.2	43.3	42.5	44.9	46.5	n.a.
フランス	3.9	5.3	5.1	6.7	8.8	10.2	n.a.

- (注) 1. 各国とも会計年度ベース。
 2. フランスは対名目GDP比。

との後遺症もそのひとつの要因であった。

財政再建の目標は、現在、中央政府の一般会計における経常勘定の赤字(いわゆる赤字国債に対応)を90年度までに解消することに置かれている。政府は、この目標を達成するために、これまで、①増税に依存せずに、歳出の抑制を徹底する、②また歳出については、国債費および地方交付税交付金を除いた一般歳出全体の伸び率を極力ゼロに近づける(80～85年度の実績は年率+1.5%)、という方法を採用した。こうした政府の歳出抑制努力や83年以降の景気拡大に伴う税収の持直しを反映して、財政赤字の規模は漸次縮小をみている。しかし、中央政府の一般会計における国債発行依存度は85年度に至ってもなお23.4%に上っており、また、公共部門全体の赤字額の対名目G N P比率も84年度で4.4%と米国(84年3.1%)をかなり上回る水準にある^(注8)(図表7)。もとより、財政赤字の規模は、それ自体の大きさもさることながら、国内民間部門における貯蓄・投資バランスとの相対的な関係でマクロ的に評価すべき筋合いのものであるが、後述のように、これまでの財政再建のある程度の進展を前提にしても、今後財政政策を有効需要政策として活用しうる余地は引続き制約されているとみざるを得ない。

ところで、財政再建を景気との関連でみると、実質G N P成長率に対する政

(注8) なお、公共部門の中の一般政府だけに限ってみると、そこでの赤字額の対名目G N P比率は84年度で1.9%まで低下し(79年度4.4%)、他の主要国と比べてもむしろ低水準にあることは事実である。しかし、これには年金財政の黒字が大きく寄与している(84年度の場合、社会保障基金の黒字額は対名目G N P比で2.7%に上っており、これを除いた一般政府の赤字額の対名目G N P比率はなお4.6%と高水準、図表8)こと、しかも、今後長期的にみた場合、人口の年齢構成の高齢化、年金財政の成熟化が展望されるため、年金財政の赤字転化が確実であること、を十分考慮に入れておくべきである。

(図表8)

部門別財政赤字の推移

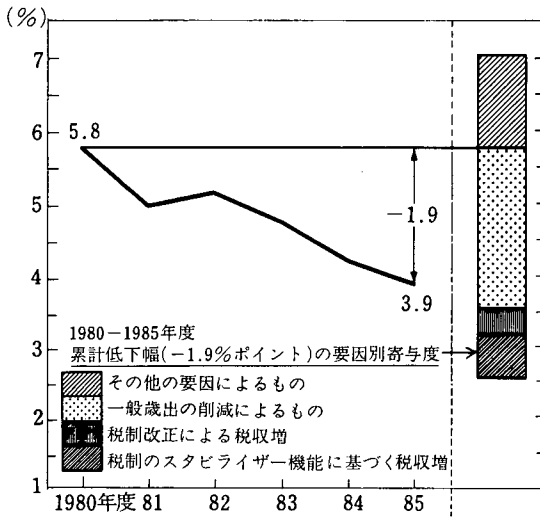
(対名目G N P比、%。△印は赤字を示す)

	1979年度	1980年度	1981年度	1982年度	1983年度	1984年度
一般政府	△ 4.4	△ 4.0	△ 3.7	△ 3.4	△ 3.0	△ 1.9
うち中央政府	△ 5.7	△ 5.4	△ 5.3	△ 5.2	△ 4.8	△ 4.1
地方政府	△ 1.4	△ 1.3	△ 1.2	△ 0.9	△ 0.6	△ 0.6
社会保障基金	2.6	2.6	2.8	2.7	2.5	2.7
公的企業	△ 2.7	△ 2.3	△ 2.5	△ 2.3	△ 2.2	△ 2.4
公共部門合計	△ 7.1	△ 6.4	△ 6.2	△ 5.7	△ 5.2	△ 4.4

(注) 財政赤字は国民所得統計ベースの貯蓄・投資差額による。

〔図表9〕

国債発行額の対名目GNP比率の推移



(注) 国債発行額の対名目GNP比率の低下幅の要因別寄与度は以下の算式による。

$$\begin{aligned} \Delta\left(\frac{D}{Y}\right) &= \Delta\left(\frac{G+E-R-T}{Y}\right) \\ &= \Delta\left(\frac{G}{Y}\right) + \Delta\left(\frac{E-R}{Y}\right) - \Delta\left(\frac{T}{Y}\right) \\ &= \underbrace{\Delta\left(\frac{G}{Y}\right)}_{\text{一般歳出の削減によるもの}} + \underbrace{\Delta\left(\frac{E-R}{Y}\right)}_{\text{その他の要因によるもの}} - \underbrace{\Delta\left(\frac{T^*}{Y}\right)}_{\text{税制のスタビライザー機能に基づくもの}} - \underbrace{\Delta\left(\frac{T^{**}}{Y}\right)}_{\text{税制改正によるもの}} \end{aligned}$$

D：国債発行額、G：一般歳出、E：国債費・地方交付税交付金、R：税外収入、T：税収(=T*+T**), Y：名目GNP

なお、ここでの税制のスタビライザー機能に基づくもの($\Delta\left(\frac{T^*}{Y}\right)$)は、税収の対名目GNP比率の上昇($\Delta\left(\frac{T}{Y}\right)$)から税制改正による増税分($\Delta\left(\frac{T^{**}}{Y}\right)$)を除いたものとした。

府支出の寄与度の低下(76~79年度平均+1.0%→80~84年度平均+0.2%)に示されるように、それが短期的には総需要の拡大を抑制する方向に作用したことは否めない。しかし、財政再建が景気に及ぼした影響を評価するに当たっては、次の2点に留意しておく必要がある。すなわち、まず第1に、財政再建の進展が歳出の抑制努力ばかりでなく、税制のもつビルト・イン・スタビライザー機能によって促進されていた面もあったことである。中央政府における一般会計ベースの財政赤字額(新規国債発行額)は対名目GNP比率で80年度の5.8%から85年度(補正後予算)には3.9%に低下しているが、この間の財政赤字縮小の要因を試算してみると、そのうち3割強は税制のビルト・イン・スタビライザー効果によってもたらされたとの結果が得られる(図表9)。これに基づく財政赤字の削減部分については、いうまでもなく一種の増

税効果をもつものであるが、マクロ的な所得の増加を事後的に反映したものであるという意味で、景気に対し中立的であったとみることができよう。次に第2の、より重要な点は、財政赤字の縮小傾向が国内の長期金利の水準に好ましい影響を及ぼしていた側面である。わが国の長期金利の動向が米国における高金利持続の制約下にあったことはすでに指摘したところであるが、そうした事情を考慮しても、財政再建への努力が、そうでなかった場合に比べ金利引下げ方向に作用したとの評価はできよう。とくに84年央以降における長期金利の低下について

は、財政バランスの改善もひとつの有力な要因として働いたと考えられる。したがって、財政再建が全体としての景気および貯蓄・投資バランスに与えたインパクトを考えるにあたっては、金利の低下を通じる国内民間需要へのプラス効果も勘案することが必要である。

II. 当面の経済情勢と金融・財政政策による対応

以上、80年代前半の時期におけるわが国経済を振返ってきたが、昨年秋以降、極めて重要な変化が生じている。それは、いうまでもなく、これまで金融政策を制約していた為替円安が急ピッチで是正されたことである。すなわち、円相場は、85年9月のニューヨークG-5を契機にして急速な上昇に転じたあと、86年に入ってからさらにはさらに円高基調を強めた。日本銀行は、この機をとらえて1月29日、国内需要の拡大を促し、対外不均衡の是正に資するため、公定歩合を0.5%引下げることを決定した。その後為替相場は一段と円高化し、輸出産業を中心に先行き景況に対する不透明感が強まってきた一方、海外金利の低下傾向が続いていることなどにかんがみ、3月7日には、公定歩合を再度0.5%引下げ、4.0%とすることとした。以下では、為替円高のわが国経済への影響と今後の政策対応について検討する。

1. 当面の経済情勢の展望

わが国の景気は、このところ拡大テンポを次第に鈍化させている。これは、米国景気の減速等を背景に85年央以降伸び悩みに転じていた輸出が85年末頃からは円高の影響も加わって一段と頭打ちを強め、これに誘発されて在庫・生産調整の動きが次第に広がりを見せていることによるものである。今後円高の輸出数量調整効果が本格的に現われてくると見込まれるため、86年度の経済成長率は85年度に比べさらに低下を免れまい。こうしたなかで、①円高の影響によって国内景気にスパイラル的な下方圧力が加わるような事態が避けられるかどうか、②円高の対外不均衡是正効果をどの程度期待できるか、の2つの点が最も注目されるところである。

(1) 円高の景気へのインパクト

まず、外需(実質GNPベース経常海外余剰)からみると、海外景気の動向や最近の為替レートの水準を前提とすれば、かなりの鈍化が避けられず、成長寄与度としては86年度間でゼロ近傍(あるいは若干のマイナス)まで低下する可能性が大

きい。これは直接的に全体の経済成長率の押下げ要因にならざるを得ないほか、国内需要、とくに輸出関連製造業の能力増強投資のうえにもその影響がある程度及んでくるのは避け難い。もともと、為替円高が輸出入数量の調整を目的としている以上、それはある程度やむを得ざるコストとして受止めるべき性格のものであろうが、同時に、円高の進行が製造業を中心とする企業収益の下振れを通じ、企業ひいては家計のマインド面に与える影響を含め、今後の景気展開については細心の注意をもって見守っていかなければならないことも確かである。しかし、これが景気の底割れといった事態に立ち至る懸念は比較的少ないと考えられる。

その第1の理由は、為替円高の国内所得に与えるプラス効果が見込まれることである。85年9月以降の為替円高によりわが国経済全体の輸入コストは名目GNPの2%強相当分低下していると推計される。その一部は円ベース輸出価格の低下(円高分の外貨ベース輸出価格への完全転嫁が制約されるため)により海外部門に再流出する可能性が大いだが、国内に残る部分(わが国の対外交易条件の改善に対応)については、企業部門に収益改善要因として一部留保されるとともに、消費者物価の低下を通じて家計部門にも配分され、「実質所得」の増加要因として寄与することになる。こうした為替円高のプラス効果は、インフレ率の低下に伴い期待される実質金融資産残高効果とも相まって、企業や家計の支出活動をある程度下支えすることになろう。また最近の原油価格の低下は、当面の価格の落着き先が見定め難く、したがって、その影響の大きさを的確に見通すことは容易でないが、産油国、消費国双方にとって、かく乱的な影響が回避される限り、今後、交易条件の改善を通じて国内所得に対する追加的なプラス要因として寄与してこよう。

ただ、その場合、円高進行の下では輸出採算の悪化ないし輸出数量の減少を通じるデフレ・インパクトがそのメリットの発現よりも先行して出てくることは避け難い。また、円高および原油価格低落に伴う輸入原燃料コスト低下の影響は直接的には企業や家計の実質所得の増加というかたちで出てくるため、それが有効需要の追加にどの程度の大きさで結びつくかは企業および家計の支出態度いかに依存するわけであり、その限りで不透明な面があることも否めない。しかし、対外不均衡是正のため輸出入数量の調整が避けられない以上、円高を通じることにより、そうでない場合(たとえば、一方的な輸出数量規制)に比べ、デメリットの少なくとも一部が相殺されることが期待し得る点は銘記されるべきである。

第2には、金利低下の効果である。もちろん、投資需要が金利の変動にどの程度反応するか、あるいはそのタイム・ラグがどの程度になるかは、その時々「期待」要因等によって大きく左右されようが、これまでの平均的な観察によると、わが国における設備投資や住宅投資の金利弾力性は有意であり、かなりの高さにあることが実証されている。

第3には、わが国経済に内在する自律的な安定化要因の働きを期待し得ることである。為替レートの上昇は、一般的には国内の生産水準にマイナスの影響を及ぼす。しかし、そのデフレ効果の大きさは、賃金決定のあり方に大きく依存しており、わが国のように賃金決定の弾力性が高い経済にあっては、円高に伴う国内経済へのデフレ圧力を比較的スムーズに吸収しやすい条件が備わっているとみられる。ちなみに、日本銀行の計量モデルにより、円高の実質GNPへの影響について、そのデフレ圧力に対し雇用量の調整で対応するケースと、名目賃金の調整で対応するケースに分けてシミュレーションを行ってみると、短期的には両者のデフレ効果の大きさにさほど差異がみられないものの、2年目に入ると後者の方が相対的に軽微にとどまるとの結果が得られる。

(2) 円高の対外不均衡是正効果

当面のわが国経済を展望するにあたって最大の問題は、最近の為替レートの水準を前提としても、短期的には対外不均衡の目立った改善を見込み難い点である。ドル・ベースでの経常収支黒字幅が為替レートの円高化に伴うドル建輸出価格上昇の効果に加え、原油価格低下の影響もあって高水準を続ける見通しにあるばかりでなく、価格変動を捨象した数量ベースの対外収支(「実質収支」)でも、当面黒字幅の急速な縮小には結びつかない可能性がある。

もちろん、円高なかりし場合と比べる限り、円高の効果によって数量ベースの対外不均衡が縮小するのは間違いないところである。輸出数量は85年末頃からすでに頭打ちを強めており、86年度も円高なかりし場合に比べれば相当程度減少する可能性が強い。しかし、その場合留意しなければならないのは、わが国の輸出数量に関しては、すでに触れたように、これまでのドル高(円安)長期化の後遺症から、技術進歩の内容が輸出指向型に著しく偏って来た結果、所得弾性値がかなり高い^(注9)という事情があり、このため、海外景気が緩やかながらも拡大方向を

(注9) わが国の輸出数量の所得弾性値

73年～最近時

1.59

うち78年～最近時

1.87

たどる限り、それに伴う輸出誘発効果が円高の輸出数量調整効果をかなり減殺する可能性があるということである。また、現在の対外不均衡の規模がすでに著しい高水準に達していることも、為替レートの収支調整効果に対する制約要因として作用せざるを得ないという事情もある。すなわち、85年度の輸出額は輸入額の1.5倍程度に達すると見込まれ、このことは、貿易黒字の拡大を避けるためには、輸入額の伸び率が輸出額の伸び率を5割以上上回る必要があることを意味^(注10)、上述の所得効果に加え、当面の黒字縮小の困難さを物語るものである。こうしたことは、わが国の経常収支黒字の是正が短期的には容易ならざる問題であることを示唆している。

しかし、対外不均衡の是正は、わが国経済が世界経済全体の中で調和のとれた姿で発展していくために是非達成しなければならない課題であり、そのためには、輸出が増えやすく、輸入が増えにくい経済体質それ自体を変えていかなければならない。高度技術集約型や内需指向型の産業へのシフト、海外への直接投資の促進あるいは製品輸入の拡大を通じた水平分業の実現等がその具体的な姿であるが、それには相当時間がかかることについて理解を求めていかなければならない。わが国経済は構造変化についてもこれを柔軟にこなす特質を備えており、これから円高を後盾としつつ産業構造の改善を着実に進めていくことは十分可能と考えられる。

2. 今後の金融・財政政策についての考え方

このように、国内経済面では、円高のデフレ・インパクトの下でも景気が累積的に下降する懸念は比較的小さいが、成長率がさらに鈍化することは免れないとみられる。他方、対外不均衡の問題は短期的にははかばかしい改善を見込み難く、わが国経済にとって、引続き重大な政策課題である。したがって、今後のマクロ経済政策は、持続的な経済成長と輸出依存体質からの脱却を目指すことになろう。その場合、とくに留意を要するのは、後者の問題については、その基本的

(注10) Marshall-Lerner の安定条件によると、初期条件として貿易収支が均衡している場合には、輸出入の価格弾性値(絶対値)の和が1よりも大きければ、為替レートの変動は最終的に名目貿易収支の調整効果をもつとされる。しかし、わが国における現在の輸出入バランスを前提とすると、その制約条件はより厳しくなり、 $|輸出弾性値| + (1/1.5) \times |輸入弾性値| > 1$ でなければ、円高の名目貿易収支調整効果は期待できない。なお、最近の平均的な観察によると、わが国の場合、輸出入の価格弾性値はそれぞれ0.8、0.3となっており、短期的には制約条件を満たしていない。ただし、この点については、中期的にみれば、為替レートの調整に伴う産業構造の変化に伴って、輸出入の価格弾性値が高まってくる可能性が強いことに留意する必要がある。

な原因が単に国内の absorption の不足にあるのではないだけに、国内需要を追加しても即効的な解決策にはなり難いということである。この問題に対しては、長期的な視点に立って、為替レートが有する内外財の相対価格の調整機能に期待しつつ産業構造自体を内需中心の成長パターンに見合う方向に粘り強く変えていくことが何よりも肝要であると考えられる。

(1) 内外均衡に配慮した金融政策

こうした状況の下で、金融政策は、中期的な方向としては、今後とも為替レートに相当の配慮を払う姿勢を継続していくことになるだろう。これは、すでに述べたように、為替レートの短期的な収支調整効果に限界があることは否定し難いとしても、わが国の産業構造の輸出依存体質を今後長期的に是正していくうえで、為替レートがその重要な役割を果たすものと期待されるからである。また、わが国のように賃金・価格の伸縮性が比較的高い経済にあっては、名目為替レートが上昇しても、国内インフレ率の低下によって実質ベースでみた為替レートの上昇は緩和されやすい事情があることも考慮しておく必要があるだろう。その一方で、中期的に円高基調の為替レートを背景として外需依存からの脱却を図るとき、持続的成長確保のためには内需拡大が必要とされ、しかも後に述べるように拡張的財政政策をとりうる余地が今後とも限られているとすれば、金融政策の運営にあたっては国内均衡の確保にも十分な配慮が払われなければならないこととなるだろう。

こうした中期的に考えられる枠組みを前提に、当面の政策環境をみると、円高進行に伴うデフレ的な影響が次第に表面化してくることが予想される中で、国内景気に対する慎重な配慮が一層重要性を増してきている。この間、日米長期金利格差が大きく変わらないもとで、円高が急激に進行しており、差し当たり対外面からの国内金利政策運営への制約の度が減じてきていることは事実である。ただ、為替レートの先行きには引続き不透明感が払拭されず、為替レートが金利離れをしたとまでいいうる状況にはない。したがって、累積債務国の問題を含め、世界景気の安定的拡大のためにも、高金利の是正が進むことが望ましく、この点、先般、主要国において金利の引下げがほぼ同時的に実現するに至ったことは好ましいといえよう。今後ともこうした望ましい方向を定着させていくためには、米国の財政政策に実効ある修正が現実に加えられることが必要である。

また、これまでの経験からも明らかかなように、為替レートが overshooting (あるいは undershooting) すれば、各国において経済の実情に即して政策運営を行うことが難しくなることも確かである。80年代に入ってからのも異常な米ドル

高が他国の金融政策の弾力性を大きく制約する結果を招いたことはすでに指摘したところであるが、逆に、今後米国での大幅な財政赤字の継続に伴う信認の低下等から米ドルの著しい undershooting が生じるようであれば、米国でインフレ圧力が表面化するばかりでなく、他国にとっても景気の下振れ懸念の増大や、それに対応するための金利引下げとマネーサプライ安定化の要請との間のジレンマの強まりといった問題が出てくる可能性があることには留意を要しよう。変動相場制を有効かつ円滑に機能させ、その下で各国が安定的な政策運営を行っていくためにも、米国において大幅な財政赤字を着実に是正することが緊要であろう。

ところで、当面の金融政策の運営で懸念されるもうひとつの問題は、マネーサプライ ($M_2 + CD$) がこのところ伸び率をかなり高めていることである。最近のマネーサプライ伸び率上昇の背景には、85年夏場以降長期債市場金利が大幅に低下する中で、資産動機に基づく通貨需要が高まりやすくなっている事情もあり、この点、企業金融の緩和感がすでに十分浸透している状況ともあわせて、留意を要するところである。それとともに、最近における金融取引の自由化の進展 (CD の小口化・短期化、 MMC の創設、大口定期預金金利の自由化等) に伴うマネーの自己利回りの上昇を反映して、通貨需要が構造的なシフトを起しつつある可能性も否定できない。これまでマネー指標として $M_2 + CD$ を最も重視してきており、現状においてその方針を変える必要があるとは考えていないが、今後とも適正なマネー指標の選択、マネーと実体経済との関係については絶えず検討を怠れないところである。

(2) 拡張的な財政政策に対する制約

他方、財政政策についても、財政バランスの面から許容される範囲内であれば、景気の安定化に貢献することが望ましいといえよう。政府も、86年度予算では財政投融资の活用による公共事業の増額、住宅投資・設備投資促進のための税制措置の導入などの諸措置を講じて、国内需要の振興に最大限配慮している。この結果、86年度の実質 GNP ベース政府支出はここ数年来では最も高い伸びとなる見通しである。しかし、対外不均衡の是正策としてさらに拡張的な財政政策をとることについては、やはり大きな制約があるとみざるを得ない。

その第1は、わが国経済の場合、拡張的な財政政策を採用しても、それによる経常収支の黒字削減効果がかかなり限られていることである。財政支出拡大の所得効果を通ずる黒字削減効果に多くを期待し難いことはすでに述べたが、ここでは、為替レートを介する効果について検討する。閉鎖経済下の $IS-LM$ モデル

を開放経済向けに一般化した Mundell-Fleming のモデルによれば、変動相場制の下で、財政支出が増加する場合、金融政策が不変である限り、国内金利の上昇→資本の流入増→為替レートの上昇というルートを通じて純輸出が減少し、財政支出増加の効果が相殺されるため、ある程度時間をおいてみれば、国内の生産水準は高まらないが、他方、海外では当該国に対する輸出が増加して、生産水準が上昇する、とされている。確かに、80年代に入ってから米国の拡張的な財政政策は、そのようなメカニズムを通じて、自国の経常収支を大幅に悪化させた一方、海外に対しては需要の創出効果をもたらした。しかし、こうした米国の経験を他国にそのまま適用することには留保を要する。それは、為替レートへの影響が国により異なる可能性があるからである。仮に上記の方向とは逆に財政支出の拡大に伴い為替レートが減価するようなケースであれば、財政政策による内需増加に為替レートの減価に伴う純輸出の増加が重なることによって、当該国の生産水準は大きく引上げられるが、他方で、海外への需要創出効果は制約される。為替レートへの影響の現われ方は、国内総支出の金利弾力性や、資本流出入の金利感应度等に依存するわけで、事前的な定量的把握は必ずしも容易でないが、わが国経済が、後者のケースに該当するとすれば、財政支出を拡大しても、円相場がむしろ減価するため、経常収支黒字の削減はわずかにとどまることになる。事実、82年に景気後退の下で一般会計の歳入欠陥が明らかにされたとき、円安の進行を招来した事実にみられるように、わが国の場合、財政バランスの悪化が円安に結びつきやすいと考えられる点は看過し得まい。したがって、わが国が対外不均衡の是正策として拡張的な財政政策を採用しても、海外への需要の伝播効果は小さい可能性が高く、仮にそれが大幅な円安を招くようであれば、かえって経常黒字を拡大する結果ともなりかねない。

第2には、今後の中期的な財政再建の経路を展望すると、財政に許容される支出拡大の範囲は引続き限られているとみざるを得ないことである。政府は、すでに触れたように、現在、中央政府の一般会計における経常勘定の赤字を90年度までに解消することを目標にしているが、当初の想定よりも名目経済成長率がかなり低くなってきている現状の下でなおそれを実現しようとするれば、今後従来以上の歳出削減か増税、ないしはその組合せが必要となる可能性が強い。他方、そうした場合に仮に中央政府の一般会計における経常赤字額の解消時期を多少延期するという方向に財政運営のルールを緩めた場合でも、名目経済成長率が今後大きく高まらない限り、国債費および地方交付税交付金を除いた一般歳出に許容され

る伸び率はここ数年来の実績と実質的には大差ないとの試算結果が得られ、引続き従来とさほど変わらない支出抑制努力を続けていくことが必要となる公算が大きいことに留意すべきである。もちろん、その場合、拡張的な財政政策を採用すれば、成長率の引き上げとそれに伴う税収の増加が生じることとなろうが、この点については、財政支出の乗数が非現実的に大きくない限り、結局、財政支出の追加は財政バランスを悪化させる結果に終る公算が大きいことを忘れてはなるまい(注11)。

なお、わが国の財政赤字の対名目GNP比率は、すでに触れたように、ここ数年間に低下してきたことは事実である。しかし、この点については、①70年代以降財政赤字が長期化しているため、国債残高の対名目GNP比率が逐年上昇し(80年度28.8%→85年度42.2%)、国際的にも著しく高い水準に達している事実を示されるように、今後の国債費負担の増大持続が避けられないこと、②現在大幅な黒字を計上している年金財政が今後長期的には赤字に転化するのが確実であること、を十分考慮に入れておくべきである。

む す び

わが国のマクロ経済政策にとっては、今後とも持続的な経済成長の実現と対外不均衡の是正が大きな政策課題となろう。このうち後者の問題に対しては、これまで繰返し指摘してきたように、その基本的な原因・性格からして、持続的な円高基調の定着を後盾としつつ、長期的な視点に立って産業構造の輸出依存体質からの脱却を目指す取組みが何よりも重要である。他方で、円高は国内経済に対し少なくとも短期的にデフレ的な作用を及ぼすことは避け難い。わが国のように賃金決定の伸縮性が比較的高い経済にあっては、雇用市場の均衡が大きく損なわれる懸念はさほど大きくないが、経済成長率が80年代前半の時期に比べてさらにある程度低下するのは避け難いとみられる。しかし、拡張的な財政政策の採用は、

(注11) 公共投資に必要な財源を ΔG 、公共投資増加による名目GNP増加額を ΔGNP 、名目GNPの増加に伴う税収増を ΔT とすると、税収増加により投資の財源を回収するには、

$$\Delta T / \Delta G = (\Delta T / \Delta GNP) \times (\Delta GNP / \Delta G) \geq 1 \quad \text{より}$$

$$\Delta GNP / \Delta G \geq 1 / (\Delta T / \Delta GNP)$$

したがって、 $\Delta T / \Delta GNP = 0.1 \sim 0.2$ (日本銀行の計量モデルによる計算値)を前提とすると、公共投資乗数が5.0~10.0以上でない限り、財政バランスは必ず悪化する(なお、公共投資の乗数は、マネーサプライを不変とすると、最近値では2.0を超えていない)。

財政バランスの面から大きな制約を受けているのみならず、それによって円相場が低下すれば、対外均衡上の要請ともむしろ背馳する可能性がある。このように、2つの政策課題を同時的に達成していくのは容易ではないが、今後の対応策を考えるにあたっての基本は次の3点になろう。

- ① 米国における財政赤字の着実な縮減が進めば米ドル相場の行き過ぎた低下を回避し得る可能性が高まる一方、同時に世界的な高金利がさらに是正されるのであれば、わが国金融政策の flexibility が増大しよう。ただし、最近のマネーサプライ伸び率の上昇については、中期的な視点から引続き十分注意を払っていくことが必要である。
- ② 財政政策については、引続き多くを望み得ないが、財政再建の基本路線を踏みはずさない範囲内で極力内需の振興に資するよう運営上の工夫を加えていくことが課題となろう。
- ③ さらに、持続的な経済成長の実現と対外不均衡の是正との課題の両立が、わが国経済の構造的な変化を要請するものであることを考えると、通常のマクロ経済政策の範囲を超えたいわば構造的アプローチが重要な検討課題である。こうしたひとつとして、これから具体的な検討が進められる税制改革においては、この先21世紀にかけてわが国の貯蓄・投資バランスがどう変わるか、あるいはどう変えるべきか、といった視点からも十分考察が加えられることを期待したい。