

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成25年5月10日現在

機関番号：15301

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2010～2012

課題番号：22730227

研究課題名（和文）

2つの金融危機における経済政策の効果と負担

研究課題名（英文） The effects and costs of economic policy in two financial crisis

研究代表者

釣 雅雄 (TSURI MASAO)

岡山大学・大学院社会文化科学研究科・准教授

研究者番号：60401642

研究成果の概要（和文）：

本研究では、金融危機などの経済ショックに対する財政政策は、景気浮揚の効果が期待される一方で、政府債務を増大させてしてしまうことに着目し、金融危機と財政・財政政策の効果及び負担の関係を分析した。特に低金利と低いインフレ率に着目して、これらが政府債務の利払い負担を軽減する一方でその破綻リスクが存在するにもかかわらずそれを隠してしまうことを示した。インフレとの関係では、物価変化が政府債務負担へどのような影響を与えるのかを分析した。

研究成果の概要（英文）：

In this research, while the stimulus effect of the fiscal policy to such a monetary crisis was expected, on the other hand national government debts have been increased. This is because the financial crisis requires a lot of money to support the financial balance of the financial sector. This research analyzed the effect and relationship between a monetary crisis, fiscal policy, and the burden of government debts. Especially, this research analyzed the low interest rate and low inflation rates. As for the analysis of the inflation, the effect of price changes on government outstanding debts was estimated.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2011年度	700,000	210,000	910,000
2012年度	700,000	210,000	910,000
総計	2,500,000	750,000	3,250,000

研究分野：経済政策

科研費の分科・細目：経済政策

キーワード：財政政策，政府債務，物価変化率，金融危機

1. 研究開始当初の背景

日本経済は1990年代に入りバブル崩壊を経験し、さらに1997年には金融危機に直面した。これらの景気後退に対する経済対策により1990年代に政府債務が増大し、さらに社会保障費の増加に伴い債務は減少せず現

在に至っている。一方、世界経済でも2008年9月15日(月)に、米国の大手証券会社リーマン・ブラザーズが破綻したことをきっかけに、世界金融市場は混乱に陥った。この混乱に対して、米国やEUを中心に迅速な金融対策が採られた。財政支出を伴う対策も行

われた。米国は最大 7000 億ドル (約 75 兆円) 規模の金融安定化法案 (Troubled Asset Relief Program) を採用した。英国でも総額 5,000 億ポンド (約 88 兆円) の銀行救済策を行っている。このような世界的金融危機とその財政的な対応により、各国の財政赤字は拡大した。また、南欧諸国を中心に政府債務の増大が国債金利につくリスクプレミアムの上昇をもたらした。EU 債務危機が生じた。

かつて、バブル崩壊と金融危機を経験した日本では、その時に公的資金注入が遅れ、不良債権処理に時間がかかり、およそ 15 年に及ぶ景気低迷を経験した。このような日本の経験が、各国に長期不況への警戒感を与え、迅速な経済対策を促したと考えられる。

このような状況で、今後問題となるのは、これらの対策が実際に効果をもたらすのかどうか、そして、大規模な財政支出の負担が将来どのように家計に配分されるかである。日本では 1990 年頃のバブル崩壊や、1997 年の金融危機などを経験し、財政政策は重要な政策であり続けた。そこで、本研究では日本の経験を経験を財政政策・政府債務の視点から分析し、現代の世界金融危機との比較を行うこととした。

本研究では、このような金融危機などの経済ショックに対する財政政策は、景気浮揚の効果が期待される一方で、政府債務を増大させてしてしまうことに着目し、金融危機と財政・財政政策の効果及び負担の関係を分析した。その中の要素としては、特に低金利と低いインフレ率に着目して、これらが政府債務の利払い負担を軽減する一方でその破綻リスクが存在するにもかかわらずそれを隠してしまうことを示した。

2. 研究の目的

本分析では、主に日本の財政政策について、政府負担を金融面も考慮して分析し、財政政策の純効果を考察する。特に本研究が目にするのは (1) 2000 年代における政府債務の維持可能性、(2) 物価変化率の変化が政府債務にどのような影響を与えるかについてである。長期の単純な経済では、中立命題が成立する。しかしながら、政府支出と政府債務負担には時間的な差があることから、実際の政府負担の程度は、様々な要因に依存する。

1998 年度を中心とした経済対策により政府債務は急増したが、2003 年頃以降はその債務負担は大きく負担していない。これには金融面が大きく影響を与えており、景気回復とともに金融政策や金融状況が政府債務の将来負担に影響を与える。

そもそも、純債務はそれほど大きくないとの分析もあるが、これには年金積立金などが加わっており、長期的な政府のバランスシ-

トをみると、債務は大きくなる。しかしながら、政府の総債務は明らかに増加したが、利子率が非常に低かったため、毎年度の中央政府の国債費 (利払い費等) は増加しなかった。2002 年頃までは物価変化率がマイナスとなるデフレ状態にあったため、実質利子率は高かった。その後、インフレ率がゼロ程度に戻るが、名目利子率はほとんど上昇せず、実質負担を軽減させた。

2003 年頃から実質 GDP が 2% 程度で推移し、戦後最長の景気回復期となったことも政府債務の増加を抑えた要因だが、本分析では低い利子率が続いたことも大きな要因であることを見る。また、物価変化率については、インフレであれば単純には実質債務を減少させる効果があるが、デフレであれば増大させる。両者の関係が実際にはどのようなものかを分析することで、金融政策との関係も解明できる。

また、金融危機ではクレジットクランチと呼ばれる金融機関の貸出減少がみられる。そのため、金融政策としては低金利政策や量的緩和策などの緩和策により、その解消試みられる。それに伴い金利が低くなるので、政府債務の負担も比較的小さくなる。通常、国債金利は安全資産として他の債権よりも金利が低いが、財政破綻に直面する場合はリスクプレミアムがつけられる。実際、EU 債務危機では EU の中でドイツの国債金利が低下する一方で、ギリシャやスペイン等の金利は上昇した。リスクプレミアムは債務残高の増大に伴い上昇するが、日本では債務残高の増大にもかかわらず国債金利は低い。しかしながら、本研究では、政府が借入れ制約に直面するまではリスクプレミアムが小さく、制約に直面する時点で非線形的に増大することを示し、現状の低金利が必ずしも債務破綻のリスクが小さいことを意味しないことを示した。すなわち政府債務のリスクプレミアムの上昇は急速に生じるように見えることを意味する。

3. 研究の方法

分析における論点は、財政負担、経済、金利 (金融市場) の相互関係である。主な分析内容は、(1) 財政収支の要因分析: 金利と財政負担の相互関係分析、(2) 2000 年代における日本の政府債務分析、(3) 政府債務とインフレ率の関係、(4) 各国財政政策の比較分析、の 3 点である。

まず、財政収支の要因分析について考える。日本では、バブル崩壊後、政府の財政収支は 2003 年度まで悪化し続け、政府債務 (国及び地方の長期債務残高) は 1991 年度の 58.9% (対 GDP 比) から 2005 年度の 150.5% まで増

加した。このような急増をもたらした要因を通常は、税収面と支出面から捉えるが、本研究ではさらに金融面を考慮した。

公債費（利払い費等）と関連して、利子率を考慮した財政収支の要因分析である。デフレ経済下で、日本ではゼロ金利政策などが採用され、国債利子率も過去 15 年ほど 2% 以下の低い水準で推移してきた。国債利子率は国債発行の財政負担指標であるから、この期間、政府債務の増大に対して財政負担は増えなかったことになる。

2000 年代における日本の政府債務分析についても、財政を金融面から数量的な分析を行うことになる。2002 年頃までの政府債務残高増加とそれ以降の安定化には、景気回復の影響が大きいが、それだけではない。この間、財政収支は確かに減少したが、景気回復要因を排除した上でも政府債務の増加はさらに抑えられてきた。この背景には低い利子率があり、さらにその背景に物価の安定があると考えている。実際の政府債務増加とシミュレーション分析によるケース別分析結果を比較することで、これらの金融面と政府債務負担の相互関係をみた。

インフレとの関係では、物価変化が政府債務負担へどのような影響を与えるのかを分析した。さらに分析を応用して大規模な金融緩和が財政ファイナンスとなるのかどうか分析した。通常、フィッシャー方程式においてリスクプレミアムはごく小さいものとして、近似化の過程で省略される。本研究ではその近似化が適切でない状況において、経済政策の負担としての実質債務残高がどのようにリスクの影響を受けるかを示した。その結果、ハイパーインフレを除くと、高いインフレ率によって実質債務が必ずしも軽減されないことが確認できた。また、シミュレーション分析を行い、デフレはその程度が大きくなるほど実質債務が大きくなることが示され、物価変化率ゼロを境にしてインフレかデフレかによってその債務残高に与える影響度には非対称性があることが示された。

最後に、日本での経験を分析した結果から、さらに発展的に今後の財政政策についてのインプリケーションを得る。一つは、日本に関する分析である。も一つは、各国、特に米国と EU 諸国における財政問題が、かつての日本と比較してどの点が異なるのかを考察した。

なお、当初の予想を超えてギリシャ、スペインなどの EU 債務危機が深刻化した。そのため、リスクオフの資金が日本を含めた相対的に安全な国に流入し、それらの国の国債金利を引き下げた。また、そのときに外国為替取引が生じるため、日本では特に 2012 年夏

期に円高が進行した。この状況により、日本の政府債務残高はさらに積み重なると共に低金利が継続することになった。一方で、政権交代に伴いインフレ期待を高める金融政策が採用された。本研究では政府債務が物価変化率からどのような影響を受けるかを研究しており、その適用を行っているところである。ただしこれらの政策は進行中のため、引き続き研究を進めているところである。

4. 研究成果

国債の金利にかかるリスクプレミアムは債務残高にかかるが、日本では債務残高の増大にもかかわらず国債金利は低い。これは現状では上記から外的な要因も含まれる。しかしながら、本研究では、政府が借入れ制約に直面するまではリスクプレミアムが小さく、制約に直面する時点で非線形的に増大することを示しており、現状の低金利が必ずしも債務破綻のリスクが小さいことを意味しないことを示した。将来の物価変動に不確実性が存在すれば、その分のリスクを考慮して、長期の名目利子率は高めに設定される。一方で、安定的であればリスクプレミアムは小さくなる。物価変動のリスクプレミアムが低まれば、翻って国債の名目負担は減少するから、乗数的な効果で債務負担の軽減が実現する。国債の金利にかかるリスクプレミアムは債務残高にかかるが、日本では債務残高の増大にもかかわらず国債金利は低い。本研究では、その点を政府が借入れ制約に直面するまではリスクプレミアムが小さく、制約に直面する時点で非線形的に増大することを示した。

インフレとの関係では本研究ではこれまで、物価変化の政府負担への影響を分析した。そこで、これを応用して大規模な金融緩和が財政ファイナンスとなるのかどうかの分析に応用した。通常はリスクプレミアムはフィッシャー方程式においてごく小さいものとして、近似化の過程で省略される。本研究ではその近似化が適切でない場合に、経済政策の負担としての実質債務残高がどのような影響を受けるかを示した。その結果、ハイパーインフレを除くと、高いインフレ率によって実質債務が必ずしも軽減されないことが確認できた。また、本年度はシミュレーション分析を行い、デフレはその程度が大きくなるほど実質債務が大きくなることが示され、物価変化率がゼロを境にして非対称性を持つことも示された。

当初の予想を超えて、ギリシャ、スペインなどのEU債務危機が深刻化し、日本の国債金利を引き下げる状況が生じた。また、それとともに特に夏期に円高が進行した。そのため、日本の政府債務残高はさらに積み重なると共にさらに低金利が継続するという状況となった。一方で、政権の交代に伴いインフレ期待を高める金融政策が採用さらえた。本研究では政府債務が物価変化率からどのような影響を受けるかを研究しており、その適用を行った。ただし、年度を超えた変化となったため、本研究とこれらの事象についての関係については研究を進めているところである。

なお、これらの分析は対象範囲が広く、専門性が高く範囲を絞る必要がある研究論文の形でまとめにくいため、現在研究内容の一部を書籍の形で発表するために執筆中である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2件)

- ① Masao Tsuri、Default Risks of Government Debt with Locally non-Ricardian Fiscal Policy with a Case of Japan、査読無、岡山大学経済学部 Discussion PaperI-81、2011、1-22
- ② Masao Tsuri、Impact of Global Financial Crisis on Japanese Economy: The Exchange Intervention as a Fiscal Policy、査読無、岡山大学経済学部 Discussion PaperI-82、2011、1-14

[学会発表] (計 件)

[図書] (計 件)

[産業財産権]

○出願状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]

ホームページ等

http://www.e.okayama-u.ac.jp/~tsuri/okad/tsuri_masao.html

6. 研究組織

該当無し

(1) 研究代表者

釣 雅雄 (TSURI MASAO)

岡山大学・大学院社会文化科学研究科・准教授

研究者番号：60401642

(2) 研究分担者

(3) 連携研究者