

慎重を要する バランス調整

財政政策が新たに脚光を浴びる中、
各国政府はパンデミック後の政策を
慎重に調整すべきだ

ヴィトール・ガスパール



2008年に世界金融危機が起きるまでの通念によれば、マクロ経済政策において財政政策ができる最も重要な貢献は、不安定性の種にならないように注意することであった。つまり、税収と歳出に関する健全な政策は金融安定性の基盤であるとは考えられていたものの、物価の安定に焦点を合わせる金融政策こそが最適な水準の生産高と雇用を実現すると思われていたのだ。経済を安定化させる上で、財政政策による貢献は不要だけでなく、望ましくないとまで考えられていた。財政政策の変更が効果を発揮するまでに長い時間を要し、また、政治が絡むことによって不健全な政策が施行される可能性もあったからである。

歳出と徴税を同調させる財政関連の機関、規則、手順は、健全な財政を確保するための重要な要素だとみなされていた。財政の主要な役割は、物価の安定や生産高の安定化ではなく、長期的で持続可能かつ包摂的な成長を目指すことであった。政府の課税と歳出は、資源の配分と分配への効果を主な尺度として検討されていた。端的に言えば、安定化への貢献度は限定的だったものの、財政政策は、国の相対的な繁栄や、次世代の幸福・能力を左右するマクロ経済上の優先課題において中核を成していたのだ。

ところが2020年になると、新型コロナウイルス感染症のパンデミックを受け、財政政策がマクロ経済の安定化を図る上で極めて重要な役割を担った。物価と需要が急落し、低金利が限界を迎えて多くの先進国の中央銀行に為す術がなくなった時、財政政策は新たな重要性を帯びて、脆弱な家計と企業にライフラインを提供し、企業倒産が経済活動と雇用に与える打撃を緩和した。そして財政措置は断固として迅速に講じられた。

財政支出の大幅拡大

しかしながら、パンデミックの影響との闘いで財政支出の大幅な拡大を余儀なくされ、巨額の財政赤字と未曾有の水準の政府債務をもたらすことにつながった。公的債務が過去最高水準であるのと同時に、金利も過去最低であり、先進国では債務返済の利払費も低水準だったという事実は特筆すべきだ。しかし

インフレと金利が上昇局面に入った今、課題の焦点は、財政赤字の削減と債務水準の引き下げに向けた手段、およびそのペースにシフトし始めている。増税や歳出削減のように財政赤字と債務残高の削減を目指す政策を施行する場合、介護者や低所得者、低技能労働者など、パンデミックで既に深刻な影響を受けている者が主な負担を被る懸念は拭き切れない。さらに、多くの国では、時期尚早に緊縮政策を実施すれば経済回復を危機にさらしてしまう恐れもある。

米国は積極的な財政政策が有益な効果をもたらした好例のひとつだ。米国の貧困率はパンデミック1年目である2020年に低下したが、これは社会的セーフティネットの大幅な拡充に起因するものであった。米国国勢調査局が算出する補足的貧困率は、政府による家庭および個人への支援を勘案している点で公式の貧困率と異なっており、2020年には人口の9.1%と、2019年から2.6%ポイント低下した。公式の貧困率が1.0%ポイント上昇の11.4%だったことを考慮すると(330万人増)、これは一層注目に値する。支援金や失業保険給付金の増額といった米国における社会的セーフティネットの拡大は、パンデミック1年目に失われた賃金と雇用を相殺する以上の成果を上げたのである。政府は有事の際に脆弱な者を保護する特殊な役割を担っているが、2020年はその力を証明する形となった。これは米国に限ったことではなく、貧困率はブラジルのようなほかの国においても2020年に低下している。貧困と格差とは、根本的に政治的選択に影響されるものなのだ。

危機の時期には財政が公的な領域を占める。それはパンデミックの間に実証された。だが、新型コロナの緊急事態に見られたもうひとつの重要な現象として、金融政策が名目金利の実効下限に制約を受ける際の金融政策と財政政策の相互作用がある。金利の操作は金融政策を運営するための基本的な手段だ。米国、ユーロ圏、日本では、中立的な実質金利(潜在成長率での持続的な経済成長を支え、インフレを安定させる金利)の推計値がここ数十年で大幅に低下している。この中立金利の低下は、金利を引き下げて需要の減少を相殺す

財政政策は、最も必要とされる時に最大の力を発揮する。

る中央銀行の能力が、名目金利の実効下限によって徐々に制約を受けることを意味し、ひいては経済活動と雇用の落ち込みや、インフレ目標を下回るインフレ率を招く。

ゼロ金利

2020年、金利はゼロに近い水準まで低下したが、パンデミックで急激に悪化した経済を回復させることはできなかった。その結果、長期的な低金利の継続をコミットするフォワードガイダンスや、需要と物価を下支えするための資産購入など、非伝統的な金融政策が積極的に導入された。ところが、金融政策の経済に影響を与える能力が制限されていた一方で、財政政策の余地は拡大した。政府は減税するとともに資源を家計と企業に割り当てることで、ロックダウン、大量失業、そして深刻なデフレーションにつながりうる需要の落ち込みなどのパンデミックの影響を相殺した。財政政策は期待を安定化させる一助となり、物価安定性の維持という金融政策の目標を時機を得た方法で支えた。財政政策は、最も必要とされる時に最大の力を発揮するのである。

金融政策と財政政策を生み出したケインズ経済学の祖であるジョン・メイナード・ケインズは、1923年に『貨幣改革論』で次のように釘を刺している。「政府の支出を支払うのは国民である。だれも負担しない財政赤字など存在しない」。この所見は、政府には財政上の制約があるという避けがたい現実を反映している。協定の規定に明文化されているように、国際通貨基金(IMF)の重要な活動のひとつは、加盟国が唐突な外部融資の停止

や、持続不可能な財政、銀行危機などで不均衡に直面した時に、国内および国際的な繁栄を損なう過激な措置を取らずに済むよう資金を融通して、加盟国が円滑に不均衡を是正できるように図ることである。IMFの資金は、加盟国が公開市場における借り入れ能力を失ったか、あるいは失うリスクに直面する危機の最中で、信頼を築き上げるためのものである。だがこうした状況であっても財政調整は不可避であり、利用可能な融資に適合させなければならないが、ニーズが切迫している時期・場所に限って融資が不足しているケースがほとんどだ。

2020年を見ると、公的部門と非金融民間部門で累積した債務は90%以上が先進国と中国によるものであり、残りの国はわずか7%程度に過ぎなかった。先進国と中国は3年以内に新型コロナ危機前の成長軌道に戻ると見込まれている。対照的に、対処能力に深刻な制約を抱えていた発展途上国は、パンデミック前に予測されていた成長見込みを下回ると予想されている。成長見込みの引き下げと恒常的な税収減少は、貧困を撲滅する上で、そしてより一般的には、190か国が2015年に合意した持続可能な開発目標(SDGs)を達成する上で主な懸念材料となっている。SDGsの17の目標は、極度の貧困を根絶し、誰もが機会と能力を享受できる世界を目指すものである。融資と歳入動員はSDGsを成功に導く鍵となる。国際社会は2020年と2021年に非常に重要な支援を提供した。だがさらなる取り組みが急務である。FD

ヴィトール・ガスパールはIMF財政局長。