



ふたりでタンゴを：極端な経済環境でのインフレ管理

By [Vitor Gaspar](#), [Maurice Obstfeld](#), and [Chang Yong Rhee](#)



東京都新宿。金融政策と財政政策の協調は、日本の低インフレの解決の助けとなり得る。(写真: Nikada/iStock/Getty Images)

ヴィートル・ガスパール、モーリス・オブストフェルド、李昌鏞(イ・チャンヨン)

金融政策と財政政策は複雑に相互に作用する。しかし、現代的な制度の下では、一般的に両者の役割は厳格に区別される。例えば、中央銀行はインフレを目標に掲げ景気循環の変動を抑制する一方、財政当局は予算制約を尊重し、国債の安全資産としての位置づけを守ることで金融の安定性を支える。このことによって、政府は(IMF が包括的成長と呼ぶ)経済や社会の多様な目標を追求することができる。

通常はこの役割分担がうまくいく。しかし、金融政策と財政政策の協調によって得られる潜在的効果が抑制されることもある。通常時はこのプラス効果は小さいかもしれないが、極端な状況下では金融・財政政策の協調による効果は大きい。

低インフレにある日本を見ると、とりわけ困難な環境においては両政策が協調することはいかに大事であるかがわかる。金融政策と財政政策の協調がうまく機能することが重要であり、そのためには、

- 包括性: 金融政策、財政政策、そして適切な構造改革のシナジーを最大限活用する、
 - 一貫性: 金融・財政政策と構造改革が共通の目標に向かって明確にコミットしていることを示し、長期的な期待をアンカーする、
- ことが求められる。

日本の低インフレ

日本は金融政策と財政政策の相乗効果をよりよく活用しうる国の一つである。日本銀行が2016年9月にイールドカーブ・コントロールを導入するなど金融政策の枠組みを広げているにもかかわらず、名目GDPは数十年にわたり伸び悩み、インフレ率は政策目標を下回っている。

財政政策が一貫性に欠けるため、金融政策の効果が削がれている。財政政策は、金融政策が低いインフレ率を引き上げるための下支えをするという短期的なニーズと、持続可能ではない巨額の公的債務の削減という明確な中期的目標との間で、困難に直面している。

政策目標の設定

政府は、インフレ目標や物価水準目標など重要な政策目標の達成が促進されるよう、政策をデータに基づいて行う政策フレームワークを導入することで、信頼性を高めることができる。仮に政府がある政策をより早く引き締める必要を感じた場合には、リフレに向けた動きを引き続き支えることができるよう、一時的に相殺的な措置を採ることができる。その結果、名目GDPが増大すれば、実質債務の引き下げにもつながるといった追加的利益もある。

もちろん、このような条件付の政策は財政リスクを抱える。もし求められる目標が達成されない場合、財政刺激策が続けば債務持続性は危うくなる。それゆえ、一貫性と包括性を用いるアプローチは、日本国債が安全資産としての地位を失う可能性から生じる金融の安定性に対するリスクを減じるために、公的部門のバランスシートを管理するフレームワークを必要とする。

このため、主要な政策目標に向けて取り組むとともに、政府債務が将来の実質的な黒字によって相殺される必要がある。政策の不一致を避けるため、政府は財政政策を徐々に引き締め、景気循環と整合的にする必要がある。このようなアプローチには、将来の黒字を増やすような（たとえば賃金格差を埋めるような）構造改革も必要となる。

信頼できる政策

我々は、中央銀行がインフレ目標を達成するよう金融政策を行っているということを所与として、財政政策が持続可能であることを明確にするべきであると考え。物価水準の上昇によって実質的な債務価値と将来の歳入超過とが等価となることを期待し、将来の増税を約束することなく（あるいは将来の増税を排除して）財政支出を行うことは、誘惑的にみえるかもしれない。しかし、このような考え、いわゆる物価水準の財政理論は、国債が安全資産であることが保証されているという前提に立っている。

このような政策は、日本の消費者が将来の政策に対して特定の期待を有しているという非常に脆弱な前提に基づくもので、債券市場で混乱が起き、国債が安全資産の地位を失うリスクがある。これは、金融政策の役割を（国債の名目支払いを保証することで）財政の支払能力を保証することへと追いやり、インフレを安定させインフレ期待をアンカーするという役割を果たすことを不可能にする。このような状況では、政策に対する信頼性は毀損する。

日本の消費税率引き上げを巡る議論は、一貫性と信頼性が重要であることを示す好例である。予定されていた消費税率引き上げは、経済成長へのマイナスの影響が懸念され、2015年から2017年へ、そして2019年へと2回延期された。このような政策の転換は、信頼できるアンカーが無いことを示し、財政政策の効果を弱めた。

我々は、必要に応じて一時的な財政出動をともなって、事前に公表された、段階的な消費税率引き上げを行うことが引き続き好ましいオプションであると考えている。消費税率の段階的な引き上げは中期的に財政が持続可能な水準にまで引き上げられるべきである。このようなアプローチはインフレ期待を引き上げることに資する。また、他のOECD加盟国の付加価値税と比べて、消費税からの歳入が現在比較的低水準であることを鑑みると、潜在的に高い歳入が生まれる。この際、日本の消費税制度をシンプルかつ構造的に優位なものとしている、単一税率を維持すべきである。

教訓

日本の低インフレの経験は、金融政策と財政政策の相互作用についてあるメッセージを発している。そのメッセージとは、このような極端な状況においては、両政策のシナジーを最大に活用しなければ、マクロ経済政策は成功しないということである。