

## 第2章 要旨

新型コロナウイルスのパンデミック下では、財政支援によって人命と雇用が救われている。財政支援は適切なものではあるが、総資金需要の増大と、それに関連する脆弱性を引き起こしており、政府債務は何年にもわたって高水準にとどまる可能性が高い。

例えば、パンデミック以前の債務水準に戻すには、10年以上にわたって、パンデミック前よりも大きな基礎的財政収支の黒字を維持することが必要になると考えられるが、その取り組みは、危機関連の支出だけでなく、人口高齢化や開発ニーズなどの以前から存在していた圧力や、歳入を増やすことへの抵抗によって困難となっている。赤字を削減する適切なタイミングは、特にパンデミックの段階や財政の既存の脆弱性、経済的な後遺症のリスク、公共支出の質によって左右されることになる。税収を増やしたり公共支出を削減したりする場合の分配効果も考慮する必要がある。不確実性が高まり、債務水準が上昇し、一部ではソブリン債のデフォルトも見られるものの、幸いなことに金融環境は良好であり、このまま推移する可能性がある。しかしながら、世界的に貯蓄が急減したり、金利が急上昇したりする場合には、脆弱な新興市場国と発展途上国に負の影響が及ぶことになるだろう。

第2章では、信頼性のある枠組み、すなわち財政政策の指針となる一連のルールや制度と合わせて財政の持続可能性にコミットすることによって、時間を稼ぎ、債務の安定化または削減に伴う痛みを軽減することができるかと論じている。政府が財政責任を果たすと貸し手が信頼する場合には、より大きな赤字と債務借り換えの資金調達を行うことが容易になる。資金調達へのアクセスがある国は、将来の調整にコミットしつつ、財政支援を維持することが可能である。市場へのアクセスが限定的な国の場合には、より予測可能な見通しを確立し、それによって民間投資とマクロ経済の安定を促進する上でも、財政の信頼性が重要となる。各国政府は、現下の危機にさまざまな方法で対処する間にも、構造的な財政改革に着手したり、将来の赤字削減を組み込んだ強力な財政枠組みを採用したりすることによって、財政の持続可能性にコミットしているというシグナルを発することができる。

赤字や債務などに関する財政目標を、個々の国が直面する財政リスクに照らして設定することも必要である。パンデミックの推移と、それが長期的な経済成長に与える影響は、依然不透明である。また、公的部門のバランスシートは、企業に対する融資や保証を通じて、多大なエクスポージャーを抱え込んでいる。

こうした文脈において、本章では過去 25 年間に見られた予想外の債務急増の歴史を検討している。そこでは、公的債務が予測を上回った際に、対 GDP 比で見た 5 年間の債務増加幅の中央値が 12~16%であったことがわかった。そのような想定外の債務増加の背後には、中期的な名目 GDP 成長の不振や、企業の救済や為替レートの下落などに伴う予想外のストック・フロー調整があった。財政枠組みにおいては、こうした重要なリスクを管理する必要がある。

財政枠組みは、持続可能性と経済の安定化、そして特に財政ルールに関しては簡素性という 3 つの包括的目標の達成を追求するものでもなければならない。しかしながら、これら 3 つをすべて満たすことは難題である。定量的な目標は持続可能性について狭い見方をすることになりかねない一方、（歳出上限など）財政の循環性を抑制するという単純なルールでは債務の増加を許す可能性がある。

手続きルールが財政赤字と債務を制御するための主な指針となる場合、政府はより大きな柔軟性がある。だが、とりわけ健全な財政制度がない場合には、数値目標がないとコンプライアンスの報告と監視を行うことはより困難になりかねない。本章では、数値ルールによって財政の堅実性が高まることが示されている。例えば、債務ルールを守っている国では、GDP の 15%に相当する債務の急増分を、新たなショックがない場合には約 10 年と他の国よりもかなり早く解消することができる。十分な能力を有する国の場合には、公的部門のバランスシートに中期的な財政戦略を固定することによって、信頼性を維持することができ、公共投資を保護することにも役立ちうる。

最後に、本章では、財政規律へのコミットメントと、財政透明性に裏打ちされた政策の優先事項の明確なコミュニケーションによって、借入コストの引き下げが可能であることを示している。民間部門による見通しに関するデータは、財政ルールを守り、独立機関がルールの監視を行っている国において、予算発表の信頼性がより高くなっていることを示唆している。財政赤字に関する官民の予測の差は、予算収支ルールを守っている国の方が対 GDP 比で 1%小さかった。信頼性のある予算発表は、結果的に、10 年物ソブリン債の利回りが一時的に約 40 ベーシスポイント低下するという形で報われている。財政ルールの一時停止に対するメディアの反応も、財政の透明性が高い国ほどポジティブなものであった。しかし、大規模な財政調整の発表は必ずしも財政の信頼性を構築することにはならない。というのも、民間の財政赤字予測はそうした財政調整が赤字に与える短期的な影響を概して重要視しないからだ。全体的に見ると、強力な財政枠組みは財政の信頼性を高めることに有意な貢献を果たしうる。