

# 要旨

新型コロナウイルスのパンデミックが発生してから3年が経過し、財政政策は正常に戻りつつある。金融政策と財政政策は、2020年に同時並行で異例の支援を提供した後、高インフレとパンデミック関連の支出措置の終了を受けて、2022年にはほぼ4分の3の国で引き締められた。こうした変化は、非常に不安定な環境下で起こった。各国経済は引き続き財政余地に制約がある中、新型コロナ関連の深刻な景気後退から急速に回復したが、間もなく、生活費危機やロシアによるウクライナ侵攻、金融部門の不安定性に直面することになった。

家計と各国経済は、政府による支援を受け、これらの課題を前にしてレジリエンスを発揮した。世界経済は迅速な回復を遂げてきた。経済と社会はこれまでのところ、エネルギー供給の混乱に持ちこたえている。しかし、複数のショックが貧困削減における進展を後退させており、2030年までに極度の貧困を撲滅するという世界の目標の達成は持ち越しとなるだろう。発展途上国では借入コストの上昇を受けて財政余地が不足していることにより、パンデミック以前からすでに減速していた他の持続可能な開発目標（SDGs）に向けた前進も一層阻害されている。いくつかの国では、為替レートの下落も一因となり、自国通貨建ての食料価格が高止まりしている。貧困世帯を保護するという短期的な要請のほか、気候アジェンダや高齢化といった長期的な課題も同様に緊急性が増している。

前例のないショックや政府の対応を反映して、各国の財政は大きく変動してきた。公的債務は2020年に経済の収縮と政府による大規模な支援策によってこれまでに急増し、対GDP比でほぼ100%に達したが、それ以降、異例の措置の終了に伴い、財政赤字は縮小している。2021年から2022年にかけて名目GDPが大きく伸びたことにより、世界の債務はここ70年で最も大幅な減少を記録し、2022年末には対GDP比約92%となった。しかし、依然として2019年末の水準を約8%ポイントを上回ったままである。基礎的財政赤字は多くの国で急速に縮小し、パンデミック以前の水準に近づきつつあるが、全体の財政赤字は利払い費の増加を理由に縮小幅が若干小さくなっている。このように債務と赤字が大幅に減少していることは、変則的な成長とインフレのダイナミクスに由来するところが大きい。2022年には大半の国で歳入が予想を上回り、その幅は先進国では平均で対GDP比3.1%、新興市場国・発展途上国では同2.5%に上った。石油輸出による予想外の収入増が特に大きかった。多くの国は追加歳入の一部を蓄えに回したが、生活費危機に対処すべく支出を増やした国も多かった。もともと自国通貨建ての債務残高が大きかった国を中心に、一部のケースでは、名目GDPの急増に伴って債務比率が1年で10%ポイント超低下した。しかし、外貨建て債務の割合が大きい新興市場国や低所得途上国では、インフレとともに通貨安と金利上昇が進む中、債務のダイナミクスが悪化した。

短期的な財政見通しは引き続き複雑であり、不透明な経済環境と急速に変化する金融環境に対応しつつ、物価と金融の安定を確保するために財政政策と金融政策が緊密に連携することが非常に重要である。2023年には、各国政府が利払い費の増加に加えて、これまでのインフレに追いつくために賃金や年金を含む公共支出を拡大する圧力に直面するため、

## 財政モニター

財政赤字は若干拡大して平均で対 GDP 比 5%に達すると見込まれている。リスクは明らかに下振れ方向に傾いている（2023 年 4 月の「世界経済見通し（WEO）」と「国際金融安定性報告書（GFSR）」を参照）。金融部門の不安定性も、深刻化すれば、政府による支援が要請されかねず、公共部門のバランスシートを圧迫する可能性がある。

最も脆弱な層を対象を絞った支援を提供しながら財政政策を引き締めることは、インフレ率を目標に戻すための金融政策当局による取り組みを補完することになり、中央銀行にとってそれがなかった場合よりも利上げ幅を抑えることができる（第2章参照）。各種政策は、リスクが現実化した場合に調整する準備ができていなければならない。インフレが予想以上に根強いことが判明する場合には、より長期にわたる政策引き締めが求められるだろう。システミックな金融ストレスが発生するシナリオにおいては、モラルハザードを軽減しつつも、破綻処理プロセスを円滑化し、そのコストを最小化するために、財政政策による迅速な介入が必要になる可能性がある。公的資金を保護するために、意思決定プロセスにおいては、強力な破産・手続きに裏打ちされたガバナンス原則が適用されなければならない。適切な政策パッケージは、財政政策対応を行う余地がどれほどあるかに大きく左右されることになる。下振れリスクに鑑みて、財政政策と金融政策は、経済成長が予想を下回り、失業率が上昇する場合には、対応する用意を整えておく必要がある。各国政府は、特にインフレが制御されていて財政余力がある場合には、自動安定化装置の作動を容認すべきである。

中期的には、今後数年間にわたって、財政赤字はパンデミック以前の水準を上回ったまま推移すると予測されている。世界経済が一連のショックから回復する中で、財政見通しは大きな不確実性を伴っている。長期的な（潜在的）経済成長のペースと、世界的な金利の将来経路に左右されるところが大きいだろう（2023 年 4 月「世界経済見通し（WEO）」第2章参照）。現在の予測では、想定されているような漸進的かつ緩やかな財政引き締めでは公的債務比率が再び上向きトレンドに転じるのを防ぐのに十分でない。一部の主要な先進国や新興市場国が原因となって、名目 GDP が減速するからだ。新興市場国と低所得途上国では、歳入に対する利払い費の割合が中期的にパンデミック以前の水準を上回り続けると見られている。低所得途上国では、高債務水準を理由とする債務の脆弱性の高まりに関する懸念が根強く、39 か国がすでに過剰債務に陥っているか、それに近い状態にある。こうした国では税制改革が何度も行われているものの、歳入は変わらず不十分であり、対 GDP 比先進国を 13.5%ポイント下回っている。そのため、徴税能力向上のための取り組みを強化することが求められる。

最近の危機は、財政政策が強靱性を促進する強力なツールであることを示した。しかし、そのためには、各国政府は財政バッファの再構築により重点を置くことが必要になる。各国は、一貫性のあるマクロ経済政策を推進し、長期的に債務の脆弱性を低減させ、将来のショックに対処する上で必要となる余地を高めるような、信頼性のあるリスクベースの財政枠組みを策定すべきである。

国際社会は、待ち受けている数々の課題に対して共通の解決策を見出すべく協力しなければならない。最も脆弱な国々については、とりわけ債務再編と国際金融セーフティネットの拡充に関して、国際金融アーキテクチャーを強化することが急務である。国際金融セーフティネットとは、危機に対する保険や、危機の影響を軽減するための資金を提供する一連の制度やメカニズムを指す。多くの低所得途上国は、持続可能な開発目標（SDGs）に向かって前進できるよう、債務救済を含め、ソブリン債務の脆弱性に対処する国際的な取り組みの強化を必要としている。

最後に、最近のエネルギー危機は、再生可能エネルギーへの転換を押し進めることの緊急性を浮き彫りにした。その実現は、エネルギー安全保障の確保と気候変動の緩和につながるだろう。炭素税や補助金を含むエネルギー戦略に関する国際協調は、気候目標の達成と貿易摩擦の回避に貢献すると考えられる。

## 第2章：インフレとデフレーションに財政政策が果たす役割とは

2021年以降のインフレ急騰は過去30年あまりで最も激しく、政策当局者は対応を求められている。政府は、インフレが様々な家計の予算に不均等な影響を与えることで、社会の各種グループにどう作用するのか理解し、政策に反映させなければならない。本章では、インフレが財政の変数と福利の配分に与える多面的な影響（インフォグラフィックを参照）を検証し、財政政策が脆弱な人々を支援しつつインフレを抑制するために果たせる役割について検討する。

政府はインフレの損失の分配を調整する上で、裁量的な介入だけでなく、年金の物価スライド制や、社会的セーフティネットを通じた貧困家計への給付金、公務員の賃金、課税最低額も活かす。現在の国際慣行に関する調査によれば、物価調整の状況は国によって著しく異なっている。最も広く物価と連動しているのは年金であり（先進国はほぼすべての国、新興市場国と開発途上国は約40%）、その次に、脆弱なグループへの現金給付と公務員賃金が続く。

インフレによる財政収支への影響もまた、公的部門と民間部門の再分配に左右される。想定外のインフレは政府の実質（インフレ調整後）債務残高を目減りさせ、債券保有者が大きな損失を被っている。債務が対GDP比で50%を超過している国では、インフレが予期せぬ形で1%ポイント上昇する毎に、公的債務が対GDP比で0.6%ポイント減少すると推定され、その影響は中期的に持続していくだろう。このような債務削減効果は、外貨建債務が大きな割合を占める国では薄いか、または殆ど見られない。インフレが予想されている場合は債務比率の低下と関連性が見られないが、これはインフレによる債務解消が方策として望ましくなく、持続可能でもないことを示している。同様に、財政赤字の対GDP比は、インフレ初期には低下する。名目（時価の）GDPが増加する結果、課税標準が上昇して税収が増加する一方で、支出がその増加幅に追いつかないからだ。だがこうした影響は時間の経過に合わせて消滅していく。

加えて、本章は、家計に対するインフレの再配分効果が、通常考えられているよりも複雑であることを示している。コロンビア、フィンランド、フランス、ケニア、メキシコ、そしてセネガルの数千単位の家計を対象とした調査に基づき、2021年第2四半期から2022年第2四半期までの物価上昇加速について、3つの経路の試算を出した（インフレと財政の関係に関する最近の展開については第1章を参照）。その経路とは（1）実質賃金（賃金と年金）、（2）正味名目資産の損失、そして（3）所定グループが消費する主要なモノ・サービスの平均より速い物価上昇（例えば調査期間中に貧困層へ損害を与えた食品価格）である。その結果、実質賃金の変化が最も顕著であり、国ごとの差が著しいことが明らかになったが、所得グループごとでは同等の相違が見られなかった。大規模な家計信用市場をもつ国において、正味名目資産の損失は、（多額の住宅ローンを抱える傾向のある）若年層よりも、高齢者グループの方が大きかった。調査期間の間、3か国のサンプル国（フランス、メキシコ、セネガル）におけるインフレの貧困率への影響は約1%ポイントと予測される（新たな政策措置を導入する前の試算）。

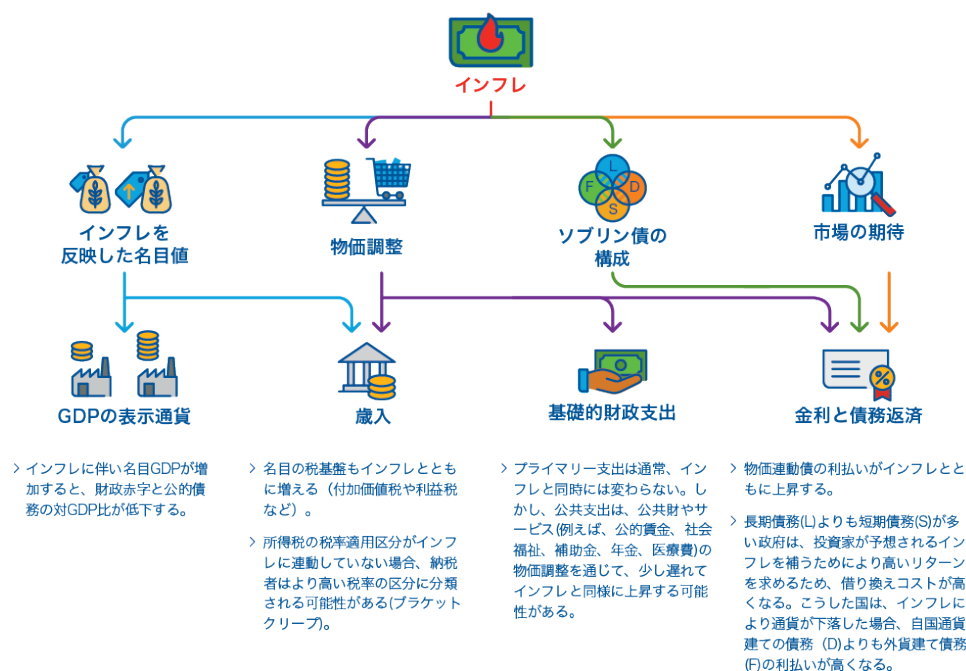
さらに、財政政策は総需要とインフレに影響を与え、その最終的な作用は金融当局の対応次第である。試算によれば、財政支出が対GDP比で1%ポイント上昇する際のインフレ上昇率は、1950年から1985年の期間が0.8%ポイント、それ以降が0.5%ポイントである。この差は、中央銀行が1985年以降にインフレ上昇圧力へ力強い対応策を講じていることから説明できるだろう。

う。所得や消費、保有資産の格差を組み込んだモデルに基づく分析では、財政赤字を削減すると同水準のデフレーションを誘導できるが、中央銀行が単独で行動する場合と比較して、金利上昇幅が小さく済むことが示されている。赤字縮小に最貧困層への現金給付を組み合わせる場合、民間消費全体の落ち込みを軽減し、家計間の格差が小さい消費経路をもたらすと同分析は示している。財政緊縮が借り入れコストの上昇を抑制し、債務脆弱性を低減するため、以上の措置は公的債務が高水準の場合に一層大きな効果を発揮する。

本章では、現局面の政策当局者に対し、次の教訓を提示する。

- 予期せぬインフレは債務比率に余裕をもたらす場合もあるが、債券保有者の予想を裏切り続ける試みは無益、あるいは有害であることが過去に証明されている。
- 自動的あるいは条件付きスライド制を見直す際に、政策当局者は所得の低下から保護するプログラムとグループを判断する必要があり、その一方で、インフレを持続させる過剰な調整やその他の政策を避けるべきである。公務員賃金に関する決定（物価調整に関する選択など）が民間部門の賃金設定に及ぼす影響についても慎重に評価すべきだ。
- 急激なインフレを受けて新しい措置や改革を検討する時、政策当局者は様々な家計グループが既に大きな分配効果の影響を受けている可能性を勘案すべきである。
- 削減する予算項目と維持・拡充する項目の厳しい政策的な決定などを通じて、財政政策はインフレ抑制に取り組む金融政策を補完しながらも、生活費危機で最も苦悩する人々を保護することができる。

## インフレが財政に直ちに与える影響



出所：IMF 職員による分析

注：インフォグラフィックは、政策対応を取る前にインフレが財政変数に直ちに与える影響の経路を示す。