

# IMF サーベイ

## オリビエ・ブランシャール氏インタビュー

### IMF、今後のマクロ経済政策のあり方を探求



IMF サーベイ・オンライン  
2010年2月12日

ブランシャール: 「危機が次第に沈静化してきている今こそ、マクロ経済政策の実施を巡る我々の認識を改めて見直す時期だといえる」(写真: IMF)

- IMF、世界経済危機の政策への影響を提示
- 政策当局者は、あらゆる政策手段の活用を
- 今後のマクロ経済政策の枠組みに関する議論を開始

国際通貨基金 (IMF) は、世界経済危機への政策対応に関する提言を行うなかで先導的役割を担っているが、この度、過去60年で最悪と言われた世界的景気後退からの教訓を導き出し、今後のマクロ経済政策のあり方に関する議論を開始した。

IMFは2月12日にペーパー「マクロ経済政策再考」を発表した。これは186の加盟国を有する国際機関であるIMFのスタッフによる一連の政策文書の一部であり、深刻な打撃を及ぼした危機を受け、マクロ経済・金融部門政策の枠組みの見直しを行うものである。

一連のペーパーは今月後半に韓国・ソウルで開催される会議で、議論される予定である。

IMF サーベイ・オンラインは、「マクロ経済政策再考」の著者のひとりであるオリビエ・ブランシャール氏に、同ペーパーをこのタイミングで発表した背景及びその目的について話を聞いた。ブランシャール氏は、2008年にマサチューセッツ工科大学を経てIMFに加わり、現在IMFの経済顧問及び調査局長を兼任している。

**IMF サーベイ・オンライン:** このペーパーは本質的に、新たなマクロ経済政策の枠組みのあり方の提示を意図していますが、このタイミングでこのペーパーを発表する理由を教えてください。

**ブランシャール:** 危機が次第に沈静化してきている今こそ、マクロ経済政策の実施を巡る我々の認識を改めて見直す時期だといえます。マクロ経済学者や政策当局者

は、1980年代初期から景気変動幅が確実に減少していることについて、自身の功績でありまた、マクロ経済政策の実施に関し熟知していると結論付けたいという衝動に駆られていました。そしてその誘惑を退けることはありませんでした。この度の危機の当然の帰結として、我々はこの結論を疑問視することとなりましたが、これこそが我々がこのペーパーで行おうとしていることです。

**IMF サーベイ・オンライン:** つまりこれは経済学者による罪の告白でしょうか。

**ブランシャール:** マクロ経済学者がこの度の危機の原因でなかったことは明らかです。しかし、経済学者・政策当局者共に、危機以前の経済政策の明らかな成功により、安全だという間違った幻想に陥っていたと、我々は理解しています。大半の先進国で、生産とインフレの変動幅が成功裏に縮小し生活水準が向上したこの時期はいわゆる「大いなる安定 (Great Moderation)」として知られています。この度の危機は我々に非常に多くの教訓を与えてくれましたが、我々は「グレート・リセッション (大規模景気後退局面)」からの教訓を積極的に学びたいと思っています。

この度のペーパーの目的は、マクロ経済政策の枠組みの構築に関する主な疑問点を提示すると共に、これらの枠組みをどのように強化するか、いくつかのアイデアを発展させていくことにあります。今後については、我々は先進国、新興市場並びに途上国に対する政策助言に関し、どのような調整を行うべきか議論を深めることが求められるでしょう。

**IMF サーベイ・オンライン:** これまでのところ、どのような結論に達しましたか。

**ブランシャール:** 危機以前の政策合意の基本的要素は今でも有効です。生産は潜在生産力に近いレベルを、そしてインフレに関しては低く安定した形で維持するということが、2大政策目標であるべきです。そしてインフレの抑制が依然として中央銀行の第一の責務です。しかし、危機により我々はこれらの目標の達成手段について考えざるをえなくなりました。

危機により政策当局者は、生産の構成項目、資産価格の動向、そして様々な経済構成要因のレバレッジをはじめとする、多くの変数を監視する必要があることが明らかになりました。また危機以前と比較し、政策手段に関し我々はより多くの選択肢を有している可能性があることが明らかとなりました。課題はこれらの手段の最善の活用手法を学ぶことです。伝統的な金融政策や規制手段を組みあわせること、また財政政策に関しては、より効果的な自動安定化機能を策定すること、以上が期待できる手法でしょう。

**IMF サーベイ・オンライン:** 金融政策と規制手段を組み合わせるとはどういうことでしょうか。

**ブランシャール:** 過剰なレバレッジ、過度のリスクテイク姿勢、さらには資産価格のファンダメンタルズからの明らかな乖離といったことを扱う手段としては、金利は有効ではありません。我々は金融と規制手段を組み合わせることが必要なのです。

例えば、レバレッジが過剰と思われる場合は、自己資本規制比率を引き上げることができます。また流動性があまりにも低い場合は、法定流動性比率を引き上げることが可能です。住宅価格を抑制するには、ローントゥバリュー（LTV）比率を減らすことができます。株価上昇の抑制には、委託保証金を引き上げることができます。これら方策は 100%有効ではありませんが、それでもターゲットとした変数に対し、意図した影響を政策金利以上に及ぼすことが可能でしょう。

政策金利は、全般的な経済活動やインフレへの対策に主に用いられるべきであり、また上記のような手段は、生産の構成物や、融資関連、資産価格関連など特定の問題を扱う際に活用すべきでしょう。

金融・規制手段をこのように組み合わせるならば、伝統的な規制・監督の枠組みはマクロ経済の側面を取り入れる必要があります。ここでの主な課題は、システムミックリスクの僅かな変化にも対応できる複雑なシステムと、シンプルで伝えやすい自動安定化機能及び、実施が容易な規制との適切なトレードオフを見極めることです。

これらと共にもし、金融政策と規制は景気対策の重要な手段となると理解できたならば、今度は金融並びに規制当局間での協調のあり方、或いは中央銀行は双方を統括すべきかといった問題に直面するでしょう。実際、金融政策と規制を分けて考える傾向は覆される必要があるでしょう。

**IMF サーベイ・オンライン:** このペーパーでは、中央銀行の多くが自身が認めている以上に、為替レートを注視している背景を理解すべきであり、またこれに基づき政策決定を導き出すべきだとしています。説明をお願いします。

**ブランシャール:** 多くの新興市場国の金融当局は、自身をインフレターゲットを行う機関としていますが、為替レートのインフレに対する影響以外の点からも、為替レートを注視していることは明白です。

それには正当な理由があると思われます。今は理論と実践を一致させるときではないでしょうか。為替レートの過度のボラティリティを抑制しつつ、インフレターゲットを守るために、金利と不胎化介入を組み合わせるという、金融政策をより大きな観点からとらえる時だと考えられます。

**IMF サーベイ・オンライン:** 各国中央銀行はインフレターゲットを約 2%と低く設定しています。このたびのペーパーでは、このターゲットを見直すべきだとしています。何故でしょうか。

**ブランシャール:** この度の危機により、金利は実際にゼロ・レベルに達することが可能だということ、そして困難な局面において起こった場合には、金融政策の大きな足かせとなることが明らかとなりました。

論理の上では、危機前の平均インフレ率、つまり平均名目金利が高かったならば、危機の際の金融政策の緩和の余地が大きくなり、財政状況がここまで悪化することはなかったということになります。我々が今考えるべきことは、これで今後インフレターゲットを高く設定することを正当化できるかということです。

**IMF サーベイ・オンライン:** これはリスクをはらんでいませんか？

**ブランシャール:** この度の危機により、システムへの大きなショックは起こりえるし実際に起こることが明らかとなりました。この度の危機では、大きなショックは金融部門に端を発したものでしたが、今後どこでも起こりえることです。例えば観光や貿易に影響する伝染病というショックや、巨大な経済の中心地へのテロ攻撃といったショックも考えられます。おそらくこれらを背景に、政策当局者はそのようなショックへの対応として、金融政策の余地を拡大するため、平常時のインフレターゲットを高く設定することが必要でしょう。具体的には、現在のターゲットレンジが2%ではなく4%の場合、インフレの純コストは遥かに高くなるのでしょうか。インフレ期待を安定化させるには、2%より4%の方が困難なのでしょうか。

同時に、特に複数の新興市場国において、中央銀行の独立性が保たれていたことにより信頼に足る低インフレが実現したのは、歴史的な事実です。結果、これらの質問に対する回答は、インフレのコストと考えられる利点について、注意深く見直しを行うべきだということになります。それでもなお、これらのコストは、幾分かインフレを高く設定することで可能となる危機の際の政策余地の拡大に、打ち消されるほどのものかという点について、議論を重ねる価値があるでしょう。

**IMF サーベイ・オンライン:** 危機の結果、財政政策が再び話題となっています。

**ブランシャール:** この度の危機により、財政政策はマクロ経済的手段として再び脚光を浴びることとなりました。これには主に二つの理由があります。第一に、信用緩和策や量的緩和策を含めた金融政策が総じて既に限界に達していたことから、政策当局者は財政政策に頼らざるをえなかったということがあります。第二に、その初期段階から景気後退が長引くと考えられていたことから、財政刺激策には、その実施ラグにもかかわらず、プラスの影響をもたらすに十分な時間的猶予があることが明白だったことが挙げられます。

また、困難な時の政策上の余地という意味での「財政余地」を有することの重要性も明らかとなりました。高いレベルの債務そして将来のコミットメントに対する巨

額の負債を危機勃発時に抱えていた複数の先進国は、財政政策活用の余地が限られており、今難しい調整局面に立たされています。

(例えば東欧諸国をはじめとする)消費ブームに後押しされた、極めて景気循環増幅的な財政政策を進めていた新興市場国は、未曾有の景気後退の中にあっても、歳出を減らし増税に踏み切らざるを得ない状況にあります。対照的に、その他の多くの新興市場国の、危機に突入した際の債務レベルは低いものでした。これにより財政の持続性に懸念が生じることもなく、また結果資本流入の突然の停止を引きこすこともなく、より積極的に財政政策を活用することができたのです。

以上のことから、我々は債務残高の対GDP比率のターゲットの見直しを検討する必要があります。おそらく、我々は危機以前より遥かに低いレベルを目指すべきだと考えます。我々の現状を踏まえるならばこれはまだまだ先の話ではありますが、我々が再び検証すべき問題なのです。

**IMF サーベイ・オンライン:** 財政政策がこれまで以上に有効な危機対応を行うにはどのような施策が求められますか。

**ブランシャール:** 減税や新たな歳出面での施策の実施までには時間がかかります。つまり裁量的財政政策は通常、景気減速対応策としては時間がかかりすぎるのです。このことから、いわゆる安定化機能の改善を求める意見があります。我々のペーパーでは、景気減速の際に自動的に作動した経済に大きな影響を与える施策を、注意深く検証するよう求めています。例えば、低所得層を対象とした暫定的な税制、インベストメント・クレジット(投資税額控除)、複数の分野にまたがるマクロ経済の変数(例えば、失業率が8%以上になった場合など)により開始する、暫定的な社会給付金などが考えられるかもしれません。

本稿に関するコメントは [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org) まで。