

第1章：不確実な回復の途上における政策

世界が新型コロナウイルス感染症を収束させようと懸命に努める中、今もなお進展中のパンデミックが及ぼす影響に対応していくには、引き続き財政政策が重要である。今般のパンデミックで一貫している特徴は、不確実性があることと、各国間でワクチンへのアクセスに格差があることだ。デルタ変異株に関連した感染再拡大があるものの、財政政策によって、そして特に先進国ではワクチン接種によって、無数の命が救われ、景気回復が促進されている。ワクチンと新型コロナウイルスや変異株との相互作用が、今後の不確実性の高まりの一因となっている。そのため、財政政策は変わりゆく状況に適応していかなければならない。

多くの先進国では、緩和的な財政政策が継続されており、政策はグリーンへの移行や、デジタルトランスフォーメーション、その他の長期投資を通じて経済強化へとシフトしている。EU や米国で発表または承認されている大規模な財政政策パッケージにより、2021 年から 2026 年の世界の GDP は累計で 4.6 兆ドル増加する可能性がある。追加措置（欧州における措置を含む）は来たる 2022 年度の国家予算に盛り込まれると見込まれる。対照的に新興市場国や低所得発展途上国では、ワクチン入手困難が経済成長を妨げており、政府は支出をパンデミック関連の優先課題の対応へとシフトさせている。金利上昇や歳入減少が、低所得発展途上国の財政支援提供能力や債務返済能力を圧迫している。

全体的には、財政政策は引き続き緩和的で、2021 年の赤字は、2021 年の対 GDP 比で約 2%ポイント（平均）の減少となる。とはいえ赤字は、特に先進国では、いまだにパンデミック前の水準をはるかに上回っている。2022 年には赤字は 3%ポイント近く減少し、2026 年までにはパンデミック前の水準に戻ると予測されている。先進国に比べて財政スタンスが緩和的でない新興市場国や低所得発展途上国では、GDP や税収が危機前の軌道を回復する見込みはなく、赤字減少は主に支出削減によるものになると思われる。

世界全体の政府債務は記録的な高水準が続くと見られ、2021 年は対 GDP 比で 100%には届かずともそれに近い水準にとどまる見込みだ。そして 2026 年にかけてやや減る見通しである。特に先進国の中央銀行や国内銀行部門による国債の大量購入は、新規借入のコストを抑える助けとなってきた。債務の蓄積により、政府の総資金需要は高まっている。多くの低所得発展途上国は、さらなる国際援助や、場合によっては債務再編を必要とする可能性が高い。

財政見通しのリスクは高まっている。新興市場国や低所得発展途上国向けを中心に、ワクチンの生産と納入を拡大すれば、世界経済に対するさらなるダメージを抑えることになるだろう。下振れリスクとしては、新型コロナウイルスの新たな変異株や、多くの国におけるワクチン普及率の低さ、一部の人の間でワクチン接種が受け入れられるのに時間がかかっていることなどが、財政に対して新たなダメージを与えたりさらなる圧力をかけたりする可能性がある。融資や保証の制度によるものも含め偶発債務が現実化した場合も、想定外の政府債務増加につながるかもしれない。今般の危機のために 2021 年にはパンデミック前の傾向に比べて 6500 万から

7500 万人が貧困に陥ったと推定されることを考えると、社会的な不満からさらなるプレッシャーが生じる可能性もある。政府の資金調達ニーズの大きさは脆弱性の元だ。とりわけ新興市場国や低所得発展途上国では、資金調達条件が世界の金利に左右されやすく、中央銀行は短期の参照金利を引き上げ始めている。

財政政策はこれらの課題に機敏に対応し、将来の公衆衛生危機やその他の危機に備えて世界経済をより生産的で、包摂的、グリーン、強靱なものにする必要がある。同時に、透明性と説明責任を確保し、財政バッファの再構築に向けて中期的な道筋を描き、持続可能な開発目標（SDGs）の達成に向けて進捗を遂げていくことも極めて重要だ。それらの目的を果たす為のステップには以下の項目が挙げられる。

- ワクチン、治療法、治療薬、防護具などの入手しやすさの各国間格差に対処するには、国際協力が不可欠である。IMF が実施した特別引出権（SDR）の一般配分は国際流動性を後押しし、また国際社会も低所得発展途上国に対して貴重な資金支援を提供している。しかしながら、贈与や、融資、債務救済に係る G20 の共通枠組みのような取り組みを通じてまだまだすべきことがある。
- 多くの国では、高質な物的資本、教育、医療への公共投資を増やす必要があり、財政からの給付は労働者の再訓練や再配置向けに適切に的を絞ったものとすべきであり、社会的セーフティネットを強化する必要がある。
- 財政政策を景気回復のサイクルと速度に合わせて調整しつつ、財政政策と金融政策の適切な組み合わせを実現することが非常に重要となるだろう。民間需要が予想以上に急速に回復した場合には、財政政策は引き締めるべきだ。そうすることで、世界経済の回復を妨害しかねない金利急上昇のリスクを減らすことになる。
- 低コストでの借り入れが難しくなってきたら、特に新興市場国や低所得発展途上国の政府は、自国の財政政策の信頼性を強化すべきだ（第 2 章）。このためには、中期的にはさらなる歳入の動員や支出効率の向上が必要となる。

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つ。

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。