

コロナ禍に対応するための財政支出は 財政破綻のリスクを高めたのか？

佐藤 一 光

<要 旨>

本研究はコロナ禍に対応するための財政支出が財政破綻のリスクを高めた経路について慎重に検証する。2020年に拡大した感染症であるCOVID-19に対応することと同時に消費の下支えをするために世界各国で財政赤字が拡大されたが、このことはポストコロナにおけるインフレーションと財政破綻とのリスクを高めるのではないかと懸念されてきた。実際に2022年には世界各国で数十年ぶりの高いインフレ率が確認されたが、インフレの理論と実際の経済指標とを照らし合わせると財政赤字によってインフレが引き起こされた部分は限定的に留まっており、むしろ化石燃料価格の上昇の影響の方が大きいことが分かった。それでも2022年にはスリランカがデフォルトを引き起こし、英国は事実上の財政破綻に追い込まれたが、スリランカは外貨準備の枯渇が、英国は政策変更の表明に伴う国際金融の変動が要因であることが分かった。財政赤字がどのような経路でインフレと財政破綻に結びつくのか、丁寧な追跡が必要である。

1. はじめに

本稿の目的は、コロナ禍への対応を事例として財政赤字が財政破綻のリスクを高めたのかどうかを明らかにすることである。2020年初頭から世界的に感染が広がった新型コロナウイルス感染症（COVID-19）は、世界各国で甚大な健康被害をもたらしただけでなく、ロックダウンや行動制限による経済活動の制約から深刻な景気後退を招いた。こうした未曾有の事態に直面して、主要国の政府・中央銀行は、財政・金融政策を総動員して、感染拡大防止と経済支援に乗り出した。その結果、各国で財政赤字が急拡大し、中央銀行のバランスシートも著しく膨張することとなった。

当初、財政出動の規模の大きさから、コロナ収束後のインフレ高進と財政破綻への懸念

が広がった。しかし、実際には物価上昇率は一時的なものにとどまり、財政破綻も現実のものとはなっていない。むしろ、世界的なインフレの主因は化石燃料価格の高騰であり、財政破綻リスクも単に赤字の規模だけでは判断できないことが明らかになりつつある。そこで本稿はポストコロナ期における物価上昇と財政運営の関係について理論と実証の両面から検討し、コロナ禍での財政赤字拡大がインフレと財政破綻に帰結したのかを明らかにする。その際、スタンダードなマクロ経済理論だけでなく、コンフリクト理論や現代貨幣理論（Modern Money Theory、MMT）の議論も取り上げ、より現実に即した分析を試みる。

本研究の意義は、コロナ禍という未曾有のショックが財政・金融政策の運営に与えた影響を多面的に評価し、ポストコロナ時代の政策運営のあり方を展望することにある。単に目先の出口戦略を議論するだけでなく、財政規律と金融安定、経済成長と所得分配など、難しいトレードオフに直面する政策当局の課題を浮き彫りにすることを目指している。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、インフレと財政破綻の理論について確認する。財政赤字の拡大が物価の上昇を引き起こすとしたらどのような経路があるのか。デフォルトになるとしたらどのような条件なのか。現状を説明できるとともに、将来を考えるために有用な理論があるのか検討する。

第3節では、ポストコロナにおける世界経済の動向を概観する。具体的には、主要国の経済成長率、財政支出、物価上昇率の推移を比較し、各国の財政出動の規模と特徴を浮き彫りにする。パンデミック下での財政赤字の急拡大が、各国経済にどのようなインパクトを与えたのかを確認する。

第4節では、ポストコロナ期のインフレーションについて、日米欧の状況を比較分析する。その際、需給ギャップやエネルギー価格だけでなく、賃金と労働市場の動向にも着目する。グローバルなインフレの背景に、経済構造や所得分配の違いがあることを明らかにし、既存のインフレ理論の妥当性を検証する。

第5節では、最近の財政破綻の事例として、スリランカとイギリスを取り上げる。前者は、途上国に典型的な経常収支危機と財政危機の連鎖を示す一方、後者は、先進国財政の規律低下に市場が反応した事例と位置づけられる。これらの事例研究を通じて、財政破綻メカニズムの多様性と、グローバルな金融環境の影響力を浮き彫りにする。

第6節では、本稿の議論を総括し、コロナ禍の財政出動の評価と、それがマクロ経済の安定性に与える含意を考察する。パンデミックという有事の財政拡張が、インフレと財政破綻を招くとは限らないことを改めて指摘する一方で、危機後の出口戦略を描くことの重要性を強調する。その上で、既存理論の限界と新たな分析視角の必要性を提起し、政策的

含意を導出する。ポストコロナ時代の財政金融政策を考える上で、本研究がどのような理論的・実証的知見を付け加えたのかを明確にし、グローバルな相互依存が高まる中で、国民経済の安定性を財政と金融の両面からどう確保するか、今後の研究の方向性を展望して本稿を締めくくる。

以上のように、本稿は、コロナ禍がもたらした経済的ショックを多面的に分析し、財政と物価の関係について理論と実証の両面から考察を加えるものである。パンデミック下の各国の経験を丹念に跡づけるとともに、グローバル経済のダイナミクスをマクロ的に捉えることを通じて、ポストコロナ時代の政策課題に新たな視座を提供することを目指している。このような本研究の問題関心と分析アプローチは、未曾有の危機に直面した現代経済の諸課題の解明に資するものと期待される。

2. インフレと財政破綻の理論

インフレと財政破綻に関する理論的な議論は、マクロ経済学の長い歴史の中で発展を遂げてきた。まず、インフレの源泉をめぐるのは、貨幣数量説、ケインズの有効需要の原理、フィリップス曲線、マネタリズムと合理的期待形成、物価水準の財政理論（Fiscal Theory of Price Level, FTPL）など、様々な理論が提示されてきた。これらの理論は、貨幣供給量、需給ギャップ、期待インフレ率、財政赤字などの要因に着目し、物価上昇メカニズムを説明しようとするものである。

貨幣数量説は、経済学における重要な理論の一つであり、貨幣供給量と物価水準の関係を説明するものである。この理論によれば、貨幣の流通速度が一定である場合、貨幣供給量の変化が物価水準に比例的な影響を与えるという。貨幣数量説の基本的な式は、 $MV=PT$ という形で表される。ここで、 M は貨幣供給量、 V は貨幣の流通速度、 P は物価水準、 T は取引量を表している。この式は、貨幣供給量 M と貨幣の流通速度 V の積が、物価水準 P と取引量 T の積に等しいことを示している。貨幣数量説によれば、貨幣の流通速度 V と取引量 T が一定である場合、貨幣供給量 M の増加は物価水準 P の上昇をもたらすことになる。逆に、貨幣供給量が減少すれば、物価水準は下落するであろうと予測される。

ケインズの有効需要の原理に基づく、インフレーションは総需要が総供給を上回る時に発生する。これを示したのがASADモデル（Aggregate Supply-Aggregate Demand Model）である。横軸に実質GDP、縦軸に物価水準をとり、右上がりの総供給曲線（AS曲線）と

右下がりの総需要曲線（AD曲線）を描く。総需要が増加すると、AD曲線が右方にシフトする。この時、物価水準と実質GDPが共に上昇する。しかし、総供給曲線が垂直に近い形状をしている場合、つまり完全雇用に近い状態では、総需要の増加は主に物価上昇を引き起こす。これがディマンド・プル型のインフレーションであるとされる。一方、総供給が減少するとAS曲線が左方にシフトする。この時、物価水準は上昇し、実質GDPは減少する。総供給の減少は、資源価格の高騰やコストの上昇が原因で起こることが多い。これがコスト・プッシュ型のインフレーションであるとされている。

有効需要の理論と深く関わっているのがフィリップス曲線である。フィリップス曲線は、インフレ率と失業率の間に負の相関関係があることを示した理論モデルである。1958年にニュージーランドの経済学者であるアルバン・W・フィリップスが、1861年から1957年までのイギリスのデータを分析し、この関係を発見した。フィリップス曲線は、横軸に失業率、縦軸にインフレ率（賃金上昇率）をとり、右下がりの曲線で表される。この曲線が意味するのは、失業率が低下するとインフレ率が上昇し、失業率が上昇するとインフレ率が低下するということである。経済学的な解釈としては、労働需要が増加して失業率が低下すると、労働市場が逼迫して賃金上昇圧力が高まり、その結果としてインフレ率が上昇すると考えられる。逆に、失業率が上昇すると、賃金上昇圧力が弱まり、インフレ率が低下すると説明される。

マネタリズムのフィリップス曲線は、フィリップス曲線に長期的視点を取り入れた理論モデルである。ミルトン・フリードマンとエドムンド・フェルプスは、人々の期待インフレ率を考慮することで、フィリップス曲線の安定性に疑問を投げかけた。マネタリストのフィリップス曲線では、短期的には期待インフレ率が一定であるため、インフレ率と失業率の間には当初のフィリップス曲線と同様の負の関係が成立する。しかし、長期的には人々の期待が実際のインフレ率に適応していくため、期待インフレ率が上昇し、フィリップス曲線は右方にシフトしていく。

長期均衡では、実際のインフレ率と期待インフレ率が一致するため、フィリップス曲線は自然失業率で垂直になる。この状態では、失業率を自然失業率以下に抑えようとする政策は、インフレ率の上昇を招くだけで、長期的な失業率の低下にはつながらない。マネタリストは、政府による裁量的な経済政策の有効性に疑問を呈し、貨幣供給量のコントロールを重視した。彼らは、インフレーションは常に貨幣的現象であり、貨幣供給量の増加によって引き起こされると主張した。したがって、インフレ抑制のためには、貨幣供給量を安定的に管理することが必要であるとした。

エリック・リーパーやクリストファー・シムズによるFTPL（物価水準の財政理論）は、財政政策が物価水準を決定する上で重要な役割を果たすという考え方である。この理論は、従来の貨幣数量説とは異なる視点から、インフレーションの原因を説明しようとするものである。FTPLによれば、物価水準は、政府の債務（国債）の実質価値と将来の財政黒字の割引現在価値が等しくなるように決定される。つまり、国債の実質価値を将来の財政黒字で返済できるように、物価水準が調整されるというのである。

この理論では、以下のようなメカニズムが想定されている。①政府が財政赤字を国債発行で賄う。②国債の需給バランスが崩れ、国債価格が下落する。③国債価格の下落は、国債の実質価値の上昇を意味する。④物価水準が上昇することで、国債の実質価値が将来の財政黒字の割引現在価値と等しくなるように調整される。

このように、FTPLは、財政赤字がインフレーションを引き起こすメカニズムを説明する。政府が将来の財政黒字を生み出す能力に対する信認が低下すれば、国債の実質価値を調整するために物価水準が上昇するというのである。FTPLは、財政規律の重要性を強調する。財政赤字が拡大し、政府の債務返済能力に対する信認が低下すれば、インフレーションが発生するリスクが高まる。逆に、財政規律が維持され、政府の債務返済能力に対する信認が高ければ、物価は安定的に推移すると考えられる。

他方で、L・ランダル・レイらによるMMT（現代貨幣理論）は、マネタリズムとケインジアン の両方に批判的な立場をとる経済理論である。MMTは貨幣の本質や政府の財政・金融政策のあり方について独自の見解を示している。MMTが着目するのは政府と中央銀行との切っても切り離せないオペレーションの関係である。政府支出はマネタリーベースを増加させることになるが、インターバンク市場で一定の政策金利を実現するためには買いオペレーションで資金吸収をせざるを得ない。他方で、課税を行う場合にはマネタリーベースを減少させることになるが、その場合には売りオペレーションで資金を供給する必要がある。このような中央銀行の財政に対して受動的なオペレーションをアコモデーションと呼ぶが、政府と中央銀行はアコモデーションで分かち難く結びつけられており、一体的に把握する必要があるという。

その上で、政府の負債である公債と中銀の負債であるマネタリーベースとは利付か否かという違いしか存在しない。政府の負債と中銀の負債を入れ替える買いオペと売りオペにはインターバンクレート を政策金利に誘導する効果はあるが、それ以上の意味はない。したがって、貨幣数量説も量的緩和も政府の負債と中銀の負債とを区別するところで根本的に誤っているという。FTPLについても同様である。

他方でケインジアンの有効需要理論に対しては総需要と総供給の関係を認めてはいる。したがって無制限に財政支出を増加させればインフレに帰結することはありうる。しかし、フィリップス曲線の既存研究より完全雇用を実現することなくインフレを引き起こすことになるため、このような機能的財政論は政策論として正しくないという。同様にインフレを抑制するために財政支出を減少させて失業を引き起こすことはそもそも政策目的を取り違えているとする。金利操作による総需要管理についても批判的で、利上げは投資を抑制して供給力を抑制するとともに利払い費を通じて可処分所得を増加させるためインフレ対策とは逆の効果が想定されるという。

ウォーレン・モズラーは、MMTの枠組みの中で、物価水準とインフレーションの決定メカニズムについて独自の理論を展開している。モズラーによれば、物価水準は政府が支出する際に支払う価格によって決定される（Mosler 2023）。国家は租税債務の支払いに用いられる通貨の唯一の供給者であり、支出の際に交換条件を設定する。つまり、政府支出が通貨の絶対的価値を導入し、物価水準の基礎を形成するのである。物価水準の決定には、政府支出による通貨の絶対的価値の導入と、市場による相対価値の決定という2つのダイナミクスが関与している。政府が支払う価格は、市場において需要と供給の相互作用を通じて他の財・サービスの価格に波及し、政府の制度的枠組みの中で相対価値が決定されるという。このような理論的洞察は、日本における公共支出の単価引き下げがデフレーションの原因であるとする筆者の実証分析と整合的である（佐藤 2018）。

最後にコンフリクト理論について確認する。コンフリクト理論は、社会を構成する様々な集団間の対立や権力関係に着目する理論であり、インフレーションの説明にも適用することができる。特に、マルクス経済学やポストケインジアン of 学者たちは、コンフリクト理論の観点からインフレーションを分析してきた。コンフリクト理論では、インフレーションを資本家と労働者の間の分配をめぐる対立の結果として捉える。資本主義社会では、資本家は利潤の最大化を追求し、労働者は賃金の引き上げを求める。両者の利害は根本的に対立しており、この対立が物価上昇を引き起こすというのである。

例えば、労働組合が賃上げを要求し、ストライキなどの実力行使に訴えることで、賃金の上昇を実現する。賃金上昇は企業の生産コストを押し上げ、企業は利潤を維持するために製品価格を引き上げる。その結果、物価全般が上昇し、インフレーションが発生する。独占的な大企業は、価格決定力を持つことで、賃金上昇を製品価格に転嫁しやすい。寡占的な市場構造は、企業の価格設定行動を通じてインフレーションを促進する要因になりうる。

このように、コンフリクト理論は、インフレーションを資本と労働の対立関係から説明する。賃上げをめぐる労使交渉や、寡占的な市場構造など、社会的な力関係がインフレーションの背景にあると考えるのである。ミハウ・カレツキやジョン・ロビンソンといったポストケインジアンを経済学者は、このようなコンフリクト理論の観点からインフレーション理論を展開した。カレツキは、完全雇用に近づくほど労働者の交渉力が高まり、賃上げとインフレーションが発生しやすくなると論じた。ロビンソンは、所得分配をめぐる階級間の争いがインフレーションを引き起こすと主張した。

コンフリクト理論は、インフレーションを単なる貨幣的現象ではなく、社会的な権力関係から生じる現象として捉える点で、マネタリズムなどの主流派経済学とは異なる視点を提供している。賃上げと物価上昇の関係や、組合活動とインフレーションの関連性など、社会的な要因に目を向ける必要性を示唆しているのである。

次に、財政破綻の理論的基礎としては、ドーマー条件が広く知られている。これは、政府債務残高の対GDP比が発散しないための条件を示したもので、実質金利が経済成長率を上回ると、債務残高が際限なく膨張してしまうことを意味する。こうした状況では、財政の持続可能性への懸念から、通貨安と国債金利の上昇（双子の危機）が生じ、ひいては債務不履行（デフォルト）に至るリスクがあるとされる。ただし、自国通貨建て国債のデフォルト・リスクについては、見解が分かるところである。

市場の期待に着目したアプローチとして、ボンド・ビジランテ仮説（Bond Vigilante Hypothesis）がある。ボンド・ビジランテ仮説は、債券市場の投資家たちが政府の財政政策に対して一種の監視役として機能するという考え方であり、具体的には、政府が過度の財政拡大を行うと、債券市場の参加者たちは国債の買い控えや売却によって債券価格を下落させ、その結果として利回り（金利）を上昇させることになる。この金利の上昇が政府にとっての借入コストの増加につながり、結果的に政府は財政政策を抑制せざるを得なくなるというメカニズムが働くという。この仮説は、市場が政府の財政赤字に対してどのように反応するかを示すもので、1980年代に米国で議論し始められた。債券市場が大きな力を持っており、政策決定者に圧力をかけることができるという点で重要な仮説である。

3. ポストコロナのインフレーション

2020年初頭から世界的に感染が拡大した新型コロナウイルス感染症は、グローバル経済

に大きな衝撃を与えた。各国で導入されたロックダウンや行動制限は、サプライチェーンの寸断や需要の急減を通じて、戦後最大級の景気後退をもたらした。国際通貨基金（IMF）の推計によれば、2020年の世界経済成長率は前年比でマイナス3.3%に落ち込んだ。こうした未曾有の事態に対して、各国政府は大規模な財政出動により家計・企業を支援する一方、中央銀行は金融緩和を拡大してマーケットの安定を図った。

その結果、先進国を中心に財政赤字が急拡大し、公的債務残高が大幅に膨らむこととなった。日本でも、2度の大型補正予算により、財政支出が100兆円を突破する水準まで拡大し、国債発行額も過去最高を更新した。図1は主要先進7カ国の財政収支対GDP比を示したものである。2007年から始まった世界金融危機とその後の2009年末から始まったギリシャ危機から立ち直りつつあった2010年代はいずれの国も財政赤字を計上していたが、特にアメリカ、イギリス、日本の財政赤字が大きかった。2010年代後半はアメリカを除いて財政収支の赤字は縮小していたが2020年には軒並み高い財政赤字を計上しており、これがポストコロナにおいて消費が戻ってきた際にインフレーションか財政破綻の原因になるのではないかと不安視されたのであった。

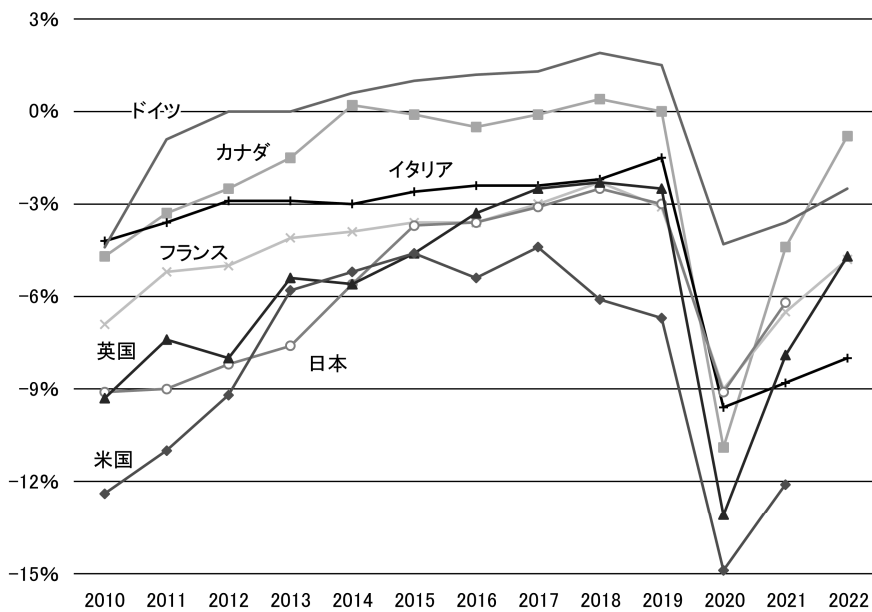
そして実際に、2021年、2022年と主要先進7カ国は高い消費者物価上昇率に直面することになる。2022年に消費者物価上昇率はイギリスで9.1%、イタリアで8.1%、アメリカで8%に達したが、日本においては2.5%と低いままであった（図2）。このポストコロナのインフレーションは予想通りコロナ禍の対応によって引き起こされたものだろうか。それではなぜ日本では相対的に低い物価上昇率に留まったのであろうか。

貨幣数量説や合理的期待形成理論を想定するのであればマネタリーベースの変化には注視しなければならない。しかし図3で確認されるように、物価上昇率の高い国のマネタリーベースが高いという事実を確認することはできない。同様にASADモデルを念頭に潜在GDPと実質GDPとの差をとったOutput Gap（需給ギャップ）を確認しても物価上昇率との関係を見出すことは難しい（図4）。唯一、賃金上昇率だけは高インフレにならなかった日本の賃金上昇率が低い、他の国の物価上昇率の違いを説明できるわけではないようだ（図5）。

このポストコロナのインフレ問題に答えるためには、2022年にロシアによるウクライナ侵攻が発生して国際的な化石燃料価格が上昇したことに触れなければならない。発電と鉄鋼で利用される石炭の国際価格は2020年には60USD/トンであったものが需要が回復し始めた2021年には122USD/トンへと急上昇していたが2022年には180USD/トンと更なる上昇を見せた。一方で原油価格は2020年に41USD/バレルであったものが2021年には70USD/バ

レル、2022年には98USD/バレルに達した。天然ガス価格に関しても2.03USD/MMBTUから4.06USD/MMBTU、6.45USD/MMBTUへと3倍以上に上昇した。紙幅の都合上結論しか述べることができないが、国際産業連関表を用いて化石燃料価格上昇による各国の物価変動を調べると、日本やドイツといった国では国際的な化石燃料価格の影響を受けやすく、アメリカやイギリスといった国では受けにくいという特徴がある。これらの化石燃料価格と賃金上昇によって各国のインフレの差は部分的に説明することができよう。

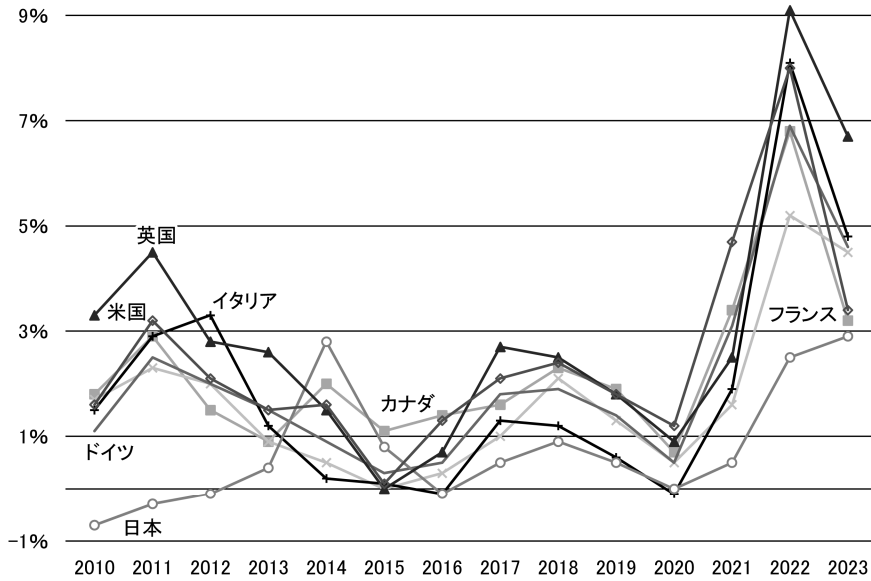
図1 G7における財政収支/GDP (%)



出所：OECD Data, Government at a Glance。

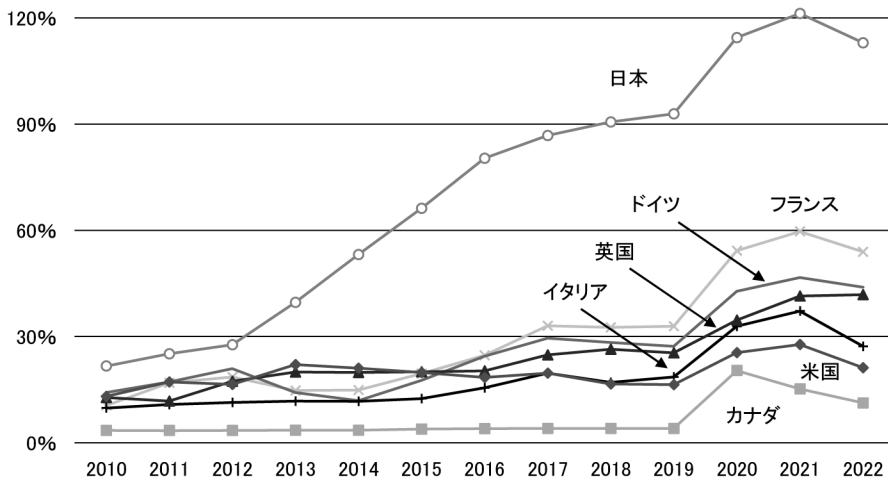
注：ドイツはマークなし、カナダは□、イタリアは+、フランスは×、英国は△、日本は○、米国は◇で示している。以下の図では同じルールでマークをしている。

図2 G7における消費者物価上昇率（％）



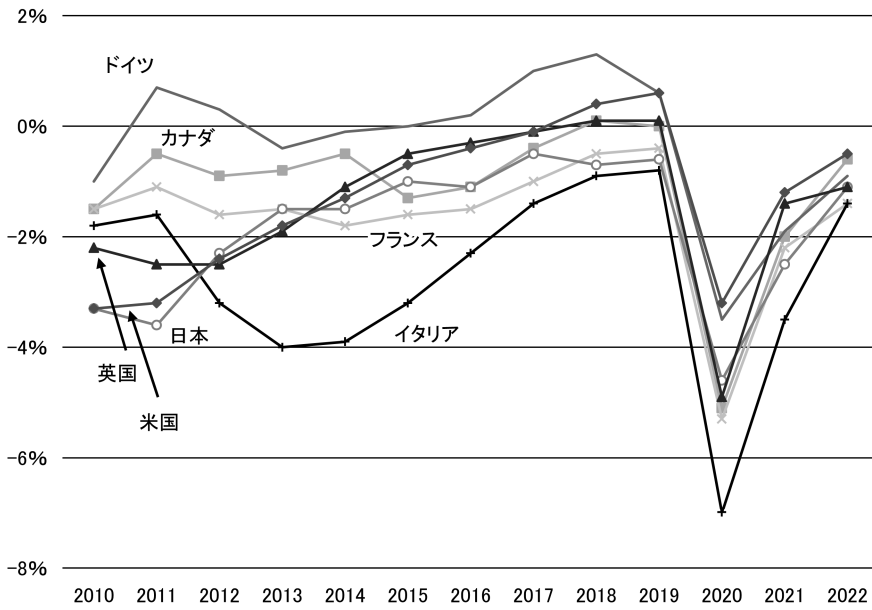
出所：OECD Data, Inflation (CPI)。

図3 G7におけるマネタリーベース対GDP比



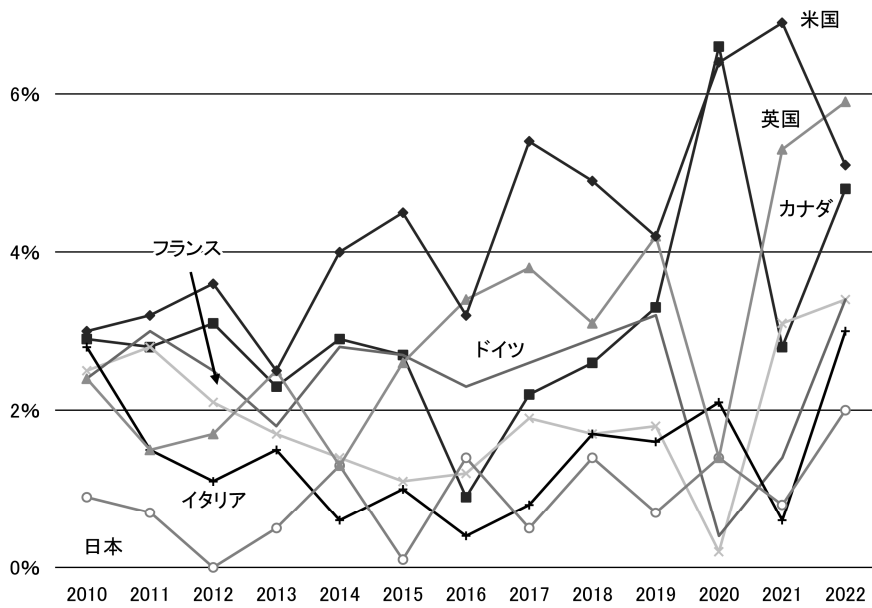
出所：IMF, International Financial Statistics, Monetary Base, and World Economic Outlook Database, April 2023, Gross Domestic Product, Current Pricesより作成。

図4 G7におけるOutput Gap



出所：IMF, World Economic Outlook 2023。

図5 G7における賃金上昇率



出所：OECD, Labour compensation per hour worked。

4. ポストコロナのインフレーションの国際比較

コロナ禍を経て、世界経済は歴史的な落ち込みから急速な回復を遂げたが、その過程で多くの国々がインフレ高進に直面することになった。ロシアのウクライナ侵攻が資源価格の高騰に拍車をかける中、各国の中央銀行は相次いで利上げに踏み切るなど、インフレ抑制への傾倒を強めている。もっとも、インフレの背景や経路、インテンシティには、国によって違いが見られる。財政出動の規模や内容、雇用・賃金の動向、輸入依存度などの経済構造に加えて、過去の経験に基づく期待形成のあり方など、様々な要因が作用していると考えられる。以下では、アメリカ、欧州、日本のインフレ動向を比較し、その特徴と含意を探る。

4.1 アメリカの経済成長率、財政支出、物価上昇率の推移

アメリカ経済は、2020年前半に感染拡大による活動制限の影響を受けて大きく落ち込んだ。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率マイナス31.2%と、戦後最大の落ち込みを記録した。もっとも、大規模な財政出動と金融緩和により、7-9月期以降は急速な回復を遂げた。2020年通年の成長率は前年比マイナス3.5%にとどまり、リーマンショック時（2009年のマイナス2.6%）より大幅な落ち込みとなった。財政面では、2020会計年度（2019年10月～2020年9月）の連邦政府支出が前年比44.5%増の6兆5,520億ドルに達し、GDP比31.3%まで拡大した。この水準は第二次世界大戦以来の高さである。大規模な財政出動の内訳を見ると、企業向け支援や個人向け現金給付などが中心となっている。一方、歳入面では、景気悪化に伴う税収減もあって、財政赤字はGDP比14.9%まで拡大した。

金融政策面では、連邦準備制度理事会（FRB）が2020年3月にゼロ金利政策に戻ったほか、国債や社債、CPの買入れを拡大した。その結果、FRBのバランスシートは2020年末に7兆4,000億ドル近くまで膨らんだ。こうした金融緩和により、財政出動による大量の国債発行が円滑に消化された。2021年に入ると、ワクチン接種の進展を受けて、経済活動が正常化に向かった。2021年通年の実質GDP成長率は5.7%と、40年ぶりの高成長となった。もっとも、供給制約の長期化や超過貯蓄の取り崩しを背景に、物価上昇率が大幅に高まった。2022年6月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比9.1%上昇し、40年ぶりの高水準を記録した。

インフレ高進を受けて、FRBは2022年3月から政策金利の引き上げを開始し、6月まで

に1.5%ポイント引き上げた。バランスシートの縮小にも着手するなど、金融引き締めを急ピッチで進めている。財政面でも、インフラ投資等の支出拡大を除けば、大規模な追加措置は見送られている。

以上のように、アメリカ経済は、機動的な財政金融政策により危機の落ち込みから急速に回復を果たした。しかし、その過程で需給のひっ迫が顕在化し、物価の高騰を招くことになった。賃金上昇率も高水準で推移しており、インフレの定着が懸念される状況にある。連邦政府債務のGDP比は2021年末に123%に達しており、出口戦略をどう描くかが問われている。アメリカでは、ワクチン接種の進展とともに経済活動が正常化する中で、物価上昇率が大幅に高まった。2022年6月のCPIは前年同月比9.1%上昇し、40年ぶりの高水準を記録した。インフレの主因としては、以下の点が指摘できる。

第一に、大規模な財政出動と金融緩和により、パンデミック下で抑えられていた需要が一気に顕在化したことである。バイデン政権下で実施された経済対策は、2020年3月のCARES Actを皮切りに、2021年3月のAmerican Rescue Plan Act、2021年11月のInfrastructure Investment and Jobs Actと、総額5兆ドル近くに上った。家計の超過貯蓄の取り崩しや政府支出の拡大が、財・サービス需要を大きく押し上げたとされている。

FRBの分析によれば、財政出動の規模は、2020年の対GDP比で14.9%、2021年で11.0%に達した。この間、FRBは政策金利をゼロ水準に維持し、国債や政府機関債の大量購入を続けた。こうした財政・金融政策の相乗効果により、2022年第1四半期の需給ギャップ（GDPと潜在GDPの差）は約3,600億ドルのプラスと推計されている。

第二に、供給面の制約が需要超過に拍車をかけたことである。半導体不足や港湾の混雑などによるサプライチェーンの混乱、労働力不足などが生産能力の回復を阻み、インフレ圧力を高めた。製造業の供給制約を示すサプライチェーン・プレッシャー指数は、2022年5月時点で4.0と、依然高水準にある。在庫の積み増しを目的とした原材料の先買いなども、コスト・プッシュ型のインフレを助長したと考えられる。

第三に、エネルギー・食料品価格の高騰がインフレ率を直接押し上げただけでなく、期待インフレ率の上昇を通じて賃金・物価の上昇スパイラルを招きつつあることである。ロシアのウクライナ侵攻を受けて、2022年3月のWTI原油先物価格は1バレル123.7ドルの高値を付けた。6月のCPIを項目別に見ると、エネルギーが前年同月比41.6%、食料品が10.4%上昇した。一方、平均時給も前年同月比5.1%の高い伸びが続いたのである。

FRBのパウエル議長は、期待に基づく二次的な価格設定行動への警戒を示していた。マイアミ大学の調査によれば、向こう5年間の期待インフレ率は、2022年6月時点で

3.0%と、FRBの目標である2%を大きく上回っていた。インフレ期待の上振れが賃金引き上げ圧力となり、さらなる物価上昇をもたらすリスクが意識されている。このように、アメリカのインフレは、需要・供給・期待の様々な要因が絡み合う形で進行してきた。財政・金融の両面から強力な景気刺激策が講じられた結果、経済のオーバーヒートが進んだ面は否定できない。6月のコアCPI上昇率は5.9%と、2月以降4ヶ月連続で5%を超える高い伸びを示していた。

そこでFRBは、「インフレを抑制するには痛みを伴う措置が必要」（パウエル議長）との認識から、2022年3月から継続的な利上げに踏み切った。9月までに政策金利の誘導目標水準を3.00~3.25%まで引き上げたほか、バランスシートの縮小にも着手した。インフレ抑制を最優先に金融引き締めを加速する構えを見せた。もっとも、こうした金融引き締めには、成長と雇用へのマイナスの影響が避けられない。IMFの試算によれば、インフレ率を2%程度に抑制するためには、2023年末までに失業率を5%以上に引き上げる必要があるという。ソフトランディング（軟着陸）の難しさを物語る数字といえよう。

4.2 欧州の経済成長率、財政支出、物価上昇率の推移

欧州経済は、2020年春以降の感染拡大により大きな打撃を受けた。ユーロ圏の実質GDP成長率は、2020年1-3月期から4四半期連続でマイナスとなり、年間では前年比マイナス6.6%と、リーマンショック時（2009年のマイナス4.5%）を上回る落ち込みとなった。国別に見ると、感染拡大が深刻だったイタリアやスペインで、それぞれマイナス9.0%、マイナス10.8%と大幅な落ち込みとなった。各国政府は、大規模な財政出動により景気下支えを図った。ユーロ圏の一般政府支出は、2020年にGDP比53.6%まで拡大した（前年は47.1%）。各国とも、企業向け補助金や従業員の一時帰休制度の拡充、融資・信用保証の拡大などの対策を講じた。この結果、一般政府の財政赤字はGDP比7.2%まで拡大し、政府債務残高もGDP比97.3%に達した（前年末時点は83.8%）。

欧州中央銀行（ECB）も、大規模な金融緩和策を実施した。2020年3月以降、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を創設し、1兆3,500億ユーロの資産買入れ枠を設けた。6月には、PEPPの期限と規模をさらに拡大し、少なくとも2022年3月末まで総額1兆8,500億ユーロの買入れを行うこととした。もっとも、ワクチン接種の進展により、2021年に入ると経済活動は徐々に正常化に向かった。ユーロ圏の実質GDP成長率は、2021年通年で5.3%のプラスに転じた。ただし、域内の回復ペースにはばらつきが見られ、ドイツが2.9%だったのに対し、フランスは7.0%、イタリアは6.6%の高い伸びとなった。

物価面では、当初こそ原油価格の下落などからインフレ率は低位で推移したが、2021年後半以降は急速に高まった。2022年6月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年同月比8.6%に達し、統計開始以来の高水準となった。背景には、ウクライナ戦争に伴うエネルギー価格の高騰に加え、サプライチェーンの混乱や需給ギャップの拡大などがある。ECBは、インフレ高進を受けて、2022年7月に11年ぶりの利上げに踏み切った。9月にも0.75%ポイントの大幅利上げを決定するなど、物価安定を最優先に金融引き締めを加速させている。財政面でも、各国で経済対策の規模を縮小する動きが広がっている。

以上のように、欧州経済は、積極的な財政金融政策により危機の落ち込みから持ち直しつつあった。しかし、ウクライナ戦争の長期化によるエネルギー価格の高止まりや、賃金の上昇を伴う物価高などが重石となった。財政赤字の縮小と物価安定の両立、域内格差の是正など、ポストコロナに向けた課題は少なくない。

欧州でも、ポストコロナの経済回復に伴って、物価上昇ペースが加速していった。2022年6月のユーロ圏消費者物価指数（HICP）上昇率は前年同月比8.6%に達し、過去最高を更新した。もっとも、インフレの背景を見ると、アメリカとは異なる特徴がいくつか指摘できる。

第一に、インフレの主因が、ウクライナ情勢の影響を受けたエネルギー価格の高騰にあることである。ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、欧州の天然ガス先物価格は2022年8月に1メガワット時当たり339ユーロの史上最高値を付けた。ロシアへのエネルギー依存度が高いユーロ圏経済は、供給途絶のリスクに直面している。実際、6月のHICPを項目別に見ると、エネルギーが前年同月比41.9%上昇したのに対し、食料品は8.9%、サービスは3.4%の上昇にとどまっている。賃金上昇を伴う広範な物価上昇には、まだ至っていないのが実情である。

第二に、ユーロ圏内でインフレ率に大きな差異が見られることである。例えば、6月の上昇率を国別に見ると、ドイツが8.2%だったのに対し、フランスは5.8%、イタリアは8.0%、スペインは10.2%と、ばらつきが目立つ。欧州委員会の分析によれば、こうした違いには、エネルギー価格高騰の影響度合いに加えて、需給ギャップの大きさや賃金決定メカニズムの違いなどが関係しているという。

第三に、足元でのインフレ率上昇にもかかわらず、期待インフレ率は比較的安定的に推移していることだ。ECBの専門家調査（SPF）によれば、2022年7月時点の5年後期待インフレ率は2.0%と、ECBの目標と整合的な水準にある。この背景には、ECBの物価安定目標に対する信認の強さがあるとみられる。ユーロ圏の5年物インフレスワップ金利も、

2023年には2%台前半で推移した。

もっとも、ECBは7月に0.5%ポイントの利上げに踏み切ったほか、9月にも0.75%ポイントの大幅利上げを決定するなど、インフレ抑制へのスタンスを急速に硬化させた。ラガルド総裁は、「物価安定は何よりも優先される」と述べるなど、インフレ懸念を強めている。ECBの政策金利は2023年9月に4.5%に達している。

この間、ユーロ安が進行していることも、インフレ圧力を高めるリスク要因である。ドルに対するユーロの為替レートは、2022年9月に1ユーロ=0.96ドルと、20年ぶりの安値を付けた。輸入物価の上昇を通じて、さらなる物価高を招く可能性がある。一方、財政政策は、エネルギー価格高騰の影響を和らげるため、各国で家計・企業向けの支援策が打ち出されている。ドイツでは、2022年6月に総額300億ユーロの追加対策を発表したほか、ガソリン税の引き下げや公共交通の割引運賃制度を導入した。もっとも、こうした対策は、インフレを加速させる面もあるだけに、出口戦略が課題となる。

4.3 日本の経済成長率、財政支出、物価上昇率の推移

日本経済は、2020年1-3月期からマイナス成長に転じ、4-6月期には前期比年率マイナス7.9%と、リーマンショック時を上回る落ち込みを記録した。7-9月期以降はプラスに転じたものの、力強さを欠く回復にとどまった。2020年通年の実質GDP成長率は前年比マイナス4.5%と、リーマンショック時（2009年のマイナス5.7%）に次ぐ落ち込みとなった。政府は、2度の大型補正予算により、雇用調整助成金の拡充や中小企業支援、個人向け給付金の支給などの対策を講じた。その結果、2020年度一般会計の歳出総額は過去最大の175兆6,824億円、GDP比で35.5%に達した（当初予算では26.5%）。税収の落ち込みもあり、基礎的財政収支の赤字額は73兆4,489億円（GDP比14.9%）まで拡大した。

日本銀行は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の継続により、財政出動を強力に支えた。2020年3月には、上場投資信託（ETF）と不動産投資信託（J-REIT）の買入れを倍増し、社債・CPの買入れ枠も拡大した。同年4月には、新型コロナ対応金融支援特別オペを導入し、事業者への資金繰り支援を後押しした。2021年に入ると、ワクチン接種の進展もあって、日本経済は徐々に持ち直しに転じた。2021年10-12月期の実質GDP成長率は、4四半期ぶりにプラス（前期比年率5.4%）となった。もっとも、オミクロン株の感染再拡大により、2022年1-3月期はマイナス成長（同0.5%）に逆戻りするなど、回復のペースは鈍かった。

物価面では、原油価格の下落などから、2020年のCPIは前年比マイナス0.2%と、4年

ぶりのマイナスとなった。しかし、2022年に入ると、世界的な資源価格の上昇や円安進行を背景に、物価上昇率が高まった。2022年6月のCPIは前年同月比2.4%上昇し、日銀の目標である2%を3ヶ月連続で上回った。

もっとも、日本の物価上昇は欧米に比べれば緩やかなものにとどまっている。実際、6月の東京都区部のCPIコア指数（生鮮食品とエネルギーを除く）は0.3%上昇にとどまり、基調的なインフレ圧力は依然として弱い。日銀は、現行の金融緩和策の継続方針を堅持している。財政面でも、「コロナ禍からの経済社会活動の復興とウクライナ情勢等を踏まえた中小事業者等の事業継続支援」等を柱とする2022年度補正予算が編成されるなど、積極スタンスが維持されている。他方、コロナ禍で一段と膨らんだ政府債務への懸念も根強い。2021年度末の長期債務残高はGDP比219%に達しており、中長期的な財政健全化の道筋は不透明さを増していた。

とはいえ日本でも、2022年に入ると、世界的な資源価格の上昇や円安進行を背景に、消費者物価の上昇ペースが高まってきた。2022年6月のCPI（除く生鮮食品）は前年同月比2.2%上昇し、日本銀行の2%目標を3ヶ月連続で上回った。もっとも、その水準は欧米に比べるとはるかに低く、持続的な2%達成への道筋は見えていない。日本の物価動向の特徴としては、以下の点が挙げられる。

第一に、物価上昇の主因が、輸入物価の上昇にあることである。日本銀行の試算によれば、2022年4-6月期のCPI（除く生鮮食品）前年比+2.4%のうち、為替円安の寄与が1.0%ポイント、エネルギー関連の寄与が0.7%ポイントを占めている。一方、需給ギャップの改善は0.3%ポイントにとどまっており、国内の需要拡大が物価を押し上げる力は弱い。実際、6月の東京都区部CPI（除く生鮮食品）を品目別に見ると、エネルギーが前年同月比14.8%上昇した一方、食料品は2.9%、サービスは0.8%の上昇にとどまっている。景気回復の恩恵は一部の業種に限られており、「基調的なインフレ」には程遠い状況といえよう。

第二に、原材料コストの上昇が企業の価格設定行動を変化させつつあることである。日銀の「全国企業短期経済観測調査」（短観）をみると、2022年9月調査で仕入価格判断指数（DI）が48と、バブル期以来の高水準となった一方、販売価格DIも21と、1980年以來の高水準に達した。中小企業を中心に、コスト・プッシュ型の値上げ圧力がかかり始めていると考えられる。

第三に、賃金上昇率が伸び悩んでいることから、需要の力強さに欠ける点だ。厚生労働省の毎月勤労統計によれば、2022年6月の現金給与総額（事業所規模5人以上）は前年同

月比2.0%上昇と、7ヶ月連続で増加した。しかし、物価上昇を差し引くと実質賃金は前年同月比1.4%低下しており、家計の購買力の回復は実現しなさそうである。

内閣府の「消費動向調査」（2022年7月）でも、収入の増え方と物価上昇のバランスについて「収入の増加が物価上昇を下回っている」との回答が75.9%に上った。円安メリットを享受できない中小・非製造業では賃上げ原資が乏しく、消費の拡大力に限界がある。日銀は、こうした現状認識から、2022年7月の金融政策決定会合で、2%の物価目標の早期達成を目指し、現行の金融緩和方針を維持することを決めた。日本経済は長期のデフレからの脱却過程にあるとして、現状の物価上昇を持続可能なものにするため、賃上げと金融緩和の継続が不可欠との判断を示したのである。

一方、黒田東彦総裁は、記者会見で「必要とあらば躊躇なく政策調整を行う」と述べるなど、インフレリスクへの警戒感も示していた。実際、資源価格高騰の長期化やコスト・プッシュ型の価格転嫁などを通じて、インフレ期待の上振れリスクは高まりつつあるという議論もあった。7月の日銀展望レポートでは、2023年度のCPI（除く生鮮食品）上昇率見通しを従来の1.4%から2.3%へ引き上げた。物価上昇により実質金利が低下し、金融緩和効果が強まる面もあるが、同時に金融機関の収益悪化を招くジレンマも指摘される。

政府は、物価高騰を受けて、2022年度補正予算案に総額2.7兆円の物価・賃金・生活総合対策を盛り込んだ。電気・ガス料金の負担抑制や、中小企業の賃上げ支援などを柱とした。もっとも、こうした対策は、需給や期待に働きかけるものではなく、根本的なインフレ対策にはならない。賃上げを通じて、適度なインフレと需要拡大の好循環をどう作り出すかが問われている。2014年の意見書で、日銀は物価上昇と賃金上昇の同時達成が重要と指摘したが、その難しさは今なお変わっていない。

5. 財政破綻の事例と分析

コロナ禍で各国が大規模な財政出動に踏み切る中、財政の持続可能性への懸念が高まった。膨らむ財政赤字と公的債務残高を前に、財政破綻リスクが改めて意識されるようになったのである。財政破綻と聞くと途上国の問題と思われがちだが、先進国も無縁ではない。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルといったユーロ圏諸国が債務危機に陥ったのは、10年ほど前の出来事だった。とはいえ、2つのショックを比べると、コロナ危機への対応はリーマンショック時よりはるかに規模が大きい。各国で数次にわたり編成された大型対

策の帰結として、先進国の公的債務残高（対GDP比）は2020年に122%、21年には119%に達した。第二次世界大戦後で最悪の水準である。もっとも、危機収束後の正常化プロセスには各国で温度差がある。財政健全化と景気下支えのバランス、中央銀行の国債買入れの是非など、政策運営をめぐる課題は少なくない。ポストコロナの財政金融体制のあり方が問われる中、改めて財政規律とは何かが問われている。

以下では、ポストコロナの財政破綻の事例として、スリランカとイギリスを取り上げる。スリランカは、典型的な経常収支危機が財政破綻を招いたケースである。政府債務の多くが外貨建てであるが故の脆弱性が露呈した。他方、イギリスは、先進国で「あり得ない」とされていたシナリオ、すなわち自国通貨建て国債への市場の信認低下が現実になりかけた事例といえる。いずれも、ロシアのウクライナ侵攻という地政学リスクが顕在化する中での財政破綻の事例であり、グローバルな視点からの考察が欠かせない。コロナ後の世界で、どのような財政ガバナンスが求められるのか。スリランカとイギリスの事例を通して、財政破綻のメカニズムと政策的含意を探ることとしたい。

5.1 スリランカの財政破綻事例

スリランカは、2022年5月に対外債務の支払いを停止し、事実上のデフォルト（債務不履行）に陥った。その背景には、長年の財政赤字の累積、外貨準備の枯渇、通貨の暴落などの複合的な要因がある。スリランカ経済は、茶葉などの一次産品輸出と観光業に大きく依存してきた。2019年4月の同時テロ事件で観光需要が急減したのに続き、コロナ禍で一次産品価格も下落し、外貨収入は大幅に減少した。加えて、ロシアのウクライナ侵攻を受けた原油高で、国内のエネルギー・食料品価格が高騰し、物不足に直面した。

財政面では、歳入の大幅な落ち込みにもかかわらず、大規模な減税を断行したことが災いした。ゴタバヤ・ラジャパクサ大統領は、2019年の選挙公約であった大幅減税を2019年11月に実行に移した。付加価値税（VAT）の基本税率を15%から8%に引き下げたほか、法人税率も引き下げた。この結果、財政赤字が拡大し、債務残高（対GDP比）は2019年の94%から2021年には119%へと急増した。為替市場でも、スリランカ中央銀行がルピー買い介入を繰り返した結果、外貨準備が大幅に減少した。2022年3月には、政府が管理変動相場制（managed float）への移行を表明すると対ドルでルピー売りが加速し、3月7日時点の1ドル=201ルピーから、5月19日には1ドル=361ルピーまで下落した。

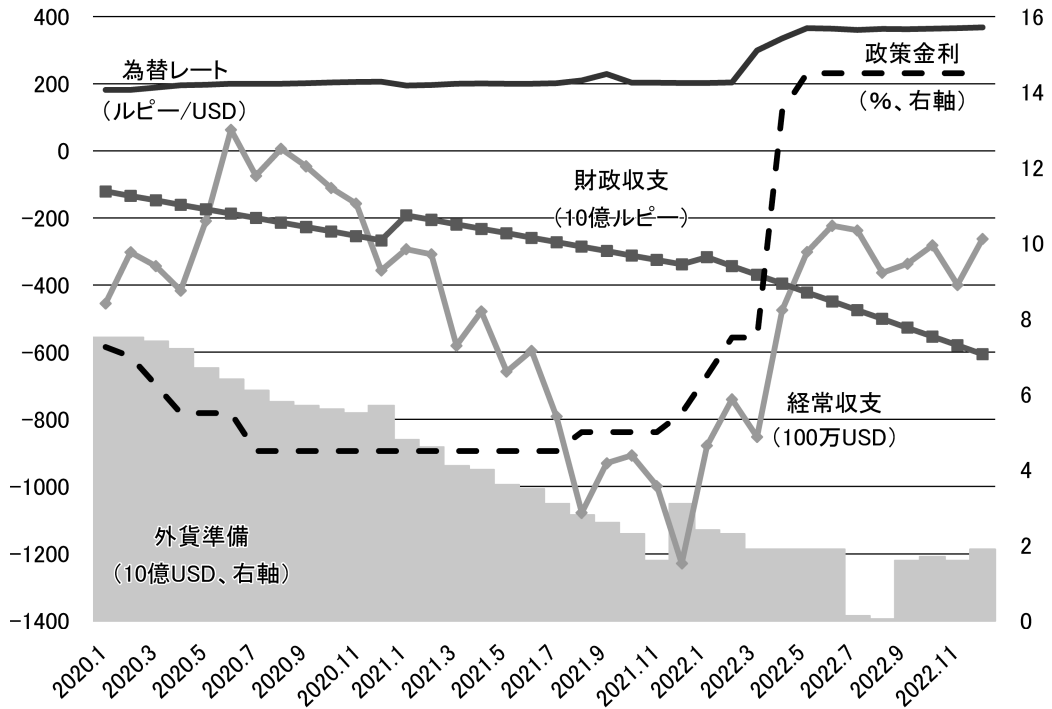
こうした状況下、政府はIMFとの交渉に入ったものの、政情不安から協議は難航した。結局スリランカ政府は4月12日に対外債務の支払い停止を表明し、5月18日にはIMFとの

協議入りで合意したが、正式な支援要請には至らなかった。スリランカの事例は、途上国に特有の「原罪（original sin）」の問題を浮き彫りにしている。すなわち、自国通貨建て長期債の発行が困難なため、債務の大半がドル建てとなる。そのため、自国通貨安が進むと債務負担が跳ね上がり、財政が圧迫される。加えて、輸入依存度の高さから、通貨安は物価高をもたらす。

しかも、スリランカの場合、公的債務残高の約半分が対外債務であり、その4割が民間債権者向けとなっているため、債務再編の調整は容易でない。政府は、債権者との交渉のため、IMFとの合意をテコにしたいところだが、政治の不安定さが足かせとなっていたのである。IMFは、支援の条件として、緊縮財政による財政再建と、中央銀行の独立性確保による金融引き締めを求めるとみられる。こうした改革は、短期的には国民生活を一段と圧迫しかねない。

図6はコロナ後のスリランカの経済指標である。慢性的な経常収支赤字が背景にあり、国内生産力の弱さとコロナ禍による観光業の打撃、および対外支払いの多さや出稼ぎによる送金の減少など外貨準備減少の要因となっている。外貨準備の減少に伴い2022年に政策金利は急上昇した。こちらも慢性的な財政収支赤字に対して尚更赤字を拡大させる要因となった。それでも為替レートは急上昇し、外貨準備の枯渇によって財政破綻へと追い込まれた。2022年7月18日には中国人民銀行との間で14億ドルのスワップを、7月27日にはバングラディッシュとの間で2億ドルのスワップを行い外貨準備の枯渇に対応したが深刻な経常収支赤字を克服するには至らなかった。スリランカの教訓は、外貨準備が枯渇して国家経済が破綻する時に財政も破綻するということである。

図6 スリランカの経済指標



出所：Central Bank of Sri Lanka, External Sector Statistics - International Reserves, External Sector Statistics - Balance of Payments, Monetary Policy Measures - Policy Rates and Open Market Operations, Exchange Rates - Monthly Exchange Rates, Fiscal Sector Statistics - Government Fiscal Operationsより作成。

5.2 英国の財政危機事例

英国では、2022年9月、トラス新首相の下で打ち出された大規模減税策が市場の動揺を招き、ポンド安と国債金利の急騰を招いた。イングランド銀行（英中央銀行）が緊急の国債買入りに踏み切るなど、先進国で「あり得ない」とされたシナリオが現実になりかけた形である。発端は、9月23日に発表された「ミニ予算」である。その柱は、基本税率の引き下げや、富裕層向けの最高税率撤廃など、大規模な減税策だった。財政規律を重視してきた英国らしからぬ政策転換であり、市場の反発は必至だと考えられていた。

実際に予算発表後、ポンド相場は対ドルで史上最安値を更新したほか、英国債（ギルト）相場も急落し、長期金利は乱高下し、一時4.8%台を記録した。変動金利型住宅ローンの金利上昇を招き、住宅市場の混乱も懸念された。国債安を放置すれば、英国の年金基金が

破綻しかねないとの観測から、イングランド銀行は、9月28日から2週間の予定で、長期国債を無制限で買入れる異例の措置に踏み切った。事態の收拾を急ぐ一方、物価高騰を抑えるための積極的利上げ方針は堅持するとしており、金融政策の独立性には疑問符がついた格好であった。

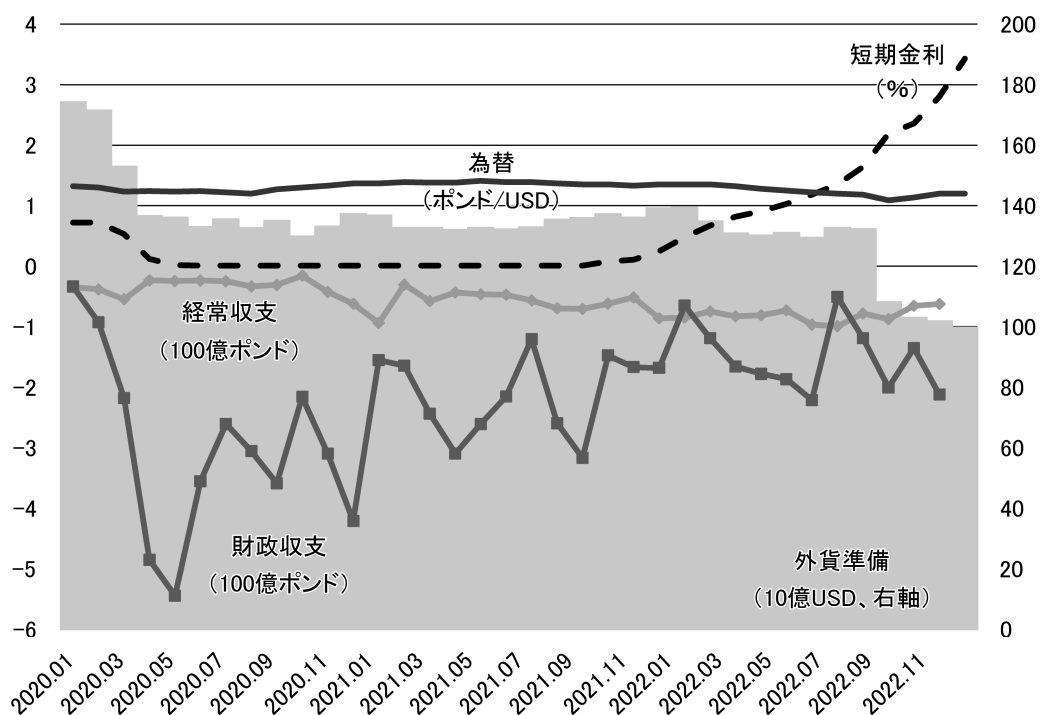
こうした事態を受けて、トラス首相は10月3日、減税策の目玉だった最高税率の撤廃方針を撤回し、「ミニ予算」の信頼性は大きく損なわれた。10月14日にはクワーテング財務相が更迭され、後任のハント氏は、法人税の増税を含む増税方針を打ち出した。結局、トラス首相も10月20日、就任からわずか44日で辞任に追い込まれた。英国の事例で注目されるのは、自国通貨建て国債の「無リスク神話」が覆されたことである。財政規律の弛緩が明らかになれば、たとえ先進国であっても、市場から「大英帝国の余裕」は許されないことが分かった。

実際、リーマンショック以降、金融緩和の長期化により、先進国の国債利回りは総じて低位安定していた。もっとも、足元では、物価高騰を受けて、利上げ競争が激しくなる中で、各国の財政運営の優劣が問われる状況でもあった。この点、2020年度の財政赤字の対GDP比が14.5%に達した英国の財政健全性への不安は根強かった。ポストブレグジット（EU離脱後）の先行きも見通せない中、財政の舵取りを見誤ったといえる。ボンド・ビジランテ仮説が強調するように、市場心理と政策当局の認識のギャップは、ときに「蝶の羽ばたき」となって、予想外の事態を招くのである。

英国の事例は、グローバルな金融市場の中で、国家の信認がいかに脆弱なものかを物語っている。政府債務残高の対GDP比が2021年に97%に達した英国は、財政面で脆弱な部類に入る。ポンド安によるインフレ圧力、利上げによる債務コストの増加など、マクロ経済の不安定化につながりかねない。イングランド銀行は、11月3日の金融政策委員会で、市場予想を上回る0.75%の利上げを決め、政策金利を3.0%とした。市場の混乱を受けて、量的緩和の縮小開始は2022年後半に先送りしたが、インフレ抑制が最優先との姿勢は崩していない。新たに首相に就任したスナク氏は、増税と歳出削減による財政再建を打ち出すことで短期的には経済危機を脱することができたが、これは財政破綻に極めて類似した経済危機であったといえよう。

図7はコロナ後の英国の経済指標である。財政収支の急激な悪化に対して経常収支は慢性的な赤字を示しており、トラス政権誕生以降外貨準備は急減することとなった。それに対してスリランカと同様に短期金利の上昇が確認される。それでもトラス政権の政策は実行に移される前に事実上の財政破綻に追い込まれたということは重要である。現代の高度

図7 英国の経済指標



出所：Bank of England, UK Yield Curves, 3 Months Sovereign Rates, Exchange Rates, US \$ into Sterling, UK International ReservesおよびOffice for National Statistics, Balance of Payments: Current Account Balance, Public Sector Net Borrowingより作成。

に発達した金融システムの下では、経済のファンダメンタルに変化がなかったとしても、政策の方向を提示するだけで金融的に財政破綻に追い込まれることがありうるということは重要な教訓である。財政のファンダメンタルとは関係なく、ポンド・ビジランテ仮説が駆動する可能性を考慮しておく必要があるだろう。

6. まとめ

過去の財政破綻の事例からは、財政赤字の長期化・累積、対外債務の膨張、銀行危機との連関などの共通点が指摘できる。これらの要因は、相互に関連しながら、財政の持続可能性を脅かす。コロナ禍での財政出動は、景気の下支えに不可欠だったが、債務残高の急

増をもたらした。先進国では、自国通貨建て債務が中心で、金融危機のリスクは相対的に低い。財政規律の弛緩には警戒が必要だ。新興国・途上国では、脆弱な財政基盤に加え、外貨建て債務への依存が、財政リスクを高めている。

スリランカの事例は、こうしたリスクが顕在化した典型例といえよう。長年の財政赤字に加え、外貨建て債務の膨張と外貨準備の枯渇が、債務不履行を招いた。イギリスのケースは、先進国でも財政規律の重要性を示唆している。トラス政権の大規模減税案は、市場の信認を失い、金利上昇と通貨安を招いた。年金基金の流動性不足など、金融システムの脆弱性も浮き彫りになった。これらの事例から分かることは、財政破綻は財政赤字から直接導かれるものではない、ということである。貨幣数量説やASADモデルといった人口に膾炙した経済理論というよりも、外貨準備や国際金融といった要因が重要であるということが分かった。

教訓として重要なのは、財政運営における規律をただ単に維持すればよいわけではない、ということだろう。国家経済が破綻するときに財政も破綻する。そうであるならば、長期的に経常収支を安定させられるような経済政策が重要となろう。特にポストコロナのインフレの主要因が国際的な化石燃料価格の高騰であり、化石燃料の産出国でない国は貿易収支を悪化させる要因が化石燃料の輸入であることを考慮すると、いかに脱炭素政策を進めることができるのかに、国家経済と財政の破綻がかかっていることは確かだろう。財政赤字を恐れるあまりに新しい産業や教育への公的な投資が抑制されるのであれば、むしろそれは財政破綻への近道かもしれないということに留意する必要がある。

(さとう かずあき 東京経済大学経済学部教授)

キーワード：財政破綻／インフレーション／ポストコロナ／財政赤字

【参考文献】

- 池上岳彦（2022）「コロナ対策の財政政策」『季刊経済理論』第58巻第4号、39－49頁。
井堀利宏（2014）『財政赤字の正しい考え方 ― 政府の借金はなぜ問題なのか』東洋経済新報社。
岡本英男（2022）「現代資本主義と財政赤字」『季刊経済理論』第58巻第4号、50－65頁。
沖本竜義、土居丈朗、星岳雄（2011）「日本の政務債務と財政の持続可能性」『証券アナリスト協会』第49巻第11号、41－50頁。
小黒一正（2010）『2020年、日本が破綻する日 危機脱却の再生プラン』日本経済新聞出版社。

- ラインハート、カーメン・M、ケネス・S・ロゴフ（2011）『国家は破綻する：金融危機の800年』日経BP社。
- 鎌倉治子（2022）「主要国の財政ルールの変遷と論点 — 基礎的財政収支の黒字化目標に関連して —」『レファレンス』第860号、49-77頁。
- ケルトン、ステファニー（2020）『財政赤字の神話：MMTと国民のための経済の誕生』早川書房。
- 小林慶一郎編著（2018）『財政破綻後 — 危機のシナリオ分析 —』日本経済新聞出版社。
- 桜川昌哉（2002）『金融危機の経済分析』東京大学出版会。
- 佐藤一光（2018）「デフレーションの再検討 — 公的固定資本形成と政府最終消費支出を分離したVARモデルによる分析」四方理人、宮崎雅人、田中聡一郎編著『収縮経済下の公共政策』81-102頁。
- 佐藤一光（2020）「現代貨幣論の構造と租税論・予算論からの検討」『財政研究』第16巻、152-171頁。
- 野澤大介（2022）「財政金融をめぐる政策課題 — コロナ危機による財政悪化と出口の見えない金融緩和 —」『立法と調査』第443号、75-90頁。
- 朴勝俊、シェイプテイル（2020）『バランスシートでゼロからわかる財政破綻論の誤り』青灯社。
- Ihori, Toshihiro and Sato Masakazu (2002) *Government Deficit and Fiscal Reform in Japan*, Kluwer Academic Publishers.
- Alberola, Enrique, Yavuz Arslan, Gong Cheng and Richhild Moessner (2020) "The fiscal response to the Covid-19 crisis in advanced and emerging market economies," BIS Bulletin, No 23.
- Barrero, Jose Maria, Nicholas Bloom and Steven J. Davis (2020) "COVID-19 is also a Reallocation Shock," NBER WORKING PAPER SERIES, 27137.
- Mosler, Warren (2023) "A Framework for the Analysis of the Price Level and Inflation," in Edited by L. Wray, Phil Armstrong, Sara Holland, Claire Jackson-Prior, Prue Plumridge, and Neil Wilson eds., *Modern Monetary Theory: Key Insights, Leading Thinkers*, Edward Elgar Publishing.