

ESRI 研究成果より

財政・金融政策研究の最先端
:アメリカ経済学会年次総会より

内閣府経済社会総合研究所 主任研究官

松岡 秀明

内閣府政策統括官(経済財政分析担当)付 参事官(総括担当)付

並木 智春

はじめに

2026年1月に米国フィラデルフィアで開催されたアメリカ経済学会年次総会に参加した。本稿では財政・金融政策に関するセッションの中から2つの論文を紹介する。

財政・金融政策のあり方に関する研究

1つ目の論文は、“Fiscal Inaction as Monetary Support”というタイトル（以下、Angeletos et al. (2026)）で、安定的なマクロ経済環境を作るために「財政調整を早めるべきか遅らせるべきか？」という政策課題を分析している¹。

表1 Angeletos et al. (2026) のマクロモデル概要

セクター	特徴
政府	政府は財政の持続可能性を確保するように財政調整のタイミングを決定。必要な財源は2つの税収で調達（1. 景気に連動する部分、2. 裁量的財政調整（政府の債務残高に応じて意図的に税率を変更））
中央銀行	物価安定、需給ギャップ縮小、金利の過度な変動の回避に配慮する。
家計	家計は世代交代を伴う構造を持ち、有限の視野のもとで現在と近い将来を重視しながら消費・貯蓄を決定する。
企業	限界費用に基づいて価格を設定

（出所）筆者作成。

表1にAngeletos et al. (2026) のマクロモデルの各セクターの特徴をまとめた。政府は、一時的に税収が減少した場合、財政の持続可能性を確保するため、2種類の税収（1. 景気に連動する部分、2. 裁量的財政調整（政府の債務残高に応じて意図的に税率を変更））を調達する。論文のコアとなるメカニズムは、この2種類の税収が、時間を通じて相互に影響し合い、景気回復と財政健全化を両立させることである。このメカニズムは、家計部門の将来に対する考え方に依存している。家計は世代交代を伴う構造を持ち、有限の

視野のもとで遠い将来よりも現在と近い将来を重視しながら消費・貯蓄を決定する。もし、財政調整が先送りされると、家計は遠い将来の税負担を強く割り引いて評価するため、消費が回復し、景気が持ち直す。その結果、2種類の税収のうち、「景気に連動する部分の税収」が増加し、必要となる将来の「裁量的な財政調整」が縮小し、さらに消費が増加、景気が回復する。逆に、家計が無限の視野を持つ場合はこのようなメカニズムは起こらない。

政府が財政調整のタイミングを検討する際の評価軸となるのは、3つの安定的なマクロ経済環境（1. 物価の安定、2. 需給ギャップの縮小、3. 金利の過度な変動の回避）である。この3つの環境が崩れた場合、政府は財政調整のタイミングを検討し、元の姿になるべく早く戻す。なお、財政調整を遅らせたことにより発生した財政赤字が金融市場を通じて实体经济に影響を及ぼさないことを前提としている。主な分析結果は以下の通りである。

- ① 景気が悪化する需要ショックが発生した場合、財政の引き締めを急がない方がよい。この場合、債務残高は増加するものの、景気を下支えすることで、中央銀行の大きな利下げの必要性は小さくなる。これに対し、財政調整を前倒しすると景気が悪化し、より大幅な利下げが必要となる。金融システムの安定化を配慮すると、金利の調整は緩やかな方が望ましい。
- ② エネルギー価格の上昇のような供給ショックの場合は判断が難しい。所得税が労働供給を抑制し、賃金上昇を通じてインフレ圧力を高める場合には、財政調整を遅らせる方が望ましい。一方、税が労働供給に影響しない場合には、早期の財政調整が望ましい。財政調整を延期した場合、景気回復が早くなり、インフレの急騰幅が大きくなる。中央銀行が金融システムの安定化を配慮し、過度な金利の変動を回避すると、インフレを抑制することが出来ないためである。

インフレの財政要因に関する研究

2つ目の論文は、“Fiscal backing, inflation and US business cycles”というタイトル（以下、Smets and Wouters (2024)）で、インフレーションの決定要因として財政要因がどの程度寄与しているのかを分

1 発表者のChristian Wolf（マサチューセッツ工科大学）は、経済学分野の研究データベースであるRePEc（Research Papers in Economics）の若手経済学者ランキングにおいて約1万3000人中2位に位置している若手経済学者である（2026年4月時点のランキング。論文の「質」や「引用数」など様々な指標を統合して作成されたランキングで、若手は最初に論文を出版してから10年以内の研究者を対象としている。）。

析している。物価は需給バランスで決定されるのが一般的とされる一方で財源の裏付けを伴わない財政拡張がインフレを引き起こす可能性も指摘されている。新型コロナウイルス感染症の拡大期に、各国で大規模な財政出動が実施され、その後、世界的にインフレが観察された。こうした状況を背景に、20世紀後半に提唱されたFTPL（Fiscal Theory of the Price Level：物価水準の財政理論）を再検討する研究が近年蓄積されている。特に、米国でのコロナ渦のインフレの財政要因を示したBianchi et al（2023）は大きな影響力を持っている。本稿で紹介するSmets and Wouters（2024）は、同著者が以前開発したマクロモデルであるSmets and Wouters（2007）にBianchi et al（2023）の考え方を取り込んでいる。

表2 金融・財政政策のスタンスの組み合わせ

		金融政策	
		物価安定を目標	物価安定を放棄
財政政策	規律あり	金融主導レジーム	役割分担の欠如
	規律なし	役割分担の不整合	財政主導レジーム

（出所）筆者作成。

物価の財政要因を検討する上で、分析の鍵となるのは、金融政策と財政政策のスタンスの組み合わせである。表2に示したように組み合わせに応じて、「金融主導レジーム」と「財政主導レジーム」という二つの安定的な均衡が成立する²。前者の「金融主導レジーム」では、金融政策が物価安定を目標とし、財政政策は赤字が生じた場合に将来の黒字によって債務を返済する道筋を示す。すなわち、財政は債務の持続可能性の確保に責任を負う。後者の「財政主導レジーム」では、財政赤字の返済財源が不明確である一方、金融政策は物価安定を追求しない。政府債務の持続可能性は、インフレによる実質債務の減少を通じて維持される。

先行研究では「金融主導レジーム」と「財政主導レジーム」が時間を通じて切り替わる確率を推定するモデルがある一方で、Bianchi et al（2023）とSmets and Wouters（2024）では、両者が同時に存在する「中間レジーム」をモデル化している。Smets and Wouters（2024）は、「財政政策ショック」、「金融政策ショック」、「需要ショック」、「供給ショック（生産性、マークアップ）」など「財政政策ショック」以外にも、それぞれ「財源の裏付けがあるショック」と「財源の裏付けがないショック」が存在することをモデル化している。なぜならば、「財政政策ショック」以外の他のショックも

インフレーションや債務残高に影響し、金融政策や財政政策のレジーム決定に影響するためである。例えば、「金融政策ショック」において、中央銀行が利上げをした場合、政府の債務残高やGDPやインフレーションに影響する。こうした変化に対し、政策がどのようなスタンスを採るかによって、二つのレジーム－「金融主導レジーム」と「財政主導レジーム」が決定される。米国のデータを用いた分析結果は以下通りである。

- ① 1965年～2019年の米国においては様々なショック（「財政ショック」、「金融政策ショック」、「需要ショック」、「供給ショック」）に共通して平均8割程度の財源の裏付けがあり、赤字が発生しても、返済財源を将来の黒字で確保するような財政政策がとられていた。つまり、「金融主導レジーム」が支配的であり、米国のインフレーションは、基本的に金融政策によってコントロールされていた。
- ② 2020年代初めの新型コロナウイルス感染症の拡大期では、米国の大規模な財政出動のもとで、「財政主導レジーム」がインフレーションに寄与した。同時に、供給制約により「金融主導レジーム」における「供給ショック」もインフレ押し上げ要因となっていた。

〈参考文献〉

Angeletos, G.-M., C. Lian, and C. K. Wolf. 2026 "Fiscal Inaction as Monetary Support," NBER Working Paper 34654.

Bianchi, F., R. Faccini, and L. Melosi. 2023. "A Fiscal Theory of Persistent Inflation," *Quarterly Journal of Economics* 138(4): 2127-2179.

Bianchi, F., and L. Melosi. 2019. "The Dire Effects of the Lack of Monetary and Fiscal Coordination," *Journal of Monetary Economics*, 2019, Volume 104, pp. 1-22.

Smets, F., and R. Wouters. 2007 "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach," *American Economic Review*, 97: 586-606.

Smets, F., and R. Wouters. 2024 "Fiscal Backing, Inflation and US Business Cycles," CEPR Discussion Paper No.19791. CEPR Press, Paris & London.

松岡 秀明（まつおか ひであき）
並木 智春（なみき ともはる）

² Bianchi and Melosi（2019）では、本稿で紹介した「金融主導レジーム」と「財政主導レジーム」に加えて、財政赤字の返済財源が不明な一方で、金融政策が物価の安定を目指すという「役割分担の不整合」があるレジームについて分析をしている。