



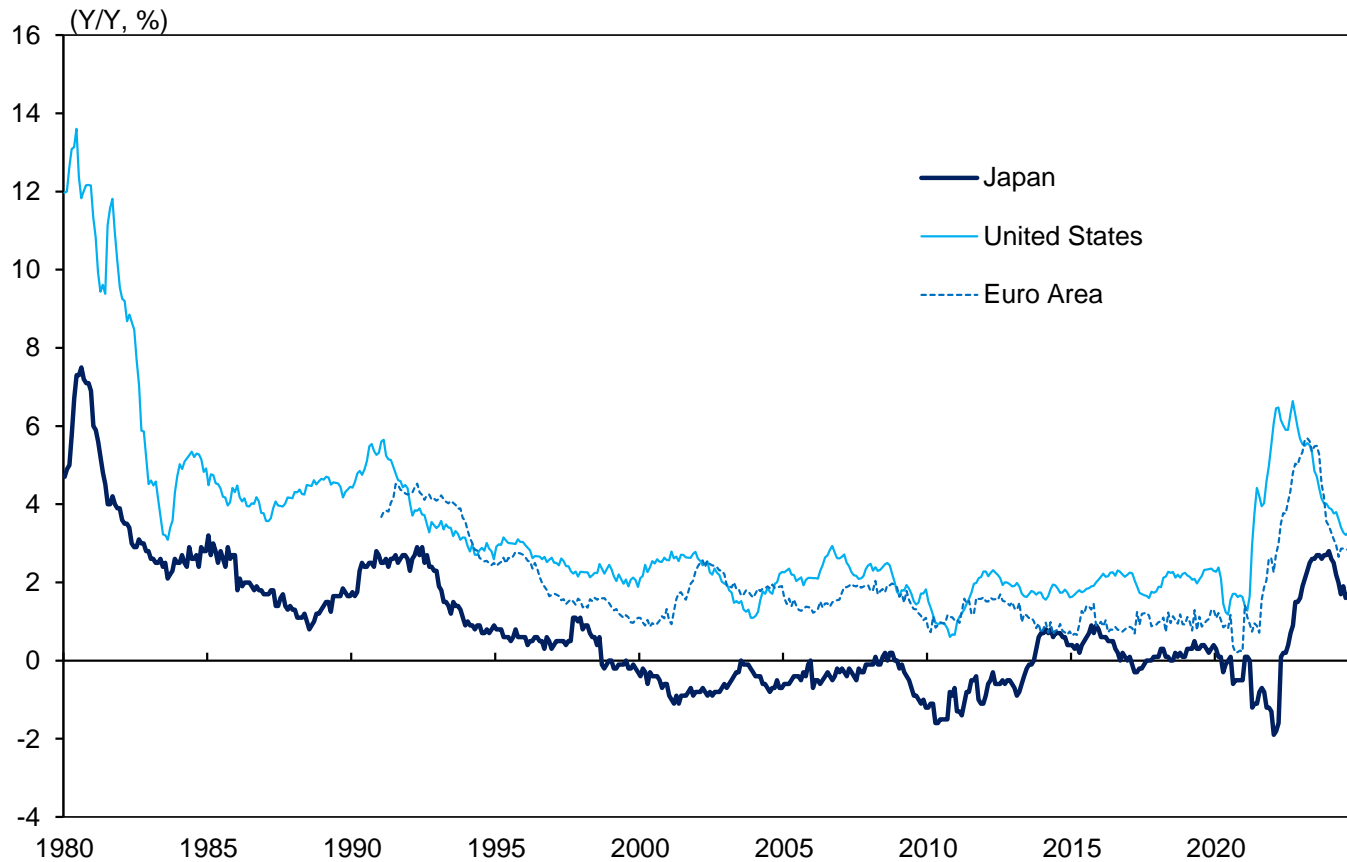
HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

# マクロ経済政策を巡る近年の論調

2024年9月27日

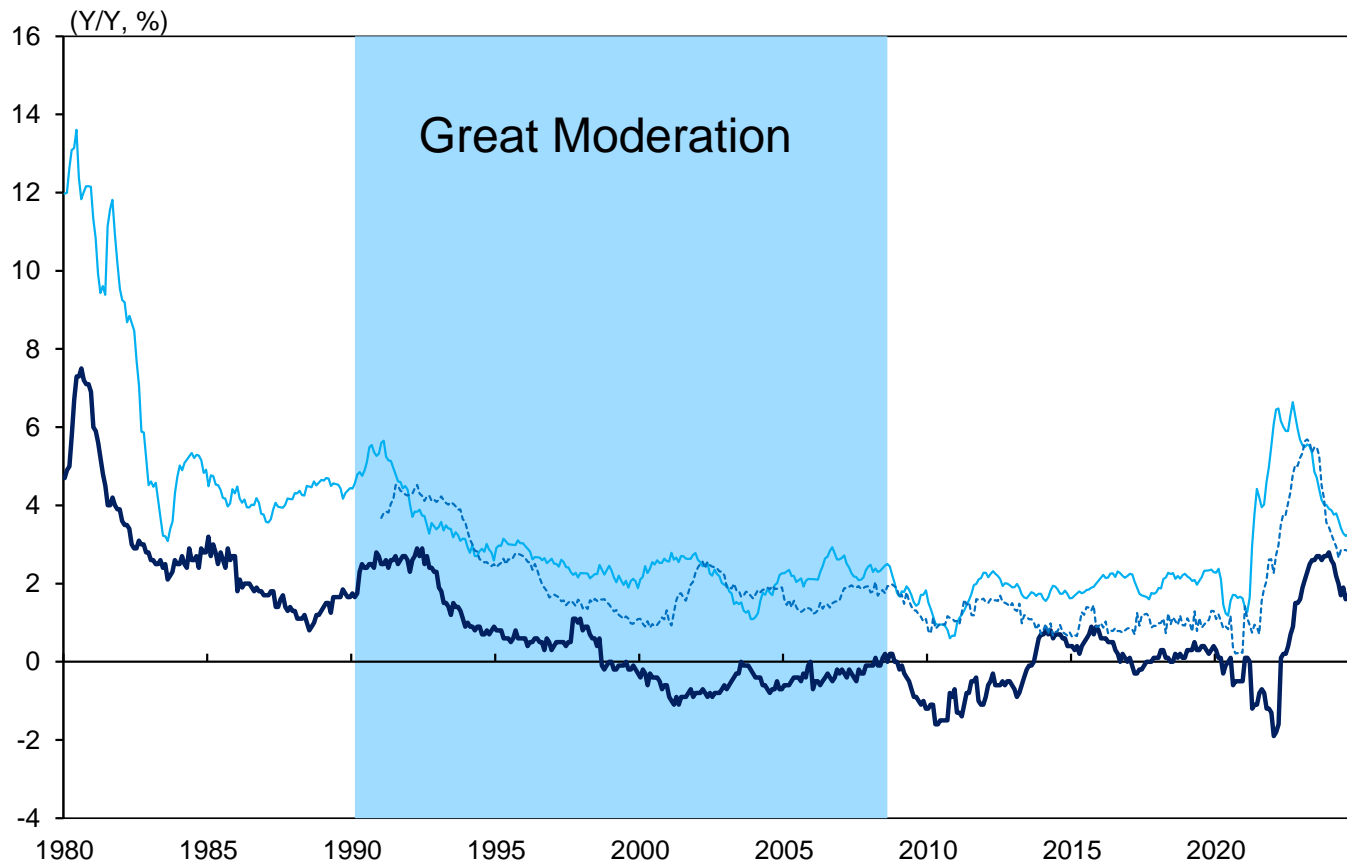
関根敏隆  
一橋大学

# コアCPI・インフレ率



Source: FRED

# コアCPI・インフレ率



Source: FRED

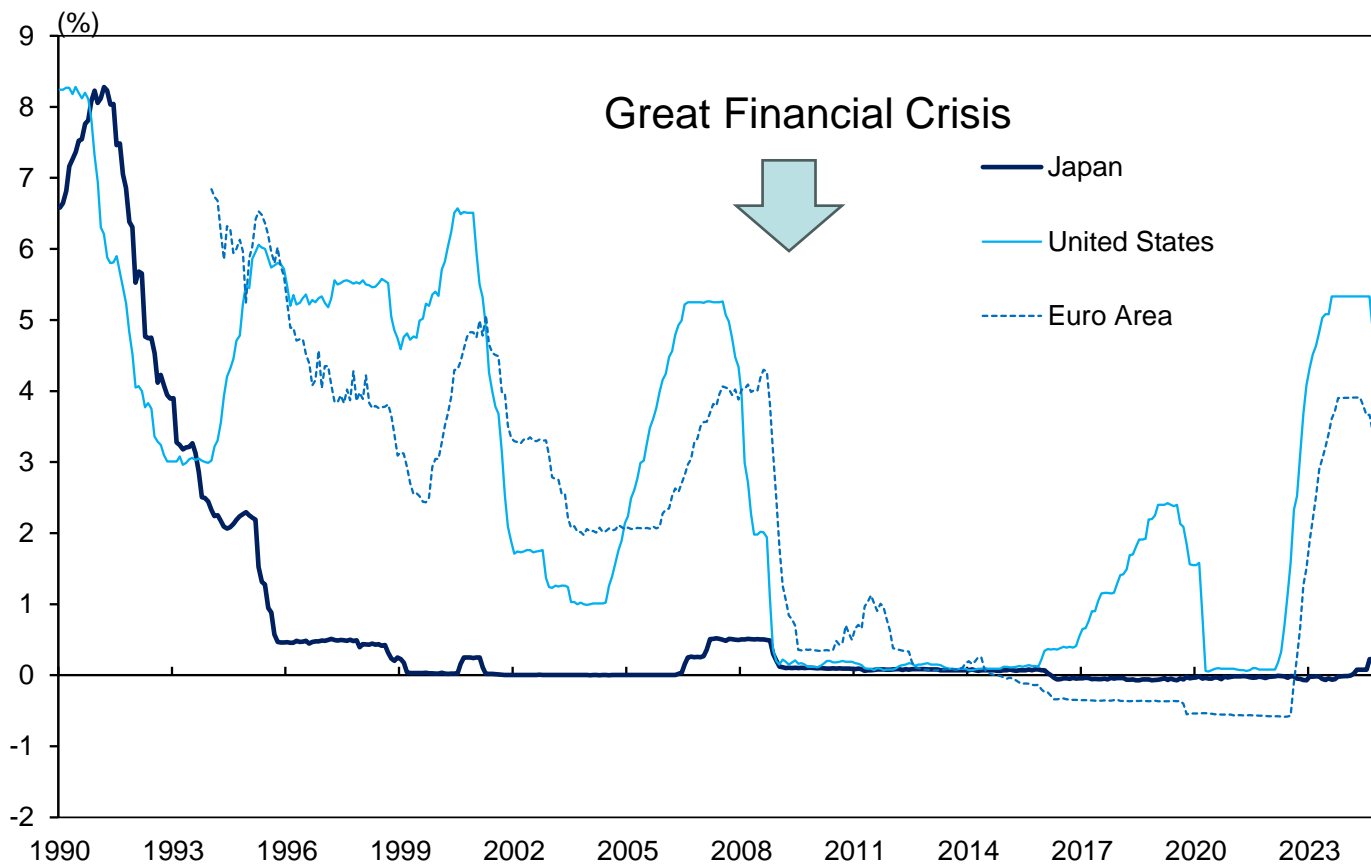
# How the World Achieved Consensus on Monetary Policy



Marvin Goodfriend, “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy,” *Journal of Economic Perspectives* 21(4), 2007, pp. 47–68.

- 試行錯誤の結果、金融政策についてのコンセンサスが、政策実務家、アカデミアに生じた。
  1. インフレーション・ターゲティング政策
  2. ニューケインジアン理論

# 政策金利



Source: FRED

# Secular Stagnation and $r < g$

Larry Summers: IMF 14th Annual Research Conference (November 8, 2013)

- 何らかの理由で、先進国経済はSecular Stagnation(長期停滞)に陥り、自然利子率  $r^*$  が低下している。

Oliver Blanchard (2022): *Fiscal Policy Under Low Interest Rates*, MIT Press

- $r^*$  が低下すると、利子率  $r$  が成長率  $g$  よりも下回る状態 ( $r < g$ ) が続きやすくなる。
- その場合、拡張的な財政政策が可能になる。
- 日本の財政政策はちょうどよい塩梅 (just right) だった。

$$r < g$$

- By definition, government debt ( $D_t$ ) evolves

$$D_t - D_{t-1} = G_t - T_t + rD_{t-1}$$

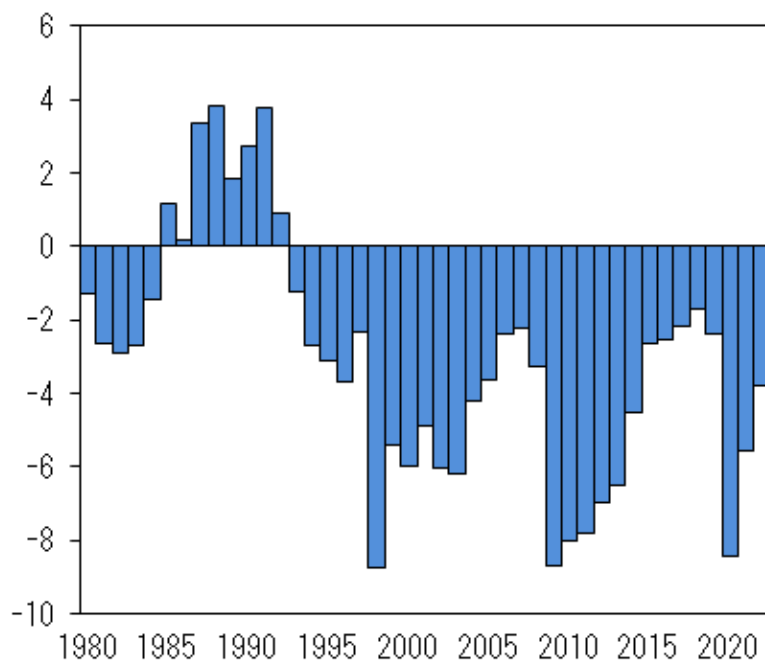
where  $G_t - T_t$  is the primary balance ( $PB_t$ ), government expenditures ( $G_t$ ) minus tax revenue ( $T_t$ ), and  $rD_{t-1}$  is interest payments.

- Divide the both side by GDP  $Y_t$  and using  $Y_t = (1 + g_t)Y_{t-1}$  where  $g_t$  is GDP growth rate, then

$$\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{r - g}{1 + g} \times \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{PB_t}{Y_t}$$

# 深刻な財政状況

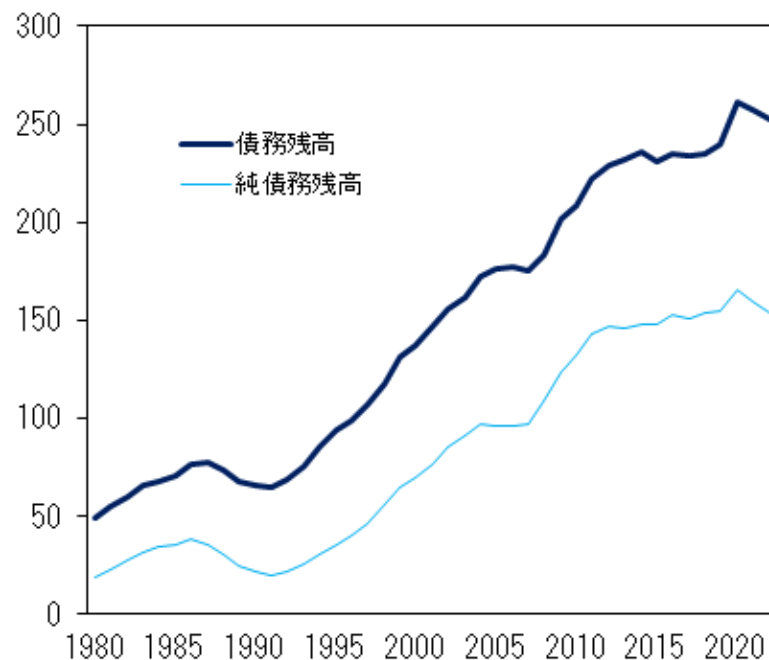
図表1：基礎的財政収支



(出所) 内閣府「国民経済計算」

(注) 1. 一般政府、対GDP比率 (%)、暦年ベース  
2. 1993年以前は2000年基準

図表2：政府債務残高



(出所) 内閣府「国民経済計算」

(注) 1. 一般政府、GDP比率 (%)、暦年ベース  
2. 1993年以前は2000年基準



# 何故、政府債務残高のGDP比率は 拡大スピードを減じたのか

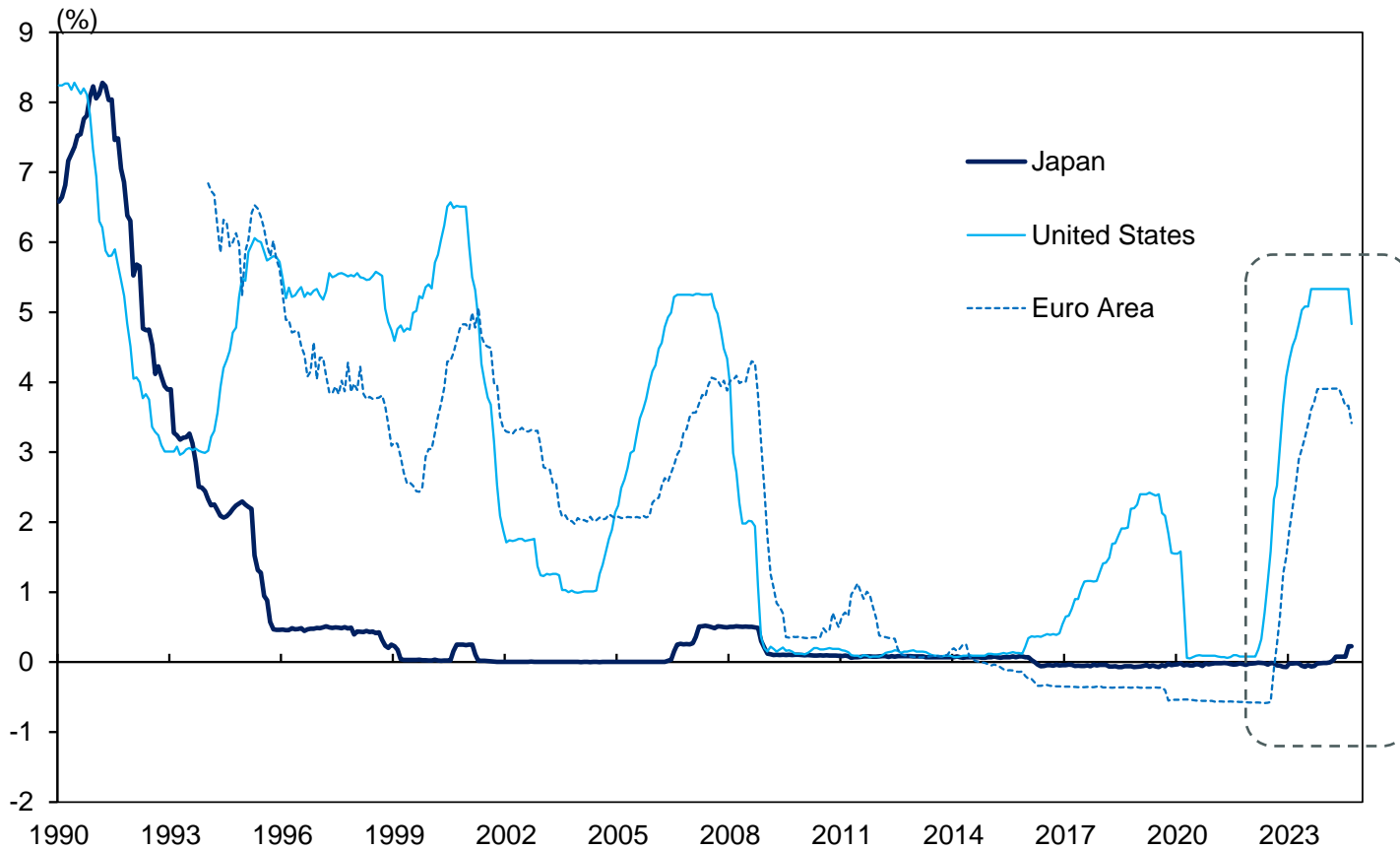
図表4：政府債務、財政収支、成長率、利子率

	(A)	(B)	(B)-(A)
	1995-2012	2013-2022	差分
	年平均	年平均	年平均
政府債務残高変化幅 (対GDP比前年差、%pt)	8.0	2.3	-5.6
政府純債務残高変化幅 (対GDP比前年差、%pt)	6.4	0.7	-5.7
基礎的財政収支 (対GDP比赤字幅、%)	5.2	4.0	-1.2
名目GDP成長率 (前年比、%) (C)	-0.1	1.1	1.2
政府債務利子率 (%) (D)	2.0	0.8	-1.2
純政府債務利子率 (%) (F)	1.7	0.6	-1.1
10年物国債利回り (%)	1.6	0.2	-1.5
r-g (D)-(C)	2.1	-0.4	
r-g (F)-(C)	1.8	-0.6	

(出所) 内閣府「国民経済計算」、FRED

(注) (純) 政府債務利子率は (純) 利払費を前年末の (純) 債務残高で割って計算

# 政策金利



Source: FRED

# Active and Passive Policy Regimes

	Active MP	Passive MP
Active FP (non-Ricardian)	Explosive	Fiscal Regime Gov determined Price Level
Passive FP (Ricardian)	Monetary Regime CB determined Price Level	Non-determinant

- Active (Passive) Monetary Policy: CB raises the policy interest rate more (less) than inflation rate.
- Active (Passive) Fiscal Policy: Gov reduces (increases) surplus against real debt outstanding. Under passive FP, Gov repay debt by surplus, whereas under active FP, Gov uses inflation to reduce real debt outstanding.