

Otemon Gakuin University

Faculty of Economics

Working Paper No.2026-2

インフレーション下の積極財政と
金融政策の役割

松本直樹

2026 年 7 月

所属：追手門学院大学 名誉教授

E-mail：matumoto@haruka.otemon.ac.jp

概 要

2025 年 11 月 21 日、高市首相は「強い経済を実現する総合経済対策」を発表し、その中で「責任ある積極財政」を強調した。また、2026 年 2 月に実施された衆議院選挙においては、ほとんどの政党が消費税減税を公約に掲げた。しかし、2020 年の新型コロナウイルスの感染拡大や 2022 年のロシアのウクライナ侵攻によって供給面で制約が発生し、それ以来コスト・プッシュによると思われるインフレーションが進行してきた。このような状況で、景気の先行きにのみ目を向けて需要拡大につながる政策を実施した場合、インフレーションがさらに進行することが懸念される。

小論では、インフレーションが進行している状況で拡張的な財政政策を実施した場合の影響について、データにもとづいて理論的な考察を行い、次のような結果を得た。原材料価格の上昇を契機として発生したインフレーションに対して拡張的財政政策である減税政策を実施した場合、実質所得水準はある程度は上昇するであろう。しかし、これまでのような金融緩和政策を続けていると物価が上昇し、これが為替レートにも影響して物価がさらに上昇して、実質賃金は低下する可能性が高い。実質賃金を上昇させるためには、物価安定を重視した通常の金融政策を実施することが必要である。減税政策の実施は慎重な態度で臨むべきであるが、もし実施するのであれば、同時に物価安定を重視した金融政策を実施することが求められる。

キーワード：インフレーション、積極財政、高圧経済、労働供給制約、長期利子率
輸入原材料価格、為替レート、実質賃金、金融政策

1 はじめに

2025年11月21日、高市首相は「強い経済を実現する総合経済対策」を発表し、その中で「責任ある積極財政」を強調した。また、2026年2月に実施された衆議院選挙においては、ほとんどの政党が消費税減税を公約に掲げた。しかし、2020年の新型コロナウイルスの感染拡大や2022年のロシアのウクライナ侵攻によって供給面で制約が発生し、それ以来コスト・プッシュによると思われるインフレーションが進行してきた。このような状況で、景気の先行きにのみ目を向けて需要拡大につながる政策を実施した場合、インフレーションがさらに進行することが懸念される。

小論の目的は、インフレーションが進行しているときに拡張的な財政政策を実施した場合の影響を理論的に検討することである。ただし、ここでは積極財政が財政規律に与える影響については扱わない。まず2節では、日本経済が置かれている状況についてデータを示す。ここでとくに強調するのは、労働供給に制約が存在するという点である。ついで3節で開放経済を前提とした簡単な総需要・総供給モデルを提示し、4節でとくに政策の影響について検討する。5節は、得られた結果をまとめて結論とする。

2 日本経済の現状

本節では、3節のモデル分析の基礎となるデータを提示する。責任ある積極財政や消費税減税の主張は、高圧経済の議論を想起させる¹。高圧経済の主張は、景気回復のために拡張的な政策を実施して圧力を加えるというものである。しかし、高圧経済の前提は、供給面に制約が存在しないということであろう。これは、ケインズ経済学の前提でもある。ところが、各種報道に見られるように、現在は人手不足が問題となっている。図1は、就業者総数と総労働時間を示している。これを見ると、佐々木融(2026; pp.121-122)が指摘しているとおり、就業者総数は増加しているが総実労働時間は減少している²。佐々木融(2026)に倣って、単純に就業者数と労働時間の積(就業者総数×総実労働時間×12)を求めて図示したのが図2である。これを労働供給と考えれば、1990年代はじめから明らかに減少傾向にある。つまり、以前のように、需要さえ増やせば生産は制約なしに増えるという状況ではなくなっていると言えるであろう。現在

¹高圧経済の議論は、当時FRBの議長であったYellen(2016)が履歴効果(hysteresis)による景気後退への対応として言及したものである。高圧経済を最初に主張したのは、Okun(1973)である。履歴効果については、Blanchard and Summers(1986)とSummers(2014)を参照。

²ただし、そこで言及されているように、労働時間の減少については、小方(2025)が指摘している。

では、高圧経済の前提は成立していないと考えるべきである³。

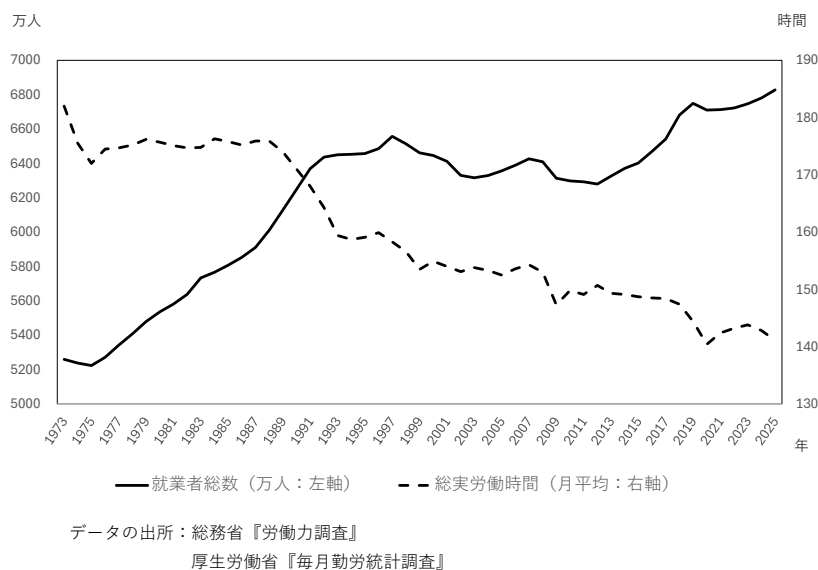


図 1: 就業者総数と総実労働時間

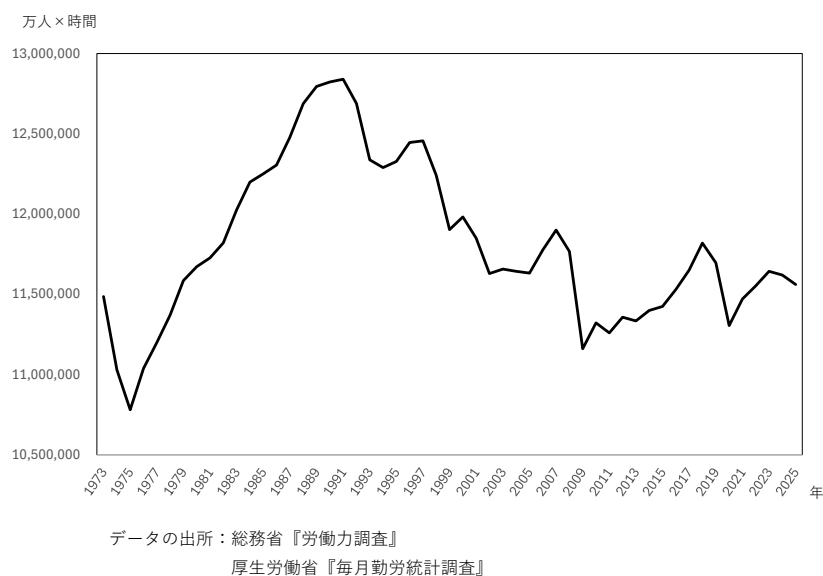


図 2: 労働供給

もう一点、小論で考慮するのは、長期利子率の動きである。2008 年の金融危機の後、マクロ経済学を再検討すべきだという意見が見られるようになった。その中の一つが、家計部門や企業部門が直面するのは、政策金利ではなく長期金利であるという主張である⁴。図 3 は、2018 年以降の長期金利（国債 10 年物）と政策金利を示している。2022 年以降、長期金利と政策金利の差が拡大していることが読み取れる。この長短金利差

³佐々木雅也 (2026) も参照。

⁴Friedman(2013; p.316) を参照。Blinder(2010)、Gärtner and Jung(2011)、Blinder(2015) も参照。

と消費者物価指数との関係を見たのが、図4である。インフレーションの進行とともに、長短金利差が拡大している。

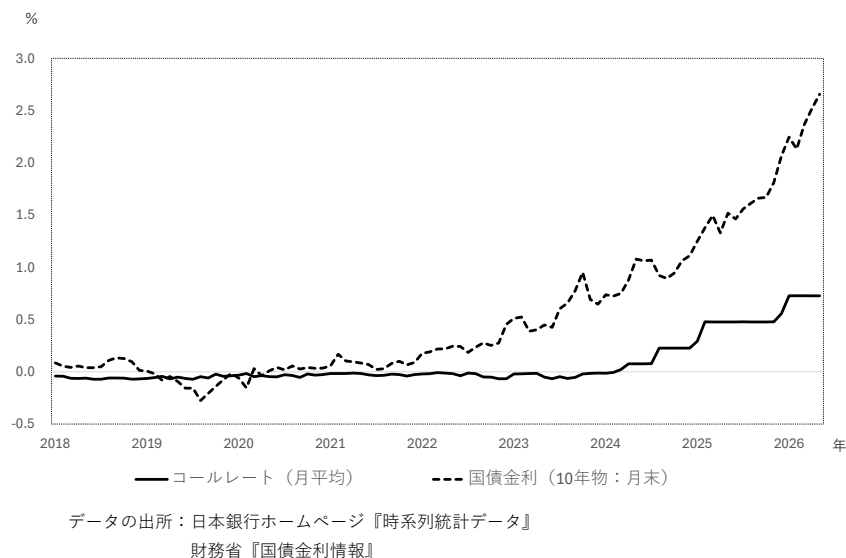


図 3: コールレートと国債金利

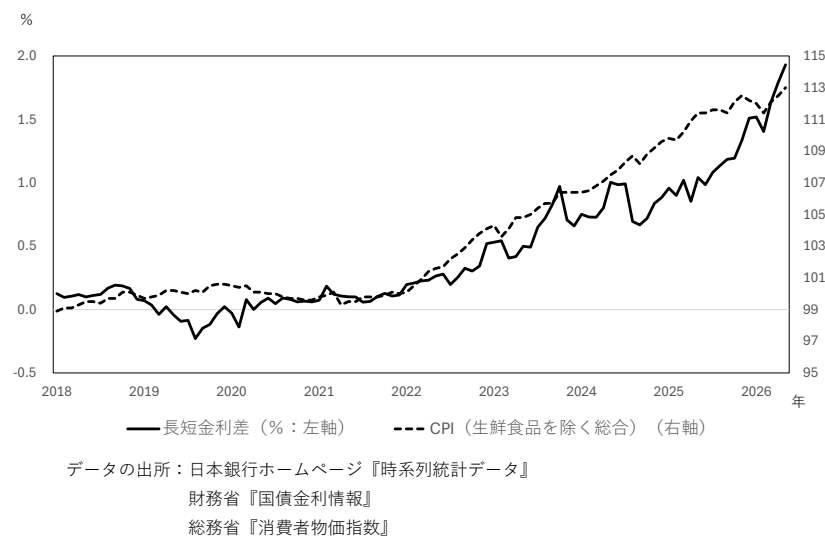


図 4: 長短金利差とインフレーション

表1は、2020年以降の各種データを示している。長年にわたるデフレーションから脱却して消費者物価は上昇しているが、それは政策の効果ではなく、新型コロナ・ウイルス感染拡大とロシアのウクライナ侵攻による供給制約が影響していると考えられるべきであろう。ただ、輸入物価指数を見ると、円ベースの上昇が契約通貨ベースの上昇を上回っている。これは、為替レートが円安になったことを反映していると思われる。また、「物価上昇を上回る賃金上昇」がくり返し叫ばれているが、実質賃金は低下傾向

を示している。これに対して、実質経済成長率が低調であるにもかかわらず、名目賃金はとくに 2022 年以降上昇を続けている。このことは、労働供給に制約があることを反映したものと考えることができよう。

表 1：最近の物価・賃金・経済成長率

年	2020	2021	2022	2023	2024	2025
消費者物価指数 (生鮮食品を除く総合)	100.0	99.8	102.1	105.2	107.9	111.2
輸入物価指数 (総平均：円ベース)	100.0	121.6	169.1	161.2	165.5	158.4
輸入物価指数 (総平均：契約通貨ベース)	100.0	118.7	144.1	131.4	127.3	123.0
為替レート (円/ドル)	106.8	109.8	131.4	140.5	151.5	149.6
実質賃金指数 (事業規模 5 人以上)	100.0	100.6	99.6	97.1	99.3	98.0
名目賃金変化率 (事業規模 5 人以上) (対前年比%)	-1.2	0.3	2.0	1.2	2.8	2.3
実質経済成長率 (対前年比%)	-4.3	3.6	1.3	0.7	-0.2	1.1

為替レート以外の各指数は、2020 年 = 100

データの出所：総務省『消費者物価指数』

日本銀行『企業物価指数』『時系列統計データ』

厚生労働省『毎月勤労統計調査』

内閣府『国民経済計算』

3 基本モデル

本節では、変動為替レート制度を採用する開放経済を前提とした簡単な総需要・総供給モデルを提示する。生産物市場の均衡条件は、以下のように示される。

$$\begin{aligned}
 y &= A(y, r^L; g) + T\left(y, \frac{EP^F}{P}\right), \\
 0 &< A_y \equiv \partial A / \partial y < 1, \quad A_r \equiv \partial A / \partial r^L < 0, \quad A_g \equiv \partial A / \partial g > 0, \\
 T_y &\equiv \partial T / \partial y < 0, \quad T_e \equiv \partial T / \partial (EP^F / P) > 0, \\
 0 &< A_y + T_y < 1.
 \end{aligned} \tag{1}$$

ここで、 y は実質所得水準、 A はアブソープション、 r^L は実質長期利子率、 g は財政政策を示すシフト・パラメーター、 T は経常収支、 E は邦貨建て為替レート、 P は自国の物価水準、 P^F は外国の最終生産物の物価水準をそれぞれ示している。アブソープションは実質所得の増加関数、実質長期利子率の減少関数である。経常収支は実質所得の減少関数、実質為替レート EP^F/P の増加関数である。

また、すでに述べたように、長期利子率を明示的に導入する。実質長期利子率は、

$$r^L = i + \psi - \hat{p}^e, \quad (2)$$

で表され、 i は現在の短期利子率、 ψ は将来予想される短期利子率の平均とタームプレミアム⁵の合計⁵、 $\hat{p}^e$ は予想物価変化率を示している。 ψ については、図4で示した関係をもとに、

$$\psi = \psi(P), \quad (3)$$

$$\psi_P \equiv d\psi/dP > 0,$$

を仮定する。また、予想物価変化率は、予想物価水準を P^e として、

$$\hat{p}^e = \frac{P^e - P}{P}, \quad (4)$$

で表されるものとする。ここで、予想物価水準は現実の物価水準の増加関数であると仮定する。

$$P^e = P^e(P), \quad (5)$$

$$dP^e/dP > 0.$$

金融政策については、各国の中央銀行が実際に行っているように、物価の安定を目的として利子率コントロールによって実施されると仮定する。政策金利を i^T とすると、金融政策は、

$$i^T = i^T(P), \quad (6)$$

$$i_P^T \equiv \partial i^T / \partial P \geq 0,$$

で表される。中央銀行は物価水準が上昇したときには政策金利を引き上げ、逆に物価水準が下落したときには政策金利を引き下げる。さらに、現在の短期利子率はつねに政策金利に等しいと仮定する。

$$i = i^T(P). \quad (7)$$

⁵長期利子率とタームプレミアムの関係については、白川 (2008; pp.176-177) を参照。また、Cohen, Hördahl, and Xia(2018) も参照。

(3) 式、(4) 式、(5) 式、(6) 式および (7) 式を (2) 式に代入し、議論をできるだけ簡単にするために、予想物価水準の物価弾力性について、

$$\frac{dP^e}{dP} \frac{P}{P^e} - 1 = a, \quad (8)$$

とにおいて、 $a > 0$ と仮定すると、

$$r^L = r^L(P), \quad (9)$$

$$dr^L/dP = i_P^T + \psi_P - P^e a/P^2 > 0,$$

を得ることができる。ただし、ここでは、

$$\psi_P - P^e a/P^2 > 0,$$

を仮定している。

為替レートは、各時点においてカバーなし金利平価条件、

$$i = i^F + \frac{E^e - E}{E}, \quad (10)$$

によって決定されると仮定する。ここで、 i^F は外国の短期利子率、 E^e は邦貨建ての予想為替レートをそれぞれ表している。予想為替レートについては、人びとは長期的には購買力平価の成立を予想していると仮定しよう。購買力平価は、

$$P = EP^F, \quad (11)$$

で表されるので、購買力平価が成立するという予想は、

$$P^e = E^e P^F, \quad (12)$$

で表されることになり、(12) 式より、

$$E^e = E^e(P^e), \quad (13)$$

$$dE^e/dP^e = 1/P^F,$$

が得られる。ただし、外国の最終生産物の物価水準 P^F は一定と仮定する。(5) 式、(6) 式、(7) 式および (13) 式を (10) 式に代入して整理すると、

$$E = E(P), \quad (14)$$

$$dE/dP = E \{ -i_P^T E/E^e + (1 + a)/P \} \geq 0,$$

を得ることができる。

(9) 式と (14) 式を (1) 式に代入すると、

$$y = A(y, r^L(P); g) + T\left(y, \frac{E(P)P^F}{P}\right), \quad (15)$$

が得られる。(15) 式は開放経済を前提として生産物市場が均衡する実質所得と物価水準の組み合わせの集合を表しており、これを総需要 (AD) 曲線と呼ぶことにする。

つぎに、自国生産物の価格は、次式で決定されると仮定する⁶。

$$P = (1 + \pi) \frac{WN + EP^R R^M}{y}. \quad (16)$$

ここで、 π はマークアップ率、 W は名目賃金、 N は労働投入量、 P^R は輸入原材料の外貨建て価格、 R^M は原材料の投入量をそれぞれ示している。ただし、原材料はすべて輸入に依存していると仮定する。(16) 式は、生産物価格が生産物 1 単位あたりの労働コストと原材料コストにマークアップを加えた水準に設定されることを示している。

名目賃金は、

$$W = W(y, P), \quad (17)$$

$$W_y \equiv \partial W / \partial y \geq 0, \quad W_P \equiv \partial W / \partial P > 0,$$

のように、実質所得と物価水準の増加関数であると仮定しておく。実質所得の増加関数としたのは、生産の増加（減少）とともに労働需要が増加（減少）すると考えられるからである。物価水準の増加関数としたのは、物価水準が上昇した場合、労働者は実質賃金の維持を求めて賃金引き上げの要求を強めるであろうし、反対に物価水準が下落した場合には、企業がコスト削減のために賃金を引き下げようとすると考えられるからである。また、労働投入量については、

$$N = qy, \quad (18)$$

を仮定する。 q は労働生産性の逆数であり、簡単化のために一定と仮定する。さらに、原材料の投入量は実質所得とつぎのような関係があると仮定する。

$$R^M = jy. \quad (19)$$

j は自国生産物を 1 単位生産するのに必要な原材料の量を示しており、ここでも簡単化のために一定と仮定する。

(14) 式、(17) 式、(18) 式および (19) 式を (16) 式に代入して整理すると、

$$P = (1 + \pi) \{W(y, P)q + E(P)P^R j\}, \quad (20)$$

⁶ 吉川 (2013; 第 5 章) を参照。

が得られる。(20) 式は開放経済を前提として企業が設定しようとする生産物価格が実現する実質所得と物価水準の組み合わせの集合を表しており、これを総供給 (AS) 曲線と呼ぶことにする。基本モデルは、(15) 式と (20) 式で構成されることになる。

モデルの動学的調整は、つぎのように考える。

$$\dot{y} = \alpha \left[A(y, r^L(P); g) + T \left(y, \frac{E(P) P^F}{P} \right) - y \right], \quad (21)$$

$$\dot{P} = \beta [(1 + \pi) \{W(y, P) q + E(P) P^R j\} - P]. \quad (22)$$

変数の上のドットは時間で微分したことを示しており、 α と β は正の調整係数である。上の 2 式をそれぞれ均衡点の近傍で線形近似して整理すると、次式が得られる。なお、アスタリスク (*) はそれぞれの変数の均衡値を表している。

$$\begin{bmatrix} \frac{d}{dt}(y - y^*) \\ \frac{d}{dt}(P - P^*) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha f_{11} & \alpha f_{12} \\ \beta f_{21} & \beta f_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y - y^* \\ P - P^* \end{bmatrix}, \quad (23)$$

$$f_{11} = A_y + T_y - 1 < 0,$$

$$f_{12} = i_P^T \left(A_r - \frac{T_e E^2 P^F}{P E^e} \right) + A_r \left(\psi_P - \frac{P^e a}{P^2} \right) + \frac{T_e E P^F a}{P^2},$$

$$f_{21} = (1 + \pi) W_y q \geq 0,$$

$$f_{22} = (1 + \pi) \left(-\frac{i_P^T E^2 P^R j}{E^e} + \frac{W q \omega + E P^R j a}{P} \right).$$

ただし、

$$\omega \equiv \frac{\partial W}{\partial P} \frac{P}{W} - 1 \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0, \quad (24)$$

である。

特性方程式は、特性根を λ として、

$$\lambda^2 - h_1 \lambda + h_2 = 0, \quad (25)$$

$$h_1 = \alpha f_{11} + \beta f_{22},$$

$$h_2 = \alpha \beta (f_{11} f_{22} - f_{12} f_{21}),$$

で表され、Routh-Hurwitz の安定条件は、

$$h_1 < 0, h_2 > 0,$$

である。

まず、 $\psi_P(> 0)$ の値が十分に大きいと仮定して、

$$f_{12} < 0,$$

とする。これによって、 AD 曲線は通常の右さがりとなる。つぎに、 f_{22} の符号について考えよう。 $f_{22} < 0$ が成立すれば安定条件が満たされ、かつ AS 曲線が通常の右あがりとなる。ところが、 ω の符号は確定していない。もし賃金上昇が物価上昇を下回って、

$$\omega < 0$$

が成立し、かつ $\omega(< 0)$ の影響が $a(> 0)$ より大きければ、 $i_P^T = 0$ でも $f_{22} < 0$ となる。しかし、

$$\omega \geq 0$$

の場合、つまり賃金上昇が物価上昇を上回る場合は、 $f_{22} < 0$ となるためには $i_P^T > 0$ でなければならない。このことは、次のことを意味している。金融緩和政策 ($i_P^T \approx 0$) を続けるのであれば、物価上昇を上回る賃金上昇を追求すると、 $f_{22} > 0$ となって経済の安定性が失われる可能性がある。また、物価上昇を上回る賃金上昇を追求するのであれば、物価安定を重視した通常の金融政策 ($i_P^T > 0$) を実施しなければ安定性が失われる可能性がある。以下では、 $\omega < 0$ を仮定して、

$$f_{22} < 0,$$

が成立しているとして議論を進める。 $\omega < 0$ の仮定は、表 1 で示したように、2020 年以降インフレーションが進行している状況で実質賃金が低下していることを反映したものである。

基本モデルを図示したのが図 5 であり、初期均衡点を Q_0 点とする。ただし、 AS 曲線の垂直部分は、労働の供給制約を考慮して、 $W_y \rightarrow \infty$ としている。 $\bar{y}$ は、Friedman(1968) の自然失業率に対応する生産水準と考えることができるであろう。2 節で示したように、労働供給が減少しているとすれば、 $\bar{y}$ の水準は次第に低下していることになる⁷。これを現実 に即して考えれば、経済成長率が低い水準にあるのは、総需要が不足しているためではなく、この労働供給制約が原因であるとも考えられよう。

⁷Friedman(1968; p.9) も、自然失業率は一定ではないとしている。

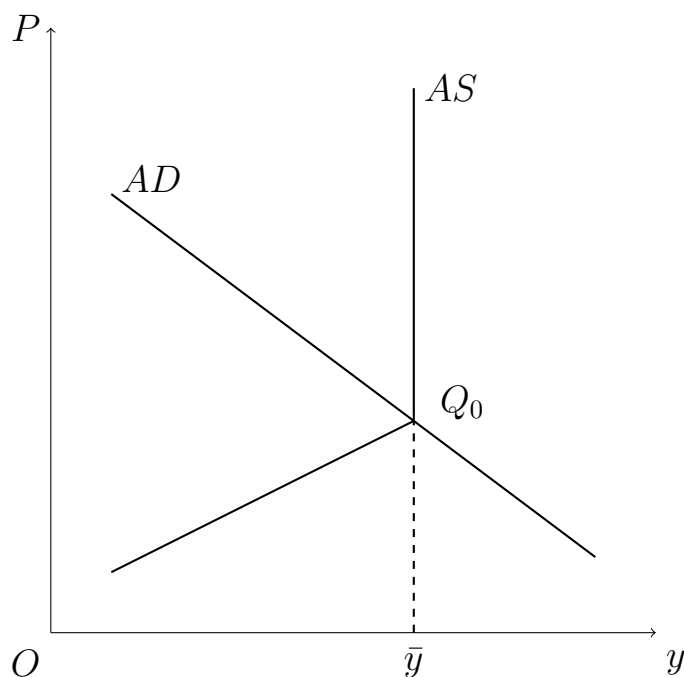


図 5: $AD - AS$ モデル

4 比較静学

本節では、輸入原材料価格の上昇の影響と財政政策の効果について、比較静学分析を行う⁸。ここでは、モデルを単に連立方程式体系として考えるのではなく、因果関係の連鎖として説明を行うことにする⁹。これは、経済状況によって関数の偏微係数が変化することに対応するためである。まず、(15) 式と (20) 式を全微分して整理すると、

$$\begin{bmatrix} f_{11} & f_{12} \\ f_{21} & f_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dy \\ dP \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -A_g dg \\ -E_j dP^R \end{bmatrix}, \quad (26)$$

が得られる。以下では、

$$\Delta = f_{11}f_{22} - f_{12}f_{21} > 0,$$

とする。

⁸以下の説明方法は、メカニズムはまったく異なるが、谷内 (1982; pp.45-49) による Friedman(1968) の解説を参考にしている。

⁹ケインズ『一般理論』の体系は因果関係として捉えるべきであるとする考え方は、Pasinetti(1974; pp.43-44) や Sylos Labini(1985; pp.126-127) に見られる。

原材料価格の上昇 ($dP^R > 0$)

まず、2020 年以降のインフレーションが輸入原材料価格の上昇がその起点となっているという判断から、その影響を考えてみよう。実質所得と物価水準への影響は、以下のように示される。

$$dy/dP^R = Ejf_{12}/\Delta < 0, \quad (27)$$

$$dP/dP^R = -Ejf_{11}/\Delta > 0. \quad (28)$$

これを図示したのが図 6 であり、均衡点は Q_1 点に移動する。輸入原材料価格の上昇により、実質所得水準は低下し、物価水準は上昇する。その結果、(29) 式が示すように、実質賃金が下落するのは明らかであろう。

$$\frac{d\left(\frac{W(y, P)}{P}\right)}{dP^R} = \frac{W_y}{P} \frac{dy}{dP^R} + \frac{W_\omega}{P^2} \frac{dP}{dP^R} < 0. \quad (29)$$

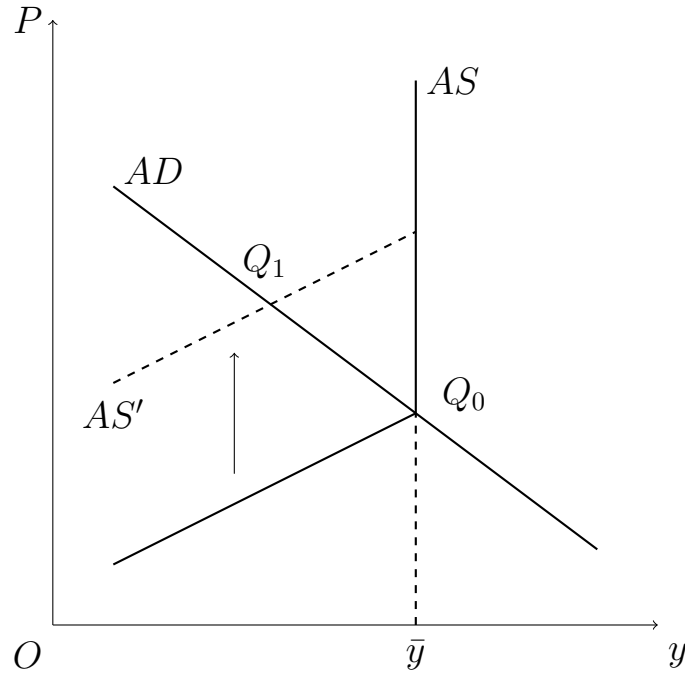


図 6: 輸入原材料価格の上昇

減税政策 ($dg > 0$)

次に、現在検討されている減税政策の効果について考えてみよう。ここでは、減税政策を拡張的財政政策 ($dg > 0$) として扱うことにする。減税政策が実質所得と物価水準におよぼす効果は、以下のように示される。

$$dy/dg = -A_g f_{22}/\Delta > 0, \quad (30)$$

$$dP/dg = A_g f_{21}/\Delta > 0. \quad (31)$$

これを図示したのが図7であり、 Q_2 点で均衡したとする。また、実質賃金への影響は、

$$\frac{d\left(\frac{W(y, P)}{P}\right)}{dg} = \frac{A_g(1+\pi)W_y E P^{Rj}}{P\Delta} \left(\frac{i_P^T E}{E^e} - \frac{a}{P} \right) \geq 0, \quad (32)$$

のように示される。つまり、拡張的財政政策によって実質所得水準は上昇するが、実質賃金が増加するかどうかはわからないということである。

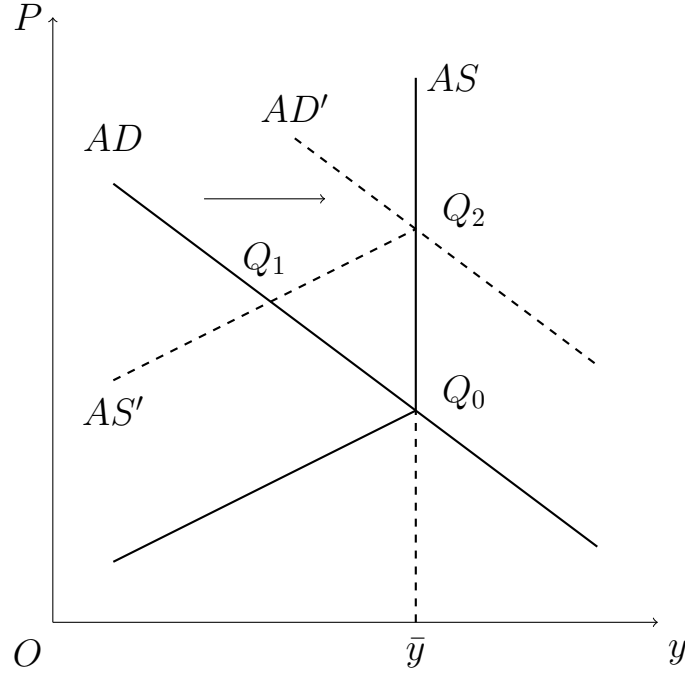


図 7: 減税政策

ここで、(32) 式の i_P^T と a の関係について考えてみよう。(8) 式で仮定した $a > 0$ が意味しているのは、物価水準が上昇すると予想物価水準がそれ以上に上昇してインフレ予想が生じるということである。これが邦貨建ての予想為替レート E^e の上昇（円

安予想)を生じさせて、現実の為替レート E の上昇(円安)を通じて輸入原材料コストを上昇させることによって物価を上昇させるということになる。 $i_P^T \approx 0$ であれば、すなわち金融緩和政策を続けるとすれば物価水準はそのまま上昇して実質賃金は下落する。ここ数年間のインフレーションは、金融緩和政策を続けたために円安が進行し、これが輸入原材料コストの上昇を引き起こしたことが一因である可能性は否定できないであろう。金融政策を通常スタンス($i_P^T > 0$)に戻して、物価の変化に対する金融政策の反応の程度(i_P^T の値)を十分に大きくすれば、為替レート E の下落(円高)によって物価上昇が抑えられ、その結果実質賃金は上昇する可能性がある。

さらに、もし実質所得が労働供給の制約による上限 $\bar{y}$ の水準を超えて上昇するような場合、つまり均衡点が AS 曲線の Q_2 点よりも上になった場合には、

$$\frac{d\left(\frac{W(y, P)}{P}\right)}{dg} = -\frac{W\omega A_g}{P^2 f_{12}} < 0, \quad (33)$$

となる。つまり、労働供給の制約を無視して過度の減税政策を実施すれば、物価が上昇して、 $\omega < 0$ の仮定のもとで、実質賃金は低下することになる。

減税政策の終了 ($dg < 0$)

現在検討されている消費税減税は、期限付き(2年間)とされているようである。そこで、減税政策が終了した後の状況について考えてみよう。まず消費税減税の終了を財政引き締め政策($dg < 0$)とみなして、比較静学を行う。ただし、現状では労使ともに実質賃金の低下を避けようとすることは明らかであろうから、賃金の下方硬直性($W_y = 0$)を仮定する。このとき、 $f_{21} = 0$ となり、 AS 曲線は水平線(AS'')となる。減税政策終了の影響が実質所得と物価水準におよぼす効果は、以下のように示される。

$$dy/dg = -A_g/f_{11} > 0, \quad (34)$$

$$dP/dg = 0. \quad (35)$$

これを図示したのが図8であり、均衡点は Q_3 点になる。このケースでは、実質賃金は変化しない。なぜなら、実質所得水準が低下しても賃金の下方硬直性によって名目賃金は低下せず、また物価も変化しないからである。

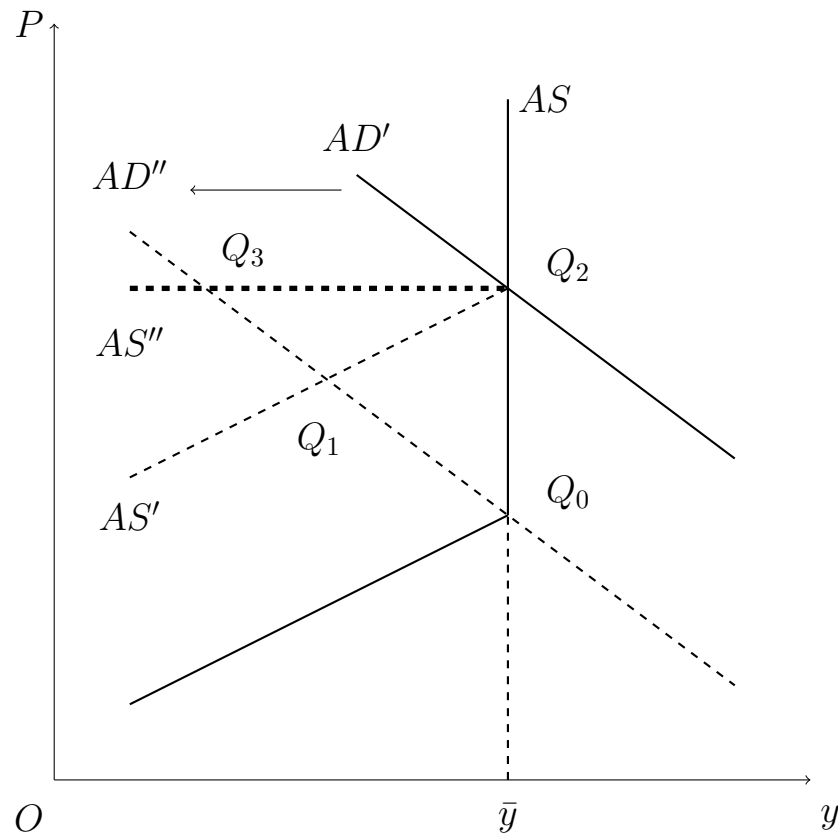


図 8: 減税政策の終了

問題は、この後である。実質所得水準の低下に対して積極財政政策として財政支出を増加させるとすれば、図 7 から図 8 の動きが繰り返され、インフレーションが加速することになる。ただし、図 8 に見られるように、 Q_3 点では Q_1 点よりも実質所得水準は低くなっているため、以前よりも強力な財政政策が検討される可能性がある。

5 おわりに

小論で得られた結果をまとめておこう。強い経済を実現するために積極財政を推進しようとする背景には、高圧経済の考え方が存在すると思われる。しかし、いまの日本経済には労働供給制約があり、高圧経済の前提が成立していないと考えるべきである。

このことを前提とすると、インフレーションが進行している状況で拡張的財政政策である減税政策を実施した場合、実質所得水準は労働供給制約による上限 ($\bar{y}$) までは上昇するであろう。しかし、これまでのような金融緩和政策 ($i_P^T \approx 0$) を続けていると物価が上昇し、これが為替レートにも影響して物価がさらに上昇して、実質賃金は低下する可能性が高い。実質賃金を上昇させるためには、物価安定を重視した通常の金融政策 ($i_P^T > 0$) を実施することが必要である。通常の金融政策を実施すること

によって、物価が上昇したとき政策金利を引き上げれば、邦貨建て為替レートを低下（円高）させることができ、輸入原材料コストを引き下げることができるはずである。表1で示したように、為替レートは明らかに円安基調となっており、ここ数年間のインフレーションの一部は、低金利を続けた金融政策によってもたらされたと考えることもできる。政策金利の引き上げによって円高が懸念されるかもしれないが、図4で示したように、長短金利差が物価水準の増加関数であるとする、物価上昇を抑えることによって長期利子率の上昇を抑えることができ、円高の影響はある程度相殺されるであろう。

もし減税政策が実質所得を労働供給制約による上限（ $\bar{y}$ ）を上回るような水準にまで上昇させるような効果をもったとすると、物価上昇のみが生じて実質賃金はより一層低下することになる。また、期限付きの減税政策が終了すれば、実質所得は低下する。これに対して、新たな拡張的財政政策を実施すれば、図7からの動きが繰り返されることになり、インフレーションが加速することになる。

以上で見てきたように、減税政策を含む拡張的財政政策を実施することについては、慎重な態度で臨むべきである。もし実施するのであれば、同時に物価安定を重視した金融政策を実施することが強く求められる。

参考文献

- 小方尚子 (2025) 「減少するわが国の平均労働時間－労働生産性の向上や規制の見直しが課題－」 Research Focus（日本総研）、No.2025-035、9月、pp.1-14.
- 佐々木融 (2026) 『インフレ・円安・バラマキ・国富流出』 日経 BP・日本経済新聞出版
- 佐々木雅也 (2026) 「『高圧経済』は今の日本の薬にならない」 『金融 IT フォーカス』（野村総合研究所）、2月号、pp.2-3.
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策－理論と実際』 日本経済新聞出版社
- 谷内満 (1982) 『新しいマネタリズムの経済学－マクロ均衡アプローチと金融政策』 東洋経済新報社
- 吉川洋 (2013) 『デフレーション』 日本経済新聞出版社
- Blanchard, O.J. and L.H. Summers(1986), “Hysteresis and the European Unemployment Problem,” in Fischer, S.(ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1986*, Cambridge, Massachusetts : The MIT Press, pp.15-78.
- Blinder, A.(2010), “Teaching Macro Principles *after* the Financial Crisis,” *Journal of Economic Education*, Vol.41, No.4, October-December, pp.385-390.

- Blinder, A.S.(2015), “What Did We Learn from the Financial Crisis, the Great Recession, and the Pathetic Recovery?” *Journal of Economic Education*, Vol.46, No.2, April-June, pp.135-149.
- Cohen, B.H., P. Hördahl, and D. Xia(2018), “Term Premia: Models and Some Stylised Facts,” *BIS Quarterly Review*, September, pp.79-91.
- Friedman, B.M.(2013), “The Simple Analytics of Monetary Policy: A Post-Crisis Approach,” *Journal of Economic Education*, Vol.44, No.4, October-December, pp.311-328.
- Friedman, M.(1968), “The Role of Monetary Policy,” *American Economic Review*, Vol.58, No.1, March, pp.1-17 : 新飯田宏訳 (1972) 『インフレーションと金融政策』 日本経済新聞社、所収
- Gärtner, M. and F. Jung(2011), “The Macroeconomics of Financial Crises: How Risk Premiums and Liquidity Traps Affect Policy Options,” *International Advances in Economic Research*, Vol.17, No.1, February, pp.12-27.
- Okun, A.M.(1973), “Upward Mobility in a High-pressure Economy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1, pp.207-252.
- Pasinetti, L.L.(1974), *Growth and Income Distribution: Essays in Economic Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Summers, L.(2014), “Fiscal Policy and Full Employment,” <https://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/04/fullemploymentLHSspeech.pdf> : 山形浩生編訳・解説 (2019) 『景気の回復が感じられないのはなぜかー長期停滞論争』 世界思想社、所収
- Sylos Labini, P.(1985), “The *General Theory*: Critical Reflections Suggested by Some Important Problems of Our Time,” in Vicarelli, F.(ed.), *Keynes’s Relevance Today*, London: Macmillan.
- Yellen, J.L.(2016), “Macroeconomic Research after the Crisis,” at “The Elusive ‘Great’ Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics” 60th Annual Economic Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston.