

分析レポート

海外経済金融

欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？

～「財政政策の非ケインズ効果」と財政健全化～

山口 勝義

要 旨

欧州中央銀行 (ECB) の最近のレポートでは、緊縮財政が景気刺激効果を有するとする「財政政策の非ケインズ効果」を想定していることが読み取れる。欧州においては緊縮財政が景気に及ぼす負の影響が過小評価されている可能性が否定できず、今後ソブリンリスクの深刻化と景気後退の負のスパイラルに陥るリスクが存在することに注意が必要である。

はじめに

米国サブプライムローン問題以降の市場混乱に対する様々な政策対応の結果、世界的に政府部門のバランスシートが拡大しているが、EU では協定等により政府財政赤字や債務残高を一定の範囲内に抑えることが求められている中、ギリシャ等のいわゆる周辺国のみならず域内の主要各国が財政健全化への取組みに注力しているところである。また、6 月にトロントで開催された G20 サミットにおいては、今後先進国（除く日本）の財政赤字を計画的に削減することで合意がなされ、今や財政健全化が世界的な課題として位置付けられるに至っている。

こうした動きのもと、欧州中央銀行 (ECB) のレポートにおいて、最近、緊縮財政を採用した場合に、通常のケインズ的な政策効果とは異なり、それが景気刺激的な効果を有するとする論調が目につくようになっており、ギリシャ等の財政再建計画にもかかる考え方が織り込まれている可能性があるため注目される。

これは、家計や企業の消費や投資にかかる意思決定が、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する将来においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、将来は減税に転じる」など、足元の状況だけ

ではなく将来の見通しを考慮に入れて行われる結果、緊縮財政にも景気を刺激する効果がありその負の影響を相殺し得るとするものであり、「財政政策の非ケインズ効果」と呼ばれている。

上記の ECB の論調としては、例えば次のような内容である(参考文献 による)。

緊縮財政は、短期的には総需要を減少させ、その結果経済活動に負の影響を及ぼす。一方、信頼に足る意欲的な緊縮財政は、将来の経済成長に対する期待感を高め、経済的な反応を惹起せしめ、短期的な需要に対する負の影響を相殺する可能性がある。現在の経済環境を見ると、こうした期待効果が特に大きいと考えられる条件にかなりの程度合致している可能性が高い。

欧州では、1980 年代以降を対象とした実証分析により、実際にこのような効果が発現した事例が確認されているが^(注1)、上記の ECB のレポートにもあるとおり、同効果発現のためには現在の財政状況や経済環境等が特定の条件を満たすことが重要であると考えられている。

このため、以下において、EU をめぐる諸環境にかかる条件に対する適合状況や非ケインズ効果を想定することのインプリケーション等について考察することとしたい。

非ケインズ効果発現条件への適合性

ECB はそのレポート（参考文献）において、「財政政策の非ケインズ効果」が発現しやすい条件として次の点をあげている。

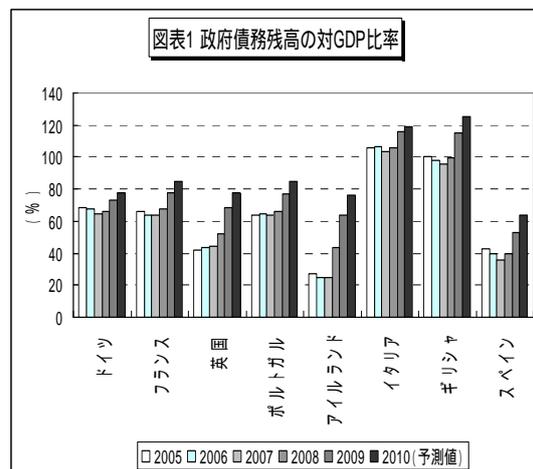
このままでは将来にわたって持続困難と考えられるほどに現在の財政状況が悪化していること
 総合的な改善計画の中で位置付けられた信頼に足る一貫した財政改善への取組みがなされること
 より長期的に健全な財政を持続し得る効果の高い改善策がとられること
 形式的な障害に妨げられない経済的な改革を伴うこと
 緊縮財政の将来的効果を読み取る消費者の割合が高いこと
 経済の開放度合いが高いこと
 為替安が伴うことや経済刺激的な金融政策を実施すること

上記のうち、特に、**（イ）**については、今般のギリシャ等の政府債務残高等の大きさ（図表1参照）や国際的な監視のもと計画的に改善が進められている事実を考慮すれば、相当程度これらの条件を満たしていると考えられる。しかし一方で**（ロ）**については、各国でしばしば実施されている大規模なストやデモの実態や消費者コンフィデンスの動向（図表2参照）等を見れば、かかるフォワードルッキングな経済主体が十分存在しているとも考え難く、翻って、**（イ）**の条件が満たされているとしても、これらが実際には将来へのポジティブな期待醸成には結びついていない可能性が高いのではないかと考えられる。

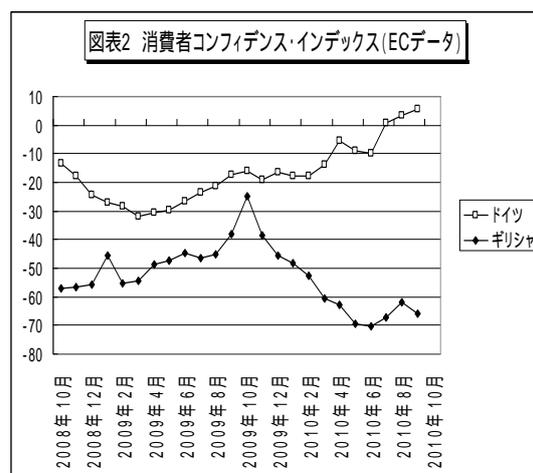
また、**（ロ）**については次の点を考慮に入れる必要があると考えられるが、これに

ついても、必ずしも ECB が想定する条件を十分満たす環境にあるとは言い難い。

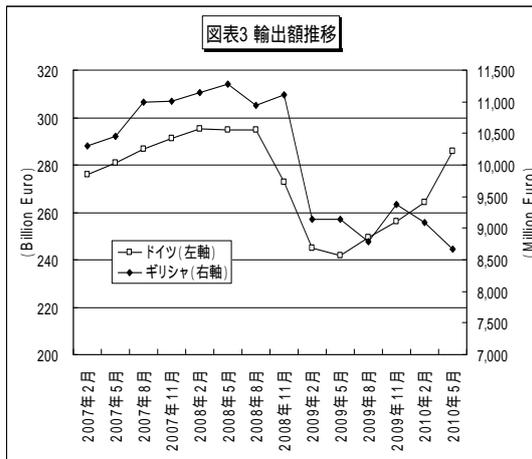
- 競争力のある輸出産業を持たず、また域外輸出比率が高くないギリシャ等の周辺国（図表3参照）が、まして米国・中国を含む世界的な景気減速が懸念される環境下で、ユーロ安を生かした輸出主導の回復を実現するには限界があること。
- 既に ECB の政策金利は 1.0%まで引き下げられており、緊縮財政とともに金融緩和のポリシーミックスを採用する余地は限定的であること。



（出所）Datastream のデータから農中総研作成



（出所）Datastream のデータから農中総研作成



(出所) Datastream のデータから農中総研作成

困難な環境下での財政健全化

上記のとおり ECB が上げる非ケインズ効果が発現するための条件は必ずしも十分に満たされているとは考えられないが、同効果を想定することの妥当性以外にも、次のとおり今回の財政健全化はこれまでにない困難な環境下で進められることに注意が必要である。

● 景気減速局面での財政健全化

ECB は、そのレポート（参考文献）で、1985～2009年の期間における欧州における大幅な政府債務残高削減実績を上げている（図表4参照）。

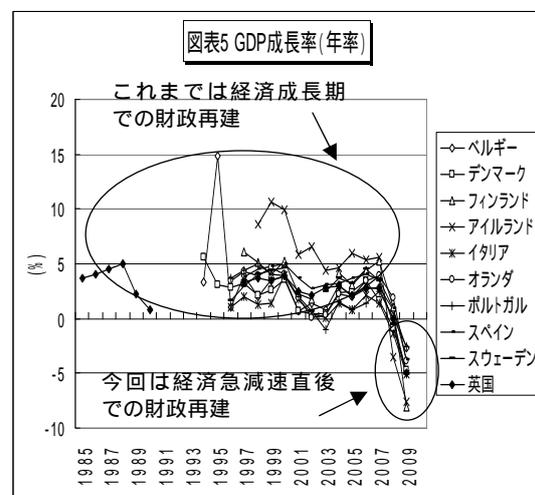
一方、これらの期間における実質GDP成長率を見ると図表5のとおりとなるが（注2）、これからすれば、図表4で示された実績は概ね経済成長期に該当し、今回のようにGDP成長率が大きくマイナスに沈んだ直後での大幅な政府債務残高削減実績の前例はないということになる。

あわせて、今回のギリシャ等周辺国の事例のように、3年程度の短い期間で大幅な財政健全化を図るということに前例がない点も注意に値する。

図表4 欧州における大幅な政府債務残高削減実績（1985年～2009年）

	削減の期間		対 DGP 政府債務残高 (%)		
	期間	年数	ピーク	ボトム	改善幅
ベルギー	1994～2007	14	134.2	84.0	-50.2
デンマーク	1994～2007	14	80.1	26.8	-53.3
フィンランド	1997～2002	6	56.9	41.3	-15.6
	2004～2008	5	44.2	33.4	-10.8
アイルランド	1994～2006	13	94.1	24.9	-69.2
イタリア	1996～2003	8	121.5	104.4	-17.1
オランダ	1996～2002	7	76.1	50.5	-25.6
ポルトガル	1996～2000	5	61.0	50.4	-10.6
スペイン	1997～2007	11	66.8	36.2	-30.6
スウェーデン	1985～1990	6	61.2	41.2	-20.0
	1996～2000	5	72.1	53.6	-18.5
	2003～2008	6	52.6	38.0	-14.6
英国	1985～1990	6	52.4	33.3	-19.1
	1997～2002	6	51.0	37.5	-13.5

(出所) ECB(2010/9), “Major Public Debt Reductions: Lessons from the Past, Lessons for the Future”(参考文献)から農中総研作成



(出所) Datastream のデータから農中総研作成

● 世界的な規模での財政健全化

また、欧州全般のみならず、6月のG20サミット合意を踏まえた世界的な規模での財政健全化への取組みも今回に特有の事象である。この場合、単独の国による緊縮財政以上に大きな景気下押し効果が現れる可能性がある。

まとめ

上記で考察したとおり、欧州においては緊縮財政が景気に及ぼす負の影響が過小評価されている可能性があり、今後ギリシャ等の財政再建計画の頓挫、長期金利の更なる上昇、金融機関の不良債権増加等を通じ、ソブリンリスクの深刻化と景気後退の負のスパイラルに陥るリスクが存在することに注意が必要であると考えられる^(注3)。

財政再建計画については、本年8月までに実施されたEUおよびIMFによる第1回目のギリシャの四半期レビューで概ね計画どおりの進捗が認められるなど、現時点では、周辺国を中心とした欧州各国での取組みは大きな問題なく進捗しているように見られる。

しかしながら、工程表で定められた歳出削減を淡々と進めることが主眼となる初期段階から、今後は歳入面にもより焦点が当たる段階に入っていく。この過程で税収下振れ等により計画頓挫に至る可能性が増大することが考えられ、ギリシャ等の財政再建はむしろこれからが正念場ということになる。特に、GDP成長率の見込みを含め様々な仮定のもとに構築されている財政再建計画が「財政政策の非ケインズ効果」を前提としている場合には、それが十分発現しなければ歳入面での計画下振れの可能性は一層大きなものとなる。このため、今後特に周辺国等の歳入動向には十分注意を払う必要があると考えられる。

(2010年10月22日現在)

<参考文献>

ECB(2010/06), "Fiscal Consolidations: Past Experience, Costs and

Benefits" ("ECB Monthly Bulletin, 2010/06": pp. 83-85)
 ECB(2010/07), "The Effectiveness of Euro Area Fiscal Policies" ("ECB Monthly Bulletin, 2010/07": pp. 67-85")
 ECB(2010/09), "Fiscal Anchoring amid Uncertainty" ("ECB Monthly Bulletin, September 2010": pp. 82-84)
 ECB(2010/09), "Major Public Debt Reductions: Lessons from the Past, Lessons for the Future" (Working Paper Series No. 1241)
 IMF(2010/9/21), Press release, "Market Monitoring Group Warns of Potential Constraints on Growth for Major Economies and Consequent Risks for Fiscal Consolidation"
 IMF(2010/10), "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation", ("World Economic Outlook": Chapter 3)

(注1) 参考文献では、「ベルギー、アイルランド、スペイン、オランダおよびフィンランドに関するケーススタディで、歳出の改革による緊縮財政が、特に構造的な改革を伴う場合に、最も生産の増加をもたらす可能性が高いことが確認された」としている。

また、日銀(2010/8)「欧州財政問題の域内外経済への影響」では、「過去においては、デンマーク(1983~86年)やアイルランド(1987~89年)、スウェーデン(1994~98年)といった国々で、対GDP比10%程度の大幅な財政赤字削減にも拘らず、経済成長が上昇しており、これには非ケインズ効果が作用したと指摘されている」としている。

(注2) ただし、図表5はデータが入手できない1985~1990年のスウェーデン、1994~1997年のアイルランドを除いて作成している。

(注3) IMFは、9月に当面世界的に経済成長の減速継続が見込まれる環境下で財政再建の速度には注意が必要な点等を指摘する(参考文献)とともに、10月には半期毎の"World Economic Outlook"(参考文献)において、各国が同時に財政健全化に取り組み、また政策金利の低下余地の限られた現在の環境下では、緊縮財政が短期的にもたらす経済への負の効果が増幅される可能性がある点を数量的な分析により指摘しており注目される。