今月の焦点

海外経済金融

欧州の経済成長重視に転換したIMF

～処方箋は民営化とフィスカル･デバリュエーション～

山口　勝義

要旨

IMF は、最近の報告書の中で、欧州等の経済や金融機関に対する危機感を強め、同時に、経済成長を一層重視するスタンスに転換した。また、成長を損なわない財政改革のための政策を具体的に提案している。

IMF による報告書の内容

国際通貨基金（IMF）は、9 月の年次総会に向け、主要な 3 件の報告書の最新版を公表した(注 1)。その要点は次のとおりであるが、今回、欧州を含め、世界経済の先行きや金融機関の財務内容への危機感を大幅に強めた内容となっている。

＜世界経済について＞

- 2010 年には回復基調にあった世界経済が、2011 年には相当程度減速し、大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った。
- その主要な要因は、各国による緊縮財政に加え、次の 2 つのリバランシングが進捗していない点にある。
  - Internal Rebalancing（バランスシートの改善を通じた内需の回復）
  - External Rebalancing（経常収支の不均衡の是正）
- これに加え、8 月以降の金融市場の混乱が問題を困難化した。
- 当面、次の 2 つの悪循環が懸念される。
  - 低成長と財政改善遅延の間の悪循環
  - 低成長と金融機能不全の間の悪循環
- 経済見通しを図表 1 のとおり下方修正する。ただしこれは、政策対応が適切に実施されることを前提とするもの。
- 特に重要な政策対応は次の 3 点である。
  - 短期的には経済成長、中期的には財政改革を図る取組み
  - 金融機能の確保
  - 対外不均衡の是正

＜金融機関について＞

- 近時、金融機関の安定性にかかるリスクは大幅に増加し、再度危険な領域に入りつつある。
- その背景には次の点がある。
  - 世界経済の減速化
  - 改善が進まないバランスシート
    - ✓ 米国・欧州・日本の政府
    - ✓ 欧州の銀行
    - ✓ 米国の家計
  - 弱い政治力・政策の限界
- 2010 年当初以来、欧州の銀行の国債保有に伴う信用リスクは約 2,000 億ユーロ（約 21 兆円）増加した。
- リストラ、解体が必要な銀行に対しては、政策方針を明確にした上で、適切に対処する必要がある。

＜財政の持続可能性について＞

- 財政の持続可能性に対する市場の信認回復への取組み強化が重要であるが、経済成長を損なわない政策としては次が有効である。
  - 国有資産の売却・民営化
  - フィスカル・デバリュエーション

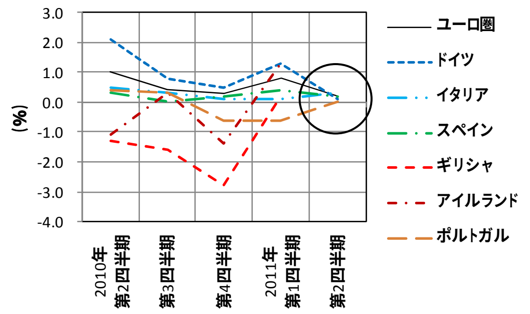
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表 1 IMF による実質 GDP 成長率見通し

(単位:%)	実績値	今回予測値		前回 (2011/6) との差異	
	2010年	2011年	2012年	2011年	2012年
世界	5.1	4.0	4.0	-0.3	-0.5
先進国	3.1	1.6	1.9	-0.6	-0.7
ユーロ圏	1.8	1.6	1.1	-0.4	-0.6
ドイツ	3.6	2.7	1.3	-0.5	-0.7
フランス	1.4	1.7	1.4	-0.4	-0.5
イタリア	1.3	0.6	0.3	-0.4	-1.0
スペイン	-0.1	0.8	1.1	0.0	-0.5
英国	1.4	1.1	1.6	-0.4	-0.7
米国	3.0	1.5	1.8	-1.0	-0.9
日本	4.0	-0.5	2.3	0.2	-0.6
新興国	7.3	6.4	6.1	-0.2	-0.3
中国	10.3	9.5	9.0	-0.1	-0.5

(資料) IMF (2011/9) “World Economic Outlook”から農中総研作成。

図表2 実質GDP成長率(前期比)



(注) ギリシャ、アイルランドは、2011 年第 2 四半期のデータは未公表。
(資料) Eurostat のデータから農中総研作成。

期待に過度に頼った財政政策の失敗

上記の IMF による報告書のうち、ユーロ圏の財政問題の観点からは、特に次の点が注目される。

A.欧州の経済成長率見通しを大幅に下方修正した点
B.短期的には経済成長、中期的には財政改革を図るという視点を明確にした点
C.B.の条件の下での、財政の持続可能性に対する市場の信認回復のための具体的な政策例を挙げた点

このうちB.については、既に8月16日、IMFのラガルド専務理事が英紙への寄稿で次の提言を行っており(注 2)、今回の報告書の内容はこの考え方を敷衍したものである。

・先進国では、財政の持続可能性を維持することが最優先課題となっている。しかし、市場の圧迫を受けている国では、財政改革を進めることが最優先の課題であるが、財政改革に余裕がある国では、緊縮財政を急速に進め過ぎ経済成長を阻害してはならない。財政改革は中期的に実現を図り、短期的には景気刺激に配慮すべきである。

これは、経済成長を一層重視するスタンスへの転換であり、IMF が経済成長への危機感を強めていることの反映である。

現実にユーロ圏では、2011 年第 2 四半期(4～6 月期)の実質 GDP 成長率で、厳しい財政改善に取り組む財政悪化国の停滞とドイツを中心とするいわゆるコア国の堅調という従来の二極分化傾向が様相を変え、コア国をも含めた経済全体の成長鈍化傾向が明らかとなった(図表 2)。

その主要な要因としては、コア国も含めた緊縮財政による内需の拡大抑制や欧州中央銀行(ECB)の利上げの影響が考えられるが、今回の IMF の提言は、この財政改革の進め方について問題を提起したものである。

また、一般に、債務残高の削減には調達金利を上回る経済成長率を維持することが有効であるため、今回の経済成長重視へのスタンス転換は、財政改革を進捗させる観点からも重要な判断として注目される。

一方、これまで、IMF が欧州連合(EU)とともに取り組んできたユーロ圏の財政改革支援においては、家計や企業の消費や投資にかかる意思決定は将来の期待に影響されるため、緊縮財政にも景気刺激効果があるとする「財政政策の非ケインズ効果」を前提としてきたとみられる。これは、例えば「現時点で財政支出が削

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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」などの期待により、緊縮財政の負の効果は相殺されるとするものである。

しかし現実には、ユーロ圏では、国民が改革に疲弊し大規模なデモやストが相次ぐギリシャの社会情勢に象徴的に示されているように、必ずしもこうした期待は有効には機能しなかった。この結果、財政改革で財政の持続可能性を高めつつ、将来への期待で経済成長の底打ちを図り、財政悪化国の問題を吸収しようとした従来のIMFやEUのアプローチは失敗に帰したということになる。

ECBはギリシャへの金融支援が開始された直後の2010年6月のレポート(注3)において、「財政政策の非ケインズ効果」が発現しやすい諸条件をあげている。しかし、このうち次の点については、ユーロ圏の実情には適合し難いと考えられた。

① 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
② 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
③ 経済の開放度合いが高いこと

また、同時に、過去に同効果が発現した事例に対し、今回は特に次の点が支障になるものと認められた（これらの評価は、(注4)で示した別稿を参照されたい）。

① 景気減速局面での財政健全化
② 世界的な規模での財政健全化

このように、実現可能性や実効性の点で疑問があった経済主体の期待を重視する従来の考え方であったが、今回のスタンス転換は、これが現実には適合しないとの、IMFの判断の現れと見ることができる。

民営化とフィスカル・デバリュエーション

次に、C.についてであるが、IMFは、「短期的には経済成長、中期的には財政改革」という条件を満たしたうえでの財政改革のための政策例として、①国有資産の売却や国営企業の民営化、および②フィスカル・デバリュエーションを挙げている。

このうち①の民営化等については、民間活力の活用で経済の競争力を高めながら財政改革のための原資を調達する、というその狙いと効果は理解しやすい。また、ギリシャを始めとして財政悪化国は、これを財政改革のひとつの柱として位置付け、それぞれ取組みを行っているところである。

一方、②のフィスカル・デバリュエーションについては検討が必要である。

1.フィスカル・デバリュエーションとは

IMFは、この政策について、給与税減税および付加価値税（消費税に相当）増税を組み合わせる財政政策によって、為替レートの引下げと同じ効果の確保を図るものと説明している(注5)。つまり、為替レート引下げ（「デバリュエーション」）と同じ効果を、財政政策（「フィスカル」）で実現しようとすることである。

特に財政改革が課題であるユーロ圏については、IMFは、歳入を減少させないように調整したうえで、こうした税制改正を行うことにより、財政を悪化させずに、次のプロセスを通じて、経済の競争力を向上し経常収支の改善を実現することができるとしている。

- 輸出産品は、付加価値税の課税非対象であるが、給与税減税を通じた単位労働コスト引下げにより、その価格を低下させることができる。
- 一方、輸入産品は、付加価値税の課税

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

対象であり、その引上げにより消費者が支払う対価は上昇する。

・上記により、為替レートは不変であっても、その引下げと同様に、輸出増加・輸入減少を実現することができる。

2.効果が発現しやすい条件と限界

IMF は、通常の条件下ではこの効果は大きくはないとは認めているものの、統一通貨のもとで、特に非自発的失業者が多数に上る場合（ユーロ圏の財政悪化国がこれに該当する）には、被雇用者が付加価値税増税で実質賃金が目減りしたことを認識しても名目賃金引上げを求める動きにはつながりにくく、理論どおりの効果が上がりやすいと判断している。

一方、IMF は、この政策の問題点として、給与所得に依存しない消費者には負担増となること、既に付加価値税が高く引き上げられた国（23%のギリシャはこれに該当する）においては政策の余地は限定されること等をあげている。

以上からすれば、現在のユーロ圏の環境のもと、本政策の有効性については必ずしも明らかであるとは言い難い。

おわりに

現在、ユーロ圏では、これまでユーロ圏の中でもいわゆる周辺国の、しかも経済小国の問題であった財政問題が変質し、銀行問題を通じて世界中の経済に影響を及ぼす複合的な問題に発展する可能性が懸念されている。

これに対し、銀行の資本増強や、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能等拡充対策が検討・実施されているが、これらは足元のギリシャの債務再編に伴い問題が拡大することを回避するための対策であり、決してユーロ圏の財政問題への包括的な対応策ではない。ユーロ圏の財政問題の終息には、財政面での協調強化や、財政規律の管理態勢の厳格な運用等、まだまだ政策面での長い道のりが控えている。

一方、経済的な観点からすれば、財政問題の終息には、財政改革と経済成長が相互に寄与し合う好循環に入ることが重要な前提となる。一連の財政改革の取組みの中で、民間活力の活用等を通じ経済が競争力を回復することにより、その成長を実現することが期待されるとともに、一方では、調達金利を上回る経済成長率を維持することが債務残高の削減に大きな効果を持つことから、逆に、経済成長が財政再建を促進することが期待される。

こうした点で、今回 IMF が推奨した政策については、その政策の有効性は必ずしも明らかではないものの、IMF が経済成長を一層重視するスタンスに転換したこと自体には大きな意義があるものと評価される。（2011 年 10 月 21 日現在）

(注1) 次の 3 件の報告書である。
・ IMF (2011/9) “World Economic Outlook”
・ IMF (2011/9) “Global Financial Stability Report”
・ IMF (2011/9) “Fiscal Monitor”

(注2) 英 Financial Times 紙への次の寄稿による。
・Christine Lagarde (2011/8/16) “Don’t let fiscal brakes stall the global recovery”
なお、IMF は、ラガルド専務理事による 8 月 27 日の米カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール年次経済会議での講演以降、欧州の銀行の財務内容に対し強い警戒感を示してきているが、その経緯については次を参照されたい。
・山口「改めて問われる欧州の銀行の経営体力」（『金融市場』2011 年 10 月号）

(注3) ECB (2010/6), “Fiscal Consolidations: Past Experience, Costs and Benefits”(“ECB Monthly Bulletin, 2010/6”: pp. 83-85)

(注4) 山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？」（『金融市場』2010 年 11 月号）を参照されたい。

(注5) IMF (2011/9) “Fiscal Monitor”による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます