情勢判断

海外経済金融

過小評価されてきた？緊縮財政の負の影響

～IMF の問題提起は支援策の見直しに結びつくのか～

山口　勝義

要旨

IMF は緊縮財政による経済成長への負の影響が増大している可能性を指摘したが、ユーロ圏では引続き財政改革を優先する立場を変えていない。しかし、厳しい環境下で、今後はより経済成長に配慮した柔軟な政策運営が迫られることになるのではないかと考えられる。

はじめに

ユーロ圏では、各国での緊縮財政による内需の抑制や、依然として脆弱な金融機能、債務危機が長期化するとの見通しに伴う投資や消費行動の保守化等により、経済成長の停滞が継続している。直近では、2012 年第 3 四半期（7～9 月期）の実質 GDP 成長率が前期比▲0.1%と 2 期連続のマイナスとなったほか（図表 1）、9 月の失業率は 1995 年の統計開始以来の最高値である 11.6%（25 歳未満の若年層では 23.3%）となっている。

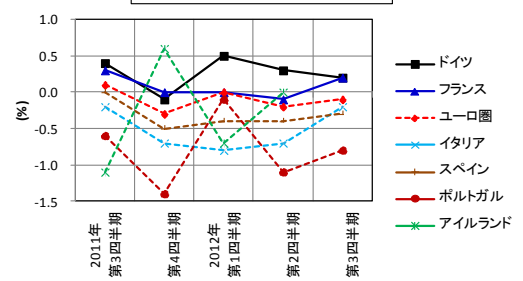
特に財政改革が強く求められている国々の情勢は厳しく、例えばギリシャでは、国際通貨基金（IMF）による実質 GDP 成長率予測値はこれまで相次いで、かつ大幅に引き下げられてきている（図表 2）。

こうしたなか、減速化する世界経済等への危機感を強めた IMF は、2011 年 9 月には、財政に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長に配慮すべきとの考え方を示した。その後 2012 年 6 月には、欧州連合（EU）首脳会議は、前月のフランスにおける左派政権の成立を契機として経済成長にかかる戦略を具体化した。

さらに 2012 年 10 月に、IMF が緊縮財政が経済成長に及ぼす負の影響の程度が最近の環境下では増大している可能性があると指摘し、大きな注目を集めた。

本稿では、財政改革と経済成長にかかる考え方を確認しつつ、ユーロ圏が当面する課題を考察することとしたい。

図表1 実質GDP成長率（前期比）



（資料） Eurostat のデータから農中総研作成。
（注） アイルランドは 2012 年第 3 四半期のデータは未公表。ギリシャは前期比データは公表していない。

図表2 IMFによるギリシャの実質GDP成長率予測（前年比）

（単位：%）

	2011年	2012年	2013年
当初金融支援開始時（2010年5月）	▲2.6	1.1	2.1
第1回検証時（2010年9月）	▲2.6	1.1	2.1
第2回検証時（2010年12月）	▲3.0	1.1	2.1
第3回検証時（2011年3月）	▲3.0	1.1	2.1
第4回検証時（2011年7月）	▲3.9	0.6	2.1
第5回検証時（2011年12月）	▲6.0	▲3.0	0.3
追加金融支援開始時（2012年3月）	▲6.9（実績）	▲4.8	0.0

（資料） 参考文献①～⑦から、農中総研作成。
（注）「検証」は、金融支援の分割実行に先立つ財政改革等の進捗状況の検証作業を意味する。なお、網掛け部分は、前回比下方修正された箇所を示す。

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

IMF による緊縮財政にかかる問題提起

48 年ぶりに日本開催となった IMF・世界銀行の年次総会に合わせ、本年 10 月には東京で様々なセミナーやイベントが実施された。それらの中でもマクロ経済の視点から特に注目されたのは、IMF が緊縮財政による経済成長への負の影響が最近の環境下では増大している可能性があることを指摘した「世界経済見通し(WEO)」（参考文献⑧）の発表であった。

財政支出を変化させた場合に国民所得がその何倍変化するかを示す概念として、財政乗数がある。上記の発表において、IMF のブランシャール経済顧問兼調査局長は次の説明を行った。

- 世界 28 ヶ国について 2010 年から 2011 年にかけての実質 GDP 成長率の予測誤差と財政緊縮規模のデータを使用して分析したところ、通常時では 0.5 程度である財政乗数が、最近の環境下では 0.9～1.7 程度に上昇している可能性があることが判明した。

これは、例えば現時点で GDP 比 5%の緊縮財政を実施した場合に、通常では GDP は 2.5%抑制されると見込まれるのに対して、実際には 5～9%程度の抑制効果を持つ可能性があることを指摘したものである。つまり、ユーロ圏の財政改革では、単年または累計で GDP 比 5%程度の緊縮財政策を採用することは異例ではないが、緊縮財政が経済成長に対しこれまでに想定した以上の大きなダメージを与える可能性が生じていることを意味している。

さらに、次の説明が行われた。

- この上昇の要因としては、主要先進国では既に政策金利が相当低い水準まで引き下げられていることで金融緩和の効果が限られ、緊縮財政の影響が経済活動に直接反映されやすくなっている点、また、多くの国が同時に財政改革に取り組んでいる点が考えられる。
- ただし、データの取り方等で分析結果は変動するため、財政乗数がその時の経済状況等にどう影響されるかについては、さらなる研究が必要である。

また、こうした環境下での政策運営については、同経済顧問兼調査局長は次のように回答した。

- 財政改革はマラソンのようなものであり、信頼できる中期的な計画に沿って時間をかけ着実に実施することが重要である。
- 名目的な改革目標にとらわれるのではなく、財政の構造的な改革目標に向けた対応が重要である。その際、想定以上の経済の停滞が生じた場合には、財政改革の進捗を緩めるべきである。
- 特に、多くの国々で経済の停滞が生じている場合には、目標自体を柔軟に見直すことが重要である。

IMF が欧州を含めた世界経済の先行き等への危機感を大幅に強め、従来からのスタンスを修正し、財政に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長に配慮すべきとの考えを明確にしたのは、この約 1 年前の 2011 年 9 月、やはり WEO の発表に当たってのことであった(注 1)。

今回の IMF の問題提起は、その説明振りは非常に慎重ながらも、既往のユーロ圏の財政悪化国に対する支援策に付随する悪影響が想定以上に大きい可能性を明確に指摘するものであり、これまでの姿勢をさらに進め、現在実施されている政策の有効性に対して強い問題提起を行ったものと捉えることができる。

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

ユーロ圏の財政悪化国支援のスタンス

2010年5月にギリシャに対して国際的な金融支援策が取りまとめられた当時を振り返れば、欧州中央銀行（ECB）がユーロ圏が置かれた財政改革に向けた環境について次のように記述している点が注目される（参考文献⑩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。

これは、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数年後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、いずれ減税に転じる」などの将来に向けた期待により緊縮財政の負の効果は軽減されるとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」に沿った判断であると考えられる。ユーロ圏では、実証分析結果も踏まえながらこうした考え方に基づき、規制緩和等の経済構造改革で経済の活性化を図るとともに、短期間での厳しい財政改革で財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待により経済成長の底打ちを図るというアプローチを採用してきたものと考えることができる。

また、当時、ECB はこのような効果が発現しやすい条件として次の点をあげている（参考文献⑨による）。

a. 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
b. 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
c. 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
d. 形式的な障害に妨げられない経済的な改革を伴うこと
e. 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
f. 経済の開放度合いが高いこと
g. 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

しかしながら、ユーロ圏の財政悪化国の実情に照らし合わせれば、このうち特に e.、f.、g. の条件は十分満たされているとは考え難かった。また、競争力のある輸出産業に乏しい産業構造、依然サブプライム問題以降の景気回復過程にあった世界経済、2010年6月のトロント G20 首脳会議後の各国一律的な財政健全化への取組み等、諸環境は厳しく、3 年程度の短い期間で財政悪化国が大幅な財政健全化を図るには困難が予想された(注2)。

一方ユーロ圏では、2009年10月のギリシャにおける財政問題の表面化以降、個別の財政悪化国への支援のほか、財政規律の強化、支援態勢・危機封じ込め策の構築、統一的なストレステスト等の銀行対策、各国間の財政面での協調策の検討など、多面的な対策を講じてきた。

しかし、その中で財政悪化国支援については、負担増を回避したいとの支援国の思惑もあり、財政改革や経済構造改革を最優先し、経済成長はこれらを通じて結果的に実現できるものとの立場をこれまで基本的に維持してきている。

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

おわりに

その後、EU の欧州委員会は、11 月 7 日発表の「欧州経済予測」(参考文献⑪)で、財政悪化国の経済の停滞はむしろ国債市場の波乱によるものであり、これが信用の収縮につながり投資等の縮小をもたらしたとの判断を示している。また、発表に際し、経済・通貨問題担当のレーン委員は次のように述べた。

・緊縮財政は、短期的には経済の負担となる可能性はあるが、中期的には市場の信認の回復を通じて投資フローを回復させるために有効である。

ここでは、短期間での改革を通じた市場の信認回復を優先する従来の考え方に全く変更はなく、伝統的なケインズ経済学的な発想に回帰しつつあるとも捉えられる IMF と、依然として期待の効果を評価し非ケインズ的な発想に依拠する欧州委員会、つまりユーロ圏の間では、経済成長に至る経路についての考え方に明確な相違が継続している。

国債利回りを上回る経済成長率が債務残高を削減する効果などを通じ、言うまでもなく経済成長は財政改革に対し大変重要な意味を持っている(注 3)。しかしながら、ユーロ圏での経緯からは、非ケインズ効果発現のための前提条件が十分に満たされていないながらも、改革を急ぐあまり景気後退を招く結果となり、景気後退がまた財政改革を困難にするという悪循環に陥ってしまった側面を否定することはできない。しかも、最近では改革の遅延等でこの前提条件の充足度合はさらに低下していることが考えられ、このままでは緊縮財政が及ぼす負の影響を過小評価する可能性は一層高まっている。

また、財政改革はドイツ等一部を除けばこれまでの計画以上に長い年月を要する見通しにもなっており(注 4)、経済への下押し圧力がより長期化する可能性が高い。

ユーロ圏では、スペインやポルトガルに対する財政赤字削減目標緩和等の個別対応を例外的に実施してきた経緯はある。しかし、こうした厳しい環境のもとで、今後はそれ以上に踏み込んだ、より経済成長に配慮した柔軟な政策運営が迫られることになるのではないかと考えられる。

(2012 年 11 月 22 日現在)

＜参考文献＞
(IMF によるもの)
① IMF (2010/5) "Greece: Request for Stand-By Arrangement"
② IMF (2010/9) "Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement"
③ IMF (2010/12) "Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement"
④ IMF (2011/3) "Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement"
⑤ IMF (2011/7) "Greece: Forth Review Under the Stand-By Arrangement"
⑥ IMF (2011/12) "Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement"
⑦ IMF (2012/3) "Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility"
⑧ IMF (2012/10) "World Economic Outlook"
(ECB によるもの)
⑨ ECB (2010/06) "Fiscal Consolidations: Past Experience, Costs and Benefits"("ECB Monthly Bulletin, 2010/06":pp. 83-85)
⑩ ECB (2010/09) "Fiscal Anchoring amid Uncertainty"("ECB Monthly Bulletin, September 2010":pp. 82-84)
(欧州委員会によるもの)
⑪ European Commission (2012/11)"European Economic Forecast, Autumn 2012"

(注 1)山口「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～」『金融市場』(2011 年 11 月号)を参照されたい。

(注 2) 山口「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～」『金融市場』(2010 年 11 月号)を参照されたい。

(注 3) 例えば European Commission (2011 年 2 月) "The Economic Adjustment Programme for Ireland" では、債務残高の増減を次の式で示している。

$\Delta d_t = pd_t + d_{t-1} \times \{(i_t - y_t)/(1 + y_t)\} + sf_t$

このうち d、pd、i、y、sf は、それぞれ、債務残高、プライマリーデフィシット、借入金利、GDP 成長率、ストックフローアジャストメント(会計手続の違いによる調整項目等)を、また t は当期、$t-1$ は 1 期前の期を示す。

(注 4) 参考文献⑪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