



財政調整：過ぎたるは及ばざるがごとし？

カルロ・コッタレリ

国際通貨基金（IMF）は、これまでの間、多くの先進国の極めて高い水準の公的債務比率を、段階的かつ安定したプロセスを通じ、より安全な水準まで引き下げるべきだと主張してきました。しかしこれは、足りなくても過剰でもリスクを伴います。すなわち財政調整が十分でないと、市場の信認を損ない財政危機をもたらし、成長が頓挫する可能性があります。一方、性急過ぎると、成長に直接影響を及ぼし成長を損ねることになります。

これまで2～3年我々は、ペースが遅すぎると判断した場合、折に触れ加盟国に対し調整のペースを上げるよう求めてきました。

ですが、現状に照らすと、一部の国は性急に進めすぎているのではないかと懸念されます。

回復に対するリスク

財政モニターの最新のアップデートでは、先進国の財政調整がかなり急速に進んでいることを示しています。財政赤字は2011～2012年に、対GDP比で平均合計2パーセント・ポイント縮小する見込みです。下落幅はユーロ圏でさらに大きく約3パーセント・ポイントが見込まれています。比較的良好な成長環境では、このペースは良いといえるでしょう。しかし、現在の脆弱なマクロ経済環境を踏まえると、これほど性急に赤字が削減されれば、回復がリスクにさらされる恐れがあるのです。

調整は苦い薬を服用するようなもので、できる限り早く終わらせることがベストだと主張する人もいるでしょう。積極的な財政調整は、金利の低下を通じ市場に確実に評価され、成長にかかるコストは、財政の信頼性の確保あるいは維持のためのコストのみです。

緊縮財政と市場の動き

ただし、少なくとも今般の危機においては、市場の動きはこれ以上に複雑です。確かに、市場は巨額の債務や財政赤字を嫌いますが、低成長も好みません。一部の欧州の国々について格下げが行われましたが、これは単に財政問題の結果だと言える

このiMFダイレクトは <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/01/29/fiscal-adjustment-too-much-of-a-good-thing/> で閲覧可能

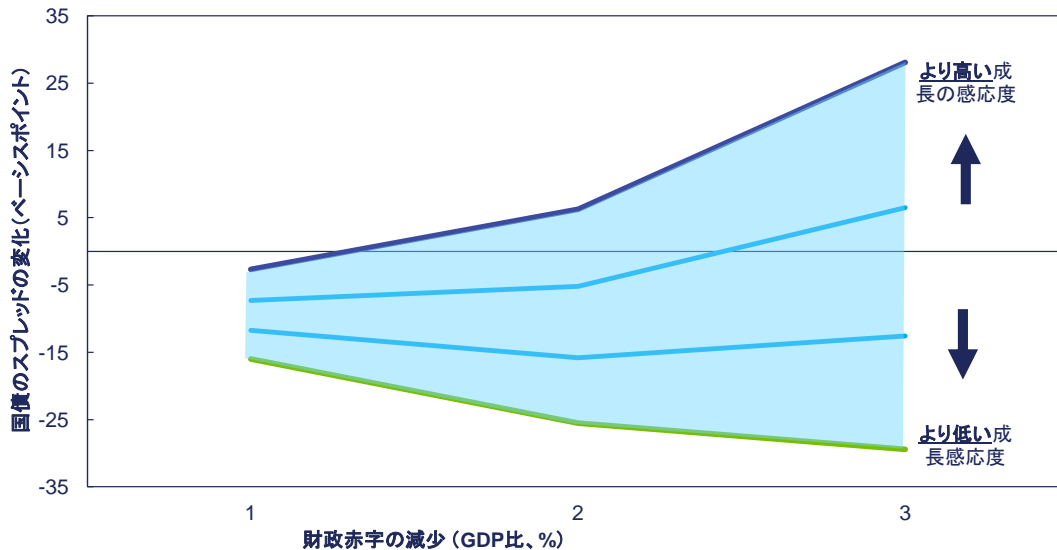
iMFダイレクトブログホームページ：<http://blog-imfdirect.imf.org/>

でしょうか？ そうではありません。以下はスタンダード・アンド・プアーズの引用です。「雇用の確保や可処分所得に関する消費者の懸念の高まりに呼応し、内需が落ち込み税収が損なわれるなか、緊縮財政のみを柱とした改革プロセスは、自滅する危険性がある」

IMFの分析の一部が、これを明確に示しています。債務比率と財政赤字の縮小とともに一段と急速な短期的経済成長も、国債の金利の低下につながります。従って、加盟国が財政の引き締めを行い経済が減速すれば、財政のファンダメンタルズの改善から得られるプラスの結果の一部が、成長の鈍化により損なわれるのです。経済成長とソブリン債スプレッドとの非線形関係の証拠も見て取ることができます。成長が既に減速し、財政の引き締めが強化されると、スプレッドがさらに上昇する傾向があります（図を参照）。財政引き締めの結果、成長が十分に低下すると、財政赤字は縮小するなか、金利は実は上昇する可能性があるのです。

財政調整：両刃の剣？

財政調整は、経済成長への影響が限定的な国では、国債のスプレッドの縮小につながる。しかし、財政の一層の引き締めは、経済成長を損ねるとともに、国債のスプレッドの上昇も引き起こすことになる。



注: このチャートは、31の先進国の財政調整とソブリン債クレジットデフォルトスワップ(CDS)のスプレッドの変化の関係を示している。この分析は、債務がGDP比が100%、基礎的財政収支赤字がGDP比3.5%、年GDP成長率が1.5%の代表国を基本としている。それぞれの線は、財政引き締めが成長に与える影響に関する異なる仮定(成長へのわずかな影響からかなりの影響)に基づいた、調整とスプレッドの関係を示す。調整の成長へのフィードバックがより大きければ、赤字と債務の減少のCDSスプレッドへの影響が低下するが、調整規模がより大規模だった場合は、その影響は逆転する。

このIMFダイレクトは <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/01/29/fiscal-adjustment-too-much-of-a-good-thing/> で閲覧可能

IMFダイレクトブログホームページ: <http://blog-imfdirect.imf.org/>

国別の財政政策

それでは、成長が予想より鈍い場合、財政政策はどのように対応すべきでしょうか？

一部の先進国については、資金へのアクセスが限られており、今年は財政赤字削減計画を堅持する以外に選択肢はありません。ただし、財政の引き締めが、市場の信認を回復する唯一の手段だとはいえないのです。競争力や成長率を押し上げる構造改革も重要ですが、今日改革を開始したとしても結果をもたらすには時間がかかるでしょう。したがって、市場認識の調整が進むなか、信認を高めるために、適切なペースで調整を実施している加盟国に対し、ユーロ圏では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）や欧州安定メカニズム（ESM）を通じ、十分な資金が利用可能であるようにし、これらの国々を支える必要があります。より力強い中期的成長や将来の財政赤字の負担の軽減など、市場は最終的には改善された経済のファンダメンタルズに反応するようになりませんが、しばらく時間がかかることもあります。

一方、より柔軟な財政政策を行える先進国も多くあります。こうした国では、成長が鈍化するならば、財政の一層の引き締めは回避すべきです。経済の減速に伴う、歳入への影響の拡大や失業保険といった支出の増加などによる、一時的な赤字拡大も許容する必要があるでしょう。

より柔軟性を備えた先進国のなかでも、ユーロ圏を含む一部の国々では、極めて低い金利あるいはその他の要因により十分な財政余地が生じ、今年の財政赤字削減のペースを見直すことも可能です。

たとえば、米国は現行政策をもとに、2012年には財政赤字を対GDP比で2パーセント・ポイント以上削減することになりますが、これはここ40年来で最大の年間調整となります。これは行き過ぎです。今年期限切れとなる二つの政策、すなわち社会保障税の減税と長期失業者に対する失業保険の給付の延長は、米国経済を支える歓迎すべき措置です。これらは、信頼に足る中期的調整計画を採用することで大きく推進されますが、このような計画が、一部の主要国では依然として欠けています。

結論

多くの先進国の政府債務が依然として著しく高い水準にあり、中期的に債務を削減する財政調整が不可欠です。大半の先進国が、今年、財政赤字の削減に取り組む予定です。しかし、成長が予想以上に鈍い場合、成長をさらに損ねることになっても、

このIMFダイレクトは <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/01/29/fiscal-adjustment-too-much-of-a-good-thing/> で閲覧可能

IMFダイレクトブログホームページ： <http://blog-imfdirect.imf.org/>

一層の引き締めを行い短期計画を堅持しようとする国もあるかもしれません。そうした国に対する私の結論はこうです。「必要がないなら、実施すべきではない」

この IMF ダイレクトは <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/01/29/fiscal-adjustment-too-much-of-a-good-thing/> で閲覧可能

IMF ダイレクトブログホームページ : <http://blog-imfdirect.imf.org/>