

2012年7月16日（東部夏時間）発表

信頼を育み、成長阻害要因を除く

先進経済において、財政調整は概ね予想通りに進んでいる。財政赤字は基本指標および短期要因補正後の指標のいずれにおいても、2012年4月の「財政モニター」での予想にそったものになっている。総じて、先進経済においては、財政赤字は基本指標・補正指標のいずれにおいても、今年はGDP比3/4パーセントポイント、来年は約1パーセントポイント低下すると見込まれている。この低下率は、財政の持続性と経済成長を両立させようものである。しかしながら、成長が滞ったときには、赤字削減にあまりにこだわると、過度の財政引き締めに陥る恐れがある。さらに、アメリカでは政治の膠着の結果、財政政策に自動操縦の要素が持ち込まれ、赤字の急激で大幅な削減が発動される危険もある（「財政断崖 fiscal cliff」）。ほとんどの先進経済においては、赤字削減目標の数字にこだわるよりも、財政調整の手段を安定的に運用する方が望ましい。この先、下降への懸念が高まっている現在では特にそうである。ほとんどの新興経済においては、財政赤字は基本／補正いずれの指標についても、2012-13年にかけて、総じて不変のままに止まると見込まれている。これは、これら諸国の財政状況が比較的良好で、世界経済に下方リスクがあることを考慮すると妥当なものである。とはいえ、新興経済のいくつかは脆弱性を少なくするのにより積極的になる必要がある。

財政調整は進行中

ほとんどの先進経済において、財政不均衡は予想通りに少しずつ補正されつつある。2012-13年の循環調整後の財政赤字は、各年でGDP比1%の削減が予想されている（これは昨年とほぼ同じであり、「財政モニター」2012年4月号の予測にほぼ沿ったものである）。その中でも、市場圧力に面している諸国で削減がより大きい（表1、図1）。

- そのような国のうちの最大規模の2カ国では、赤字状況を改善し、市場の信頼を回復するために、来る2年間で、かなりの規模の財政再建策を実行することになっている。財政システムの健全性とその影響について新たな疑念が生じた結果、スペインでは市場の不安が高まっている（図2）。主として歳出ベースの積極的な再建策にも拘わらず、景気後退による歳入不足と、失業手当・社会保障給付・利子支払いに起因する財政支出膨張のために、今年は（7月11日の新しい計測値が公表される前において）赤字がGDP比約7%にも上る見通しである。これは、4月の予測よりもGDP比約1%大きいのが、昨年と比べれば、GDP約2%低い水準である。循環調整後の赤字の予想も引き上げられている。これは、財政収支がGDPに対して一時的に敏感になっていることを示しているものと思われる。赤字目標は、今年についてはGDPの6.3%に、来年はEUの過剰財政赤字手続き（Excessive Deficit Procedure）のもとでGDPの4.5%に改訂された。これらは、以前の目標よりもそれぞれ1%、1.5%高いが、それは成長見込みが弱含みであることに対応している。政府は7月11日に、新目標を達成するための一連の方策を公表した。それには、付加価値税率引き上げ、所得税の住宅ローン利子控除廃止、公務員給与と失業手当引き下げなどが含まれている。銀行の資本構成改善のためには、スペインの銀行支援基金（Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)）がユーログループから付託された欧州金融安定基金（European Financial Stability Facility (EFSF)）による金融セクター資本構成改善に向けた借入をGDP比9%（1,000億ユーロ）まで受けられることになっている。¹

1. IMF スタッフによる予測は現在のところ、ローンの最大額を債務に含めているが、財政赤字には含めていない



表 1. 財政指標, 2008-13

(特に記載がない限り、対 GDPパーセント)

	2008	2009	2010	推計			2012年4月「財政モニター」との乖離 ¹⁾		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
総合財政収支									
先進経済	-3.5	-8.8	-7.6	-6.5	-5.8	-4.7	0.0	-0.1	-0.2
アメリカ	-6.7	-13.0	-10.5	-9.6	-8.2	-6.8	0.0	-0.1	-0.5
ユーロ圏	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.2	-2.5	0.0	0.0	0.2
フランス	-3.3	-7.6	-7.1	-5.2	-4.5	-3.9	0.1	0.1	0.0
ドイツ	-0.1	-3.2	-4.3	-1.0	-0.7	-0.4	0.0	0.1	0.2
ギリシャ ²⁾	-12.2	-15.6	-10.5	-9.2	-7.0	-2.7	0.0	0.2	1.9
アイルランド	-7.3	-14.0	-31.2	-13.1	-8.3	-7.5	-3.3	0.2	-0.2
イタリア	-2.7	-5.4	-4.5	-3.9	-2.6	-1.5	0.0	-0.2	0.1
ポルトガル	-3.7	-10.2	-9.8	-4.2	-4.5	-3.0	-0.2	0.0	0.0
スペイン ³⁾	-4.5	-11.2	-9.3	-8.9	-7.0	-5.9	-0.4	-1.0	-0.2
日本	-4.1	-10.4	-9.4	-10.1	-9.9	-8.6	0.0	0.1	0.2
イギリス	-5.0	-10.4	-9.9	-8.6	-8.1	-7.1	0.1	-0.2	-0.5
カナダ	-0.1	-4.9	-5.6	-4.4	-3.8	-2.9	0.2	-0.2	0.0
新興経済	0.2	-4.5	-3.3	-1.7	-1.9	-2.0	-0.1	-0.3	-0.3
中国	-0.4	-3.1	-2.3	-1.2	-1.3	-1.0	0.0	0.0	0.0
インド	-8.8	-9.7	-9.4	-8.9	-8.9	-8.8	-0.2	-0.6	-0.6
ロシア	4.9	-6.3	-3.5	1.6	0.1	-0.7	0.0	-0.5	-0.4
トルコ	-2.4	-5.6	-2.7	-0.3	-1.7	-2.0	0.0	0.0	0.0
ブラジル	-1.3	-3.0	-2.7	-2.6	-1.9	-2.1	0.0	0.5	0.3
メキシコ	-1.1	-4.7	-4.3	-3.4	-2.4	-2.2	0.0	-0.1	-0.1
南アフリカ	-0.5	-5.3	-4.8	-4.5	-4.4	-3.8	0.1	-0.1	-0.1
低所得国	-1.0	-4.0	-2.7	-2.4	-3.0	-2.5	-0.1	-0.1	-0.2
一般政府循環調整収支 (対潜在GDPパーセント)									
先進経済	-3.8	-6.0	-6.1	-5.4	-4.7	-3.6	-0.2	-0.2	-0.2
アメリカ ⁴⁾	-5.5	-7.9	-8.1	-7.5	-6.3	-5.0	-0.4	-0.4	-0.6
ユーロ圏	-3.1	-4.5	-4.6	-3.3	-2.0	-1.4	0.0	0.0	0.1
フランス	-3.1	-5.1	-5.1	-3.8	-3.1	-2.6	0.2	0.1	0.1
ドイツ	-1.3	-1.3	-3.4	-1.2	-0.6	-0.4	0.0	0.0	0.1
ギリシャ ²⁾	-16.4	-18.5	-12.5	-9.0	-4.5	0.2	-2.2	0.1	2.9
アイルランド	-11.9	-10.6	-9.8	-7.7	-6.0	-5.6
イタリア	-3.3	-3.0	-3.1	-2.7	-0.5	0.7	0.0	-0.2	0.0
ポルトガル	-3.6	-8.8	-9.1	-2.9	-2.1	-0.9	-0.2	-0.1	-0.1
スペイン ³⁾	-5.6	-9.7	-7.6	-7.3	-5.0	-3.9	-0.4	-1.1	-0.3
日本	-3.5	-7.4	-7.9	-8.2	-8.8	-7.9	0.0	-0.1	0.1
イギリス	-7.2	-9.7	-8.4	-6.6	-5.5	-4.2	-0.3	-0.4	-0.4
カナダ	-0.6	-2.6	-4.1	-3.4	-3.0	-2.2	0.2	-0.2	0.0
新興経済	-1.5	-3.6	-3.1	-1.9	-1.7	-1.7	0.0	-0.1	0.0
中国	0.0	-2.4	-1.5	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
インド	-8.8	-9.8	-9.6	-9.1	-9.0	-8.7	0.0	-0.2	0.0
ロシア	3.9	-3.3	-2.2	1.7	-0.2	-1.1	0.1	-0.4	-0.3
トルコ	-3.2	-4.7	-3.4	-1.8	-2.8	-2.8	0.0	0.0	0.0
ブラジル	-2.1	-2.2	-3.2	-2.8	-1.5	-2.0	-0.1	0.6	0.3
メキシコ	-1.3	-3.8	-3.9	-3.2	-2.4	-2.2	0.0	-0.1	-0.1
南アフリカ	-2.3	-5.1	-4.5	-4.1	-3.7	-3.3	0.1	-0.1	-0.1
一般政府総債務									
先進経済	81.6	95.4	101.5	105.6	110.0	112.2	0.0	0.8	1.0
アメリカ	76.1	89.9	98.4	102.8	106.7	110.7	-0.1	0.1	0.5
ユーロ圏	70.2	80.0	85.8	88.1	91.4	92.4	0.0	1.4	1.4
フランス	68.3	79.2	82.4	86.1	88.2	90.1	-0.2	-0.9	-0.7
ドイツ	66.9	74.7	83.5	81.2	82.2	80.1	-0.3	3.3	2.7
ギリシャ ²⁾	112.6	129.0	144.5	165.4	162.6	171.0	4.6	9.4	10.1
アイルランド	44.2	65.1	92.5	108.2	117.6	121.2	3.2	4.4	3.5
イタリア	105.8	116.1	118.7	120.1	125.8	126.4	0.0	2.5	2.6
ポルトガル	71.6	83.1	93.3	107.8	114.4	118.6	1.0	2.0	3.3
スペイン ³⁾	40.2	53.9	61.2	68.5	90.3	96.5	0.0	11.2	12.5
日本	191.8	210.2	215.3	229.9	234.5	240.0	0.1	-1.3	-1.1
イギリス	52.5	68.4	75.1	82.3	88.6	92.7	-0.2	0.2	1.3
カナダ	71.1	83.6	85.1	84.7	85.4	82.7	-0.3	0.7	0.8
新興経済	33.3	35.4	40.1	36.4	34.2	32.7	0.0	0.3	0.5
中国	17.0	17.7	33.5	25.8	22.0	19.4	0.0	0.0	0.0
インド	75.2	72.2	67.7	67.1	68.0	68.6	-1.0	0.4	1.8
ロシア	7.9	11.3	11.8	12.0	11.5	11.3	2.4	3.1	3.4
トルコ	40.0	46.1	42.2	39.4	36.0	34.6	0.0	0.0	0.0
ブラジル	63.5	66.9	65.2	64.9	64.2	61.7	-1.2	-0.9	-1.4
メキシコ	43.1	44.5	42.9	43.8	42.7	42.9	0.0	-0.1	0.0
南アフリカ	27.4	31.5	35.3	38.7	40.2	41.3	-0.1	0.2	0.5
低所得国	40.8	42.5	40.2	39.3	41.6	39.7	0.4	0.9	0.3
メモ:									
世界成長 (パーセント)	2.8	-0.6	5.3	3.9	3.5	3.9	0.0	-0.1	-0.2

出所: IMF スタッフ推計と予測。

注: 財政データの国平均は、各年の市場為替レートの平均でアメリカドル換算された名目GDPで加重したもの。予測値はIMFスタッフによる現行政策査定に基づく。

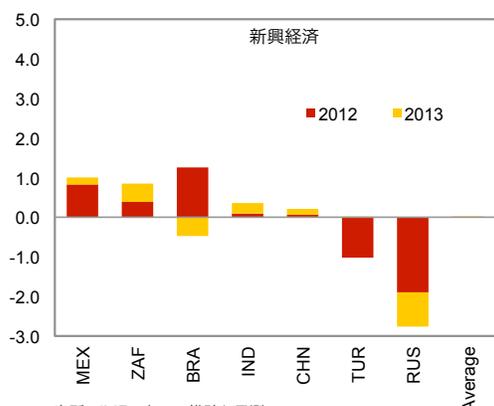
¹⁾ 総合財政収支と循環調整後の財政収支の正値は財政赤字の減少を、そう債務の正値は債務の増加を示す。

²⁾ ギリシャについては予測が改訂される予定である。

³⁾ スペインについては予測は2012年7月11日に公表された指標を反映していない。

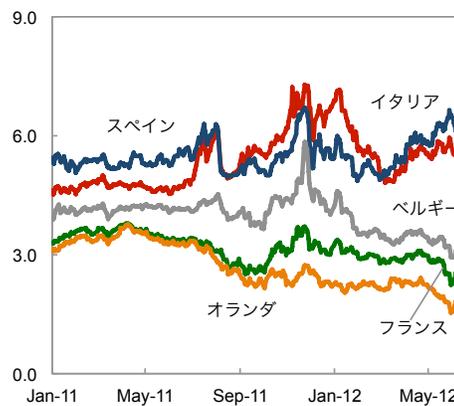
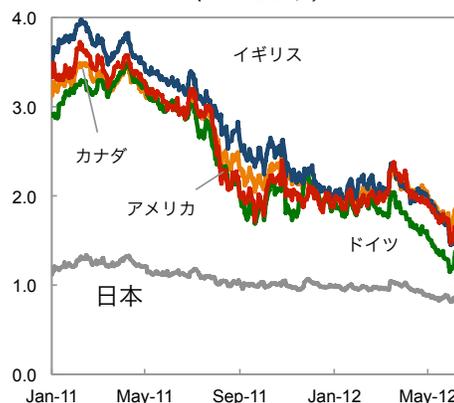
⁴⁾ 金融セクター支援を除く

図1. 循環調整収支の変化
(対潜在的GDPパーセント)



出所：IMFスタッフ推計と予測。
注：平均は、各年の市場為替レートの平均でアメリカドル換算された名目GDPで加重したものの。

図2. 国債利回りスプレッド
(パーセント)



出所：Datastream, Thomson Reuters。
注：10年国債の流通市場利回り。

- イタリアの2012-13年における基本/補正赤字は、概ね予想に沿ったものになるだろう。この先2年間にわたる財政調整によって、2013年には少額ながら構造的財政余剰を達成する見込みである（中期目標は構造的均衡財政²⁾）である。構造的な財政目標を重視することは、最近承認され2014年に発効する憲法上の均衡財政ルールの中に盛り込まれている。さらに、憲法を修正する法案は、財政委員会の設置を定めており、その権限と制度的属性は、現在審議中の関連法案の中に規定されている。当局は、財政節減のために財政支出見直しをさらに体系的に行うことを考えている。7月に承認された第1フェーズは、従来の財政再建施策に置ける重点を増税から歳出削減に移すよう指示している。

EU/IMFからの貸し付けに基づくプログラムを適用されているユーロ圏の3カ国においては、調整は進んでいるが、最近のギリシャにおける政治・経済状況の悪化は「調整疲労」が起こっていることを警告している。これによって、プログラムの続行が阻害される可能性がある。

- ギリシャの状況は流動的である。マクロ経済の悪化と不十分な改革のために歳入が伸びず、資金上の制約によって予算執行が滞っている。いっそうの政策変更がなければ、基礎収支赤字が、拡大信用供与措置 (Extended Fund Facility; EFF) において予想されたGDP比約1%ではなく、1.5~2%に向かうだろう。

2. 構造的財政収支は、一時的な政策の影響を除いた循環調整収支に等しい。一時的な政策は通常は予測に含まれないので、構造的収支と循環調整収支は2012-13年には同じであると予想される。

- ポルトガルでは、財政調整が目標通りに進んでいる。赤字は今年と来年にそれぞれ GDP 比約 4.5% と 3% に下がる見込みである。この低下は主として歳出抑制によって達成される。歳出シーリングを規定した中期歳出構想の採用により、プログラムの実施が強化される見込みである。また、欧州銀行監督機構 (European Banking Authority) が設定した資本構成規制を満たすために、当局は大銀行のうちの 3 つに GDP 比約 4% に上る資本注入することになっている。これによって、債務の GDP 比率は高くなる (ただし、財政赤字が増えることはない)。
- アイルランドでは、当局がプログラム目標達成軌道に乗っていて、2014 年までに GDP 比約 3% という EU 基準の達成を目指している³。予想よりも少し良好な 5 月までの財政上脅威から見れば、2012 年に一般政府赤字の対 GDP 8.6% の目標は達成されそうである。

市場へのアクセスが比較的容易な先進経済では、2012-13 年の財政調整は、中期目標をほぼ満たすものである。

- 2012-13 年に予想されたドイツでの財政による抑制効果は、4 月以来比較的小さなものに納まっている。
- イギリスに置いては、循環調整後の赤字は今年と来年に下がり続けると見られるが、下げ幅は昨年よりも小さい。これは、成長見込みが弱いことを考慮すれば妥当なものである。政府は、5 年以内に構造的経常予算を均衡させ純債務を減少させる適切な努力をしている。そして 2015-17 年には、この努力をさらに強化する予定である。
- フランスでは、新政権が予定通りに財政赤字を今年は GDP 比約 1%、来年は 1.5% 削減して、GDP 比約 3% にすることに取り組んでいる (以前予定されたよりも 1 年遅いが、2017 年までに均衡予算を達成することにも取り組んでいる)⁴。これらの目的を達成するために、補正予算には歳入不足を補うために GDP 比約 0.3% に当たる新しい (主として歳入面での) 方策が含まれている。この目標に向けての調整は、想定されているシナリオの下では適切である。しかし、成長が見込めない場合はこれらのターゲットについて、大幅な調整が必要になる恐れがある。従って、構造的赤字目標に切り替えるのが望ましいかもしれない。
- アメリカの財政状況は、今年中には改善する見通しである (「財政モニター」2012 年 4 月号の見通しにほぼ沿っている) が、2013 年についてはかなりの懸念がある。⁵ 期限が到来する租税条項 (所得税と給与税減税、所得制限の変更による最低代替税 (Alternative Minimum Tax) の制限など)、および 2011 年の予算管理法 (Budget Control Act) によって義務づけられた自動的歳出削減は、GDP の 4% 以上にもなる抑制効果 (いわゆる「財政断崖 (fiscal cliff)」) につながる。これは短期の成長に大きな影響を及ぼす。⁶ 2013 年におけるいくぶん控え目な経費削減 (構造タームでは GDP の約 1% 程度) の法がより望ましいものである。今年後半あるいは来年当初に発効する見込みの連邦債務上限への早期対処が、金融市場の混乱と、消費者/企業の信頼喪失のリスクを下げることになるだろう。
- 日本においては政治的協議の結果、2015 年までに消費税を段階的に 10% まで引き上げる法案が 6 月下旬に衆議院を通過して参議院に送られた。この好ましい経過は、財政調整と改革に向けての前向きな取り組みの表れと見られる。しかしながらこの増税は、債務比率を下降ルートに乗せるために必要な再建策のほんの一部に過ぎない。更なる財政再建を支え、消費増税の悪影響を緩和するためには、この調整作業に対して、成長

3. 「財政モニター」2012 年 4 月号と比べて 2011 年の赤字が変化しているのは、銀行の資本構成改善の一部が (債務比率にすでに計上されている) 財政赤字に含まれている点である。

4. 表 1 の IMF スタッフによる見通しは、現行の政策を基にしており、また財政赤字 3% 目標のために今後採られる施策は考慮していない。

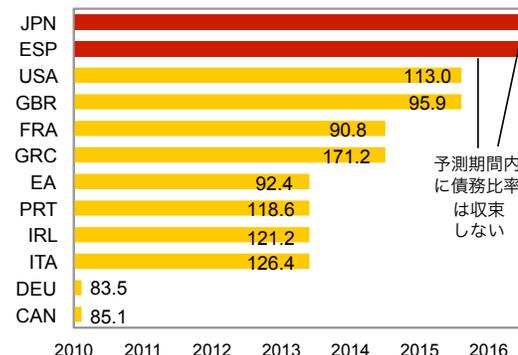
5. 2011-12 年の循環調整収支が「財政モニター」2012 年 4 月号と比べて、変わっているのは、主として潜在 GDP 推計の改訂による。

6. IMF スタッフによる基本シナリオでは、2013 年の構造的基本的収支の減少は対 GDP の 1.25% となっている。これは、主に期限切れになる刺激策と防衛支出の削減による。ブッシュ大統領が行った減税といくらかの他の歳入条項は少なくとも 1 年間延長される見込みである。他方、自動歳出削減は中期において他の施策によって置き換えられるだろう。

率を高めるなどの努力の裏打ちが必要である。例えば、構造的施策、適切な金融政策、財政的に賢明で成長に寄与する税・歳出改革などである。

財政赤字の削減は徐々に公的債務の動向に影響を及ぼしつつある。先進経済における債務の対GDP比率の平均は、次の2年間に上昇し続けると見込まれているが（2013年には平均してGDP比約110%を超える）、その間に先進経済の数カ国においては、債務比率がピークに達するだろう（図3）。すでに今年において、先進経済の三分の一にあっては、債務比率が低下するだろう。ただし、債務比率の水準はほとんどのケースで2007

図3. 先進経済：債務比率のピークはいつか？

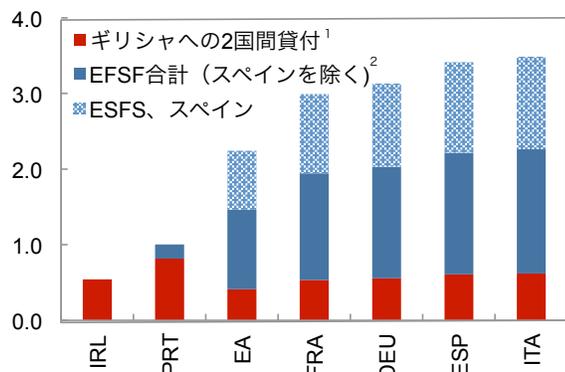


年のそれを超えたままであろう。ギリシャ以外のユーロ

は、2012-13年での債務の動向は、危機に対処するための手段を備えておくことから来る負の（しかし一時的な）影響を受ける（図4ならびに囲み記事）。もちろん、その際に取得された資産は純債務には影響しない。

減速する経済活動に対応するために財政的余地を費やしたので、新興経済における財政赤字は、4月に予測されたよりもいくぶん悪化するだろう。これらの経済においては、先進経済におけるよりも概して財政状況が良く、そしてグローバルな成長に下方リスクがあることから、2012-13年にかけて特別な財政再建施策は予定されていない。

図4. ユーロ圏数カ国：地域ファイアーウォールに関連した総債務増加（対GDPパーセント）



出所：欧州財政安定化基金およびIMFスタッフ推計と予測。
注：データは2012年5月5日現在。EAはユーロ圏平均。
1. 貸付資金が各国の国債発行で賄われる限りにおいて、債務に直接影響する。
2. 当基金から貸付金が支払われると、1回限り債務に直接影響する。

- ブラジルでは、2012年の財政収支は、主に利子支払いが減少することから、従来見込みよりもGDP比0.5%改善すると見られている。最近、特定の産業部門と投資を支援する策（GDP比約0.4%と見られる）が公表されたにもかかわらずGDP約3.1%に当たる基礎的収支余剰の目標を達成できる見通しである。
- 従来の予想通りに、メキシコでは、2012-13年に財政再建が徐々に進むと見込まれている。当局は、2013年に均衡財政目標に立ち戻ると見られる。
- 中国では、今年は財政再建施策が差し控えられるが、2013年には徐々に復活させられるだろう。この方針は、成長が低下しているのと財政状況が良い（赤字はGDP比1.25%）ことを考えれば適切なものである。
- 南アフリカでは、歳入が改善し、財政再建策を少しずつ控えたことで、この先2年間において、循環調整後赤字のGDP比約0.9%の低下につながる。これは従来の予想通りである。

これらを総じて見れば、いくつかの新興経済は、マクロ経済や財政の状況を踏まえて、もう少し積極的な財政再建施策を講じるべきである。

- ロシアにおいては、財政政策が強い景気拡大傾向を与え続けている。予想外の石油収入に基づく歳出増加があり、今年の非石油赤字は産出ギャップが縮まったにもかかわらず、GDP比約1パーセントポイント増えて

GDP 比約 10.5%になる。又、2012—14 年の中期財政においては、非石油赤字に見るべき改善が見られず、財政が石油市場の動向に大きく左右されるのである。

- トルコでは、今年の財政赤字は経済活動が鈍化しているのに応じて、GDP 比約 1.5%増えると予想される。そのもとで、構造的な基礎的収支赤字はほぼ不変に止まる。2013 年とそれ以降については、大きな経常収支赤字を減らすために、財政を引き締めることが望ましい。
- インドでは、2012-13 年の財政赤字について、GDP 比でほぼ 9%にも上る上方修正が行われた。これは 2012 年 4 月の「財政モニター」予測よりも 0.5 ポイント以上高いが、その原因は燃料補助金の増大と歳入不足にある。高額にのぼる補助金を果敢に削減すれば、財政への信頼を高める転機になる。それによって、金融規制の緩和が可能になり、民間投資を刺激して成長につながる。

信頼と成長を両立させる

諸国の政府は、成長が緩やかで不確かな局面で、信頼を醸し出すような大きな財政調整を行う必要に迫られている。これらのニーズを両立させるのは困難であるが、いくらかの基本的な財政原則（ケースバイケースで適用されなければならない）に従えば可能であろう。⁷

EU のファイアーウォールが公的債務比率に及ぼす影響

EU 数カ国において、今年と来年の総債務予想が、「財政モニター」2012 年 4 月号の予測に比べて上方修正されたのは、主として ESF を通じての資金プールと ESM 払い込み資本への拠出による。特にドイツ（GDP 比 3 パーセントポイント）とイタリア（2.5 パーセントポイント）のケースが顕著である。¹

EFSF への支払金は EFSF への債務保証をしている国の総負債を、欧州中央銀行（ECB）への出資比率（EU/IMF による支援プログラムの対象国を除く）に比例して、それらの国の総負債を直接的に増加させる。2012 年半ばにおけるローンの残高はユーロ圏 GDP の 1%強である。それに応じて、EFSF 保証国の債務は増える。イタリアとスペインのケースでは、これは GDP の 1.6%に当たる。最近公表されたスペインの銀行資本構成改善のための融資は、まず当事国への EFSF ローンの形を取り、ユーロ圏での債務を GDP 比約 3/4%追加的に増加させる。もちろん、公的債務への追加は短期的なもので、資産への追加を伴うものである。

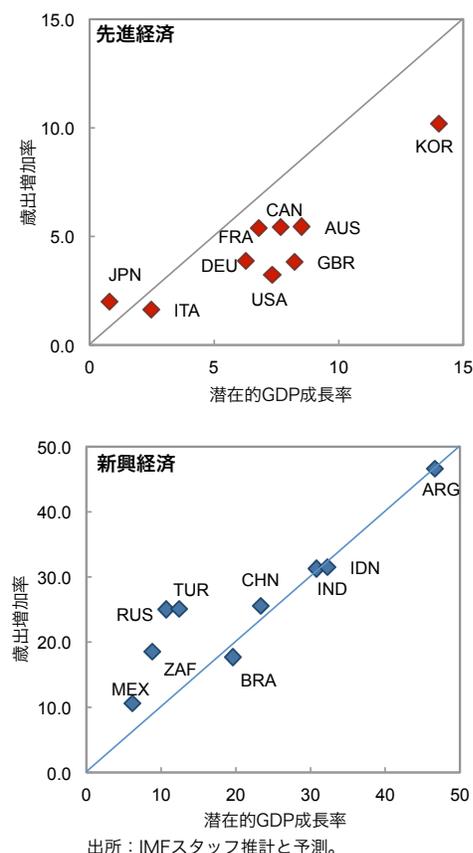
ギリシャへの最初のプログラムは、EFSF 以前のもので、そのほとんどは 800 億ユーロの 2 国間貸し付けで賄われた。それは、関係各国の出資比率に応じて欧州委員会（European Commission; EC）にプールされた。ギリシャへの支払いはユーロ圏 GDP の 0.5%にもなった。ただし、イタリア、ポルトガルおよびスペインについては、それぞれの GDP に対してより高い比率となった。

1. 第 2 のファイアーウォールである欧州金融安定メカニズム（EFSM）の下では、EC が欧州同盟のために 600 億ユーロ間で借り入れることができる。それに関わる債券発行は、加盟各国の公的債務に影響を与えることはない。また、EU 諸国は、各国議会による裁可を得れば、2012 年 7 月から動き出す予定の ESM にも出資しなければならない。ESM の当初貸付枠は 5,000 億ユーロ、出資総額は 7,000 億ユーロにも達する。そのうち 800 億ユーロは最大 5 回の分割による払い込みという形を取っている。前述のように、この資本拠出の一部はすでに債務見積もりに組み入れられている。

7. もちろん他の政策も、長期における経済活動と雇用への下方リスクを緩和する財政政策と併用されなければならない。そのような政策の詳細は「WEO アップデート」「GFSR アップデート」で論じられている。

- 市場の予想をしっかりとしたものにするために、各国当局は債務比率を下げることを目指し、かつ有効な法制もしくは財政的枠組みによって裏打ちされた、詳細な中期計画を提示しなければならない。先進大国のうちでアメリカと日本はまだそのような計画を持っていない。
- このような計画の中では（そして市場での資金調達を持続可能な率である限り）、財政調整は循環調整タームで安定的に行われなければならない。総じて、毎年GDP比約1パーセントポイントに当たる調整は（これは2011-13年の先進経済におけるものと同じである）、財政再建を行いつつ成長を阻害するリスクを抑えるという課題に対処するためには概ね妥当なものであろう。もちろん、調整の適切なペースは各国の財政不均衡の度合いに応じたものでなければならない。循環調整後のタームでの目標を設定すれば自動安定化機能が働き、ショックを和らげることができる。欧州では、ドイツ、イタリア、イギリスを含むいくつかの国が構造的均衡財政の採用を明確にしている。また、ECは、安定成長協定（Stability and Growth Pact）の調整条項に含まれている自由度を利用して、勧告を構造的タームで記述している。ただ、プログラムの適用を受けている国は、資金調達力が限られていて、基本タームの目標がより重要なので例外とされている。
- 財政調整のペースは、成長見通しの比較的小さな揺れに対応して変更されるべきではない。これは、財政政策が経済変動の微調整にはあまり効果的ではないという古くからの見解に沿うものである。しかし、回復過程における大きなショックが生じたときには、財政に余裕のある国では、マクロ経済ポリシーミックス全般を見直す形で財政政策を再調整する必要があるかもしれない。タイミングの良い財政対応をするには、経済活動に最大の効果をもたらす一時的な歳入・歳出を優先させるような計画を随時発動できるよう準備しなければならない（「財政モニター」2012年4月号参照）。
- 財政調整策の内容は、主として長期における経済の潜在成長力を伸ばす必要性和、国の特殊要因とに合わせて作られるべきである。とりわけ、歳出がすでに膨らんでいて、税負担が重くなっているために、経済の効率と成長を損なわずに歳入を得るのが難しい国では、歳出削減がまず優先されなければならない。その削減は、包括的な歳出チェックの結果、あまり効果がないとされた支出項目に的を絞るのが最も望ましい。図5は先進経済の多くについてこのことを示している。実際これらの経済では、歳出抑制が調整計画の一部になっている。アメリカや日本のように、歳入を増やす余地のあるところでは、単に税率を上げるよりも、各種控除を廃止したり、不適切な特例措置を税制から排除して課税ベースを広げる可能性によるべきである。多くの国の財政政策は、潜在成長力を高めるような雇用促進策に適合させることもできる。歳入中立的な給与税減税がそのいちれいである。⁸ 新興経済のいくつか（特にエジプト、インド、インドネシアおよびサウジアラビア）では、燃料などへの補助金を廃止することから得るところがあり⁹、トルコ、ロシアおよび南アフリカは、歳出増加が経済の中期における所得増加を超えることがないよう、方策を取らねばならない。
- 長期における歳出トレンドに影響する改革は、財政への信頼を強めるために重要である。¹⁰ 欧州の先進国については、ECが2012

図5. 潜在的GDPと歳出増加、2011-13年
(パーセント、現行価格での累積変化)



8. IMF, “Fiscal Policy and Employment in Advanced and Emerging Economies” (近刊)参照。

9. See IMF, “Recent Developments in Fuel Pricing and Fiscal Implications” (近刊)参照。

10. すでに導入された改革を逆行させないことが重要である。例えば、最近フランスは、長期雇用労働者の年金支給年齢を60歳に戻した。⁷ このための経費は2017年までにGDP比0.1%と見積もられ、全て給与増税で賄われる。

年直近に発効した「高齢化レポート (2012 Ageing Report)」は、人口構成の変化から生じる財政の持続性に関わる問題を解明している。このレポートによると、2010-30年の間に、年金コストはGDP比0.5%、医療保障費はGDP比0.7%増える。年金予測はIMFスタッフによるそれとほぼ同じであるが¹¹、医療への公的支出増加については、技術進歩によるコスト上昇圧力が十分に考慮されていないので、GDP比約1%の過小評価になっているようである。¹²

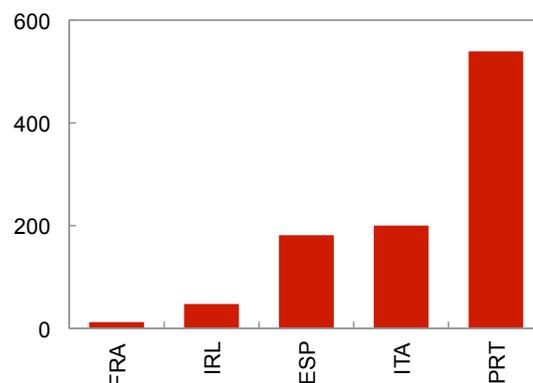
しかしながら、財政政策のみではユーロ圏の市場を安定化することはできない。現在のソプリンスプレッドは、財政上ならびに他の長期ファンダメンタルズに照らして格段に大きい

(図6)。これは市場予想に継続的に影響するような広範な改革を要することを示している(詳細は「WEO アップデート」「GFSR アップデート」で論じられている)。とりわけ、国と銀行のバランスシートの切り離しが重要である。欧州の指導者たちは、6月の首脳会議で当面の危機に対処する重要な方策を取ることで合意した。これが完全に実行されるなら、バランスシートの切り離しに寄与するだろう。実際、単一の監視メカニズムが設置されれば、ESMが直接に銀行の資本構成改善に当たることができる。このような方策は正しい方向に向かっているが、それは更なる財政統合と徹底した銀行統合の推進によって補完されなければならない。一方で、ここ数ヶ月間には、財政管理を強化する方策において著しい進展があった。これまでに、25のEU加盟国のうち10カ国が、いわゆる財政盟約(Fiscal

Compact)協定を裁可している。これは各国に、2014年までに構造的財政赤字に上限を課す規定を伴った枠組みを採用することを義務づけるものである。ユーロ圏での財政政策の連携をめざす法案(「ツーパック(two pack)」という名で知られている)が最近欧州会議で採択されたのは歓迎すべきことであり、これが早急に欧州理事会で承認されるのが望ましい。ツーパックでは、とりわけ各国の財政ルールを(偏向のない視点の下で)同調させることを義務づけ、共通の財政スケジュールを作り、欧州委員会による監督を強化することを規定している。

しかし、これらの方策は、首脳会談に提出された「4議長(Four Presidents)」のレポートに述べられているように、財政統合に向けた計画を伴うことでより有効になる。これらの指導者が来たる3ヶ月により完全な統合に向けた提案の作成を理事長に要求したのは心強いことである。つまり、これは適切な民主的監視と制御を伴いながら、十分な量の資源を中枢に集めることを意味する。限定された形の共同債務を導入して、それを管理するのに適切なセーフガードを備えることがいつその財政統合への中間段階となるだろう。そのような債券の発行は、当初は比較的小規模で満期も短いものに限られるかもしれない(例えば、政策遂行を確約できる国に限る; 国の財政赤字に関する拒否権; 国の租税収入の確約など)。共通の債券による資金調達、例えば、銀行統合の構想における共通の枠組みが逆行するのを止めるのに用いることができる(「GFSR アップデート」参照)。

図6. ユーロ圏力国: 長期ファンダメンタルズで説明できない国債利回り (ベーススポイント)



出所: IMFスタッフ推計と予測。
注: 10年債利回りのドイツとの差のうち、文献で広く用いられている財政その他のファンダメンタルズによって説明できない部分(1980—2010年の期間)。この数値は、先進21経済における長期国債の実質利回りを説明するパネル誤差修正モデルを用いて得られたものである。

11. IMF, “The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies,” IMF Policy Paper (Washington, 2011) 参照。インターネットで閲覧可、<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4626>

12. この問題はすでに前記「高齢化レポート」に関して取り上げられている。B. Clements, D. Coady, and S. Gupta, eds., The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies (Washington: IMF2012)参照。インターネットで閲覧可、

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/books/2012/health/healthcare.pdf>