

IMFがギリシャに課す財政コンディショナリティー

発表日：2010年4月7日(水)

～過去のIMF支援受け入れ国の実証分析結果が示唆するもの～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

(要旨)

- ◇ ギリシャ政府が厳しい融資条件を求めるIMFの関与を嫌い、先のEU首脳会議での救済合意の再検討を求めたとの報道を手掛かりに、金融市場ではギリシャ救済を巡る不透明感が再燃している。だが、筆者の考えでは、IMFが支援実施にあたって課すであろう財政のコンディショナリティーは、現在ギリシャ政府が進めている財政健全化策と大きく異なる可能性は小さい。
- ◇ IMFの外部評価委員会の報告書によれば、過去のIMF支援プログラムで必要とされた財政赤字の削減規模はプログラム開始後の2年間で平均して名目GDPの1.7%。今回のギリシャのケースでは、2009～2011年の赤字削減規模は名目GDP比で7.1%と厳しい部類に入る。但し、過去の平均的なプログラムと比較して、ギリシャの赤字削減策は歳入増加への依存度が高く、より歳出削減に焦点を当てた赤字削減策を求められる可能性がある。

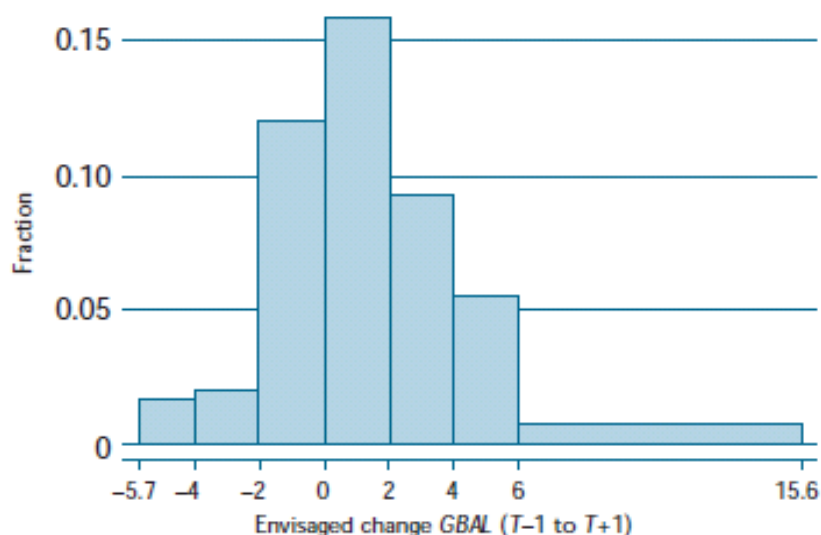
6日の欧州市場では、一部メディアでの「ギリシャ政府がIMFの関与を嫌い、先のEU首脳会議での救済合意の再検討を求めた」との報道を受け、ギリシャ救済を巡る不透明感が再燃した。同報道によれば、「IMFがギリシャ支援の見返りに要求するコンディショナリティーが厳しすぎるため、社会的な混乱を引き起こす恐れがあることを懸念」したとのこと。ギリシャ政府は上記報道を否定したが、ギリシャの国債相場やユーロ相場が下落し、支援合意で金融市場が安定するとの算段は脆くも裏切られている。報道の真偽は定かでないが、筆者の考えではIMFが支援実施にあたって課すとみられるコンディショナリティーは、既にEUが承認し、現在ギリシャ政府が進めている財政健全化策と大きく異なることはなからう。今回の観測報道を手掛かりにしたギリシャ売りは言い訳に過ぎず、背景には支援の実現可能性に対する猜疑心が影響を与えているものと判断される。

ギリシャ政府の財政健全化策は過去にIMFが支援受け入れ国に要求した財政コンディショナリティーと比べても十分厳しい内容だ。IMFの外部評価委員会（Independent Evaluation Office: IEO）が2003年に公表した過去のIMFプログラムの財政コンディショナリティーに関する評価報告書¹によれば、過去133のプログラムで必要とされた財政赤字の削減規模はプログラム開始後の2年間で平均して名目GDPの1.7%。最も大幅な財政赤字削減が要求されたのは2年間で15.6%、6%以上の赤字削減が要求された

¹ Independent Evaluation Office of International Monetary Office, “Evaluation Report: Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs”, September 2003

のは過去133のプログラムの1割程度、4%以上6%未満の赤字削減が1割程度、2%以上4%未満の赤字削減が2割程度、0%以上2%未満の赤字削減が3割程度であった（図表1）²。今回のギリシャ政府の財政健全化策では、財政赤字の名目GDP比率は2009年の12.7%から、2010年に8.7%、2011年に5.6%への低下を計画している。つまり、2年間で7.1%の赤字削減を見込んでおり、これは過去のIMFの財政コンディショナリティーと比較しても厳しい部類に入る。

（図表1）過去のIMF支援時に想定された財政赤字削減規模の分布



注：横軸は財政収支比率の変化幅、縦軸は頻度。
 四角形の面積の大きさが頻度を表し、その合計が1となる。
 出所：IMF資料より転載

IMF自体が認めるように、必要となる財政改善の規模は個々の国が抱える状況によって大きく異なり、全てのケースに共通する尺度は存在しない。但し、過去のプログラムからは、幾つかの変数が財政赤字の規模を決定づけるうえで重要な要素となっている傾向が示唆される。同報告書では過去の支援受け入れ国のプログラム導入後2年間の財政赤字の名目GDP比率の想定変化幅（ $\Delta GBAL$ ）を、①危機発生前の財政赤字比率の規模（ $GBAL_{T-1}$ ）、②危機発生前の経常赤字の名目GDP比率の規模（ CAB_{T-1} ）、③経常赤字比率の想定変化幅（ ΔCAB ）、④危機発生前の政府支出の名目GDP比率の規模（ EXP_{T-1} ）、⑤移行経済国のダミー変数（ TR ）³、⑥2年目の想定経済成長率（ $Growth_{T+1}$ ）を説明変数に回帰分析を行っている（図表2）。それによれば、今回のギリシャのように危機発生前の財政赤字や政府支出の規模が大きいほど、必要とされる財政赤字の改善幅も大きくなる傾向が見られる。例えば2009年のギリシャの財政

² 残りの3割程度のケースでは、何らかの理由で財政赤字の拡大を許容していた（図表1の横軸がマイナス）。

³ ギリシャは移行経済に該当しないため、図表2の回帰式は以下のように書き換えることが可能。

$$\Delta GBAL = -1.22 - 0.46 * GBAL_{T-1} + 0.11 * CAB_{T-1} + 0.18 * \Delta CAB + 0.07 * EXP_{T-1} + 0.05 * Growth_{T+1}$$

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

赤字比率（ $GBAL_{T-1} = -12.7$ ）を前提とすれば、それだけで必要とされる財政赤字の削減規模は5.8%ほど大きくなってもおかしくない計算となる⁴。財政コンデショナリティーの大きさは、こうした回帰分析を用いた機械的な数字の当てはめに馴染む性質のものではないが、現在ギリシャ政府が進めている赤字削減策の規模は、過去のプログラムで要求された財政改善規模と比較して、そうかけ離れたものではなさそうだ。

（図表2）IMFの財政赤字削減計画の推定結果

$$\begin{aligned} \Delta GBAL = & -1.22 - 0.46GBAL_{T-1} + 0.11CAB_{T-1} \\ & (-1.51)(-8.52) \qquad (2.05) \\ & + 0.18\Delta CAB + 0.07EXP_{T-1} - 2.1TR \\ & (4.28) \qquad (2.53) \qquad (-3.26) \\ & - 0.25TR*GBAL_{T-1} + 0.05Growth_{T+1} \\ & (-1.93) \qquad (0.45) \end{aligned}$$

R-squared = 0.61
N = 143

注：IMF支援を受けた前後年のデータから、最小二乗法により推定。
記号で示された各説明変数の内容は本文を参照。
出所：IMF資料より転載。

こうしてみると、IMFが厳しいコンデショナリティーを課すことをギリシャ政府が嫌気するとの観測には疑問を感じざるを得ない。但し、ギリシャの場合、これまでの低い徴税能力を反映して、7.1%の赤字削減の多くを歳入増加に依存している（歳出削減の寄与率が4割、歳入増加が6割）。これに対し、過去のIMFのプログラムの平均では、1.7%の赤字削減のうち7割が歳出削減、3割が歳入増加による寄与だ。赤字削減の規模が今よりも大きく膨れ上がる可能性は低いものの、より歳出削減に焦点を当てた財政赤字削減策を求められる可能性があるだろう。これは何もIMFに限ったことではない。支援策の合意後も市場の信認を勝ち得ていないギリシャ政府に対して、打つ手がなくなったEUサイドから今後、追加の財政赤字削減策が求められる可能性も否定できない。結局のところ、EU主導であろうと、IMF主導であろうと、ギリシャ政府が求められる財政再建計画に大差はない。大事なことは、ギリシャ政府が市場での資金調達をいよいよ出来なくなった際に、EUなりIMFなりが“最後の貸し手”として機能するかどうかである。加盟国の全会一致が必要となる現行の支援策は、これまでのところ“抜くことの無い伝家の宝刀”と受け止められているが、ギリシャのデフォルトが現実味を帯びれば、ドイツの顔色も変わってこよう。それでも頑なな姿勢を崩さなければ、いよいよIMFに出番が回ってくる。

以上

⁴ $GBAL_{T-1}$ の係数 (-0.46) × 2009 年の財政赤字比率 (-12.7) = 5.84