

財政再建が景気に与える影響を考える

発表日：2010年10月26日(火)

～期待に働きかける効果が顕在化する条件は整っていない～

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

- ◇ 欧州各国が財政健全化に動き出している。行き過ぎた財政再建が景気を冷え込ませるとの懸念の声も聞かれるが、ギリシャ財政危機の痛手を教訓に、経済の持続的な発展とユーロ圏の存続のためには、財政再建が不可欠との認識が広がっている。
- ◇ 欧州の政策当局は、財政緊縮による短期的な景気への下押し圧力を認めながらも、現在の財政運営スタンスの変更が、家計や企業の将来の財政状況の改善期待を生むことで、短期的にも景気にプラスの効果をもたらす可能性に期待を寄せている。
- ◇ ただ、一般には、財政引き締めによる景気への下押し圧力は、金利低下や為替レートの減価、さらには期待に働きかけることによる景気へのプラス効果を上回る。財政再建が短期的にも景気にプラスの効果をもたらすためには、政府の財政スタンスの変更が大規模かつ恒久的な措置と受け止められ、将来の税負担の軽減につながるなどの認識が高まる必要がある。
- ◇ 財政不安国の長期金利、為替レート、資産価格、家計マインドなどから判断して、これまでのところ財政再建が短期的な景気を上押しする効果が顕在化する条件は整っていない。各国ともに計画した財政再建を着実に進め、時間を掛けて財政再建に対する信頼を高めていく以外に道はない。

■ ギリシャ財政危機を教訓に、欧州各国が財政再建への取り組みを強化

欧州各国が財政健全化に動き出している。ギリシャやスペインなど財政不安を抱える欧州周辺国は既に財政再建に着手しているほか、ドイツなど財政状況が相対的に健全な国も来年以降は財政再建を開始する。英国も10月20日に戦後最大規模の歳出削減計画を公表した(図表1)。欧州各国が揃って財政再建に軸足を移すなか、日米は財政刺激策と追加の金融緩和策で景気の側面支援を続ける方針で、先進諸国の間で財政再建への取り組み姿勢に大きな違いが見られる。

財政赤字を国内でファイナンスできる日本、機軸通貨国でドルの増刷が可能な米国は、財政の持続性において、欧州各国と比べて優位性があるのも事実だが、欧州諸国の財政再建に向けた断固とした姿勢には目を見張るものがある。それだけギリシャ財政危機が欧州各国に与えた衝撃が大きかったことを物語る。とりわけユーロ圏では、1国の財政危機が単一通貨圏の存続そのものを脅かしかねない事態に発展したことが各国の危機感の共有につながった。

無論、行き過ぎた財政再建による景気への下押しを懸念する声も聞かれる。フランスでは政府が財政再建の柱として掲げる年金制度改革を巡って、大規模な抗議デモやストが続いている。また、英国でも歳出削減計画の発表を前に、連合王国を構成するスコットランド、ウェールズ、北アイルランドの首相等が緊

縮路線の見直しを求める書簡を発表した。

それでも各国政府が財政再建を優先するのは、ギリシャの二の舞を避けたいとの思いも然ることながら、経済の持続的な発展とユーロ圏の存続のためには、財政再建が不可欠と認識しているからに他ならない。政治・財政統合の早期実現が難しいという限界を認識しつつ、ユーロの枠組みを存続させるためには、各国が財政再建に取り組み、それを担保するための制度を整備し、将来的な危機再発防止のための財政規律を強化する以外に術はない。目先の経済成長を多少犠牲にしても、中長期的な財政再建に取り組みなければ、危機はギリシャ一国にとどまらず、ユーロ圏全体に波及しかねないからだ。

欧州の政策当局は、財政緊縮による短期的な景気への下押し圧力を認めながらも、現在の財政運営スタンスの変更が、家計や企業の将来の財政状況の改善期待を生むことで、短期的にも景気にプラスの効果をもたらす可能性に期待を寄せている。政策当局の念頭にあるのは、1983-86年にかけてのデンマークや1987-89年にかけてのアイルランドで見られたような、財政再建が景気にプラスの効果をもたらした経験だ。痛みを伴う財政再建を断行するための一種のレトリックとして用いている面もある。

(図表1) 欧州主要国の財政赤字の削減計画 (名目GDP比、%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ドイツ	0.0	-3.3	-5.5	-4.5	-3.5	-3.0
フランス	-3.3	-7.5	-7.7	-6.0	-4.6	-3.0
スペイン	-4.1	-11.2	-9.3	-6.0	-4.4	-3.0
イタリア	-2.7	-5.2	-5.0	-3.9	-2.7	-2.2
ギリシャ	-7.7	-13.6	-8.7	-5.3	-2.8	-2.0
ポルトガル	-2.8	-9.4	-7.3	-4.5	-3.6	-2.5
アイルランド	-7.3	-14.3	-32.0	-10.0	-7.2	-4.9
英国	-6.8	-12.2	-10.1	-7.6	-5.6	-3.6

出所：欧州委員会、各国財務省

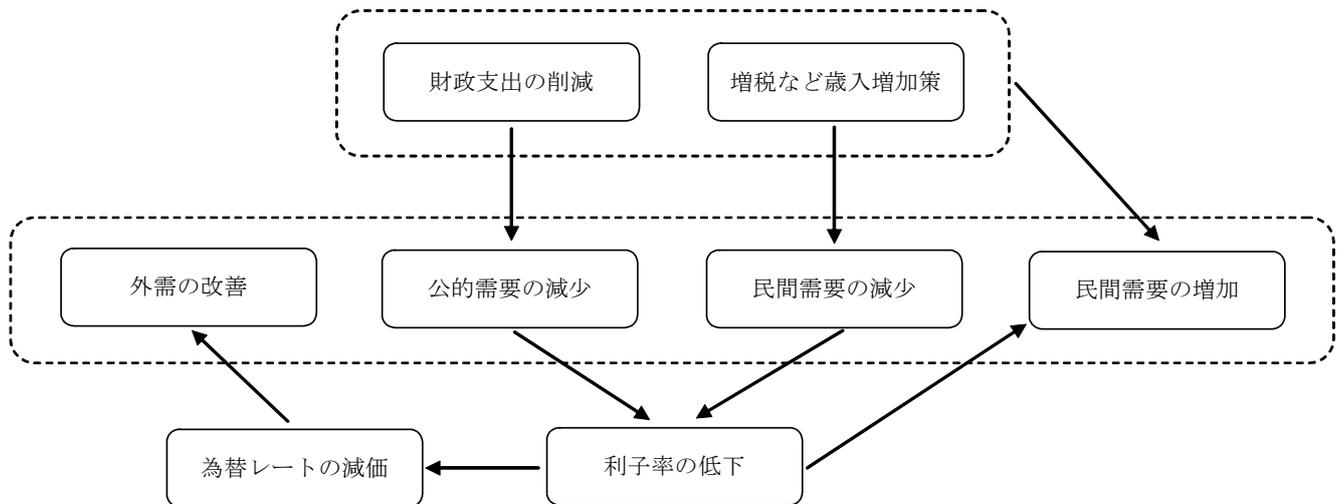
■ 財政再建は一定の条件下では短期的にも景気を刺激しうる

では、実際に財政再建による景気への影響をどのように考えたらいいのだろうか。図表2は財政引き締め波及経路をまとめたものだ。まず、財政再建は歳出削減と歳入増加の何れかを通じて行なわれる。歳出削減は公的需要の減少を招き、増税などの歳入増加策は主に家計消費を下押しする。どちらの手段をとった場合も総需要は減少し、IS曲線の右上シフトを通じて利率の低下を招く。利率の低下は海外金利との裁定を通じて為替レートの減価を招き、外需の改善につながるほか、企業の投資活動を刺激する。欧州の政策当局が期待するように、財政スタンスの変化が家計や企業の期待形成に働きかけ、現在の消費活動にプラスの効果をもたらす経路も一定の条件下では想定できよう。

ただ、一般には、財政引き締めによる景気への下押し圧力は、金利低下や為替レートの減価、さらには期待に働きかけることによる景気へのプラス効果を上回ると考えられている。例えば、IMFは最新の世界経済見通し¹の中で過去30年間に先進国が財政引き締めを行なった事例を分析し、それらに平均的に観察された事実として、GDP比で1%の財政引き締めが2年後のGDPを0.5%ポイント押し下げたとの結果を紹介している。内訳を見ると、その間の長期金利が平均で15bps低下、実質為替レートが1.1%減価したとされ、差し引きの内需によるGDPへの下押し圧力が▲1.0%ポイント程度、外需改善による寄与が同+0.5%ポイント程度であった。こうした観察された事実は、前述の波及経路とも整合的だ。

¹ International Monetary Fund, 2010, "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation", *World Economic Outlook* October 2010 Chapter 3: 93-124

(図表2) 財政再建の景気への波及ルート



同論文では、さらに財政再建の方法による影響の違いを考察し、増税よりも歳出削減を通じて財政再建を行なった場合の方が、平均的にみた景気への下押し圧力が小さかったと論じている。こうした結果は、一般的な経済モデルから導かれる結果とは正反対なように思える。つまり、歳出削減には乗数効果が働き、削減した金額以上の需要減少を招くと考えられるのに対し、所得水準に依存しない基礎的消費の存在を考慮すれば、必ずしも増税した分と同額の消費切り詰めが行なわれる訳ではない。この点に関して同論文は、増税の中でも特に間接税の引き上げを行なった場合には、物価に上押し圧力が及ぶこともあり、同時期に金融緩和が行なわれることが少ない。これに対して、歳出削減を通じて財政再建を行なう場合には、金融政策とのポリシーミックスが重視される傾向がみられ、金利低下の影響がより大きく出ていることを理由として挙げている。また、歳出削減の方法による影響の差異に関しては、公共投資よりも、補助金や公務員給与の削減を通じて行なう方が、景気への下押し圧力が小さかったと論じている。これは後者の方が財政再建に向けた政府の取り組み姿勢が好意的に受け止められる傾向にあるためと考えられる。

加えて、再建を開始する以前の財政状況の違いが集計結果に及ぼす影響を検証し、ソブリンリスクの高い国が財政再建を行なう方が、相対的に財政状況が健全な国が行なうよりも、平均的にみて景気への下押し圧力が小さくなったと論じている。これは財政不安を抱える国が財政再建を行なう方が、家計や企業の期待に働きかける効果が大きく出るためだ。但し、財政リスクの高い国が財政再建を行なった場合でも、景気への効果がネットでプラスとなったのは、前述したデンマークとアイルランドの2事例のみであった。

こうした考察に加えて、同論文では、IMFの世界経済モデルを用いたシミュレーション結果として、金利水準が既にゼロに近く、低下余地の少ない国が財政再建を行なった場合、金利低下を通じた波及経路が遮断されることで、金利制約のない国と比べて、景気への下押し圧力が大きくなることを紹介している。また、複数の国が同時に財政再建を行なった場合、為替レートの減価が進まないことで、単独で財政再建を行なう場合よりも、景気への下押し圧力が大きくなるとの実証結果も紹介している。

■ 各国は時間を掛けて財政再建に対する信頼を高めていく以外に道はない

上記の検証結果は、現在の欧州各国の財政再建を取り巻く環境と照らし合わせ、幾つかの示唆に富む。第1に、ギリシャを始めとした財政不安を抱える国では、今後財政再建を軌道に乗せ、財政運営に対する

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。

人々の信頼を高めることに成功すれば、期待に働きかける効果や市場金利の低下を通じて、一般のモデルが示唆するよりも景気への下押し圧力が小さく、場合によってはネットでプラスの効果を生み出すことも期待できる。第2に、相対的に財政不安の程度が少なく、金利低下余地の乏しいドイツなどの中核国では、一般のモデルが示唆するよりも景気への下押し圧力が大きくなる可能性がある。とりわけ、各国が財政再建を進めることで市場の不安心理が後退する際には、逃避資金の流入に基づく中核国での金利低下に巻き戻しが生じ、景気・物価動向から導かれる以上に金利への上昇圧力が生じる恐れがある。第3に、世界的な通貨安競争下での財政再建は、一般のモデルが期待する為替レートの減価圧力を弱め、景気への下押し圧力を大きくすることが考えられる。

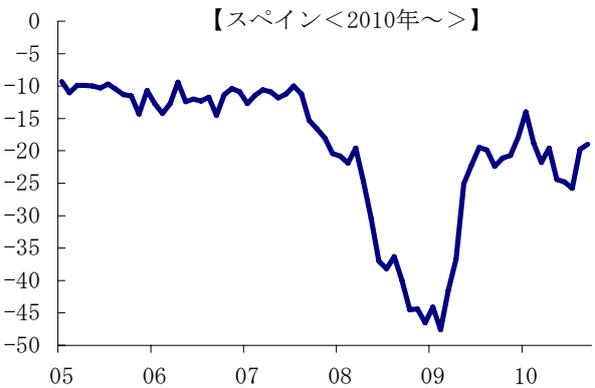
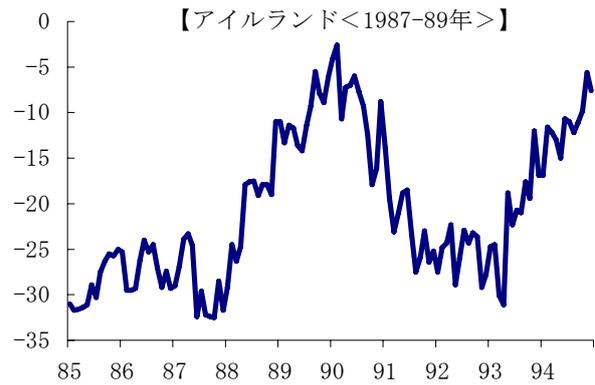
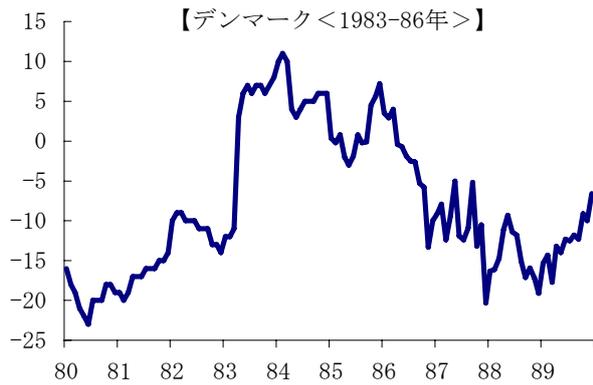
なお、先行研究²では、財政再建が短期的にも景気にプラスの効果と及ぼすための条件として、①政府の財政スタンスの変更が大規模かつ恒久的な措置と受け止められ、将来の税負担の軽減につながるとの認識が高まることや、②流動性制約下にある家計の割合が少なく、財政スタンスの変更に伴う将来の期待所得水準の変化が現在の消費水準の決定に影響を及ぼしやすい、などを挙げている。そのうえで、1980年代のデンマークとアイルランドの事例では、為替レートを低インフレ国通貨（マルク）にペッグしたことで実質金利を低めに誘導したことや、資本規制の撤廃で資本流入が加速し、株式や不動産価格の上昇が促されことなどもプラスに働いたと指摘している。もともと、同時期の民間消費の増加は、金利低下や資産効果だけでは十分に説明することができず、モデルで説明できない残差分が財政見直し改善による期待に働きかける効果であったと指摘する。

では、既に財政再建に着手しているギリシャを始めとした国々に上記の条件は当てはまるのだろうか。まず、政府の財政再建の進捗状況に関しては、ギリシャとスペインで前年対比で赤字が縮小している一方、ポルトガルでは赤字が拡大。アイルランドも8月までは赤字が縮小しているが、国有化銀行の救済費用の増加から通年では赤字拡大が不可避な状況にある。ただ、赤字削減が進むギリシャやスペインでも、財政再建に対する信頼が大幅に向上したとは言い切れない。ギリシャの10年債利回りは5月の支援要請時に記録した12%超のピークから足元で9%台に低下、アイルランドとポルトガルも不安のピークであった9月末から幾分低下しているものの、各国ともに歴史的に見ればなお高水準にある。しかも、デフレの続くアイルランドでは実質金利がギリシャを上回る水準で高止まりしている。再建期待の代替変数と考えられる家計マインドの推移をみると、1980年代のデンマークとアイルランドで大きく改善したのに対して、現在財政不安を抱える各国はスペインとポルトガルに底打ち感が出ているものの、ギリシャで大幅な悪化が続いているうえ、一旦は改善に転じたアイルランドで再び悪化圧力が強まっている（図表3）。また、夏場以降はユーロ安基調が反転しており、為替レートの減価によるプラス効果も期待できない。さらに、各国ともに株価は底這い推移、住宅価格は依然として下げ止まっておらず、かつてのデンマークやアイルランドで見られたような資産効果が働く余地もない。こうしてみると、これまでのところ財政再建が短期的な景気を上押しする効果が顕在化する条件は整っていない。財政再建の手綱を緩めればいつ財政不安が再燃してもおかしくない状況にあり、各国ともに計画した財政再建を着実に進め、時間を掛けて財政再建に対する信頼を高めていく以外に道はない。

² 代表的なものとして、Giavazzi, Francesco and Pagano, Marco, 1990, “Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries”, *NBER Macroeconomics Annual* 5: 75-122

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。

(図表3) 財政再建国の消費者信頼感指数



出所：欧州委員会、KBC Bank Ireland/ESRI

以上