

～海外情報～

2011年9月22日 全5頁

欧州：財政再建による景気減速への影響

ロンドンリサーチセンター
増川 智咲短期的な痛みは想定内だったが過小評価、財政再建の方向性見直しが必要

[要約]

- 欧州では、景気減速が鮮明となっている。原因の一つとして考えられるのは、各国で採用されている緊縮財政である。そしてこの景気減速が、欧州の財政再建の実現性に対する不安を増幅させるという悪循環が生じている。
- 「緊縮財政ブーム」が景気回復の足かせとなる状況は、当初から欧州当局および国際金融機関で想定されていた。しかし、政治的意思決定の遅延によって、これほどまでに短期的な痛みを重いものにするとは想定されていなかった。
- 景気減速への懸念が深刻化する中、この痛みを伴う財政再建を欧州で一様に進めるべきか？ ECBの主張は、景気に配慮して緊縮財政を緩めるといった決断はありえないというものだ。そうであればイタリアのように、市場の圧力を受けて、国内外の信認を得がたい追加の緊縮財政政策を提示するのは逆効果である。
- しかし他方で、ユーロ中核国の一部では、財政再建を一時緩めるという選択肢もあるだろう。内需の底上げ、ひいてはユーロ圏としての統合体の景気の底堅さが、対域内周縁国の救済能力に対する市場の懸念を和らげるからだ。現在の欧州は、景気の悪化とソブリン危機の深刻化というダブルパンチに見舞われた状況にある。この窮状から抜け出すきっかけを政策的な景気下支えに求めることの是非は真剣な議論に値しよう。

緊縮財政ブームがもたらした景気減速

矢継ぎ早に打ち出される追加緊縮財政政策

欧州では、景気減速が鮮明となっている。2011年第2四半期のユーロ圏 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期（同+0.8%）から減退し、中でも民間消費は前期比▲0.2%（前期は同+0.2%）とその落ち込みが目立った。これは複合的な要因¹によるものであるが、原因の一つとして考えられるのは、欧州各国で採用されている緊縮財政である。欧州各国では、歳出減・増税を通して、それぞれ期限までに財政赤字を対 GDP 比 3%以下に引き下げることが目標としている。IMF/EU からの財政支援の条件として財政再建が求められている、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの他にも、スペイン、イタリア、フランスなどその後ソブリンリスク懸念が波及した国々で、その火消しを目的とした追加緊縮財政政策が発表されている。

¹ 今年に入ってからのインフレ圧力や、新興国を含む足元の世界的な景気減速など

景気減速と財政再建の実現に対する不安で負のスパイラル

景気回復と財政再建
の両立を想定

EU 各国が 2011 年 4 月に提出した安定プログラム (Stability Programme) によると、GDP 成長率は 2011 年に一時的に落ち込んだ後、大半の国で 12 年以降の回復が見込まれている。そのような景気回復を背景として、財政再建が順調に実施され、財政赤字の大幅な削減が実現する想定である。欧州委員会もまた、EU 各国予想よりもやや悲観的ではあるが、ドイツを牽引役とする比較的堅調な回復の中で、各国の財政赤字削減が可能であるという見通しを出していた²。

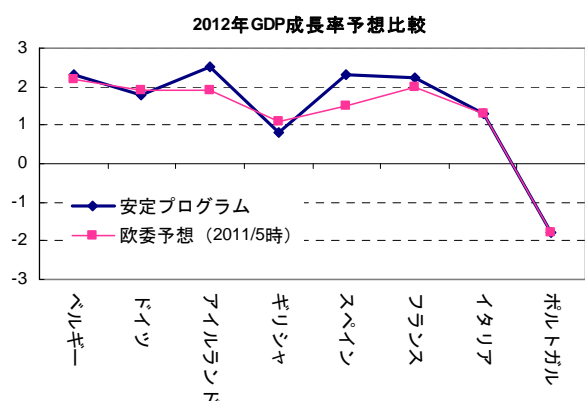
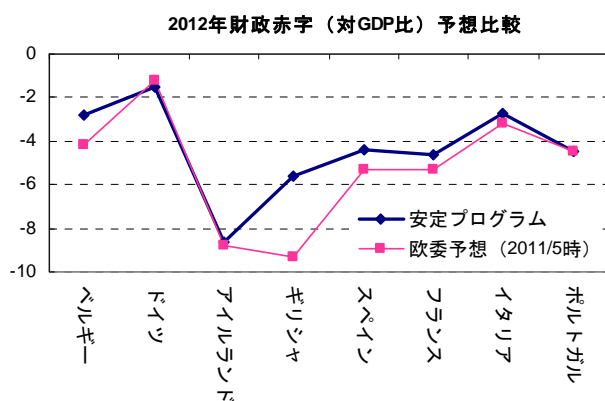
しかし、景気は想定を
超えて減速

しかし足元の経済指標は、2011 年後半から予想を超える成長率下方修正の可能性を示している。9 月 8 日に欧州中央銀行 (ECB) も、ユーロ圏の 2011、12 年成長率予想を 3 ヶ月前と比較して下方修正³した。そしてこの景気に対する懸念が、欧州の財政再建の実現性に対する不安を増幅させるという悪循環が生じている。

図表 1 中期成長率・財政赤字予想

安定プログラム	財政収支 (対GDP%)					実質GDP成長率 (%)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ベルギー	-4.1	-3.6	-2.8	-1.8	-0.8	2.1	2.0	2.3	2.1	2.3
ドイツ	-3.3	-2.5	-1.5	-1.0	-1.2	3.6	2.3	1.8	1.5	1.5
アイルランド	-32.4	-10.0	-8.6	-7.2	-4.7	-1.0	0.8	2.5	3.0	3.0
ギリシャ (※)	-10.5	-7.3	-5.6	-4.4	-2.2	-4.5	-3.5	0.8	2.1	2.1
スペイン	-9.2	-6.0	-4.4	-3.0	-2.1	-0.1	1.3	2.3	2.4	2.6
フランス	-7.0	-5.7	-4.6	-3.0	-2.0	1.5	2.0	2.3	2.5	2.5
イタリア	-4.5	-3.9	-2.7	-1.5	-0.2	1.3	1.1	1.3	1.5	1.6
ポルトガル (※)	-9.1	-5.9	-4.5	-3	-2.3	1.3	-2.2	-1.8	1.2	2.5

欧州委員会予想 (11年5月時)	財政収支 (対GDP%)					実質GDP成長率 (%)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ベルギー	-4.1	-3.7	-4.2	N/A	N/A	2.2	2.4	2.2	N/A	N/A
ドイツ	-3.3	-2.0	-1.2	N/A	N/A	3.6	2.6	1.9	N/A	N/A
アイルランド	-32.4	-10.5	-8.8	N/A	N/A	-1.0	0.6	1.9	N/A	N/A
ギリシャ	-10.5	-9.5	-9.3	N/A	N/A	-4.5	-3.5	1.1	N/A	N/A
スペイン	-9.2	-6.3	-5.3	N/A	N/A	-0.1	0.8	1.5	N/A	N/A
フランス	-7.0	-5.8	-5.3	N/A	N/A	1.6	1.8	2.0	N/A	N/A
イタリア	-4.6	-4.0	-3.2	N/A	N/A	1.3	1.0	1.3	N/A	N/A
ポルトガル	-9.1	-5.9	-4.5	N/A	N/A	1.3	-2.2	-1.8	N/A	N/A
ユーロ圏	-6.0	-4.3	-3.5	N/A	N/A	1.8	1.6	1.8	N/A	N/A



注：(上段表に関して) ポルトガルの GDP 成長率・財政収支予想は、5 月 17 日に決議された IMF/EU 支援の際に署名された 'Memorandum of Understanding' を用いている。ギリシャの「安定プログラム」は、2011 年 7 月にアップデートされたものを用いている。それ以外は、2011 年 4 月に提出されたもの。

出所：各国安定プログラム、ポルトガル'Memorandum of Understanding'、欧州委員会より大和総研作成

² European Commission, 'European Economic Forecast-Spring 2011' 2011 年 5 月

³ 6 月の GDP 成長率予想 (2011 年 1.5-2.3%、12 年 0.6-2.8%) から 9 月の予想 (2011 年 1.4-1.8%、12 年 0.4-2.2%) は下方修正。

財政再建による長期的な景気押し上げ効果を期待

欧州委員会、ECB：非ケインズ効果を期待

実のところ、財政再建が景気の下押し圧力となることは欧州各機関でも当然想定されていた。欧州委員会や ECB はそれに関して、それぞれ分析レポートを発表している。そこでの見解は、「財政赤字削減政策が短期的に痛みを伴うものの、長期的には景気回復を後押しする」という非ケインズ効果を支持するものであった。

ECB：財政再建は民間コンフィデンスを高める

例えば ECB は 2010 年 7 月の月報⁴で、財政支出削減は近い将来における減税を想起させ、民間のコンフィデンスを高めるとした他、信頼できる財政再建戦略は、国債のリスクプレミアム低下を促進するとし、景気に対して長期的にプラスの効果を及ぼすと言及している。また、この効果は特に、巨額の財政赤字と債務を抱えた国に当てはまると言及しており、ソブリンリスク懸念にさらされている国々を暗に示唆した。

欧州委員会：短期的な痛みを伴うが、長期的には景気を後押し

欧州委員会も 2010 年 10 月の経済見通し⁵で、財政再建を行うことで国債の元利支払いが減少し、その結果所得税引き下げを行うなどの余地が生まれ、その税の引き下げがひいては民間消費活性化につながるという同様の主張を行っている。しかし財政再建には、短期的な痛みを伴うことにも言及している。例えば、公的部門の給与削減は、民間部門の給与削減へともつながりそれが民間消費を圧迫する。また所得税の増税も、更なる民間消費の圧迫要因となる。そのような中、焦点となるのは、いかに短期的な景気の下押し圧力のリスクを最小限に抑え、長期的なベネフィットを最大にする内容を伴った財政再建策を打ち出すかであるとしている。

財政再建の短期的な痛みを過小評価

回復基調の景気を背景に、短期的な痛みを過小評価

しかし、このような分析が発表された時点では、欧州経済が回復基調にあったことから、財政再建がもたらす短期の痛みについてそれほど注目されなかった。現に、経済成長と財政再建を短・中長期的に両立することが可能であるとの見通しを立て、短期的な痛みを過小評価しているような例もある。例えば、スペインは、広範囲に及ぶ増税による歳入増と大規模な歳出減で、財政赤字削減を順調に行いながらも、2011 年から 14 年にかけて経済成長を達成できると想定している⁶。

政治的決断の遅れが、痛みを拡大させた

また、短期的な痛みが想定以上となる可能性が高まった理由として、欧州危機下における、財政政策に対する意思決定の遅延が挙げられる。財政懸念国はより早期に、実行力の伴う大胆な財政再建計画を決定し、実行するべきであった。この遅延により、財政懸念国が打ち出した財政再建策に対する信認は低下した。緊縮財政の意思表示が民間のコンフィデンスを高め景気を後押しするためには、その政策が将来に亘って継続的に効果を持ち、将来の財政負担の不確実性が払拭されることを内外に認識させる必要がある。つまり、そのような意思表示は信用を獲得するに値する確固たるものでなければならない。今回のユーロ周縁国の意思決定はそれに欠けており、市場ではユーロ周縁国の財政政策に対する信認が低下したことで、リスクプレミアム上昇の抑制力とはなりにくかった。また、財政再建策が市場の反応をうかがう形で打ち出された点も、信用の低下をもたらした一

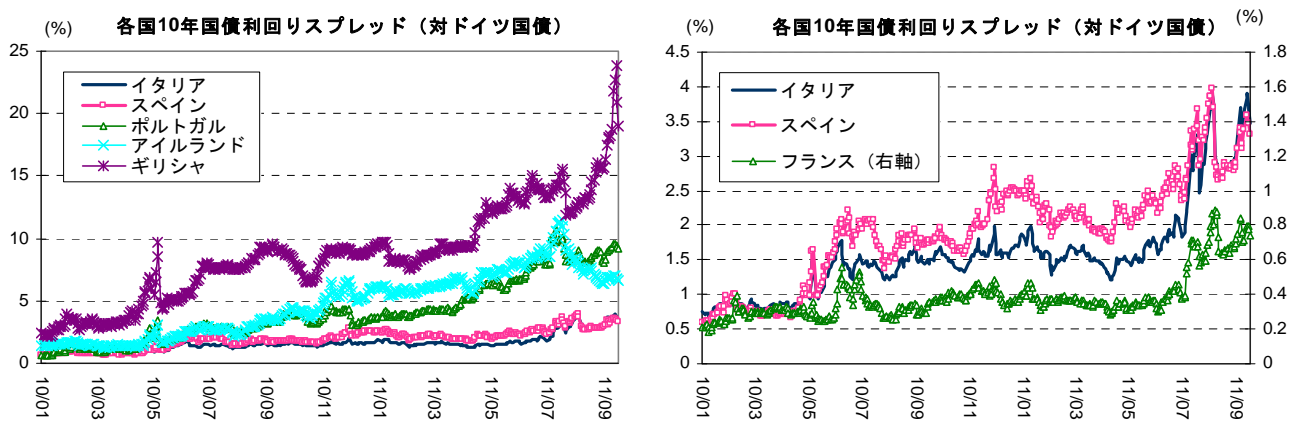
⁴ ECB, 'Monthly Bulletin July' 2010 年 7 月

⁵ European Commission, 'European Economic Forecast-Autumn 2010' 2010 年 10 月

⁶ スペイン安定プログラムより (2011 年 4 月時)

因であろう。例えば、民間の格付け機関による信用格付けの引き下げ懸念から、投資家の間に広まった不安を拭うことを目的として、追加の緊縮策を提示したフランスの事例⁷が挙げられる。

図表2 各国10年国債利回りスプレッド（対ドイツ国債）



出所：Bloomberg より大和総研作成

ECB：財政再建以外の選択肢は無い

景気への配慮を見せるIMFと対照的なECB

景気の減速が指摘される中でも、ECBは依然、確固とした財政再建を実施するよう各国に求めている。トリシェ ECB 総裁は、ユーロ周縁国は発表されている計画を完全に実施した上で、追加の政策を打ち出す必要もあるとコメント。また、経済成長と財政再建政策が予想よりも良好である国々も、財政赤字削減と債務削減を早めるべきとしている。財政危機に瀕したユーロ周縁国の国債を買い支えるなど、同行のバランスシートに犠牲を払ってきた ECB にとって、それ以外の選択肢は無いのであろう。ECBは、景気への配慮が財政再建にブレーキをかけることを懸念しているのである。あくまでも、景気の減速や財政再建の見通しが危ぶまれている原因は、提示された財政再建の内容とその実行力が信認されていないからだ、という立場である。他方で、ラガルド IMF 総裁は、財政再建が急務とされている国を除き、一部の国では経済成長を支援する政策を実施した上で、財政再建のペースを遅らせる余地があると指摘している⁸。「早すぎず、遅すぎない財政再建のペースの調整が必要」とし、景気回復への配慮をみせている。その点で、ECBと対照的な主張である。

イタリアの追加緊縮財政案は、実現性において不透明

しかしこの ECB による強気な姿勢が果たして、奏功しているのかという点は疑わしいのが事実である。その例として、9月7日に上院で可決したイタリアの追加緊縮財政政策が挙げられる。同案は、VAT 引き上げなどの増税を含めた 540 億ユーロにも上るもので、当初 2014 年とされていた財政均衡化の期限を 1 年早める設定である。この政策が打ち出された背景には、同国国債を買い支えている ECB からの圧力があると考えられている。しかし、この追加政策案は、以下の 2 点において市場の信認を得難いものであることがわかる。まず、財政均衡化の期限が 1 年早められた点に関して、その実現性が疑わしい。4 月の安定プログラム作成の過程で、欧州委員会および欧州理事会から、2013、14 年の財政再建策は具体性に欠

⁷ 同時にフランスの 2011、12 年 GDP 成長率はそれぞれ 1.8% に下方修正された。

⁸ Christine Lagarde, 'Remarks at the Royal Institute for International Affairs-Chatman House' 2011 年 9 月

けると「提言」されていたが、2014年までの均衡化という期限に関しては特段指摘を受けていない。具体性に欠け、実行力に疑問が投げかけられていた財政再建策を、ここに来て1年前倒しで達成する目標を設定した背景には、市場とECBによる圧力が大きく影響していると考えられる。次に、景気へのインパクトである。増税は、歳出減よりも景気の下押し効果が大きいとされているが、イタリア政府は経済成長率見通しを据え置いており、その見通しの甘さを否定できない。景気が鈍化した場合、歳入減から財政赤字削減のスピードが遅れる可能性もあるだろう。

財政再建の方向性を見直すべき

財政再建を欧州で一様に進めるべきか

以上の通り、「緊縮財政ブーム」が景気回復の足かせとなる状況は、欧州当局および国際金融機関にとって想定されていたものであった。ただし、政治的意思決定の遅延が、これほどまでに短期的な痛みを重いものにするとは想定していなかったと考えられる。今後は、この痛みを伴う財政再建を欧州で一様に進めるべきかが改めて問われなければならない。

財政懸念国：財政再建以外の道は残されていない

ECBの主張は、景気に配慮して緊縮財政を緩めるといった決断はありえないというものだ。これはイタリアやスペインの国債を買い支えている同行の立場を反映している。確かに、それらの国々にとってもはや、財政再建以外の道は残されていない。その際、イタリアの二の舞とならぬよう、市場の動向をうかがいながら、財政政策を打ち出すことは避けるべきである。これまで発表されてきた財政再建策が不十分であるとの疑念を生み、政策に対する信認を低下させるからである。

一部では、財政再建のスピードを遅らせる選択肢もある

他方、ドイツなどの財政状況が比較的良好で、ユーロ圏経済の牽引役となる国々は、財政再建を一時緩めるという選択肢もあるだろう。内需の底上げ、ひいてはユーロ圏としての統合体の景気の底堅さが、対域内周縁国の救済能力に対する市場の懸念を和らげるからだ。現在の欧州は、景気の悪化とソブリン危機の深刻化というダブルパンチに見舞われた状況にある。この窮状から抜け出すきっかけを政策的な景気下支えに求めることの是非は真剣な議論に値しよう。