

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 経済成長重視への転換はユーロ圏を救うか？

### ～決め手を欠き複合的な政策対応が必要に～

山口 勝義

#### 要旨

欧州で急速に浮上してきている経済成長政策は、予算規模は限られ即効性は期待し難いなど、有効性の面で決め手を欠く。このため、あわせて財政悪化国への支援条件緩和等が必要になるとみられるが、財政統合へ向けた中長期的な工程の明確化も重要である。

#### はじめに：経済成長重視への転換

フランスでは、5月6日の大統領選挙決選投票でオランド候補が勝利し、ミッテラン大統領退任の1995年以来、17年ぶりの社会党の政権復帰となった。

今回の選挙の主な争点は、経済・雇用対策であった。緊縮財政と財政規律向上を堅持する現職のサルコジ陣営に対し、オランド陣営は経済成長と雇用拡大重視の政策を掲げた。例えば失業率は、5%以下に低下させるとした就任当時の公約にもかかわらず現在では10%台にまで上昇しているが、結局、こうした厳しいフランスの経済情勢がサルコジ前大統領の主要な敗因になったものと捉えられている。

オランド新大統領は、現在各国で批准手続中の財政規律強化にかかる新条約へ経済成長促進条項を付加することを公約としている。これとの調整のため、欧州連合（EU）では、従来の財政改革や経済構造改革最重視の方針を修正し、雇用拡大を含め経済成長により大きな配慮を行う方向に急速に政策の舵を切りつつある。

経済成長への配慮は、2011年9月に示された国際通貨基金（IMF）の考え方に沿ったものとも考えられる。この時、IMFは、市場の圧迫を受けている国では財政等の改革を進めることが最優先の課題である

が、財政に余裕がある国では、改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長にも配慮すべきとの考え方を示している。

その後EUでは、2011年12月に各国間の経済情勢や競争力の不均衡を評価する「マクロ経済不均衡手続」を導入し、2012年からは財政等の改革の進捗状況を相互監視する仕組みである「ヨーロピアン・セメスター」の仕組みを導入した。また、2012年1月のEU首脳会議では経済成長・雇用拡大へ向けた声明を発表した。さらに、5月23日のEU首脳会議では、政策金融の強化などが必要との認識で一致し、欧州投資銀行（EIB）によるインフラ整備や中小企業向け融資の拡充等を図る方針を確認したうえで、次回6月28・29日のEU首脳会議において具体的な経済成長・雇用拡大政策を取りまとめることとした。

以上に対し、5月18・19日に実施された主要8ヶ国（G8）首脳会議では、経済成長と雇用拡大は必要不可欠であり、欧州で継続中の議論を歓迎するとしている。

ユーロ圏では、改革疲れが顕著なギリシャでの経済の疲弊や支援ニーズが表面化したスペインでの経済停滞の深刻化も問題となっているが、以上の経済成長重視に向けた方向転換はユーロ圏の財政危機終息への大きな力になり得るのだろうか。

## これまでのユーロ圏での経済成長政策

経済成長は、プライマリー・バランスの改善や、国債利回りを上回る経済成長率の維持により債務残高を削減すること<sup>(注1)</sup>などを通じ、財政改革に大変重要な意味を持っている。また、財政の健全性は、通常、財政赤字や債務残高の国内総生産（GDP）対比の比率により測られることから、分母であるGDPを増加させる意味が大きいということにもなる。

ユーロ圏では、2009年10月のギリシャにおける財政問題の表面化以降、個別の財政悪化国への支援のほか、財政規律の強化、支援態勢・危機封じ込め策の構築、統一的なストレステスト等の銀行対策、各国間の財政面での協調策の検討など、様々な対策を講じてきた。しかしながら、経済成長については、財政改革や経済構造改革を通じて結果的に実現できるものとの立場を堅持してきている。

つまり、金融支援を行う側としては、被支援国の経済構造改革で、規制緩和等を通じ経済の活性化を図るとともに、短期間での厳しい財政改革で、財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待により経済成長の底打ちを図るというアプローチを採ってきた。これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの将来に向けた期待により、緊縮財政の負の効果は軽減されとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

しかしながら、ギリシャ等の財政悪化国を取り巻く諸環境は、開放度合いの低い経済、競争力のある輸出産業に乏しい

産業構造、限られた金融緩和とのポリシーミックスの余地など、こうした「財政政策の非ケインズ効果」発現のためには適合的とは言い難いものであった。また、世界経済が依然サブプライム問題以降の景気回復過程にあったこと、また世界的な規模で財政健全化への取り組みが求められたことで、経済成長を力強く牽引できる主体に乏しかった点も、同効果発現には困難な環境のひとつであった<sup>(注2)</sup>。

このように、これまでユーロ圏では、改革を急ぐ一方で緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価し、この結果、経済構造改革による景気刺激効果を確保する以前に景気後退を招き、またこれが財政改革を一層困難にするという悪循環に陥ってしまっている。

以上の推移に対し、今回、経済成長に対してより大きな配慮を行う方向に政策転換を図ろうとしているわけであるが、6月28・29日のEU首脳会議では、2012年1月のEU首脳会議の経済成長・雇用拡大へ向けた声明で示された以下の検討課題を中心に、このほか、EU予算の柔軟な活用やインフラ投資を目的とした試行的なプロジェクト債の発行等を含め、具体策が協議されるものと考えられる。

<2012年1月に示された検討課題>

- 若年層の雇用拡大
- スキルのミスマッチ、地域のミスマッチに対する具体的な対策等
- 市場統合の完成
- 会計制度やeコマース等の標準化、著作権管理方法の改善、税制統合の検討等
- 中小企業に対する金融円滑化
- EIBの機能活用、ベンチャー・キャピタルの育成策の具体化、規制緩和等

## 決め手を欠く今回の経済成長政策

EUでは、域内の経済開発促進のために、2007年から2013年の期間を対象として総額約3,500億ユーロの予算が確保されている<sup>(注3)</sup>。今回の議論では、実行条件の緩和などその柔軟な活用が議論の対象となるものとみられるが、同予算は経済情勢の地域間格差を是正することを目的に分配されており、個別国への単年度の分配額は大きなものではなく、また予算規模の拡大には強い抵抗がある。EIBの増資を通じた融資拡充も検討対象であるが、いずれにせよインフラ整備や技術開発、教育改革等の経済成長への効果発現までには時間を要し、政策の即効性には乏しい。

また、現在は、何より将来の不透明感の大きさにより投資や消費の手控え感が強い。このため、仮に減税策をとるにしても、将来に対する期待の好転には容易につながらず、その投資や消費促進効果は限られたものになると考えられる。

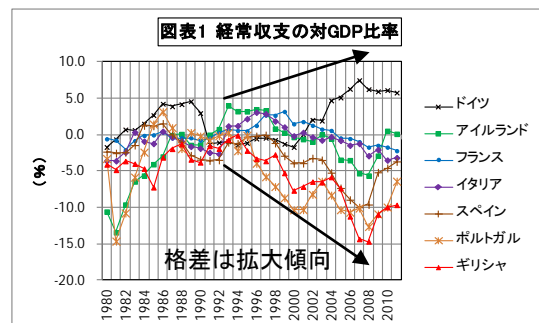
こうしたなか、政策のあり方について、既に見解の対立も現れ始めている。

イタリアのモンティ首相は、緊縮財政優先では経済成長の停滞を深刻化するとし、財政支出も必ずしも排除すべきではないとするのに対し、今のところ、ドイツ、オーストリア等は、財政改革遂行の観点から新たな財政出動には反対する立場を維持している。

また、財政悪化国が賃金削減等によらずに相対的なコスト競争力を改善できるように、ドイツ等のコア国では物価上昇率や賃金の上昇を容認すべきであるとする見解がある<sup>(注4)</sup>。これに対し、独ブンデスバンク（中央銀行）のバイトマン総裁やシュテッフェン独財務次官等からは、強く反対する考え方が示されている<sup>(注5)</sup>。

ユーロ圏では、緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価したことで景気後退を招いてしまった事実は厳然として存在しており、何らかの対処は不可避となっている。しかしながら、以上のように現実には決め手となる経済成長政策には乏しく、これのみでは成長への復帰のための大きな力とはなりそうもない。

このため、結局は、経済成長対策に加え、経済構造改革の継続とともに、財政悪化国への金融支援の金利引下げや返済期限の延期等の条件緩和や、場合によっては財政改善目標の一部先延ばしを合わせて容認するなどの複合的な政策対応が必要になるものと考えられる。



図表2 ユーロ圏の拡大

年月	事項	導入国数
1999年1月	統一通貨ユーロ導入 (オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン)	11
2001年1月	ギリシャが参加	12
2002年1月	ユーロ流通開始	
2007年1月	スロベニアが参加	13
2008年1月	マルタ、キプロスが参加	15
2009年1月	スロバキアが参加	16
2011年1月	エストニアが参加	① 17
区分	国名	国数
導入候補国	ブルガリア、チェコ、ラトビア、リトアニア、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、スウェーデン	② 8
非導入国	英国、デンマーク	③ 2
EU加盟国数合計(①+②+③)		27

(資料) EUのホームページ等から農中総研作成。

## おわりに：財政統合への工程明確化を

安定的な経済成長を維持するためには、経済の競争力を高めることが重要な前提条件となる。しかしながら、ユーロ圏各国の経常収支は拡散傾向にあり、その経済競争力格差は拡大している（図表1）。

現実に、ユーロ圏では加盟国を17ヶ国にまで増加させ、多様な経済情勢の国々を抱え込んでいる（図表2）。この結果、通貨と金融政策は統合の一方で財政政策は各国分権のもと、これらの国々で経済面の不均衡を生じ経済競争力格差が一層拡大する可能性が常に存在している。

このため、経済成長重視の視点からも、財政分権というユーロ圏の構造的問題への対応として、その統合へ向けた工程（具体的な手順や時間軸等）を明確化することが重要な政策課題であると考えられる。しかし、ユーロ圏ではこれまで共同債の導入や税制の共通化等の案が様々な局面で示されてはきたものの、その実現には国家主権移譲の困難さや財政規律を確保する態勢の未確立等が障害となり、議論は深まってはいない。この結果、財政統合は重要な中長期的課題であるとの認識はほぼ共有されつつも、それに向けた工程は公式の議論の対象とはされていない。

一方、財政統合は足元の危機の高まりとも関連している。政治的に不安定で改革の実行力が疑問視されるギリシャのユーロ圏離脱の可能性やスペイン等への問題の波及に関連し、財政分権を維持し財政問題の終息の見通しが立たないユーロ圏の持続可能性自体が問われつつある。

こうしたなか、6月のEU首脳会議では、経済成長・雇用拡大政策とともに、銀行行政の一体化（バンキング・ユニオン）も議論の対象となる見通しである。これ

は、銀行監督のほか、預金保険制度や銀行の破綻処理策についての集約化を意図するものであり、銀行の経営悪化に対してはユーロ圏各国が共同で費用を担う点で、財政統合へ向けた第一歩ともなり得るものである。

これに対し、債務の肩代わりやモラルハザードの懸念等から依然として慎重な姿勢を崩していないドイツに何らかの変化が生じるのかどうか、またユーロ圏の財政統合に向けた全体の道筋がいくらかでも明確化されるのかどうか、市場は動向を注視している。（2012年6月22現在）

（注1）例えば European Commission “The Economic Adjustment Programme for Ireland”（2011年2月）では、債務残高の増減を次の式で示している。

$$\Delta d_t = pd_t + d_{t-1} \times \{ (i_t - y_t) / (1 + y_t) \} + sf_t$$

このうち  $d$ 、 $pd$ 、 $i$ 、 $y$ 、 $sf$  は、それぞれ、債務残高、プライマリーデフィシット、借入金利、GDP成長率、ストックフローアジャストメント（会計手続の違いによる調整項目等）を、また  $t$  は当期、 $t-1$  は1期前の期を示す。

（注2）山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？～「財政政策の非ケインズ効果」と財政健全化～」『金融市場』（2010年11月号）を参照されたい。

（注3）いわゆる Structural Funds（European Regional Development Fund、European Social Fund）および Cohesion Fund。例えば、ギリシャに対する予算の分配額は200億ユーロとなっている。

（注4）例えば、「ユーロ危機 専門家に聞く「独の物価高 南欧に恩恵」」『日経新聞』（2012年5月26日）を参照されたい。

（注5）例えば、バイトマン総裁は、5月10日、Süddeutsche 紙とのインタビューで、ユーロ圏全体として物価上昇率を2%を下回る水準に維持しようとする過程で、ドイツという個別国については場合によってはこの水準をやや上回ることもあり得るが、容認できるのはその範囲内のことであり、ブンデスバンクがより高い物価上昇率を容認すると捉えるのは非常識な見方であると発言している（“Daily Press Summary”、Open Europe（2012年5月11日）による）。

また、シュテッフェン独財務次官は、5月31日、欧州委員会主催のコンファレンス、“Sources of Economic Growth”におけるパネルディスカッションで、「ドイツの賃金上昇を求める意見もあるが、経済競争力が強い国を弱くするというのは、本末転倒の奇妙なアプローチである。また、賃上げは労使交渉で決まるものであり、国が関与できるものでもない」と発言している。