

情勢判断

海外経済金融

日米の景気回復期待から取り残されるユーロ圏

～可能性が低い成長重視に向けた政策転換～

山口 勝義

要旨

景気低迷が長引くユーロ圏では緊縮策による国民の負担は高まっており、また一方では財政と経済成長の関係についての重要な指摘も提起されている。しかし、「財政協定」の下では成長重視に向けた大胆な政策の転換は見込めず、当面景気低迷が継続する可能性が高い。

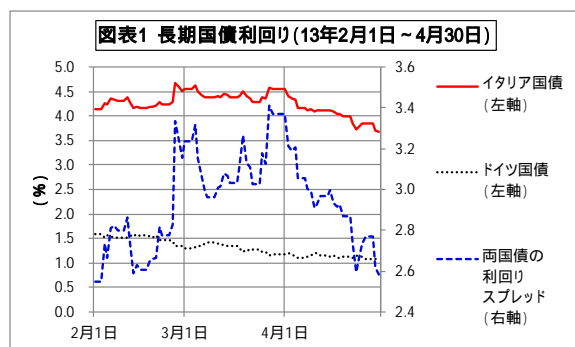
はじめに

2月24・25日の総選挙以来2ヶ月以上にわたり政治空白が続いてきたイタリアで、4月30日、ようやくレッタ首相による新政権が正式に発足した。

今回の総選挙では、既成政党の政策に反対するグリッロ氏の「五つ星運動」が国民の雇用不安や増税への反発を背景に躍進し、またベルルスコーニ元首相が率いる反緊縮派の中道右派連合も急速に追い上げ、一方、財政改革を着実に進めてきたモンティ前首相に対する支持は低迷した。こうしたなか、第1党となった財政改革の継続を掲げるベルサニ民主党書記長の中道左派連合は下院ではボーナス議席配分により過半数を確保したものの、上院では逆に反緊縮派が多数を占めたことで、連立策が模索されてきた。

その後、ベルサニ書記長は連立政権の樹立に失敗し、さらに5月に任期の終了を迎えるナポリターノ大統領の後任選出においても民主党内での造反等で所定の投票手続による選出ができず、結局、同書記長はこの責任を取り書記長を辞任するに至った。

こうした紆余曲折を経ての今回のレッタ首相による大連立政権樹立であるが、自らの中道左派連合に、二大勢力のもう



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

一方の勢力である反緊縮派の中道右派連合、さらにモンティ前首相の政党連合を加えた大連立政権となっている。

以上の展開を受け、イタリア国債市場は落ち着きを取り戻してはいるが(図表1)、大連立政権の安定性には疑問が大きく、また、財政再建への継続的な取組みには不透明感が強まっている。現に4月29日の議会での所信表明演説では、レッタ新首相は、中道右派連合に配慮して景気回復に向けた取組みを強化するとし、不動産税を凍結する等の方針を示している。

これまで財政再建を優先してきたユーロ圏では景気の低迷が長引いているが、これが財政再建を遅らせる結果となり、広く国民の緊縮疲れも現れてきている。このため、今回のイタリアの政局がユーロ圏の緊縮財政に転機をもたらす契機となるのかが注目されている。

景気低迷が長引くユーロ圏

ユーロ圏で景気低迷が長引いている実態は、例えば次の推移に現れている。

13年4月に発表された直近の国際通貨基金(IMF)による「世界経済見通し(WEO)」^(注1)では、13年の実質GDP成長率をユーロ圏全体として0.3%とし、前回12年10月発表の+0.2%から引き下げている。

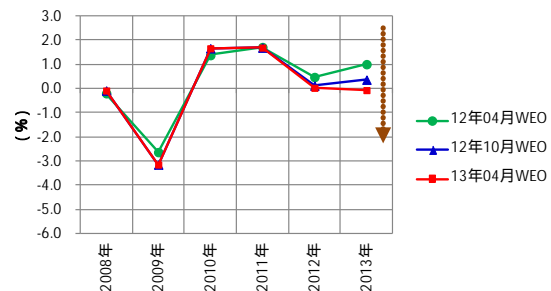
個別国では、IMFが予測値を示していないキプロスを除くユーロ圏16ヶ国のうち7ヶ国について13年にはマイナス成長を見込んでいる。なかでも経済規模上位5ヶ国(12年のユーロ圏GDPシェア合計83%)については、ドイツを除くフランス、イタリア、スペイン、オランダの4ヶ国(同シェア55%)についてマイナス成長を見込んでおり、しかもこれらの国々については最近相次いで予測値の引き下げを行ってきている(図表2~5)。

また、13年5月に発表された欧州委員会による「欧州経済予測」^(注2)においても、ユーロ圏全体の13年の実質GDP成長率の予測値を前回13年2月時点での0.3%から0.4%に引き下げるなど、同様に景気低迷の継続を予測している。

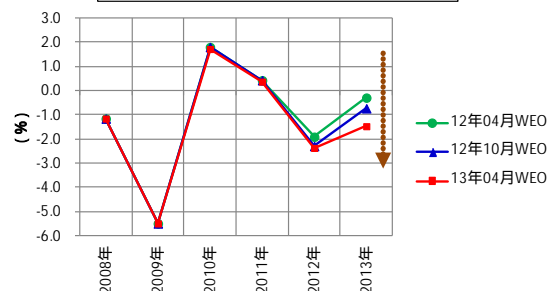
一方、ユーロ圏では、13年3月の失業率は12.1%と、99年のユーロ導入以来の最高水準を更新している。なかでもスペインでは26.7%(うち25歳未満の若年層は55.9%)に達しており、その他の財政悪化国も含め上昇傾向が続いている。

以上に見られるように、ユーロ圏では財政改革の負の効果で景気低迷が長引き、これが税收減等を通じ財政改革を遅延させ、さらに経済への下押し圧力が長期化するという悪循環に陥ってしまっている。また、依然として銀行の財務は万全ではなく、金融仲介機能は十分機能している

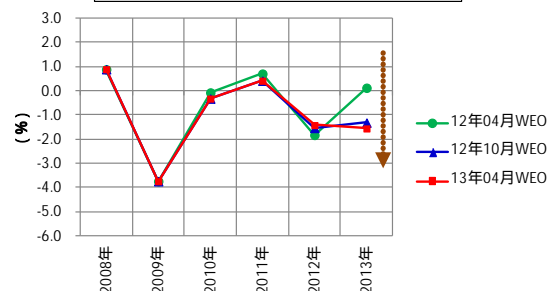
図表2 フランスの実質GDP成長率(前年比)



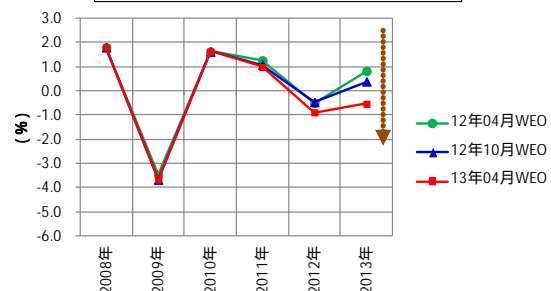
図表3 イタリアの実質GDP成長率(前年比)



図表4 スペインの実質GDP成長率(前年比)



図表5 オランダの実質GDP成長率(前年比)



(資料)IMF(12年4月、12年10月、13年4月)“World Economic Outlook(WEO)”から農中総研作成。

とは言い難い。こうしたなかでは経済の先行きに対する不透明感は強く、企業や家計の投資行動や消費行動は保守的とならざるを得ない。加えてこれまでのユーロ安の修正も、外需依存での経済回復の支障となる可能性が強まっている。

財政と経済成長にかかる新たな論点

さて、このような厳しい環境のもと、財政と経済成長の関係についての重要な指摘が続けて提起されている。

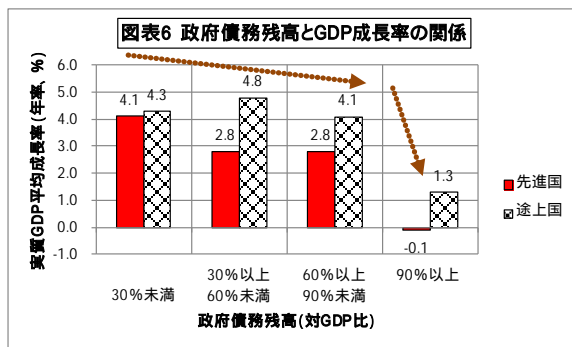
まず、財政支出を変化させた場合に国民所得がその何倍変化するかを示す概念として財政乗数があるが、前回 12 年 10 月の「世界経済見通し (WE0)」において、IMF はこれが従来の想定値以上に上昇している可能性があることを指摘し、大きな注目を集めた^(注3)。

これは、緊縮財政による経済成長への負の影響が最近の環境下では増大している可能性があることを意味するものであり、IMF はその考えられる要因として、第 1 に主要先進国では既に政策金利が相当低い水準にあることで金融緩和の効果が限られ、緊縮財政の影響が経済活動に直接反映されやすくなっている点を、また第 2 として多くの国々が同時に財政改革に取り組んでいる点を挙げている。

次に、今回 13 年 4 月の「世界経済見通し (WE0)」の発表と時を同じくして、再び財政と経済成長との関連性が議論の俎上に上った。

現在ハーバード大学教授であるカーメン・ラインハートとケネス・ロゴフ両氏は、2010 年の論文で、高い政府債務残高はその国の低い経済成長率と関連性が強いとし、政府債務残高が対 GDP 比 90% の閾値以上となるとその関係は一層強まると指摘した (図表 6)^(注4)。

これに対し、今般、マサチューセッツ大学アムースト校の大学院生らが、ラインハートとロゴフ両氏による分析においてデータの集計や統計処理に誤りがあった可能性を指摘し、政府債務残高が対 GDP 比 90% 以上となった場合も先進国の実質



(資料) <参考文献> の Appendix Table1 (P25) から農中総研作成。

(注) 分析の対象データは 1946 年～2009 年のもの。
© 2010 by Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff

GDP の平均成長率は 0.1% まで下落することはなく +2.2% にとどまるとしたほか、低成長は高債務の結果なのか原因なのかは明らかではないとの指摘を行った^(注5)。これに対し、ラインハートとロゴフ両氏も、彼らの分析の過程で一部ミスがあったことを認めている。

以上の展開もあり、ユーロ圏では財政改革のスピードを緩めるべきとする見解が強まっており、例えば 4 月 22 日にはバローゾ欧州委員長が講演で「緊縮策は限界に達しており、政治や社会を支える対策が必要である」と踏み込んだ発言を行い、関係者を驚かせる局面もあった。

確かに、これまでの経緯を振り返れば、債務の持続可能性が失われ債務再編に追い込まれたギリシャのほか、他の財政悪化国においても、強い市場圧力のもとでは財政改革を迅速に進める以外に選択肢はなかった。しかし、昨秋の欧州中央銀行 (ECB) による新たな国債購入策 (OMT) の導入決定以降、市場は安定を取り戻している。このため、少なくとも現時点では、財政改革と経済成長のバランスを再調整するなどの政策修正を行う余地が生じており、これは重要な環境変化として認識する必要がある。

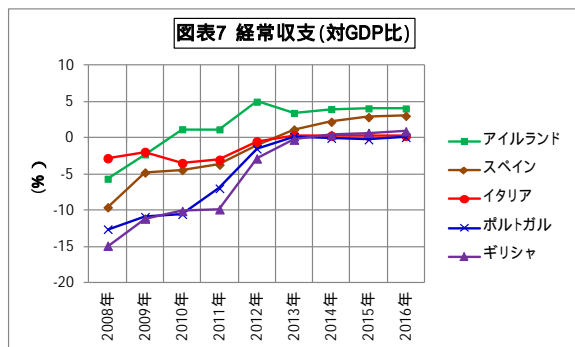
結論：それでも変わらないユーロ圏

この安定化した市場の背景には、他にも財政悪化国の経常収支の改善がある（図表 7）。この改善は、輸出の持ち直しとともに経済の停滞に伴う輸入の伸び悩みの結果であるが、これまで経常収支赤字が膨らみ資金繰りには海外資金に大きく依存せざるを得なかった財政悪化国の姿は変わりつつある。

今回のイタリアの政治混乱も、ユーロ圏でのかつてのような市場波乱には至らなかった（図表 1）。その要因としては、OMT の導入のみならず、このような財政悪化国の経常収支の傾向的な変化があり、さらには、世界的に金融緩和が進むなかで高利回りの金融商品を求める投資家の行動も影響を与えているものとみられる。

こうしたなか、既に欧州委員会は、フランス、スペイン、オランダ等に関し、財政赤字の対GDP比率を3%以内に改善する期限について、当初の13年に対し1～2年間の猶予を与える姿勢を示唆している（注6）。折から6月のEU首脳会議に向け、「ヨーロッパ・セメスター」に基づく各国のマクロ経済不均衡や財政政策等にかかる検討作業が進行中であることから、今後、緊縮策のあり方についての議論が急速に深まる可能性がある。

しかしその一方では、11年12月に合意され、英国とチェコを除くEU加盟25ヶ国が署名した「財政協定」(Fiscal Pact)が13年1月に発効している。これは各国に対し基本的に均衡財政の達成を求める条約であり、対応が不十分な場合にはEU司法裁判所が関与し是正を求め、制裁金を課すこともあり得るものである。また、その内容を14年1月までに国内法、できれば憲法に明文化することを求めている。



（資料）IMF（13年4月）“World Economic Outlook (WEO)”から農中総研作成。

財政改革において従来頻繁に見られてきた政治的な調整余地を極力排除することを意図したこのような仕組みの下では、財政改革の期限に若干の猶予を与えること以上に大胆な成長重視に向けた政策転換を図ることは極めて困難になっている。また、9月に総選挙を控えたドイツの財政規律重視の姿勢も不変とみられる。一方で、通貨価値の安定を本来の使命とするECBの政策にはもともと制約がある。

このため、日米で高まる景気回復期待の陰で、結局のところ実効性のある景気刺激策を採れないまま、ユーロ圏のみが今後もしばらくは成長から取り残されたままとなる可能性が高いのではないかと考えられる。（2013年5月23日現在）

<参考文献>

- IMF（13年4月）“World Economic Outlook; Hopes, Realities, Risks”
- European Commission（13年5月）“European Economic Forecast, Spring 2013”
- Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff（10年1月）“Growth in a Time of Debt”
<http://www.nber.org/papers/w15639>

（注1） <参考文献> による。

（注2） <参考文献> による。

（注3） 山口「過小評価されてきた？緊縮財政の負の影響～IMFの問題提起は支援策の見直しに結びつくのか～」『金融市場』（12年12月号）を参照されたい。

（注4） <参考文献> による。

（注5） 彼らの指摘内容は、Financial Times（13年4月18日）に掲載された次の記事に要約されている。

・ Robert Pollin and Michael Ash “Why Reinhart and Rogoff are wrong about austerity”

（注6） 例えば次による。

・ Financial Times（13年5月4日）“Brussels to relax pace of austerity”