

財政の信頼性の強化に向けて

世界経済の見通しが改善しているにもかかわらず、財政再建のペースは今年、一部の主要国で鈍化している。米国と日本は新たに刺激策を導入した結果、そのペースは2010年11月の「財政モニター」の予測より遅いものとなっている。一部の新興市場では、財政の基本見通しも弱まった。中でも、資本流入の急増、景気過熱、先進国からの飛び火の可能性に直面している一部の国では、財政バッファを一段と高める必要に迫られている。対照的に、欧州先進国では、一部の国で市場監視が高まる中、引締め政策が今後も続く見通しである。総合すると、ソブリンリスクは依然として高止まっており、また一部では11月以降一段と増大したところもあるなど、より確固とした具体的な中期的再建計画の導入が必要なことを示している。

2010年の財政実績は予測をやや上回ったが、一部の新興市場大国では予測を下回った

2010年、先進国は平均して拡張的な財政政策を堅持したものの、実績は総じて、同年11月の「財政モニター」の予測をやや上回った。歳入は大半の主要国で期待以上の結果となった。産出高の伸びと、さらに一部の国では産出高の変化への歳入の反応が、共に予想を超えた。加えて支出は減少した(表1参照)。全体的に、先進国の平均財政赤字は、2009年に比べ、約1%ポイント低下し、GDP比でおよそ8%(予測より0.3%好転)となった。成長の影響と金融部門への支援を除くと、景気循環要因調整後の財政収支はいくぶん拡大した。ドイツと米国では、良好な歳入パフォーマンスと支出低下を反映して、赤

字が11月の「財政モニター」の予測を下回った。これは、ドイツにおける力強い労働市場や、米国における歳入の承認の遅れ、並びに金融部門への支援の削減に起因する。大規模な財政再建を打ち上げたユーロ圏の国々では、概ね相当な赤字削減に成功した。一方、先進国の一般政府債務総額は2010年も引き続き急増し、GDP比で96%超に達した。

新興市場国の調整前の財政赤字は押しなべて、11月の予想と整合的であったが、国レベルではかなりのばらつきがみられた。これらの国の2010年の平均的な調整前の赤字は、2009年に比べて0.75%ポイント低い対GDP比4%と予測され、一般政府債務の平均総額はGDP比およそ37%と概ね安定している。2010年の景気循環要因調整後の平均財政赤字は前年とほぼ変わらなかった。先進国と同様、歳入は予測を上回った。これは主に、より堅調な成長、



表1: 財政指標、2008~12年
(GDPに対する割合%)

	2008	2009	推定		2012	2010年11月「財政モニター」 との差		
			2010	2011		2010	2011	2012
財政収支								
先進国	-3.6	-8.8	-7.9	-7.1	-5.2	0.3	-0.4	-0.1
米国	-6.5	-12.7	-10.6	-10.8	-7.2	0.5	-1.1	-0.5
ユーロ圏	-2.1	-6.4	-6.4	-4.6	-4.0	0.3	0.4	0.3
フランス	-3.3	-7.6	-7.7	-6.0	-4.9	0.3	0.0	-0.2
ドイツ	0.0	-3.0	-3.5	-2.6	-2.3	1.0	1.1	0.7
イタリア	-2.7	-5.2	-5.0	-4.3	-3.5	0.1	0.0	0.1
スペイン	-4.1	-11.1	-9.3	-6.6	-6.0	0.0	0.4	0.3
日本	-4.1	-10.1	-9.4	-9.1	-8.0	0.2	-0.2	0.1
英国	-4.9	-10.3	-10.3	-8.1	-6.1	-0.1	0.0	0.3
カナダ	0.1	-5.5	-5.9	-4.7	-3.3	-1.0	-1.8	-1.2
新興国	-0.7	-4.8	-4.1	-3.2	-2.8	0.1	0.0	0.0
中国	-0.4	-3.1	-3.1	-2.1	-1.5	-0.2	-0.2	-0.2
インド	-7.9	-10.2	-9.8	-9.2	-8.4	-0.2	-0.4	0.1
ロシア	4.3	-6.2	-4.2	-2.9	-3.0	0.6	0.7	-0.1
ブラジル ¹	-1.4	-3.1	-2.6	-3.1	-3.2	-0.9	-1.9	-1.5
メキシコ	-1.4	-4.8	-3.5	-2.4	-2.5	0.2	0.7	0.2
南アフリカ	-0.5	-5.3	-5.8	-5.3	-4.4	0.1	-0.6	-1.3
G20 先進国	-4.2	-9.4	-8.3	-7.8	-5.6	0.3	-0.5	-0.2
G20 新興国	-0.4	-4.8	-3.9	-3.2	-2.8	0.1	0.0	-0.1
景気循環要因調整後の一般政府財政収支 (潜在的GDPに対する割合%)								
先進国	-3.3	-5.5	-5.9	-5.6	-4.1	0.2	-0.4	-0.1
米国 ²	-4.6	-6.7	-7.5	-8.2	-5.4	0.4	-1.1	-0.5
ユーロ圏	-2.8	-4.6	-4.7	-3.5	-3.1	0.2	0.3	0.2
フランス	-3.2	-5.6	-6.0	-4.6	-3.8	0.3	0.0	-0.1
ドイツ	-1.0	-1.0	-2.8	-2.3	-2.2	0.5	0.6	0.3
イタリア	-2.4	-3.3	-3.4	-2.8	-2.3	0.1	0.1	0.3
スペイン	-5.2	-9.7	-7.5	-5.0	-5.0	0.0	0.3	0.3
日本	-3.6	-6.8	-7.6	-7.6	-7.0	-0.1	-0.4	-0.1
英国	-5.6	-8.3	-8.1	-6.3	-4.5	-0.1	-0.1	0.2
カナダ	0.0	-3.2	-4.3	-3.4	-2.5	-0.9	-1.5	-0.9
新興国	-2.4	-4.6	-4.3	-3.6	-3.3	-0.2	-0.2	-0.3
中国	-0.8	-3.4	-3.4	-2.3	-1.5	-0.2	-0.1	0.0
インド	-10.0	-10.9	-10.3	-9.7	-8.9	-0.8	-0.6	-0.6
ロシア	3.0	-3.4	-2.4	-1.9	-2.4	0.5	0.6	-0.1
ブラジル ¹	-2.1	-2.0	-2.8	-3.3	-3.3	-1.0	-2.1	-1.7
メキシコ	-1.0	-2.7	-2.7	-1.9	-2.1	0.1	0.4	0.0
南アフリカ	-2.1	-4.9	-5.1	-4.5	-3.9	0.1	-0.6	-1.2
G20 先進国	-3.4	-5.5	-6.1	-6.1	-4.4	0.2	-0.6	-0.2
G20 新興国	-2.3	-4.5	-4.3	-3.6	-3.2	-0.3	-0.6	-0.8
一般政府債務総額								
先進国	79.2	91.4	96.5	101.0	103.6	-0.9	-1.0	-0.8
米国	71.2	84.6	91.2	97.9	102.0	-1.6	-1.4	-1.0
ユーロ圏	69.6	78.9	84.3	87.1	88.7	0.4	0.2	-0.1
フランス	67.5	78.1	84.0	87.4	89.4	-0.2	-0.2	-0.1
ドイツ	66.3	73.5	76.6	77.1	77.1	1.2	0.6	0.1
イタリア	106.3	116.0	118.7	120.1	120.1	0.3	0.4	0.4
スペイン	39.8	53.2	63.1	68.4	72.6	-0.4	-1.8	-2.4
日本	195.0	217.4	220.7	227.5	232.8	-5.1	-6.6	-5.8
英国	52.0	68.3	77.2	82.1	84.5	0.6	0.2	-0.6
カナダ	71.3	82.5	83.9	85.4	84.8	2.2	4.9	6.0
新興国	35.4	37.2	36.9	36.8	36.4	-0.5	-0.5	-0.5
中国	17.0	17.7	18.4	18.1	17.6	-0.8	-0.7	-0.5
インド	74.0	77.8	75.7	75.2	74.8	0.6	1.1	1.2
ロシア	7.8	10.9	10.4	10.8	12.1	-0.6	-2.0	-2.4
ブラジル	70.7	67.9	65.7	67.5	66.9	-1.1	0.9	0.5
メキシコ	43.0	44.6	44.5	45.0	43.9	-0.5	-0.7	-1.0
南アフリカ	27.3	31.5	35.9	39.5	41.6	0.9	1.4	1.9
G20 先進国	84.5	97.6	102.7	107.4	110.2	-1.1	-1.2	-1.0
G20 新興国	35.2	36.4	35.6	35.3	34.9	-0.7	-0.7	-0.8

出処: 2011年1月WEOおよびIMFスタッフによる算出。各国ともにPPP-GDP加重後の平均値(2009年の加重率使用)。

1 2009年および2010年の財政収支には、GDP比3%を超えるブラジル開発銀行向け政策貸付は含まれてない。

2 赤字に影響する金融部門向け支援は除外。

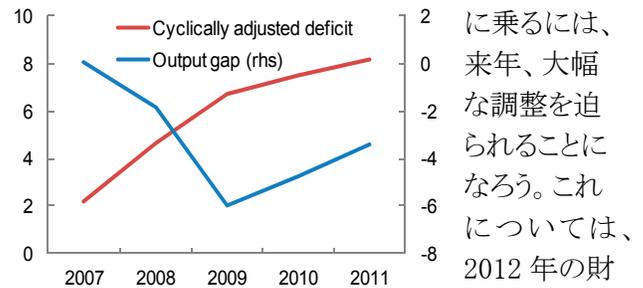
商品価格の上昇、そして一部の国での相当額の特別歳入(ブラジルの石油コンセッションの売却や、インドの通信事業のライセンス入札)を反映している。しかし、歳入の増額分は総じて、支出の増加分に充てられた。これを一部反映し、主要数ヶ国(特にブラジル、中国、インド)で、財政収支が11月の「財政モニター」の予測より弱いものとなった(表1参照)。ただし、これを相殺する要因として、数ヶ国では、主に商品価格の上昇(ロシア、サウジアラビア)、及び設備投資プロジェクトの実施の遅れ(トルコ)により、調整前赤字額と景気循環要因調整後の赤字額が、先の予想を下回る見込みである。

2011年の財政再建のペースは、平均して一段と緩慢で、各国間でのばらつきが高まる見込み

総じて先進国の2011年の赤字削減ペースは、先の推定を下回るものとなろう。G20先進国では今や、11月の対GDP比1%という予想を下回る0.25%以下の財政再建(景気循環要因調整後)しか見込まれていない。各国の債務比率は5%ポイント近く増大し、対GDP比で107%を超える見通しである。

- 米議会は昨年12月、所得税及び給与税の引き下げと失業保険の給付延長(表2参照)を主軸とする刺激策を承認した。そのいくつかは脆弱な労働・住宅市場の現状に対応した適切な措置といえるが、刺激策の構成からして、その効果は、財政コストに比べると薄いものとなろう(2011年1月WEOアップデート参照)。これに、期待以上の成果をあげた2010年の実績を加味しても、今年の財政赤字は、11月のGDP比1.5%減という予想に反し、やや拡大する見通しとなった。米国は今年、産出量ギャップが依然として大きいにもかかわらず、景気変動を拡大する財政政策を展開している唯一の主要先進国となろう(図1参照)。さらに、2013年までに財政赤字を半減するというトロント宣言のコミットメント達成に向け軌道

図1:米国の財政収支(景気循環要因調整後)と産出量ギャップ(対潜在GDP比、%)



Sources: January 2011 WEO Update; and staff estimates.

に乗るには、来年、大幅な調整を迫られることになろう。これについては、2012年の財政赤字の予測は、最近の米予算局による年央財政見通しに記述された目標と整合的となっている。加えて、中期財政再建計画の策定の進展もはかばかしくない。大統領諮問機関である「財政委員会」の最終報告書は、裁量的支出の削減や、税制・給付金制度改革に関する総括的戦略の詳細を提示しているが、同報告書の議会提出に必要となる超過半数の賛成を得るには至っていない。

- 日本では、すでに緩慢な2011年の総赤字の削減幅が、国会での歳出増額案の可決により、さらに縮小した。また、法人税引き下げ案も他の歳入拡大措置により相殺される見込みである(表2参照)。2012年にはGDP比およそ1%の赤字削減が予想されている。
- 対照的に、欧州の主要大国は全て、2011年に、概ね先の計画に沿った財政再建を進める予定である。ドイツとフランスにおける財政刺激策の解消は、裁量的措置や成長増大とあいまって、赤字削減に大きく貢献するであろう。中でもスペインの赤字削減は、欧州主要国中、最も顕著で、賃金や年金の引き下げ、公共投資の縮小をはじめとする歳出措置に大きく依存したものとなろう。英国政府は、2011年に大幅な財政引き締めを実施することに加え、今後4年間の公的支出削減計画の詳細を発表した。これら諸国は、2012年にもさらなる財政収支の改善が見込まれている。

表2: 一部先進国: 2010年11月「財政モニター」の発行後に採択または発表された政策措置
(2011年の一般政府財政収支に与える公表された効果、単位: GDPに対する割合%)

国名	歳入および他の収入	歳出	合計
財政引締め策			
ギリシャ	延滞税、追徴税の徴収の加速化に向けた各種施策、燃料密輸対策、徴税効率向上、通信事業ライセンス更新、空港コンセンション契約延長 (GDP比: 1.0%)	公営企業の賃金および関税の引き上げ、病院のコスト節減ならびに患者負担増額、家族手当に対する資力調査(ミーンズ・テスト)、現金給付プログラム・運営費、公的部門での短期契約、軍調達削減 (GDP比: 1.2%)	2.2
アイルランド	個人所得税の税率等級と税額控除の修正、医療および所得に対する課税の国民皆社会保障制度への統合、個人年金掛金に対する各種税控除引締め、税支出削減 (GDP比: 0.9%)	公務員給与および裁量的支出、非累進的福祉給付金および設備投資の削減 (GDP比: 2.4%)	3.5
ポルトガル ¹	付加価値税率 (VAT) の2%ポイント追加引き上げ、租税支出削減 (GDP比: 0.8%)	公務員の賃金、年金、および現金給付プログラムの削減 (GDP比: 2.2%)	3.0
スペイン ²	タバコ税引き上げ、全国宝くじと空港運用会社の一部民営化	風力発電会社への補助金削減、失業保険の給付の削減	...
財政刺激策			
日本 ³	法人実効税率の5%ポイント引き下げにより35%とする。ただし、所得税と相続税の控除額の引き下げ、および燃料課税引き上げにより相殺 (GDP比: 0.1%)	地方経済への設備投資、中小企業 (SME) への給付金、雇用支援プログラム、育児・ヘルスケアの増額 (GDP比: 1.0%)	1.0
米国 ⁴	2001年および2003年の減税措置の2年間延長、従業員給与税の2%ポイント引き下げ (1年間)、2009年遺産税と加速度償却の延長 (GDP比: 0.8%)	失業保険の13ヶ月間の延長 (GDP比: 0.1%)	0.9

¹ こうした新規施策の採用にもかかわらず、2011年の合計赤字目標 (GDP比4.6%) は不変。

² これら施策の財政収支に対する推定効果は入手不可能。

³ 歳入が期待以上の実績を上げたため、2011年の財政赤字は前年11月の予測に比べGDP比わずか0.2%増となる見込み。

⁴ IMFスタッフによる以前の政策上の想定と比較した場合の連邦会計年度の財政赤字に対する効果。

- ギリシャ、アイルランド、ポルトガルでは引き続き、相当額の財政再建が前倒しで進められよう。こうした努力は、主に支出削減 (公務員給与、年金、現金給付プログラムなど) を反映して、調整前および景気循環要因調整後の両方の財政収支を大きく改善 (GDP比でそれぞれ平均2%ポイントおよび2.75%ポイント) するはずである。これらの国では2012年も赤字削減にさらなる進展をみると予想される。

G20 新興国における財政再建作業は今後も続くと思われるが、グループの中の各国間の差も一段と顕著となっている。2011年の財政赤字の平均は、GDP比でおよそ0.75%縮小する見込みで、一般政府債務総額の平均比率を堅持できる見通しだ。この数字は11月の「財政モニター」の予測と大方変わらないが、各国間のばらつきは著しく拡大した。一部の一次産品輸出国 (ロシア、サウジアラビア) では、相当額の特別歳入により、当初の予想を上回る成果をあげる可能性がある。一方、いくつかの主要新興市場国の財政赤字は、11月の「財政モニター」の予測を上回る見通しだ。これは、2010年後半にコミットされた支出の繰越し (ブラジル、および程度は少ないが

中国)、あるいは、前年の特定の歳入が一度限りのことであったこと (ブラジル、インド) に起因する。ブラジルの財務諸表の悪化は特に著しく、同国政府は今や、目標 (プライマリーバランス: GDP比およそ3%) を大幅に逸する見通しである。

財政の持続可能性を支えるための制度の構築の進展状況はまちまちであり、一部では現行の枠組みが弱化したケースもある。中間選挙後の新しい米下院では、支出増大を押さえ込むための手続き上の規則を採択したが、赤字拡大による減税や租税支出については柔軟性を残した。一方、ユーロ圏における財政枠組みの強化作業は引き続き急速に進んでおり、安定・成長協定の改善につながる手続き、ならびに「ヨーロッパ・セメスター」の導入も予定通りに進展している。欧州理事会は、恒久的な危機管理・解決の取り決めとして「欧州安定メカニズム」(ESM) の創設に合意した。このESMは、2013年6月を目処に、現行の「欧州金融安定ファシリティー」(EFSF) に類似した流動性供給機能と、債務履行不能に陥った国の救済のために債券の買い入れを債券保持者に義務付ける、危機解決に向けた手法を組み合わせる予定だ。また、ハンガリーでは、超党派の財政監視機

関の閉鎖により、透明性が損なわれ、「抑制と均衡」が弱化した。

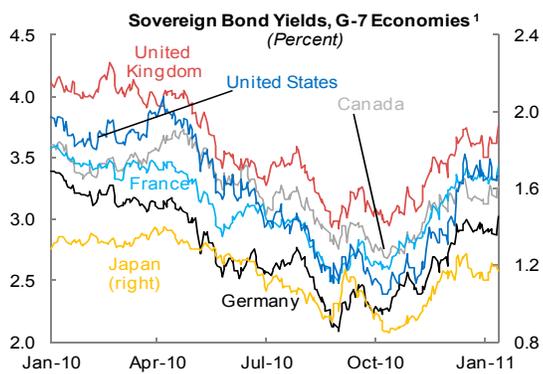
一部の国でのソブリン債の利回り上昇や財政枠組みの脆弱化にもかかわらず、厳しい市場圧力は、依然として一部のユーロ圏諸国に限定

主要先進国全体で国債利回りが上昇した。昨年11月初旬以来、米国債の名目利回りは10年もので80ベースポイント急増し、同様の上昇が他の諸国(ただし日本は例外。巨大かつ安定した国内投資家層を有する同国では、成長伸び悩みとデフレが続き、一段と緩やかな利回りの動きに影響しているとみられる)で続いた(図2パネル2参照)。こうした利回り上昇は、主要中央銀行による国債買入れの増加に伴って発生した(図2パネル2、および図3パネル2参照)。米国では、より明るい成長の見通しと株価上昇により、実質金利の緩やかなノーマル化が進み(図2パネル3参照)、それが利回り上昇の主な牽引力となってい

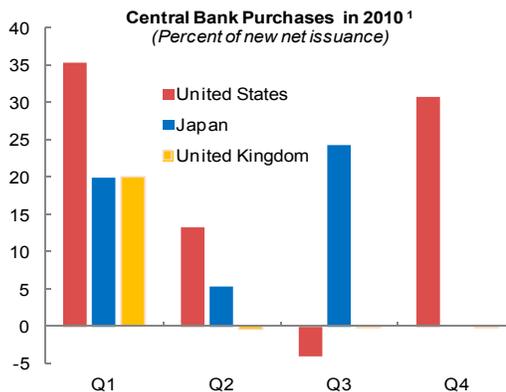
るようだ。実際、米国では総じて、インフレ期待は安定しており、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)のスプレッドも基本的に変化していない(図2パネル4参照)。ドイツとフランスの状況も同様である。ただし、両国におけるソブリンCDSスプレッドのある程度の上昇は、銀行部門への追加支援や、EFSF下で両国にかかりうる偶発債務の財政負担に対する市場の懸念の高まりを示している可能性もある。その一方、市場圧力の増大はこれまでのところ、ユーロ圏の少数の国に限られている(図3パネル1参照)。

新興市場では、巨額の資本流入とそれに伴う信用緩和が、財政バッファの十分な積み増しを阻害するリスクが存在している。世界経済見通し(WEO)と国際金融安定性報告書(GFSR)のアップデートでも検証されているように、こうした流入の激しさと特性はリスクを伴う。財政面では、緩やかな与信状況が続き、資産市場が活況を呈しはじめている。こうした状況は、税収増大と利払い減少により財政に一時的余裕を作り出すことから、公的支出の景気循環を増幅させることが分かっている。

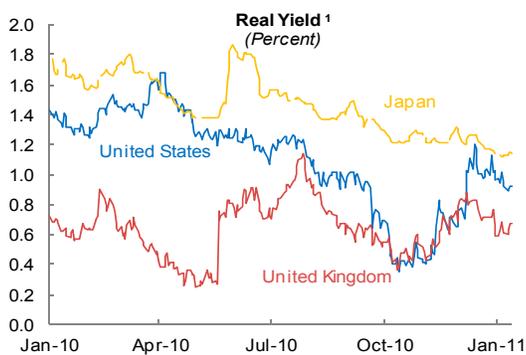
図 2: ソブリン債市場の最近の動向



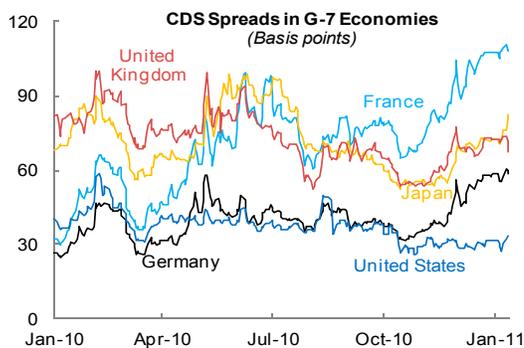
Source: Datastream.
¹ 10-year sovereign bond yields.



Source: Haver Analytics; U.K. net issuance data refer only to Gilts.
¹ Central bank purchases of government securities in the secondary market.

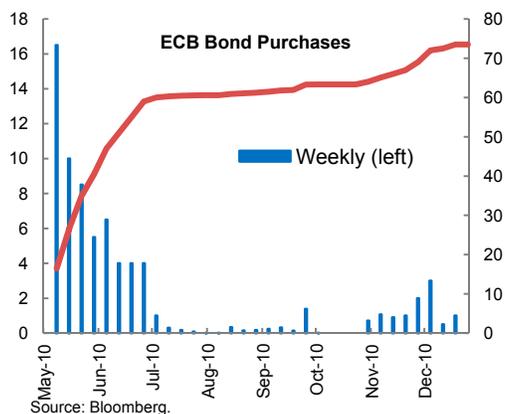
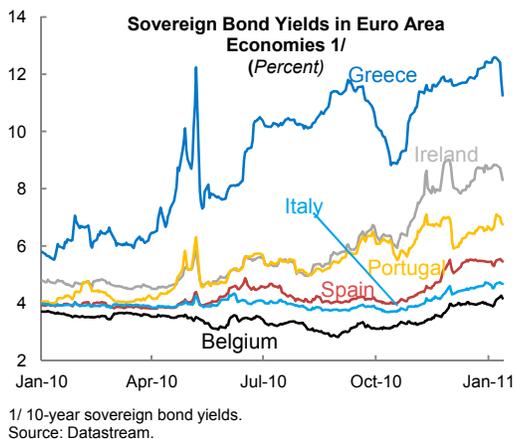


Source: Bloomberg.
¹ 8-year inflation indexed bond for Japan.; 10-year for the United Kingdom and United States.



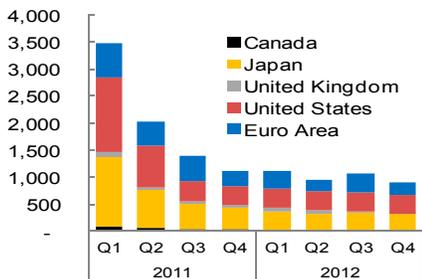
Source: Markit.

図3: ユーロ圏のソブリン債利回りと欧州中央銀行(ECB)による債券買入れ



2011年には公的部門と民間部門で大規模な債務借り換えの必要が生じる見通しである。ユーロ圏諸国では、他の先進国対しおよそ5兆ドルに上るソブリン債を発行しており、その債務借り換えの資金を調達する必要性に迫られていることから、圧力は、同年前半に特に高まる(図4)。この状況は、多くの諸国で金融機関による多額の資金調達活動と重なり、より深刻化するであろう(2011年1月GFSSRアップデート参照)。

図4: 先進国によるソブリン債借り換え額^{1/}(10億米ドル)



市場監視の高まりと財政再建の遅れにより、各国政府は、長期的持続可能性の確保に対するコミットメントを鮮明に打ち出すことが一段と肝要となる

制度上の取り決めに支える手を緩めることはあつてはならない。財政当局ならびに予算当局の力強さと透明性の確保は、ぜひとも必要な中期的調整を堅持し、政策の信頼性を強化するうえで不可欠とならう。

- 一部の先進国では、市場圧力が再び高まっているが、これら諸国は、財政赤字削減の目標へのコミットメントを強調し、調整目標の実現を確実なものとするため不測の事態への対応計画も策定する必要がある。ユーロ圏では、財政・金融スパイラルに歯止めをかけ、国境を越える波及リスクを低減させるため、危機管理に対する包括的なアプローチが求められる。また、財政の持続可能性が市場の懸念材料となっていない先進国では、良好な市場心理を確固たるものとするために、2011年以降につながる信頼性の高い計画を急遽策定する必要がある。財政調整が、2010年11月の「財政モニター」で予測されたペースより遅れている米国と日本では特に、財政赤字と債務の削減というコミットメントの遵守のために導入する一連の措置の詳細を明らかにすることで、調整作業の信憑性を高める必要がある。
- また、多くの新興市場国では、景気過熱への懸念に対処するための財政バッファの再構築を一段と加速化させたり、成長鈍化に備えた余地を構築したり、信頼性を脅かす景気変動を拡大する政策に再度陥らないようにしなければならない。さらに、歳出圧力に屈せず、余剰な歳入はすべて蓄えるべきである。