

第4節 今後の政策運営に係る論点

各国は、世界金融危機発生後の深刻な景気後退に対し、過去に例を見ない金融緩和と大規模な財政出動により対処してきた。その結果、世界の景気は、新興国と先進国の間でのスピードの隔たりは大きいものの、財政政策の効果が切れ始める2010年末頃までは、回復が続いていた。しかしながら、11年に入り、欧米経済はその回復や持ち直しのテンポが弱まっている。

一方、大規模財政出動や異例の金融緩和は、副次的にリスク要因を生むことになった。すなわち、財政面では、各国の債務残高が急速に拡大した結果、10年のギリシャ財政危機をきっかけに南欧諸国等の政府債務問題がマーケットを大きく動揺させることとなり、財政再建が喫緊の課題として一層意識されるようになってきている。金融政策については、物価上昇等が各国の消費を抑制し景気回復を弱めている中で、先進国・新興国ともに経済成長と物価のバランスが課題となっており、各国ともに難しい金融政策運営を迫られている。

このような中では、1) 政策のタイミングや方法を明確化するなどし、市場参加者の期待の安定化を図ること、2) 実現可能性が高く、中長期の展望が見えるような枠組み・プランをもつことの2点が大きくポイントとなってくると考えられる。以下、特に欧米における今後の財政政策・金融政策に係る論点を整理する。

1. 財政政策上の論点

ギリシャをはじめとする南欧諸国等の国債利回りやCDSプレミアムの高まりは、財政の持続可能性に対する市場の信認の必要性を各国に改めて認識させることになった。また、ギリシャにおいて財政緊縮策が景気下振れにつながり、かえって財政悪化を招くという悪循環に陥ったという事実は、危機が顕在化してから財政健全化策に着手したのでは遅すぎることを示唆しているものと思われる。

経済成長と財政の持続可能性の確保をどのように両立させていくかが、先進各国が直面する共通の問題となっている。信頼し得る成長戦略の策定・実行や規制改革等の各種施策への取組、金融緩和により、財政再建を支える経済成長を促すことが肝要であるとともに、財政再建に当たっては、以下の3点に留意する必要があると考えられる。

第1に、国民や市場参加者から信頼が得られるような実現可能性の高い枠組み（財政再建目標・計画、財政ルール）の構築である。財政赤字削減策を着実に遂行するための法的枠組みなどを設けることも有用であると思われる。また、財政再建の目標や計画に

については、前提条件が楽観的な見通しに基づいている場合には、国際金融市場の変動等の急速な経済環境の変化が起これば瞬時に有効性を失うこととなる。このため、経済成長については控えめのシナリオを前提に目標・計画を策定し、また、経済環境の大きな変化があった場合は柔軟に計画等を変更し適応できるようにするなどして、計画に対する信頼性を高めておくことも重要となる。

第2に、財政再建に対する国民の理解の確保・促進が必要である。ギリシャやイタリア等では、財政再建策に反対する国民によるゼネストが行われるなど国内が混乱している。国民の理解が十分に確保されないままに公共サービスの縮減や増税等を行うことは、政情不安や政権基盤の弱体化にもつながる。そうなれば、一部格付会社が指摘しているように、財政健全化目標の達成の不確実性が高まり、むしろ、財政再建を遅らせることも考えられる。また、財政の持続可能性について国民の懸念が生じるような場合には、先行きの不確実性の高まりを通じて、家計消費や企業投資の抑制要因ともなり、それによって实体经济が悪化をすれば財政再建の足を引っ張ることにもなり得る。財政再建に対する政治の強いコミットメントとともに、財政再建の目標等の明確化による国民からの理解の確保が、市場の信認確保と家計や企業の先行き不確実性の低下等のために重要と考えられる。

第3に、景気回復の見通しに照らして適切な財政再建のペースを保つことである。その際、自国のみならず他国の財政再建や景気動向にも、十分に配慮する必要がある。例えばある国の財政緊縮が当該国の景気悪化をもたらせば、貿易・投資等を通じて他国の景気にも影響を与えることが考えられる。したがって、各国が他国との関係を考慮せずに財政再建を進めた場合、一つ一つの国としては適切なペースであったとしても、相乗的な景気悪化が起これば各国で財政悪化を招くことで、全体としては財政健全化を遅らせるという、合成の誤謬のような事態が起こり得る。このような事態を防ぐためには、例えば、各国の財政健全化ペースが他国の財政健全化との関係を含めて当該地域の経済成長の観点から適切なペースとなっているかどうかについて国際機関等がチェックを行うことや、ユーロ圏等においては域内各国で財政再建を進めるペース・順序を調整することなども、一考に値するものと考えられる。

2. 金融政策上の論点

財政支出拡大の余地がないに等しい中で、金融政策に期待が集まりやすい状況が続いており、実際の政策決定が行われる前に、もしくは、実際の政策決定とは無関係に、市

市場参加者の期待によって金融資本市場が大きく動くこともある。例えば、アメリカでは、11年6月の量的緩和第2弾（QE2）完了後、景気回復が極めて弱くなったことにより市場参加者の間ではQE3への期待が高まり、バーナンキFRB議長のジャクソンホール講演前には追加緩和期待が先行し、株式市場等が変動するという状況があった¹。このように市場の期待が大きいことから、市場参加者の期待形成を一步間違えれば、期待が大きい分、金融政策運営が金融資本市場に与える影響も大きいと考えられる。このため、市場参加者の期待形成をどのように図っていくかが、これまで以上に重要となっている。

次に、先進各国の金融緩和が世界経済にもたらすリスクへの配慮が必要である。欧米では緩和的政策の長期化が避けられない状況にある一方、新興国では引締めスタンスが続けられていることから、先進国と新興国の金利差や経済成長のスピードの差により、高収益を求める投資家の資金が新興国に流入しているとみられる²。為替制度が変動に許容的でない国々では、大量の資本流入が起こると、自国通貨の増価圧力を抑えるため、自国通貨売りの為替介入を行うこととなり、バブルの温床となる可能性がある。加えて、欧米の金融緩和により世界的に過剰流動性が増す場合には、そうした国々のバブル懸念が更に増幅される可能性がある。一方、世界経済の情勢に敏感な短期資金の大きな流入は、当該国の通貨の安定にも悪影響を及ぼすと考えられる。こうした点にも留意が必要である。

3. 論点を踏まえた各国の現状の評価

上記で整理した論点にかんがみて、各国の現在の取組はどのように評価できるであろうか。

まず、アメリカについては、財政政策に関しては、11年8月に成立した2011年予算管理法により財政赤字削減の枠組みが法制化された。そして、同年11月の超党派委員会による協議の決裂を受け、2013年から2021年までに1.2兆ドルの歳出を強制的に削減する措置が発動されることとなった。ただし、この措置は歳出削減額を各年で均等に配分するため、景気回復の状況に照らして適切な財政再建ペースとなるとは限らないことに留意が必要である。一方で、金融政策に関しては、FRBが時間軸の明確化やツイスト・オペの実施³等を通じて景気回復に目配りするとともに、バーナンキFRB議長の議会証言や政策決定後の記者会見等を通じ、市場の期待の安定化を慎重に行っていると評価できる。

¹ 詳細は、コラム2-5参照。

² 詳細は、内閣府（2011）を参照。

³ アメリカの金融政策については第2章第2節を参照。

次に、ヨーロッパについては、財政政策に関しては、財政赤字削減策や財政規律を高めるための法的枠組みの構築等の面でEU及び各国の努力がみられるものの、南欧諸国等の財政規律に対する金融資本市場の懸念が依然として根強く、また、一部の国においてゼネストが行われているような状況では、何よりも、各国が市場の信認と国民の理解を得ることが急務である。金融政策に関しては、ECB・BOEともに、実体経済や金融資本市場の動向を見極めながら非伝統的金融政策の実施を決断していると評価できるが、特にECBについては多少の更なる利下げ余地もあることから、物価上昇率の動向如何によっては景気への一層の配慮がなされてよいと考えられる。