

財政調整、現軌道の維持を

財政再建は、経済と歳入の回復が手伝って、特に欧州大半とカナダを中心に多数の先進国で概ね順調に進んでいる。米国では、2011年の赤字幅は前回の予測を下回り、景気循環要因調整後の2010年の水準並みになると見られ、2012年に予定されている財政調整は過度に極端なものとならない模様だ。また、説得力のある中期的財政調整計画に関し、早急にコンセンサスに達する必要がある。同様に、日本では中期的調整計画を一段と明確に定義することが不可欠だ。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対するリスク認識の上昇は、各国が調整プログラムを実施し、ユーロ圏において危機管理に対し一貫性ある包括的アプローチを導入する必要性を如実に示すものといえる。一方、多くの新興国では財政再建が堅実なペースで進められているが、景気過熱リスクの軽減にむけ、財政引締め策を予定のペースより加速させる必要のある国もある。

今回のアップデートでの主な修正（2011年4月の財政モニターとの比較）

予想を上回る歳入増加...

- 米国では、税収増加により、2011年の赤字幅の大幅な下方修正につながる見通し（一部に株式市場の力強い回復を反映）
- より高い成長率（ベルギー、フランス、ドイツ、トルコ）

...ただし自然災害や政治ショックに見舞われた国は例外

- 自然災害（オーストラリア、日本）
- 政治的不安定（中東・北アフリカ）

2011年に支出削減ペースを加速できそうな国...

- 財政再建計画の実施の加速化（カナダ、イタリア、ポーランド）
- 米国での支出は予想をやや下回る

...新たな圧力に直面する国

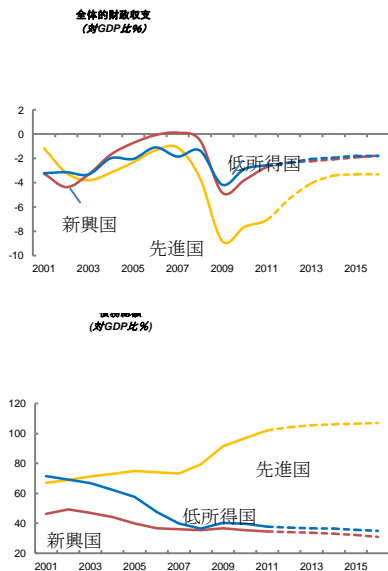
- 復興作業（日本）
- 域内の政治的混乱に対応するための支出（中東・北アフリカ）



足並みの揃わぬ先進国の財政調整ペース。多くは着実に前進しているが、努力の倍増を求められる国や、いまだに未着手の国も

多くの先進国では、財政調整策が順調に進行しており、公的債務の対 GDP 比拡大を徐々に抑止することに役立っている（図 1 参照）。

図 1：一般政府の全体的財政収支と債務総額
(対 GDP 比)



これは特に欧州とカナダで顕著に見られる。実際、西欧の一部中核国では、2011 及び 12 年の成長見通しが若干上方修正されるなど（2011 年 6 月の「世界経済見直しアップデート」参照）、歳入がより堅実に伸び、2011 年 4 月の「財政モニター」の予測を上回る赤字幅縮小につながっている（例：ドイツ、表 1 参照）。カナダでは、州レベルでの予想以上の歳出削減を反映して、2011 年の予想赤字幅が下方修正された。5 月に行われたカナダ連邦議会選挙の後、同国当局は 2011 年の新連邦予算案を発表し、2014 年度までに連邦予算を均衡させるとのコミットメントを繰り返し強調した。この予算案に基づき、IMF スタッフは、2016 年までに同国の一般政府予算の財政収支が均衡を取り戻すと予測している。イタリアとスペインでは、最近の実績と具体

的な歳出抑制策の発表を受け、両国ともに予想歳出額が下方修正された。また、英国の財政再建作業は引き続き軌道上にある。一方、一部の国の資金調達は期待された結果につながることはなかった。例えば、ドイツとスペインでは金融部門向け支援が公的債務に大きく影響したため（前者は 2010 に実施された措置を反映して、また後者は債券発行—「銀行再編基金」によるものと電力システムの支援のためのもの—を反映）、債務の対 GDP 比の大幅な上方修正を余儀なくされた。各地で回復基調が強まる中、欧州各国は、危機管理において汎欧州型の一貫性ある包括的アプローチの最終的合意に向け協力する傍ら、財政調整作業を粘り強く進める必要がある。

一方、ギリシャとポルトガルに代表される欧州の大型財政調整ケースについては、成長率の下方修正は（特にポルトガルの場合は、改革を行い財政収支に国営企業が含まれるようになったため）、資金調達が難しい中で、さらなる財政調整策の遂行が必要なことを示している（両国や、IMF の支援プログラムを受けた他の欧州数カ国で実施されている最近の施策の概略は表 2 参照）。それでも、ポルトガル当局のプログラムは現在、当初の安定化プログラムの予定よりわずか 1 年遅れの 2013 年に赤字幅の対 GDP 比 3%の達成を想定しており、極端な財政収縮を回避できそうだ。加えて、このプログラムの主な目的は、課税の重点を給与税から国内消費税へとシフトすることで（いわゆる「フィスカル・デバリュエーション（fiscal devaluation）」）、国際競争力の強化と雇用改善を図ろうというものだ（経済協力開発機構—OECD—の最近のデータによると、タックスウェッジの割合と就労年齢者 1 人当たりの労働時間との間には、相関関係があることが確認されている。図 2 参照）。ギリシャでは、政府の 2011 年及び中期の財政目標を維持できるよう、一般政府の赤字幅を 2010 年の GDP 比 10.4%から 2011 年には 7.5%に縮小するための財政調整策がさらに進められる予定だ。

また、民営化による資金調達にも関心が高まっている。例えば、ギリシャ政府は最近、

表1： 財政指標、2008～12年（GDPに対する割合）

	2008	2009	推定		見通し	2011年4月「財政モニター」との		
			2010	2011		2010	2011	2012
全体的財政収支								
全世界	-1.9	-6.7	-5.5	-4.6	-3.7	0.1	0.1	-0.2
先進国	-3.6	-8.8	-7.5	-6.8	-5.3	0.1	0.3	-0.1
米国	-6.5	-12.7	-10.3	-9.9	-7.8	0.3	0.9	-0.3
ユーロ圏	-2.1	-6.4	-6.1	-4.3	-3.4	-0.1	0.2	0.3
フランス	-3.4	-7.6	-7.1	-5.8	-4.9	-0.1	0.0	0.0
ドイツ	0.1	-3.0	-3.3	-1.9	-1.1	0.0	0.5	0.4
イタリア	-2.7	-5.3	-4.5	-4.1	-3.2	0.0	0.2	0.3
スペイン	-4.2	-11.1	-9.2	-6.2	-5.1	0.0	0.0	0.6
日本	-4.2	-10.3	-9.6	-10.5	-9.1	-0.1	-0.5	-0.7
英国	-4.9	-10.3	-10.2	-8.5	-7.0	0.3	0.0	0.0
カナダ	0.1	-4.9	-5.6	-3.9	-2.6	-0.1	0.7	0.2
新興国	-0.4	-4.8	-3.7	-2.7	-2.2	0.1	-0.1	-0.1
中国	-0.4	-3.1	-2.6	-1.6	-0.7	0.0	0.0	0.2
インド	-7.2	-9.7	-9.2	-8.5	-8.1	0.2	-0.2	-0.6
ロシア	4.9	-6.3	-3.5	-1.4	-1.6	0.0	0.2	0.1
ブラジル	-1.4	-3.1	-2.9	-2.8	-2.9	0.0	-0.4	-0.4
メキシコ	-1.3	-4.8	-4.1	-2.7	-2.6	0.0	-0.9	-0.2
南アフリカ	-0.5	-5.2	-5.8	-5.7	-5.0	0.0	0.0	0.0
低所得国	-1.4	-4.2	-3.1	-2.9	-2.6	-0.2	-0.3	-0.2
G-20 先進国	-4.2	-9.4	-8.1	-7.6	-6.0	0.1	0.4	-0.2
G-20 新興国	-0.3	-4.8	-3.6	-2.7	-2.3	0.0	-0.2	-0.2
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）								
全世界	-2.4	-4.1	-4.4	-4.0	-3.2	0.0	0.0	-0.1
先進国	-3.3	-5.5	-5.6	-5.1	-4.2	0.1	0.4	0.0
米国 ²	-4.6	-6.8	-7.2	-7.2	-5.8	0.3	0.9	-0.1
ユーロ圏	-2.8	-4.6	-4.3	-3.2	-2.6	0.0	0.1	0.2
フランス	-2.9	-5.2	-4.9	-4.2	-3.6	0.4	0.2	0.1
ドイツ	-0.9	-1.1	-2.4	-1.9	-1.3	0.0	0.2	0.2
イタリア	-2.4	-3.2	-2.8	-2.5	-1.8	0.0	0.2	0.3
スペイン	-5.3	-9.7	-7.5	-4.7	-4.1	0.0	0.0	0.6
日本	-3.7	-7.0	-7.7	-8.1	-7.7	-0.2	0.2	-0.3
英国	-5.9	-8.5	-8.0	-6.5	-5.1	0.3	0.1	0.1
カナダ	0.0	-3.2	-4.0	-2.9	-2.2	0.0	0.7	0.0
新興国	-2.2	-4.5	-4.0	-3.3	-3.0	0.0	-0.2	-0.2
中国	-0.9	-3.4	-2.9	-1.8	-1.0	0.0	0.0	0.0
インド	-9.3	-10.7	-9.6	-8.9	-8.6	0.4	-0.1	-0.9
ロシア	3.7	-3.4	-1.7	-0.6	-1.3	0.1	0.1	0.0
ブラジル	-2.1	-2.0	-3.1	-3.0	-2.9	-0.1	-0.4	-0.3
メキシコ	-1.8	-4.5	-4.1	-3.0	-3.0	0.0	-0.9	-0.3
南アフリカ	-2.1	-4.8	-5.0	-4.9	-4.4	0.0	0.0	0.0
G-20 先進国	-3.4	-5.5	-5.8	-5.6	-4.5	0.2	0.5	0.0
G-20 新興国	-2.1	-4.6	-4.0	-3.3	-2.9	0.0	-0.2	-0.2
一般政府債務総額								
全世界	57.6	64.7	67.0	69.3	70.3	-0.2	-0.1	0.1
先進国	79.4	91.5	96.8	101.9	104.1	0.3	0.4	0.4
米国	71.2	84.5	91.2	98.3	102.3	-0.3	-1.2	-0.6
ユーロ圏	69.7	79.1	85.4	87.9	88.7	1.3	1.3	1.0
フランス	68.3	79.0	82.4	84.8	86.6	0.6	-0.1	-0.3
ドイツ	66.3	73.4	83.2	82.3	81.0	3.2	2.2	1.5
イタリア	106.3	116.1	119.0	120.6	120.3	0.0	0.3	0.3
スペイン	39.8	53.3	60.1	67.5	69.7	0.0	3.5	2.6
日本	195.0	216.3	220.4	233.2	236.7	0.1	4.1	3.3
英国	52.0	68.3	77.1	82.9	86.5	-0.2	-0.1	0.0
カナダ	71.1	83.3	83.9	82.7	81.6	-0.2	-1.5	-1.4
新興国	35.3	36.7	35.3	34.6	34.3	-0.7	-0.7	-0.4
中国	17.0	17.7	17.0	16.5	15.7	-0.7	-0.6	-0.5
インド	74.3	74.0	68.1	66.2	65.9	-4.1	-4.5	-4.0
ロシア	7.9	11.0	11.7	11.4	12.1	1.9	2.8	3.3
ブラジル	70.7	67.9	66.1	65.6	65.2	0.0	-0.1	0.2
メキシコ	43.0	44.6	42.7	42.4	42.6	0.0	0.1	0.4
南アフリカ	27.3	31.5	36.3	40.5	42.8	0.0	0.0	0.0
低所得国	38.9	43.1	42.1	42.3	41.3	-0.2	-0.3	-0.6
G-20 先進国	84.3	97.3	102.9	108.4	110.9	-0.1	-0.1	0.0
G-20 新興国	35.2	35.8	33.8	32.8	32.3	-0.8	-0.7	-0.5

出所：2011年6月WEO及び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）。

注：PPP-GDP加重後の平均値（2009年の加重率使用）。各見通しはIMFスタッフによる現行政策の評価を基に算出。

1 全体的財政収支と景気循環要因調整後の財政収支の欄では、+の値はより少額の財政赤字を、また債務総額の欄では、+の値はより多額の債務を示す。

2 赤字に影響する金融部門向け支援は除外。

表2：IMFの支援プログラムを受けている一部欧州諸国：
2011年に採択または発表された政策措置

国名	歳入及び他の収入	歳出	合計
ギリシャ ¹	固定資産税やVAT（付加価値税）を含む租税支出の削減、延滞税や追徴金税などの徴収加速化に向けた施策、燃料密輸対策、通信事業ライセンス更新、空港コンセッションの延長（GDP比2.4%）	公営企業の賃金引下げ、および関税引上げ、公営事業の再編成、公務員の人件費の削減（短期契約の削減、自主的退職ベースの雇用の削減など）、医療改革（薬や他の関連コストの節減、病院での患者負担増額）、家族手当にたいするミーンズ・テストなど社会保障制度の合理化、一般政府以外の公的事業に対する給付金、運営費、軍調達の削減（同2.7%）	5.1
アイルランド ²	個人所得税の税率等級と税額控除の改正、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の引締め、租税支出削減（同1.2%）	公務員給与、裁量的支出、非累進的福祉給付金および資本支出の削減（同2.6%）	3.8
ラトビア	VATの1%ポイント引上げ、社会保障税、物品税、不動産税、車両税、国営企業（SOE）の配当性向、金融安定税とその他税金以外の収入の引上げ（同2%）	公務員、財・サービス、補助金、グラント、医療支出、地方政府へのトランスファーの削減、および社会給付金の改革（同0.8%）	2.8
ポルトガル	VAT標準税率の引上げ（2%ポイント）、PIT・CIT率の引上げ、社会保障税の課税対象の拡大、銀行部門への新規課税の導入、通行料金導入、追徴金の改正（同2%）	公務員給与ならびに公務員数の削減、年金凍結、社会給付金の削減とミーンズテストの改善、資本支出と中間投入額の削減、医療・医薬品に対する政府支出の削減、SOEと地方政府へのトランスファーの削減（同3.7%）	5.7
ルーマニア ³	VAT率を5%ポイント引上げ、物品税の引上げ、PIT・SSCの税の課税対象の拡大（同2.1%）	公務員の賃金と雇用の削減、祝日・追加ボーナスの撤廃、年金凍結、非効率的な社会給付金と義務化された検査の削減、暖房補助金の削減と医療改革（同2%）	4.1

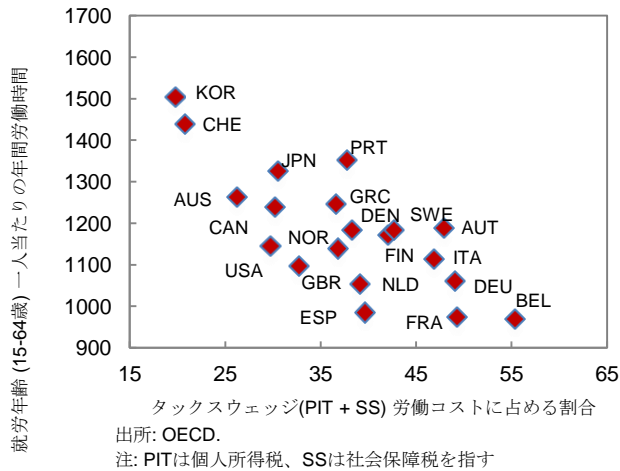
¹ 財政への影響見通しは、中期的財政戦略の一環として発表されたが、議会による最終手続き或いは承認が行われていない新規施策も含む

²

財政収支に影響しない雇用イニシアティブ（個人年金基金に対する一時的課税により資金調達）は、観光関連項目の一部への低率VATの削減、雇業者社会保障負担金の2013年末まで半減、失業者を対象とした新規研修職の導入、道路再建、学校維持、家庭のエネルギー効率改善にむけた設備投資プロジェクトの重視

³ VAT率の引上げと公務員給与の削減は、2010年半ばに実施。

図2： タックスウェッジと就労年齢者
1人当たりの労働時間（2010年）



2年間（累積）でGDP比およそ6.5%に当たる民営化収入を確保する計画を発表した。これは野心的な目標だが、前例がないわけではない。2年間という期間で累積でGDP比5%以上の収入を実現した例は、欧州で過去20回ほどあった。

欧州での財政調整作業には機構と規則の強化を伴っている。近年の英国やドイツでの改革（前者の例：財政審議会の導入、後者：同国憲法の均衡財政規定）を受け、フランス、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガルをはじめとする数カ国では、予算編成過程の改善を目指すイニシアティブが論議的的となっている。欧州議会で現在審議中の欧州連合指令書の草案には、それまで「安定・成長協定（SGP）」の執行の妨げとなってきた、各国の予算機関や予算編成手続きの弱点について取り上げられている。こうした弱点としては、中期的方向性の欠如、過度に楽観視した公式見通し、SGPと整合的な法的執行力をもつ国家財政目標の不在、予算データの透明性欠如、そして租税支出、保証、その他の偶発債務から生ずる財政リスクの監視及び管理不足などが挙げられる。この指令を各国で立法化する期限は2013年末となる見込みだ。

米国では、2011年の予想赤字幅が大幅に下方修正された。これは、4月15日以降の歳入デ

ータがより良好だったことと（2010年キャピタル・ゲイン税からの相当額の増収に一部起因）、歳出が当初の予想以上に抑止されたことによるものだ。その結果、景気循環要因調整後の2011年の財政赤字は、2010年のような財政刺激策につながるものとはみられていない。それに伴い、先に発表された2012年の財政目標の達成に際しては、以前に予想されたほど急激な調整を行わずにすみそうである。また、財政持続可能性の確保については、米議会が承認した目的を伴った（例えば、具体的な債務目標）、説得力のある中期的財政調整計画を支える包括的かつ均衡のとれた一連の具体的施策に対する幅広い政治的支持を醸成することが急務である。さらに、社会保障制度の改革や、効率促進（例えば、租税支出の撤廃による税基盤の拡大。2011年4月の「財政モニター」参照）に努め、さらに的を絞り込んで現在の歳出増加に取り組むような調整策に注視すれば、調整の成長への短期的な負の影響を抑え込むのに役立つであろう。これに関連しては、最近2つの異なる財政再建にむけた青写真が示された。一方は、4月に発表された米大統領の案、他方は、共和党の支持を受けた米下院の予算決議案で、共に、向こう10～12年間でおよそ4兆ドルの削減を目指す大型案である。ただし、各案が削減額算出の基にした政策ミックス、マクロ経済の想定、そして予算のベースラインについては両者間で大きな隔りがある。債務残高の上限を近々引き上げる必要上（米当局によると8月初旬を期限としている）、具体的な再建策のリスト作成の第一段階をめぐる交渉に力が注がれている。債務残高の上限引き上げは不可避であり（どの計画案にも引き上げの必要性が盛り込まれている）、例外として扱うべきでもない。それというのも、過去数十年間で70回以上、ここ10年間で10回の引き上げが行われているからだ。それでも米議会が上限引き上げに消極的な場合は、厳しい市場反応を引き起こすリスクを伴うだろう。さらに、債務の発行額をネットでゼロに抑えるには、今年いっぱい非現実的ともいえる多額の支出削減を行わなければならない。従って、4月の「財政モニター」の予測より状況が好転しているものの、優先事項はやはり中期的財

政調整計画で合意を得ることといえよう。

日本、オーストラリア、ニュージーランドでは、最近の災害が財政収支にマイナスの影響を及ぼしている。日本では、財政赤字とそのGDP比が、今年の産出量の伸び悩みと歳入不振、さらに復興コストの増大により、2011年と12年の両年で先の予想より高いものとなろう。5月に承認されたGDP比0.8%に当たる補正予算（すでに2011年4月の「財政モニター」の予測に含まれている）に加え、2011年後半には、さらに別の補正予算が組まれると見られており、それにより2012年の歳出はGDP比で1%ポイント以上増えると予測されている。こうした財政収支のさらなる悪化を踏まえると、より突っ込んだ中期的財政調整計画（税制措置をその中心に据えた）を定義することは、なおさら急務だといえる。オーストラリアでは、5月に発表された予算は、2010/11年及び2011/12年の赤字幅は、2010年11月の年央経済・財政見通しの予測よりGDP比でそれぞれ0.5%から0.75%上昇すると推定している。これは、より軟弱な経済（災害に一部起因）による歳入減少と、世界金融危機中に累積した損失が当初の推定以上に多額だったことを反映したものだ。先の震災により既存資本ストックへの損害が総産出量に対し最大の割合を占めたニュージーランドでは、復興コストの大半を、国家災害基金、オフショア再保険、民間保険でカバーし、残額は中央政府による借入で調達する予定だ（2011年のGDP比で2.75%に相当）。同国政府は、震災にもめげず、先の計画より1年早めの2014/15年に黒字への転換を目指している。

新興国と低所得国の主な課題は、景気過熱化の回避と持続可能性を損なわずに火急の社会ニーズに取り組むこと

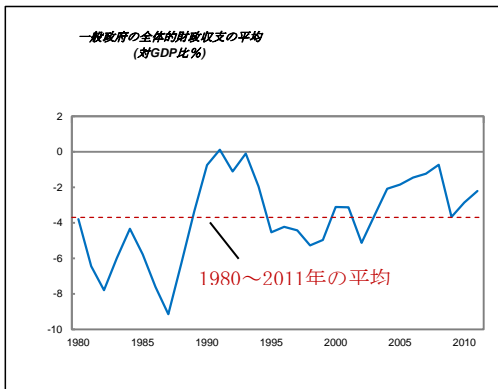
新興国と低所得国では、財政赤字と公的債務の削減が徐々に進められている。そのうち、高い輸出価格を享受してきた一次産品生産国など数カ国では、経済回復が加速的に進み、今後の課題は景気過熱の回避にある。トルコの内需の急速な拡大は、特に輸入を中心とし

た経常赤字拡大と歳入増加にも反映されている。これほどの力強い増収は一時的な恐れがあるため、相当部分を貯蓄し、インフレは抑止すべきである。中国では、財政刺激策の随時解消が今年の予算に盛り込まれている。また、ポーランドでは今年、GDP比およそ1%の歳出削減が実施されている。

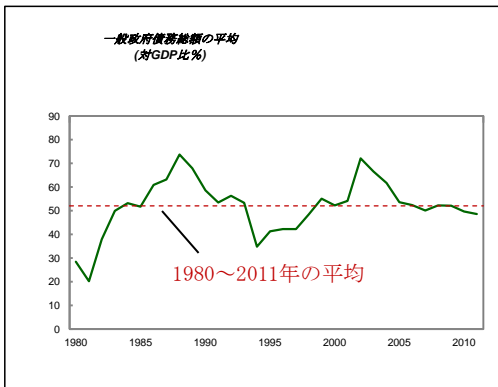
多数のラテンアメリカ諸国では、2010年に比べ、2011年には全体的な財政収支が改善される見通しだが、財政ポジションは、過去の経緯を見ると決して強固とはいえない（ボックス1参照）。財政スタンスは、中期的な財政ルールに概ね整合している。チリを除き、これらのルールは、ほとんどの場合、景気循環要因調整後の定義ではない。いずれの場合も、景気過熱圧力の緩和策をさらに取ることが可能だ（図3参照）。一方、新興市場の基準にしては高めの債務比率が続いているブラジルでは、4月末までの財政実績が示す通り、基礎的財政収支の黒字を2011年にGDP比3%とするための刺激策解消作業が軌道に乗っており、さらに同国の国立開発銀行への国庫貸付額が減っていることが分かる。全体的な財政収支のわずかな下方修正は概ね、予想される利払いの増加を反映したものだといえる。メキシコでは、支出抑制、堅実な経済成長、そして原油価格の高騰による歳入増加に牽引され、財政再建が進んでいる。2012年以降は、均衡財政規則の遵守により、公的債務とそのGDP比の随時削減を確保することができよう。コロンビア政府は、昨年の大洪水に伴い、インフラ整備・復興プロジェクトへの支出を増大させる予定だ。成長が堅調に続く中で、この資金は税収増加により相殺できよう。一方、財政ルールの確立については現在、議会で討議中である。ペルーの財政赤字は、財政責任法の下、引き続きGDP比0.5%の目標に沿ったものとなろう。全体的には、歳入が引き続き増し、インフレ期待が高まり続ける中、これらの国々は、内需圧力の抑制、財政貯蓄の積み増しに向け、財政目標以上の実績を示すことが望ましい。とりわけ、多額の資本流入と商品価格高騰に伴う歳入増大が一時的である可能性を踏まえると、なおさらだ。

ボックス1：過去の経緯からみたラテンアメリカの財政の動き

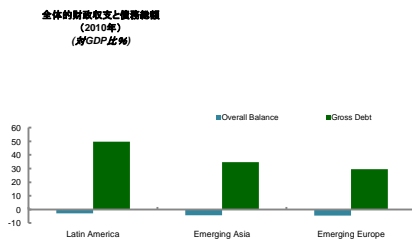
ラテンアメリカのほとんどの国は、先の世界金融危機の嵐を無難に乗り切ったが、これら諸国の財政ポジションは、過去の経緯からみても、また他の新興国と比べても、決して強固とはいえない。域内の多数の国は、それまでの良好な追い風が突然向かい風に転じたときに、自国を保護し、優先的支出を行える余裕を作るために、赤字削減のスピードをあげ支出の方向性を見直す必要に迫られている。



出処：IMFスタッフによる推定および予測、ならびに政府財政統計



出所：IMFスタッフによる推定および予測、ならびにFAD 公的債務の推移データベース



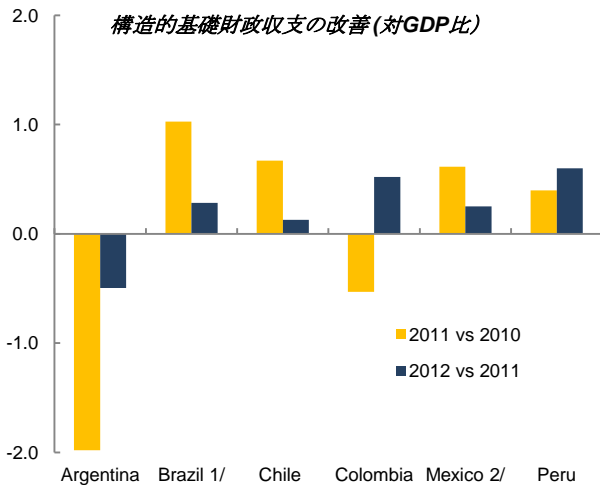
出所：IMFスタッフによる推定および予測

ラテンアメリカ諸国の財政ポジションは 2011 年により強固になる見通しだ。財政赤字は GDP 比で平均 2.5%に低下し、公的債務も GDP 比 50%程度になるとみられる。だが、この債務比率は、1980～2010 年の平均とさして変わらず、1990 年代半ばの比率より高くなっている。それでも、多くの国では、それ以降、使用通貨や満期など、債務構造の改善を図ってきたことから、脆弱性が低下したことは確かだ。同様に、ラテンアメリカ諸国の財政収支は、他の新興国のポジションと比べ、総体的にいくぶん良好であるが、債務の水準はアジアや欧州の新興国のそれをしのいでいる。

グローバル・リスクが依然として消えず、歳出に多難な前途が待ち受ける中、いちだんと慎重な財政政策スタンスをとることが適切といえよう。商品価格高騰、資本流入といった追い風が、歳入面のパフォーマンスを支えたケースもいくつかある。ただし、これは一時的現象かもしれない。また、世界的低金利の環境は、各国の利払いの負担軽減に役立った。加えて、ラテンアメリカ諸国は、インフラ投資の強化や、人口高齢化に伴う歳出増大の圧力にも対応する必要がある。ちなみに、医療・年金コストは、向こう 20 年間に GDP 比で平均約 3%、向こう 40 年間で 7.5%も上昇すると予測されている。さらに、金融市場情勢は改善したものの、巨額の資金流入や緩和的与信状況は（信用急増や過剰なリスク・テイクにより）、金融システムにリスクを呈しており、予算への影響も考えられる。

財政政策は景気循環的となることを抑えるためにも、景気循環要因調整後の目標に関連した財政ルールを定義し直すことも考慮すべきである。

図3：構造的基礎財政収支の改善
(対GDP比)



出所 IMF スタッフによる推定並びに予測

注：構造的基礎財政収支は、資産・商品価格、或いは基本的な財政ポジションに影響を与えない偶発的な項目を差し引いた後の景気循環要因調整後の基礎財政収支を指す

1/ 国庫からの開発銀行(BNDES)向け移転は除外

2/ 一次産品取引からの収入を差し引いた後の景気循環要因調整後の基礎財政収支

多くの新興国や低所得国にとり、燃料・食料価格の高騰は、財政に相当な打撃となると考えられる。例えば、インドでは、過去2四半期ほどで燃料・食料補助金が急増し、支出超過を引き起こしそうである。実際、この観測に違わず、2012年の予想赤字幅は、2011年4月の「財政モニター」の予測より上方に修正された。インドの財政赤字は今後数年にわたり徐々に減る見通しだが、それでも高水準が続くであろう。同国の債務比率は、主に産出高の急増により、穏やかに低下するものとみられる。

食料・燃料価格高騰の影響が尾を引く中、中東・北アフリカでは、政治的混乱も経済活動と歳入に大きな痛手を与えている。各国政府は、補助金拡充、公務員給与と年金の引上げ、現金の追加支給、減税などの措置で対応した。こうした施策の規模は、無視できるほど少額なものから、GDP比で数パーセントに至るものまであり、石油輸入国より産油国の方が大

きめのきらいがある。中でもサウジアラビアで実施された施策は最大の規模で、2011年2/3月の財政パッケージでは、(フルに実施された場合)、GDP比で推定19%に匹敵する規模が見込まれている。そのうち、GDP比でおおよそ5.5%は2011年に支出される予定だが、このパッケージの3分の2に当たる資本支出は、数年間にまたがるもようだ。最近、IMFに金融支援を求めたエジプトでは、補助金や社会支出が大幅に増えた一方、歳入は減少した。今後の重要な政策目標としては、公的債務のGDP比の安定化と随時削減、そして社会プログラムへの支出の移行にあらう。より一般的には、同地域での最近の出来事により、特に若者を対象とした失業対策の必要性が改めて急務として浮上した。さらに、各国の事情によって異なるが、幅広い経済・労働市場の改革という文脈の中で、実現可能な労働集約的インフラ・プロジェクトや、最脆弱層を保護するための資力調査(ミーンズ・テスト)を実施した上での現金給付を行っていくことが、この面で役立つかもしれない。非石油関連の歳入を強化する措置も必要とならう。

国債市場は幅広く安定しているが、一部の欧州諸国に対する圧力が高まりを見せている

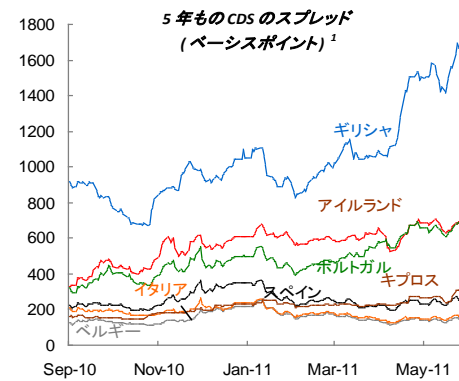
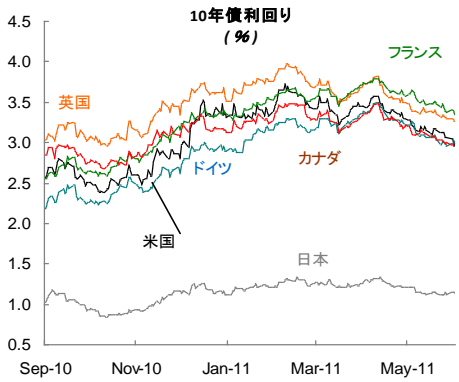
中東・北アフリカでの政治的展開、災害、そして4月にスタンダード&プアーズ社が発表した、米国と日本に対する国債信用格付の悲観的な見通しなどにもかかわらず、大型先進国における国債利回りは依然として低水準で、赤字削減に対する意欲をそぐ形となっている

(図4及び2011年6月の「国際金融安定性報告書アップデート」参照)。ベルギーとイタリアに対する悲観的な見通しの発表(5月)については、やや大きめの影響を及ぼしたが、その後、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)スプレッドは元の水準に戻った。同様に、新興国におけるスプレッドも安定している。

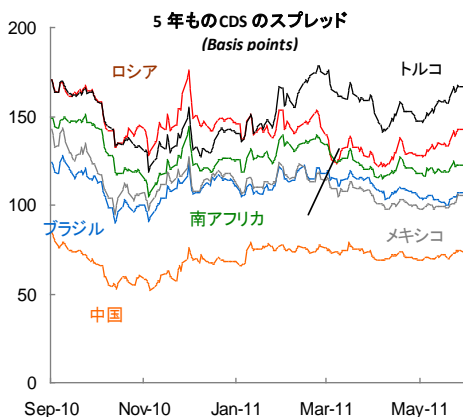
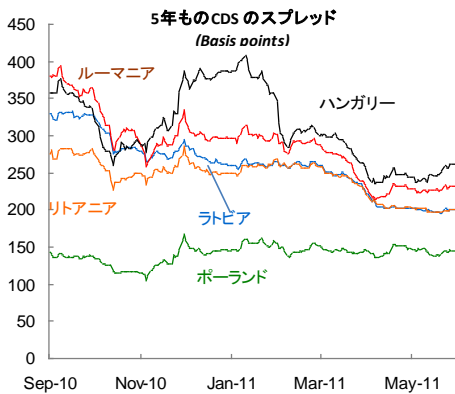
対照的に、債務の持続可能性をめぐる市場の懸念は、ギリシャでは引き続き深刻となっている。

いる。同国ではスプレッドが 2010 年末以来 600 ベーシスポイント上昇し、6 月初旬には

図 4：ソブリン債市場の最近の動向



¹ スプレッドが 100 ベーシスポイント以上の欧州の一部先進国

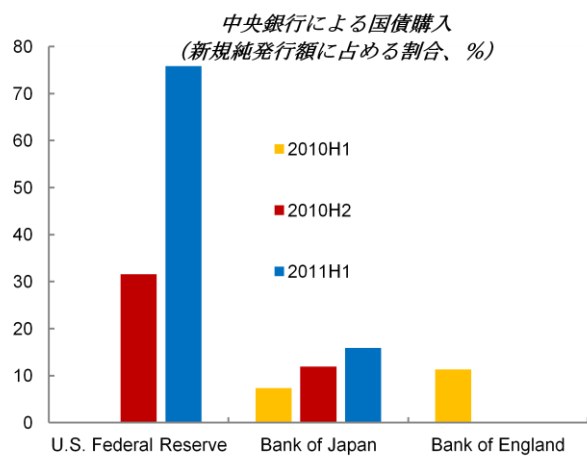


1,700 ベーシスポイントに近づいた。アイルランドとポルトガルでは、100~230 ベーシスポイント上昇し、700 ベーシスポイント以上に達した。いずれの場合も、欧州中央銀行 (ECB) による流通市場での国債購入活動が停止すると、公的債務のダイナミクスをめぐる懸念の高まりが一段と明白となった。その一方で、特にキプロスに対するリスク感が悪化した。

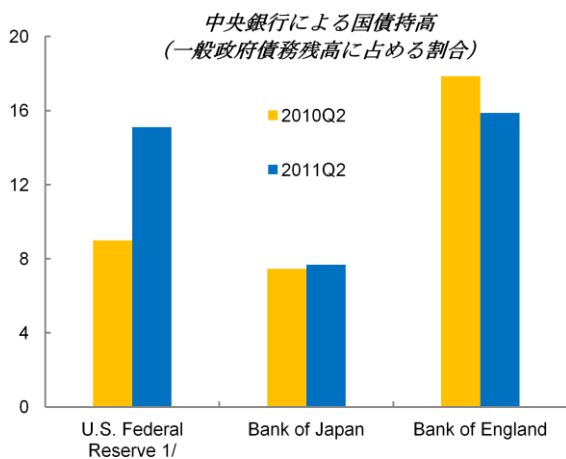
他のユーロ圏内の国々への波及はより限定的で、ベルギー、イタリア、スペインにおけるスプレッドは概ね安定している。ただし、これらの国では、財政再建が進行中であるにもかかわらず、スプレッドは 140~260 ベーシスポイントの幅で推移している。それに対し、バルト海・東欧の一部ではスプレッドが低下している。ラトビア、リトアニア、ルーマニアでは、2011 年初めから、50~70 ベーシスポイント低下し、およそ 200 ベーシスポイントとなった。財政改革が前進し、経済成長のパフォーマンスが向上する中で、これは市場の信認の高まりの兆候といえよう。

大型先進国の一部の中央銀行は、発表通り、本国政府発行の債券を引き続き買い取り、そのシェアは相当な割合に達している。米国連銀による国債購入は、2010 年末以来、5,000 億ドルに達し、上場された米国債の 15% を保有している。6 月末に終了する第二次量的緩和 (QE2) の下で、総額 6,000 億ドルの資産購入が予定されている。日本銀行 (BOJ) による国債購入も続いている。BOJ は現在、同国の発行する国債残高の 7.5% を保有している。一方、欧州中央銀行 (ECB) による市場介入は 3 月以来行われていないが、それでも、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの発行する国債残高合計の 11% を現在も保有している。対照的に、英国銀行は、およそ 1 年前から、基本的に国債の純購入を行っていないが、依然として英ソブリン債の発行残高の 16% を保有している。今後も相当額の資金調達を図りたい環境では、こうした多額の国債ポートフォリオを減らすことは難しいかもしれず、各国の中央銀行は、手持ちの国債の大部分を満期まで保有する可能性が大いにありそうだ。

図5： 中央銀行による国債購入



出所: Bloomberg, Haver Analytics,、及びIMFスタッフ推定
 注: 2011年5月現在のデータ。新発債純発行額とは、日本では一般政府債務残高の変化を、米国では上場された財務省債残高の変化を、また英国では償還後のギルト債の純発行額を指す。



出所: Bloomberg, Haver Analytics,、およびIMFスタッフ推定
 注: 2011年5月現在のデータ
 1/ 上場された財務省債に占める割合