

Back Number

本論文は

世界経済評論 2021年9/10月号

(2021年9月発行)

掲載の記事です



世界経済評論

定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店



瀬藤 澄彦

帝京大学元教授

絶望を希望に変える欧州財政金融政策は可能か

財政と金融の禁断の融合が進む

ノーベル経済学賞受賞バナジューとデュフローがその著「絶望を希望に変える経済学」で問いかけるようにEUは果たして苦難を希望に変えられるか。

第1に財政政策については、欧州連合は19年欧州議会選挙の後、苦渋に満ちたEU新首脳部の選出を巡る攻防を経て成立した7ヵ年多年度予算と、「ゲーム・チェンジ」と形容され「画期的」なグリーン・リカバリー基金の難産が象徴的である。一方でEU財政ルールは2021年末までの凍結後の再起動のことには口をふさいだままである。アムステルダム協定など過去の財政金融ルールをBBB (Build Back Better) の考え方で新たな地球環境、債務、格差などの課題に応える基準協定づくりは本当に達成されたのか。IMF元チーフエコノミスト、ブランシャールら有力エコノミスト3名による21年2月の緊急提言はEUのその手法、とくに時間軸と意思決定などがもう時代の要請に合わないとする。

振り返ると、1992年のマーストリヒト条約以来の財政赤字3%、対GDP公的債務比率60%というEU機能条約第126条の財政ルールは、アムステルダム協定、リスボン条約、欧州セメスター事前監視制、などによって補強されてきたが、11年のユーロ危機、そして今回のコロナ危機などで財政ルール適用は22年まで停止となった。そうでなくてもすでに03年にはドイツとフランスはいち早く財政赤字3%基準を逸脱したが、ECOFIN (EU財政担当閣僚理事会)はその両国の反対で制裁できず、以来、アムステルダム安定成長協定は完全に有名無実化、05年来の「柔軟な」基準の適用がま

かり通り、ギリシャ危機はその延長線上に過ぎなかった。以来、財政収支は各国で軒並み悪化、財政と金融の禁断の融合が進む。欧州中央銀行(ECB)は国債引受、即ち赤字穴埋めのための財政ファイナンスや民間企業救済にも乗り出すことが常態化するルール違反が続いている。最近では金融政策が量、質、マイナス金利、長期金利という4次元で複雑に絡み合うようになった。物価上昇目標も2%でなく1%を出口戦略とする話もある。

このような首尾一貫性を欠く政策のなかでEU経済政策の改革イデオロギーは、結局はドイツ流のオールド社会市場経済型の緊縮政策に傾斜してきた。ブランシャールらは一律のルールに代えてもっと複合的な国別かつ時間差のある財政基準も裁量的に可能とすることを提起。自動車の速度制限に例えて時速何キロという定量でなく「過度に速度を出さないこと」という定性的な基準として各国の成長率、金利、政策ツールなど複雑に異なる事情を勘案して債務の持続可能性を点検することを求めている。実際の審査評価はもはやEUのトリロークと呼ばれるEU委員会・EU理事会・欧州議会ではなく公的な財政審議会かEU裁判所が行うべきと提言している。現在のセメスター制度などに典型的にみられていたような財政政策は終わり、PIIE提言のように、ex ante事前処理型からex poste事後処理重視のレジームに移行していくであろう。22年か23年までの猶予期間の後、その硬直的な財政規律は精緻だがより複合的な財政基準に移行していかざるを得ない。

ECBの財政赤字ファイナンスが常態化

第2に欧州連合はユーロ危機からの出口戦略の糸口も見いだせないまま、「流動性の罠」、すなわち利子率の著しい低下のもとでいくらマネーサプライを増やしてもはや投資を増やす効果は得られない状態に陥ってしまった。金融政策の矛盾が問題解決を先送りし、その度に危機は将来さらに深刻化していく。結論的に言えばパンデミック対策として大規模に実施されるECBによる長期国債の買入れは事実上の財政赤字ファイナンスを常態化させようとしており、国債のマネタイゼーションが進行している。

変動相場制の時代では金利機能の高低はIS-LM曲線を通じて為替レートを介して輸出入の水準に影響をあたえる。フロート下では財政政策よりも金融政策が功を奏すので経済政策の重点は金融政策に比重が置かれてきた。複合化したトレードオフの政策目標の重なり合うEU財政金融政策は、金利とインフレ率と為替レートのトライアングルにおける相関と矛盾が錯綜する。金融政策の波及プロセスはケインジアン・アプローチでは金利の変化に応じた資産効果などを通じて効果を及ぼしていくとされている。かつてグリーンズパンFRB議長の金利判断は「名人芸」と言われたが、ルールか裁量で悩んだ米欧日の中銀はインフレ率と需給ギャップを勘案したテーラー政策金利を採択した。しかしゼロ金利とデフレに近い低成長下ではこの方程式から有意な政策金利を引き出すことは不可能であった。根拠の乏しい2%という目標物価上昇率に加えてECBは2014年6月よりマイナス金利導入に踏み切り、日銀やFRB同様、ECBも大量の国債購入、同時に消費者物価指数が安定的にゼロ以上になるまで続行するという時間軸政策、フォワード・ガイダンスを実施するようになった。

マーシャルの方程式が示唆する実質金利＝名目金利－物価上昇率の関係のなか、デフレ下のマイナス金利深堀りというジレンマに陥ってしまった。最新のIMFはここ8年間のマイナス金利についての猜疑心が行き過ぎであったとして、G7金融当局は再度、マイナス金利政策(NIRP)を再評価し未導入の中銀に採用を促してしまった。マイナス金利深堀りによる金融機関の収益悪化という副作用を警戒しながらも、それ以上にユーロ高がさらに物価の押し下げ要因となって、ユーロ圏の消費者物価指数(HICP)は昨年後半5か月連続の下落というデフレに陥っている状況では金融の引締めは困難である。

問題の先送りで深い悪循環の罠に陥る

深い罠から脱出するために中央銀行は、中長期の債券の購入を通じた流動性の確保、イールドカーブ(金利)の引下げ、中銀の負債規模の見直し、銀行貸出し支援、中銀の意図の明確化、いわゆるフォワード・ガイダンスの4つが非伝統的金融政策として展開されるようになった。2012年のECB前総裁ドラギの有名な発言「ユーロ防衛のためなんでもやる」と市場を牽制した時をも上回るコロナ危機に対し20年3月、ECBは資産購入プログラム(APP)と7500億ユーロの大型緊急購入プログラム(PEPP)を発動、ラガルド総裁は「イタリア救済のためでない」と発言したが、それがかえって市場に不安を煽った。ラガルド総裁はユーロ圏加盟19カ国を対象にしたものでパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は総額1兆3500億ユーロ以上の前代未聞のユーロ圏向け大型の資産購入であると前言を打ち消した。この発言でユーロ国債利回りは急低下した。

今や異端とされてきたゼロ金利、量的緩和、フォワード・ガイダンスによる時間軸政策な

どの金融政策はかつては日銀だけであったが、世界の主要中銀が採用するようになってしまった。世界的デフレ危機からの出口戦略が模索されるなかユーロ圏では2%が消費者物価（CPI）指数のインフレ水準とされてきたが、5年平均のCPI上昇率は2013年以降、1~0%近傍というディスインフレを乗り越え事実上のデフレーションが進行。欧州では「ジャパニゼーション化」という表現で不安が醸成される。ECBはなりふり構わないイタリア国債購入によってローマ発の金融危機を一応防ぐことに成功した。EUはドムプロウスキス欧州委員会上級副委員長が21年3月、財政基準を「一般的な適用回避」（general escape clause）として停止宣言した。しかしこの選択はEUの金融問題を遅延化させたに過ぎずEU条約第123条ではECBによる国債購入は禁止されており、「流通発行市場での国債の直接受けは財政ファイナンスでない」というのは言い逃れである。EUは節度を欠き将来にまたそのつけを延ばしたと言われても仕方ない。

最後に今後の展望に触れておきたい。EU多年度予算の収支均衡の原則はよく知られているが、予算規模はEU加盟国国民1人当たり負担額1日約67セントでコーヒー1杯の半分にも満たない額である。変動相場制は雇用隔離効果により各国の経済政策の裁量を可能にする。しかしユーロ共通通貨導入は裁量を不可能とし加盟国は調整メカニズムとして国内価格、賃金、債券利回りなどを切下げることによって競争力を回復するしかなくなってしまった。経済格差是正が進まないなかユーロからの離脱も難しく

悪循環の罠に陥る。さらに公的債務問題は持続可能な水準にあるかどうかはドーマーの条件たる関数によって表現される。債務比率を一定の範囲内に収束させるためには名目成長率が長期金利を上回る必要がある。長期金利を低めに抑え名目成長率を高め維持するべく、インフレ・ターゲットの設定、大量の国債買入れ、長期金利の引下げ、物価上昇率引上げによる名目成長率引き上げの金融政策が求められる。

EU財政金融政策はプラス金利を前提に低い債務水準を前提とするものであったが、コロナ危機の続く中、高い債務水準と非常に低い水準の金利で推移している。PEPPによってユーロ圏の長期金利は低下、イタリア10年物国債利回りは1%台に急低下、イタリア発の欧州の金融危機は回避され一時的に安定したが、問題は根深いままである。EUは機能条約第123条から126条まで健全な財政運営を心掛けるための自己責任の危機管理を厳格に規定している。禁止の掟を破ってイタリア救済、発足間近い次世代リカバリー基金の共同債券の発行は独憲法裁所の手続き停止で凍結、欧州議会の反対で視界が見えなくなった。将来におけるECBの膨張する負債バランシートの圧縮、イタリア優先のキャピタルキー・ルール（ECB出資比率）の処理、ECBの国債買入についてのドイツ連邦裁の批判と訴訟、EU委員長の独司法批判、救済時の目的と手段の整合性などいずれも統合原則の本質にかかわる。EU統合の機能主義の敗北という声も聞こえてくる。

（せとう すみひこ）