

クルーグマン教授の反緊縮論

「緊縮＝財政再建」はギリシャに当てはまらず

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- ギリシャ情勢が二転三転する中、クルーグマン教授は厳しい緊縮財政を求める債権団を強く非難し続けている。本稿ではクルーグマン教授の主張を参考に、追加的歳出削減の帰結を考察する。
- 追加的歳出削減によってプライマリー収支や債務残高のGDP比率が改善するかどうかは、当該国の税収弾性値と財政（支出）乗数、財政政策を不変とした場合の経済成長率に左右される。
- 近年、税収弾性値と財政（支出）乗数の水準は従来想定されていたより高め、との認識が広がっている。緊縮策が財政再建につながるのかどうか、従来に増して慎重に見極めるべきであろう。

1. クルーグマン教授の反緊縮論

ギリシャ情勢が二転三転する中、世界的に著名な経済学者ポール・クルーグマン米プリンストン大教授は、ギリシャに対して厳しい財政緊縮策を要請する債権団を強く非難し続けている。緊縮はギリシャ経済にとっても債権団にとっても、望まない結果をもたらすためだと言う。

「緊縮財政の四則演算」(Austerity Arithmetic) と題されたコラム(7月5日付けのニューヨーク・タイムズ・オンライン)で、クルーグマン教授は次のように述べている(図表1)。

図表1 クルーグマン教授の反緊縮論

具体的に考えるために、プライマリー収支の黒字をGDP比1%分、恒久的に引き上げると仮定しよう。(中略)ギリシャが独自の金融政策を採れないことを所与とすると、プライマリー収支の黒字を達成するには、緊縮策だけでは足りない。実際、歳出を(GDP比1%ではなく、筆者注)GDP比2%削減しなければならないと考えるのがいい。というのも、財政緊縮によって経済が縮小し、税収が減ってしまうためである。次に、このことは経済を3%縮小させることを意味する。1%のプライマリー収支の黒字を1%ポイント引き上げようとする、3%景気が悪化するというわけだ。

しかし、経済規模が小さいため、債務・GDP比率は当初上昇する。ギリシャの債務・GDP比率が170%であることを踏まえると、緊縮財政によってプライマリー収支の黒字を1ポイント引き上げようとする、即座に債務・GDP比率が5ポイント(.03×170)上昇してしまう悪影響が出てくる。(プライマリー収支は1ポイント改善するため、筆者注)このことは、債務・GDP比率が当初の水準に戻るまでだけを考えると5年かかることを示唆している。

(資料) New York Timesオンライン版より、みずほ総合研究所作成(筆者による仮訳)

2. 緊縮は財政再建につながるのか

緊縮は今のギリシャに何をもたらすのか。それを探る上で、財政乗数（財政支出乗数）、税収弾性値、及び「経済の実力」が重要な鍵を握る。ここで「経済の実力」とは、財政政策の変更がなかった場合の名目GDP成長率を指す。

以下、プライマリー収支・GDP比率の変化と、財政乗数、税収弾性値、「経済の実力」の関係を確認してみよう。 PB_t :プライマリー収支、 R_t :歳入、 EX_t :利払いを除く歳出、 GDP_t :名目GDP、 g_t :財政政策に変更がなかった場合の名目GDP成長率（ベースライン成長率）、 ϕ :財政支出乗数、 θ :税収弾性値、 Δ :ある変数の1期間の変化幅とおくと、プライマリー収支・GDP比率の変化幅は次のように書くことができる。

$$\Delta\left(\frac{PB_t}{GDP_t}\right) = \left[\left(\theta\phi\frac{R_{t-1}}{GDP_{t-1}} - 1\right)\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} + \theta g_t\frac{R_{t-1}}{GDP_{t-1}}\right]\left(1 + \phi\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} + g_t\right)^{-1} \quad (1)$$

ただし、ギリシャのプライマリー収支が2014年にゼロであることを利用して、 $PB_{t-1} = 0$ とおいた。また緊縮についてはクルーグマン教授のコラムに倣い、歳出の変更 $\Delta EX_t (< 0)$ として表している。

次に債務残高・GDP比率の変化と税収弾性値、財政支出乗数の関係を示そう。 D_t :t期末の債務残高とおき、債務に係る金利をゼロとすると、

$$\Delta\left(\frac{D_t}{GDP_t}\right) = \frac{D_{t-1}}{GDP_{t-1}}\left(\frac{-\phi\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} - g_t}{1 + \phi\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} + g_t}\right) - \Delta\left(\frac{PB_t}{GDP_t}\right) \quad (2)$$

さて、(1)式と(2)式から、追加的な歳出削減がプライマリー収支・GDP比率と債務残高・GDP比率の改善につながるための条件が以下のように求められる。

$$\left(\theta\phi\frac{R_{t-1}}{GDP_{t-1}} - 1\right)\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} + \theta g_t\frac{R_{t-1}}{GDP_{t-1}} > 0 \quad (3)$$

$$\frac{D_{t-1}}{GDP_{t-1}}\left(\frac{-\phi\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} - g_t}{1 + \phi\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} + g_t}\right) < \Delta\left(\frac{PB_t}{GDP_t}\right) \quad (4)$$

そこで追加的な歳出削減をGDP比2%ポイントとした場合に、

$$\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} = -0.02$$

(3)(4)式が満たされ、歳出削減が財政健全化につながるためには、税収弾性値と財政支出乗数がどのような値を取る必要があるのだろうか。

図表2の曲線は、(3)(4)式の不等号を等号で置き換えた場合の税収弾性値と財政支出乗数の関係を表しており、ベースライン成長率(g_t)の水準と共にシフトする。(3)(4)式が満たされるためには、税収弾性値と財政支出乗数の組み合わせが、当該曲線の下側領域になければならない。

IMFによればギリシャの2014年の名目成長率は▲1.8%であり、プライマリー収支・GDP比率が前年比1%ポイント改善していたことを踏まえ¹、ギリシャのベースライン成長率は▲1%近傍であると仮定しよう。このとき、ギリシャの税収弾性値と財政弾性値が1近傍(○で囲った領域)にあると考えること

ができるなら、2%の追加歳出削減でもプライマリー収支・GDP比率は改善することが分かる。

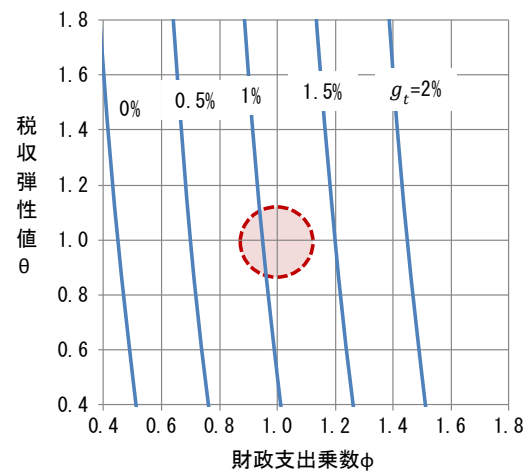
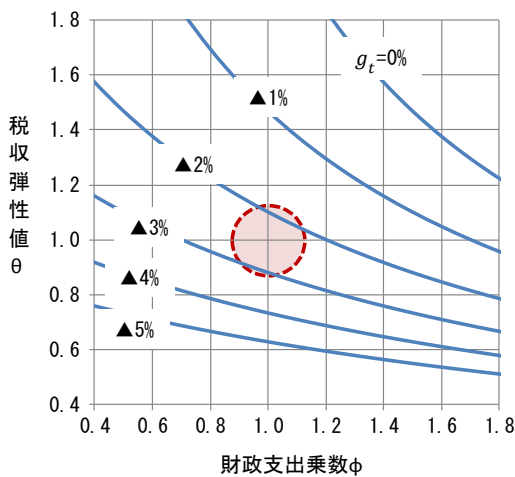
一方、税収弾性値と財政弾性値が1近傍にあるとき、債務残高・GDP比率が改善するには、ベースライン成長率は+1%を超える必要がある。ベースライン成長率がマイナスという弱い経済情勢では、債務残高・GDP比率は緊縮財政によって悪化してしまうのである。

税収弾性値と財政弾性値が1近傍にあり、ベースライン成長率がマイナスである限り、追加的な歳出削減をGDP比1%ポイントに緩めても、債務残高・GDP比率の改善には結びつかない（図表3）。

図表2 GDP比2%の歳出削減ケース

プライマリー収支・GDP比率の改善条件

債務残高・GDP比率の改善条件



(注) 各曲線の下側領域（原点に近い側）が、(3) (4)式の不等式を満たす税収弾性値と財政支出乗数の組み合わせ。

なお計算の前提は次の通り。債務に係る金利=ゼロ、 $\frac{\Delta EX_t}{GDP_{t-1}} = -0.02$ 、 $\frac{R_{t-1}}{GDP_{t-1}} = 0.454$ 、 $\frac{D_{t-1}}{GDP_{t-1}} = 1.77$ 。

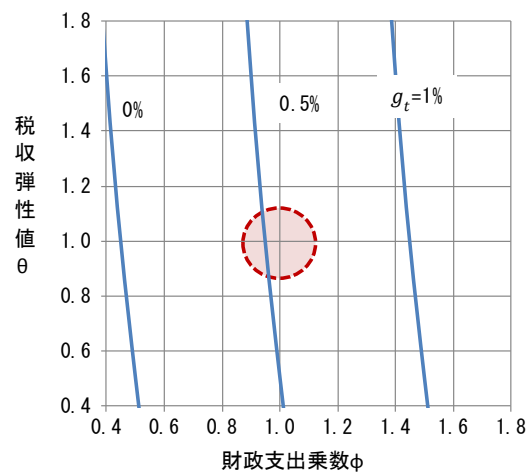
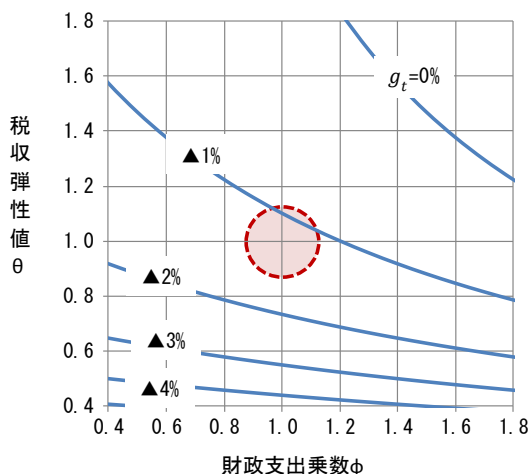
g_t はベースライン成長率。

(資料) みずほ総合研究所

図表3 GDP比1%の歳出削減ケース

プライマリー収支・GDP比率の改善条件

債務残高・GDP比率の改善条件



(注) 計算の前提や記号の意味は図表2と同じ。

(資料) みずほ総合研究所

3. 緊縮策が財政再建につながるかどうか慎重に見極める必要

ギリシャに限らず世界的に、財政乗数と税収弾性値に対する専門家の見方は、ここ数年で大きく変化している。ポイントは、緊縮財政は、従来想定されていたよりも景気と財政に与える悪影響が大きいという点である。つまり緊縮策が財政再建につながるのかどうかは、慎重に見極める必要がある。週初に報じられた新たなギリシャ支援合意は重要な進展であるものの、厳しい緊縮策はギリシャの経済成長と債務負担軽減の足かせとなり、引き続き困難な先行きを暗示している。

近年の実証研究、とりわけ2012年秋のIMF世界経済見通しを契機に、財政乗数に対する専門家の見方は大きく変化した²。IMFによれば、金融危機後しばらくの間、「財政乗数は0.5」という見方が一般的であった。しかし改めて推計し直された財政乗数は0.9~1.7の範囲を採り、これまでの考え方が間違っている可能性が示された。他にも、金融危機による大幅な需要不足や、ゼロ金利制約に直面する金融政策、あるいは世界中での同時多発的な緊縮財政という環境の下では、財政乗数が1を大きく上回る可能性が様々な実証研究によって指摘されるようになった。

ギリシャの税収弾性値についても、金融危機前と比べて大きく上昇しているとの指摘がある。OECDエコノミストによれば、間接税に関する税収弾性値は従来1とみなされていたが³、ギリシャ中銀エコノミストによると、最近では1.25~1.8の範囲に高まっているという⁴。

財政乗数と税収弾性値を低く見積もるほど、追加的な歳出削減は財政再建につながりやすい。緊縮策がもたらす経済成長率の低下幅は小さく、成長率の低下に伴う税収の落ち込みも小さくなるためである。しかし、近年の実証研究が示すように財政乗数と税収弾性値が高ければ、追加的な歳出削減は財政再建につながらない。また、本稿の試算では債務に係る金利をゼロと置いているが、金利が課せられた現実の状況では、債務残高・GDP比率の改善はより一段と困難を増す。

新たに合意されたギリシャ支援（7/13）は、ギリシャの流動性危機とGrexit（ユーロ離脱）リスクを回避する上で重要な進展であるものの、厳しい緊縮策が成長と債務負担軽減の足かせとなる限り、ギリシャ経済・財政の先行きは厳しい⁵。合意案で確認された成長パッケージ（最大350億ユーロ）の成功を祈るばかりである。

¹ IMF (2015) "GREECE Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis," *Country Report*, No.15/165, June 26.

² IMF (2012) *World Economic Outlook*, October

³ Girouard, Nathalie and Christophe André (2005) "Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 434, July 4.

⁴ Tagkalakis, Athanasios O. (2014) "Assessing the variability of indirect tax elasticity in Greece," *Working Paper*, No. 171, Bank of Greece, January.

⁵ 新たな合意案（7/13）に盛り込まれたギリシャ政府資産の分別管理、民営化、ギリシャ国内への投資等が即時実行されたとしても債務・GDP比率は1.6倍程度に低下するに過ぎない。合意案によれば、分別管理される政府資産は民営化等によって500億ユーロの資金を生み出すことが期待されている。このうち125億ユーロが債務返済に充当され、125億ユーロがギリシャ国内の新規投資に振り向けられる予定である。なお、2011年に国有資産売却のために設立されたギリシャ資産開発基金（HRADF）の実績は極めて乏しい。IMF（2015）によれば、HRADF設立当初、売却収入目標額は2015年末までに500億ユーロであった。しかし、2015年3月末時点までに得られた収入は32億ユーロに留まり、目標を94%も下回っている。