

2018年7月19日

モラルハザードのない財政移転？

<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2018/html/ecb.rb180711.en.html>

2018年7月11日

Roel Beetsma、Simone Clima、Jacopo Cimadomo^[1]

加盟国への移転支出は様々な経済部門における世界貿易の変化に基づいているため、我々は、不都合なインセンティブ（モラルハザード）が比較的少ないユーロ圏中央安定化スキームを提示する。実際、これらの変化は主に外部からの力によってもたらされ、したがって個々の政府や国々によって直接規制されることはない。我々のスキームによって生成された移転は、経済が多様化していない場合に一時的で反循環的に大きくなる傾向がある。最後に、このスキームは、基礎となる輸出データの改訂に対して安定している。

中央銀行やその他の利害関係者は、欧州経済通貨同盟（EMU）のパフォーマンスを継続的に監視し、その機能を改善する方法を模索している。最近、改革案は、ユーロ圏の国が抱える経済活動の急激かつ激しい低下を安定させるための方法に焦点を当てている。このような「中央安定化能力」の必要性は、「Five President Report」（Juncker et al, 2015）にすでに強調されている。実際に、強固だが非常に限定的な安定化計画は、今年初めに欧州委員会（2018）によって提案された。国の公共予算を通じた経済の自動安定機能が不十分かつ、他の国とリスクを分担する民間セクターのチャンネルが機能しない場合、中央安定化能力は、特に経済的ストレスの期間中、国固有の経済ショックを緩和するのに役立つ。

世界貿易に基づく EMU の中央安定化能力

ここでは、安定化能力のための私たち自身により提案された計画について述べる。この計画は、最近の ECB ワーキングペーパー（Beetsma et al, 2018）に最初、詳述された。我々の提案は、EMU のための新たな「輸出ベースの安定化能力」（ESC）である。私たちの知る限りでは、さまざまな輸出セクターの世界市場環境の変化に対応して、国境を越えた移転支出を提案するのは初めてのものである。これらの変更は主に外部からの力によってもたらされ、したがって個々の政府や国々によって直接管理されるものではない。私たちの ESC は非常に簡単で直感的な方法で作用する。：特定のセクターの世界貿易が落ちるなら、そのセクターにおけるユーロ圏全体の輸出に反映されること、このセクターが比較的大きいユーロ圏のメンバーは、このセクターがより小さいメンバー国から移転を受けるといったものである。

スキームがどのように機能するかは、簡単な例で説明することができる。たとえばユーロ圏の輸出総額の 90%と 10%のシェアを持つ A 国と B 国の 2 カ国のみが存在するとする。さらに、観光業（ホテルやレストランなど）のような 1 つのセクターだけが世界的なレベルでの負のショックを受けており、B 国は A 国よりも比較的その分野に特化していると仮定する（例えばその部門の総ユーロ圏輸出の 20%のシェア）。その後、B 国が比較的そのセクターにさらされていることを考えると、B 国は負のショックを受けて A 国からそのセクターに一回の移転を受けることになる。逆に、観光セクターへのポジティブなショックが発生した場合、B 国は A 国に移転を行う。同時に、A 国が比較的特化している別のセクター（例えば、自動車産業）に負のショックが起こった場合、A 国は、B 国からの一回限りの移転を受け取ることとなる。

提案された ESC には、他の提案にすべて含まれていない多くの望ましい特徴がある。第一に、そして最も重要なことに、このスキームによって作られた移転は、世界貿易の外生的結果に対応する。このように、このスキームは、財政政策を実行し、市場の機能を改善する改革を実施する政府のインセンティブを弱めるものではないため、経済学者が「モラルハザード」と呼ぶことから比較的に独立している。このことは、翻って、このスキームの導入に対する政治的抵抗を減らすのに役立つはずである。第二に、それは、個々の分野における世界貿易における変化に基づいているため、個々の国への恒久的な移転が発生する可能性はない。：新たな移転は、世界貿易の更なる減少に対応してのみ得ることができるが、一方、同じセクターの拡大は、反対方向への移転に導く。特定分野の世界貿易はゼロ以下にはならないため、移転の蓄積に自然に縛られている。第三に、このスキームは、例えばユーロ圏における構造的失業を均等化するというような経済構造の収斂の長期的プロセスに依存していない。第四に、このスキームは、このスキームの資金調達のために債券を発行する必要性を避けるよう、各期間に国境を越えたすべての移転の合計がゼロになるように設計されている。

1996～2014 年のユーロ圏のシミュレーション

では、我々の提案したスキームはどれくらいうまくいくのだろうか？それは EU 経済を安定させるだろうか？一言で言えば、Yes である。- 条件付きの Yes ではあるものの。

これらの質問に答えるために、1996 年から 2014 年の間の、ユーロ圏の 19 カ国すべてに関して OECD 部門別輸出データを使用して ESC のシミュレーションを実施した。図 1 は、同じ年の GDP 比として、毎年シミュレートされた年間の移転額（訳者注：受入額が+）を示している（青い実線、左のスケール）。さらに、図は累積移転額（灰色の破線、右のスケール）を示している。

ール)をプロットしている。スペースの関係で、ここでは、ユーロ圏の国の一部に関する結果のみを報告している。:「big-5^[2]」とスペインに加えて、最近の世界的な危機を通じて金融支援を受けた国:ポルトガル、アイルランド、キプロス。^[3]

図1は、年間の移転は概して全般的に「反景気循環的」であることを示している。つまり、経済が悪化すると増加し、経済が好況になると下落する。例えば、2008年から2009年の移転の大きな受けてであるドイツの場合である。これらの年は、ドイツが相対的に特化している自動車や機械などの分野で、大きくかつネガティブなショックを経験した。しかし、何年もの間、ドイツは移転スキームの正味の供給者になっていただろう。これは、ドイツに関して、サンプル期間の終わりに累積移転がゼロ付近になっている理由を説明している。特に、フランスやオランダなどのこれらのセクターにあまり晒されていない国は、危機の初期の段階でこのスキームに貢献する必要があった。

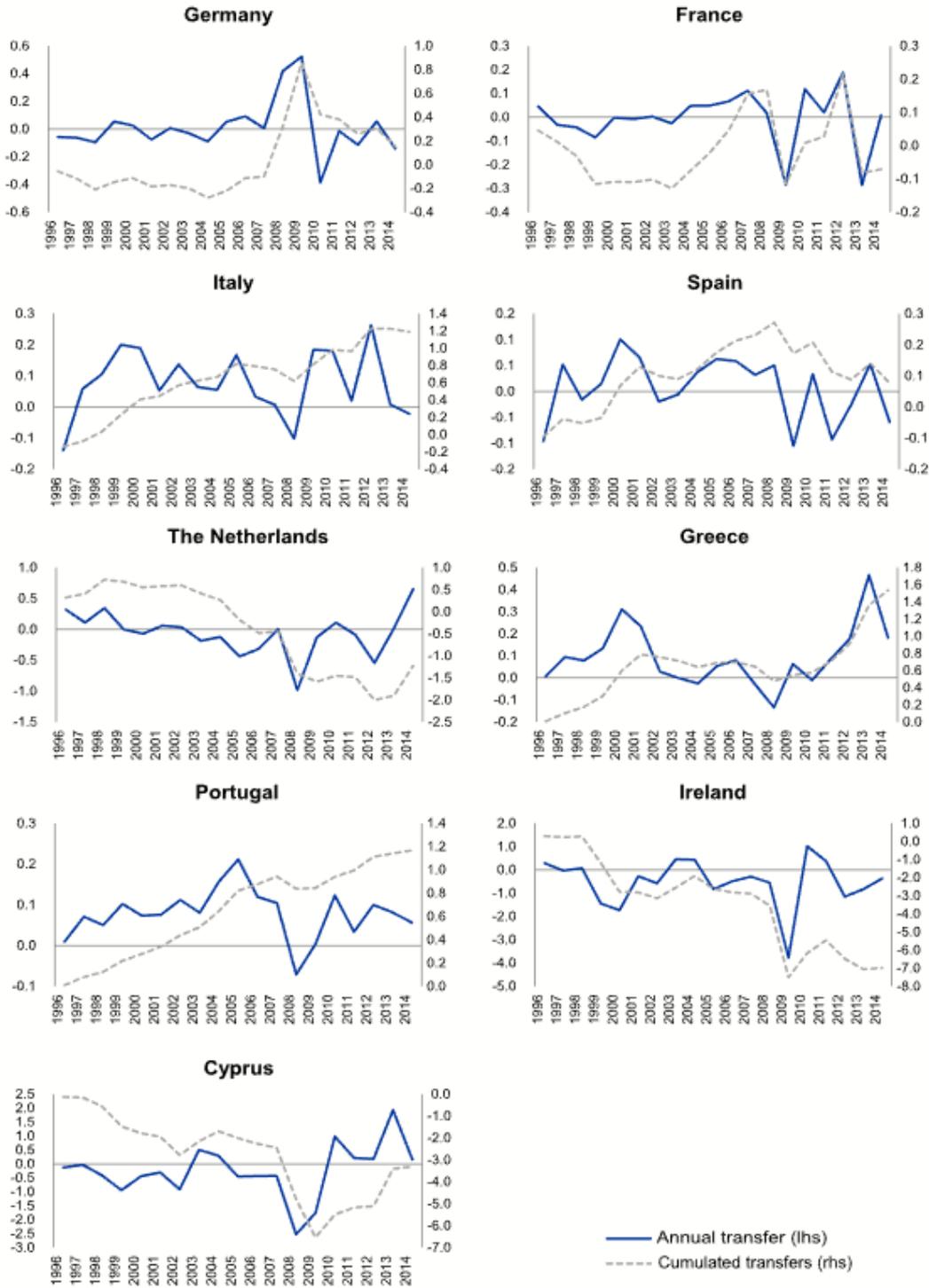
移転は一般的には反景気循環的だが、常に、そうであるとは限らない。時にはそれらは景気循環的である。^[4]いくつかの年およびいくつかの国においてのスキームの景気循環性は、各国への移転がそれぞれの年に合計でゼロになるという事実の直接の結果である。したがって、ネガティブなセクター・ショックに相対的に晒されていない国々は、景気が不況であっても、このスキームに貢献する必要がある。^[5]

年間移転額は平均して小さく、ほとんどの場合、GDPの0.2%未満である。しかし、より小規模で多様化がよりなされていない経済にとっては、時々大規模になる可能性があり、政治的な実現可能性には上限を設ける必要がある場合がある。さらに、移転額は一般的にゼロに戻ったり、1年、2年後にプラスからマイナスに移行する。これは、移転スキームの制度設計の直接的な結果であり、移転は特定のセクターの他のセクターに対する輸出の変化に依存し、永久にポジティブあるいはネガティブであることはない。しかし、場合によっては、累積転送額が時間の経過と共に増加(または減少)する傾向を示す。これは、各国の相対的な分野別の専門性に関連している。例えば、イタリア、ポルトガル、ギリシャは、「自動車、トレーラー、セミトレーラー」のような、サンプルの期間にわたって強く成長した分野では相対的に専門性が低い。したがって、世界レベルでの貿易拡大の恩恵を受けたこの分野や他の分野に特化した国から、移転を受けていたであろう。「金融・保険」部門の輸出実績は長年にわたり好調に推移していたため、アイルランドはサンプル期間において数年間にわたり、このスキームの正味の貢献者であったであろう。しかし、これらの移転は定義上一時的であり、セクターは永遠に成長したり、衰退したりすることができないため、ある時点では、移転のパターンは逆転する。これは、例えばオランダの場合に、はっきりと見える。^[6]

要するに、私たちのシミュレーションで設定したESCは、経済を安定させるためにはかな

り機能するので、かなりうまくいくであろう。^[7]しかし、もし私たちのシミュレーションの特定の細部を変更した場合はどうなるか？たとえば、移転額に年間上限を設定するとどうなるか？あるいは、不利なショックからのすべての収入損失が補償されないが、労働所得の収入損失のみ、あるいは、収入損失に関しての税収から損失のみが補償される場合はどうか？セクター別輸出増加の既存の傾向からの逸脱のみに基づいて移転が行われる場合、どうなるか？スキームはまだ同様にうまく機能するだろうか？我々は、それがまだうまくいくであろうと考えている。^[8]さらに、実際には、移転は、輸出の速報金額（暫定金額）に基づいて移転する必要があるため、これらの数値はその後の改訂を経る可能性があることを想定してシミュレーションを行っている。この場合もまた、移転のパターンは概ね同じであることが分かる。

図1：ベースライン・スキームによる想定年次および累積的な移転額（国別 GDP 比）



注：この図は、スキームによって生成された年次（実線の青い線、左のスケール）および累積された（破線の灰色の線、右のスケール）移転額をプロットしている。移転は、OECD TiVA データベースのデータを使用して計算されている。正の数字は、ある国が移転からの支払いを受けていることを意味する。負の数は国がスキームに貢献していることを意味している。

評価と実用化

もちろん、移転スキームについて説明することは一たやすいが、実際にそれを利用するのは難しい。我々のスキームも例外ではない。それを実施する上での最大の実質的な障害は、移転の計算にとって入力に必要となるデータのタイムリーな利用可能性である。これは、とりわけ部門別輸出に関するデータに当てはまる。しかし、一旦、政府や統計機関がそのようなデータをよりタイムリーに入手できるようにするための実際的な必要性を十分に理解すると、彼らは、これらのデータを利用可能ならしめるために、多くのソースに投資するかもしれない。ここで取り上げられていない別の問題は、政府が受け取った移転をどのように活用すべきかということである。例えば、より繁栄する将来に向けての活動へ経済を移行するために、外的ショックの悪影響を受けた個人のための救済と訓練プログラムにそれを利用することは、政治的にアピールするかもしれない。

参考文献

「世界貿易に基づく EMU のための最小限のモラルハザード中央安定化能力」、ワーキングペーパーシリーズ、No 2137、ECB、フランクフルト・アム・マイン、3月。

欧州委員会(2018年)、「2021-2027年の多年金融枠組みを保護、強化、防衛する連合のための近代的予算」、ブリュッセル、5月2日、COM (2018) 321 最終

ジュネッカ、JC、トスク、ディー、ディゼルブロム、J、ドラギ、M&シュルツ、M. (2015年)、"ヨーロッパの経済と通貨統合を完了する"、欧州委員会、ブリュッセル、

^[1] 免責事項：この記事は Roel Beetsma (アムステルダム大学とヨーロッパの財政委員会)、Simone Cima (アイルランド中央銀行) と Jacopo Cimadomo (プリンシパル・エコノミスト、総局の経済動向、欧州中央銀行) によって書かれた。これは、R. Beetsma、S. Cima、および J. Cimadomo による「A minimal moral hazard central stabilisation capacity for the EMU based on world trade」と題する論文に基づいている。著者は Agostino Consolo、Paul Dudenhefer、Michael Ehrmann、Sebastian Hauptmeier、Christophe Kamps、Geoff Kenny、Silvia Margiocco、Zo Sprokel のコメントに感謝している。ここに示された見解は、著者のものであり、必ずしも欧州中央銀行、ユーロシステム、欧州財政理事会、またはそれらが提携している他の機関の見解を表すものではない。

^[2] ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダ。

^[3] すべての 19 のユーロ圏の国の結果の完全な分析結果は、Beetsma et al を参照。(2018)。

^[4] 一般に、景気循環増幅効果は、景気変動の激化を意味するため、有害である。すなわち、ある国が、強い成長期に移転を受け、低成長またはマイナス成長期間に移転を支払こととなる。

^[5] いくつかの年におけるスキームの景気循環の特徴は、複合のショックがすべての国を襲ったときに、ユ

一ロ圏レベルで資金を調達（および配分）することを可能にする借入枠でベースライン・スキームを補完することによって対処することができる。さらに、例えば、GDP 成長率がマイナスの場合、各国がスキームに貢献しないというルールができる可能性がある。しかし、もちろん、このスキームの変形は他の障害にでくわすこととなる。例えば、ユーロ圏レベルの借入枠でスキームを補完することは、政治的に困難である可能性がある。

^[6] Beetsma et al. (2018 年) では、様々な輸出セクターの長期的な傾向を考慮したベースライン・スキームのバリエーションを提案し、いくつかのセクターが他のセクターよりも連続して数年間強い成長を示す可能性があるという懸念をうまく回避している。

^[7] Beetsma et al. (2018) は、この制度が強く反景気循環的であることを示している。特に、パネル回帰モデルを使用して、スキームによって生成された移転と出力ギャップとの関係をテストする。負の（正の）出力ギャップの期間に移転が正（負）になる傾向があることがわかる。

^[8] これらの特定の場合の結果は、Beetsma et al. (2018) 参照。

以上

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2018 年 7 月 11 日付で欧州中央銀行(ECB)が発出した RESEARCH BULLETIN NO.48『Fiscal transfers without moral hazard?』

の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 175 号

本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町 3-11

加入協会 日本証券業協会

指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター

資本金 5 億円

主な事業 金融商品取引業

設立年月 昭和 24 年 7 月