

第2-1-66表 フランスの追加財政再建策（11年11月）

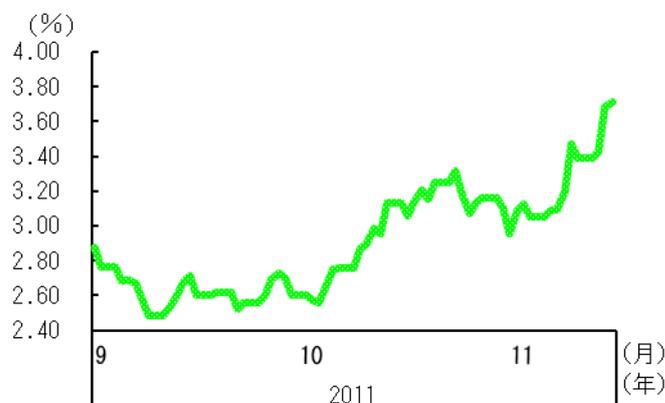
歳入強化	歳出削減
①エネルギー、食料品、障がい者向けのサービスおよび製品を除く付加価値税(VAT)の優遇税率を現行の5.5%から7%に引き上げる。これにより、18億ユーロを捻出。	①2012年予算において国の歳出の5億ユーロを削減。
②所得税、連帯富裕税(ISF)、相続税・贈与税の改定を、2012年から2013年にかけて凍結する。これにより、計34億ユーロを捻出(2012年は17億ユーロ)。	②2010年に策定した年金改革の実施を1年前倒しし、60才から62才への定年制の移行を従来予定の2018年から2017年に繰り上げて実施する。これにより、2016年までに44億ユーロ歳出削減。
③2012年と2013年の両年に、年商2億5000万ユーロ超の企業を対象に5%の法人特別税を導入する。「財政赤字の対GDP比3%以内」が達成されるまでの時限措置として導入する。これにより、11億ユーロを捻出。	③家族手当及び住宅手当の支給額の改定。これにより5億ユーロ削減。
④配当や利子などの不労所得の源泉徴収課税率を、19%から24%に引き上げる。これにより、6億ユーロを捻出。	④大統領及び閣僚の報酬を、財政均衡化の達成まで凍結するとともに、政党助成金を5%削減する。これにより、17.4億ユーロを削減。
⑤公用地の削減目標を今後3年間で5%増加させ、年間5億ユーロを捻出。	
⑥賃貸住宅への投資に係る優遇税制や住宅購入向け無利子融資制度の見直しを含む税金の抜け穴対策を行い、2016年までに26億ユーロ捻出。	

上記の努力にもかかわらず、格付け会社ムーディーズが11年10月19日にフランスの格付けを今後3か月かけて見直すと表明するなど、フランス財政の持続可能性については必ずしも市場の信認を十全に得られているとは言い難く、引き続き一層の努力が必要とされている。加えて、後述のとおりフランスの銀行は南欧諸国向けに多くの与信を抱えており、欧州債務問題の今後の動向次第では、銀行に対する公的資本注入が必要となる可能性もある。公的資本注入のための多額の支出はフランスの財政に悪影響を及ぼしかねないことから、市場の中にはその可能性を懸念する向きもあり、11月以降の国債利回りの上昇という形であらわれている（第2-1-67図）。

フランスは、今般の欧州債務問題の解決に際してドイツとともにE F S Fに対する保証の約20%を担うなど中心的な役割を果たしており、フランス財政の持続可能性に対する市場の信認は欧州債務問題の帰趨にも大きな影響を与えることから、財政再建に向けた政府の一層の取組が求められている。

なお、第1章で前述したとおり、フランスはEU各国に対して財政規律について憲法に記載することを求めているが、フランス自身の憲法修正案については今後上院で審議される見込みである。

第2-1-67図 フランス国債（10年物）利回り：  
フランス国債への懸念の高まりを受けこのところ上昇



（備考）ブルームバーグより作成

#### （ウ）EU等の取組

南欧諸国等の財政持続可能性に対する市場の懸念が高まる中、11年7月、欧州銀行監督機構（EBA）は、EU域内の90行を対象とした金融機関のストレステストの結果を公表した。景気悪化シナリオの下、12年末時点で、コアTier1比率5%を維持できるかどうかを検査したもので、テストの結果、90行中8行が不合格（資本不足額は25億ユーロ）となった（詳細については、コラム2-2を参照）。

また、11年7月、ユーロ圏緊急首脳会議では、ソブリン問題の拡大を防止するため、（1）予防的支援の実施、（2）銀行に対する資本増強資金を政府に貸出、（3）例外的な状況において流通市場からの国債買取といったことを内容とするEFSFの機能強化に合意した。その後、EFSFの機能強化は各国議会での議決を経て、同年10月のEU首脳会議において決定された。さらに、追加で開催されたEU首脳会議及びユーロ圏首脳会議において、ギリシャ支援や、EFSFの強化、銀行の資本増強等について包括策が合意された（第2-1-68表）。

## 第2-1-68表 EU首脳会議とユーロ圏首脳会議の結果

○EU首脳会議（10/26）及びユーロ圏首脳会議（10/27）において、ギリシャ支援やEFSFの強化、銀行の資本増強等について合意。

### 1. ギリシャ支援

- ギリシャ政府に対して、2020年までに債務残高GDP比120%までの債務削減を要請（2010年実績：144.9%）。
- 7月の第2次ギリシャ支援合意から市場環境が悪化したことを踏まえ、改めて、公的部門及び民間債権者の自発的負担からなる支援策を本年末までに策定
  - ・公的支援：EU・IMFによる最大1,000億ユーロの支援。
  - ・自発的な民間債権者の負担：元本の50%削減について合意。債務交換を2012年初めに実施。

### 2. EFSFの強化

- 以下の2つの方法を検討。
  - ・ユーロ参加国の国債に対する信用保証
  - ・特別目的事業体（SPV）の設立
- これらにより約1兆ユーロまでレバレッジ。
- ユーロ圏財務相会合に対して、11月中に実施条件の策定を要請。

### 3. 銀行の資本増強

- コアTier1を9%まで増強（必要資本増強額（暫定値）は1,064億ユーロ）
- 中長期の資金調達における銀行債務に対する保証

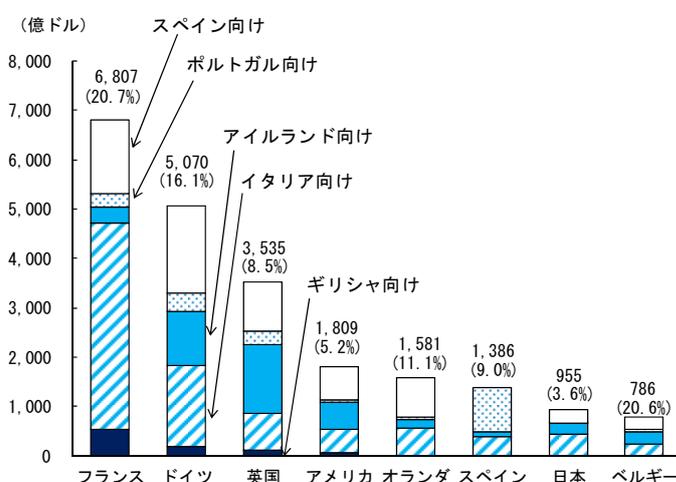
### 4. ユーロ参加国による更なる財政再建の実施

### (iii) 金融システムの動揺

ヨーロッパのソブリン問題に沈静化の兆しがみえない中、ギリシャ等の被支援国だけでなく、イタリアやスペイン、そして11年の夏場以降にはフランスやドイツまで市場が不安視するようになった背景として、ヨーロッパの金融システムがソブリン問題と密接に関わっている点が挙げられる。

ヨーロッパの銀行は南欧諸国等向けの与信を多く抱えており、ギリシャ国債がデフォルトとなれば、直接的には損失が銀行の収益を圧迫する（第2-1-69図）。また、ギリシャ国債のデフォルトによって同国の銀行や民間企業が倒産に至れば、同国に債権を保有するヨーロッパの銀行も損失を拡大させるリスクがある。加えて、銀行が損失を拡大させて資本増強を迫られた際、公的資金が注入されることになれば、財政赤字が膨らみ、一段とソブリン問題が深刻化するとみられる。

第2-1-69図 主要国の銀行の南欧諸国等向け与信残高：  
フランスやドイツを中心に多額の与信を抱える状況

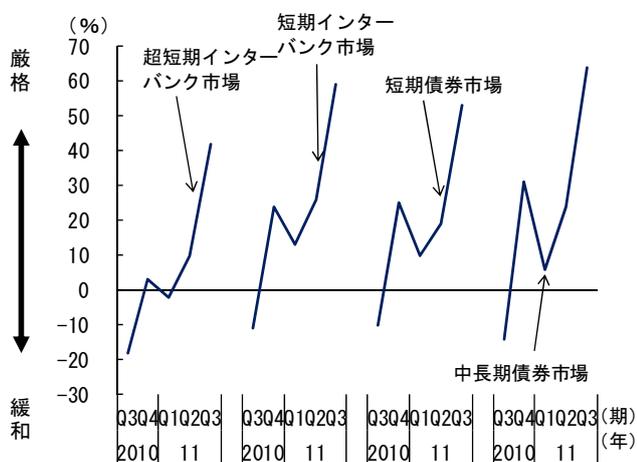


(備考) 1. B I Sより作成。  
2. 11年6月末の値。括弧内は対外与信合計に占める南欧諸国等向けの割合。  
3. 与信残高には、公的部門だけでなく銀行部門、非銀行民間部門向けも含まれる。

そうしたことを背景に、銀行間でも貸倒れリスク（カウンターパーティー・リスク）が意識され、銀行の資金調達環境は厳しさを増している。ユーロ圏金融機関の銀行間市場や債券市場での資金調達環境は、11年7～9月期に急激に悪化した（第2-1-70図）。特に、南欧諸国等の銀行に対する見方は厳しく、これらの国の銀行は資金調達をECB（欧州中央銀行）に頼っている面も大きい。ギリシャやポルトガルの銀行のECBからの資金調達額は依然として増加傾向が続いているほか、スペインやイタリアの銀行も11年半ば以降は増加に転じつつある（第2-1-71図）。

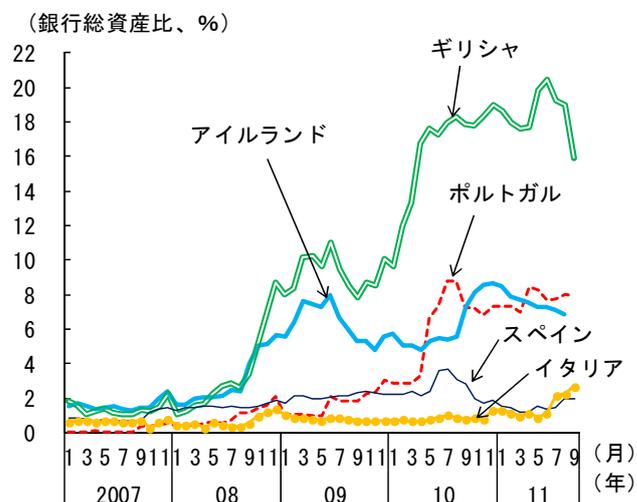
第2-1-70図 ユーロ圏金融機関  
の資金調達環境：

11年Q3に急激に悪化



(備考) 1. ECBより作成。  
2. 過去3か月間において各市場での資金調達が「かなり厳しくなった」、「厳しくなった」と回答した金融機関が回答機関全体に占める割合。

第2-1-71図 ECBの資金供給残高：  
南欧諸国等の一部で依存度は高い

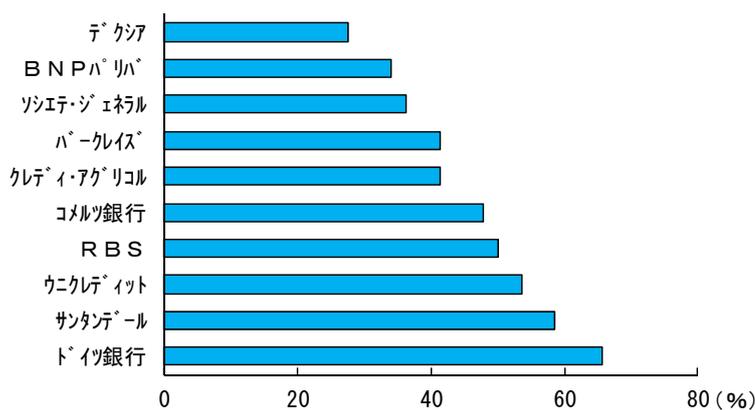


(備考) 各国中央銀行より作成。

こうした中、11年10月にフランス・ベルギー系の銀行デクシアが実質的な破たん  
に追い込まれた。デクシアは南欧諸国等向けの与信を多く抱えているが、11年7月に行  
われたEU金融機関に対するストレステストには合格していた。しかも、景気悪化シ  
ナリオ下でもコアTier1比率が10.4%と合格基準（5%）を大きく上回っていた。そ  
れにも関わらず破たんしたのは、資金調達環境が急速に厳しくなったからであるとみ  
られる。デクシアの資金調達構造をみると、他行と比べて預金への依存度が低い（第  
2-1-72図）。デクシアは短期で資金調達して長期貸出に回していた模様だが、インター  
バンク市場環境等の急激な悪化により資金調達が出来なくなったと考えられる。

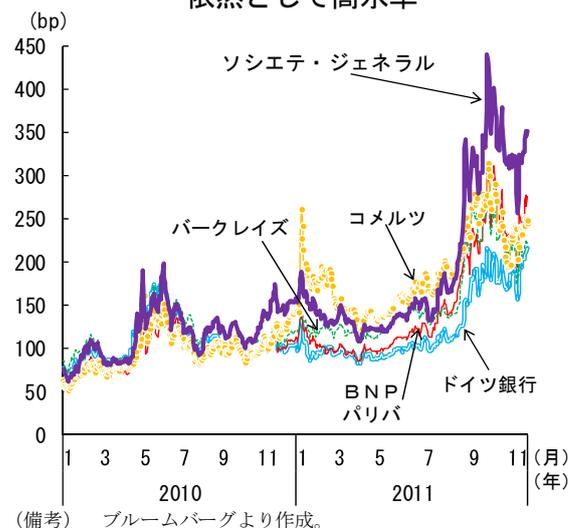
市場では金融機関に対する厳しい見方は変わっておらず、ヨーロッパの銀行のCD  
Sプレミアムは依然として高水準にある（第2-1-73図）。

第2-1-72図 ヨーロッパの銀行の  
預金依存度：  
デクシアの預金依存度は低い



(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 預金が資金調達額に占める割合。資金調達額は預金、  
借入金、レボの合計額。10年の値。

第2-1-73図 ヨーロッパの銀行の  
CDSプレミアム：  
依然として高水準



(備考) ブルームバーグより作成。

ヨーロッパの銀行の収益悪化は、ヨーロッパ全体の金融システム不安に結びつく。  
その結果、銀行の株価下落や貸出抑制を通じて、实体经济の悪化に繋がるおそれもあ  
る。そのため、損失が拡大しても対応出来るように銀行の資本増強への対応が急がれ  
ることになり、11年7月のストレステスト対象銀行90行のうち70行は、11年10月にコ  
アTier1比率9%の達成を求められることになった（詳細は後述コラム2-2）。

確かに、銀行の資本比率の引上げは金融システムを安定させるためには重要である。  
しかし、同時にそのプロセスも重要である。コアTier1比率の分子（普通株・内部留  
保等）を増やすのではなく、分母（リスク資産）を減らして資本比率引上げが図られ

れば、貸出等が抑制されて信用収縮を招くリスクがある。その場合、企業の資金調達が困難となるなど、実体経済へのダメージが懸念される。分子を増やして資本増強をする際にも、利益率を高めようと貸出金利が引き上げられれば、企業の資金調達コストが増加する可能性がある。

資本増強によって金融システム不安が払拭されれば、長期的には借入れコストが低下するなど実体経済にとってプラスの面も大きい。しかし、現在のようにマクロ経済が脆弱性を抱えた状況での資本増強は、そのプロセスが極めて重要となろう。

## (2) 難しい舵取りを迫られる金融政策の動向

### (i) ECBの金融政策

11年7月、ECB（欧州中央銀行）政策理事会が開催され、4月の政策金利の引上げに続き、政策金利を0.25%ポイント引き上げ1.50%とした（第2-1-74図）。しかし、同年11月の政策理事会では、09年5月以来の利下げを決定し、政策金利を1.25%とした。

その理由について、ECBは、物価上昇率は依然として上昇しており今後数か月は2%を上回る可能性があるものの、12年の間に物価上昇率が2%以下まで減少することが期待されることと説明している。また、その背景として、金融市場において進行している緊張が11年下半期やその後のユーロ圏における経済成長のペースを鈍化させる可能性があり、物価見通しのリスクにおいて、仮に経済成長の停滞が持続するならば、ユーロ圏における中期のインフレ圧力を軽減する可能性があることなどを挙げている。

消費者物価上昇率の動向についてみると、商品価格の高騰を背景にエネルギー価格は、10年12月以降から前年比10%以上の上昇率で推移している。ただし、消費者物価上昇率を生鮮食品やエネルギーを除くコアで見ると、おおむね横ばいで推移しており、エネルギー価格の上昇による消費者物価全体への価格転嫁は依然として限定的であるとみられる（前掲第2-1-73図）。

また、生産者価格についてみると、前年比6%前後の上昇率で推移しており、中間財、資本財、消費財における価格上昇率はおおむね横ばいであることから、エネルギー価格の生産者価格全体への価格転嫁も限定的であるとみられる（第2-1-74図）。