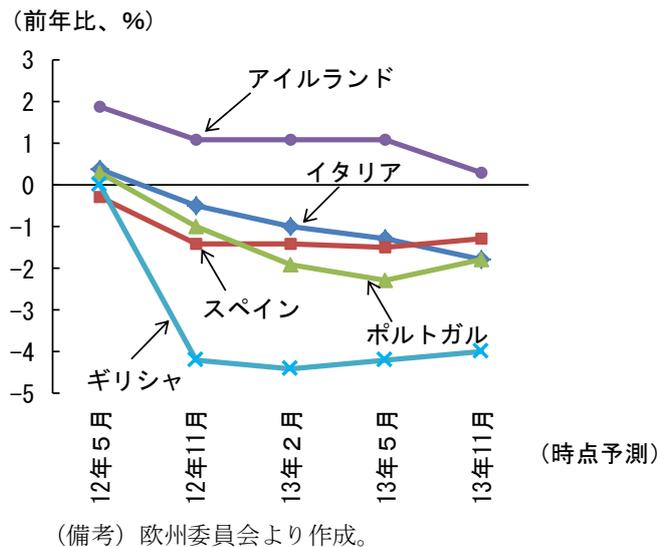


第1-3-36図 南欧諸国等の13年経済成長見通し：緊縮ペース緩和もあり改善



緊縮ペースが緩やかになったとはいえ、市場の信頼を維持するためには、引き続き着実に財政再建に取り組むことが不可欠である。13年5月に発効した2つの規制⁸（いわゆるtwo-pack）で義務付けられたとおり、ユーロ圏加盟国は10月半ばに翌年の予算案を欧州委員会に提出した。これに対して11月半ばに公表された欧州委員会の審査結果では、安定成長協定で定められた義務に対する深刻な違反のために予算案の修正を求められた国はなかったものの、スペインやイタリア等の予算案については違反のリスクがあることから当局に必要な措置を採ることが勧告された。しかし、ユーロ圏全体としては、これまでの財政緊縮努力が実を結びつつあり、景気回復にも支えられて、14年には安定成長協定で定められたGDP比3%の財政赤字目標を達成できる見込みとした。このような財政健全化に向けた取組と並行して、銀行同盟等のEUレベルでの安全網の整備も徐々にではあるが進められている。以下ではそれぞれの進捗状況について確認する。

(1) 南欧諸国等の財政再建の現状

(i) イタリア

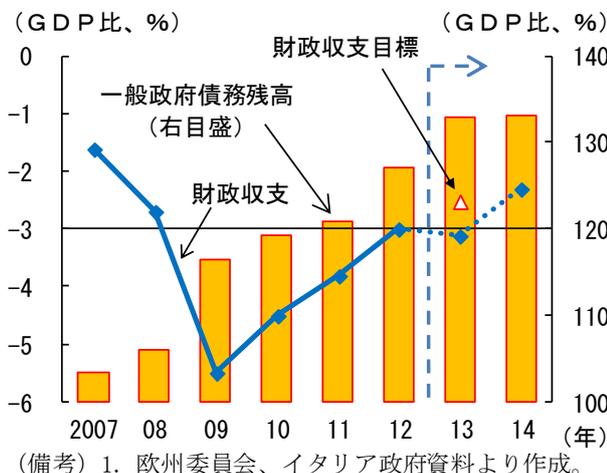
イタリアでは、13年の財政赤字目標をGDP比▲2.9%としていたことから、5月にはマーストリヒト基準である財政赤字の名目GDP比▲3.0%を年内に達成見込みとして、09年から適用されていた過剰財政赤字是正手続⁹の解除が欧州委員会より勧告されてい

⁸ 二つの規制とは、「ユーロ圏加盟国の予算案の監視・評価の強化及び過剰財政赤字是正手続中の国に対するより注意深い監視に係る規則」及び「深刻な金融困難の渦中にあるか脅かされている、もしくは金融支援を要請するユーロ圏加盟国に対する監視の強化に係る規則」である。

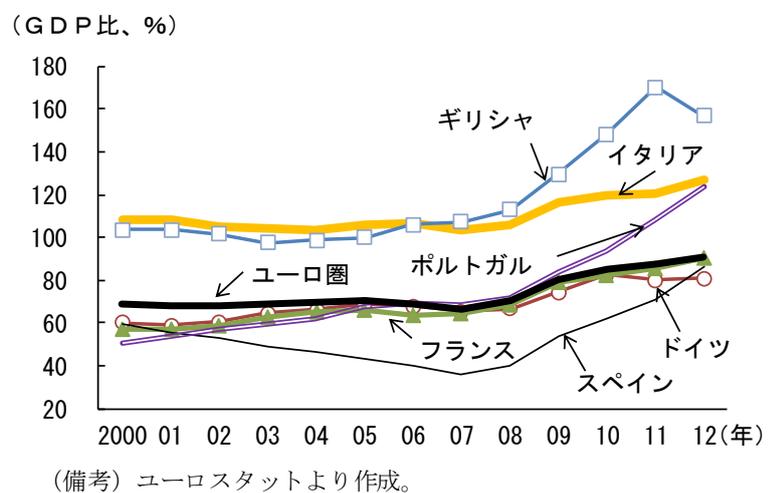
⁹ 安定成長協定に基づいてユーロ参加国は、財政運営の指針となる中長期の「安定プログラム」を、毎年12月1日までに提出する。このプログラムで報告された財政状況を踏まえて、欧州委員会は、EU加盟国が過剰財政赤字となっていないかどうか等を評価する。欧州委員会は、加盟国による義務違反の事実ないしその危険性があると判断される

た。しかし健全な財政運営に加え成長促進を進めているレッタ政権では、若年層の雇用対策の実施や7月の導入を予定していた付加価値税（VAT）の延期¹⁰等により財政赤字が拡大した結果、9月にマーストリヒト基準である財政収支の名目GDP比▲3.0%を超える見込みがイタリア政府やIMFより示された。そのため10月に閣議決定された14年予算案では歳出削減や税制改革等により、14年の財政赤字目標を▲2.5%とし、引き続きマーストリヒト基準を順守することを目指している（第1-3-37図）。しかし、イタリア政府の債務残高はGDP比127%（12年）と安定成長協定で定められた基準（GDP比60%）を大きく上回り、ユーロ圏内でもギリシャに次ぐ高さとなっている（第1-3-38図）。

第1-3-37図 イタリアの財政状況：
13年は▲3.0%を超える見込み



第1-3-38図 欧州各国の政府債務残高：
イタリアはギリシャに次ぐ高さ



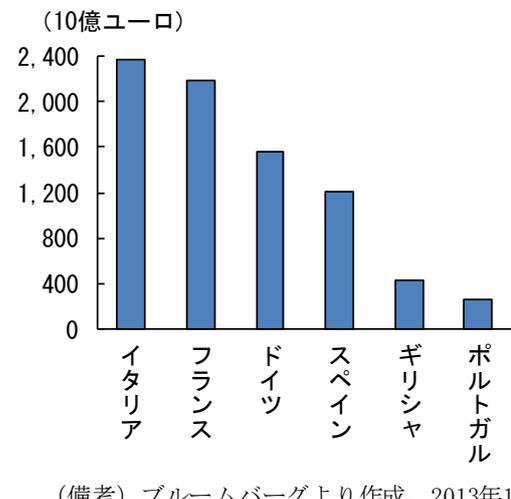
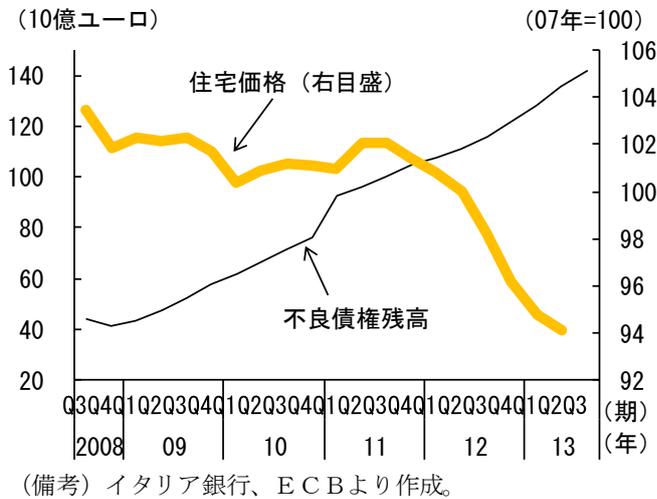
銀行部門では、長引く不況により主に企業部門の不良債権が増加している。住宅価格は、モンティ前政権が進めていた緊縮財政により主たる住宅への税である不動産税が12年より導入されたこともあり下落していたが、連立政権内での反対により13年8月に同税は撤廃され、今後の動向は不透明である（第1-3-39図）。

また、イタリアの国債市場の規模は、ドイツを超えて欧州最大である（第1-3-40図）。債務危機の際は国債の売り圧力を抑えようと国内の銀行部門が買い支えたことにより、短期的には国債価格の急落を防ぐことになったが、国内の保有比率が増えたことで銀行の財務状況に影響している。

ときは、ECOFINに報告することになっている。ECOFINは、当該国の財政赤字が過剰であるかどうかについて判定し、必要に応じて財政赤字の改善を勧告する。なお、この段階において、勧告は公表されないが、所定の期間内に必要な措置が採られないときは、ECOFINはこれを公表することができる。しかし、それでもなお効果的な措置が採られない場合には、ECOFINは必要な措置の警告や、罰金を含めた制裁措置を当該国に課することができる。

¹⁰ 13年7月1日に予定されていた付加価値税（VAT）の21%から22%への引上げは、10月1日に実施された。

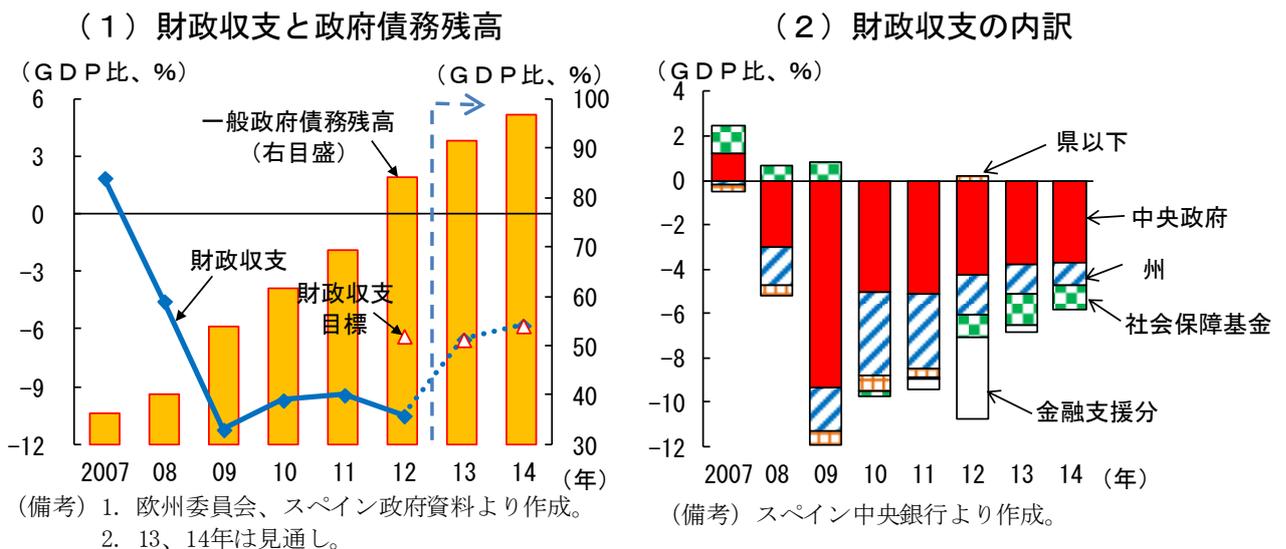
第1-3-39図 イタリアの住宅価格と不良債権残高： 第1-3-40図 欧州各国の国債市場規模：
不動産税導入により住宅価格は下落 イタリアは欧州最大



(ii) スペイン

スペインの13年の財政赤字目標は、当初、GDP比▲4.5%とされていたが、13年5月の欧州委員会による勧告で▲6.5%に修正され、▲3.0%以下の達成時期も14年から16年に先送りされた（前掲第1-3-35表）。13年の新たな目標である▲6.5%は達成できる見込みである（第1-3-41図）。

第1-3-41図 スペインの財政状況：13年の目標は達成できる見込み



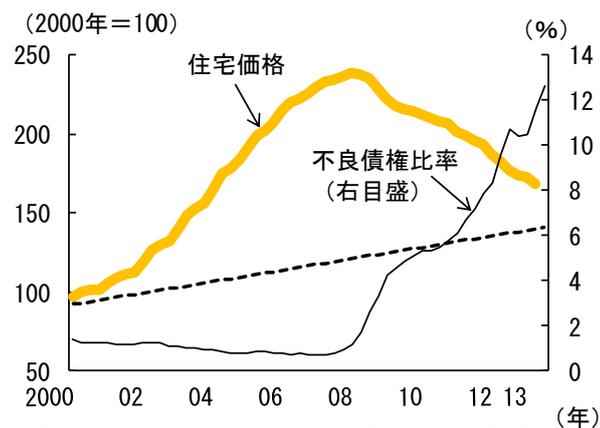
9月に閣議決定された14年予算案では14年の財政収支見込みは▲5.8%と欧州委員会の勧告に沿った形となっている。12～13年の時限的な措置としていた個人所得税及び固定

資産税の引上げ等を14年も継続するものの新たな増税の予定はなく、中小企業を対象にした利益再投資の税額控除等の景気刺激策を盛り込み、景気回復による財政目標達成を見込んでいる。実際、13年7～9月期の実質経済成長率は10四半期ぶりのプラスに転じ、14年の経済成長見通しも0.5%から0.7%に上方修正された。

12年6月にユーロ圏財務相会合（ユーログループ）に対し金融機関の資本増強のための財政支援を要請して以降、スペインの金融機関再編は同年7月に合意された覚書（MoU）に則して着実に実施されており、13年9月の第4回トロイカ審査でも「プログラムは順調に進んでおり、スペインの金融市場はより安定化した」と評価されている。

住宅価格の下落が続く中、9月の不良債権比率が過去最高の12.7%となるなど銀行部門の健全化は一進一退となっているものの、11月に公表されたスペイン中銀の分析によれば不良債権による損失を穴埋めするための十分な引当金が手元にあるとされており¹¹、予定どおり13年12月で支援プログラムを終了することが11月のユーログループで確認された（第1-3-42図）。

第1-3-42図 スペインの不良債権比率：健全化は一進一退



(備考) 1. スペイン中央銀行、住宅省より作成。
2. 破線は95～99年の傾向線。

(iii) ギリシャ

7月に行われた第4回トロイカ審査では医療保健における歳出超過問題に対する改革の遅れが指摘され、ガス公社の民営化にも失敗するなど、改革の一部に遅れがみられたものの、その他についてはおおむね順調に進捗しており、融資も滞りなく供与された。今後は7月に成立した公務員削減を含む緊縮法案が着実に実施されることが求められている。

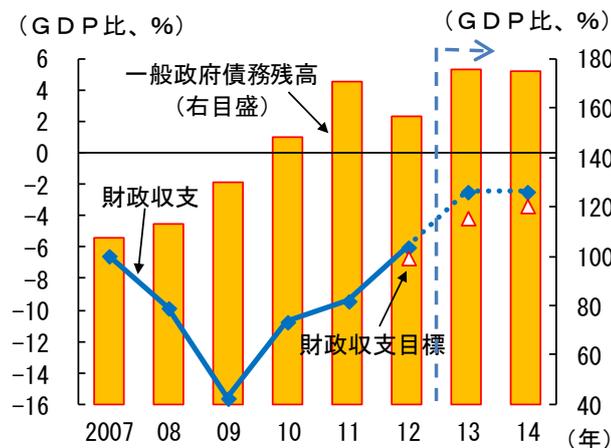
10月に公表された14年予算案では13年の財政収支赤字は▲2.4%と目標（▲4.1%）を

¹¹ Banco de España (2013)の試算によれば、最も厳しいシナリオ下での損失見込み（13～15年）は1,609億ユーロ、引当金等の穴埋め資金は1,895億ユーロとなっている。

上回り、14年も▲2.4%と目標（▲3.3%）を上回る見込みを示した（第1-3-43図）。併せて13年の成長見通しを▲4.5%から▲4.0%に上方修正し、14年は0.6%と7年ぶりのプラス成長を見込んでいる。

しかし、9月に開始された第5回トロイカ審査は、14年予算案の財政目標とのかい離幅に関するトロイカとギリシャ当局との認識の相違等から一時中断された。審査は11月5日に再開されたものの、両者が合意に至るかは不透明な状況となっており、追加（第3次）支援に関する議論の行方とともに注視する必要がある。

第1-3-43図 ギリシャの財政状況：目標を上回る改善



(備考) 1. 欧州委員会、ギリシャ政府より作成。
2. 13、14年は見通し。

(iv) ポルトガル

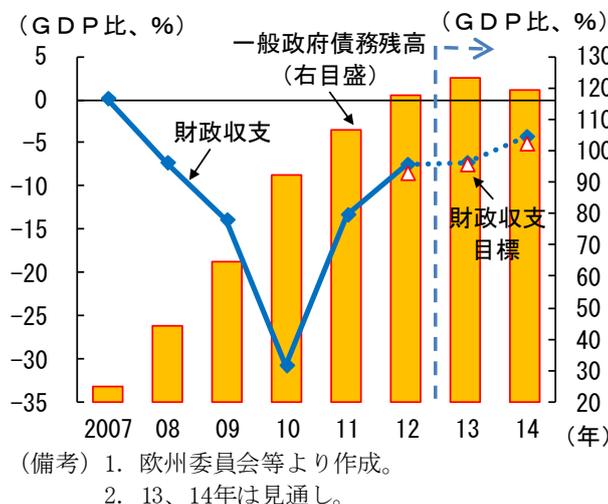
これまで順調にプログラムを推進してきたが、7月に財務大臣が辞任したことから政局不安が高まり、ポルトガル政府は7月に予定されていた第8回トロイカ審査の延期を申請した。結局、7月24日に内閣改造を行うことで政局不安は決着したが、8月には憲法裁判所によって公務員解雇を可能とする法案に違憲判決が下されるなど財政再建の進捗状況に懸念が生じており、ポルトガル政府は14年の財政赤字目標を▲4.0%から▲4.5%に緩和することを求める方針を確認していた。

こうした状況の中、9～10月に行われた第8回及び第9回トロイカ審査の結果、景気に回復の兆候があることから、13年の財政赤字目標▲5.5%は達成可能とされ、14年の財政赤字目標の修正は認められなかった。4～6月期及び7～9月期の実質経済成長率はプラスとなったことから、13年の財政赤字目標は達成可能とみられている（第1-3-44図）。

14年予算案では、財政収支目標（GDP比▲4.0%）を達成するため、公務員給与削減や年金改革等の歳出削減と自動車税増税等によりGDP比2.3%の財政緊縮の実施を予定しているが、14年の経済成長見通しは0.6%から0.8%に上方修正している。こうした経済情勢の改善等を受けて、一部格付け会社は11月にポルトガルの格付け見通しを「ネ

ガティブ」から「安定的」に変更した。

第1-3-44図 ポルトガルの財政状況：13年の目標は達成できる見込み



前述の政局不安を受けて国債利回りが一時8%を超えたが、11月下旬には5%台まで低下してきており、追加支援なしで予定どおり14年半ばに支援プログラムを終了できる可能性もみえてきたが、引き続き財政再建の進捗状況を注視する必要がある。

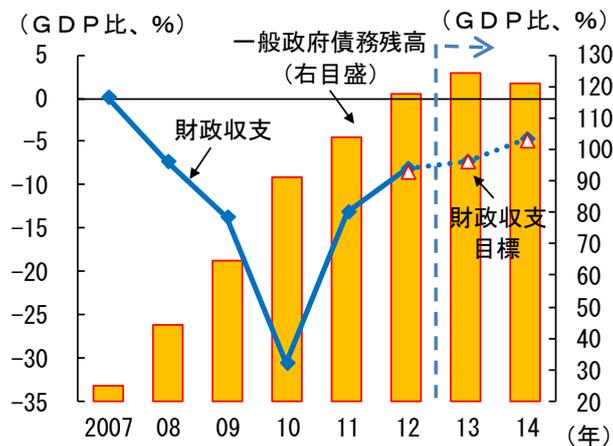
(v) アイルランド

アイルランド経済は、13年4～6月期に4四半期ぶりプラス成長となった。こうした経済の回復を受け、一般政府の財政収支は、12年はGDP比▲7.6%の赤字と目標の同▲8.6%を上回り、13年も目標である同▲7.5%を達成する見込みである（第1-3-45図）。15年には、過剰財政収支是正目標である▲3%を上回る見通しである。

10年11月に開始されたアイルランドへの財政支援プログラムについては、第12回（最終）トロイカ審査において、順調に経済調整プログラムが進捗しており、国債利回りも正常化した旨の評価を得た。13年11月、ユーロ圏財務相会合においても、この審査結果を支持し、3年間という当初の予定通り、プログラムを終了することが決定された。この間、アイルランド政府は、10年11月の国家再生計画（11年から14年の財政4か年計画）に基づいて、公共部門の人員削減や賃金カット、社会保障の削減、VATの標準税率の引上げ、所得税の課税ベースの拡大、不動産税の導入等の歳出削減策及び歳入増加策に取り組んできた。また、支援要請時のコミットメントをおおむね履行し、トロイカから予定されていた850億ユーロ規模の支援を受けた。こうした中、アイルランド政府は、13年10月に公表された14年度予算案において、財政目標を達成できる見込みであることや金利支払いの剰余金が生じたことなどから、財政調整幅を当初予定の31億ユーロから25億ユーロに緩めることとし、緊縮財政を緩和する動きをみせている。なお、財政4か年

計画とは別に政府・与党が掲げていた政治改革の一環として注目されていた上院廃止については、13年10月に国民投票が行われ、反対多数で否決されている。

第1-3-45図 アイルランドの財政状況：財政収支は着実に改善



(備考) 1. 欧州委員会等より作成。
2. 13、14年は見通し。

アイルランド政府は、支援プログラム脱却に伴い、完全に国債市場復帰することになる。13年3月にアイルランド国債管理庁がトロイカ支援後初めてとなる約50億ユーロ規模の10年国債発行を行った際には利回り4.15%で落札されるなど、財政支援要請後のピークでは14%を超えていた10年物国債の利回りは最近では4%を割り込む水準まで低下しており、市場復帰はスムーズに進む見込みである。また、EU及びIMFによる融資返済期限延長措置（13年3月）やIBRCの約束手形の長期国債への交換（13年2月）といった措置により¹²今後10年間で必要な借入総額が400億ユーロ程度削減されていることに加え、アイルランド政府には、200億ユーロ以上の十分な手持ち国庫資金があり、資金の調達にすぐに問題が生じる可能性は低い。

(vi) キプロス

キプロス政府は、ギリシャ国債の減免措置等により銀行部門の損失が拡大し、多額の資金注入が必要となる事態を受け、12年6月にユーログループやIMFに金融支援を求めた。その後、支援の規模や銀行預金課税の方法等の条件をめぐる調整が難航したが13年3月にユーログループにより総額最大100億ユーロ支援が合意され、その後第1-3-46表のとおり支援が進められている。

13年3月以降、キプロス政府は、銀行部門の再編に取り組み、銀行預金課税等に関する法案を可決し、ライキ銀行の破たん処理等2大銀行の再編を進め、13年7月までにべ

¹² 内閣府（2013）参照。

イルインを通じた銀行部門の処理手続を終えた¹³。また、預金流出防止のために13年3月に実施した海外送金の上限設定等の資本規制の解除を進めていくためのロードマップを13年8月に策定した。今後は、本ロードマップに従って、信用協同組合の合併完了等により国内外の送金に係る制限の解除を徐々に実施していくことになる。13年11月に終了した第2回トロイカ審査においては、こうした金融部門の再編の進捗を始め、対キプロス支援の覚書（MoU）に盛り込まれた改革について、着実に進捗していると評価がなされたところである。

第1-3-46表 キプロス支援の状況

13年4月	ESM理事会が支援を正式承認。総額90億ユーロ。 対キプロス支援の覚書き（MoU）をキプロス議会が可決。
13年5月	ESMが第1回融資（30億ユーロ）を実施。※5月に20億ユーロ、6月に10億ユーロを分割して支払い IMFが支援を合意。3年間、総額10億ユーロ（8.91億SDR）。 IMFが第1回融資（8,600万ユーロ）を実施。
13年7月	トロイカが第1回審査を実施。 ESMが第2回融資（15億ユーロ）を実施。
13年9月	IMFが第2回融資（8,600万ユーロ）を実施。
13年11月	トロイカが第2回審査を実施。

（2）安全網整備の進展

債務危機への対応の一環として進められている、単一監督メカニズム（SSM: Single Supervisory Mechanism）、単一破たん処理メカニズム（SRM: Single Resolution Mechanism）、共通預金保証からなる銀行同盟の創設に向けた動きは遅々としているが、銀行同盟の第1の柱であるSSMはようやく発足のめどが立った。

12年末までに採択されることが求められていたSSM法案は、予定から大幅に遅れて13年9月に欧州議会で採択され、10月にEU財務相会合で承認された。これにより、14年11月からECBがSSMの任務を開始できるようになった。

SSM稼働前に銀行に対する包括的評価（監督上のリスク評価（Supervisory risk assessment）、資産評価（Asset Quality Review）、ストレステスト）が行われることになっており、今後各銀行が引当金の積み増し等による資本増強を進めると考えられることから、欧州の銀行セクターの信頼回復につながることを期待される。評価の結果、資本増

¹³ ライキ銀行を二つに分割。10万ユーロ以下の預金をキプロス銀行に統合。ライキ銀行の不良債権と10万ユーロ超の預金をバッドバンクに移管し、清算。キプロス銀行の10万ユーロ超の預金を凍結し、その株式への交換を通じて、キプロス銀行への自己資本を実施。10万ユーロ以下の預金は全額保護された。

強が必要になった場合の対応策（バックストップ）については、初めに民間、次に国家、最後にユーロ／EUレベルの手段という定められた損失負担の順序が適用されることになるが、ユーロ圏諸国については、ESMによる加盟国に対する融資という形での通常の金融支援があり、SSMの発足後はESMによる直接資本注入も利用できることが11月のEU財務相会合において確認された。

ただし、SSM稼働後に可能になるESMから銀行への直接資本注入については、13年6月に運営枠組みの主要事項については合意されたものの、この運営枠組みは「破たん処理指令案」及び「預金保証指令案」が欧州議会で採択され次第完成することになっており、いずれも採択までは時間がかかる見込みである。

SRMについては、単一破たん処理委員会や単一銀行破たん処理基金の設立を内容とする提案を13年7月に欧州委員会が行った。この提案について、13年末までにEU加盟各国で合意、欧州議会選挙（14年5月）前までに欧州議会で採択、15年1月から適用することを目標としているが、実現は難しいとみられている（第1-3-47表）。

第1-3-47表 銀行同盟の進捗状況

機能	期限	関連手続き等	進捗状況
単一監督メカニズム (SSM)	12年末	欧州議会在SSM法案採択	13年3月非公式合意 13年9月欧州議会在採択 13年10月財務相会合が承認
	14年3月1日またはSSM法案公布の12か月後のいずれか遅い時点	SSM稼働	14年10月以降に稼働予定
単一破たん処理メカニズム (SRM)	13年6月	破たん処理指令案合意	13年6月財務相会合で合意
	13年中	破たん処理指令案採択	13年6月欧州理事会が財務理事会と欧州議会在交渉開始を要請
	13年中	欧州委がSRMに関する提案	13年7月に欧州委が提案
	13年中	欧州委員会の提案に合意	協議中
	14年5月 (欧州議会現会期中)	欧州議会在欧州委員会の提案を採択	
	15年1月	SRM稼働	
共通預金保証	13年6月	預金保証指令案合意	期限までに合意できず
	13年中	預金保証指令案採択	13年6月欧州理事会が欧州議会在採択を要請

(備考) 欧州委員会等より作成。

3. ヨーロッパ経済の見通しとリスク

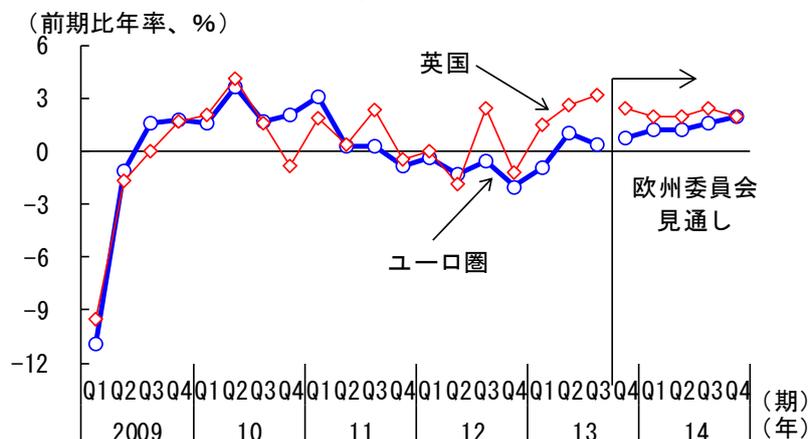
ヨーロッパの景気は依然弱さが残るものの、持ち直しの兆しがみられる。以下では、ヨーロッパ経済の先行きに係るメインシナリオとそれに対するリスク要因について概観する。

(1) 経済見通し（メインシナリオ）－14年以降緩やかに回復

主要国の動向をみると、ドイツ及び英国において持ち直していることに加え、南欧諸国等でも下げ止まっており、全体として持ち直しの兆しがみられる。

先行きについてみると、金融市場の緊張の緩和及び財政再建ペースの減速に加え、アメリカ等の域外経済の回復に伴って輸出が増加することによって、南欧諸国等でも持ち直しの動きがみられるようになり、14年以降緩やかに回復するとみられる。国際機関等の見通しをみると、14年はプラス成長が見込まれているが、その達成は前述のとおりアメリカ等の域外経済の動向に依るところが大きいと考えられる（第1-3-48図、第1-3-49表）。

第1-3-48図 ヨーロッパ地域の実質経済成長率：14年以降緩やかに回復



(備考) 1. ユーロスタット、英国統計局、欧州委員会より作成。
2. 見通しは前期比で公表されるため、内閣府で年率換算。

第1-3-49表 国際機関等の見通し

(前年比、%)

		13年	14年	15年
OECD (11月19日)	ユーロ圏	▲0.4	1.0	1.6
	ドイツ	0.5	1.7	2.0
	フランス	0.2	1.0	1.6
	英国	1.4	2.4	2.5
欧州委員会 (11月5日)	ユーロ圏	▲0.4	1.1	1.7
	ドイツ	0.5	1.7	1.9
	フランス	0.2	0.9	1.7
	英国	1.3	2.2	2.4
IMF (10月8日)	ユーロ圏	▲0.4	1.0	1.4
	ドイツ	0.5	1.4	1.4
	フランス	0.2	1.0	1.5
	英国	1.4	1.9	2.0
ECB (9月5日)	ユーロ圏	▲0.6～▲0.2 (中央値▲0.4)	0.0～2.0 (中央値1.0)	—

(備考) ECB “Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area”、IMF “World Economic Outlook, October 2013”、欧州委員会 “European Economic Forecast—Autumn 2013”、OECD “Economic Outlook 94”より作成。

(2) 経済見通しに係るリスク要因

経済見通しに係るリスクバランスは下方に偏っており、特に欧州政府債務問題が再び深刻化した場合は、世界経済にも重大な影響を及ぼす可能性がある。

(i) 欧州政府債務問題の深刻化

各国の財政再建に向けた取組やECBを中心としたユーロ圏レベルでの様々な対策により、12年10月以降南欧諸国等の国債利回りやソブリンCDSは低下しており、欧州政府債務問題は落ち着いた状態であった。しかし、ギリシャに対する追加支援問題等、先行きに対する懸念は依然存在している。欧州政府債務問題が深刻化した場合は、ヨーロッパ経済全体に対する不確実性が再び高まり、企業や消費者の先行き見通しの悪化等を通じて、景気に対する大きな下押しリスクとなる。

(ii) アメリカ、アジア経済等の減速による輸出の減少

ユーロ圏の主要輸出先であるアメリカや、近年シェアを高めているロシア、中・東欧、アジア経済が減速した場合、景気のけん引役である輸出が減少する上、生産や消費に対するマイナスの波及効果が考えられることから、景気に対する下押しリスクとなる。

(iii) 雇用情勢の更なる悪化

ユーロ圏の失業率は引き続き12%超の高水準で推移している。失業率が更に上昇した場合は、所得や消費者マインドの悪化を通じて個人消費を更に下押しするリスクがある。また、内需の更なる低迷による企業収益の悪化は、失業率を更に上昇させるという悪循環をもたらす。