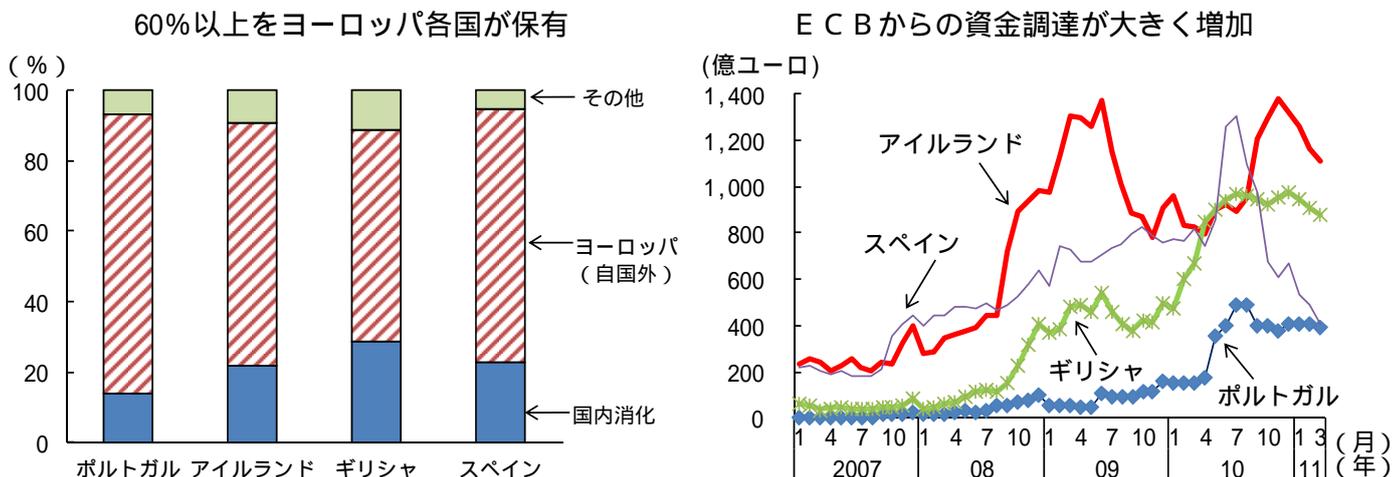


## (2) ヨーロッパの金融システム

急上昇している国債利回りスプレッドやCDSは、財政不安が高まっている南欧諸国等への貸出が多い金融機関の経営悪化、破たん等を通じて、金融システムに影響を与える懸念がある。

国債の保有状況を地域別にみると、南欧諸国等の国債の60%以上は、ヨーロッパ各国によって保有されている(第2-4-17図)。また、金融機関の貸出状況をみると、南欧諸国等向けの与信は、ドイツ及びフランスの金融機関に集中している<sup>9</sup>。そのため、財政状況が悪化している南欧諸国等への市場の懸念は、これらの国々の国債保有や与信残高が多いヨーロッパの金融機関の経営に対する懸念へと波及するおそれがある。

第2-4-17図 南欧諸国等の国債保有状況: 第2-4-18図 ECBによる資金供給残高:



(備考) 1. 各国財務省、債務管理局、中央銀行より作成。

2. ポルトガル国債は09年、ギリシャ国債は05~10年、アイルランド国債(10年物)は09年、スペイン国債(10年物)は08年の数値。

3. 国債の保有比率の「その他」には、ヨーロッパの国が含まれている可能性がある。

さらに、ECBによる資金供給残高をみると、南欧諸国等の一部の金融機関では、ECBからの資金調達が大きく増加している。これらの金融機関の中には、ECB本来の適格担保基準<sup>10</sup>を満たしていないギリシャ国債やアイルランド国債を担保として差し入れることで、実際には健全性が低いにもかかわらずECBから流動性供給を受け、破たんを免れている金融機関(いわゆる「ゾンビバンク」)が存在しているおそれ

<sup>9</sup> 内閣府(2010b)

<sup>10</sup> ECBによる本来の適格担保基準はA-であるが、08年10月に世界金融危機後の特別措置としてBBB-以上に引き下げられた。また、ECBは、今後通知するまでオペの適格担保基準にかかわらず、引き続き担保として受け入れることを、10年5月ギリシャ国債について、11年3月アイルランド国債について、それぞれ発表した。

がある（第2-4-18図）。

こうした中、金融機関の健全性に対する市場信認を確保するため、欧州における金融機関に対して、10年6月のストレステスト（健全性審査）に続き、第3回目のストレステストの実施が決定した。

11年3月に発表された欧州銀行監督機構（EBA）によるEUストレステスト実施方法の概要によれば、基準となる中核的自己資本を、前回のTier 1比率から今回はコアTier 1比率を基準とするとともに、前回テストより厳しい景気悪化シナリオ（adverse scenario）を想定し、売買目的のソブリン債については、前回以上に厳しいヘアカット（割引率）を想定（保有目的のものについては想定せず）することとした。また、4月にはストレステストの対象行を前回テストの対象行を全て含む90行<sup>11</sup>とするとともに、基準となるコアTier 1比率を5%とすることを発表した。

6月半ばに公表されるストレステストの結果によって、金融機関の健全性が示され、金融機関及び金融システムに対する市場の懸念が払拭されることが期待される。

### （3）財政再建の状況

EUでは、南欧諸国等に対する市場の懸念が高まっていることを背景に、財政規律に関する新たな枠組みを正式に決定するなど、財政再建の取組を強化している。

10年6月のG20トロント・サミット（カナダ）の声明文において、日本を除く先進国は、2013年までの財政赤字の少なくとも半減や政府債務のGDP比の安定ないし低下の財政計画にコミットした。ヨーロッパ諸国は、悪化した財政赤字の削減目標達成に向けて、国によって具体策に違いはあるものの、概して、歳出面では年金・医療・社会保障等の改革による歳出抑制を図る一方、歳入面では税制改革等による歳入基盤の強化を図るなど、歳出・歳入両面からの種々の財政再建努力を続けている。こうした取組を通じて、総じてみると、ヨーロッパでは財政再建目標に近づく方向に進んでいるとみられる。

EU加盟国においては、12年以降の予算を対象に、事前に予算方針や経済政策の加盟国間の協調を図る「欧州セメスター（European Semester）」が11年から開始された。また、11年3月に開催されたEU首脳会議において、財政の持続性確保や競争力強化等を共通の政策重点目標とした「ユーロプラス協定」が合意された。財政については、財政規律である「安定成長協定」の十分な実行のために、（1）年金・医療保険・社会給付の持続性確保のために必要な改革をすることや、（2）安定成長協定で定められた

<sup>11</sup> 10年6月の前回テストの対象行は91行。統廃合等により11年4月には存在していない銀行がある。

EU財政規則を憲法のような強い拘束力を持つ国内法に盛り込むこととされている。

以下では、ヨーロッパ主要国における財政再建に向けた最近の取組を確認する。

### (i) ドイツ

ドイツでは、世界金融危機による深刻な景気後退への対応等により 09 年から財政収支赤字が拡大している。10 年後半からの景気回復により、10 年の純借入額は当初見積りの 802 億ユーロから 440 億ユーロにとどまったものの、それでも過去最大の純借入額<sup>12</sup>であり、10 年の財政赤字 GDP 比は 3.3%、債務残高 GDP 比は 83.2%と、「安定成長協定」の基準を遵守出来なかった。こうした財政状況の悪化を受け、10 年後半より財政再建への取組が進められている（第 2-4-19 図）。

具体的な取組についてみると、11 年 1 月に航空課税や核燃料税を導入し、3 月には公的医療保険の赤字を改善するための「公的医療保険財政法」を施行した。7 月には国防費改革の一環で徴兵制の廃止を決定しており、連邦軍兵士の削減等についても検討が進められている。このほか、将来の金融危機への対応を見据えた銀行税の導入について、3 月末に法案が閣議決定され、今夏までの成立を目指すこととしている。また、3 月に 2012 年予算案の基礎資料となる「中期財政計画<sup>13</sup>（2012～2015 年）」が発表され、上記の歳入強化、歳出削減に加え、2015 年まで 1.6～1.8%の実質経済成長率が継続することによる税収の自然増を見込んで、財政収支赤字を縮小させていくこととしている。

ドイツでは 09 年 8 月にドイツ連邦共和国基本法<sup>14</sup>を改正し年間純借入額の制限<sup>15</sup>規定を設けるなど、長期的な財政規律を維持していくための法整備がなされ、11 年以降、上記のとおり、個別の財政再建施策が具体化されている。ただし、「中期財政計画」によると、11 年の財政収支赤字は、10 年に比べ僅かながら拡大する見込みとなっており、これら個別施策の成果が明らかになるには、もう少し時間を要するものとみられる。また、「中期財政計画」は、実質 GDP の継続的な拡大による税の自然増収に依存した財政再建計画となっており、ドイツの財政再建の帰趨を見極めるには、こうした点に

<sup>12</sup> それまでの年間純借入額の過去最高額は 1996 年の 400 億ユーロ。

<sup>13</sup> 1967 年に成立した経済安定成長協定促進法に基づいて導入された 5 か年の中期財政計画。連邦・州政府ともに、毎年作成することが義務付けられており、予算案提出時に議会に提出される。財政収支見通しを示し、財政再建への取組を明確にした上で、それを実施するための具体的な各種施策を政策パッケージとして策定し、実施するというのがドイツにおける財政再建手法の具体的なスタイルとなっている。

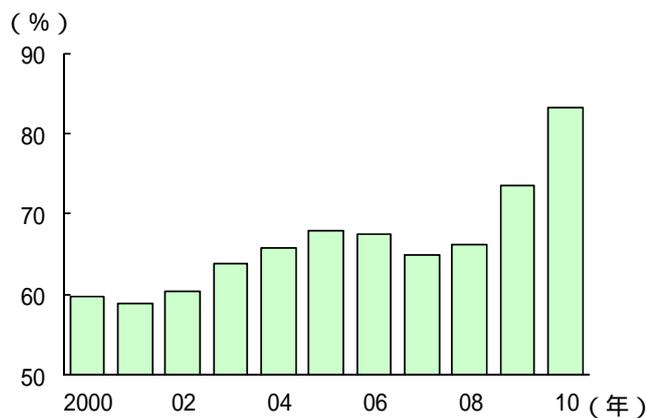
<sup>14</sup> ドイツにおける憲法のこと。

<sup>15</sup> 平時の経済状況の場合は、財政収支を均衡させることを基本法に明記した。ただし、構造的財政赤字を名目 GDP の 0.35%まで許容するとともに、景気変動が予算に与える影響についても考慮するよう併せて規定。また、自然災害や緊急非常事態による特例規定もある。

も留意が必要である（第2-4-20図）。

第2-4-19図 ドイツ政府債務残高の推移

：債務残高GDP比は83.2%

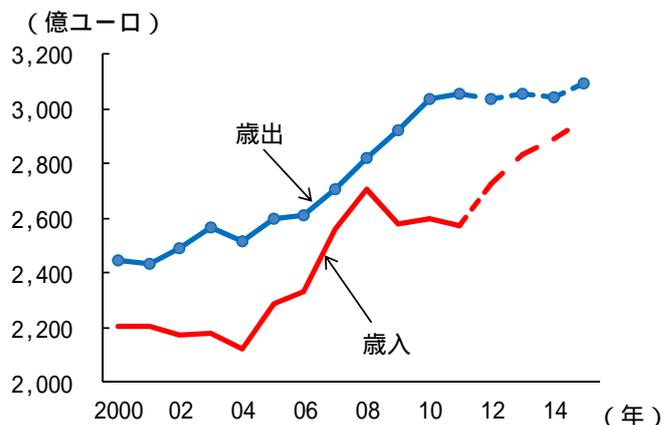


(備考) ユーロスタットより作成。

第2-4-20図 連邦政府の中期財政計画

(2012~2015)

：経済成長による財政赤字の縮小



(備考) 1. ドイツ財務省より作成。

2. 11年は見込み。

## (ii) フランス

世界金融危機による景気後退の深刻化の影響を受け、フランスでは、09~11年の一般政府財政赤字が安定成長協定の基準を上回る見通しとなり、EU経済財務相理事会（ECOFIN）は09年4月に過剰財政赤字是正勧告を行った。こうした事態を受け、フランス政府は財政再建を進めることになり、10年にはGDP比7.7%だった財政赤字を13年には3%にするとの目標を掲げた。

具体的には、10年に年金改革を実行し、11年からの年金受給開始年齢の60歳から62歳への段階的引上げや、16年からの年金の満額受給開始年齢の65歳から67歳への段階的引上げ等を決定した。11年には税額控除や社会保険料控除の削減、公務員数の削減等も行い、財政赤字を10年のGDP比7.7%から11年には6%に引き下げるとしている。

また、ドイツと同様、11年には財政均衡の原則を定める憲法改正を検討している。また、欧州委員会に提出する安定成長プログラムの内容を国会が審査を行うことについて、憲法への明文化が提案されている。

## (iii) 英国

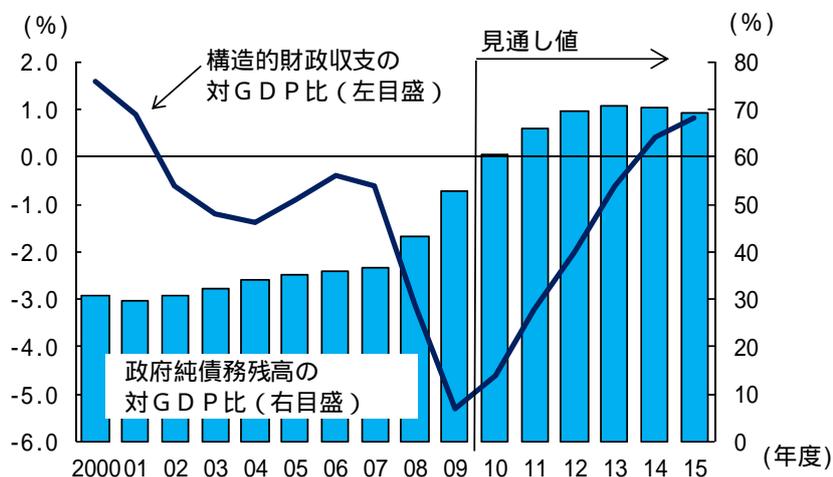
08年7月と09年4月にEUから過剰財政赤字是正勧告を受けた英国も、財政再建への取組を進めている。10年5月より政権に就いた保守党と自由民主党の連立政権は、

財政赤字の削減が急務との考えの下、中期財政目標<sup>16</sup>を掲げた。そして、同年6月に公表した緊急予算には、前政権が策定した政策に加え、公務員の賃金引き上げの2年間凍結といった歳出削減や、付加価値税率引き上げ（11年1月より17.5%から20.0%に引き上げ）等の歳入増加策を盛り込んだ。同年10月の歳出見直し（Spending Review）では、より具体的な歳出削減策が提示された。

これらを踏まえ、11年3月にバジェット・レポートが公表され、財政再建を進めるだけでなく、法人税率の引き下げ<sup>17</sup>等により経済の成長力を高めるとの姿勢が示された。

もともと、11年度予算案に盛り込まれた財政再建策は、これまでの取組に大きな修正を加える内容ではなかった。前政権が策定した政策も活用しながら、英国は財政赤字を削減していく方針を示している。予算案と同時に予算責任局が発表した見通しでは、11年度以降も構造的財政赤字の縮小は続き、14年度には黒字に転じるとされている（第2-4-21図）。純債務残高のGDP比も13年度をピークに低下していくことが見込まれ、予算責任局は50%以上の確率で中期的な財政目標が達成されると述べている。ただし、後述するような物価上昇が家計の購買力を低下させ、個人消費を中心に景気の低迷が続き、経済の回復経路が予算責任局の想定から下振れる可能性もある。その場合、財政再建は遅れるリスクがある。

第2-4-21図 英国の財政状況の見通し：14年度に財政黒字に転じる見込み



(備考) 英国財務省より作成。

<sup>16</sup> 中期財政目標は、(1) 2015年度までに構造的財政収支（投資的経費を除く）を均衡させる、(2) 15年度には純債務残高のGDP比を減少に転じさせる、というものである。

<sup>17</sup> 10年度の法人税率は28%であるが、11年4月より26%に引き下げられる。その後は、3年間にわたり毎年1%ずつ引き下げられる。

## コラム：ドイツ・英国における付加価値税率（VAT）引き上げの影響

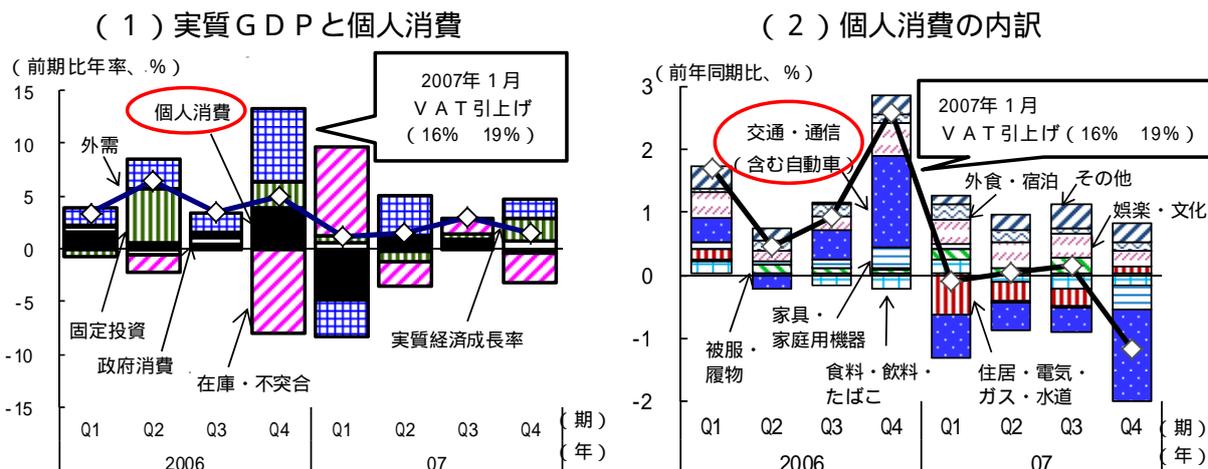
近年、付加価値税率（VAT）を引き上げたドイツ（07年）英国（10年）を取り上げて付加価値税率引き上げの経済への影響をみてみよう。

ドイツでは、07年1月から、16%から19%にVATを引き上げた。06年10～12月期は、引き上げ前の駆け込みにより個人消費は増加し、07年1～3月期は、引き上げの影響により大幅に減少した。増減に大きく寄与したのは、自動車等の交通・通信である。しかし、4～6月期と7～9月期の個人消費は、前期比で増加した。

なお、VAT引き上げと同時に所得税の最高税率引き上げ（42%から45%に）を行い、また、08年1月から法人税率の引下げ（25%から15%に）を行った。また、VAT引き上げによる税収増のうち、約3分の1は社会保険料の引下げに充てるとされた。

図1 ドイツの個人消費：

個人消費のうち、自動車等の交通・通信にVAT引き上げの影響



- (備考) 1. ドイツ連邦統計局より作成。  
 2. 07年1～3月期の住居・電気・ガス・水道の落込みは、06年1～3月期の寒さによる増加の反動という特殊要因と考えられる。  
 3. 軽減税率（7%）の対象は主に食料品や本、新聞等であり、自動車は含まれていない。07年1月から標準税率を16%から19%に引き上げたが、軽減税率の税率に変更はなかった。

英国では、10年1月に、15%から17.5%にVATを引き上げ、11年1月からは更に20%に引き上げた。09年10～12月期は、引き上げ前の駆け込みにより個人消費は増加したものの、10年1～3月期は減少した。増減に大きく寄与したのは、自動車や、家電やパソコンを含む娯楽・文化である（なお、10年3月まで自動車買換え支援策が実施されており、相乗効果で特に09年10～12月期は自動車販売が増加したとみられる）。しかし、10年4～6月期と7～9月期の個人消費は前期比で増加が続いた。なお、英

国政府は、VAT引上げに際して所得税減税は行っていないが、10年4月から、児童税額控除を65ポンド引き上げている(注)。

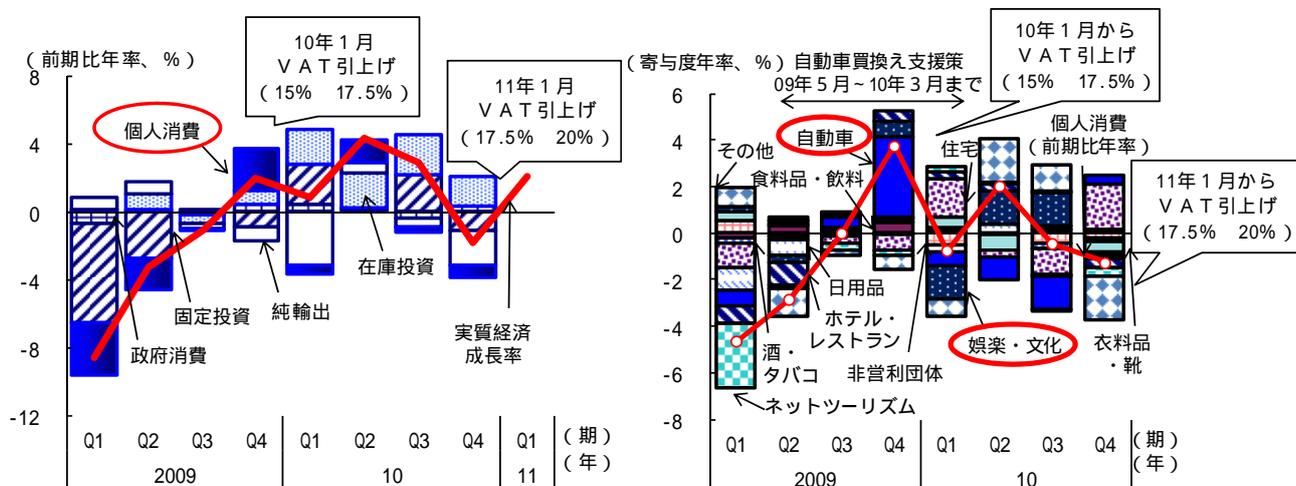
11年1月の引上げについては、自動車購入は増加したが、娯楽・文化は減少した。ただし、10年12月は大雪等の悪天候の影響により、本来は発生するはずだったVAT引上げによる駆け込み需要が一部打ち消されてしまった可能性がある。

図2 英国の個人消費：

10年1月のVAT引上げ時には自動車や家電等に影響

(1) 実質GDPと個人消費

(2) 個人消費の内訳



(備考) 1. 英国統計局より作成。

2. 軽減税率(0%及び5%)の対象は主に食料品や燃料等であり、自動車やパソコンは含まれていない。10年1月から標準税率を15%から17.5%に引き上げたが、軽減税率の税率及び対象品目に変更はなかった。

全体としては、税率の引上げ前後の四半期(6か月)は、自動車や家電等耐久消費財の駆け込み及びその反動が現れたが、その後は大きな影響はみられない。ただし、これらの国々では、食料品は軽減税率、住宅は非課税またはゼロ税率となっている。また、英国については、VAT引上げや一次産品価格の上昇による実質可処分所得の減少を通じて個人消費が横ばいとなっており、景気は足踏み状態となっていることに留意が必要である。

(注) うち、45ポンドは給与スライドによる自動的な増額分。

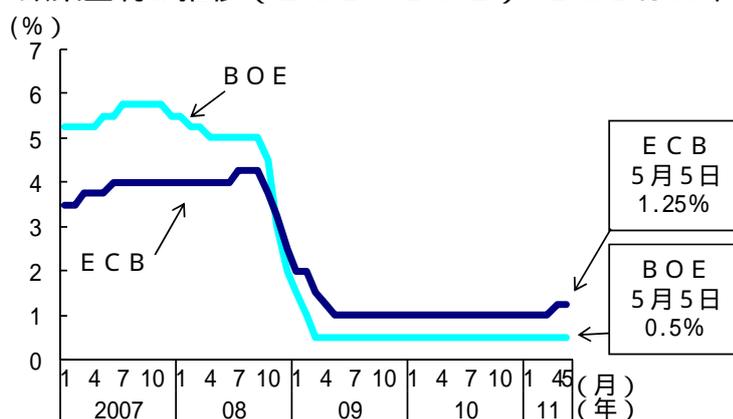
## (4) 政策金利の動向

### (i) ECBの利上げ

11年4月、ECB（欧州中央銀行）政策理事会が開催され、政策金利を0.25%ポイント引き上げ、1.25%とした。今回の政策金利の引き上げは、2008年7月以来初めてのものである。

今回の利上げについて、ECBは、物価安定における上振れリスクの観点から正当化されたもので、ユーロ圏のインフレ期待をインフレ参照値<sup>18</sup>に沿った形で、安定化させることに寄与すると述べている。その上で、エネルギーや食料中心の最近の物価上昇が、中長期的に広範囲にわたってインフレ圧力を高めないようにすることが重要であると指摘している（第2-4-22図）。

第2-4-22図 政策金利の推移（ECB・BOE）：ECBは08年7月以来の利上げ



（備考）欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）より作成。

### (ii) 消費者物価上昇率の動向

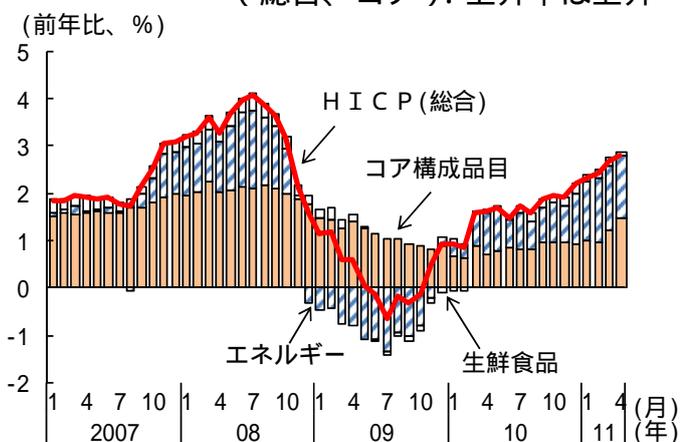
政策金利の引き上げの理由である消費者物価上昇率の上昇要因についてみると、商品価格の高騰によるエネルギー価格や食品価格の上昇が主因となっている。また、消費者物価上昇率（コア）をみると、横ばいで推移しており、エネルギー価格等の上昇による消費者物価全体への価格転嫁は、今のところ限定的であると考えられる（第2-4-23図）。

ただし、エネルギー価格と食料価格の急激な上昇から生じる物価上昇圧力は、資本財や消費財には波及していないものの、生産者物価における中間財が上昇していることから、生産過程の初期段階に波及していると考えられる（第2-4-24図）。

<sup>18</sup> ECBのインフレ参照値は、物価上昇率を2%を下回りかつ2%近傍に保つというものである。

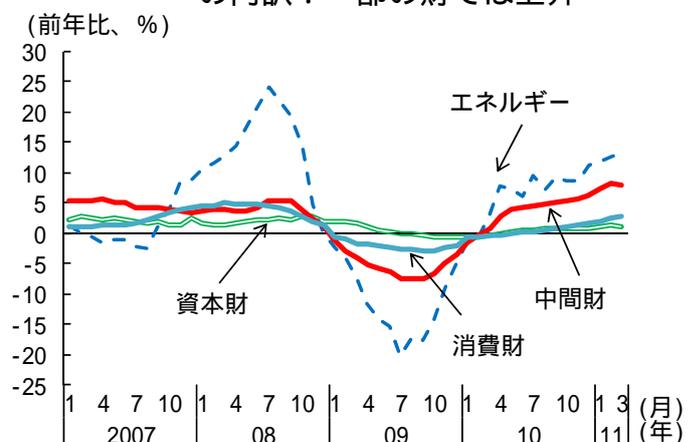
このような物価の上昇は、価格転嫁や賃金決定行動を通じた二巡目効果（second-round effect）による広範囲な物価上昇圧力に波及する懸念がある。賃金決定行動を通じた効果についてみると、ドイツ経済がユーロ圏の他国と比べて、景気回復が進んでいる要因の一つとして、労働市場改革における取組によって、単位労働コストが緩やかな上昇にとどまっていることが考えられる。ただし、今後についてみると、ドイツでは景気回復を背景に企業による求人数も増加するなど労働需給が引き締まり、賃金上昇が高まるおそれがある。

第2-4-23図 ユーロ圏の消費者物価指数  
（総合、コア）：上昇率は上昇



（備考）ユーロスタットより作成。

第2-4-24図 ユーロ圏の生産者物価指数  
の内訳：一部の財では上昇



（備考）ユーロスタットより作成。

消費者物価上昇率の先行きについてみると、消費者のインフレ期待は上昇しており、今後も消費者物価上昇率が高まることが見込まれている<sup>19</sup>。また、市場におけるインフレ期待をみるために、ドイツの物価連動債（10年物）の利回りをみると、このところ上昇している（第2-4-25図）。

<sup>19</sup> 3月3日に発表されたECBスタッフの経済見通しにおいても、消費者物価上昇率は、10年実績の前年比1.6%に対し、11年見通しは前年比2.3%、12年見通しは前年比1.7%になると見込まれている。

第2-4-25図 ユーロ圏の物価見通しの推移：物価見通しは上昇



(備考) 1. 欧州委員会、ブルームバーグより作成。  
2. 消費者信頼感指数及び物価の見通しは、今後1年間の見通しを尋ねたもの。

ECBによれば、物価見通しのリスクにおける上振れリスクとして、(1) 北アフリカ・中東において進行している政治的緊張によるエネルギー価格の上昇が予想以上になること、(2) グローバルレベルでの豊富な流動性に支えられた新興国の力強い経済成長が、更なるエネルギー価格の上昇をもたらす可能性があること、(3) 12年以降の財政再建のため、予想以上に間接税や公共料金が引き上げられる可能性があること、(4) 進行している経済活動の回復を背景として、予想以上に国内物価の圧力が高まるリスクがあること、を挙げている。

ただし、現在のところ、消費者物価上昇率の上昇は、商品価格の高騰による供給側の要因によるものであり、超過需要を背景とした需要側の要因によるものでないことに留意が必要である。ユーロ圏においては、08年7～9月期から経済全体の需要と供給の差を示す需給ギャップはマイナスで推移している。

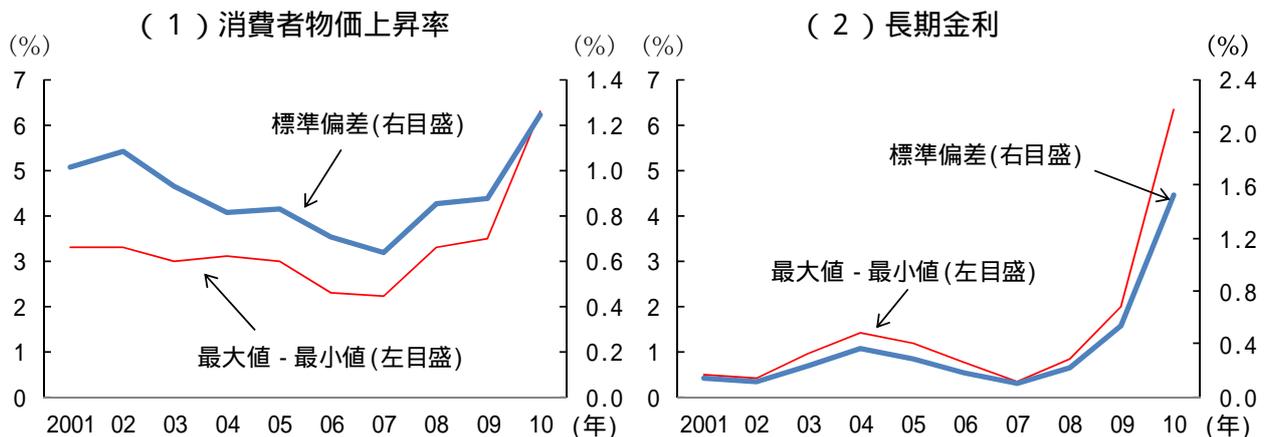
### (iii) ばらつきが拡大している経済情勢

先行きの消費者物価上昇率の上昇が見込まれる中で、今回の11年4月の利上げ以降についても、ECBが追加の利上げを実施することが考えられる。ヨーロッパ地域の景気持ち直しのテンポが国ごとにばらついている状況下において、政策金利が引き上げられることは、ヨーロッパ経済全体にどのような効果を及ぼすのであろうか。

通貨統合されたユーロ圏においては、ユーロ参加国は自国の事情に対応した機動的な金融政策を実施することはできない。また、為替の減価を通じて、価格競争力が高まり、景気が回復することも期待できない。さらに、ECBによる単一金融政策からくる制約のほか、ユーロ参加国は安定成長協定により財政政策にも制約がある。この

ため、単一通貨ユーロを安定的に維持するためには、ユーロ参加国は、似通った経済情勢であることが望ましい<sup>20</sup>。そこで、マーストリヒト条約においてユーロ参加の条件とされた経済収れん条件<sup>21</sup>の一部の指標を用いて、ユーロ圏における経済情勢の類似性をみると、経済情勢はユーロ導入時よりも収れんしておらず、むしろばらつきは拡大している（第2-4-26図）。今後についてみると、物価スライド制の賃金体系<sup>22</sup>が依然として残っているところがあり、消費者物価の上昇そのものが賃金上昇を通じて広範な物価上昇につながる懸念や、ソブリン・リスクにより南欧諸国等における長期金利が上昇する懸念を通じて、ユーロ圏における経済情勢のばらつきが更に拡大するおそれが考えられる。

第2-4-26図 ユーロ参加国の経済情勢のばらつきの推移：ばらつきは拡大



(備考) 1. ユーロスタットより作成。

2. 06年までは12か国、07年は13か国、08年は15か国、09年以降は16か国ベース。

また、現在のユーロ参加国が経済収れん条件を満たしているかどうかをみると、消費者物価上昇率では、ドイツ、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スロバキアを除く11か国が収れん条件を満たしていない。長期金利については、アイルランド、ギリシャ、ポルトガルの3か国が収れん条件を満たしていない。財政収支GDP比については、ルクセンブルク、フィンランドを除く14か国が収れん条件を満たしていない。

<sup>20</sup> 「最適通貨圏」の条件については、内閣府（2010a）。

<sup>21</sup> 経済収れん条件は、財政、物価、長期金利、為替相場の4項目について、5つの基準を定めている。（1）財政は、一般政府財政赤字GDP比が3%以内かつ一般政府債務残高GDP比が60%以内であること、（2）物価は、直近1年間の消費者物価上昇率がインフレの最も低い3か国よりも1.5%ポイント以上高くないこと、（3）長期金利は、直近1年間の長期金利がインフレの最も低い3か国よりも2%ポイント以上高くないこと、（4）為替相場は、欧州為替相場メカニズム（ERM）に深刻な緊張なく2年以上参加していること。

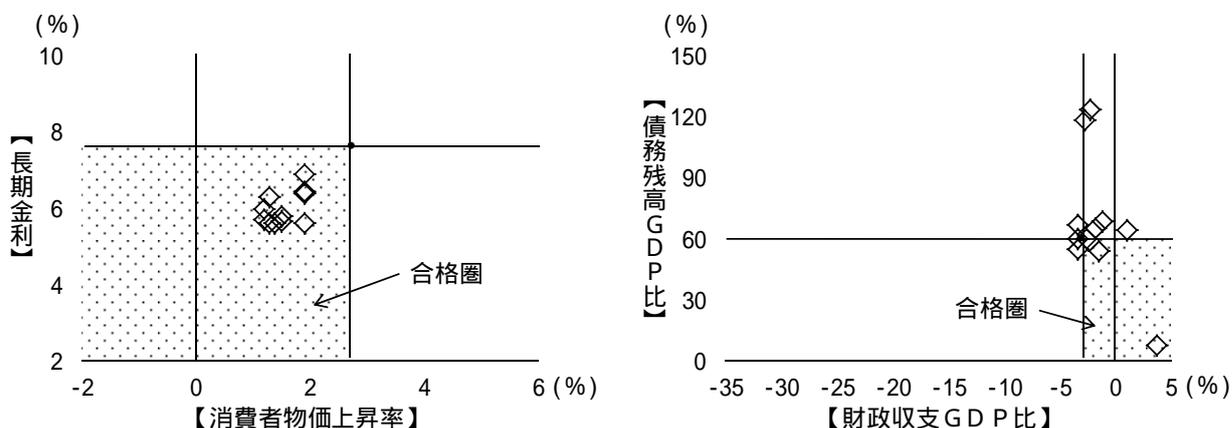
<sup>22</sup> 例えば、スペインでは賃金スライド制の条項がほとんどの労使の団体協約に盛り込まれている。

最後に、債務残高GDP比については、ルクセンブルク、スロベニア、スロバキア、フィンランドを除く12か国が収れん条件を満たしていない。以上から、大部分のユーロ参加国において収れん基準は満たされていない状況となっており、ユーロ参加の評価を行った97年の数値と比べると発散状況にある（第2-4-27図）。

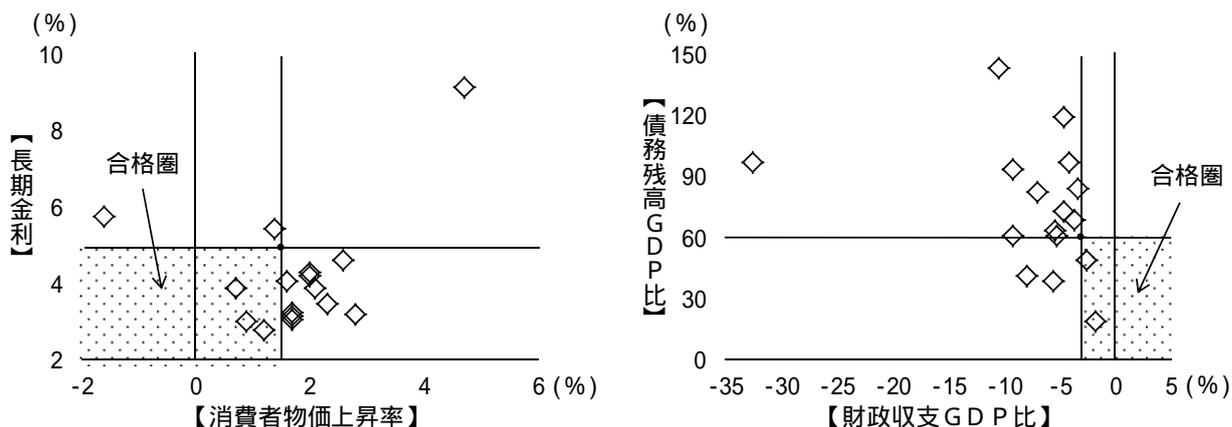
特に、金融政策の観点からみると、長期金利と消費者物価上昇率の収れんが重要であるが、長期金利と消費者物価上昇率は今後も発散傾向に向かう可能性があり、ECBによる単一の金融政策の実施が、ますます難しい経済情勢となる懸念がある。

第2-4-27図 ユーロ参加のための経済収れん基準の合否判定：  
現在では多くの国々が経済収れん基準を満たせず

(1) ユーロ導入の判断対象となった年(97年)



(2) 現在(2010年)



- (備考) 1. ユーロスタット、ECBより作成。  
2. 97年は11か国、10年は16か国ベース。  
3. シャド一部分は、経済収れん基準を満たしていることを意味する。

### 3. 主要国の動向

ヨーロッパ地域の景気は、総じて持ち直しているものの、持ち直しのテンポは国ごとにばらつきがみられる。以下では、ヨーロッパの主要国であるドイツ、フランス、英国、イタリアの景気動向とその注目点を取り上げる。

#### (1) ドイツ

##### ( ) 自律的な回復をみせるドイツ経済

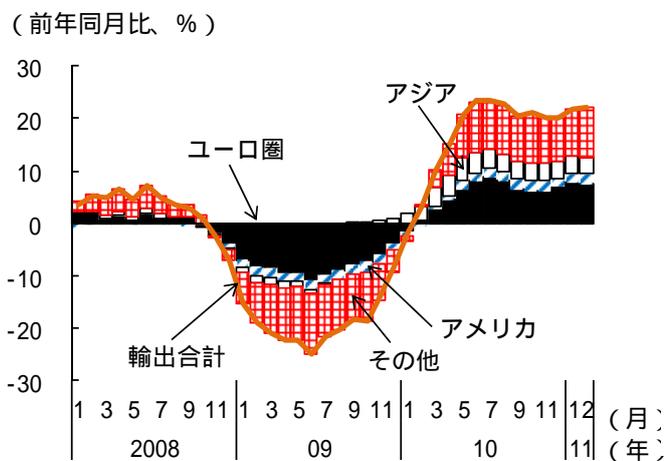
世界金融危機の影響で後退したドイツの景気は、09年春頃より輸出主導で持ち直しに転じた後、回復の効果が個人消費や投資等の内需にも波及している。

ドイツの景気回復を主導した輸出は、本節前段でみたように、中国等新興国向け輸出の顕著な拡大や、近隣国との生産ネットワークの構築・深化といった構造変化に支えられ、引き続き増加している。外需の増加は、内需に波及しており、輸出がけん引する形で生産・設備投資が増加し、それが雇用・家計所得の改善、個人消費の緩やかな増加につながることで、好循環が形成され、景気は自律的な回復をみせている。

輸出は、旺盛な需要を背景に大きく増加し、11年3月には、1950年の統計開始以来過去最高の水準に至っている（第2-4-28図）。

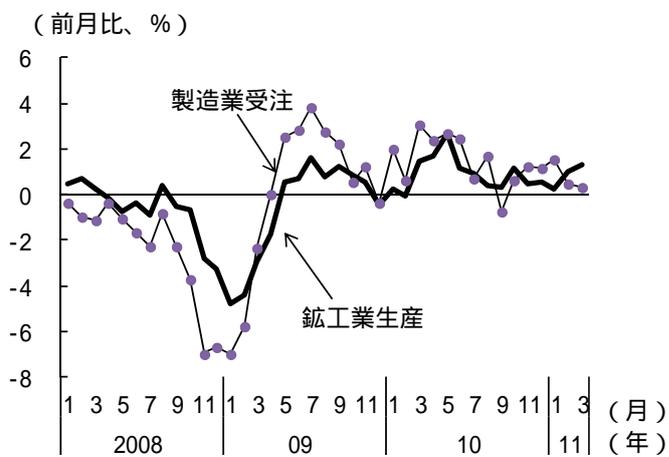
企業の生産活動は外需の増加に伴い拡大を続け、製造業受注も海外向けを中心に堅調な伸びとなっていることから、引き続き増加していくものとみられる（第2-4-29図）。

第2-4-28図 ドイツの国・地域別輸出：  
中国等新興国向けが顕著に拡大



(備考) 1. ドイツ連邦銀行より作成。  
2. 3か月移動平均。

第2-4-29図 ドイツの生産と製造業受注：  
海外向けを中心に堅調な伸び



(備考) 1. ドイツ経済技術省より作成。  
2. 3か月移動平均、季節調整値。