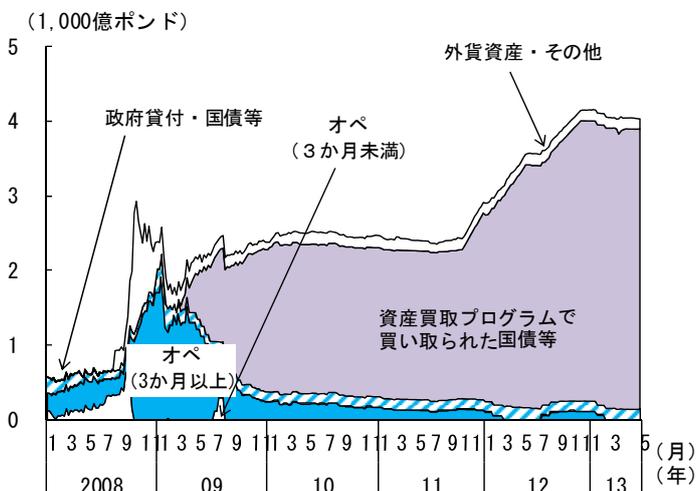
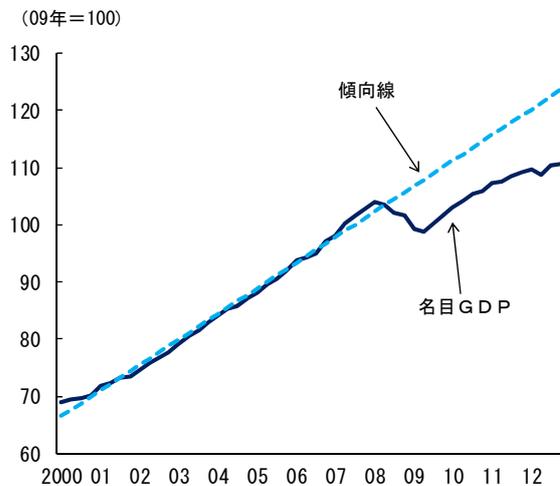


第1-4-45図 BOEのバランスシート  
(資産側)：償還国債の再投資を決定



(備考) 1. イングランド銀行より作成。  
2. 資産買取りプログラムは、正確にはBOEが国債等を買取るものではない。Bank of England Asset Purchase Facility Fundなる基金が設置され、BOEは当該基金に資産買取のために資金を貸し出す。損失が生じた場合には英財務省が補填する。

第1-4-46図 名目GDPの推移：  
トレンドを下回っている



(備考) 1. 英国統計局より作成。  
2. 傾向線は2000年Q1～07年Q4までのトレンドを延長したもの。

その一方で、財務相はBOEの新たな責務の中で、BOEに対し、13年8月のインフレーションレポートで、アメリカFED（連邦準備制度）のように将来の経済環境に依存した数値基準（state-contingent intermediate thresholds）を用いて金融政策のガイダンスを行うことの利点を評価するよう求めた。

## 2. 南欧諸国等の財政再建とユーロ圏の金融政策

EUではこれまでも「安定成長協定」に基づき財政規律の強化に取り組んできたが、ユーロ圏の財政規律を更に強化するための新財政協定（正式名称は経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約）が13年1月1日に発効した。本協定では構造的財政赤字のGDP比を0.5%以内とする財政均衡化ルール<sup>44</sup>や自動是正メカニズム<sup>45</sup>等を導入することが定められており、各国は14年1月1日までにこれらの規定を国内法制化しなければならない。なお、本協定の批准と国内法制化はESMを通じた財政支援を受けるための条件にもなっている。

また、13年5月30日にはユーロ圏加盟国の経済ガバナンスをさらに強化するための2

<sup>44</sup> ただし、公的債務残高のGDP比が60%を大幅に下回り、長期的な財政の持続可能性リスクが低いと判断される場合、GDP比で1%までの構造的財政赤字が認められる。

<sup>45</sup> 条約では、「自動是正メカニズムには、当該国が決められた期間内に逸脱を是正するための措置を採る義務を含む」とされているだけで、具体的な説明はない。

つの規則<sup>46</sup>（いわゆるtwo-pack）が発効した。これにより、加盟各国は毎年10月15日までに翌年の予算案を欧州委員会に提出することが義務付けられ、安定成長協定の義務に対し重大な違反があることが審査で明らかになった場合には、欧州委員会から予算案の修正を求められることになる。

しかし、実際に新財政協定で定められた厳しい基準を遵守できるかどうかは、以下で述べる各国の現状をみると予断を許さない。新協定では、財政均衡化ルールに違反し、欧州司法裁判所による是正措置に従わなかった場合には、加盟国による特定多数決<sup>47</sup>で否決されない限りGDPの0.1%未満の制裁金が科されることになっている。安定成長協定よりは加盟国の裁量の余地が狭くなってはいるものの、例外規定<sup>48</sup>もあるため安定成長協定の制裁措置のように形骸化する懸念もある。

12年9月に欧州中央銀行（ECB）が新たな国債買取策（OMT:Outright Monetary Transactions）を発表して以降、市場の緊張は和らいでいるが、欧州債務危機の根本的な解決には財政再建や構造改革、銀行同盟等の統合深化が不可欠であるため、これらの取組を進めることができるかどうかを注視する必要がある。

#### （1）南欧諸国等の財政再建の現状と見通し

各国とも引き続き財政収支改善に向けた取組を進めているものの、アイルランドを除く南欧諸国等では予想以上の景気の落ち込みにより（第1-4-47図）、目標達成には至らず、目標の先送りを繰り返している。こうした厳しい経済情勢を受け、欧州委員会も目標の先送りによる財政緊縮ペースの鈍化と構造改革を通じた成長促進に軸足を移すことを認める姿勢をみせている。

---

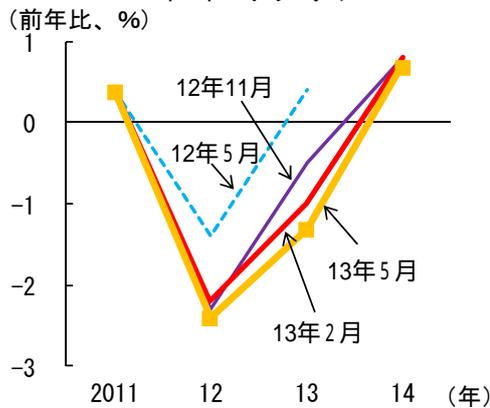
<sup>46</sup> 2つの規制とは、「ユーロ圏加盟国の予算案の監視・評価の強化及び過剰財政赤字是正手続き中の国に対するより注意深い監視に係る規則」及び「深刻な金融困難の渦中にあるか脅かされている、もしくは金融支援を要請するユーロ圏加盟国に対する監視の強化に係る規則」である。

<sup>47</sup> 各加盟国の人口に応じて票を割り当て、加盟国の過半数、EUの加盟国人口の62%が意思決定に必要となる。なお、リスボン条約の発効に伴い、14年11月以降は加盟国数の55%、EU加盟国人口の65%に変更となる。

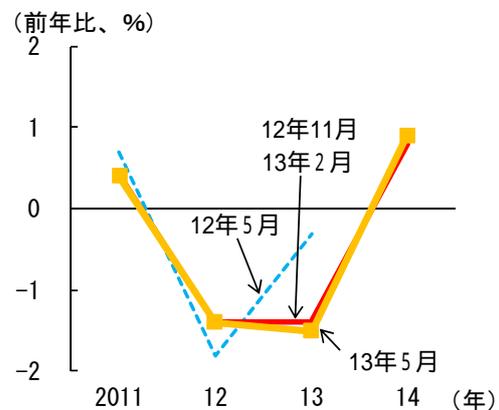
<sup>48</sup> 自然災害や深刻な経済停滞等の特別な事情がある場合に限り、中期目標や取れんパスからの一時的な逸脱が認められる。

第1-4-47図 南欧諸国等の実質経済成長率見通し：予想以上の落ち込み

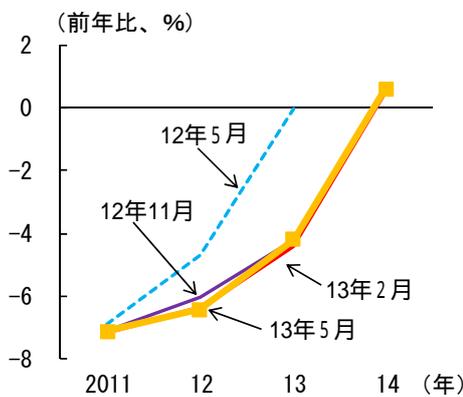
(1) イタリア



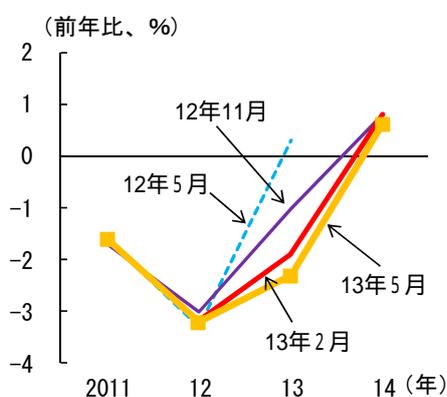
(2) スペイン



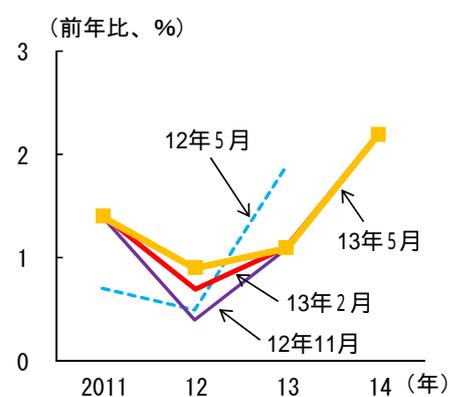
(3) ギリシャ



(4) ポルトガル



(5) アイルランド



(備考) 欧州委員会より作成。

経済成長が予想以上に落ち込んだことに関し、IMFは12年10月に公表したレポートで、これまで約0.5と想定されていた財政乗数が過小評価されており、実際は0.9~1.7程度であった可能性を指摘している<sup>49</sup>。しかし、欧州委員会が12年11月に公表したレポートでは、危機時における財政乗数の過小評価の可能性はあったとしても、経済成長見通しが外れた要因としては、国債利回りの上昇といったソブリンリスクに対する認識の変化による影響も同様に重要であったとしている<sup>50</sup>。なお、欧州委員会のモデルでは、信用制約が強くゼロ金利下での一時的な財政緊縮の乗数を、税によるものは0.1~0.4、政府支出によるものは0.7~1.5としている。また、ECBは12年12月に公表したレポートで、短期的な財政乗数だけに注目するのは視野が狭すぎるとし、財政緊縮の5つの手

<sup>49</sup> IMF (2012) Box 1.1参照。

<sup>50</sup> European Commission (2012) Box 1.5参照。

段（政府支出の削減、政府投資の削減、一般移転の削減、労働税の増税、消費税の増税）の影響について分析した結果、これらは短期的にはGDPにマイナスの影響を与えるものの、長期的には政府投資の削減以外はGDPにプラスの影響があるとしている<sup>51</sup>。

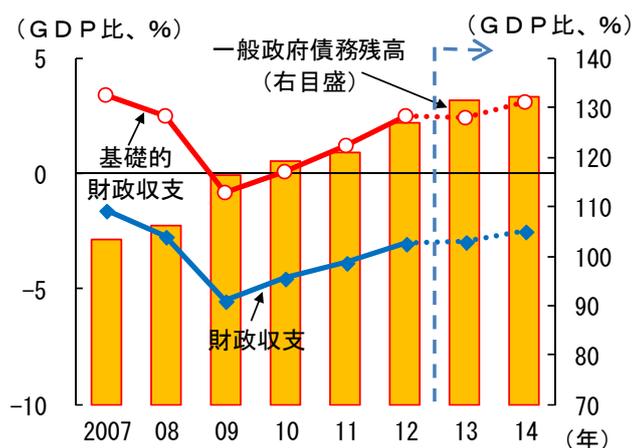
以下では、このような財政緊縮の短期的な負の影響と財政再建とのバランスをどのようにとっていくかに苦慮する南欧諸国等の現状を確認する。

### (i) イタリア

11年に欧州政府債務危機が再燃して以降、政府の取組やECBの流動性供給、ユーロ圏レベルでの安全網の整備に進展がみられるなど、関係国、関係機関による政府債務危機の解決に向けた取組もあって、一時期に比べ金融市場は落ち着きを取り戻し、小康状態が続いている。13年2月末の総選挙を控え、わずかに市場が反応する場面もみられたが、選挙の結果、いずれの政党連合も上院で過半数に至らず、安定政権の樹立が困難な状況となった際も市場の反応は限定的であった。

イタリアの12年財政収支はGDP比▲3.0%の赤字となり、累積債務残高は127.0%となった。財政収支は4年ぶりに欧州委員会の定める過剰財政赤字基準内となったが、12年9月時点の政府目標（同▲2.6%）からは下振れた。ただし、基礎的財政収支は同2.5%の黒字となっており、3年連続で黒字幅を拡大させている（第1-4-48図）。イタリアの財政赤字は累積債務残高が非常に高い水準であること及び国債利回りが高いことから生じており、利払いを除いた基礎的財政収支は先進国の中でも健全な部類に属する。

第1-4-48図 イタリアの財政状況：12年の財政収支は基準内のGDP比▲3.0%



(備考) 1. 欧州委員会より作成。  
2. 13、14年は見通し。

<sup>51</sup> ECB (2012) Box 6参照

総選挙後、政局の混迷が懸念材料として浮上する中で、市場の反応が限定的であったのは、これまでの欧州政府債務危機への対応等イタリア以外の要因もあるが、モンティ政権が取り組んだ年金改革等の財政再建策はすべて措置済であった点も大きい。仮に政治的な膠着状態が長引いたとしても、それを覆すための法的措置を講じない限り、少なくとも13年は財政再建が自動的に進んでいく状況になっているからである。

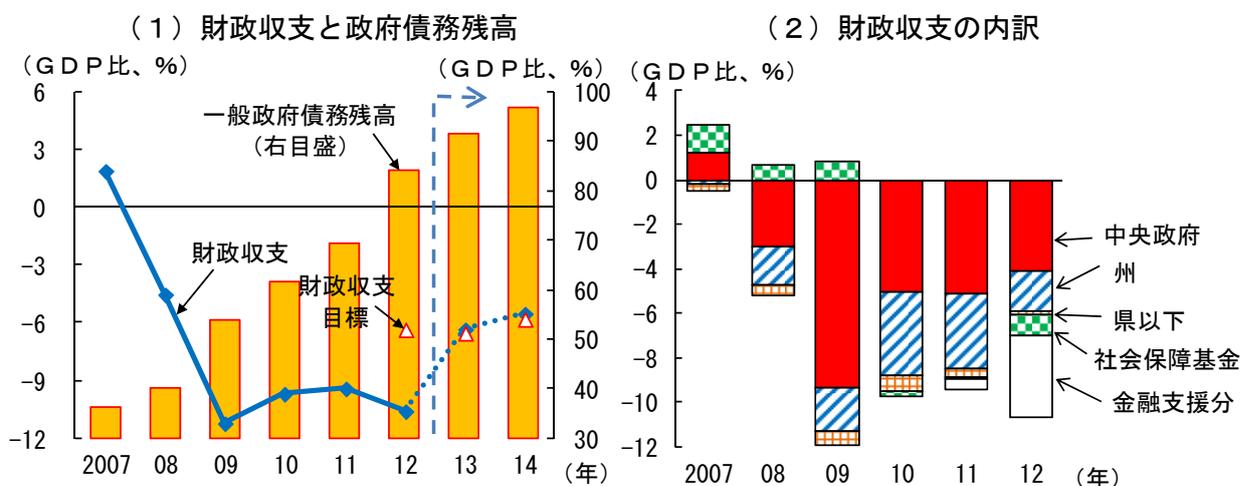
しかし、先の選挙では、これまでの財政再建・構造改革路線をイタリア国民が否定した面もあり、政治的に同路線を単純に継承していくことは困難とみられる。12年にVAT税率の引上げを回避した際は13年7月以降に標準税率及び軽減税率を1%ポイントずつ引き上げることとしていたが、現在の景気情勢を勘案すれば13年後半のVAT税率引上げは政治的コストが大きいと思われる。イタリアは基礎的財政収支の黒字拡大が進み、財政収支が財政赤字是正目標内にあるなど、ほかの南欧諸国等に比べれば、財政状況の改善は進んでおり、多少財政赤字削減目標を緩和しても、景気の底割れを防ぐ措置を優先するべきとの考えにシフトする姿勢をみせている。

## (ii) スペイン

現政権が発足した11年末以降、財政再建を強く推し進めてきたスペインの12年財政収支はGDP比▲10.6%の赤字となった。ESMからの金融支援分同▲3.6%を除くと、同▲7.0%であった（第1-4-49図）。スペイン政府がトロイカ（欧州委員会、ECB及びIMF）と合意していた目標値は同▲6.3%で、その達成はできなかったものの、金融支援分を除くと目標値との差は小さく、この結果を受けて金融市場においてスペイン財政に対する不安が高まるような事態には至らなかった。

第1-4-49図 スペインの財政状況：

12年の財政収支は金融支援分を除けばGDP比▲7.0%



(備考) 1. 欧州委員会、スペイン政府資料より作成。  
2. 13、14年は見通し。

(備考) スペイン中央銀行より作成。

12年9月のVAT税率引上げ等が歳入増に寄与したものの、スペイン単独の金融セクター支援、地方財政支援、社会保障の増大は中央政府の負担とされたため、中央政府の赤字は縮小しておらず、その分、地方自治体は前年より大きく赤字を削減した形になっている。地方自治体に対しては、スペイン政府の13年予算で、12年に続き、「取引業者への支払いのための融資基金」や「地方政府向け緊急流動性供給メカニズム」といった地方財政の破たんを防ぐための措置が盛り込まれている。

欧州委員会が財政赤字▲3.0%以下の目標達成時期を14年から16年に先送りすることを認めたため、13年の財政赤字目標はGDP比▲4.5%から▲6.5%に下方修正された。同時に経済成長見通しも、13年は0.5%から▲1.3%に下方修正された。深刻な景気後退が続く中、目標が下方修正されたとしても、その達成は容易ではない。また、住宅価格の下落が続いており、金融機関の不良債権比率の上昇に歯止めがかからない懸念もある。

しかしながら、12年6月にユーロ圏財務相会合（ユーログループ）へ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2月のトロイカ審査でも「プログラムは順調に進んでいる」と評価されている。

スペイン中央銀行及び欧州委員会は12年末にバンキア等既に公的管理下にあった4行（＝通称グループ1）及び資本注入が必要なその他小規模4行（＝通称グループ2）の「再編計画」を承認した。これを受け、ESM（欧州安定メカニズム）からFROB（スペイン銀行再編基金）に12月上旬に融資されていた約395億ユーロのうち、370億ユーロがグループ1の銀行の資本注入に、25億ユーロがSAREB（資産管理会社、いわゆるバッドバンク）に使用された。また、2月にはEMSからFROBに対し約19億ユーロの第2回融資が行われ、3月にグループ2の4銀行のうち3行への資本注入が行われた。これらの銀行は承認された「再編計画」に基づいて、それぞれ合併・リストラ・債権者のヘアカット・国有化・バランスシートの縮小等を実施するとともに、SAREBへ不良資産（グループ1及び2の合計約510億ユーロ）を移転し、今後5年程度をメドに市場への復帰を目指すこととなる。なお、いわゆるグループ3（12年9月のストレステストで資本不足が指摘されたが自前で資金調達が可能であると判断された）は、13年6月までに各行で増資することとなっている。

以上のような取組にも関わらず、欧州委員会が13年4月に公表したマクロ経済不均衡是正手続（Macroeconomic Imbalance Procedure）の審査において、スペインはマクロ経済不均衡が「過剰」と判断された。特に、国内及び対外債務残高が非常に高い水準にあることが、引き続き成長と金融の安定のリスクであるとされている。今後、4月に提出された「国家改革計画」及び「安定プログラム」に盛り込まれた対策の評価及び勧告が欧州委員会によって行われることになっており、それらを受けたスペイン政府の対応を注視する必要がある。

### (iii) ギリシャ

ギリシャでは、12月に実施された国債買戻し以降は、比較的順調にプログラムを消化しており、中でも中央政府では当初目標を上回るペースで財政再建を進めている様子がうかがえる（第1-4-50表、第1-4-51図）。ギリシャの財政再建計画については、トロイカにおいても「プログラムは軌道に乗っている」との評価がなされており、12年12月当初のマクロ経済シナリオを上回るペースで財政再建なされることが期待されているところである。これらの状況を踏まえ、技術的問題の解決を目的とした審査期間の延長こそみられたものの、ギリシャに対する融資も、順調に供与されている。今後は、財政再建の一環として予定されている公務員削減計画や、不動産課税等の徴税強化に向けた取組が順調に進捗するかどうか注目される。

ただし、今後の経済情勢については13年も▲4.2%と引続きマイナス成長となると見込まれているほか、若年失業率が13年1月には59.3%に達するなど雇用環境は大幅な悪化が続いている。財政再建を引続き着実に実施するとともに、ギリシャ経済を成長軌道に載せるための国有資産の売却・民営化計画やサービスセクター改革といった成長戦略の促進等による早期の回復軌道への復帰が望まれる。

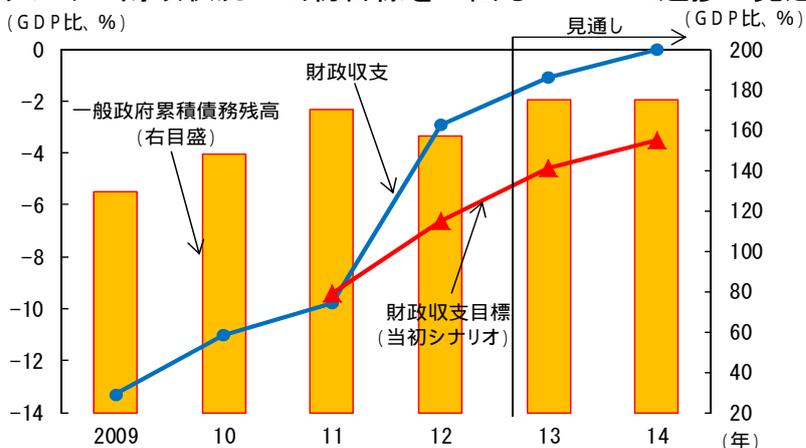
第1-4-50表 ギリシャ中央政府の財政再建状況

(100万ユーロ)

		1～2月期	1～3月期
歳入	Target	7,945	11,353
	Outcome	8,634	12,338
	difference	689	985
歳出	Target	9,975	15,538
	Outcome	9,143	13,692
	difference	▲832	▲1,846
収支	Target	▲2,630	▲1,354
	Outcome	▲789	▲4,185
	difference	1,842	2,831

(備考) ギリシャ財務省より作成。

第1-4-51図 ギリシャの財政状況：当初目標を上回るペースで進捗が見込まれている



(備考) 欧州委員会より作成。