

## アイルランド・ポルトガルの財政懸念

10年10月以来、アイルランドやポルトガルの国債利回りやソブリンCDSは、財政の持続可能性への懸念から急激に上昇しており、11月には過去最高値を更新した（前掲第1-4-26図、第1-4-27図）。

アイルランドやポルトガルは、ギリシャと同様に経済規模が小さく人口が少ないものの、これらの国債を保有する金融機関への影響や、他の国々の財政に対する市場の懸念が広がり、経済規模のより大きな国の財政危機に伝染（コンテイジョン）したり、金融システム不安が再燃するリスクが懸念されていた（第1-4-33図）。

第1-4-33表 南欧諸国等の財政状況

	人口 (万人)	09年名目 GDP (億ドル)	主要格付け機関による格付け			一般政府債務 残高GDP比	一般政府財政 収支GDP比		財政再建目標
			ムーディーズ	S & P	フィッチ		09年	09年	
ポルトガル	1,062	2,329	A 1	A -	AA -	76.1	9.3	7.1	13年までに財政赤字GDP比を3%以内
イタリア	5,893	21,128	A a 2	A +	AA -	116.0	5.3	5.0	12年までに財政赤字GDP比を3%以内
アイルランド	430	2,218	A a 2	A	A +	65.5	14.4	32.3	14年までに財政赤字GDP比を3%以内
ギリシャ	1,125	3,237	B a 1	BB +	BBB -	126.8	15.4	9.4	14年までに財政赤字GDP比を3%以内
スペイン	4,451	14,641	A a 1	AA	AA +	53.2	11.1	9.1	13年までに財政赤字GDP比を3%以内
ベルギー	1,054	4,712	A a 1	AA +	AA +	96.2	6.0	4.9	12年までに財政赤字GDP比を3%以内
ドイツ	8,281	33,300	A a a	AAA	AAA	73.4	3.0	4.3	14年までに財政赤字GDP比を1.5%程度に引下げ
フランス	6,215	26,494	A a a	AAA	AAA	78.1	7.5	7.4	13年までに財政赤字GDP比を3%以内
英国	6,186	21,695	A a a	AAA	AAA	68.2	11.4	9.6	15年度までに構造的財政収支（投資的経費を除く）を均衡
日本	12,740	50,689	A a 2	AA	AA -	192.9	7.1	7.7	遅くとも15年度までに基礎的財政収支の赤字のGDP比を10年度の水準から半減、遅くとも20年度までに黒字化
アメリカ	30,721	140,439	A a a	AAA	AAA	83.0	11.3	10.8	15年までに「基礎的財政収支の均衡」（財政赤字GDP比3%に相当）

（備考）1. O E C D、欧州委員会、ギリシャ政府、ブルームバーグより作成。

2. ギリシャの10年の一般政府財政収支GDP比については、ギリシャ政府の見通しによる。

10年9月30日、アイルランド中央銀行は、アングロ・アイリッシュ銀行が国有化されてから、アイルランド政府が既に総額229億ユーロ（GDP比14.3%）の資金注入を行っているが、追加的な資金供給を含めると資金注入の総額は293億ユーロ、ストレスシナリオ<sup>7</sup>の下では総額343億ユーロに上るとの試算を打ち出した。同日、アイルランド財務省は、GDP比で20%に及ぶ銀行システムに対する支援を実施した場合、10年

<sup>7</sup> ストレスシナリオでは、国家資産管理公社（NAMA：National Asset Management Agency）に移管する資産のヘアカット（割引率）を、ベースシナリオの67%から70%に引き上げることなどを想定している。

の財政収支はGDP比 32%近傍になると見込まれると発表した。

この結果、市場におけるアイルランドの財政持続可能性への懸念が高まったことから、アイルランド政府は、11月26日に、EU等へ金融支援を要請した。同日、アイルランド政府からの要請を受けて、EU、ユーロ参加国、IMFは、欧州金融安定化メカニズム(EFSM)等に基づくアイルランドへの支援を決定した。アイルランド政府は、支援の条件として、財政再建、構造改革から構成される4年間で総額150億ユーロ(GDP比9.4%規模)の政策プログラム(過剰財政赤字是正期限である14年までに、財政赤字GDP比3%を達成)を実施することとなった。また、政策プログラムには、アイルランドの銀行セクターで将来必要となる資本に対応する資金が用意されるとともに、これまでのアイルランドによる取組を基に、銀行セクターのレバレッジ解消や再編等の広範囲な措置が進められることとなった。なお、ユーロ非参加国である英国とスウェーデンによる二か国間融資の提供も表明された。

#### 各国の財政再建

ヨーロッパ各国は、金融危機対応と景気後退による税収減によって大幅に悪化した財政状況を改善させるため、経済財政政策の出口戦略の一環として、財政再建に取り組んでいる<sup>8</sup>。さらにギリシャ財政危機後には、財政の持続可能性に対する市場の懸念が、これまで以上に高まったため、財政再建への取組をこれまで以上に強化しつつある。

ヨーロッパの主要国の取組についてみると、ドイツでは、11~14年の4年間で、GDP比で3.4%程度に相当する財政赤字を削減する内容の財政再建策を決定するとともに、14年までに財政赤字のGDP比を1.5%程度に引き下げるとしている。また、英国では、社会保障制度改革等の実施により、15年度までに構造的財政収支(投資的経費を除く)を均衡させるとしている(第1-4-34表)。

---

<sup>8</sup> 09年12月のEU首脳会議において、EU経済財務相理事会(ECOFIN: Economic and Financial Affairs Council)が示した財政再建目標及び時期を承認するとともに、遅くとも11年には財政再建を開始するようヨーロッパ各国政府に求めた。詳細は、内閣府(2010)。

第1-4-34表 ヨーロッパの主要国における財政再建策

国名	目標	方策
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> <li>憲法を改正し、連邦政府及び州政府の財政ルールを設定（09年6月）</li> <li>連邦政府の構造的財政収支を平時には名目GDP比で3.5%以内に抑制</li> <li>州政府は、20年以降構造的財政赤字は許容しない</li> <li>13年まで、少なくとも毎年GDP比0.5%の構造的財政赤字を削減し、財政赤字GDP比を3%以下とする（10年2月）</li> <li>14年までには、財政赤字GDP比を1.5%程度に引き下げる（10年7月）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>11～14年の4年間で、816億ユーロ（GDP比で3.4%程度）の財政赤字を削減する財政再建策を決定（10年7月）</li> <li>&lt;歳出削減策&gt;</li> <li>長期失業者への手当等の社会保障費等の削減</li> <li>&lt;歳入強化策&gt;</li> <li>金融危機対応のコストに関する銀行からの負担金徴収等</li> </ul>
フランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>13年に一般政府財政赤字の対GDP比3%を達成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大統領の下、財政赤字に関する検討会を設置</li> <li>憲法を改正し、5年間の財政赤字見通しと財政収支均衡化の時期の明示を政府に義務づけることを検討</li> <li>憲法改正に向けて、首相が超党派での議論を行う旨公表</li> <li>年金改革案が閣議決定（10年7月）</li> <li>年金受給開始年齢の段階的引上げ（60歳→62歳）</li> <li>公務員年金の保険料率を民間並みに引上げ</li> </ul>
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>15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</li> <li>15年度に公的部門純債務残高GDP比を減少に転じさせる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新政権は予算案を発表（10年6月）</li> <li>社会保障制度改革（年金受給開始年齢を65歳から66歳に引き上げる時期の前倒しを検討等）</li> <li>公務員の賃金上昇を2年間凍結</li> <li>付加価値税率引上げ（11年1月から17.5%→20%）等</li> </ul>

（備考）1. 各国政府資料より作成。  
2. ( )の年月は、公表又は決定した年月を示す。

以下では、ギリシャやアイルランド以外で、国債利回りやソブリンCDSが上昇するなど、財政の持続可能性に対する懸念が高まっているとみられる国々の財政再建策について概観する<sup>9</sup>（第1-4-35表）。

#### （ア）ポルトガルの財政再建の動向

10年5月、ポルトガル政府は財政再建策を発表し、財政収支GDP比を10年の7.3%から、11年には4.6%にまで改善することとした。具体的には、財政刺激策を終了させるとともに、国有企業への公的資金注入額の削減や、付加価値税率を10年に20%から21%へ引き上げるなどの施策を行うこととした。

また、9月29日、ポルトガル政府は、5月に示した「11年に財政赤字を4.6%まで削減する」との目標を踏まえ、一部の公務員給与の削減や年金の伸び率の抑制、付加価値税率を11年に21%から23%へ更に引き上げるなどの施策からなる追加財政再建策を閣議決定した。

10月14日、ポルトガル政府は、11年予算案を閣議決定した。その後、ポルトガル政府と最大野党の社会民主党は、大幅な歳出削減策を盛り込んだ11年予算案をめぐる協議を打ち切ったとの報道がいったんは流れたが、11月3日、11年予算の方針は議会で承認された。

<sup>9</sup> なお、スペインの財政再建策については、第2章第4節を参照。

## (イ) イタリアの財政再建の動向

10年5月、イタリア政府は、財政再建策を発表した。具体的には、財政収支GDP比を09年の5.3%から12年に2.7%にするという目標の下、今後3年間の公務員の採用凍結や給与の減額、徴税の強化等により2年間で250億ユーロの財政再建を行うものである。また、経済安定化や競争力強化についても取り組むこととしている。

同年6月には、最大労組によるゼネストが主要都市で行われたものの、7月には、上院と下院においてそれぞれ上記の財政再建策を盛り込んだ法案が可決され成立した。

第1-4-35表 南欧諸国等政府による見通し

ポルトガル		(%)		
	2009年(実績)	10年	11年	
実質経済成長率	2.6	1.3	0.2	
一般政府財政収支GDP比	9.3	7.3	4.6	
一般政府債務残高GDP比	76.1	82.1	86.6	
アイルランド		(%)		
	2009年(実績)	10年	11年	
実質経済成長率	7.6	0.3	1.8	
一般政府財政収支GDP比	14.4	32	9.25 ~ 9.5	
一般政府債務残高GDP比	65.5	98.5	105.0	
イタリア		(%)		
	2009年(実績)	10年	11年	
実質経済成長率	5.0	1.2	1.3	
一般政府財政収支GDP比	5.3	5.0	3.9	
一般政府債務残高GDP比	116.0	118.5	119.2	

(備考) ユーロスタット、各国政府資料より作成。

## (2) 金融政策の動向

### E C Bによるギリシャ危機後の対応

E C Bは、機能不全に陥った国債及び社債の流通市場へ介入するとともに、固定金利の3か月物及び6か月物の資金供給オペ(L T R O : Longer Term Refinancing Operation)を再開するなど、ギリシャ財政危機に対応した措置を講じている。

10年5月10日に発表したE C Bによる国債及び社債の流通市場への介入によって、国債等の買取り額は、11月現在で635億ユーロに上り、ギリシャ国債、アイルランド国債、ポルトガル国債等が購入されているとみられる。しかし、E C Bは過剰流動性の吸収のために、1週間物預金の入札による不胎化介入を実施しているため、バランスシートは拡大していない(第1-4-36図)。

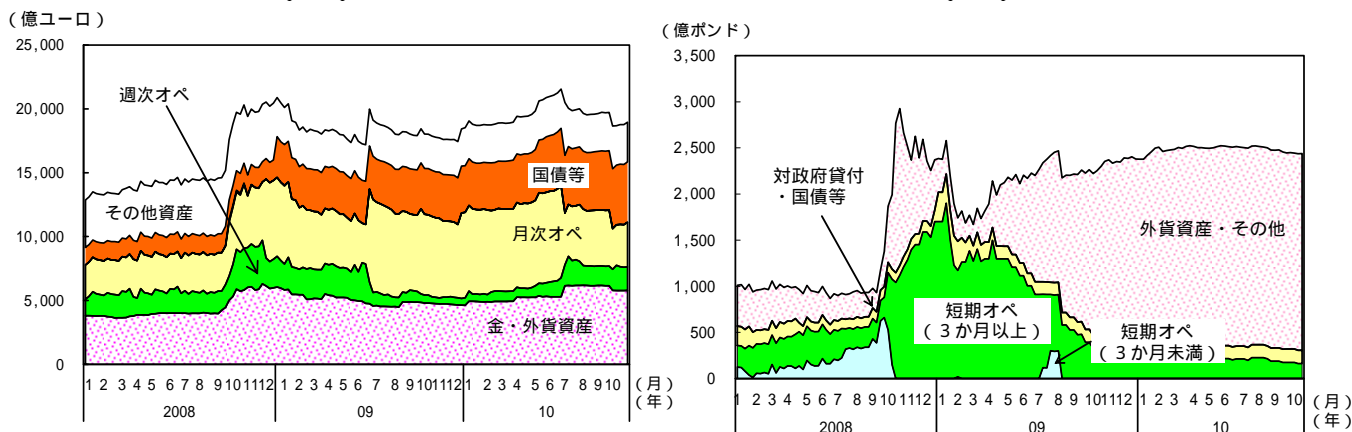
なお、E C Bは、09年7月から実施していた600億ユーロのカバードボンドの買取り

を、計画どおり10年6月に終了し、買い入れたカバードボンドを償還期限まで保有する方針を表明した。また、BOEは、09年1月から実施していた資産の買取りが10年1月末に予定していた資産買取り枠2,000億ポンドに達した後は、買取り枠を拡大しておらず、BOEも同様に、バランスシートは拡大していない。

第1-4-36図 ECB及びBOEのバランスシートの推移

(1) ECB

(2) BOE



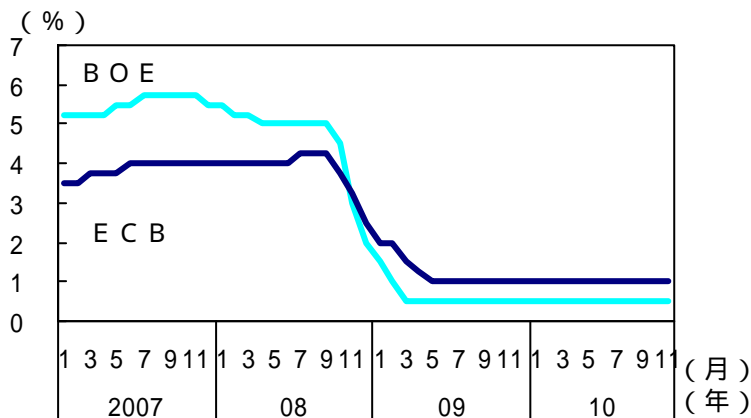
(備考) 1. データストリームより作成。

2. BOEは、今般の量的緩和策を実施するために設けられたファンドに対して、中長期国債の買取りのための資金を供給しており、その金額は「その他資産」に計上されている。

ECB、BOEの政策金利の動向

政策金利について、ECBは、09年5月に1.0%に利下げをして以降、10年11月までの1年6か月にわたって据え置いている。BOEも、09年3月に0.5%に利下げして以降、11月まで1年8か月にわたって同水準に据え置いている(第1-4-37図)。

第1-4-37図 ECB及びBOEの政策金利の推移



(備考) ECB、BOEより作成。

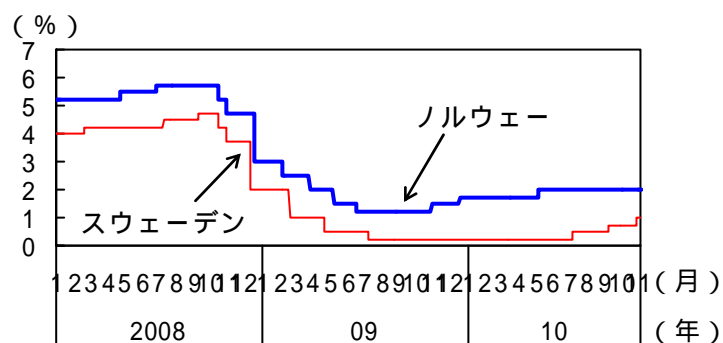
## スウェーデン、ノルウェーの金融政策

ECBやBOEが政策金利を低水準で据え置いている一方、北欧の一部の国では、正常化に向けて、政策金利を引き上げている。

スウェーデン中央銀行は、世界金融危機発生後に、0.25%まで引き下げていた政策金利を、10年7月から3回にわたり引き上げた。スウェーデンの景気は、輸出の増加を背景に、個人消費や雇用が改善し、急速に回復している。こうした経済状況を背景に、スウェーデン中央銀行は、消費者物価上昇率（前年比）を、目標としている2%近傍で安定させるために、正常な水準に向けて利上げを行ったとしている。

また、ノルウェー中央銀行は、1.25%に据え置いていた政策金利を、09年10月から3回にわたり引き上げた。ノルウェー中央銀行は、実質経済成長率が4四半期連続で上昇しており、消費者物価上昇率もインフレ目標である2.5%近傍で推移していたことから、正常化に向けて政策金利を引き上げたとしている（第1-4-38図、第1-4-39図）。

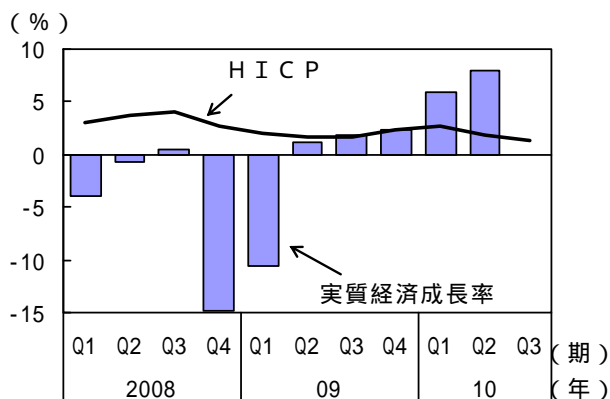
第1-4-38図 スウェーデン・ノルウェーの政策金利の推移



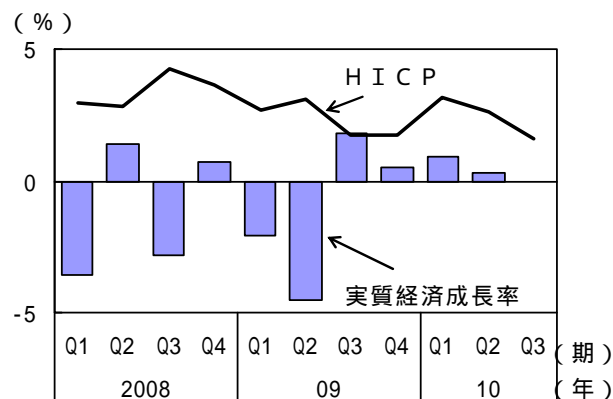
(備考) スウェーデン中央銀行、ノルウェー中央銀行より作成。

第1-4-39図 スウェーデン・ノルウェーの経済状況

### (1) スウェーデン



### (2) ノルウェー



(備考) スウェーデン中央銀行、ノルウェー中央銀行より作成。

### 3. マクロ経済のインバランス

#### (1) 世界金融危機に際して、欧州が危機に陥った根本的な要因

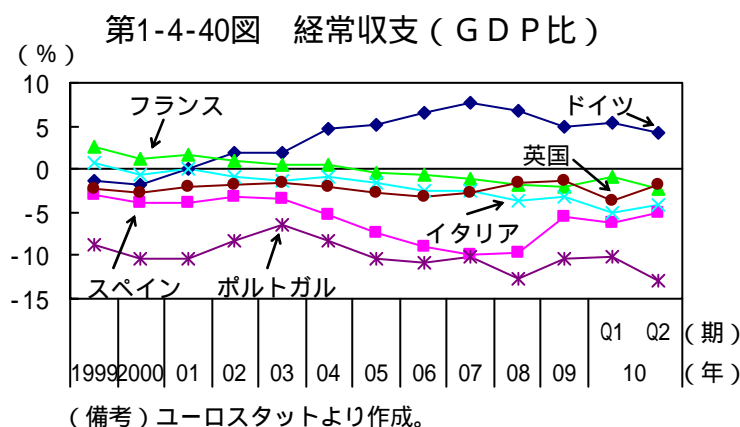
ヨーロッパが危機に陥ったのは、アメリカで生じたリーマン・ブラザーズ破たんを契機とする金融危機の飛び火という要因に加え、ヨーロッパの金融機関における証券化商品等の不十分なリスク管理、住宅バブルの崩壊といったヨーロッパ各国自身が抱えていた要因があった<sup>10</sup>。しかし、より根本的には、1999年ユーロ発足以来蓄積されていた問題、すなわち、通貨ユーロの信認を支えてきた財政規律の緩み、マクロ経済のインバランスの問題が噴出したことがある。

#### (ア) 財政規律の緩み

ギリシャ財政危機の要因としては、ギリシャの財政統計における不正に加え、安定成長協定で定められた過剰財政赤字是正手続が効果的に機能しておらず、結果として財政規律が緩んだことが挙げられる。すなわち、多くのEU加盟国がGDP比3%を超える財政赤字を抱えていたが、警告や制裁措置に至る過程は長く、結果としてギリシャも含め、制裁措置を発動された国はなかった(第2章参照)。

#### (イ) マクロ経済のインバランス

スペインやアイルランドにおいて、危機以前の財政状況は良好であったにもかかわらず危機に陥った根本的な要因としては、マクロ経済のインバランスが挙げられる。これらの国では、ユーロ参加により実質長期金利が大幅に低下し、住宅投資・設備投資需要が拡大した(第1-4-40図)。

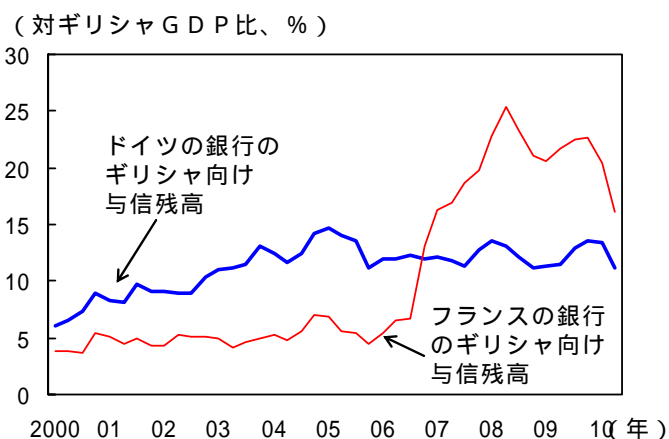


<sup>10</sup> 詳細は、内閣府(2008)。

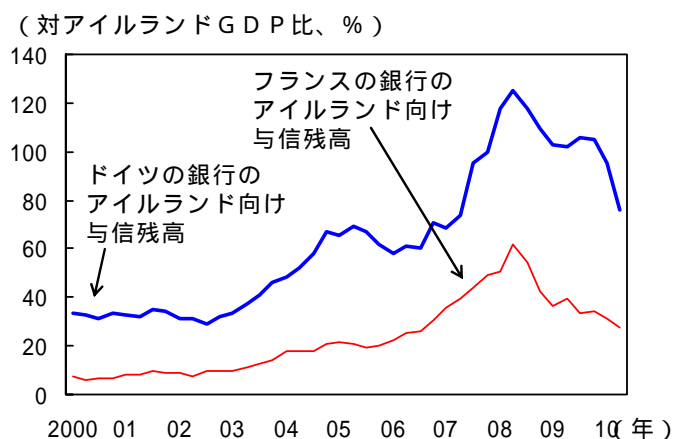
他方、ドイツやフランスの金融機関は、ユーロ創設により為替リスクなしでスペイン等の南欧諸国等への投資が可能になり、大量の資金が南欧諸国等やアイルランドに流入することとなった。例えば、ドイツの金融機関のアイルランド向け、スペイン向け与信残高をみると、2000年代に急速に増加し、それぞれ10年6月末時点にはアイルランドのGDP比76.1%に、スペインのGDP比12.0%に達していた（第1-4-41図）。

第1-4-41図 与信残高のGDP比の推移

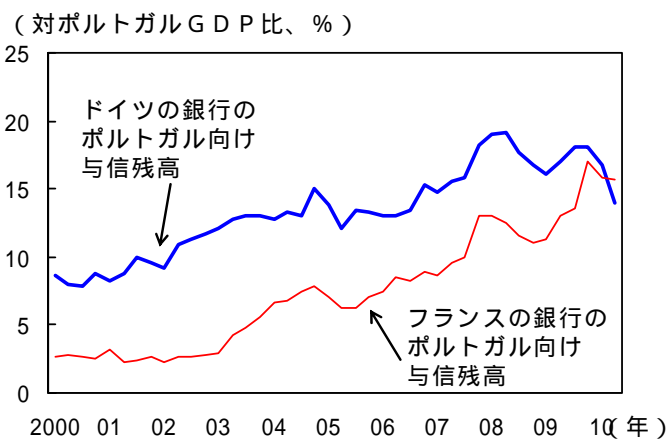
(1) ギリシャ向け



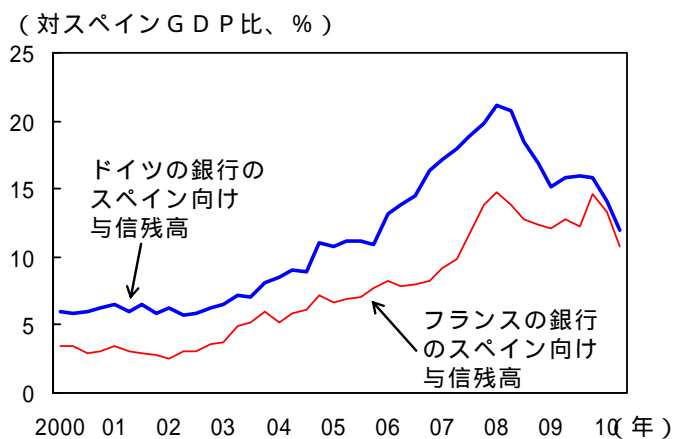
(2) アイルランド向け



(3) ポルトガル向け



(4) スペイン向け



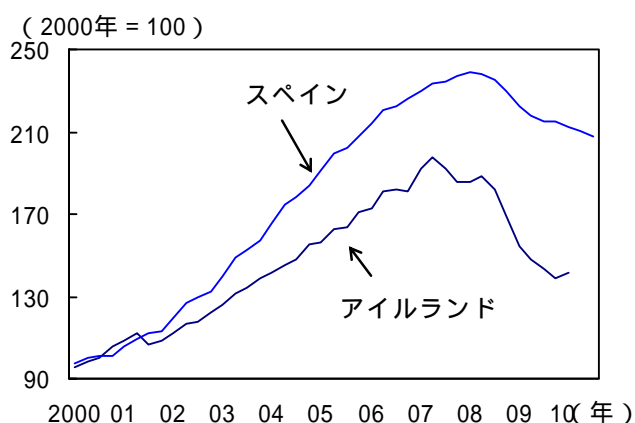
(備考) BISより作成。

また、欧州の金融市場は、ホールセールでは統合されている一方で、リテールは各国の地域金融機関が担っており、欧州の金融市場全体で見ると統合されていない。このため、ドイツやフランスの金融機関は、スペインのカハ（貯蓄金融機関）等に貸出をする一方、カハが行うリスクの高い貸出について、必ずしもそのリスクを十分把握



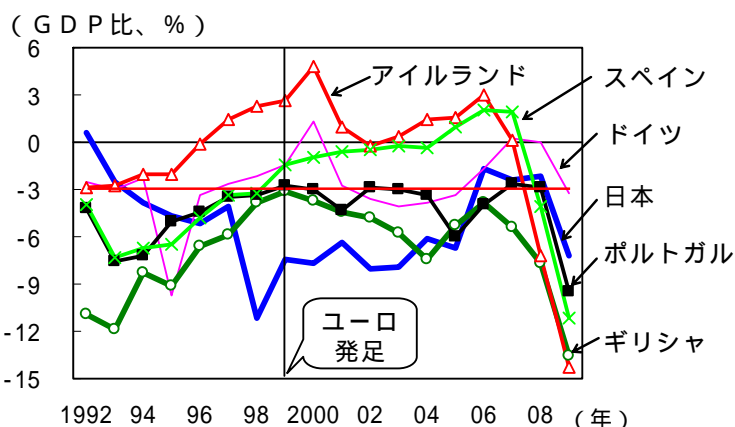
していなかった。その結果、スペイン等では、住宅市場に過剰な資金流入が生じ、住宅バブルに至ることとなった（第1-4-42図）。スペインやアイルランドでは、ユーロ発足後の財政状況は比較的良好であったにもかかわらず、住宅バブル崩壊による深刻な景気後退に対応するための景気刺激策や景気後退による税収の減少によって、財政赤字は08年から急速に拡大した（第1-4-43図）。

第1-4-42図 住宅価格



(備考) 1. データストリームより作成。  
2. 数値は季節調整前の数値。

第1-4-43図 一般政府財政収支のGDP比の推移



(備考) OECDより作成。

## (2) 欧州危機の再発防止

EUの財政政策には、財政規律として安定成長協定があり、違反国には制裁措置も用意されているが、これらは十分に機能してこなかった。また、各国のマクロ経済のインバランスの背景にある構造的な問題を改善するための仕組みも特に設けられていないため、一部の国々にバブルが生じ、バブル崩壊の結果、深刻な景気後退、財政状況の悪化がもたらされた。

このため、EUでは、危機の再発を防止するため、財政規律を含めた経済ガバナンスの強化に取り組んでいる。10年10月28日、29日のEU首脳会議では、ファンロンパイEU首脳会議議長による経済ガバナンスの強化に関するタスクフォース<sup>11</sup>の最終報告を承認するとともに、ユーロ圏の金融安定のための恒久的な危機対応メカニズム創設の必要性について合意した。

<sup>11</sup> 10年3月25日、26日のEU首脳会議で設立が決定。

### ( i ) 財政規律の強化

10年10月のEU首脳会議では、財政規律の強化を図るため、監視措置の強化、規則遵守の強化等を決定した。

監視措置の強化については、債務残高にこれまで以上に注目することとし、過剰財政赤字是正手続において、財政赤字のGDP比が3%以内であっても債務残高のGDP比が60%を超えている場合、その削減ペース<sup>12</sup>が十分でなければ、予防的措置の制裁対象とすることとした。

規則遵守の強化については、第一に、財政規律を遵守できない場合、EU加盟国を対象にEU予算の支出についてコンディショナリティを導入するとともに、ユーロ参加国に新しい有利子預託金、無利子預託金を課すこと、第二に、制裁の決定は、否決されなければ欧州委員会の制裁の提案が自動的に決まる「逆多数決(reverse majority)」を採用し、制裁が高度な「自動性」の下で決定されることとなった。

また、EUレベルでの財政政策調整を強化するため、各加盟国が翌年の予算案の柱を、春に欧州委員会に提出（従来は秋に提出していたものを前倒し）し、各国の議会に提出する前に欧州委員会が政策提言を行い、財政再建に向けたピア・プレッシャーを実質的に高める「欧州セメスター」が、11年1月から実施される予定である（12年以降の予算が対象）。

### ( ii ) マクロ経済サーベイランス

マクロ経済のインバランスを是正し、危機再発を予防するため、新しいマクロ経済サーベイランス（マクロ経済インバランスの監視メカニズム）の創設が決定された。

新しい監視枠組みは2段階からなり、第一段階では、欧州委員会は、加盟国が提出する国別改革計画（National Reform Program）の精査、複数の経済指標<sup>13</sup>によるスコアボードを用いた警戒メカニズムにより、マクロ経済のインバランスを評価する。

第二段階では、EU加盟国の政策が包括経済政策指針に沿っていない場合、もしくは経済通貨同盟（EMU）の適切な機能を脅かす場合は、欧州委員会は過剰マクロ経済インバランス状態にある加盟国に早期警告を出すとともに、ECOFINは欧州委員会の勧告に基づき過剰マクロ経済インバランス状態を認定する。当該加盟国は、是正措置を行うとともに、状況を定期的に欧州委員会に報告する。なお、ユーロ参加国に対しては、是正措置勧告を遵守しない状況が繰り返された場合、ユーロ参加国のみ

<sup>12</sup> 10年9月29日の欧州委員会によるEU経済ガバナンスに関する法案パッケージによれば、十分な削減ペースとは、債務残高GDP比について、過去3年平均の減少幅が「(債務残高GDP比 - 60%) × 0.05」よりも大きいこととされている。

<sup>13</sup> 経済指標として想定されているものには、経常収支、銀行貸出、実質実効為替レートがある。

の投票により制裁を課す。

(iii) 恒久的な危機対応メカニズム

ギリシャ財政危機の結果、13年までの3年間の時限措置として、欧州金融安定化メカニズム(EFSM: European Financial Stability Mechanism)が設立されているが、財政危機に対応し、EU加盟国への伝染(コンテイジョン)を避けるために、恒久的な危機対応メカニズムの創設の必要性がEU首脳会議で合意された。また、救済禁止条項(リスボン条約(EU運営条約)第125条)は修正せず限定的な条約の改正によって対応することとし、少なくとも13年半ばまでに批准できるよう危機対応メカニズムの概要等について、10年12月に最終決定することとした(第1-4-44表)。

なお、新たな危機対応メカニズムの創設に関しては、民間部門の役割、IMFの役割、運営に際しての厳格なコンディショナリティ等が論点となっている。

第1-4-44表 経済ガバナンスの新旧対照表

現行	改正
安定成長協定の予防措置による制裁	
調整バスから逸脱する場合、 ・欧州委員会による早期警告。 ・ECOFINによる勧告。勧告の公表も可能。	調整バスから逸脱する場合、 ・欧州委員会による早期警告。 ・ECOFINは是正期限を決定(1か月以内)。勧告の公表も可能。
	ユーロ参加国については、最大で5か月以内(深刻な場合は3か月以内)に適切な行動が取られなければ、有利子預託金を課税。
安定成長協定の是正措置による制裁	
EU加盟国が過剰財政赤字是正手続の下におかれた際には、赤字状態を是正するための効果的措置をとるために、6か月の期限を付与。	EU加盟国が過剰財政赤字是正手続の下におかれた際には、2つの可能性。 ・予防措置の下に置かれたユーロ参加国が、既に金融的制裁が課されている場合は、無利子預託金を直ちに課税。 ・予防措置の下で制裁が課されていないユーロ参加国に対して、ECOFINは、効果的措置を講じるにあたっての期限を決めるよう勧告。しかし、逸脱の程度が特に深刻な場合には、直ちに制裁を課すこともありうる。 状況によっては、過剰財政赤字是正手続きの段階を加速(例えば6か月の是正期限を3か月に短縮)。
期限までに効果的措置が取られていない場合、勧告を公表(EU運営条約126条第8項)。赤字削減の措置を取るよう当該EU加盟国に通知。	ユーロ参加国については、期限までに効果的措置が取られない場合、罰金を課税。
EU加盟国がECOFINの勧告を遵守できない状況が続く場合、ECOFINは制裁を適用(EU運営条約第126条第11項)。	ユーロ参加国がECOFINの勧告を遵守できない状況が続く場合、財政赤字の水準といった要因により罰金が増額。
意思決定	
通常の特定多数決ルールの下で、欧州委員会の勧告に基づき、あらゆる決定はECOFINで実施。	条約で想定されている決定については、現行の投票ルールどおり。EU運営条約第136条に基づくユーロ参加国への新しい制裁に関するあらゆる決定は、逆多数決ルールにより実施。
マクロ経済サーベイランス	
	EU加盟国の警告メカニズムは、マクロ経済インバランスと脆弱性の監視・評価のためのいくつかの指標から構成されるスコアボードと経済分析に基づく。
EU加盟国の政策が包括経済政策指針に沿っていない場合、もしくは経済通貨同盟(EMU)の適切な機能を脅かす場合、 ・欧州委員会、ECOFINによる早期警告を通じて勧告。勧告は公表も可能。 (評価の基になる指標について合意はない)。	EU加盟国の政策が包括経済政策指針に沿っていない場合、もしくは経済通貨同盟(EMU)の適切な機能を脅かす場合、 ・欧州委員会による早期警告。 ・特に深刻なインバランスの場合、ECOFINは、インバランス是正の勧告とともに、対象国を「過剰インバランス状態」と認定。 ・報告と監視を強化。
	・ユーロ参加国については、違反が繰り返された場合、制裁が最終的には適応される。

(備考) EU首脳会議資料より作成。