

第4節 ヨーロッパ経済

ヨーロッパ経済は、09年春頃に景気の最悪期を脱し、景気は下げ止まっている。先行きについては、基調としては緩やかな持ち直しに向かうと見込まれる。ただし、景気の先行きには、信用収縮、これまでの政策効果の反動、また雇用の悪化等といった下方リスクがある。加えて、ギリシャ財政危機により、他のヨーロッパ諸国の財政状況やヨーロッパの金融システムに対する懸念が高まり、金融資本市場の変動が更に深刻化するリスクに留意する必要がある。

以下では、ヨーロッパのマクロ経済動向の先行きを占う上で重要と考えられるいくつかの論点をみた後、財政・金融政策の動向を概観する。また、ギリシャ財政危機の経緯と今後の見通し、コンテイジョン（伝染）、危機の根本的な要因と教訓について検討する。

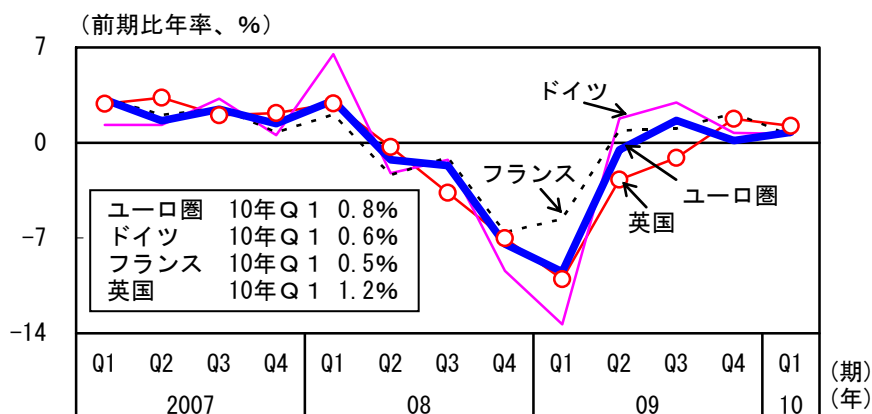
1. ヨーロッパの景気動向と財政・金融政策

(1) ヨーロッパの景気動向

(i) 概況

ヨーロッパ経済は、07年秋から景気は後退していたが、08年9月の世界金融危機発生後、景気後退の深刻さが増し、09年1～3月期に、ドイツの実質GDP成長率が前期比年率13.4%減に、フランスが5.6%減に、英国が10.0%減と大幅に減少した（第1-4-1図）。その後、自動車買換え支援策等の政策効果もあり、09年4～6月期にはドイツが1.8%増に、フランスが0.9%増となり、英国も09年10～12月期には1.8%増と増加に転じるなど、ヨーロッパ主要国の景気は下げ止まっている。

第1-4-1図 ヨーロッパ主要国の実質GDP成長率



(備考)ユーロスタット、ドイツ連邦統計局、INSEE (フランス国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。

(ii) 消費

●概況

ユーロ圏の個人消費は、英国ほど落ち込まなかったものの、回復の動きは弱いものとなっている。英国は世界金融危機を契機として個人消費が大幅に悪化したが、自動車買換え支援策等の政策効果により下げ止まった。こうした消費の動向には、以下で述べるように可処分所得や消費者のマインド、自動車買換え支援策等が影響している。

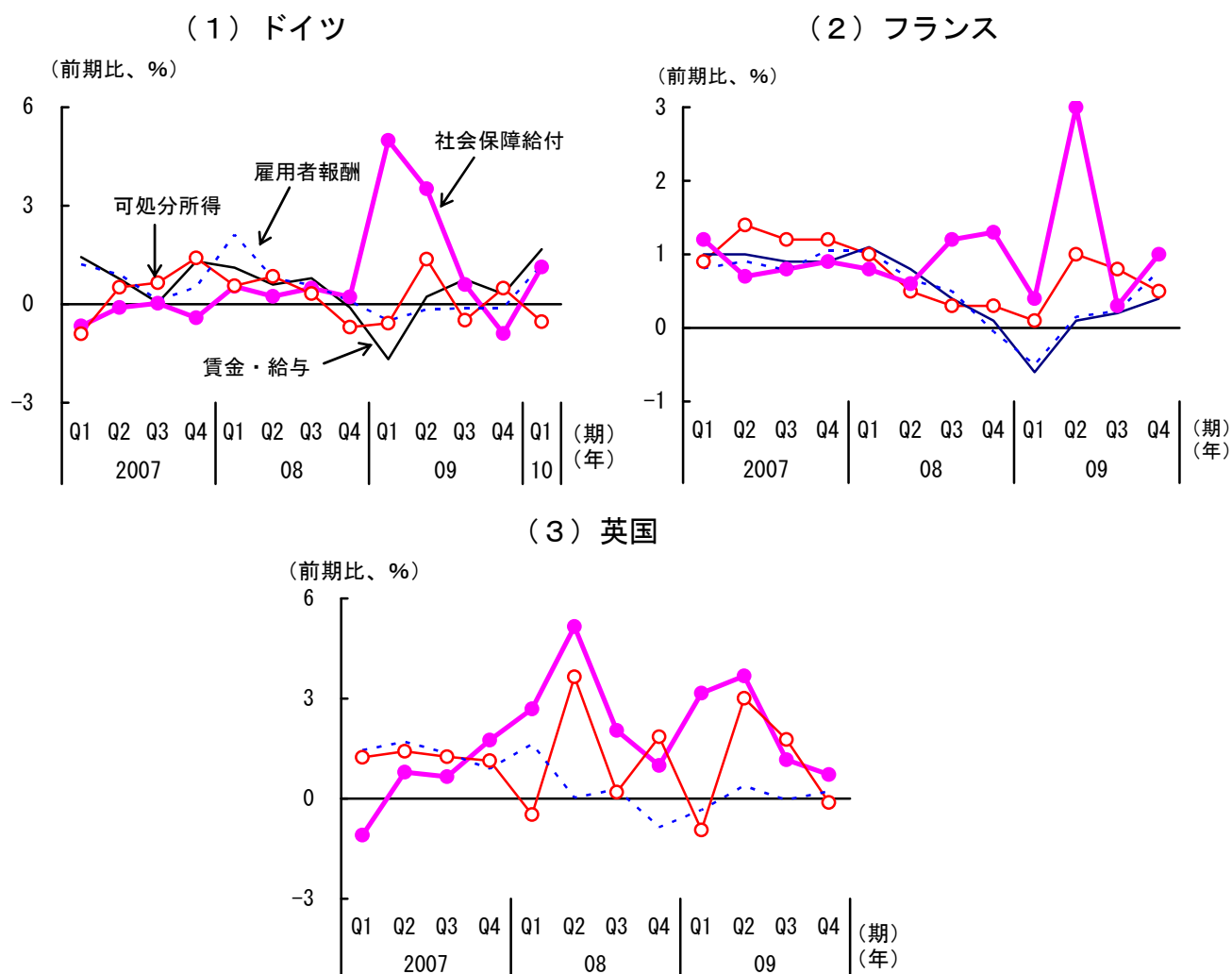
●所得

ドイツでは、雇用者報酬は09年1～3月期に前期比で減少に転じ、弱い動きが続いている(第1-4-2図)。こうした動きを受けて、可処分所得は、前期比で減少となった08年10～12月期以降一進一退が続いている。なお、10年1～3月期については、雇用者報酬及び社会保障給付は増加となった。

一方、フランスでは、09年4～6月期以降、雇用者報酬が前期比で増加している。社会保障給付も前期比で増加を続けており、こうした動きを受けて可処分所得も前期比で増加を続けるなど、消費者をとりまく所得環境は改善したと考えられる。

英国の雇用者報酬は、09年4～6月期以降前期比で横ばいとなっている。社会保障給付も前期比で伸びが低下しており、可処分所得は09年10～12月期には前期比で減少となった。

第1-4-2図 所得の推移



(備考) ドイツ連邦統計局、INSEE (フランス国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。

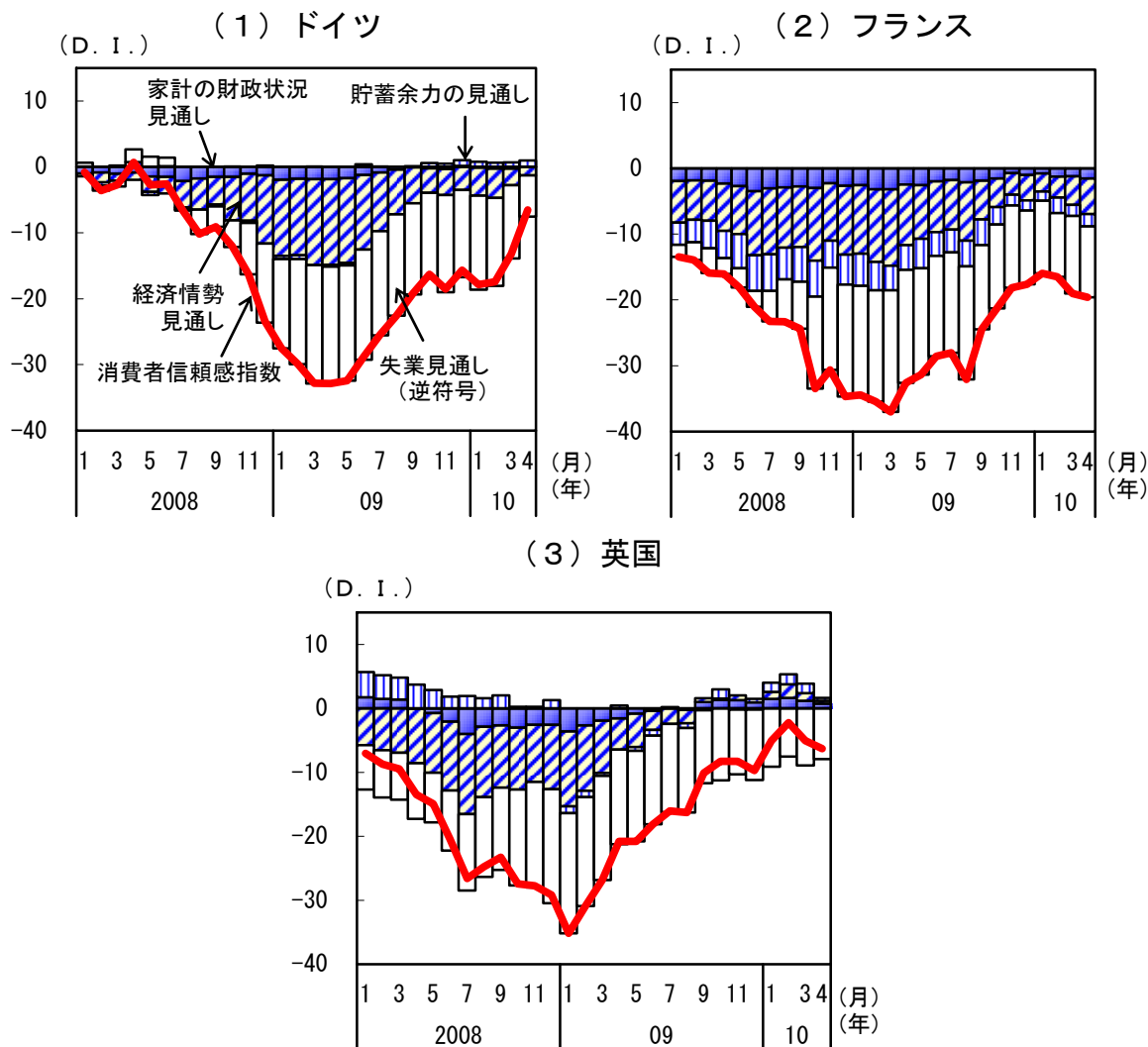
●消費者マインド

ドイツの消費者信頼感指数は、09年5月から改善基調が続いている (第1-4-3図)。特に失業見通しは大きく改善しており、経済情勢見通しについても小幅ながら改善がみられ、消費者は先行きについてより楽観的になってきているといえる。フランスでは、10年1月以降、消費者信頼感指数が悪化しており、特に経済情勢見通しは悪化している。一方、英国については、失業見通しは依然として悪化すると考えている消費者が多いものの、その他の項目については改善の見通しを持つ消費者が多い。ただし、3か国とも09年初と比較すると大幅に改善している。

実際の消費と消費者マインドを示す指標を比べると、例えば、ドイツでは、消費者マインドは改善しているにもかかわらず、実際の消費は減少しているなど、両者の動

向には乖離がみられる。その背景には、上記の可処分所得の動向や、下記の自動車買換え支援策の影響がある。

第1-4-3図 消費者信頼感指数の推移



(備考) 欧州委員会より作成。今後1年間の見通しにつき尋ねたもの。

●自動車買換え支援策の反動

深刻な景気後退への対策として、ヨーロッパ各国では自動車買換え支援策¹が実施さ

¹ ドイツ：使用年数9年以上の車から一定のCO₂排出基準を満たす環境対応車への買換えに、2,500ユーロ（約33万円）を補助。当初の枠は60万台であったが、09年4月8日には200万台に拡大。
 ※09年9月2日に申請件数が予算枠の上限に達したため、申請の受付を締め切った。
 フランス：使用年数10年以上の車から環境対応車への買換えに1,000ユーロ（約13万円）を補助。
 ※補助額を10年1月1日より700ユーロに、7月1日より500ユーロに減額して買換え支援を延長。
 英国：使用年数10年以上の車から新車への買換えに2,000ポンド（約30万円）を補助。
 ※対象を拡大（使用年数8年以上）し、予算も10万台分追加して計40万台に（10年3月まで）。

れ、消費の下支えに効果をあげてきた。ただし、これらの施策は、ドイツでは09年9月に終了し、英国でも10年3月に終了した。フランスでは、10年1月より1台当たりの補助額が1,000ユーロから700ユーロに、更に7月より500ユーロに減額され、10年中に終了する予定となっている。

ドイツでは自動車買換え支援策終了後、自動車新規登録台数は09年12月に前年比マイナスとなった。ドイツは個人消費に対する輸送・通信の寄与が大きく、09年末以降自動車買換え支援策の反動により、消費が伸び悩んでおり、今後も伸び悩みが続くことが予想される（第1-4-4図）。

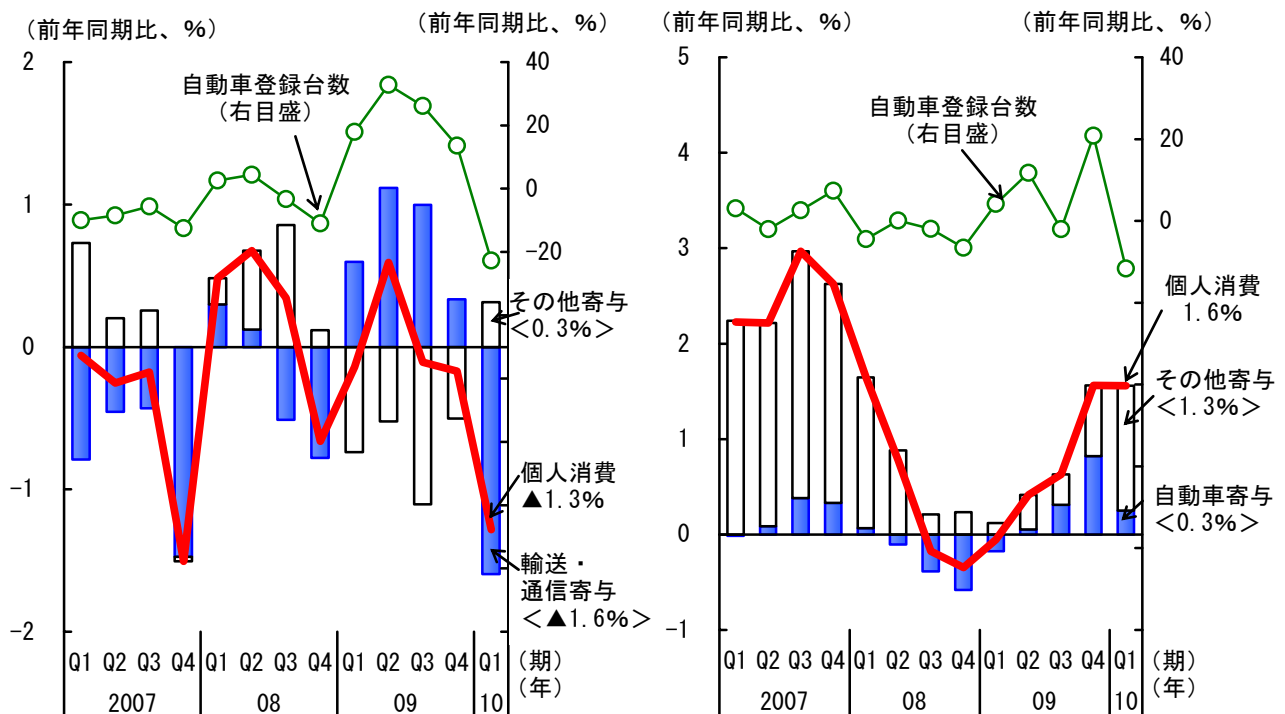
フランスでも、09年は個人消費に対する自動車販売の寄与が大きい。10年中は自動車買換え支援策は継続する予定であるものの、1台当たりの補助金額は減額されるため、自動車販売台数の伸びが低下し、フランスの個人消費も伸び悩む可能性がある。

英国では、自動車買換え支援策の効果により、09年10～12月期は個人消費が前期比ではプラス成長となった。自動車買換え支援策は10年3月で終了したため、その後は反動減により、個人消費が伸び悩む可能性がある。

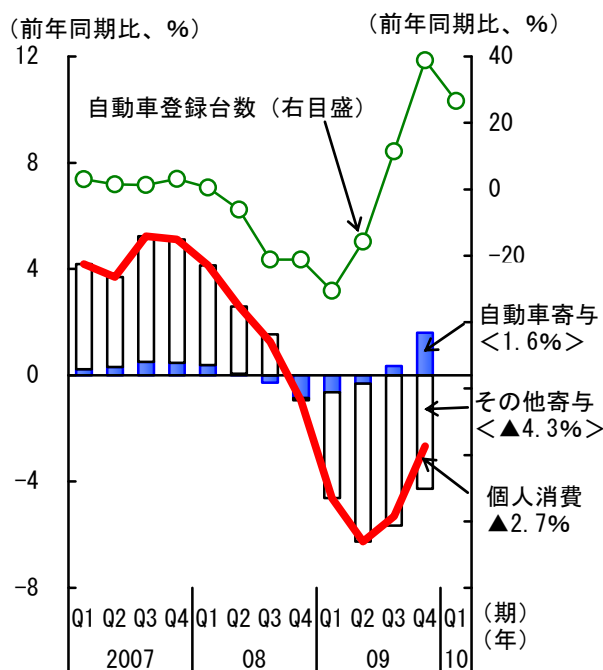
第1-4-4図 個人消費と自動車登録台数

(1) ドイツ

(2) フランス



(3) 英国



- (備考) 1. ドイツ連邦統計局、ドイツ自動車工業会 (VDA)、INSEE、フランス自動車工業会 (CCFA)、英国統計局、英国自動車工業会 (SMMT) より作成。
 2. 輸送・通信がドイツの個人消費に占めるウエイトは17.1% (09年)、自動車がフランスの個人消費に占めるウエイトは5.6% (09年)。自動車が英国の個人消費に占めるウエイトは5.2% (09年)。

(iii) 輸出・生産

(ア) 輸出

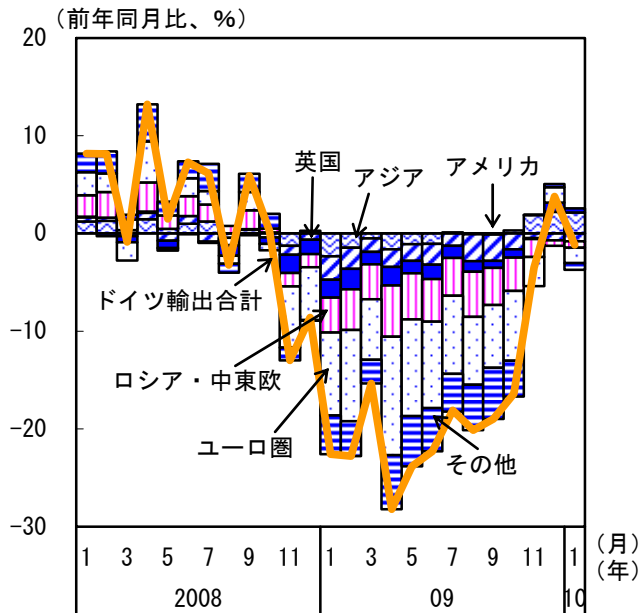
ドイツ、フランス、英国で輸出は増加している (第1-4-5図)。輸出先別にみると、ドイツの輸出は、アジア向け輸出、特に中国向け輸出が増加している。中国向け輸出を財別にみると、自動車を中心として機械類・輸送用機器が増加しており、中国の自動車販売促進策が輸出の増加に寄与したとみられる。また、中国の景気回復を背景として、プラスチックや有機化学品等の原材料を中心とした化学品も増加している。

フランスは、ユーロ圏内向けの輸出の増加により、10年1月に増加に転じた (第1-4-6図)。財別にみると、化学品や機械類・輸送用機器類の増加が、輸出全体の増加に寄与している。地域別にみると、スペインやベネルクス3か国向け輸出を中心に前年比で増加している。スペイン向け輸出は、同国の自動車買換え支援策により、前年比で減少幅が縮小した後、大幅な増加に転じた。しかしながら、スペインでは10年7月に付加価値税率の引上げが予定されており、今後はフランスからの自動車輸出が伸び悩む可能性がある。ベネルクス3か国向けでは、09年7月から医薬品等を中心に化学品が

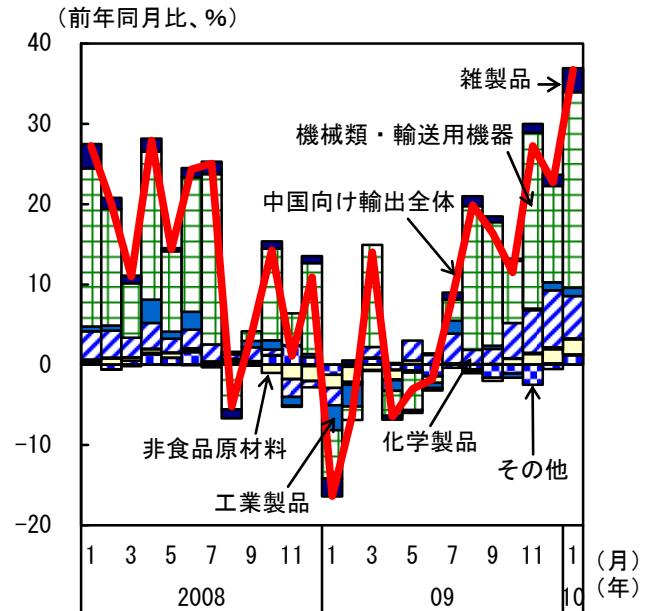
前年比で大幅に増加した。

第1-4-5図 ドイツの輸出の推移

(1) 輸出全体



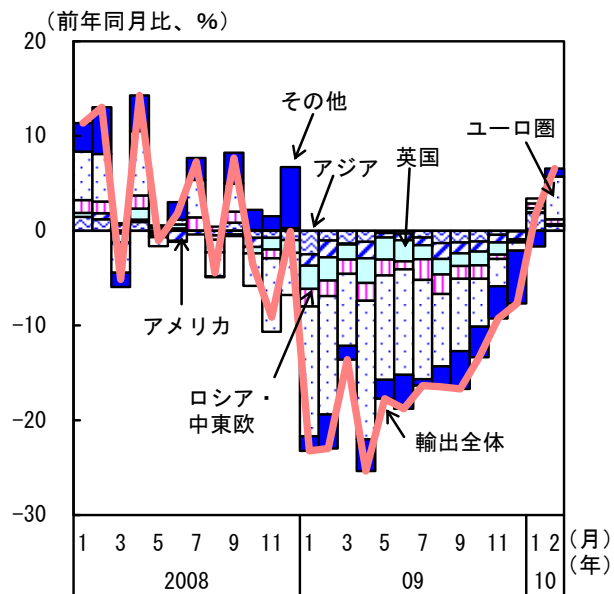
(2) 中国向け



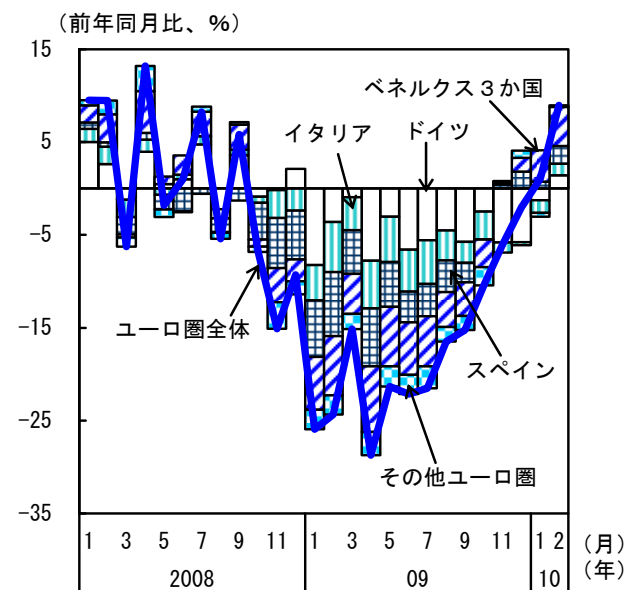
(備考) ユーロスタットより作成。

第1-4-6図 フランスの輸出の推移

(1) 輸出全体



(2) ユーロ圏向け

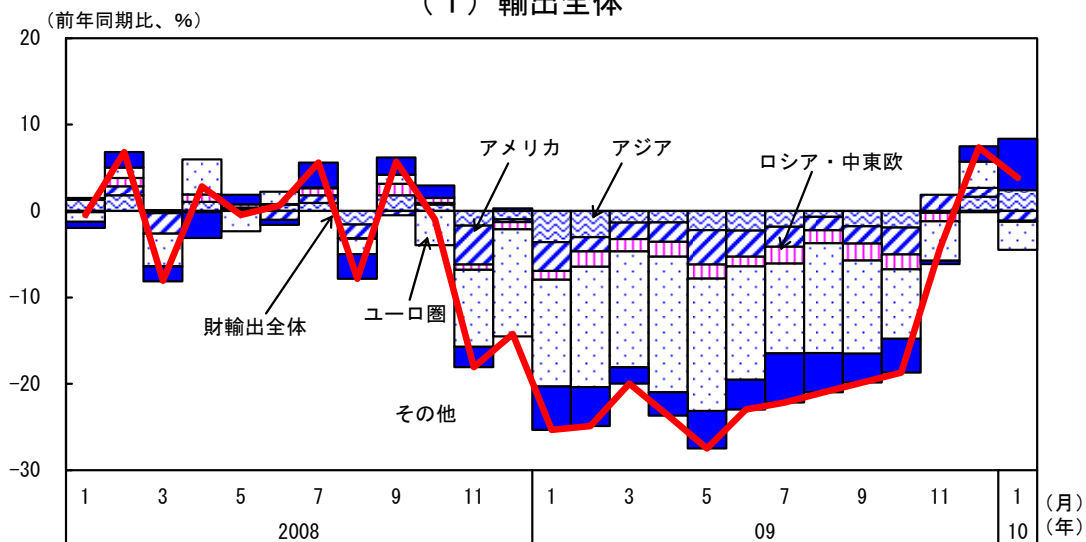


(備考) ユーロスタットより作成。

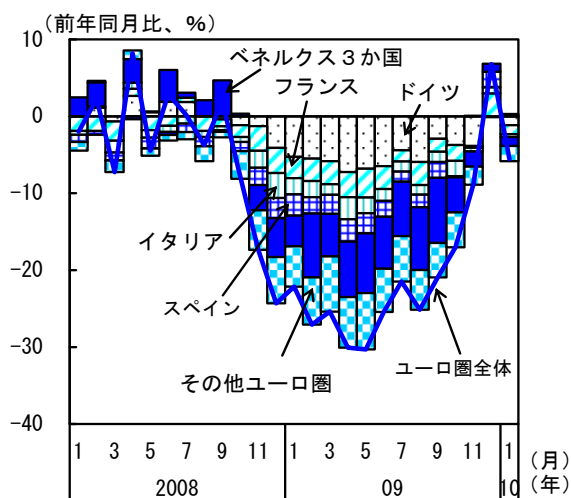
英国は、ユーロ圏向け輸出が大幅に減少し、世界金融危機発生以前は英国の輸出の5割を占めていたのが、09年全体では4割に減少した（第1-4-7図）。しかしながら、09年夏頃から、ヨーロッパ経済の下げ止まりを反映してユーロ圏向け輸出の減少幅が前年同月比で縮小している。ユーロ圏を国別にみると、下落していた原油価格が09年3月以降上昇に転じたことを背景に、ベネルクス3か国向け鉱物性燃料輸出の減少幅が縮小し、09年12月には増加した。また、英国の輸出の約1割を占めるアジア向け輸出は増加に転じた。特に、09年から中国で自動車販売促進策が実施されたこともあり、中国向け自動車輸出が増加した。

第1-4-7図 英国の輸出の推移

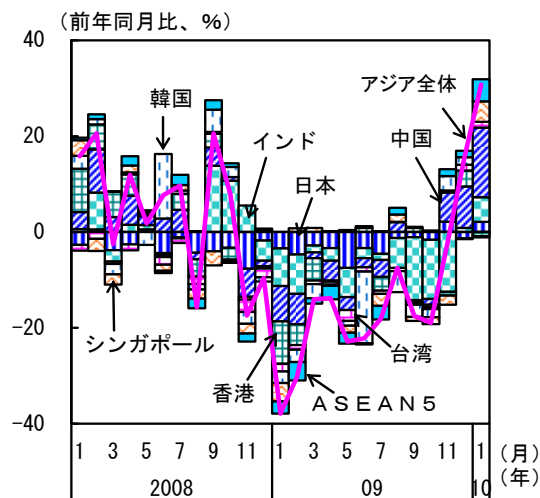
(1) 輸出全体



(2) ユーロ圏向け



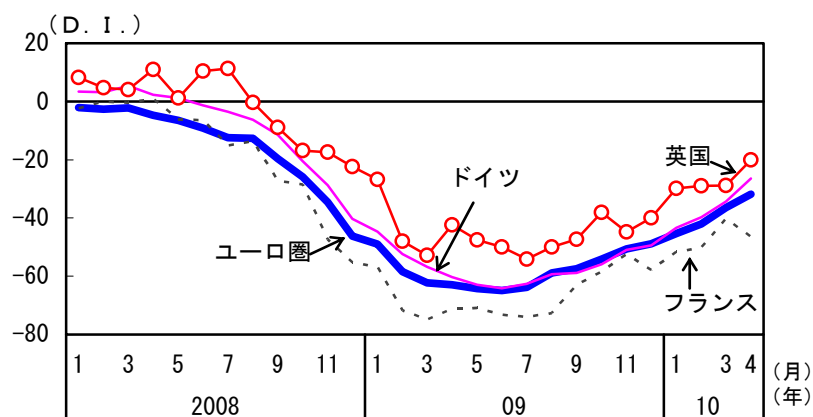
(3) アジア向け



(備考) ユーロスタットより作成。

企業の輸出受注判断でも、ドイツ、フランス、英国の3か国とも持ち直しが続いており、輸出の増加はしばらく続くと思われる（第1-4-8図）。

第1-4-8図 企業の輸出受注判断



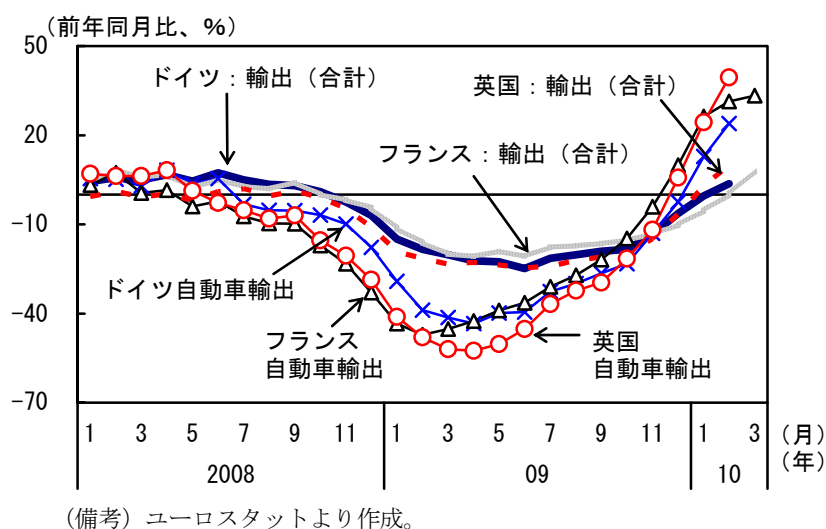
- (備考) 1. 欧州委員会より作成。
 2. 輸出受注：製造業部門の受注のうち国外分（輸出向け）の受注状況につき、「良い/普通/悪い」を尋ね、回答を「(良い-悪い) /総回答」で指数化したもの。
 ユーロ圏の指数は、構成国の各指数を加重平均。

また、自動車輸出に注目すると、ドイツ、フランス、英国それぞれの国外で実施されている自動車買換え支援策の影響がみられる（第1-4-9図）。乗用車の世界全体の生産台数は07年で5,300万台程度だが、08～09年にかけて欧米だけでなく中国等のアジアでも実施された自動車買換え支援策の規模は、世界全体で少なく見積もっても約1,000万台²となった。

こうした世界各国で行われた自動車買換え支援策の効果もあり、ドイツの自動車輸出は回復してきており、自動車輸出の好調が輸出全体を押し上げてきた。フランスの自動車輸出もドイツ以上に好調で、既に前年を上回る水準となって輸出全体を押し上げてきた。英国もドイツ及びフランス同様に自動車輸出は好調であり、輸出全体を押し上げてきた。しかし、欧米では自動車買換え支援策は既に終了している国が多く、今後その反動が広がるため、輸出の下押し要因になるとみられる。

² アメリカでは約 67.7 万台、中国では約 150 万台、日本では約 280 万台、ドイツでは 200 万台、イタリアでは約 130 万台、英国では 40 万台、フランスでは約 72 万台、スペインでは 20 万台等となっている（内閣府（2009））。

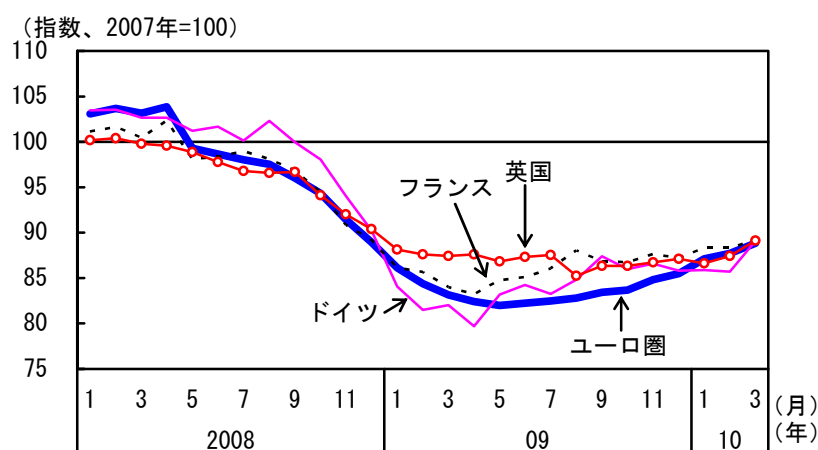
第1-4-9図 輸出と自動車



(イ) 生産

輸出の増加を背景に、ユーロ圏全体の生産は09年初め頃を底に持ち直しており、英国でもこのところ持ち直している（第1-4-10図）。

第1-4-10図 鉱工業生産の推移



(備考) ユーロスタット、ドイツ連邦統計局、INSEE（フランス国立統計経済研究所）、英国統計局より作成。

●企業の景況感

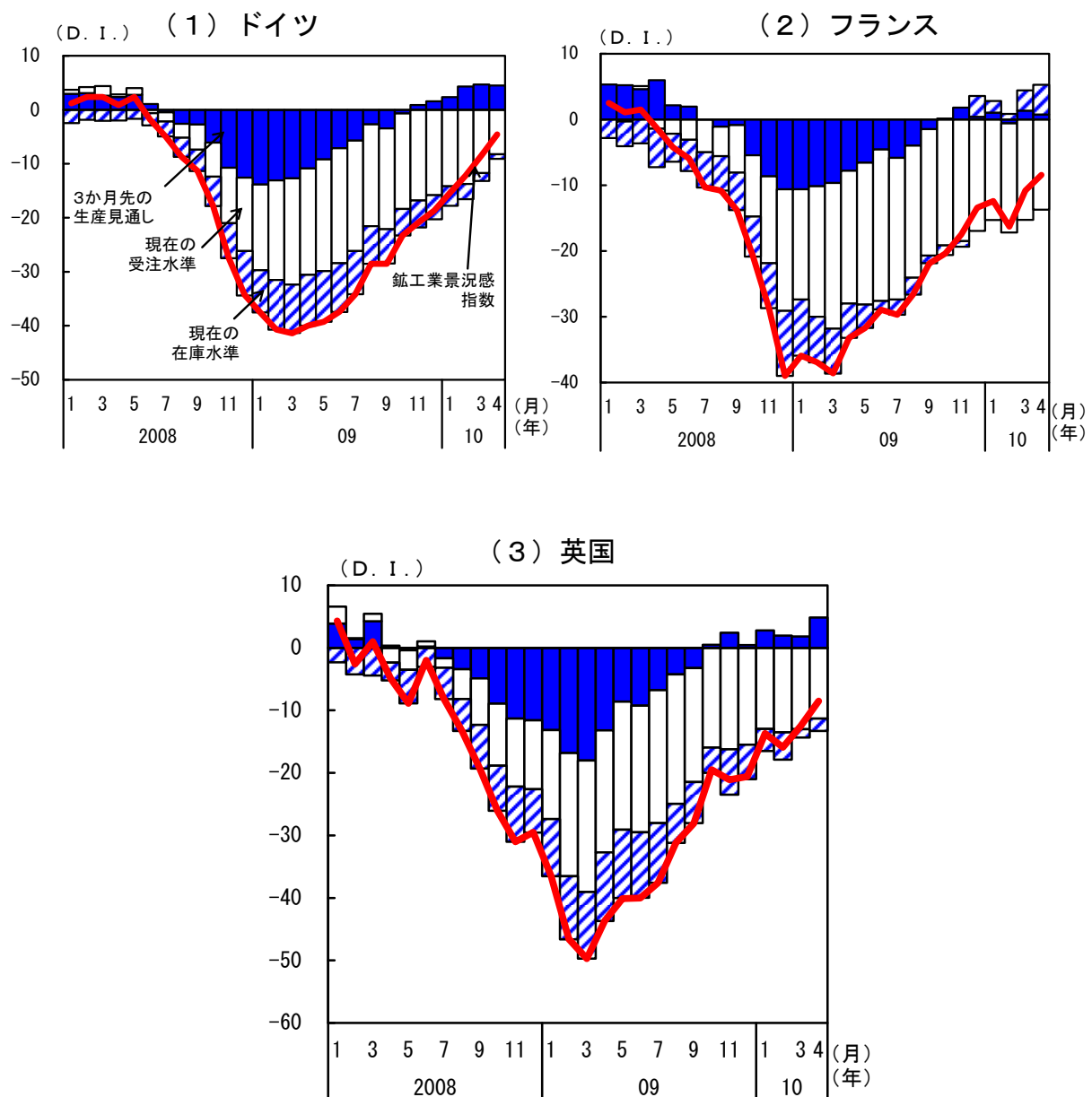
企業の生産、受注、在庫に関する判断をみると、09年初に比べ、ドイツ、フランス、英国の3か国とも大幅に改善した（第1-4-11図）。

ドイツ及び英国は、現在の受注水準は過小と評価する企業が多く、かつ、現在の在

庫水準は過大と評価する企業の方が多く、生産を取り巻く環境には依然として満足していないとみられる。しかしながら、受注状況や在庫水準等は徐々に改善ってきており、こうした周辺環境を反映し、生産は増加する見通しと考える企業が多い。

フランスは、適切な在庫水準を下回ったと答える企業が増加しており、在庫調整が進展していることがうかがわれる。受注水準については、09年8月以降改善しているものの、依然として過少と評価する企業が多い。3か月先の生産見通しについては、増加を見通す企業の方が多い。

第1-4-11図 企業の景況感

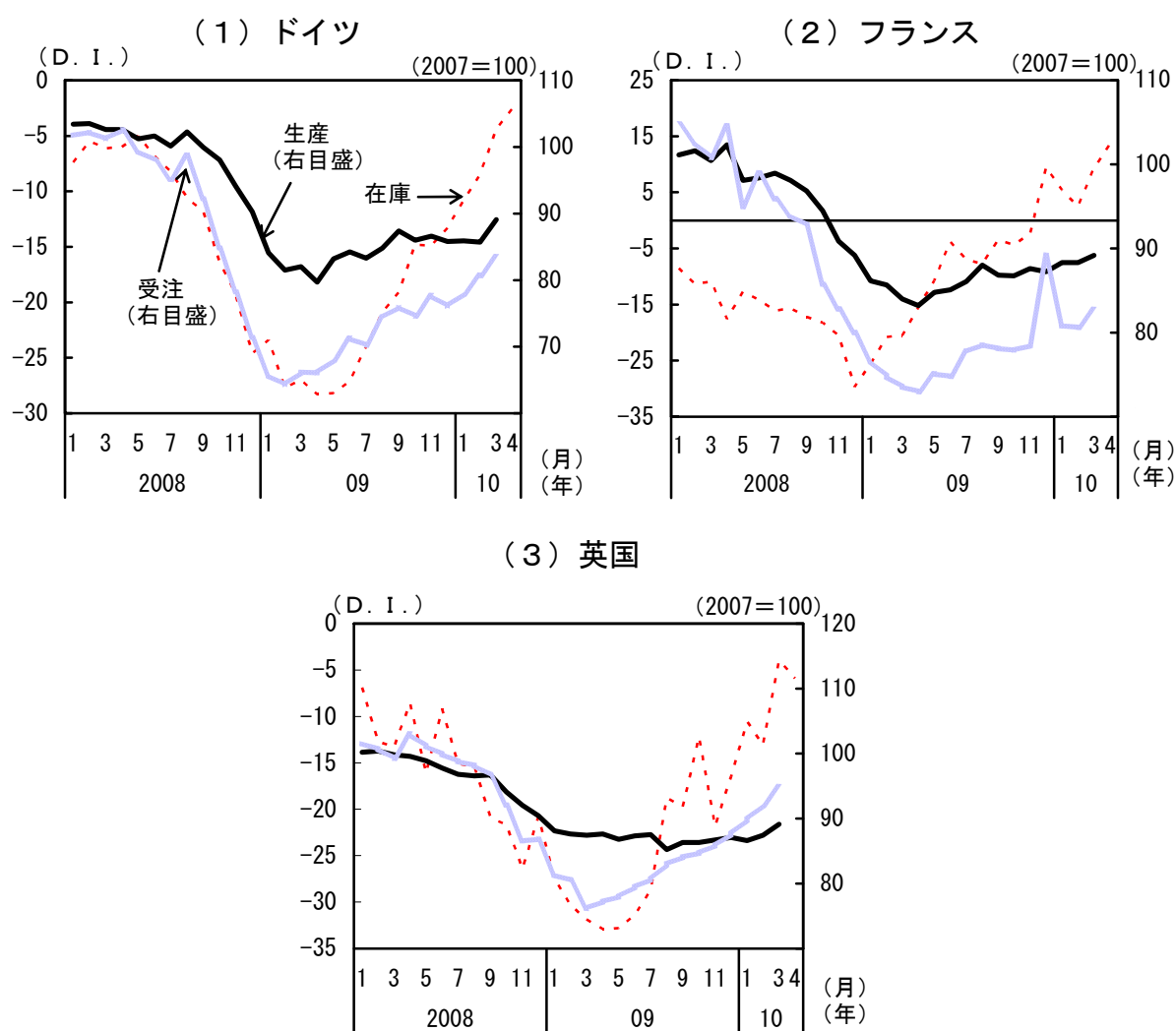


(備考) ユーロスタットより作成。

●受注

製造業の受注を実績でみると、09年初までは下落が続いたものの、09年春頃から改善が続いている（第1-4-12図）。しかし、ドイツ及び英国は、前述したように在庫調整が続く、受注の改善幅に比べて生産の改善幅が小さい。また、ドイツの鉱工業生産は建設業を含んでいるが、ドイツは09年末から10年初にかけて悪天候が続く、建設業の下押し圧力になっていることも、ドイツの鉱工業生産が弱い動きとなっていた要因とみられる。

第1-4-12図 生産、受注、在庫の推移

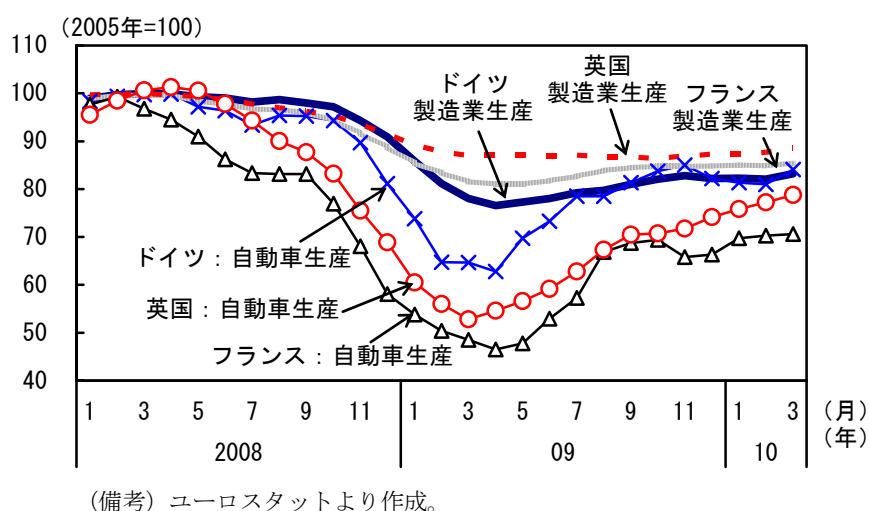


(備考) 1. ユーロスタット、各国統計、欧州委員会より作成。
2. 受注は大型輸送機器を除く。

●自動車買換え支援策の影響

自動車買換え支援策の影響は生産にも現れている（第1-4-13図）。自動車買換え支援策は財政負担という観点からすると、公共投資や減税と比べて金額でみた規模は大きくない。しかしながら、一時的にはその生産に与える効果は大きく、自動車関連産業を中心に、ドイツについては09年春頃から、フランス及び英国については同年夏頃から、経済を下支えした。一方で、09年9月に支援策が終了したドイツでは、好調な輸出が生産を下支えしているものの、国内の自動車買換え支援策終了の反動により、09年12月以降自動車生産は減少し、製造業生産全体でも伸び悩んでいる。10年3月に自動車買換え支援策を終了した英国や、徐々に補助額を減額するフランスでも今後支援策の効果がはく落すると考えられる。また、自動車買換え支援策が今後の需要を先取りしてしまい、ヨーロッパでは自動車関連産業がしばらく低迷する懸念もある。

第1-4-13図 製造業生産と自動車生産



(iv) 雇用

●失業率

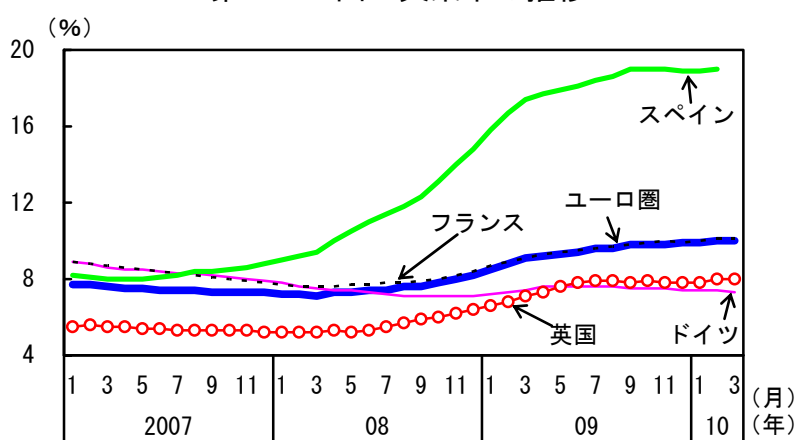
ヨーロッパの失業率は、依然として高水準で推移している（第1-4-14図）。ドイツでは操業短縮手当³等の政策効果により、09年春頃から7.5%程度で横ばいとなっているものの、ユーロ圏全体では上昇しており、10年初には10%を超えた。特に、スペインの失業率は、07年まではユーロ圏平均並の8%程度だったが、住宅バブルの崩壊もあ

³ 操業短縮とは、経済的要因等によって企業が労働者の労働時間を短縮し、その分給与を引き下げることであるが、ドイツ等では、一定の支給要件を満たした労働者に対しては、政府が減少した賃金の一部を補てんする操短手当を導入している。

って⁴07年末以降急激に上昇し、09年秋に19%程度と高水準に達した。ただし、09年9月頃からは、急激な失業率の上昇は一段落している。このため、ユーロ圏全体の失業率の上昇ペースは緩やかになっている。

ただし、ユーロ圏及び英国ともに、08年頃から労働力人口の伸びが鈍化し始め、特にスペインは09年10～12月期には前年同期比で減少に転じた。この頃からスペインの失業率の上昇が一段落したが、これは失業者の一部が労働市場から退出したことによるところも大きい。

第1-4-14図 失業率の推移



(備考) ユーロスタット、英国統計局より作成。

●長期失業

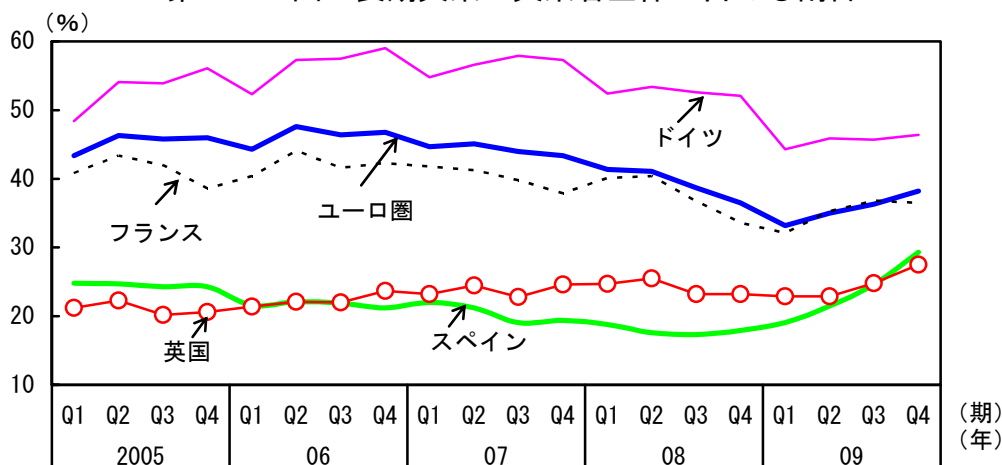
スペインでは、労働市場にとどまり続けている失業者について、失業の長期化が進んでいる (第1-4-15図)。スペインの長期失業者⁵が全体の失業者に占める割合は、09年10～12月期で29.3%であり、ユーロ圏の38.2%に比べてまだ低い。しかしながら、失業率が急上昇を始めた07年末頃に失業した人々が失業状態を継続して長期失業者となり始める08年10～12月期頃から、長期失業者の割合は上昇し、その後1年間の上昇幅は11.4%ポイントと、ユーロ圏 (1.7%ポイント上昇) や英国 (4.3%ポイント上昇) に比べて、大きなものとなっている。

スペインは、労働力人口が前年同期比で低下するなど、労働市場から退出する失業者が多い一方で、労働市場にとどまる者は、他のヨーロッパ主要国に比べて失業が長期化するケースが増えており、スペインの労働市場は表面上の失業率が示すように悪化に歯止めがかかったとは言い難い。

⁴ 内閣府 (2009)

⁵ 長期失業者とは、失業者のうち、1年を超えて失業状態にあるものをいう。

第1-4-15図 長期失業が失業者全体に占める割合

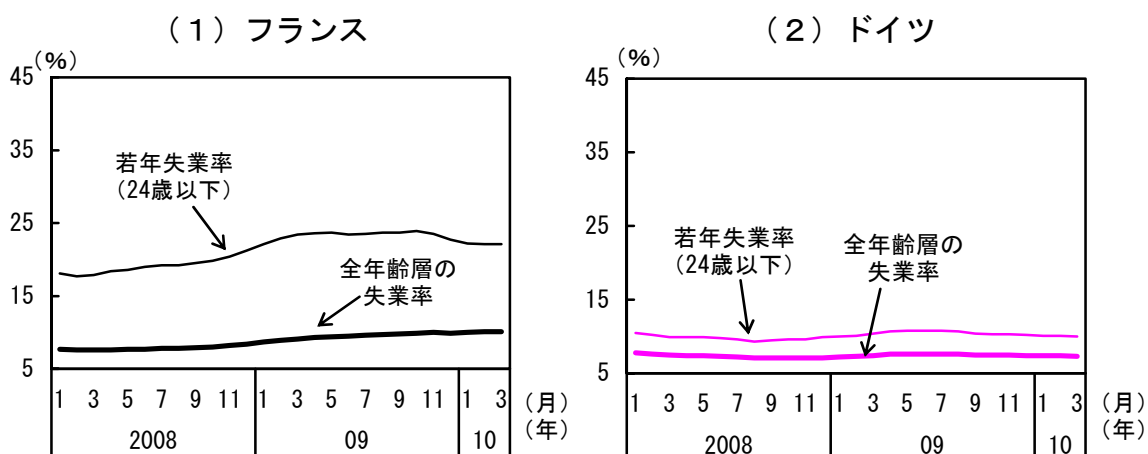


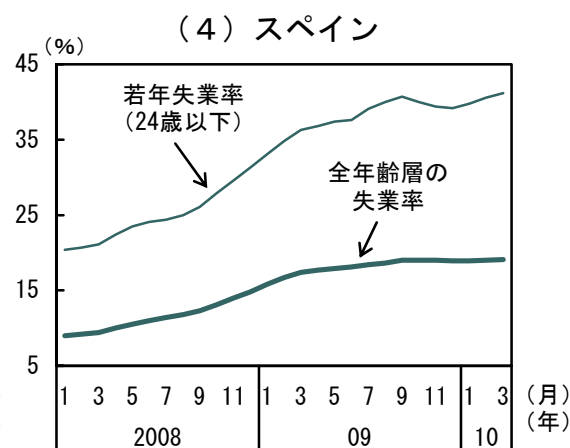
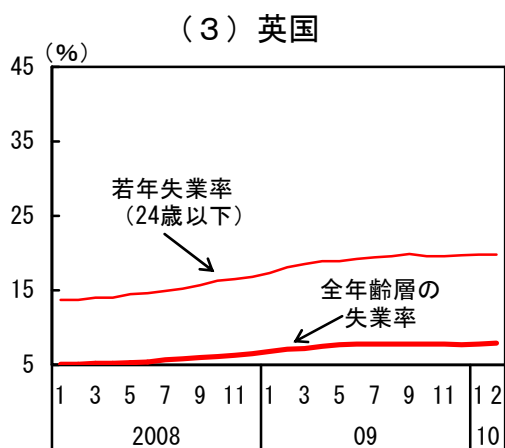
(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 長期失業率とは、1年を超えて失業状態にあるものが労働力人口に占める割合。

●若年雇用

若年層の雇用環境も悪化している。スペインの若年失業率は07年1月の時点でもともと17.6%と、他のEU諸国に比べて高水準にあったが、09年末に一時低下した後、10年1月以降再び上昇に転じ、3月には41.2%と、一段と水準を高めている(第1-4-16図)。また、フランス及び英国では、スペインほどではないものの、全体の失業率を10%ポイントほど上回る高い水準で推移している。ドイツでは、若年失業率は全体の失業率に比べて高いものの、スペイン、フランス及び英国ほどの高水準ではない。

第1-4-16図 若年失業率の推移





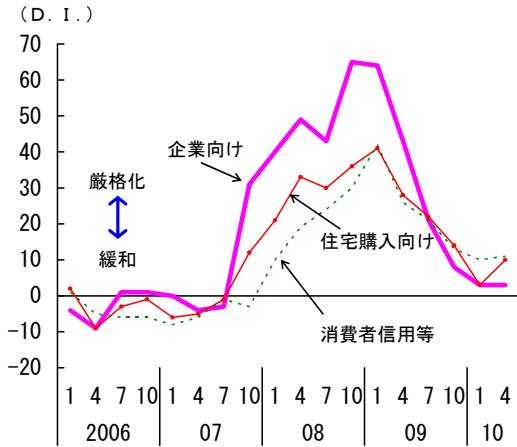
(備考) ユーロスタット、データストリームより作成。

(v) 信用収縮の状況

ユーロ圏では、資金の供給側及び需要側の双方から信用収縮が進んでいる。10年4月のユーロ圏の金融機関の貸出態度のD. I. は、09年1月と比べると大幅に低下した(第1-4-17図)。しかし、貸出態度が「変わらない」という回答の金融機関が増えているものの、「緩和した」あるいは「少し緩和した」という回答は少なく、07年末に厳格化してから状況は本質的に変化していない。なお、特に住宅向け貸出については、10年4月は「少し緩和した」が減少し、「少し厳格化した」あるいは「変わらない」が増加し、10年1月より若干厳格化が進んだ。他方、資金需要については、10年4月に公表された調査によると、ユーロ圏においては全体として「大幅に増加した」あるいは「幾分増加した」との回答が減少し、「変わらない」との回答が増加した。また、依然として減少したとの回答の方が多い。この結果、実際の貸出残高については、企業向けは09年初から前月比で減少しており、同年秋頃から前年割れが続いている(第1-4-18図)。ただし、住宅向けの資金需要が増加したことに伴い、家計向け貸出残高は前年同月比で増加した。

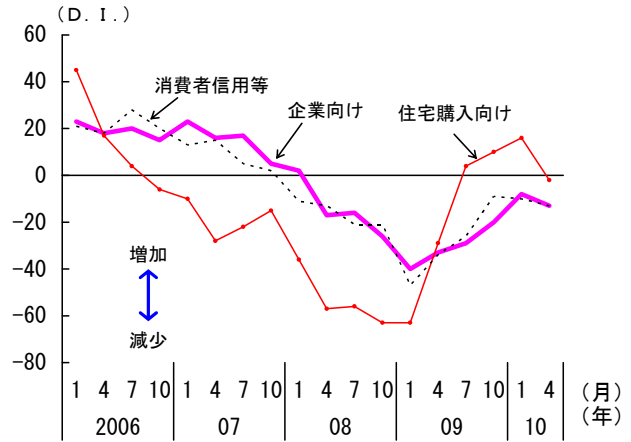
第1-4-17図 ユーロ圏金融機関の貸出態度及び民間の資金需要

(1) 金融機関の貸出態度



	企業向け		住宅向け		消費者信用等	
	1月	4月	1月	4月	1月	4月
厳格化した	2	2	0	0	0	0
少し厳格化した	7	6	9	11	13	13
変わらない	84	88	85	88	84	85
少し緩和した	6	4	6	1	3	2
緩和した	0	0	0	0	0	0
合計	99	100	100	100	100	100
厳格化から緩和を引いた値	3	3	3	10	10	11
回答した金融機関の数	112	113	106	106	107	107

(2) 民間の資金需要



	企業向け		住宅向け		消費者信用等	
	1月	4月	1月	4月	1月	4月
大幅に減少した	4	6	3	5	1	3
幾分減少した	19	20	16	20	26	21
変わらない	62	61	45	52	57	66
幾分増加した	15	13	33	23	15	11
大幅に増加した	0	0	3	0	1	0
合計	100	100	100	100	100	100
増加から減少を引いた値	▲ 8	▲ 13	▲ 16	▲ 2	▲ 10	▲ 13
回答した金融機関の数	112	113	106	106	107	107

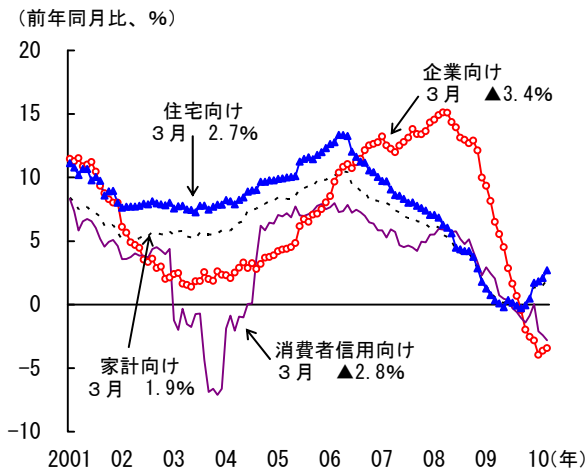
(備考) 1. 欧州中央銀行 (ECB) より作成。

2. 貸出態度の指数は、過去3か月の状況について、貸出態度が厳格化したと答えた金融機関から緩和したと答えた金融機関の割合を引いたもの。

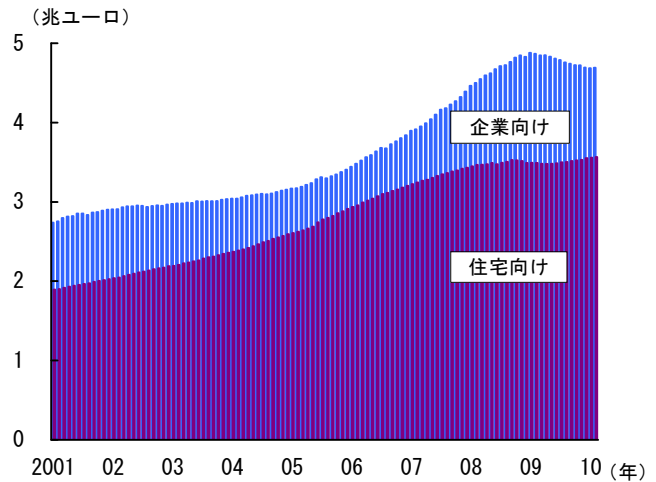
3. 資金需要の指数は、過去3か月の状況について、企業や家計の資金需要が増加したと答えた金融機関から減少したと答えた金融機関の割合を引いたもの。

第1-4-18図 ユーロ圏：貸出の状況

(1) 貸出の伸び



(2) 企業及び住宅向け貸出残高



(備考) 欧州中央銀行 (ECB) より作成。

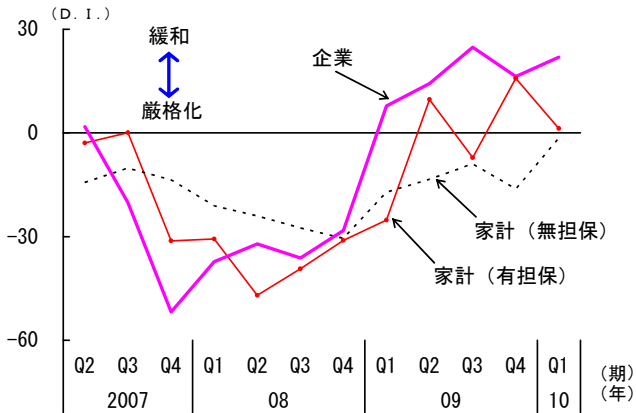
英国について、まず資金の供給側をみると、金融機関の貸出態度のD. I.は、企業向けについては改善傾向にあり、BOEも10年1～3月期は引き続き緩和しており、同年4～6月期も更に緩和する見込みとしている(第1-4-19図)。有担保の家計向け貸出態度に関するD. I.については、10年1～3月期は前期から低下したが、BOEが有担保の家計向け貸出態度は前期から変化していないと分析しており、D. I.の低下は、09年10～12月期に有担保の家計向け貸出態度が緩和されてから変化がないためとみられる。なお、10年4～6月期についても、先行き3か月の見通しの調査によれば、有担保の家計向け貸出態度は変化しない見込みである。無担保の家計向け貸出態度については、10年1～3月期についても依然としてD. I.はマイナスであるものかなり改善してゼロ(中立)に近づいている。これについて、BOEは、10年1～3月期においては厳格化の動きは止まっており、先行き3か月の見通しの調査によれば、同年4～6月期に貸出態度は緩和するとの見込みとしている。

一方、資金の需要側をみると、10年1～3月期の家計(有担保)の資金需要に関するD. I.は大幅に低下したが、これについて、BOEは、家計(有担保)の資金需要の低下は天候等一時的要因によるものであるとし、同年4～6月期には家計(有担保)の資金需要は増加の見込みとしている。家計(無担保)の資金需要も、D. I.が示すとおり10年1～3月期に低下したが、同年4～6月期は増加するとの見込みであるとしている。企業の資金需要に関するD. I.については、中小企業及び大企業の10年1～3月期については改善した。これについて、BOEは、中小企業の資金需要は予想以上に増加したものの、大企業については変化していないとコメントしており、大企業のD. I.の改善は、資金需要が減少してから変化していない大企業が増えたためとみられる。なお、同年4～6月期については、先行き3か月の見通しの調査によれば、企業の資金需要は増加する見込みである。

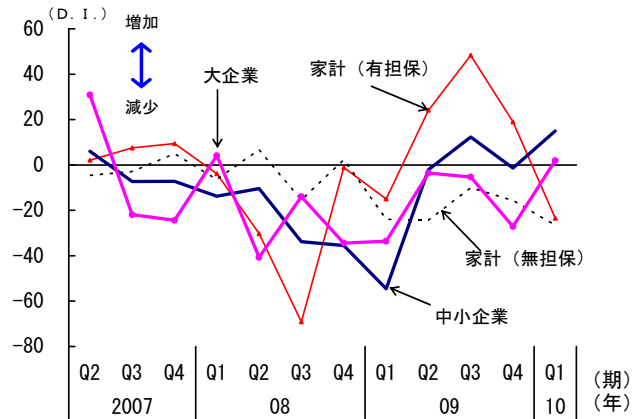
このように、金融機関の貸出態度は緩和する方向に向かっているが、需要側は、企業については増加し、家計については低下した。実際の貸出残高についてみると、企業(非金融機関)向け、家計向け(有担保)、家計向け(無担保)いずれも、09年12月以降おおむね横ばいとなっている(第1-4-20図)。今後については、先行きの調査によれば、家計や企業の貸出は増加していくものと期待される。

第1-4-19図 英国金融機関の資金供給態度及び民間の資金需要

(1) 金融機関の資金供給態度



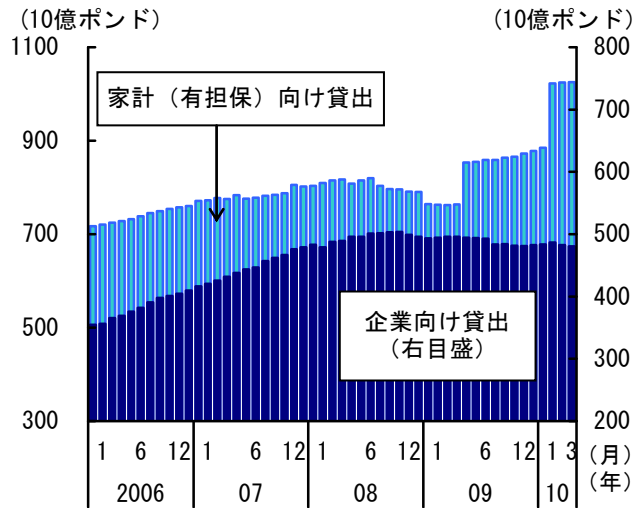
(2) 民間の資金需要



- (備考) 1. イングランド銀行 (BOE) より作成。
 2. 資金供給態度は、貸手の金融機関に対して3か月前と比べた資金のアベイラビリティの変化を聞き、改善したと答えた割合から悪化したと答えた割合を引いたもの。
 3. 企業の資金需要は、企業に対して3か月前と比べた資金需要の変化を聞き、増加したと答えた割合から減少したと答えた割合を引いたもの。
 4. 民間の資金需要の家計(有担保)は、住宅購入向け。

第1-4-20図 英国：貸出の状況

企業及び住宅向け貸出残高



- (備考) 1. BOEより作成。
 2. 企業(非金融機関)向け貸出は10年1月に、家計(有担保)向け貸出は09年4月及び10年1月に、それぞれ定義変更があり、不連続となっている。

(2) ヨーロッパにおける財政政策・金融政策

景気後退に伴う税収の減少、景気対策等に伴う支出の増加等により、英国、フランス、ドイツ等のヨーロッパ主要国や、ギリシャを含む南欧諸国等で財政収支が悪化し

ており、多くのEU諸国で安定成長協定で定められた基準（一般政府財政収支の名目GDP比▲3%以内、一般政府債務残高60%以内）を上回っている状態が続いている（第1-4-21表）。こうした事態を受けて、EU経済財務相理事会（以下、ECOFIN）は、英国に対し08年7月に過剰財政赤字是正を勧告した。さらに、09年4月には、ギリシャ、アイルランド、フランス、スペインに対しても過剰財政赤字是正勧告を行った。ただし、世界金融危機発生後の急激な景気後退という特殊な状況にかんがみて、中期的に財政赤字削減に取り組むように勧告した⁶。ECOFINは、09年12月2日に、ドイツ、イタリア、ポルトガル等の9か国⁷にも新たに過剰財政赤字是正勧告を出した。同時に、世界金融危機という特殊状況にかんがみて、通常より長い期間をかけて安定成長協定で定められた基準を満たすように、財政再建の期限を設定した。09年12月10～11日に開催された欧州理事会（EU首脳会合）は、09年12月2日にECOFINが示した財政再建目標及び時期を承認し、遅くとも11年には財政再建を開始するよう各国に求めた。

⁶ 通常は、短期的な期間に限って、単年度の財政赤字が安定成長協定で定められた基準を超過しても許容される。しかしながら、当時は世界金融危機発生後という特殊な状況（special circumstances）にあったため、中期的に過剰財政赤字の是正に取り組んでよいとされた。

⁷ ベルギー、チェコ、ドイツ、イタリア、オランダ、オーストリア、ポルトガル、スロベニア、スロバキアの9か国。

第1-4-21表 各国財政・経済見通し

(%)

		2009	10	11
ドイツ	一般政府財政収支	▲ 3.3	▲ 5.0	▲ 4.7
	一般政府債務残高	73.2	78.8	81.6
	実質GDP成長率	▲ 5.0	1.2	1.6
フランス	一般政府財政収支	▲ 7.5	▲ 8.0	▲ 7.4
	一般政府債務残高	77.6	83.6	88.6
	実質GDP成長率	▲ 2.2	1.3	1.5
英国	一般政府財政収支	▲ 11.5	▲ 12.0	▲ 10.0
	一般政府債務残高	68.1	79.1	86.9
	実質GDP成長率	▲ 4.9	1.2	2.1
ポルトガル	一般政府財政収支	▲ 9.4	▲ 8.5	▲ 7.9
	一般政府債務残高	76.8	85.8	91.1
	実質GDP成長率	▲ 2.7	0.5	0.7
イタリア	一般政府財政収支	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 5.0
	一般政府債務残高	115.8	118.2	118.9
	実質GDP成長率	▲ 5.0	0.8	1.4
アイルランド	一般政府財政収支	▲ 14.3	▲ 11.7	▲ 12.1
	一般政府債務残高	64.0	77.3	87.3
	実質GDP成長率	▲ 7.1	▲ 0.9	3.0
ギリシャ	一般政府財政収支	▲ 13.6	▲ 9.3	▲ 9.9
	一般政府債務残高	115.1	124.9	133.9
	実質GDP成長率	▲ 2.0	▲ 3.0	▲ 0.5
スペイン	一般政府財政収支	▲ 11.2	▲ 9.8	▲ 8.8
	一般政府債務残高	53.2	64.9	72.5
	実質GDP成長率	▲ 3.6	▲ 0.4	0.8
ベルギー	一般政府財政収支	▲ 6.0	▲ 5.0	▲ 5.0
	一般政府債務残高	96.7	99.0	100.9
	実質GDP成長率	▲ 3.1	1.3	1.6

(備考) 1. 欧州委員会より作成。

2. 一般政府財政収支及び一般政府債務残高は名目GDP比。

(i) 財政状況と今後の財政再建に向けた動き

●ドイツ

ドイツに対しては、09～11年にかけて一般政府財政収支の名目GDP比が▲3%を上回る状態が継続するとの見通しを欧州委員会が示したことを受け、09年12月にECOFINは過剰財政赤字是正勧告を行った。

一方、過剰財政赤字是正勧告を受ける前に、ドイツは財政再建のために連邦・州財政関係の現代化合同委員会の提言を踏まえ、09年6月に連邦政府及び州政府の財政ルールを盛り込む形で憲法を改正した。内容は、連邦政府の構造的財政収支を平時には同▲0.35%以内に抑制すること、州政府については、20年以降構造的財政赤字は許容されないというものとなっており、憲法を改正し、与野党ともに財政ルールを遵守す

る枠組みを策定したものである。しかしながら、「平時」の定義が明確でないため、幅広い解釈が可能であるなど、その効果が限定的となる可能性も否定できない。

ドイツは10年2月に安定プログラムを公表した。この中で、一般政府財政収支については、10年は同▲5.5%と見込まれているが、13年は安定成長協定で定められている同▲3%の基準まで削減するとしている。また、このため、ドイツ政府は、上記財政ルール及びE C O F I Nからの財政赤字是正勧告において定められた期限（13年までに、一般政府財政収支を同▲3%以内に抑制）を踏まえた財政再建計画を10年夏に作成するとしている。

●フランス

フランスに対しては、09年3月に、09～11年まで一般政府財政収支の名目GDP比▲3%を上回る状況が継続するとの財政収支見通しが示されたことを受け、09年4月にE C O F I Nは過剰財政赤字是正勧告を行った。

フランスは財政赤字に関する検討会を設置し、10年1月に第1回目の会合を開催した。この検討会では、過去の財政の分析及び先行き10年間の財政見通しに基づき、財政再建策が検討されることとなっている。また、財政収支を中期的に均衡させるためのルールを設けるとしている。最終報告は10年6月に取りまとめられ、それに基づき3か年の財政計画が作成される見込みとなっている。

また、フランスは10年2月に安定プログラムを公表した。経済状況を考慮し、財政再建は11年から開始するとしている。その主な内容は、医療関連支出の増加を前年比3%以内に抑制、税の減免措置を11年以降毎年20億ユーロずつ削減、雇用環境の改善による失業対策関連支出の減少により、09年には同▲7.9%だった一般政府財政収支を13年には同▲3%にまで削減するというものである。これに対し、欧州委員会は、実質GDP成長率の見通しが楽観的であるとし、歳出削減策については更に具体化させることを求めている。

●英国

英国に対しては、08年7月に、E C O F I Nは過剰財政赤字是正勧告を行ったが、財政収支改善の努力がみられなかったことから、09年4月に再度英国に対し過剰財政赤字是正勧告を行った。

10年2月に成立した財政責任法（Fiscal Responsibility Act）では、13年度に財政収支の名目GDP比を09年度の▲11.8%⁸からその半分まで削減することが定められ、これ

⁸ 公的債務残高のGDP比。

に基づき10年3月に公表されたバジェット・レポートにおいて、英国政府は財政収支を13年度には同▲5.2%、14年度には同▲4.0%とする計画を示した。ただし、経済の回復が依然として十分でないことなどから、10年度までは引き続き企業や家計への支援を続け、本格的な財政再建の開始は11年度になるとしている。

英国では、09年5月6日に下院の総選挙が行われたが、どの政党も過半数の議席(326議席)を獲得しないハング・パーラメント(hung parliament:宙ぶらりん国会)に、1974年以来36年ぶりに陥った。そこで、第1党となった保守党は第3党の自由民主党との連立政権を発足させ、97年以来13年ぶりの政権交代となった。両党は、連立合意に、財政赤字削減のための緊急予算案について5月11日から50日以内に合意することを盛り込むなど、英国の財政再建に取り組む方針を示している。

中長期的にみれば、財政再建策への取組は、リスクプレミアムの上昇に伴う金利上昇への歯止め等に資するものではある。一方、景気回復への動きがまだまだ緩慢なものであり、雇用の一層の悪化と信用収縮の悪循環といった下方リスク要因もある中で、財政再建を拙速に進めれば、現在下げ止まっている景気が長期低迷に陥る懸念もあり、各国政府は難しい舵取りを迫られている。

(ii) 伝統的・非伝統的金融政策の動向

ECB及びBOEはそれぞれ、金融危機と実体経済の悪化に対応するため、政策金利の引下げに加え、各種資産買取り等の非伝統的金融政策を実施した。

現在、政策金利についてはECBは09年5月から1.0%に、BOEは09年3月から0.5%に引き下げ、それ以降据え置いている。一方、危機対応として行ってきた各種資産買取り等の政策については、徐々に解除した。

ECBは、流動性供給策を実施してきたが、09年頃から段階的に解除している。まず、09年5月に導入が決定された12か月物のLTRO(Long Term Refinancing Operation)を09年12月を最後に取りやめた。10年4月以降は、平時の資金供給オペである3か月物のLTROについても、危機対応として行ってきた政策金利による無制限供給方式から、平時の変動金利方式にて行うこととした。他方、09年5月に決定した最大600億ユーロのカバード・ボンド⁹の買取りについては、10年4月末までに合計501億ユーロの買取りを行った。

⁹ カバード・ボンドは法的な根拠に基づいて金融機関が発行する担保付債券であり、住宅ローンや公共セクター向け貸出を担保として発行されることが多い。なお、ECBによる買取りの対象となるカバード・ボンドはユーロ圏の金融調節において適格担保として認められていること(なお、10年末までA-からBBB-に一時的に拡大)等の要件を満たす必要がある。

BOEは、09年1月から実施していた社債、CP等の買取りに加え、同年3月から中長期国債の買取りを実施した。なお、買取り額のほぼ全額を中長期国債が占めている。BOEは、こうした資産の買取りによる量的緩和によってマネタリーベースを増加させるとともに資産価格を下支えすることを通じて、所得を増加させ、これに伴って消費が増加し、中期的にインフレ目標を達成するとしていた。なお、10年1月末、BOEは、予定していた2,000億ポンドの資産買取り枠を使い切り、その後枠の拡大を行わなかったことから、事実上追加的な量的緩和を行っていない。

上記のように、ECBやBOEはそれぞれ世界金融危機発生後の措置を段階的に解除あるいは停止してきた。しかしながら、ギリシャ財政危機に対応するため、ECB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ことを発表し、固定金利での3か月物LTRO及び6か月物LTROも実施するとした。また、ECBやBOE等各国・地域の中央銀行も米ドルスワップ取極再開を発表するなど、新たな危機に対し、措置を講じているところである。

2. ギリシャ財政危機とコンテイジョン

世界金融危機がもたらした実体経済の悪化に歯止めをかけるために各国政府が打ち出した景気刺激策は、景気を下支えする役割を果たしたものの、財政状況を大幅に悪化させ、特に一部の国では、財政の悪化に起因するソブリン・リスクに対する懸念を高めることとなった。この結果、10年4月にはギリシャ財政危機が発生し、ヨーロッパを中心に金融資本市場が大きく動揺した。本節では、ギリシャ財政危機の発生の経緯と今後の見通し、コンテイジョンのリスク、危機の根本的な要因とその教訓について分析する。

(1) ギリシャ財政危機発生の経緯

●政権交代と財政統計の修正：金融資本市場の混乱

ギリシャ財政危機発生の直接の契機は、09年10月の政権交代と新政権による財政統計データの大幅下方修正であった。ギリシャでは、09年10月に総選挙が実施され、この結果、中道右派与党・新民主主義党¹⁰が敗れ、全ギリシャ社会主義運動党¹¹による新政権が成立した。新政権は、成立直後、前政権が財政赤字を過小評価していたとして、

¹⁰ 新民主主義党は、欧州委員会からの勧告に従い、増税や歳出削減を実施してきた。

¹¹ PASOK : Panellinio Sosialistikó Kínima (Panhellenic Socialist Movement)

財政統計データを大幅に修正した。例えば、財政収支GDP比については、08年5.0%の赤字から7.7%の赤字へ、09年については3.7%の赤字から12.5%の赤字へと大幅に修正した。このため、市場では、ギリシャの財政状況に対する不信の念が高まった。

09年11月のドバイ・ショック¹²を機に、新興国や、財政の悪化した国が発行する国債のリスク、いわゆるソブリン・リスクが懸念されるようになり、その中でも、ギリシャについては、特に財政状況の悪化が著しいことに加え、統計に対する不信もあって、国債利回りやCDSが大幅に上昇した。同年12月には、格付け会社が相次いでギリシャ国債の格付けを引き下げたことから¹³、金融市場の混乱が更に広がった。

こうした市場の混乱の中で、09年11月から10年3月までの5か月間で、ギリシャ政府は5回にわたって財政再建策を発表¹⁴したが、市場では、目標とする財政赤字削減規模と比べて十分でないのではないかとといった疑問の声が揚がり、市場の混乱を鎮めるには至らず、結果として財政再建策を小出しにしていたという印象を残した（第1-4-22表）。

¹² 09年11月25日、アラブ首長国連邦（UAE）のドバイ政府が政府系持ち株会社ドバイワールドの債務返済を繰り延べると発表したことから、主要国の株式市場は先行き不透明感から大幅に下落した。UAE向け債権の約7割は、英国を中心とするヨーロッパの金融機関が保有していたため、ヨーロッパの金融市場を中心に動揺がみられた。

¹³ フィッチは、09年12月8日、A-からBBB+に1ノッチ引き下げ、S&Pは、同年12月16日、A-からBBB+に1ノッチ引き下げ、ムーディーズは、同年12月22日、A1からA2へ1ノッチ引き下げた。

¹⁴ ギリシャ新政権は、09年11月20日に、酒・タバコ税増税、徴税強化、歳出削減策等を盛り込んだ2010年予算案を提出した。また、09年12月4日には、13年までに、社会保障費の削減や公共事業の見直しにより、財政赤字をGDP3%以内にするとの財政再建策を公表した。10年1月15日には、目標を1年前倒しするGDP比4%規模の財政再建計画、2月2日には、公務員給与の一律凍結を発表するとともに、燃料税の引上げ等によるGDP比0.5%規模の追加財政再建策をそれぞれ発表した。さらに、3月3日には、48億ユーロ（GDP比2%）の追加財政再建策を発表した。

第1-4-22表 ギリシャの財政再建計画

(1) 財政再建計画 (1月15日)

(2) 追加財政再建策 (3月3日)

(財政収支改善幅への寄与、GDP比、%)

合計	4.0
歳入増加	2.6
恒久的な歳入増	1.1
累進税・控除廃止	0.4
タバコ税引上げ	0.4
燃料税、携帯電話に係る税の引上げ	0.2
資産課税の導入	0.2
アルコール税引上げ	0.1未満
一時的な歳入増	0.5
高収益企業への課税	0.4
中銀の流動性供給策の収益	0.1
高額不動産への課税	0.1
脱税・租税回避防止策	0.5
EUの基金から追加の受取(公共投資向け)	0.5
歳出削減	1.4
恒久的な歳出減	1.0
公務員手当の10%削減	0.3
年金基金への補助金削減	0.3
防衛費の削減	0.2
短期契約の削減	0.1
運営費の削減	0.1
公務員の残業削減	0.1未満
公務員の新規採用凍結	0.1未満
一時的な歳出減	1.3
恒久的な歳出増	▲ 0.7
公共投資の増加	▲ 0.3
教育費の増加	▲ 0.2
利払い費の増加	▲ 0.2
一時的な歳出増	▲ 0.2

(財政収支改善幅への寄与、GDP比、%)

合計	2.0
歳入増加	1.0
VAT税率の引上げ(19→21%)	0.5
物品税の引上げ	0.5
石油税、ディーゼル燃料税の引上げ	
電力課税の導入(再生可能エネルギーを利用したものは対象外)	
タバコ税、酒税の引上げ	
奢侈品(高級車、ヨット等への増税)	
歳出削減	1.0
賃金・年金等削減	0.7
公的部門の賃金削減	
一部公営企業の年金削減	
年金支給額の凍結	
経常・資本支出の削減	0.3
公共投資の削減	0.2
教育支出の削減	0.1

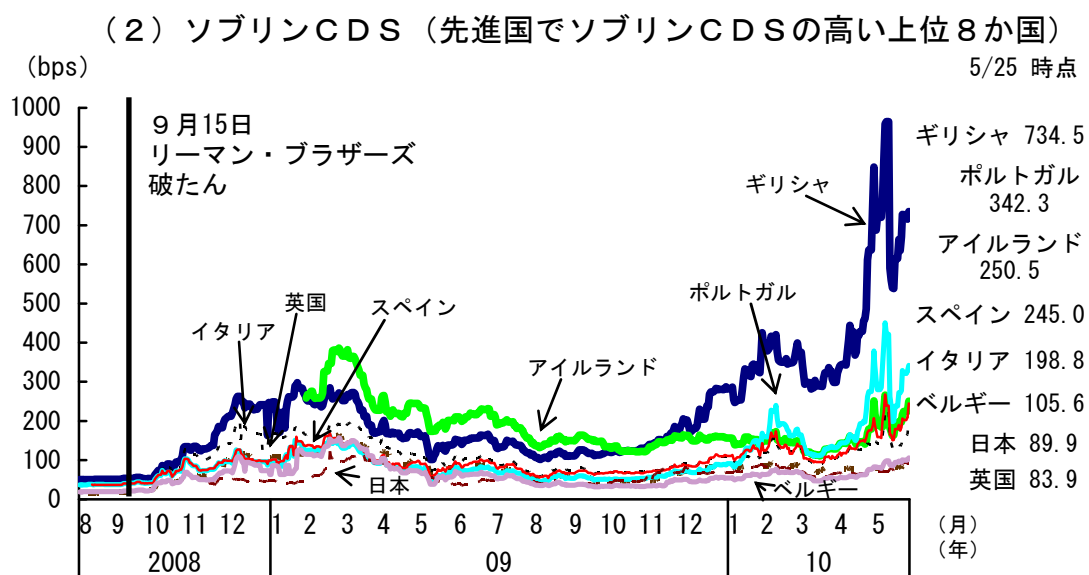
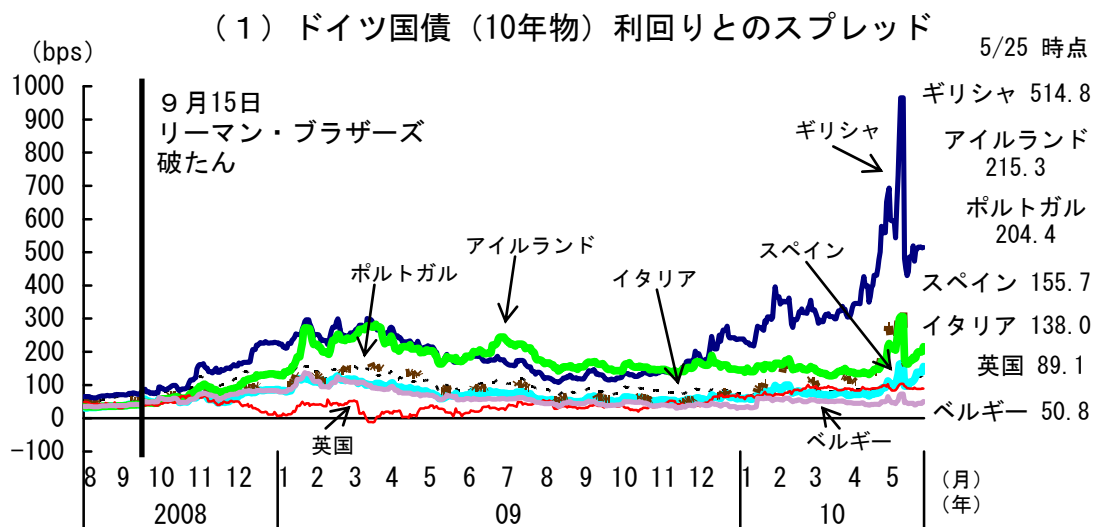
(備考)ギリシャ財務省より作成。

ECOFINも、当初、09年12月の時点では、ギリシャは有効な財政再建策を採っていないと指摘していたが、最終的には、10年2月3日に、ギリシャの財政再建計画(安定プログラム)は欧州委員会により承認された。さらに、市場の混乱を收拾するため、同年2月11日、EU首脳会合は、「欧州の金融安定に必要な場合には断固とした協調行動を取る」ことで合意したとのメッセージを発表した¹⁵。

しかしながら、具体的な協調行動の内容が明らかでなかったため、ギリシャの財政の持続可能性について市場の懸念が収まることはなく、ギリシャ国債の利回りやCDSは上昇傾向を続けた(第1-4-23図)。

¹⁵ 同時に、ECOFINは、ギリシャに対し、過剰財政赤字是正手続の段階を制裁の一段階前まで引き上げ、必要な措置をとるよう「警告」を行った。

第1-4-23図 国債利回りスプレッド、CDSの推移（長期）



(備考) ブルームバーグより作成。

●ギリシャ支援の合意：市場の混乱から危機へ

このため、10年3月25日には、ユーロ圏首脳間でギリシャ支援について検討が行われ、市場からの資金調達十分ではない場合の最終手段として、IMF融資を補完するためのユーロ圏参加国による二国間融資のメカニズムが合意された。しかし、市場におけるギリシャへの懸念は収まらず、4月11日に開催されたユーロ圏財務相会合では、IMF融資に加え、ユーロ圏参加国による二国間融資の具体的な条件が合意された。4月23日には、ギリシャ政府は、IMF融資及びユーロ圏参加国の二国間融資による共同プログラムに基づく金融支援を、IMF及びEU等に対し正式に要請した。

アイスランドの火山噴火による空港閉鎖のため、関係者の協議は遅延したが、結局、5月2日に、IMF、EU等関係者は、ギリシャの財政再建を条件に3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援の合意に達し、同時にギリシャ政府は2013年末までにGDP比11%規模の財政赤字を削減する追加財政再建策を発表した。公的部門賃金の削減による歳出削減、VAT（付加価値税）の税率引上げによる歳入強化、経済の競争力回復による成長促進策、及び金融安定基金の設立による金融システムの強化・安定化に取り組むこととしている（第1-4-24表、第1-4-25表）。

また、5月3日、ECBは、ギリシャ国債について、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発表した¹⁶。

第1-4-24表 1,100億ユーロのギリシャ支援策（概要）

10年5月2日、ユーロ圏財務大臣会合にて、ギリシャ政府からの要請を踏まえ、ユーロ圏参加国、ECB及びIMFは、3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援に合意。

- ・1,100億ユーロの内訳は、ユーロ圏参加国による二国間融資が800億ユーロ（1年目：300億ユーロ）、IMFによる融資が300億ユーロ。
- ・最初の融資は、85億ユーロ相当のギリシャ国債償還日である10年5月19日までに実施。ギリシャ政府は、同年5月12日、IMFから55億ユーロを、同年5月18日、ユーロ圏参加国から145億ユーロの合計200億ユーロを受け取り。

¹⁶ ECBにおける本来の適格担保基準は、A-以上であるが、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ていた。

第1-4-25表 ギリシャ政府による経済政策プログラム（概要）

(i) 財政再建策

- ・09年GDP比▲13.6%の財政赤字を、10年に同▲8.1%、14年には同▲3%以下とする。
- ・歳出面では、政府支出の75%を占める公的部門賃金と年金支払いの抜本的な削減が柱。さらに、軍事費も大幅に削減。
- ・歳入面では、VAT（付加価値税）の税率引上げ（21%から23%に引上げ）等に加え、徴税強化に取り組む。

(ii) 成長促進策

労働市場政策（労働保護法制の見直し等）、公的企業の改革、ビジネス環境の改善等により、経済の競争力回復を図る。

(iii) 金融システムの強化・安定化

100億ユーロ規模の金融安定化基金を設立し、必要であれば迅速に金融機関への資本注入ができる体制を整える。

ギリシャの財政：2014年までの5年間で名目GDP比11%の財政再建

	2009年	10年	11年	12年	13年	14年
実質GDP成長率	▲2.0	▲4.0	▲2.6	1.1	2.1	2.1
一般政府財政収支GDP比	▲13.6	▲8.1	▲7.6	▲6.5	▲4.8	▲2.6
一般政府債務残高GDP比	115	133	145	149	149	146

（備考）ギリシャ政府、IMF資料より作成。

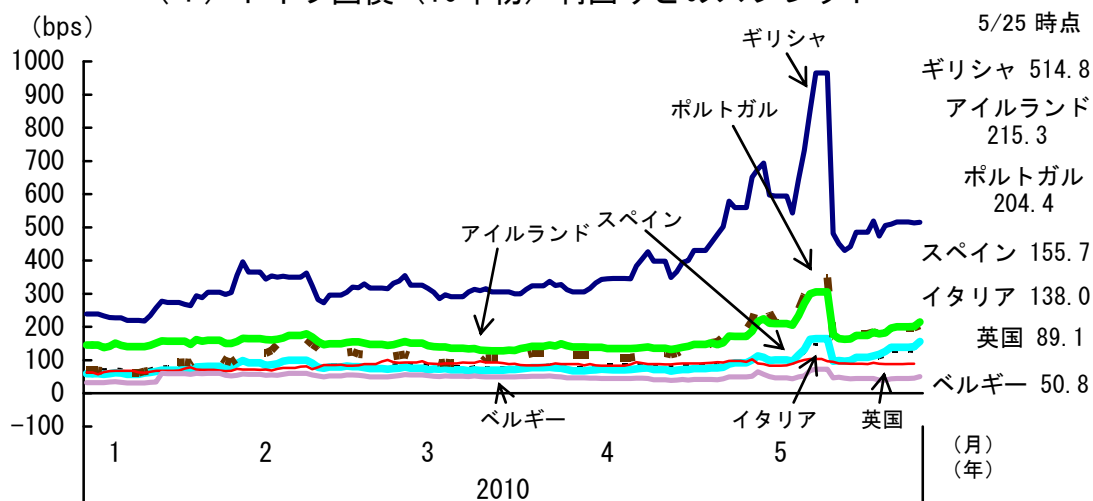
しかし、ギリシャにおいては、財政再建策に反対する労働組合によるストライキや国民によるデモが激化し、財政再建の実現可能性に対する懸念が高まった。また、二国間融資で最も負担額が大きいとみられるドイツで地方選挙を前にギリシャ支援に反対する世論が高まっていたことなどから、更に市場での懸念が高まり、ギリシャ国債の利回りは10.2%まで上昇し、ベンチマークとなるドイツ国債利回りとのスプレッドはユーロ発足以来過去最大を更新し続けた。こうしたことを背景に、ギリシャと同様に財政困難にある南欧を中心とするユーロ周縁（ペリフェリー）諸国（いわゆるPIIGS¹⁷）に対する懸念や、ギリシャ向け債権を多く保有するドイツ、フランスを中

¹⁷ PIIGSとは、EU加盟国の中で、財政状況が相対的に厳しいとされているポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインの頭文字をとった略語。

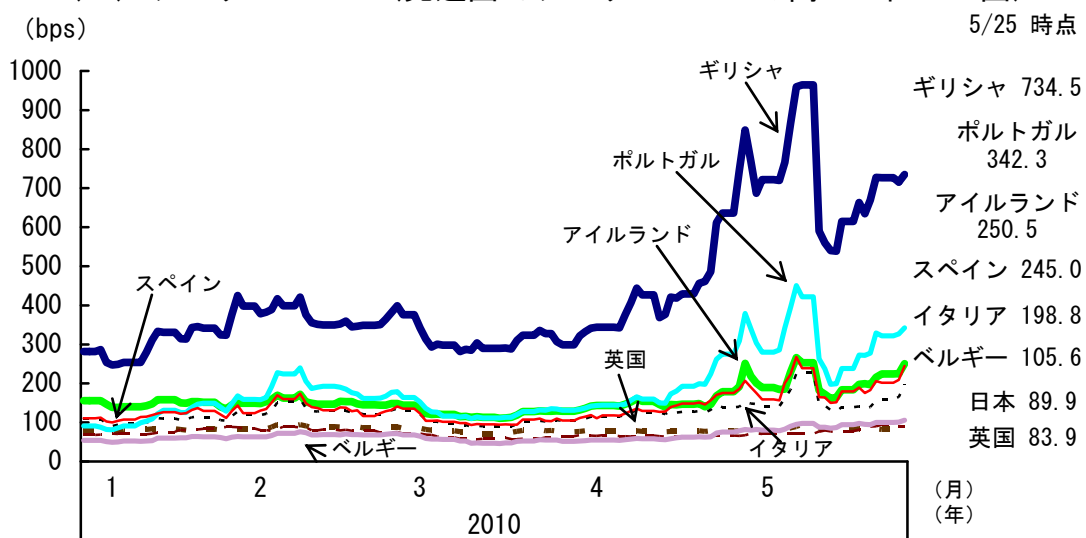
心とするヨーロッパの金融機関の経営悪化懸念も高まり、株価が大幅に下落、ユーロは大きく減価するなど混乱が広がった(いわゆる「ギリシャ財政危機」)(第1-4-26図)。また、ヨーロッパの金融機関は、P I I G S向け債権を多く保有することから、取引相手先銀行の財務状況に対する懸念(カウンターパーティ・リスク)が高まり、1,100億ユーロのギリシャ支援を決定した5日後の10年5月7日には、ヨーロッパの金融市場ではL I B O R等の銀行間取引金利が上昇したり、一部でドル資金の不足が懸念される事態に陥った。

第1-4-26図 国債利回りスプレッド、CDSの推移(10年)

(1) ドイツ国債(10年物)利回りとのスプレッド



(2) ソブリンCDS(先進国でソブリンCDSの高い上位8か国)



(備考) ブルームバーグより作成。

●欧州金融安定化メカニズムの合意とECBによる流通市場からの国債買取り

ギリシャ財政危機が、08年9月のリーマン・ショックの再来となり、ヨーロッパの金融システムを不安定化させ、ユーロの崩壊につながる懸念が出ているなか、各国首脳は、10年5月7日、急遽、ユーロ圏首脳会合を開催し、EUの金融安定のために「欧州金融安定化メカニズム」等を創設することを決定し、5月9日には、メカニズムにより創設される基金の規模を総額7,500億ユーロと決定した。

さらに、危機対応として、ECB（欧州中央銀行）は、同年5月10日、機能不全に陥った国債及び社債の流通市場への介入を発表した。また、各国中央銀行（カナダ、英国、ECB、アメリカ、スイス、日本）は、米ドルスワップ取極を再締結し、米ドル資金供給オペレーションの実施を発表した。

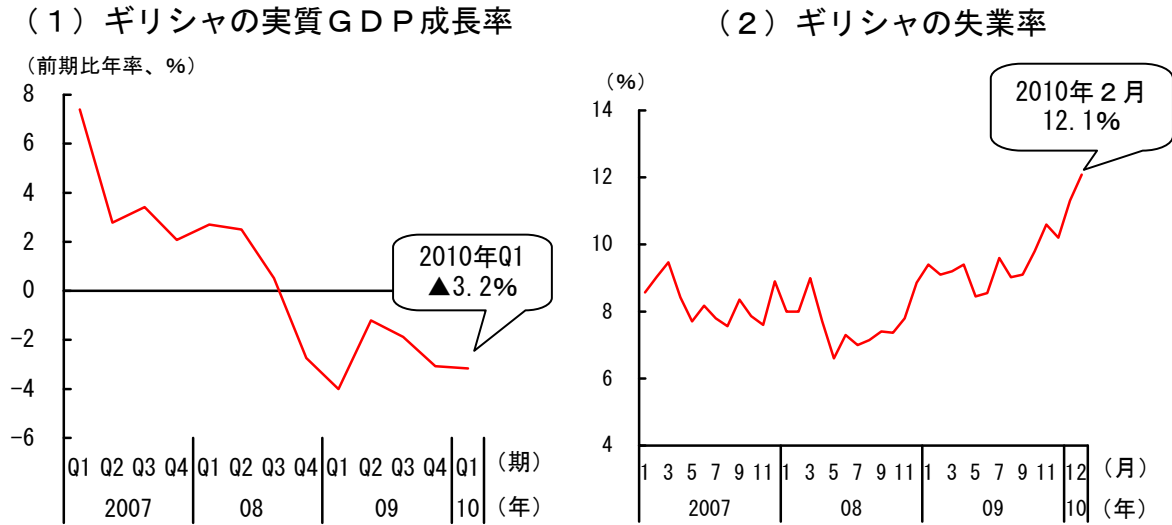
この結果、ギリシャ国債の利回りは急速に低下し、CDSも下落した。しかしながら、同年5月13日以降は再び上昇傾向に転じており、今後の事態の推移を慎重に見守る必要がある。

（2）今後の見通し

ギリシャ財政危機の今後を見通す上で、重要な懸念材料が3つある。(i) ギリシャの財政再建の実現可能性、(ii) 今後の国債償還スケジュール、そして (iii) 他の国々へのコンテイジョンやヨーロッパの金融システム全体へのコンテイジョンの可能性である。

まず、11年までマイナス成長、高水準の失業率が予想され、国民の反対が強い中で、財政再建を計画どおり実行できるかどうかという問題がある。ギリシャ経済は、08年10～12月期から6四半期連続でマイナス成長を継続しており、10年1～3月期は前期比年率3.2%減とマイナス幅が3四半期連続で拡大している。ユーロ圏経済全体が09年夏頃から下げ止まり、同年7～9月期からプラス成長に転じているのとは対照的な動きとなっている。失業率も、10年2月には12.1%と高水準に達しており、深刻な状況にある（第1-4-27図）。こうした中で、IMF、ユーロ参加国による1,100億ユーロの支援の条件となった新たな財政再建策については、世論調査によれば、国民の約7割が反対し、ストライキやデモを受容するとする国民も約7割という状況にある（第1-4-28表）。財政再建に反対するデモが続く中で、政府が財政再建を進めることができるのかどうか、懸念が生じている。

第1-4-27図 ギリシャの実質GDP成長率と失業率



(備考) ユーロスタットより作成。

(備考) 1. ギリシャ政府統計局より作成。
2. 数値は、原数値 (季節調整値ではない)。

第1-4-28表 ギリシャ世論調査結果 (10年5月4日)¹⁸

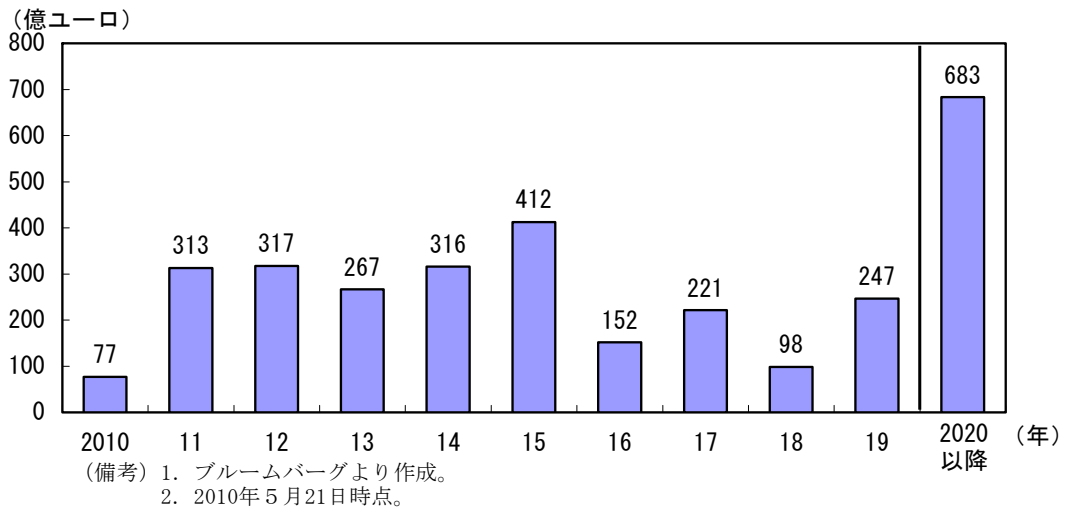
(1) 新たな財政再建措置	賛成23% 反対66%
(2) 新たな財政再建措置は唯一の手段か	唯一の手段 32% 唯一ではない 59%
(3) パパンドレウ首相に対する評価	肯定的 36% 否定的 62%
(4) ストやデモを受容するか	受容する 68% 受容できない 28%

第二に、11年以降も毎年大量の国債償還が予定されているが、それまでに経済・財政状況が好転するかという懸念がある。ギリシャの国債は、10年に残り77億ユーロ、11年以降は300億ユーロ程度の国債の償還が予定されている(第1-4-29図)。この時点でギリシャの経済・財政状況が十分に好転し、円滑に市場から資金調達できるのかどうか不安が残る。なお、IMFのスタッフも、「債務の持続可能性に関するリスクは否定できないほど高い(undeniably high)」としている¹⁹。

¹⁸ 10年5月9日付けカシメリニ紙において報道された「ユーロ圏及びIMFによるギリシャ支援に関する世論調査結果(Public Issue社が実施)」による。

¹⁹ IMF(2010b)。

第1-4-29図 ギリシャ国債の償還予定



過去に、国債がデフォルトした例として、アルゼンチンの事例をみると（コラム1-8参照）、02年1月に国債の利払いを停止した後、固定相場制から変動相場制に移行した。1年半後には、為替が約4分の1に減価した。当時、アルゼンチンの公的債務は、外貨建てが多く、公的債務の自国通貨ベースでみた残高が急増したため、大幅な債務削減が行われた。その後、為替減価により輸出競争力が回復し、おりしも主要輸出品である小麦、大豆等の価格が高騰したこともあり、アルゼンチン経済は回復、成長軌道に戻った。

しかし、ギリシャの場合には、ユーロ圏にとどまる限り、為替の減価は手段となり得ないため、価格面で輸出競争力の回復を図るためには、賃金水準の引下げやコスト引下げが必要となる。また、ギリシャの主要産業は、海運、観光、オリーブ等の農業生産等であり、財輸出とサービス輸出の合計はGDP比17.8%（09年）を占め、労働力の1割は観光業に従事するなど、価格面での輸出競争力の改善は景気回復に一定の効果をもたせることが期待されるが、アルゼンチンのように商品価格上昇による交易条件改善は期待できない。他方、仮にユーロを離脱して、ユーロ参加以前の通貨ドラクマに戻った場合、大幅な通貨の下落が予想されるが、為替下落により、自国通貨ベースでみた政府債務残高が急増し、債務削減は不可避となる可能性が高い。この場合、ギリシャ向け債権を多く保有するドイツ、フランス等の金融機関の経営悪化につながるリスクもある。なお、EU条約には、ユーロ圏から離脱するという規定は存在しない。そもそもユーロ圏からの脱退は想定されておらず、EUから脱退するのだから

ば、ユーロ圏脱退は不可能となっている。また、EUからの脱退も、他の加盟国が強制したり、当該国による一方的な脱退はできないことになっている（第1-4-30表）。

以上の懸念材料に加え、以下（3）で検討するコンテイジョンのリスクを考えると、ギリシャ財政危機については今後の推移を引き続き慎重に見極める必要がある。

第1-4-30表 EU条約関連条文

< EU条約第50条 >

1. Any Member State may decide to withdraw from the Union in accordance with its own constitutional requirements.

2. A Member State which decides to withdraw shall notify the European Council of its intention. In the light of the guidelines provided by the European Council, the Union shall negotiate and conclude an agreement with that State, setting out the arrangements for its withdrawal, taking account of the framework for its future relationship with the Union. That agreement shall be negotiated in accordance with Article 218(3) of the Treaty on the Functioning of the European Union. It shall be concluded on behalf of the Union by the Council, acting by a qualified majority, after obtaining the consent of the European Parliament.

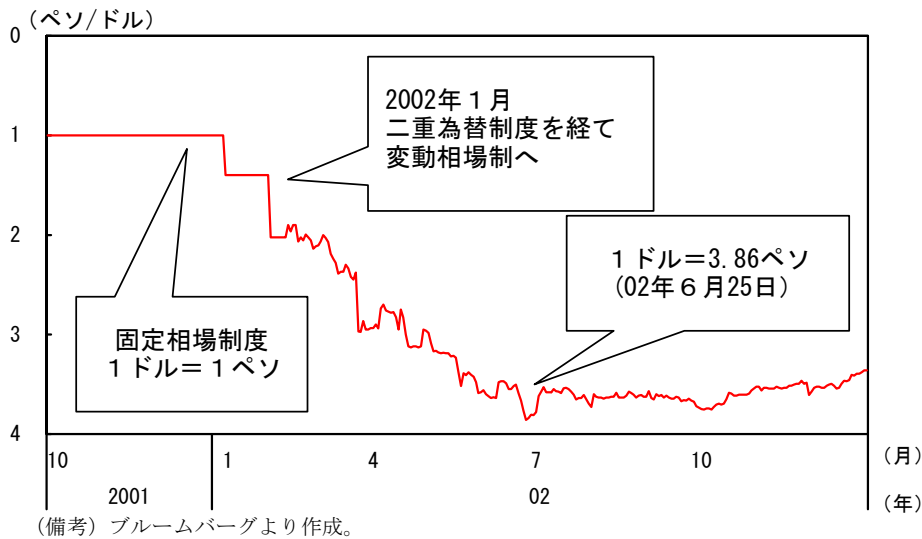
コラム1-8 アルゼンチン国債のデフォルト

現在ギリシャをはじめとする一部の国で、国家財政の悪化に起因するソブリン・リスクが懸念されている。ここでは、ソブリン・リスクが顕在化した例として、02年に国債がデフォルト（債務不履行）となったアルゼンチンのその後の債務返済の状況を見ていく。

91年以降カレンシーボード制による固定相場を維持していたアルゼンチンは、90年代半ば以降、財政赤字と対外債務の拡大が続き、ブラジルの通貨危機等をきっかけに、01年に債務危機が発生した。こうした状況の中で政府は、02年1月、イタリア・リラ建て国債（2,800万ドル相当）の利払い停止を発表、国債のデフォルトとなった。また、同年3月には、円建て国債の利払いも不履行となった^{（注1）}。

政府は利払い停止に続き、通貨制度を変動相場制へと移行したため、自国通貨ペソは暴落し、経済に大きな混乱が生じた（図1）。

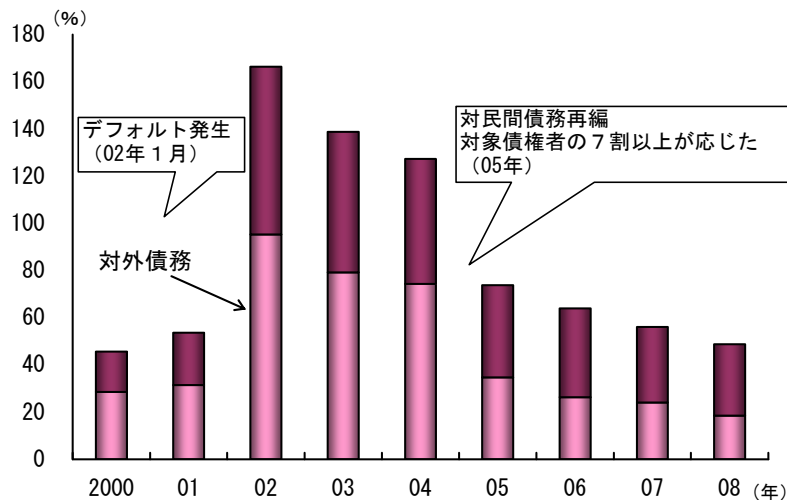
図1 デフォルト発生後のペソの推移



デフォルト発生後、債権者との交渉は難航した。政府はまず資金協力を受けていたIMFとの交渉を行ったが、提示した財政再建計画の見通しがIMFに承認されず、交渉が長引いた。IMFとの交渉で債務返済条件についてようやく暫定合意に至ったのは、デフォルトが発生してから1年が経過した03年1月だった。

その後、IMF以外の国際機関とも債務返済についての合意を得ることができたため、改めて民間債務の返済交渉を進めた政府は、04年12月^(注2)、民間債務再編案を提示した。対象となる民間保有の国債の元本総額は約810億ドルであり、再編案は元本の75%削減となる内容であったが、05年3月の政府発表によると、対象国債保有者の76%がこの提案に応じた(図2)。

図2 公的部門の債務残高の推移 (GDP比)



- (備考) 1. アルゼンチン国家統計センサス局 (INDEC) より作成。
 2. 公的部門 (連邦政府、地方政府、公的機関を含む) 全体の債務残高のGDPに占める割合。債務は、国債、地方政府債等の公債の他、国際機関や金融機関からの借入れも含む。対外債務は、国外の債権者に対する債務。2000年末時点で債務残高全体のうちおよそ7割が米ドル建て。

債務負担が軽減する見通しがたったことから、05年6月、S & Pは同国長期ソブリン格付けを「SD（デフォルト）」から「B-」に引き上げ、ムーディーズも「Ca a 1」^(注3)から「B 3」に引き上げた。その後、自国通貨の大幅な切下げによる輸出競争力の回復や、主要輸出品目である大豆や小麦等の価格高騰もあり、03年から07年まで毎年8%を超える経済成長率を達成し、S & Pによる格付けも06年10月には「B+」にまで引き上げられた^(注4)。

一方、財政再建はその後も大きく進展せず、インフレ懸念等の問題も生じてきたことから、08年3月、S & Pは長期ソブリン格付けを再び引き下げている^(注5)。リーマンブラザーズ破たん直後の08年秋には、財政状況が再び懸念され、長期金利やCDSが急上昇した。CDSは一時4,000bpを超える水準まで上昇し、その後金融市場の混乱の収束とともに低下したが現在も1,000bpを超えており（10年5月）、他の中南米諸国、例えばブラジルの100bp程度（同月）と比べても高い水準にある。

財政再建が遅れる中、債権者との債務再交換交渉は今なお続いており、国際金融市場への復帰は同国にとって現在も大きな課題となっている。

(注1) アルゼンチンの円建て国債発行残高は、日本国内投資家向け発行額で1,915億円。

(注2) 原案は03年9月のIMF・世銀総会（ドバイ）において発表されたものであるが、調整の末、04年末にかけて、最終案が各国金融・証券当局に提出、承認された。

(注3) ムーディーズは、「Ca a」格付けについて、「安全性が低く、信用リスクが極めて高いと判断される」としている。

(注4) ムーディーズは同国長期ソブリン債格付けを05年6月以降変更していない。

(注5) 08年3月に、「B+」から「B」へ、同年10月に、「B」から「B-」への引下げが行われた。

第1-4-31表 ギリシャ財政危機の推移

月日	出来事
1992年	2月7日 マーストリヒト条約が調印
93年	11月1日 マーストリヒト条約が発効
99年	1月1日 EMU（欧州通貨同盟）が発足し、ユーロの導入が正式に開始
2001年	1月1日 ギリシャが、ユーロを導入
02年	1月1日 ユーロ硬貨・紙幣の発行・流通が開始
	3月1日 旧通貨の併用期間が終了
04年	11月22日 ユーロスタットがギリシャの統計処理に関する報告書を公表
08年	9月15日 リーマン・ブラザーズ破たん
	10月15日 ECBは、09年末まで、従来の「A-」から「BBB-/Baa3」に、適格担保基準を緩和すると発表
09年	1月14日 S&Pが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（A→A-）
	2月18日 欧州委員会は、ギリシャは過剰財政赤字にあるとの報告書を作成
	3月24日 欧州委員会は、欧州理事会に対し、ギリシャの過剰財政赤字是正についての期限を含めた勧告案を提出
	4月27日 ECOFINが、過剰財政赤字是正「勧告」を発動、ギリシャ政府へ10年末までに財政赤字3%未満を要求
	5月7日 ECBが、10年末まで、適格担保基準の緩和（BBB-/Baa3）を継続すると発表
	10月4日 ギリシャにて総選挙が実施、全ギリシャ社会主義運動党が、第一党に。
	10月6日 パパンドレウが首相に就任、新政権発足
	10月21日 ユーロスタットが財政統計を公表。ギリシャ政府の08年一般政府財政収支GDP比を▲5.0%から▲7.0%へ修正、また、09年計画を▲3.7%から▲12.5%へ修正
	10月22日 フィッチが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（A→A-）
	11月10日 ECOFINは、欧州委員会に対し、ギリシャ政府の財政統計の問題点を調査するよう要請
	11月11日 欧州委員会は、ギリシャの財政再建への取組が不十分と指摘
	11月20日 ギリシャ政府は、10年予算案を議会に提出し、増税、徴税強化、歳出削減策等を盛り込む
	12月2日 ECOFINは、ギリシャは有効な財政再建策を採っていないと指摘
	12月8日 フィッチが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（A→BBB+）
	12月14日 ギリシャ政府が、13年までに財政赤字をGDP比3%以内に圧縮するとの財政再建策を発表
	12月16日 S&Pが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（A→B++）
	12月22日 ムーディーズが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（A1→A2）
10年	1月8日 ユーロスタットがギリシャの統計処理に関する評価報告書を公表
	1月15日 ギリシャは、目標を1年前倒しするGDP比4%規模の財政再建計画（安定プログラム）を欧州委員会に提出
	1月19日 ECOFINは、ギリシャ政府の財政統計に関する結論を採択。
	2月2日 ギリシャ政府は、GDP比0.5%規模の更なる財政再建策を発表
	2月3日 ギリシャの財政再建計画（安定プログラム）が、欧州委員会により承認
	2月11日 欧州理事会（EU首脳会合）は、必要な場合には断固とした協調行動をとることで合意
	2月15日 ECOFINは、ギリシャに対し、過剰財政赤字是正のため必要な措置をとるよう「警告」、10年3月16日までに財政再建の工程表を、同年5月15日までに政策措置の提示を要請
	3月3日 ギリシャ政府は、GDP比2%規模の追加財政再建策を発表
	3月16日 ギリシャ政府は、ECOFINへ財政再建の工程表を提出、ECOFINはこれを歓迎
	3月25日 ユーロ圏首脳間で、最終手段として、IMF融資を補完するためのユーロ圏参加国による二国間融資のメカニズムが合意
	4月8日 ECBが、10年末以降も、適格担保基準の緩和（BBB-/Baa3）を継続すると発表
	4月9日 フィッチが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（BBB+→BBB-）
	4月11日 ユーロ圏財務相会合では、IMF融資に加え、最大300億ユーロのユーロ圏参加国による二国間融資のプログラムに合意
	4月19日 ギリシャ政府、欧州委員会、IMF等による協議が、アイスランドの火山噴火による火山灰の影響で中止
	4月22日 ユーロスタットが財政統計を公表。ギリシャの09年の一般政府財政収支GDP比は▲12.7%から▲13.6%へ修正
	4月22日 ムーディーズが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（A2→A3）
	4月23日 ギリシャ政府は、IMF融資及びユーロ圏参加国の二国間融資による共同プログラムに基づく金融支援を、IMF及びEU等に要請
	4月27日 S&Pが、ギリシャ国債の格付けを引下げ（BBB+→BB+）
	5月2日 ギリシャ政府は、13年末までのGDP比11%規模の財政再建策を発表
	5月2日 ユーロ圏財務相会合にて、3年間で総額1,100億ユーロの支援が合意
	5月3日 ECBは、ギリシャ国債について、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発表
	5月7日 ユーロ圏首脳会合にて、ギリシャ支援を正式に承認するとともに、「欧州安定化メカニズム」等の創設を提案
	5月9日 ECOFINにて、EU、ユーロ圏参加国等及びIMFによる最大7,500億ユーロの欧州金融安定化メカニズムに合意
	5月10日 ECBは、機能不全に陥った国債及び社債の流通市場に介入することを発表
	5月10日 各国中央銀行（カナダ、英国、ECB、アメリカ、スイス、日本）が、米ドルスワップ取極を再開
	5月12日 欧州委員会が、EUにおける経済ガバナンス強化に関する政策を提案
	5月12日 ギリシャ政府が、IMFから第1回分の融資として55億ユーロを受取
	5月18日 ギリシャ政府が、ユーロ圏参加国から第1回分の融資として145億ユーロを受取

（備考）各種資料より作成。

(3) コンテイジョン

ギリシャ財政危機のコンテイジョン（伝染）は、(i) 他の類似した財政状況にある国々への危機の伝播というルートと、(ii) ギリシャへの貸出が多い金融機関の経営悪化、破綻等を通じて金融システム全体に影響を及ぼすルートという二つの可能性に大別できる。以下、それぞれ検討する。

(i) ギリシャ財政危機による各国への伝染

ギリシャの経済規模は約31兆円とユーロ圏のGDPの2.6%（09年）を占めるに過ぎないが、10年4月以来、国際金融市場を揺るがす大きな危機に発展した。この背景には、ギリシャの財政危機が、通貨ユーロ創設以来の経済政策運営の弱点、すなわち、単一通貨圏でありながら財政政策については各国の分権となっていることを突いたものであったことに加え、ギリシャ同様財政状況の悪化が著しい国々の財政の持続可能性に対する市場の懸念が高まり、より経済規模の大きな国の財政危機に発展するというコンテイジョン（伝染）のリスクが市場で強く意識されたことがある。

ポルトガル、イタリア、アイルランド、スペインにギリシャを加えた国々は、P I I G S 諸国と呼ばれ、市場では財政悪化が特に懸念されている。また、ベルギーも、P I I G S 諸国に次いでソブリンCDSが高水準にあるなど、市場では財政の持続可能性についてリスクが強く意識されている（前掲第1-4-26図、第1-4-32表、第1-4-33表）。10年4月末から5月にかけては、ギリシャ支援の成否に市場の関心が集まる中で、こうした国々の国債利回りやソブリンCDSも急上昇し、財政の持続可能性に対する懸念も高まった。

特に、イタリアやスペインのように、ユーロ圏全体に占めるGDPの割合が16.9%、11.7%と大きい国々については（第1-4-34図）、仮に財政が破たんした場合の影響の大きさは計り知れない。その場合には、国際協調による財政支援も困難を極めることが予想され、通貨ユーロについても崩壊に至るのではないかといった懸念も加わって、ユーロも大幅に減価した。

第1-4-32表 財政状況・格付け（10年5月21日時点）

	主要格付け機関による格付け			一般政府財政 収支GDP比	一般政府債務 残高GDP比
	ムーディーズ	S & P	フィッチ	2009年	2009年
ポルトガル	Aa2	A-	AA-	▲ 9.4	76.8
イタリア	Aa2	A+	AA-	▲ 5.3	115.8
アイルランド	Aa1	AA	AA-	▲ 14.3	64.0
ギリシャ	A3	BB+	BBB-	▲ 13.6	115.1
スペイン	Aaa	AA	AAA	▲ 11.2	53.2
ベルギー	Aa1	AA+	AA+	▲ 6.0	96.7
英国	Aaa	AAA	AAA	▲ 11.5	68.1
ドイツ	Aaa	AAA	AAA	▲ 3.3	73.2
日本	Aa2	AAA	AA-	▲ 7.4	189.3
アメリカ	Aaa	AAA	AAA	▲ 11.2	83.9

（備考） データストリーム、欧州委員会、OECDより作成。

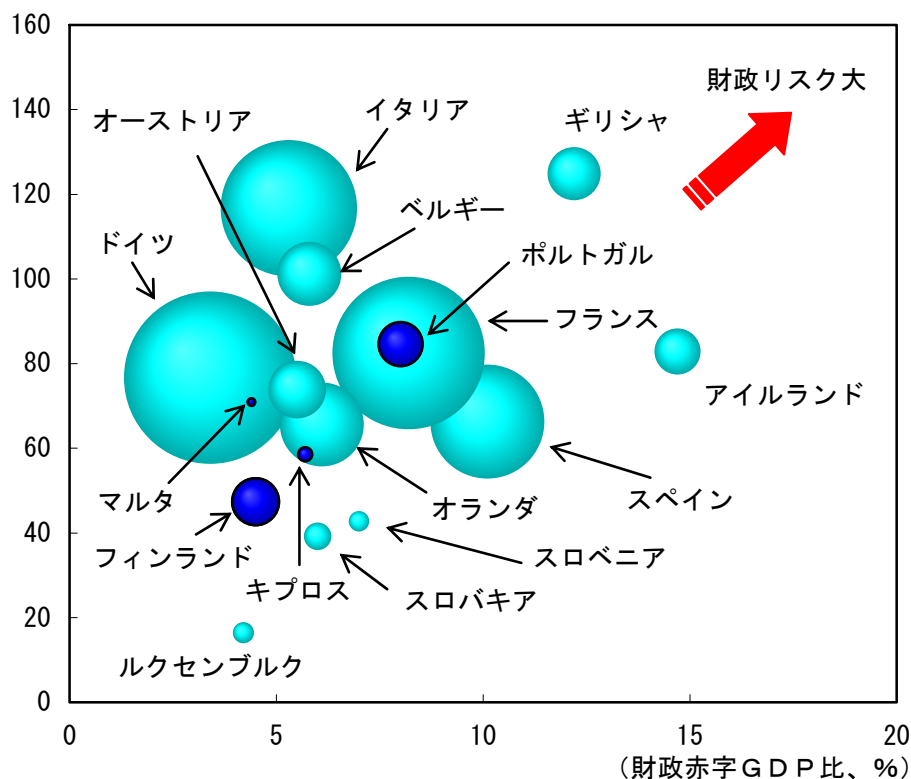
第1-4-33表 主要格付け機関による格付け

格付け	ムーディーズ	格付け	S & P	格付け	フィッチ
Aaa	アメリカ、 スペイン	AAA	アメリカ	AAA	アメリカ、 スペイン
Aa1	アイルランド（09年7月2日引下げ）	AA+	スペイン（09年1月19日引下げ）	AA+	
Aa2	日本（09年5月18日引上げ）、 イタリア、 ポルトガル	AA	日本、 アイルランド（09年3月30日AAAからAA+に引下げ、同年6月18日引下げ）	AA	
Aa3		AA-		AA-	日本、 ポルトガル（10年3月24日引下げ）、 アイルランド（09年4月8日AA+からAAに引下げ、同年11月4日引下げ）、 イタリア
A1		A+	イタリア	A+	
A2		A		A	
A3	ギリシャ（09年12月22日A1からA2に引下げ、10年4月22日引下げ）	A-	ポルトガル（09年1月21日引下げ）	A-	
Baa1		BBB+		BBB+	
Baa2		BBB		BBB	
Baa3		BBB-		BBB-	ギリシャ（09年10月22日A+からA-に引下げ、同年12月8日A-からBBB+に引下げ、10年4月9日引下げ）
投資 不適格 ↓	Ba1	BB+	ギリシャ（09年1月14日A+からA-に引下げ、12月16日A-からBBB+に引下げ、4月27日引下げ）	BB+	

（備考） 1. ブルームバーグより作成。
2. 自国通貨建て長期国債格付け。

第1-4-34図 ユーロ圏各国の財政状況（2010年）と経済規模

（一般政府債務残高GDP比、%）



- （備考） 1. 欧州委員会、ユーロスタットより作成。
 2. 財政データは10年のもの。
 3. 図中の円の大きさが経済規模を表す。

一方、こうした国々も、12年から14年にかけて財政赤字GDP比を3%以内にするという目標を掲げて、10年から財政再建に取り組んでいる。歳出面では、公務員の人件費の削減や医療・年金分野の歳出抑制、歳入面では、VAT（付加価値税）の税率の引上げが主な柱となっている（第1-4-35表）。

以下、ギリシャ以外のP I I G S諸国の財政状況とその背景について概観する（第1-4-36表）。

第1-4-35表 南欧諸国等の財政健全化に向けた主な取組

	財政収支実績 (2009年)	財政再建目標	歳出削減策	一般政府 歳出規模	歳入増加策
				(2009年)	
ポルトガル	▲9.4%	・10年に▲8.3%に引下げ ・13年には▲2.8%まで引下げ	・公務員人件費削減 ・社会保障費等の 伸び率の抑制	51.0%	・高額所得者への 課税強化
イタリア	▲5.3%	・10年に▲5.0%に引下げ ・12年には▲2.7%まで引下げ	・退職年齢引上げに よる公務員年金削減 ・保健医療費の効率化	51.9%	・租税回避防止の強化
アイルランド	▲14.3%	・10年に▲11.6%に引下げ ・14年には▲2.9%まで引下げ	・公務員人件費削減 ・公共投資の効率化	48.4%	・炭素税導入
ギリシャ	▲13.6%	・10年に▲8.7%に引下げ ・13年には▲2.0%まで引下げ	・公務員人件費削減 ・年金基金への補助金 削減	50.4%	・VATを19%→21%に 引上げ ・VATを21%→23%に 引上げ ・物品税引上げ
スペイン	▲11.2%	・10年に▲9.8%に引下げ ・13年には▲3.0%まで引下げ	・公務員人件費削減 ・公共投資削減	45.9%	・VATを16%→18%に 引上げ ・個人所得税の一部 税額控除廃止

- (備考) 1. ユーロスタット及び各国政府資料より作成。
2. 09年12月から10年5月にかけて各国政府が表明した財政再建計画。
3. 財政収支及び一般政府歳出規模はGDP比。
4. 日本の一般政府歳出規模は、41.6% (09年)。

(ア) ポルトガルの動向

ポルトガルでは、09年9月、総選挙が行われソクラテス首相率いる与党・社会党が政権を維持し、第一党の座は守ったが単独過半数ではなくなった。財政赤字削減を訴えた社会民主党は議席数を伸ばしたものの、社会党には及ばなかった。ポルトガルの財政赤字GDP比は大幅に拡大していたが、ソクラテス首相は就任演説の中で、景気刺激策として公共投資（リスボンの新空港、高速鉄道網、道路、病院等の整備）に向こう10年で600億ユーロを投じる計画を維持するとの方針を示した。市場では、国債利回りが上昇するなど、こうした歳出拡大の動きに対する懸念が生じた。

こうしたことから、09年12月、E C O F I Nはポルトガル政府に対し勧告を行い、10年に財政再建に着手し、過剰財政赤字を13年までに是正するよう要請した。これを受けて、10年1月、ポルトガル政府は10年度予算案を発表し、歳出削減を中心に財政再建を行い、10年に財政収支GDP比を09年の▲9.3%から▲8.3%に、13年には▲3%にまで削減するとした。さらに、ギリシャ財政危機を受けて、10年5月13日、ポルトガル政府は、財政再建計画を発表し、11年の財政収支GDP比を▲5.1%から▲4.6%まで削減するとしている。

第1-4-36表 欧州委員会による見通し

ポルトガル		単位：%		
	2009年	2010年	2011年	
実質GDP成長率	▲ 2.7	0.5	0.7	
一般政府財政収支GDP比	▲ 9.4	▲ 8.5	▲ 7.9	
一般政府債務残高GDP比	76.8	85.8	91.1	

アイルランド		単位：%		
	2009年	2010年	2011年	
実質GDP成長率	▲ 7.1	▲ 0.9	3.0	
一般政府財政収支GDP比	▲ 14.3	▲ 11.7	▲ 12.1	
一般政府債務残高GDP比	64.0	77.3	87.3	

イタリア		単位：%		
	2009年	2010年	2011年	
実質GDP成長率	▲ 5.0	0.8	1.4	
一般政府財政収支GDP比	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 5.0	
一般政府債務残高GDP比	115.8	118.2	118.9	

スペイン		単位：%		
	2009年	2010年	2011年	
実質GDP成長率	▲ 3.6	▲ 0.4	0.8	
一般政府財政収支GDP比	▲ 11.2	▲ 9.8	▲ 8.8	
一般政府債務残高GDP比	53.2	64.9	72.5	

- (備考) 1. 欧州委員会より作成。
 2. 11年の予測は、現在の政策に変更がなく、10年の一度限りの措置は継続されないという前提に基づいている。

(イ) イタリアの動向

イタリアは、金融危機後の景気対策の財源を既存予算の組替えに依存するなど、財政拡大に比較的慎重な姿勢を堅持している。10年1月、イタリア政府は、過剰財政赤字を12年までに是正すべきとのECOFINの勧告に沿って安定プログラムを提出し、10年に財政収支GDP比を09年の▲5.3%から▲5.0%に、12年には▲2.7%にまで削減するとしている。

(ウ) アイルランドの動向

アイルランドは住宅バブル崩壊の影響もあり、実体経済が著しく悪化した。このため、税収が落ち込むとともに、金融システム安定化策や景気刺激策を打ち出したため、財政赤字が拡大した。09年4月には、不良債権処理のためのバッドバンク設立を発表した。こうした財政拡大や偶発債務に対する懸念の高まりから、09年夏には、格付け各社によるアイルランド国債の格付けが相次いで引き下げられた。

09年12月、ギリシャ国債の格付けの引下げを契機に、アイルランドの財政についても市場で懸念が広がり、ドイツ国債利回りとのスプレッドが拡大したが、09年12月9日、公務員賃金の削減等40億ユーロ以上の歳出削減策を盛り込んだ10年予算が発表されると、国債利回り上昇は一服した。同時に、アイルランド政府は、14年までに過剰財政赤字を是正すべきとのE C O F I Nの勧告に沿って、10年に財政収支G D P比を09年の▲11.7%から▲11.6%に、14年には▲2.9%にまで削減するとの安定プログラムを提出している。

(エ) スペインの動向

スペイン経済は、住宅バブル崩壊の影響もあり、失業率が20%近傍まで上昇するなど实体经济の悪化が著しいことから、政府は大規模な景気対策を打ち出し、結果として財政赤字は大幅に拡大した。このため、10年予算案では、増税を中心に財政健全化を目指すこととしている。具体的には、10年7月1日からV A Tの税率を16%から18%に引き上げるとともに、景気対策として導入した個人所得税の一律400ユーロ減税の廃止、預貯金利子所得への課税税率引上げ等を行うこととした。なお、09年6月にはこれに先行してタバコ・燃料税の引上げを実施している。

また、10年2月、過剰財政赤字を13年までに是正すべきとのE C O F I Nの勧告を踏まえ、10年に財政収支G D P比を09年の▲11.2%から▲8.3%に、13年には▲3.0%にまで削減する安定プログラムを提出している。

さらに、5月12日、ギリシャ財政危機を受けて、スペイン政府は、公務員賃金を10年は5%削減し、11年は伸びを凍結することに加え、年金支給額の物価スライドの凍結、O D A及び公共投資の削減を内容とする新たな財政再建計画を公表した。

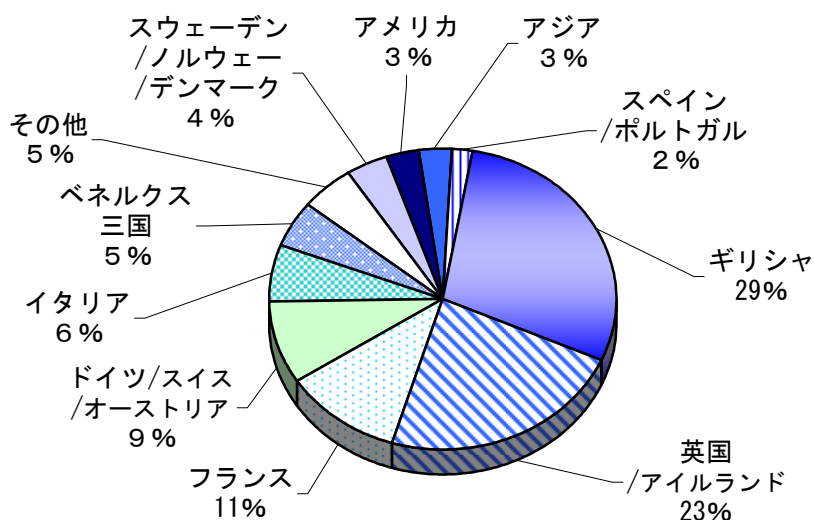
以上のように、P I I G S諸国と呼ばれる国々は、既にE C O F I Nの勧告に沿って財政再建への取組に着手している。しかしながら、10年春にギリシャ財政危機が深刻化するにつれて、これらの国々の財政の持続可能性について市場の懸念が高まっており、7,500億ユーロの欧州金融安定化メカニズムが表明された後いったん低下した国債利回りも、再び上昇している。10年5月、E C O F I Nは、スペインとポルトガルについて、更なる財政再建計画の提出を求めるなど、財政再建の取組強化を一層強く要請している。スペインの失業率が20%近傍に上昇するなど、これらの国々の实体经济の悪化が深刻な中で、信頼できる財政再建策、すなわち政治、社会的にも実現可能でかつ有効な財政再建策をどこまで打ち出せるのか、引き続き慎重にその推移を見極める必要がある。

(ii) 金融システムを通じた影響

今回のギリシャ財政危機においては、主要国の株価が急落し、ヨーロッパの銀行間金利が上昇するなど、ヨーロッパを中心に国際金融市場が大きく動揺している。なぜ、このように大きな動揺を招いたのであろうか。

まずギリシャ国債の保有主体をみると、そのほとんどは欧州である（第1-4-37図）。ギリシャ国内での保有が3割となっており、英国、フランス、次いでドイツ等で多く保有されている。アメリカや、日本を含むアジアの投資家による保有は、それぞれ3%ずつと比較的小さい。

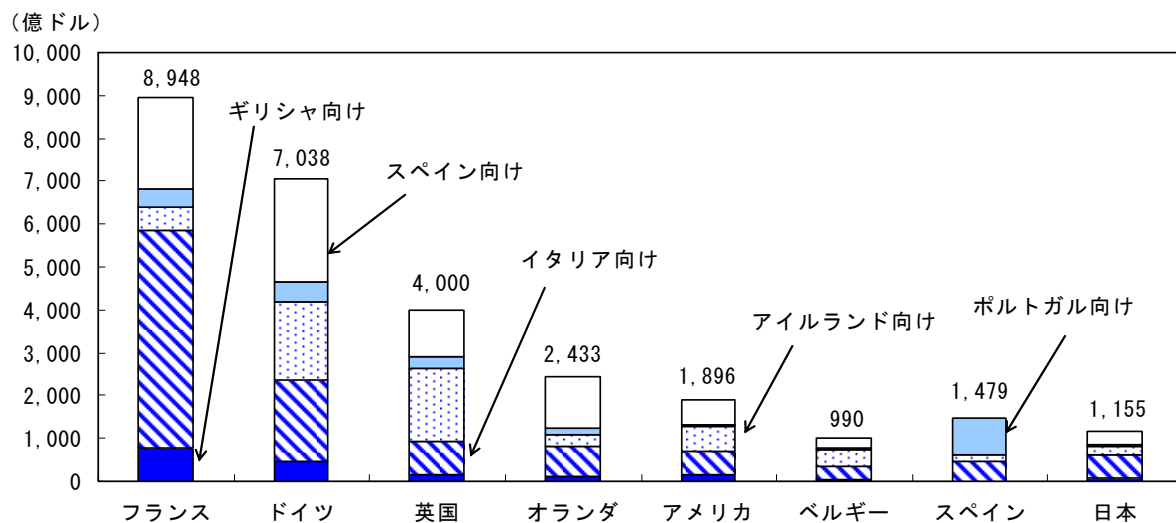
第1-4-37図 ギリシャ国債の保有主体（10年4月）



- (備考) 1. ギリシャ国債管理庁より作成。
2. ベネルクス三国とは、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクのこと。

次に、金融機関の貸出動向についてみると、ギリシャ向けの与信は、フランス及びドイツの金融機関に集中しており、それぞれ788億ドル、450億ドル保有している（第1-4-38図）。また、P I I G S 諸国向け与信の合計もフランス及びドイツの銀行が突出して多く、フランスの金融機関の対外与信残高の4分の1、ドイツについては5分の1がこれらの諸国向けの債権となっている。なお、これらの債権には民間企業向けの債権も多く含まれており、国債の信用力が個別企業の債権に直接影響するとは限らないが、各国とも景気の足取りが弱い中で市場の信認を得るため相当規模の財政再建を進めることから、景気に追加の下押し圧力が加わり、結局、個別企業の信用状況にも影響があるものと考えられる。

第1-4-38図 主要国金融機関の南欧諸国等への与信残高



(億ドル)

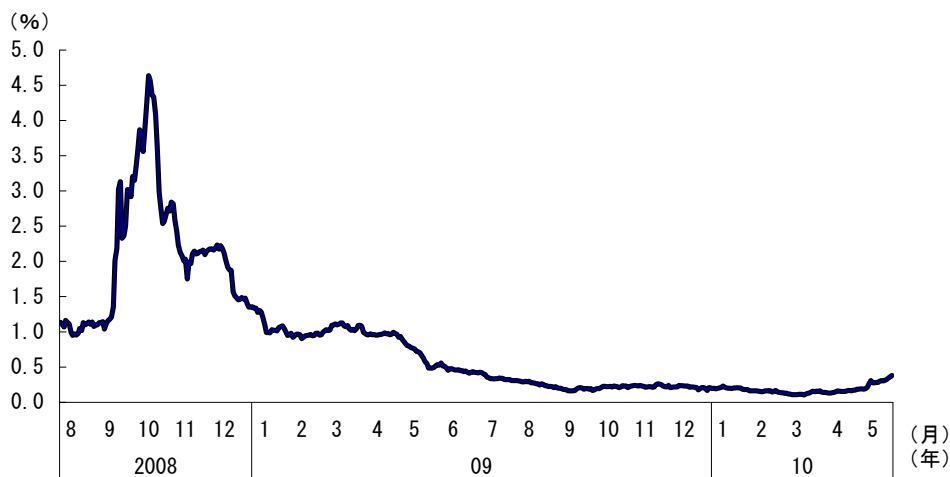
	フランス	ドイツ	英国	オランダ	アメリカ	ベルギー	スペイン	日本
ポルトガル向け	449	474	256	141	47	32	850	43
イタリア向け	5,078	1,897	765	691	532	298	472	544
アイルランド向け	521	1,838	1,727	282	571	408	146	217
ギリシャ向け	788	450	154	122	166	38	12	67
スペイン向け	2,112	2,380	1,100	1,197	580	215	-	284
合計	8,948	7,038	4,000	2,433	1,896	990	1,479	1,155
与信残高全体に占める ギリシャの割合 (%)	2.1	1.4	0.4	0.8	0.7	0.9	0.1	0.3
与信残高全体に占める P I I G S 諸国等の割合 (%)	24.3	21.6	11.2	15.5	7.7	23.0	10.9	5.1

(備考) 1. B I Sより作成。
2. 2009年12月末時点。

このため、09年12月以降、ギリシャを始めとするP I I G S諸国の国債価格の下落(利回りの上昇)により、これらの資産を保有するP I I G S諸国の金融機関に加え、フランスやドイツ等他の国々の金融機関も保有する資産の劣化により損失が拡大する可能性があることが市場で懸念されるようになった。こうした懸念は、特に、10年5月のギリシャ財政危機の深刻化の中で強まり、ヨーロッパの金融株が下落したり、銀行間でも、お互いの経営状況に対する不信からカウンターパーティ・リスクが高まりL I B O Rのドル調達金利が上昇するなどの現象がみられ、08年9月、リーマン・ショック直後、事実上金融市場が機能不全に陥った事態を想起させた。F R Bは、E C B等とドルスワップの協定を再び締結していることもあり、L I B O Rのドル調達金利の水準は上昇したものの、アメリカ国債(3か月物)の利回りとの差を表すT E Dスプレッドをみると0.23ベーシス程度と、リーマン・ショック後に比べれば低い水準である(第1-4-39図)。

ヨーロッパの金融機関の多くは、既に世界金融危機による不良債権の発生でバランス・シートが劣化しており、ほぼ6割が損失処理されたとはいえ、不良債権の処理がアメリカに比べるとなお遅れている²⁰。ギリシャ財政危機やP I I G S諸国へのコンテイジョンにより、更に資産内容の劣化が進み、経営状況が一段と悪化した場合には、ヨーロッパの金融システム全体に係るシステムック・リスクに発展しかねない。ギリシャ財政危機については、他のP I I G S諸国へのコンテイジョンに加え、こうした金融システムを通じたコンテイジョンがユーロ圏全体を揺るがす、より重要なリスクとなっている。

第1-4-39図 TEDスプレッド



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. TEDスプレッドはカウンター・パーティ・リスクや流動性リスクを表す。
 「LIBORユーロドル金利(3か月) - アメリカ国債(3か月物)」

²⁰ IMF (2010a)