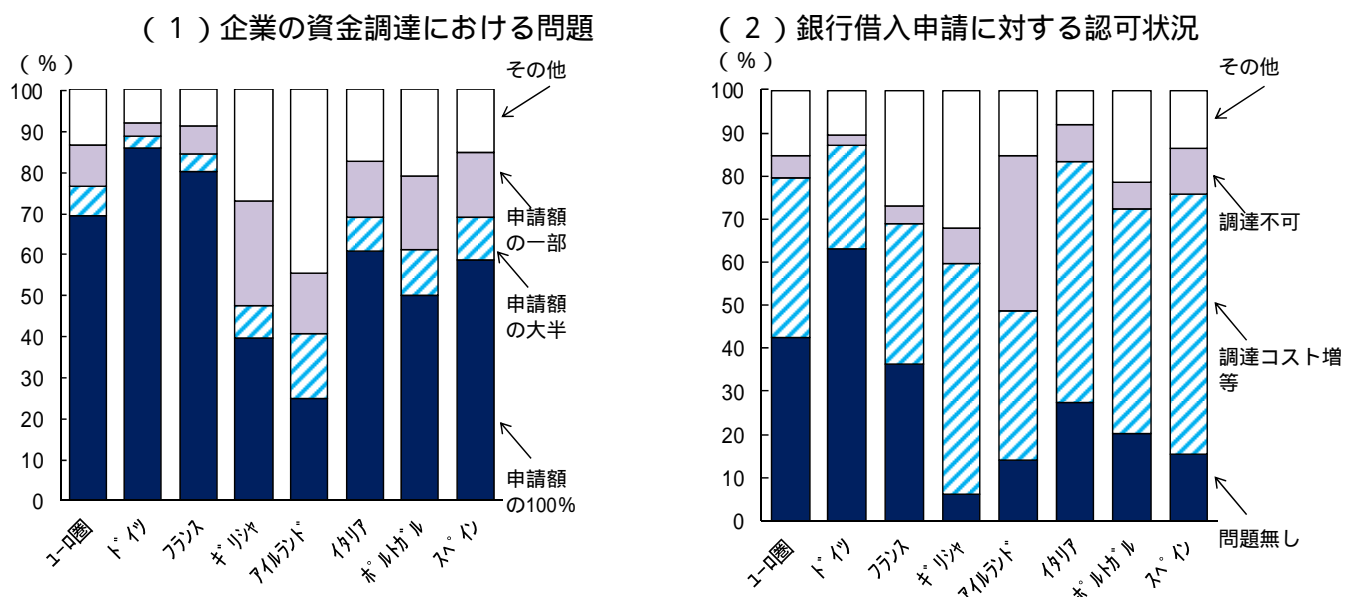


いが、南欧諸国等においては、銀行に借入申請をしても申請額を満額受け取ることできた企業は限られていた（第2-1-22図（2））。

以上を踏まえると、11年末にかけて企業の資金調達環境の悪化度合いはドイツで相対的に堅調であったが、南欧諸国等では悪化していたと考えられる。その結果、企業の倒産や投資手控え等、これらの国々の実体経済へ悪影響を及ぼした可能性は否定できない。

第2-1-22図 企業の銀行貸出状況：資金調達や申請認可の状況は国ごとにバラつき



(備考) 1. 欧州中央銀行より作成。
 2. 2011年上半年調査(調査期間は8月22日～10月7日)の結果。
 3. 調達コスト増等は、金利引上げ及び担保不足と回答した割合の合計。
 4. その他には未回答も含まれる。

(備考) 1. 欧州中央銀行より作成。
 2. 2011年上半年調査(調査期間は8月22日～10月7日)の結果。
 3. その他には貸出拒否のほか未回答も含まれる。

12年に入り、ECBの3年物資金供給オペの影響もあって、インターバンク市場金利が低下するなど、銀行の資金調達環境は改善の動きがみられる。ECBの調査でも、12年1～3月期には資金調達環境が改善し、銀行の貸出条件も厳格化の度合いが低下している（前掲第2-1-21図（1））。4～6月期もおおむねその傾向が続くと予測されている。

しかし、必ずしも持続可能ではないECBからの資金供給オペへの依存度が高いということは、依然として銀行が市場から資金調達をすることが困難であることを意味する（後掲第2-1-49図）。このように持続可能性の低いオペに依存した資金調達構造から脱却する方策を含め、金融市場の動向には引き続き注意が必要である。

2. 欧州政府債務危機の現状と取組

ヨーロッパ各国は、財政の持続可能性を向上させるために、財政赤字の削減や財政規

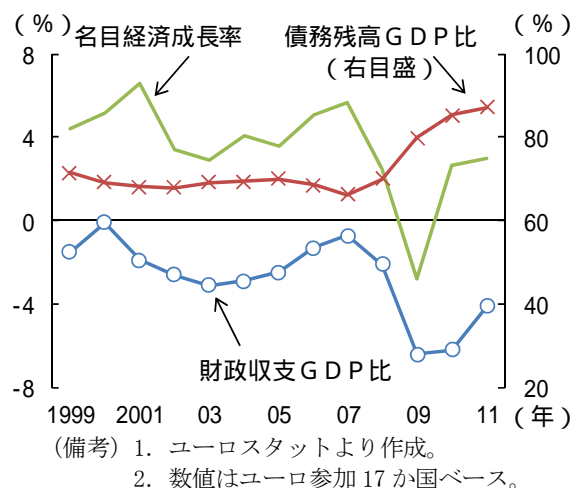
律の強化に取り組んでいる。以下では、ヨーロッパ各国による財政再建の現状と取組を概観した後に、特にEU・IMF等から支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの財政の持続可能性について検証する。また、欧州政府債務危機において、中央銀行が果たす役割についてみていく。

(1) 各国による財政再建の現状と取組

(i) ばらつく財政再建状況

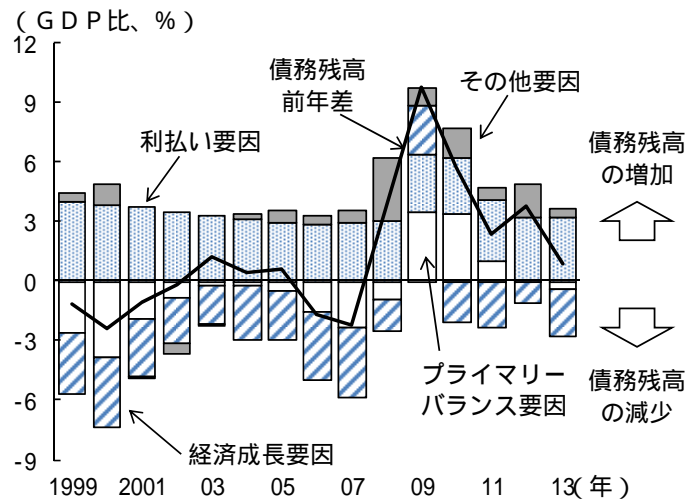
ユーロ圏全体の財政状況をみると、財政収支GDP比では、世界金融危機の発生後、2009年に大幅に悪化した後、実質経済成長率の上昇とともに、財政収支の赤字幅は縮小している。しかし、依然として財政赤字状態であること等から、債務残高GDP比は増加し続けており、11年末は87.2%と過去最高値を更新している（第2-1-23図）。

第2-1-23図 ユーロ圏における財政状況：債務残高GDPは増加



債務残高GDP比の推移をみると、2008年から大きく増加している。この背景には、第一に、景気後退に伴う税収の減少や、景気対策等に伴う支出の増加等により、プライマリーバランスが大きく悪化したことが挙げられる。第二に、利払いは、おおむね3～4%程度の押し上げ要因となっており、債務残高における最大の増加要因となっている。そのため、債務残高を減少するためには、利払い負担の改善が重要である。一方で、経済成長要因は、09年を除き債務残高の減少に寄与している（第2-1-24図）。

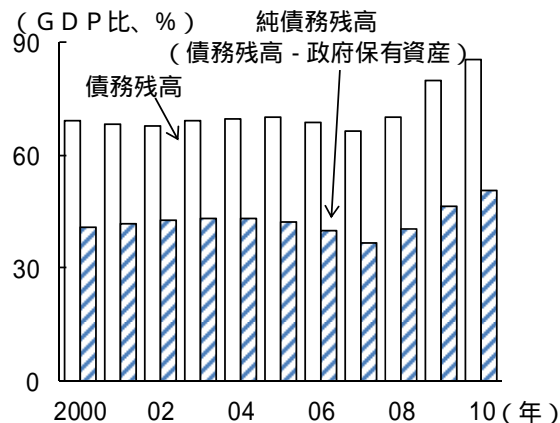
第2-1-24図 債務残高の要因分解：利払い要因が債務残高の増加に寄与



(備考) 1. ユーロスタット、欧州委員会により作成。
2. 2012～13年は欧州委員会春季見通しの数値。
3. 「その他要因」は、ストックとフローの調整等によるもの。

なお、政府債務に対する支払い能力を考えるために、政府が保有する資産を債務残高から除いた純債務残高をみると、ユーロ参加国では、10年でGDP比34.4%の政府資産を保有している。ユーロ発足以来、一般政府の保有資産はGDP比でおおむね30%の水準を維持していることから、純債務残高GDP比ベースでみると50%台にとどまる。ただし、政府資産は通貨や預金といった流動性が高い資産だけで構成されているわけではなく、さらに、07年以降、純債務残高GDP比ベースでも悪化が続いている（第2-1-25図）。

第2-1-25図 純債務残高：純債務残高も悪化



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. ユーロ参加17か国ベース。

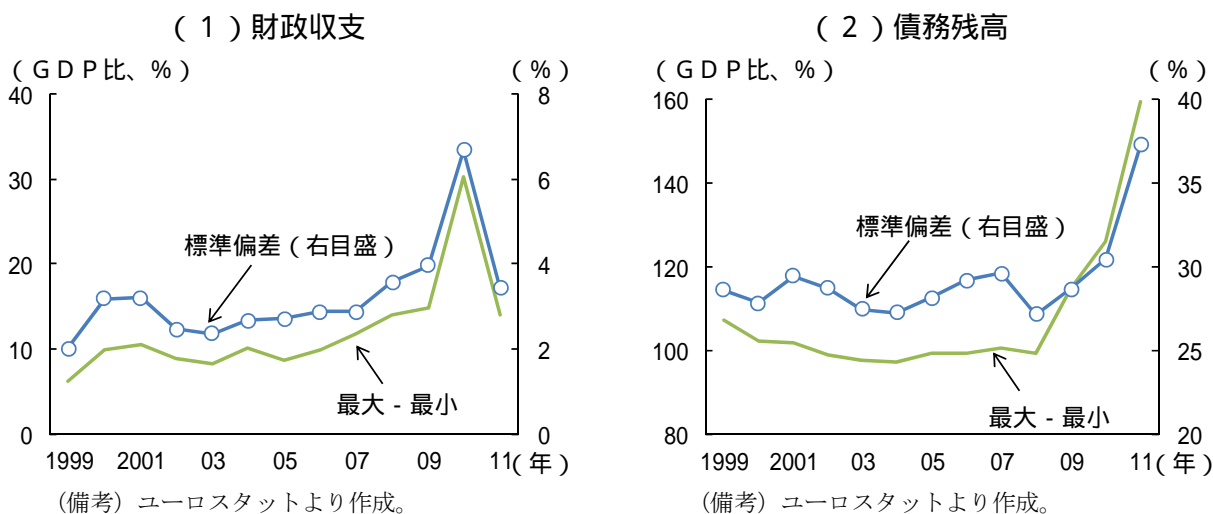
ユーロ圏全体では、08年以降、債務残高が増加しているが、さらに国ごとにみると財

政状況は、ばらつきがみられる（第2-1-26図）。

11年の財政赤字GDP比についてみると、キプロスとスロベニアを除いた15か国では、10年と比べて財政赤字GDPは改善している。国別にみると、ドイツやフィンランド等では、安定成長協定の基準である3%を下回っており財政状況は良好となっている。一方で、アイルランドやギリシャでは、安定成長協定を大幅に上回る状況となっている。

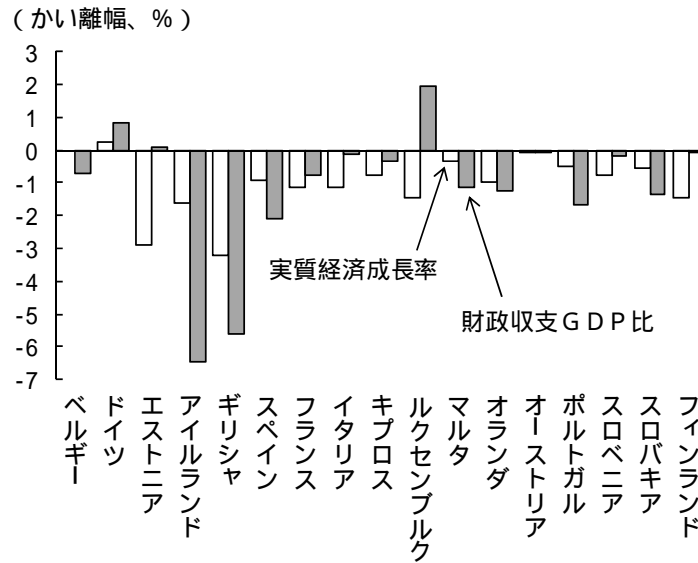
また、債務残高GDP比を国別にみると、フィンランドやルクセンブルクといった5か国では、安定成長協定の基準である60%を下回っている。一方で、スペインを除く南欧諸国等では100%を超えており、財政状況は大幅に悪化している。

第2-1-26図 財政状況のばらつき：債務残高のばらつきは拡大



このように債務残高が増加している要因を考えるために、ユーロ参加国における財政再建の進捗状況を見ると、ほとんどの国で政府が提出した財政収支GDP比の数値目標を達成できていない状態であり、実質経済成長率も見通しを達成することができていない（第2-1-27図）。そのため、一部の国では、財政収支GDP比や実質経済成長率といった数値目標ないし見通しを引き下げることとなった。こうした目標の引下げは、各国政府における財政の持続可能性に対する市場の懸念につながり、国債利回りやソブリンCDSプレミアムの上昇等の要因になったと考えられる。

第2-1-27図 財政再建目標の達成状況（07～11年平均）：ほとんどの国で達成できず



(備考) 1. ユーロスタット、欧州委員会より作成。
 2. かい離幅は、実績－見通しの数値。
 3. 見通しは、ユーロ参加国の政府が欧州委員会に提出した安定プログラムの数値。

(ii) 財政規律の強化

欧州政府債務危機を契機に、EMU（経済通貨同盟）の経済ガバナンスは重大な欠陥があることが改めて浮き彫りにされた。EUでは財政政策が各国の主権にゆだねられているが、単一通貨ユーロの信認にとっては財政規律の遵守が重要である。そこで、「安定成長協定」等の財政規律が設けられていたのであるが、実際にはそれを遵守させるメカニズムが不十分であり、結果として多くのユーロ参加国で財政状況が著しく悪化することとなった。

そのため、EU各国政府は、財政再建を進める一方で、EU全体としての経済ガバナンスを向上させるために、財政規律強化のための政策決定を行っている（第2-1-28表）。例えば、これまでの財政ルールであった「安定成長協定」を改正し、財政規律を遵守できない場合に自動的に制裁の発動を可能とするとともに、いわゆる財政協定条約（Treaty on Stability, Coordination and Governance in the economic and monetary Union）の制定に合意した。

第2-1-28表 EUにおける財政規律強化の取組（概要）

（ア）安定成長協定の改正や財政協定条約の制定による経済財政政策の監視

（１）安定成長協定（SGP）の改正による予防措置の強化、（２）安定成長協定（SGP）の改正による是正措置の強化、（３）政府予算フレームワークの必要最低条件を確保、（４）マクロ経済と競争力インバランスの予防及び是正。また、意思決定に逆特定多数決を導入することで、予防措置・是正措置の発動を自動化

（イ）ユーロ圏の予算監視を欧州委員会が提案

全てのユーロ圏、特に金融不安定が深刻なリスクとなっている国々ないし金融支援プログラム下にある国々における予算プロセスの協調及び監視の強化に関する規則を提案

（ウ）安定債（いわゆる「ユーロ共同債」）のグリーンペーパー（政策提案書）を欧州委員会が作成

（エ）11年上半期から欧州セメスター⁶の開始

（オ）経済政策における重点分野として「ユーロプラス協定⁷」を策定

（カ）「EU2020戦略」の策定

（キ）EFSF（European Financial Stability Facility）やESM（European Stability Mechanism）といった安定メカニズムの策定、強化

次に、これまでのユーロ参加国による財政数値目標の達成状況をみている。

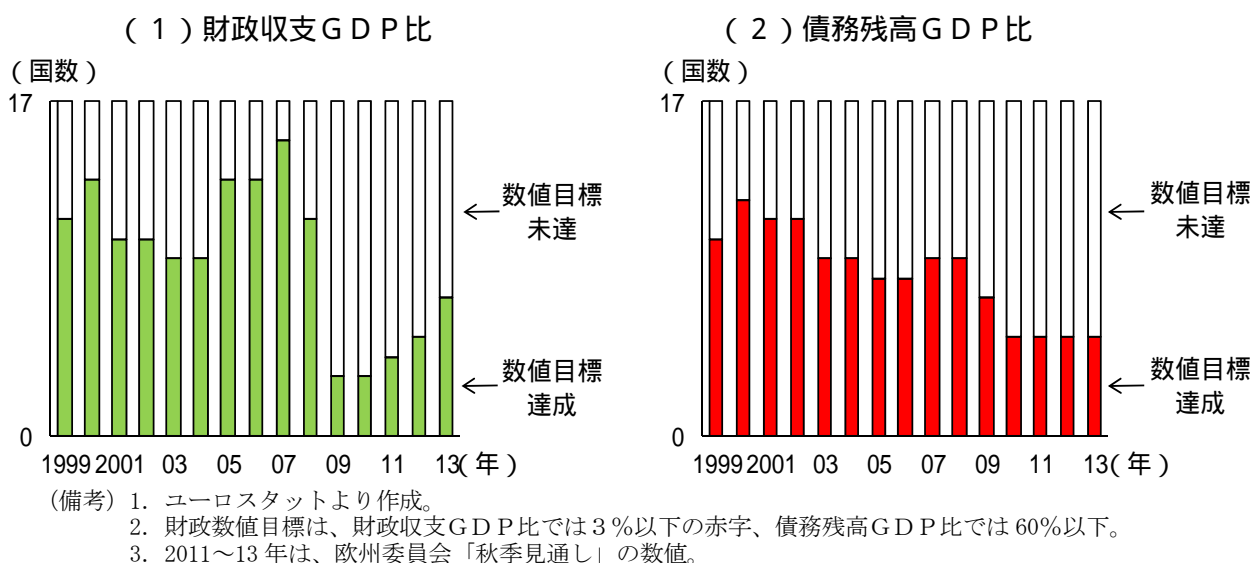
改正前の「安定成長協定」では、財政規律の遵守を評価する基準として財政収支赤字3%以下や債務残高比率60%以下といった財政数値目標に設定されていたが、世界金融危機発生後から、数値目標を達成出来ない国数が大きく増加することとなった（第2-1-29図）。財政収支ベースでみると、09年前は10か国以上が財政数値目標を達成したが、それ以降では、財政数値目標を達成出来ている国数は3か国にまで大きく減少した。国別にみると、ユーロの発足以降、ルクセンブルクやフィンランドでは、財政赤字GDP比、債務残高GDP比ともに、毎年目標の達成ができていた一方で、ギリシャでは財政目標を一度も達成できなかったことがないなど、財政目標の達成度に、ばらつきがみられる。

経済ガバナンスが強化される12年以降の見通しについてみると、財政収支は数値目標を達成できるとしている国数が増加している一方で、債務残高の数値目標を達成できるとしている国数は横ばいとなっている。

⁶ 「欧州セメスター」とは、EU加盟国の経済政策及び予算に対する事前評価制度であり、毎年前半6か月に実施。

⁷ 「ユーロプラス協定」とは、競争力と収れんに関する経済政策の協調強化を目標とした協定。参加国の首脳レベルで合意した共通目標を、参加国がそれぞれの政策の組み合わせにより実施。

第2-1-29図 財政数値目標の達成状況



財政の持続可能性に対する市場の懸念を解消するためには、上記のような数値目標に沿った財政再建の実現が必要不可欠である。そのため、財政規律違反に対する制裁の発動といった政策手段を用いて財政規律を遵守させつつ、同時に経済成長を促進させるという難しい政策運営を、どのように実現するかがポイントになると考えられる。

(iii) ヨーロッパ主要国の財政再建に向けた取組への期待

ここでは、ユーロ圏主要国の11年の財政状況や財政再建に向けた取組についてみていく。

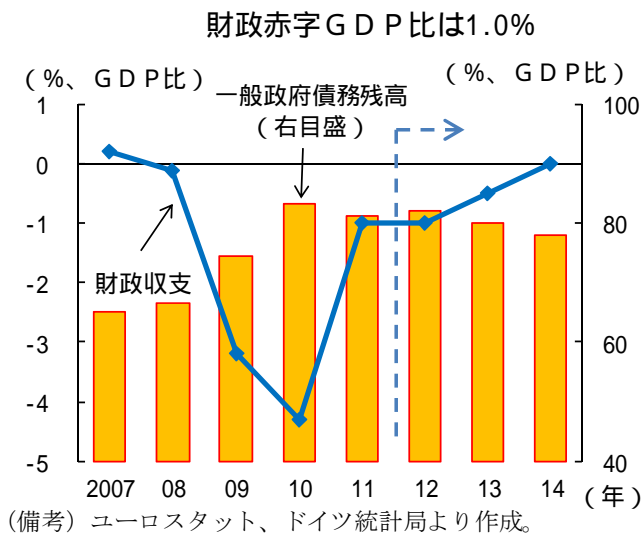
ドイツでは、11年の前半に航空課税、核燃料税の導入による歳入強化や診療報酬の制限等による公的医療保険の赤字削減、徴兵制の廃止に伴う国防費の抑制が行われた。加えて、11年前半の好景気による税収増や失業者数の減少によって社会保障給付が抑えられたこともあり、11年の財政赤字GDP比は「安定成長協定」の基準となる3%を下回る1.0%となった(第2-1-30図)。また、ドイツが主として財政状況の測定指標に用いる構造的財政赤字も当初10年夏頃に策定した目標である1.89%を大きく下回り0.7%となっている(第2-1-31図)。

12年3月末に公表された13年予算案の基礎資料である「中期財政計画⁸(2013~16年)」によると、今後、歳出規模を12年と比べ若干下回る額に抑えながら、16年までに前年比1.6%程度の実質経済成長率が継続することによる歳入増を見込んで、16年に財政収支を

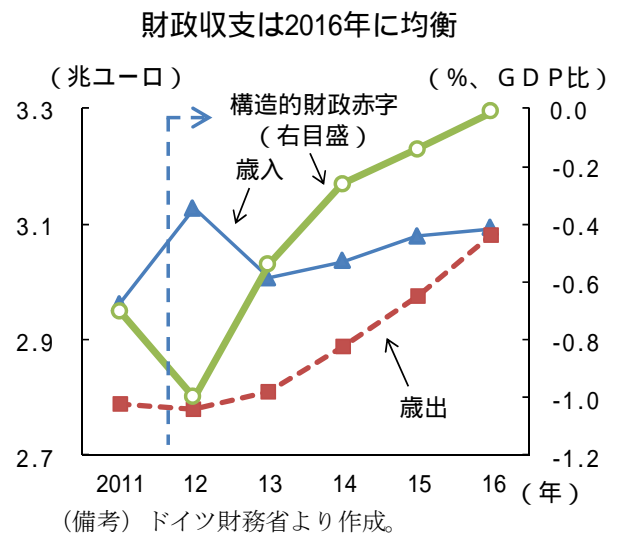
⁸ 1967年に成立した経済安定成長協定促進法に基づいて導入された5か年の中期財政計画。連邦・州政府ともに、毎年作成することが義務付けられており、予算案提出時に議会に提出される。財政収支見通しを示し、財政再建への取組を明確にした上で、それを実施するための具体的な各種施策を政策パッケージとして策定し、実施するというのがドイツにおける財政再建手法の具体的なスタイルとなっている。

均衡させることとしている（再掲第2-1-31図）。また、構造的財政赤字は14年に連邦共和国基本法⁹に規定された0.35%¹⁰を下回り、同じく16年に収支均衡の達成を見込んでいる。景気の回復による税の自然増収に依存した財政計画であるとの見方もあるが、10年と11年に3%を上回る実質経済成長を続けたドイツでは十分達成可能な目標とみられる。

第2-1-30図 ドイツの財政状況：



第2-1-31図 ドイツ連邦政府の中期財政計画 (2013~16年)：



フランスについても、11年の財政赤字は累次の追加緊縮策の効果もあって当初目標を上回る水準を達成するなど、その進捗もおおむね順調である（第2-1-32図）。

5月に行われたフランス大統領選の結果、財政再建に加えて成長も重視する¹¹ オランダ大統領が就任したが、財政再建に対する手法こそ違うものの¹²、13年までに財政赤字を3%以内に収めるという目標は堅持する見込みである。

また、オランダ大統領は就任にあたって、12年1月に英国とチェコを除くEU25か国で合意された財政協定条約について、財政緊縮策に偏りすぎているとして成長も重視した内容とするよう求めており、市場の中には欧州各国の足並みの乱れや財政再建の進捗に対する市場の懸念する向きもある。しかしながら、就任直後に行われた独仏首脳会談

⁹ ドイツにおける憲法のこと。

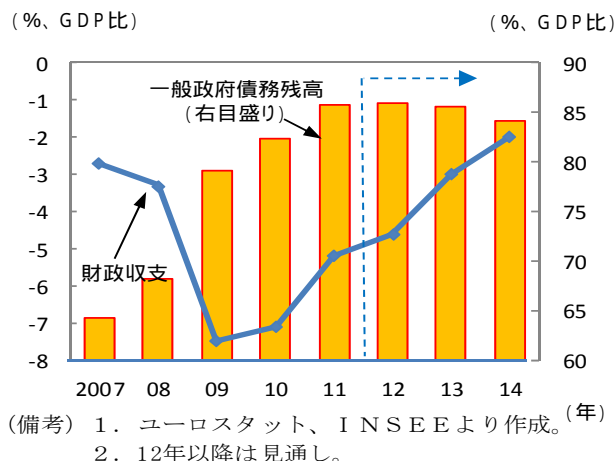
¹⁰ 平時の経済状況の場合は、財政収支を均衡させることを09年8月の基本法改正で規定した。ただし、構造的財政赤字を名目GDPの0.35%まで許容するとともに、景気変動が予算に与える影響についても考慮するよう併せて規定。また、自然災害や緊急非常事態による特例規定もある。16年から適用。

¹¹ オランダ大統領は、中小企業融資を目的とした公共投資銀行の設立や中小零細企業のための優遇税率の適用（大企業35%、中小企業30%、零細企業15%）、15万人の雇用創出（教育分野での雇用を5年間で6万人創出等）等の成長戦略を打ち出している。

¹² 財政再建に向けた具体的な政策として、富裕層への課税強化（年間15万ユーロ以上の所得を持つ者に対し、所得税を45パーセント強化）や金融取引税の導入、税金の抜穴対策の強化等を挙げている。

では、ドイツが財政規律を堅持しつつ、財政と成長の両立に向けて独仏間で引続き協議していく方向で一致しており、ただちに両国の関係が市場に大きな与えるようなメッセージとはなっていない。

第2-1-32図 フランスの財政状況



イタリアとスペインでは、昨年の11年11月と12月にそれぞれ発足した新政権が財政再建策を矢継ぎ早に実施している。

2000年以降、債務残高GDP比が100%を上回る高水準で推移してきたイタリアでは、前政権が11年7月と9月に打ち出したVATの引上げ等を含む総額約280~600億ユーロ規模¹³の財政再建策に加え、11年11月に発足したモンティ政権が翌12月に総額約200億ユーロ規模¹⁴の財政再建策を実施している。こうした取組が功を奏し、11年の財政赤字GDP比は3.9%と当初目標をほぼ達成し、基礎的財政収支GDP比も1.0%の黒字となった(第2-1-33(1)図)。ただし、イタリア政府が12年4月に発表した「経済財政ドキュメント2012」¹⁵は、11年12月以降の景気下振れを理由に、「13年に財政収支をほぼ均衡させる」という当初の財政目標を事実上後ろ倒しする内容となっており、依然として同国財政の先行きに対する不透明感が残っていることを示している。

なお、昨年の11年11月から12年初にかけて、一時、いわゆる「危険水域」とされる7%¹⁶を上回っていた同国の10年物国債利回りは、これまでの政府の取組やECBによる流

¹³ 11年7月と9月の財政再建策の合計額。財政再建見込額は、2012年は282億ユーロ、13年は542億ユーロ、14年は598億ユーロ(「Economic and Financial Document 2012(DEF)」参照)。いずれもネットの金額規模。

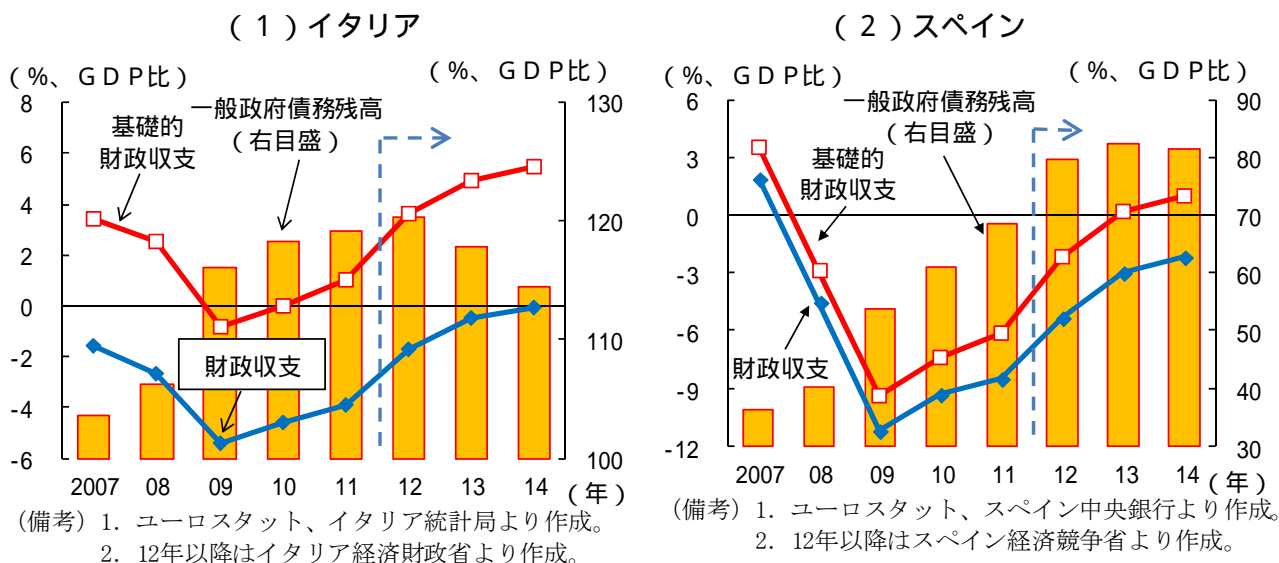
¹⁴ 財政再建見込額は、2012年は202億ユーロ、13年は213億ユーロ、14年は214億ユーロ。ネットの金額規模。

¹⁵ 「Economic and Financial Document 2012(DEF)」。欧州各国が毎年欧州委員会等へ提出する「安定プログラム」等の内容やイタリアの財政状況に関する同国政府の分析内容等で構成されている。12年4月18日にイタリア政府が決定。

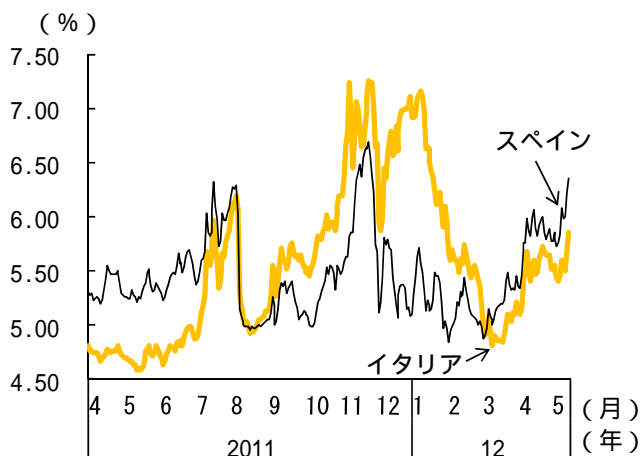
¹⁶ 被支援国であるギリシャやポルトガル等は国債利回りが7%を超えた頃から利回り上昇に弾みがつき、EU等からの支援を受け入れることとなった。こうした経緯から7%を財政支援が必要となる1つのベンチマークと考える市場関係者もいる。

動性供給もあり、5月半ば現在、5%後半で推移している（第2-1-34図）。

第2-1-33図 イタリアとスペインの財政状況：厳しい財政再建が続く両国



第2-1-34図 イタリアとスペインの10年債利回り：6%を超えるスペイン国債利回り



一方、07年までの3年間に財政収支黒字が続いていたスペインでは、住宅バブル崩壊の後遺症による国内経済の低迷から、税収が伸び悩むとともに失業者数の増加に伴う公的給付の増加等が中央・地方政府の財政に重くのしかかり、11年の財政赤字は当初の目標から大きく下振れ¹⁷した（再掲第2-1-33（2）図）。11年12月に発足したラホイ政権は13年に財政赤字GDP比3%以下とする目標を堅持するため、11年12月末に約150億ユーロ規模の財政再建策を打ち出した。また、12年4月に発表した12年予算案¹⁸の中に273億

¹⁷ 12年2月、スペイン政府は2011年の財政赤字が当初目標のGDP比6.0%から下振れし、同8.5%になったと発表。5月、スペイン財務省は自治州の修正申告を受け、11年の財政赤字は8.9%へ拡大したと発表した。

¹⁸ スペインは2012年1月から補正予算を執行している状況にある。

ユーロの財政赤字削減を盛り込むとともに、悪化の続く地方財政再建のため教育・医療分野¹⁹における約100億ユーロ規模の歳出削減策を打ち出している。しかし、11年の財政赤字下振れに伴い、スペイン政府は12年の財政赤字GDP比目標値を当初の4.4%から同5.3%へ下方修正し、債務残高GDP比の見込値は11年末の68.5%から12年末は79.8%になると発表した。この結果、スペインの財政に対する市場の不安が高まり、さらに不良債権比率の上昇等を背景とした金融機関の健全性に対する懸念も相まって、11年8月からイタリアを下回っていたスペインの10年物国債利回りは、12年3月にイタリアを上回り、5月半ば現在、6%台で推移している（再掲第2-1-34図）。

イタリアとスペインは、財政再建だけでなく、規制改革や労働市場改革、金融セクター改革を通じ、経済成長の阻害要因を取り除き、潜在成長率を押し上げるための構造改革にも着手している（第2-1-35表）。ただし、こうした施策は、項目によって短期的には経済の更なる下押し要因になる可能性もあることに留意が必要である。

両国の財政再建の帰趨を見極めるには、構造改革の成果が経済成長にどの程度結びついていくかがポイントになる。

第2-1-35表 フランス、イタリア、スペインの主な財政再建策等

		フランス	イタリア	スペイン
財 政 再 建 策	歳 入 強 化	(12年2月8日閣議承認) 【税制】 ・付加価値税率の標準税率を19.6%から1.6ポイント引上げ ・財政再建への公平なシェアを求める目的で金融取引税を導入	(11年12月4日閣議承認) 【税制】 ・前政権で撤廃された固定資産税の再導入 ・(必要な場合に限り)2012年9月から付加価値税の税率を2%ポイント引上げ(14年1月から、さらに各0.5%増) ・高級車、船舶、自家用飛行機等の贅沢品に対する新税の導入 【脱税対策】 ・1,000ユーロを超すキャッシュ取引禁止	(11年12月30日閣議承認) 【税制】 ・法人税の納付前倒し(大企業) ・個人所得税の累進階層を時限引上げ(2年のみ) ・固定資産税の時限引上げ(2年のみ) 【脱税対策】 ・脱税の取り締まり強化
	歳 出 削 減		・州の議員数、職員数の削減 ・地方政府の機能縮小(県の執行機関である理事会の廃止等) 【年金改革】 ・2012年から、退職時の給与ではなく、年金制度への拠出額に基づいて年金額を算出 ・各種年金制度(「勤労年金」、「老齢年金」)の支給開始年齢引上げ	・公務員給与引上げの凍結や勤務時間延長(週37.5時間へ) ・政党助成金の削減(20%) ・国営放送、国鉄予算の削減 ・研究開発援助等の削減 ・介護保険の新規適用を一時停止(13年再開) ・若年者向け家賃補助の廃止 ・自治体への特別交付金廃止 (12年4月20日閣議承認) ・医療、教育分野での歳出削減

¹⁹ 教育・医療分野の予算権限は17自治州にある。

労働市場改革		<p>(12年3月23日閣議承認)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済的理由での従業員解雇を容易にする(解雇余地の拡大) ・共働き夫婦支援(女性の労働参加率向上策、男性の育児休暇制度の義務化) ・高齢労働者の早期退職のための法的枠組みの作成(雇用者のコスト負担削減) ・失業保険制度の統一・拡充 	<p>(12年2月10日閣議承認)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「一時雇用機関(Temporary Employment Agencies)」に職業を斡旋する権限を付与 ・従業員50人以下の中小企業及び個人事業者が正規雇用した場合の税額控除や助成金(30歳以下は3,600ユーロ、45歳以上の場合は4,500ユーロ)。 ・一時的雇用契約を1か月ごとに24か月連続で行うことを制限 ・在宅勤務のための規定を設置 ・専門的職業分類を変更し、国境を越えた労働移動の柔軟性を促進 ・団体交渉の近代化・合理化(賃金交渉は業界や地域単位でなく企業単位で行うことを優先) ・雇用契約の取り消し事由の明確化 ・期間が不明確な正規雇用契約を解除した場合の退職手当の上限引下げ(これまで勤続期間1年につき45日分の給与が支払われていた退職手当を最高33日分とする等) ・30歳までに受け取る失業給付を100%資本金として専門的活動を開始することを認める
その他の構造改革	<p>(12年2月8日閣議承認)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・企業の競争力強化や資金調達の改善を目的に、10億ユーロ規模の産業投資銀行の設立 ・付加価値税率引き上げ財源を利用した企業の社会保障負担を引下げ 	<p>「規制緩和策」</p> <p>(12年1月20日閣議承認)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済活動の自由化、企業に対する行政権限の削減 ・消費者及び小企業の保護規定を拡充。 ・運輸部門、特にタクシー・鉄道業界における競争の強化 ・薬局の営業許可条件の緩和 ・専門的職業(弁護士等)の最低料金設定の廃止及びサービス実施前の見積書提示の義務化 ・ATM手数料に標準的な基準を設け金融サービスの競争促進 ・35歳以下の者が有限責任会社を設立するための手続き等を簡素化 ・ガソリンスタンドにおける燃料等の流通の自由化 ・インフラ整備への民間資本誘致のため「プロジェクト債」を導入 ・地方公共サービスの競争促進(公開入札の強化等) 	<p>「金融セクター改革」</p> <p>(12年2月3日閣議承認)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融市場の信用回復を目的に、建設、不動産向け貸出の引当金を総額500億ユーロ引上げ ・銀行再編基金(FROB)の資本を150億ユーロへ増加 ・必要とあれば銀行統合を促進(統合した場合、引当金増額期限を1年猶予) <p>「金融セクター改革」の追加策</p> <p>(12年5月11日閣議承認)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・監査法人2社を採用し全ての銀行資産を査定 ・特別管理会社を設立し、不良債権化した不動産資産を銀行のバランスシートから切り離してその会社へ移管 ・年内に健全な不動産資産に対する債権引当率を7%から30%へ引上げ(金融業界全体で約300億ユーロの追加引当金が必要)