

(2) 被支援国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）の財政の持続可能性

12年3月に、ギリシャ国債を保有する民間債権者との債務交換がおおむね完了したことやギリシャ向け第二次支援が決定したことにより、「ギリシャの無秩序なデフォルト」は当面回避され、市場の信用不安がイタリア、スペイン、ポルトガル等へすぐさま波及する懸念も後退した。加えて、ECBによる大量の流動性供給やEFSF・ESMの規模拡大といった欧州政府債務危機に対する安全網の整備が進んでいることもあり、12年序盤の金融市場は11年末と比べて落ち着きを取り戻しつつあった。

しかし、財政再建に対して国民の強い反発が続くギリシャでは、12年5月の議会選挙の結果、第二次ギリシャ支援の融資条件となる財政再建を引き続き実行すべき新政権の樹立には至らず、6月に再選挙を行うこととなった。こうした政局不安を背景に、同国の政治・財政動向に対する市場の懸念が再び高まっており、依然として厳しい状況が継続している。

また、市場の注目は、同じく財政支援下にあるアイルランドやポルトガルにも向けられている。両国は、EU、IMF、ECB（いわゆるトロイカ）のレビューの下、現在のところおおむね計画通りに財政再建プログラムを進め、ともに13年中に市場での国債発行の再開を目指している。しかし、国債市場復帰の前提となる資金調達環境の整備や経済情勢の改善等、対応すべき課題は山積みとなっている。

以下では、被支援3か国の財政再建状況や経済情勢を概観し、財政の持続可能性について検討していく。

(i) 被支援3か国の財政状況と財政再建への取組

欧州政府債務問題の発端となったギリシャをみると、構造的な要因に加えて景気の低迷による税収減も影響し、財政再建のための努力（第2-1-36表）にも関わらず、財政再建が思うように進捗しなかった。加えて、財政緊縮に対する国民の反発に起因した政治情勢の混乱によって、財政再建計画が度々遅れたことから、EUやIMFによるギリシャ支援も予定どおり進捗せず、ギリシャは12年初には無秩序なデフォルトに陥る可能性が高まった。こうした中で、ユーロ圏各国やギリシャ自身の努力もあって、12年3月に民間債権者の自発的な債務削減を含む第二次ギリシャ支援が決定されたことにより、当面、無秩序なデフォルトの危機は免れることができた。しかしながら、12年5月に行われた総選挙において、これまで財政再建を実施してきた連立与党が過半数割れし、第二次ギリシャ支援の融資条件となる財政再建に反対する政党が大きく議席を伸ばしたこと、加えて、その後の連立協議の失敗により政治空白が生じたことなど、支援の前提となっていた財政再建策を予定どおり実施出来るかどうかは、予断を許さない。

一方、アイルランド、ポルトガルではトロイカの監視のもと、財政再建計画を比較的

順調に消化している。アイルランドでは、財政再建計画の具体化が進んでおり、11年11月に発表された中期財政声明の中で、2012年～15年までの4年間で124億ユーロの財政調整を行う旨が発表されるとともに、12年予算案の策定にあたっては、上記目標を達成するために4年間の歳出限度額が設定された（再掲第2-1-35表）。ポルトガルでは、10年3月以来累次の財政再建策を実施しており、昨年11年6月に政権交代が行われて以降もその動きは継続している（再掲第2-1-36表）。両国ともに、現時点ではおおむね目標を達成しており、EUやIMFからの融資を受けるための昨年12月11日に行われたトロイカによる審査もクリアしている。

第2-1-36表 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの財政再建策等

	ギリシャ	ポルトガル	アイルランド
歳出削減策	<ul style="list-style-type: none"> 国防費や公共投資の削減 医療費の削減 年金支給額の削減 公選の全役職員への1か月間の賃金カット 12年中に1万5千人、15年までに15万人の公務員等の削減 官公庁の解体や統合 	<ul style="list-style-type: none"> 公立医療施設における診療費の改定 	<ul style="list-style-type: none"> 公務員を12～15年で17,500人削減 公的部門の給与を10～14年にかけて約12億ユーロ削減 公的部門の新規採用者の給与を10%削減 子ども手当給付額の減額 低所得者・障害者・退職者等への燃料手当支給期間の短縮 片親家庭への手当支給額の減額 解雇手当に対する政府負担比率を60%から15%まで削減
歳入強化策	<ul style="list-style-type: none"> VATの税率の引上げ（21%→23%） 社会保障基金の歳入強化 課税ベースの拡大及び税控除の削減 2年間の不動産新税の導入 電気料金との一体徴収の導入 	<ul style="list-style-type: none"> VAT軽減税率の引上げ電気及びガス（6%→23%）飲食店・レストラン（13%→23%）、映画・劇場・コンサート等の文化的興行（6%→13%）、スポーツ関連興行（6%→23%）等 	<ul style="list-style-type: none"> VAT税率を2013年より21%→22%に引上げ、14年には23% 世帯課税の導入 キャピタルゲイン税の見直し
構造改革	<ul style="list-style-type: none"> 労働市場改革（労働保護法制の見直し等） 最低賃金の22%削減 ビジネス環境の改善等 民営化庁を設置し、15年までに500億ユーロ規模のインフラ（空港、港湾、鉄道）、エネルギー事業、通信事業、賭博事業（カジノ、競馬、宝くじ）、不動産を売却。 	<ul style="list-style-type: none"> 労働市場改革（解雇手続きの簡略化、解雇手当の削減、有給及び祝祭日の削減、飛び石連休防止、失業手当の給付期間短縮・手当額減額等） ポルトガル商業銀行（BPN）、ポルトガル航空（TAP）、空港公団（ANA）、電力公社（EDP）、配電公社（REN）、石油公社（GALP）等10公社について、2012年末までに民営化を実施。 	

（備考）ギリシャについては、選挙結果を受けて政策変更の可能性あり。

このように、財政再建と構造改革の進捗状況についてEU・IMF等から一定の評価を得ている両国であるが、こと市場の信認²⁰という点については、ポルトガルはアイルランドほどの信認を得ることは出来ていない。

この要因の一つに、両国の経済構造の差異に起因する財政再建目標達成の手法の違いにあると考えられる。アイルランドは公務員数の削減など、歳出削減を行いつつも比較的高い輸出競争力と相俟って経済成長に伴う歳入増も含んだ形で財政再建を進めている。一方、ポルトガルの財政収支の改善は、銀行の年金基金を一般政府の年金基金会計に付け替えるなどの会計上の操作による影響も含まれており、アイルランドと異なり実体として改善している訳ではない²¹。

(ii) 財政再建への取組が被支援3か国の経済成長を下押し

これまでギリシャ、ポルトガル、アイルランドについては、それらの財政状況や財政再建策への取組、3か国を支援するメカニズムに関する欧州各国政府や当局者の言動等が市場で注目されることが多かった。しかし、当該3か国の財政調整の進捗状況を見定めるには、景気動向を確認しておくことも重要である。

ギリシャの実質経済成長率をみると、かつてユーロ発足の恩恵により、内需主導で2000年から07年にかけて年平均4.2%の経済成長を遂げた面影はなく²²、10年4～6月期から8四半期連続の前年比マイナスとなり、深刻な景気後退が続いている（第2-1-37図(1)）。相次ぐ財政再建の影響等から個人消費や固定投資といった内需が一貫して成長を押し下げている。

ポルトガルもギリシャと同じく個人消費や固定投資が押し上げに寄与することなく、実質経済成長率は10年10～12月期から6四半期連続の前期比マイナス成長となり、景気後退に陥っている（第2-1-37図(2)）。

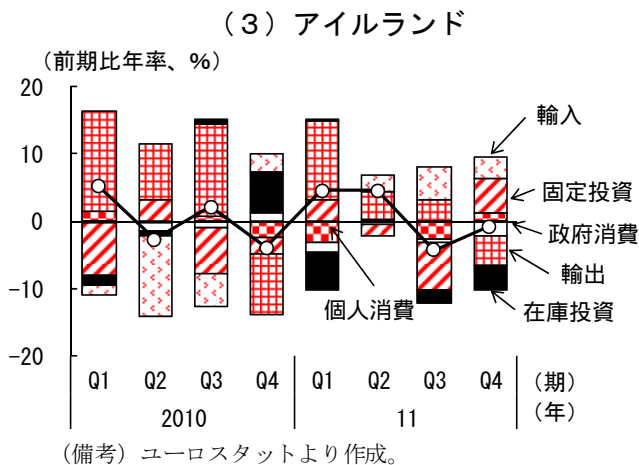
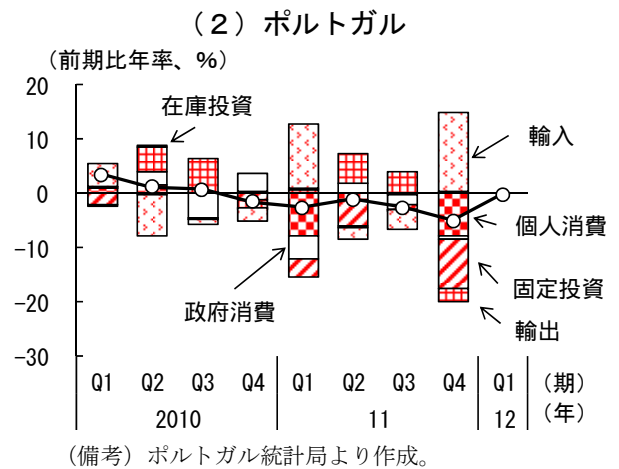
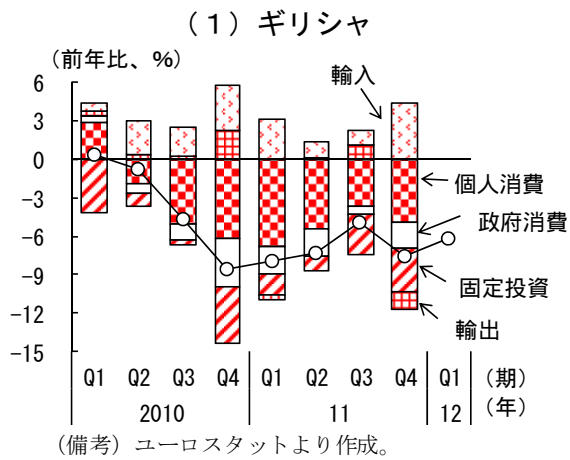
輸出が減速したことで11年7～9月期から2四半期連続のマイナス成長となっているアイルランドだが、他の2か国に比べて異なるのは、09年以降、労働コストの調整等によって単位労働コスト（ULC）が大きく低下（第2-1-38図）し、競争力を回復させたことで、11年前半には輸出主導で前期比プラス成長を経験していることである（第2-1-37図(3)）。

²⁰ 例えば、12年1月に行われたS&Pによるユーロ圏諸国の国債格付け見直しの際にも、ポルトガルを含む9か国が格下げとなる中、アイルランドは据え置きとなっている。また、国債利回りについても、アイルランドが昨年11月7月頃をピークに低下傾向にあるのに対し、ポルトガルは10%を超える高水準で高止まっている。

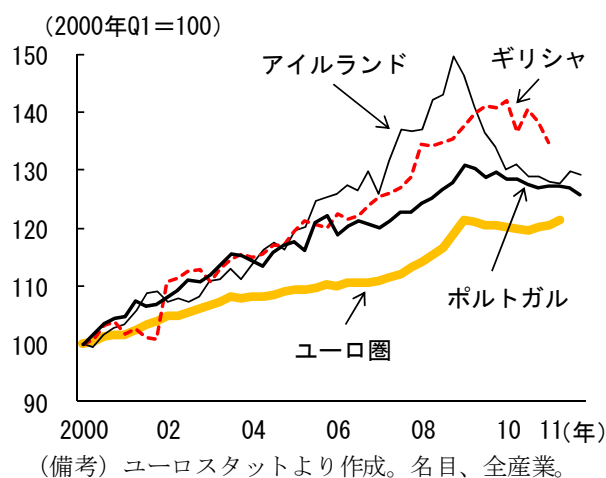
²¹ ポルトガル財務省によれば、仮に年金基金の繰り入れがなかった場合、目標値（財政赤字GDP比▲5.9%）を達成できなかった（同▲7.5%）としている。

²² 内閣府（2011b）。

第2-1-37図 ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの実質経済成長率：
 厳しい経済情勢が続く3か国



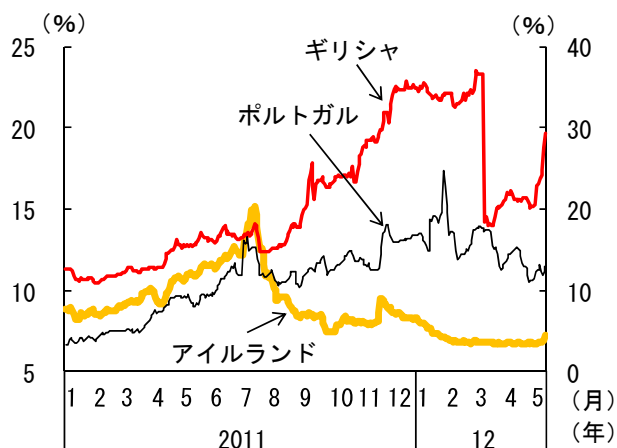
第2-1-38図 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの単位労働コスト：
 09年以降、総じて低下傾向



ギリシャに次ぐ被支援国として金融市場の注目が集まるポルトガルとアイルランドは、

ともに財政再建や構造改革に取り組んでいる。しかし、ポルトガルの10年債利回りが5月半ば現在12%近傍で高止まりしている一方で、アイルランドの9年債利回りは11年夏頃を境に反転し、現在7%近傍まで低下している（第2-1-39図）。

第2-1-39図 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの10年債利回り：
ギリシャの利回りが再び高まる

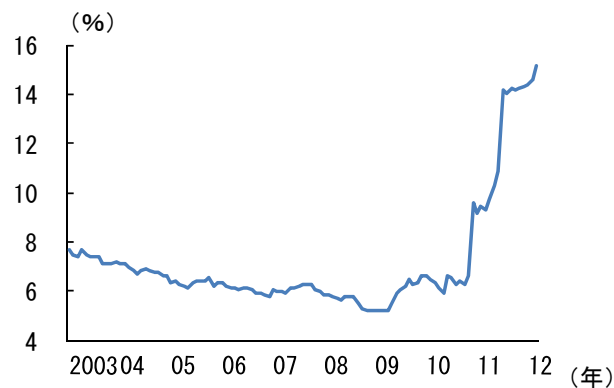


(備考) ブルームバーグより作成。

このように両国に対する金融市場の評価が明暗を分けている背景には3つの理由があると考えられる。1つ目は前項で述べた通り、両国の財政再建目標達成の手法の違いである。2つ目は、先述の通りポルトガルが11年をマイナス成長で過ごしたことで、アイルランドが同年前半にプラス成長を遂げたことの違いにあると思われる。3つ目は、金融部門を取り巻く環境の違いである。ポルトガル国債が相次ぐ格下げにより投機的水準となり、国内の金融部門が厳しい資金調達状況にあるのとは対照的に、アイルランドの金融部門は11年4月に実施した独自のストレステストを経て、資本増強を進展させていることなどが市場に好感されているものと思われる（第2-1-40図）。

第2-1-40図 アイルランドの銀行の自己資本比率：

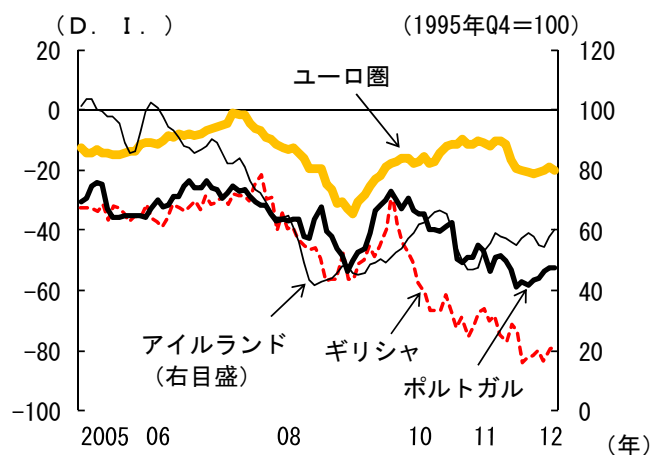
10年終盤から自己資本を大きく強化



(備考) アイルランド中央銀行より作成。

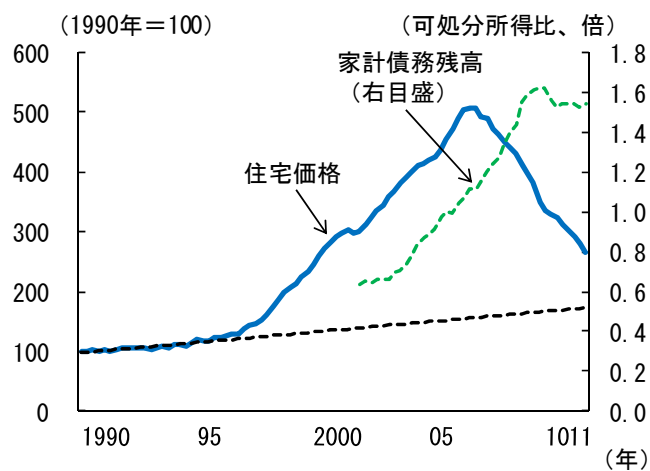
金融市場から一定の信用を取り戻し、3か国の中では一歩抜け出した感のあるアイルランドも、個人消費が実質経済成長率の押上げにほとんど寄与しない点はギリシャやポルトガルと共通している。これらの国では財政再建策やユーロ圏の内需低迷による経済見通しの悪化等が、消費マインドを冷え込ませているものとみられる(第2-1-41図)が、特にアイルランドでは住宅バブルの崩壊で家計の債務残高が高水準にあり、家計のバランスシート調整が消費を手控えさせている面もあると思われる(第2-1-42図)。

第2-1-41図 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの消費マインド：
ユーロ圏平均を大きく下回る被支援3か国の消費マインド



- (備考) 1. 欧州委員会、KBC Bank/ESRIより作成。
2. 1年後の見通し等について消費者が回答したもの。
3. アイルランドは原数値、3か月移動平均。

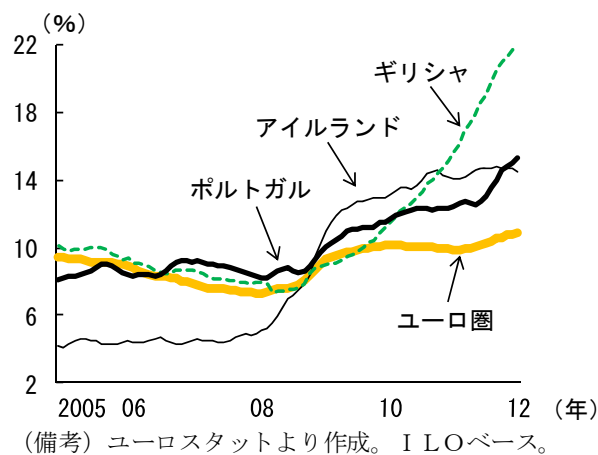
第2-1-42図 アイルランドの住宅価格と家計債務残高：家計のバランスシート調整が続く



- (備考) 1. ECB、アイルランド環境・地方自治省、各国中銀より作成。
2. 破線は住宅価格の90～95年のトレンド。

3か国の失業率をみると、ギリシャやポルトガルでは景気が後退していることで上昇が続いており、ポルトガルでは11年後半から上昇の勢いが強まっている。また、11年に実質経済成長率がプラス成長を経験したアイルランドも14%後半で高止まった状態にあり、3か国の厳しい雇用情勢も内需拡大の足かせになっていると思われる（第2-1-43図）。

第2-1-43図 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの失業率：総じて増加



次に国内需要の低迷が続く被支援3か国の輸出をみると、輸出依存度が約2割と相対的に低いギリシャでは、労働コスト削減による競争力改善やユーロ安を背景にユーロ圏外向け輸出が10年後半から11年半ばまで大きく増加²³した（第2-1-44図（1））。しかし、ユーロ圏内外向けともに11年10～12月期から落ち込みがみられ、総じて横ばい圏の動きが続いている。

同じく競争力の改善がみられるポルトガルでは、増加が続いているユーロ圏外向け²⁴にけん引される形で輸出全体も緩やかに増加している（第2-1-44図（2））。旧植民地があるアフリカ向けが堅調である上、11年後半からはアメリカ向けが大きく増加している。ただし、輸出全体の約65%を占めるユーロ圏内向けは11年春頃から低調に推移しており、その大半を占めるドイツやフランス、スペインが占めるが、なかんずくスペインが最大の輸出相手国であり、同国の経済情勢も厳しい中、その影響も懸念されるところである。

輸出依存度が100%を越える外需主導型のアイルランドは、圏外向けが11年終盤から

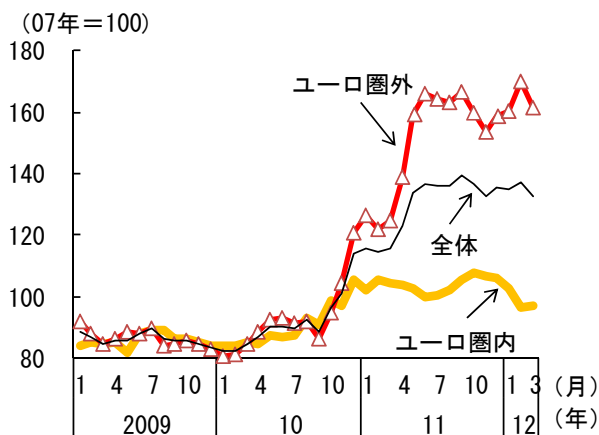
²³ 10年後半から11年半ばにかけてユーロ圏外向け輸出で増加している品目は「鉱物性燃料、潤滑油」、「工業製品」等。

²⁴ 11年からユーロ圏外向け輸出の増加に寄与しているのは「鉱物性燃料」、「輸送機器（旅客用、鉄道）」、「原子炉、ボイラー」等。

伸び悩んでいるものの、むしろ圏内向けが11年7～9月期の一時的な落ち込みから持ち直しの動きをみせており、輸出全体は底堅い動きをみせている（第2-1-44図（3））。住宅バブルの後遺症等で内需の低迷が続く中、今後、輸出全体の約2割を占めるアメリカの景気回復を背景とした輸出拡大が期待される。

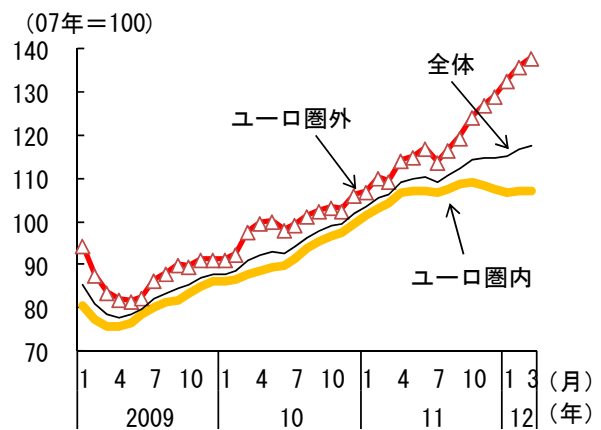
第2-1-44図 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの輸出：
労働コスト削減により3か国の輸出は総じて底堅い動き

(1) ギリシャ



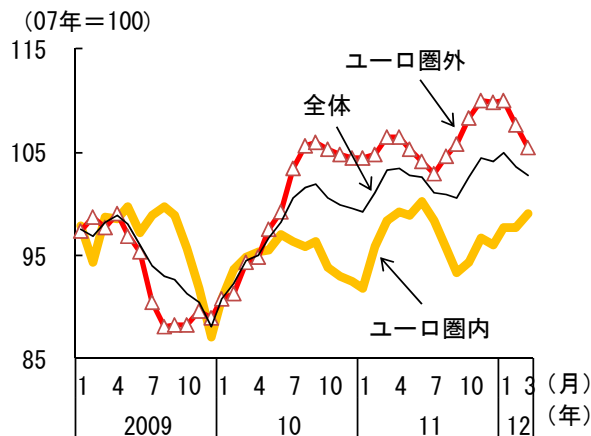
(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 後方3か月移動平均。

(2) ポルトガル



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 後方3か月移動平均。

(3) アイルランド



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 後方3か月移動平均。

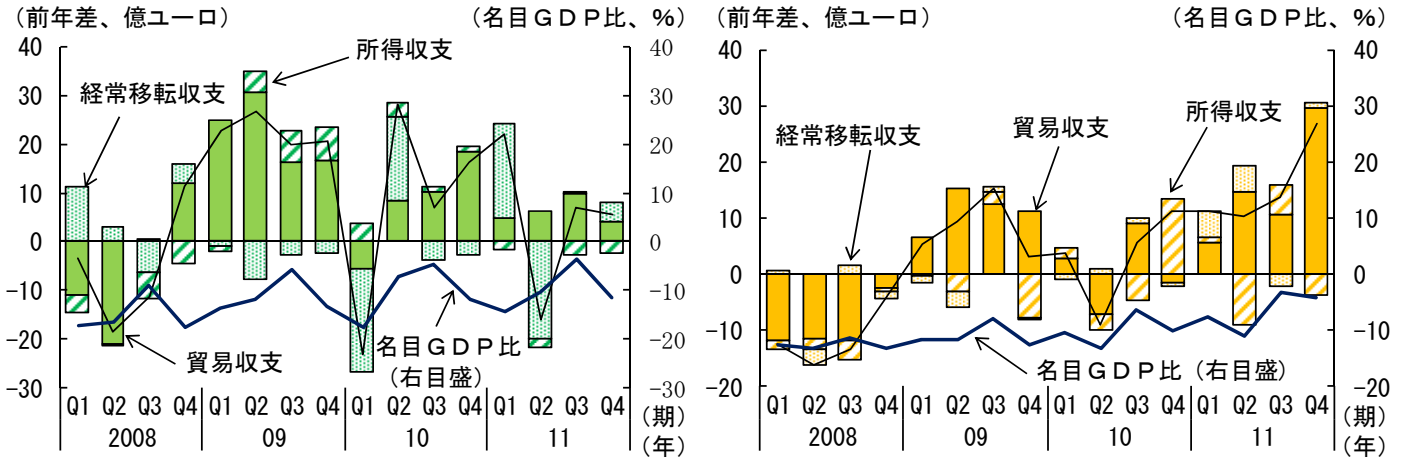
また、特に慢性的な赤字傾向が定着しているギリシャとポルトガルについて、それぞれ経常収支をみると、昨年後半以降、経常収支の改善に向けた動きもみられる（第2-1-45図）。

第2-1-45図 ギリシャ、ポルトガルの経常収支

：このところ前年と比べ改善

(1) ギリシャ

(2) ポルトガル



(備考) ユーロスタットより作成。

(備考) ユーロスタットより作成。

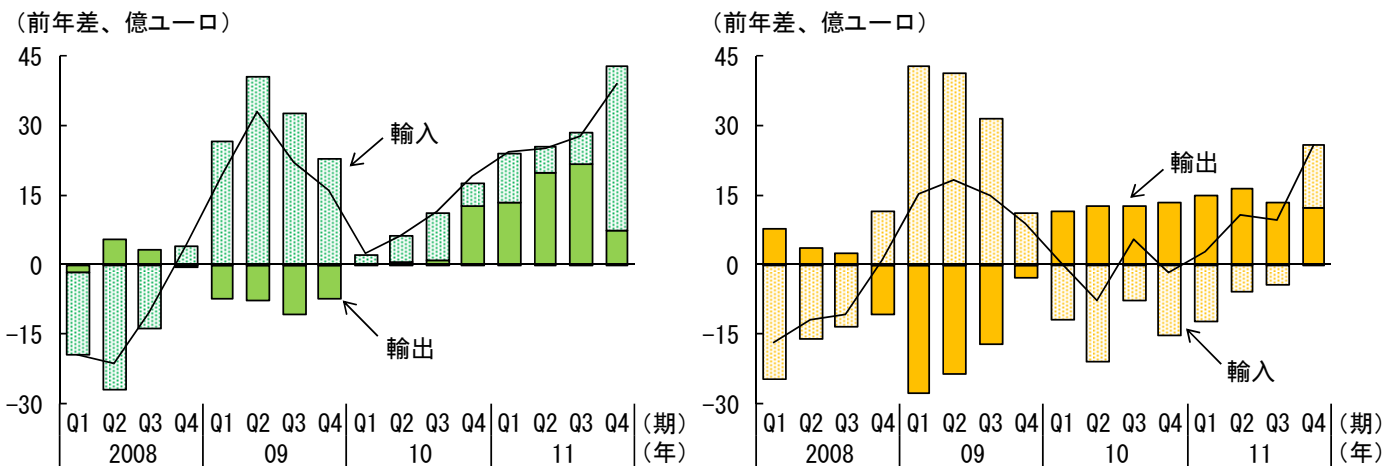
ただし、内訳をみると必ずしも楽観できる状況にはない。まず、貿易収支では一定の改善を見せているように見えるものの、内需の低迷による輸入の落ち込みが主因となっており、欧州政府債務危機の遠因となった競争力の脆弱性が改善している訳ではない。加えて、近隣諸国の財政再建による更なる景気低迷リスクもあり圏内向け輸出も一層落ち込む可能性があり、貿易収支に関して言えば、持続的な動きとは言い難い状況にある(第2-1-46図)。

第2-1-46図 ギリシャ、ポルトガルの貿易収支の動向

：輸入の減少を主因として前年差で改善

(1) ギリシャ

(2) ポルトガル



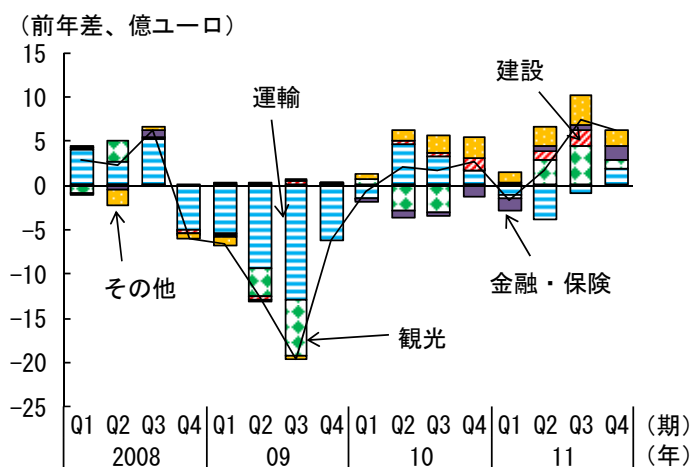
(備考) ユーロスタットより作成。

(備考) ユーロスタットより作成。

次に、サービス収支についてみると、ギリシャについては主力の観光業を中心に改善傾向を示しており、ポルトガルでも観光業による黒字増加要因は続いている（第2-1-47図、第2-1-48図）。ただし、観光業は世界景気の影響を受けやすく、貿易収支と同様に圏内の景気低迷リスクに留意する必要がある、既に欧州政府債務危機の影響もあり、縮小の動きも見られる。

第2-1-47図 ギリシャのサービス収支

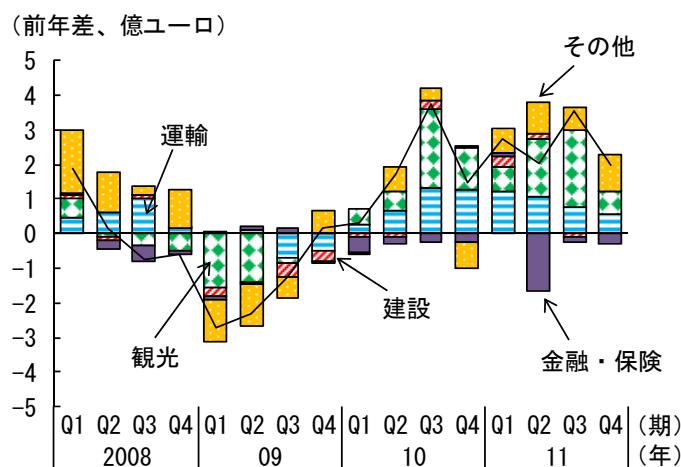
：主力の観光業を中心に多くの分野で増加



(備考) ユーロスタットより作成。

第2-1-48図 ポルトガルのサービス収支

：主として観光サービスが増加



(備考) ユーロスタットより作成。

いずれにせよ、中長期的な南欧諸国等の対外不均衡の是正のためには、南欧諸国等が後述する構造改革を通じてそれぞれの特性を生かしつつ、ユーロ圏内外に対して競争し得る分野を広げていくことが重要であり、EU・IMF等の監視のもとで行われている構造改革プログラムの着実な実施が求められている。

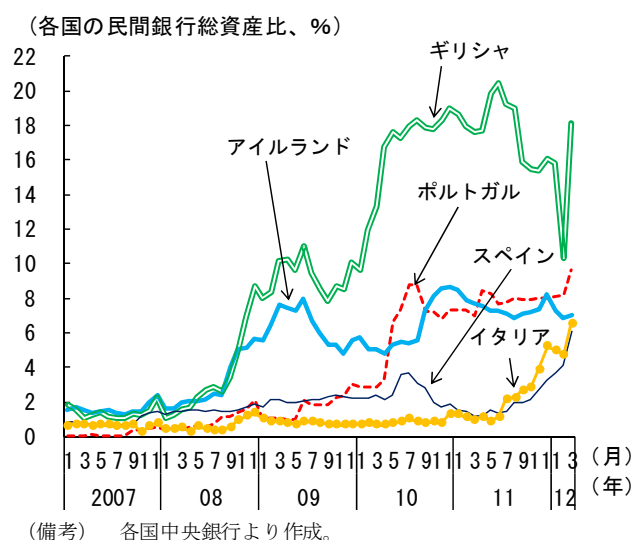
従前より財政再建や構造改革に着手している被支援3か国にとって、経済成長の下振れは財政調整プログラムに掲げる目標の達成に向けた直接のリスクとなる。今後も財政再建の進捗と合わせて3か国の景気動向を注視していく必要がある。

(iii) 財政再建と競争力強化の両立に向けて

被支援国は、財政再建とともに、競争力を強化するための改革を実行しようとしている。危機に陥った国の競争力回復策としてイメージしやすいのは、2001年にデフォルトしたアルゼンチンのように名目為替レートの減価を通じて輸出財のコストを低下させるという方法である。しかし、ユーロ圏に参加する被支援国は自らの判断で為替を操作することが不可能である。ユーロ圏を脱退して為替を減価させることで競争力を回復させるべきだとの見方もあるが、その場合、被支援国が抱えたユーロ建て債務を各国通貨建

てに換算することで債務残高は増大し、債務返済が困難になると考えられる。加えて、被支援国の銀行はE C Bからの資金供給に依存しているため、ユーロ圏を脱退すればその資金供給を受けることができず、銀行部門に対する懸念は一段と強まることになろう（第2-1-49図）。

第2-1-49図 E C Bの資金供給残高：危機の深刻化に伴い供給額は増加基調



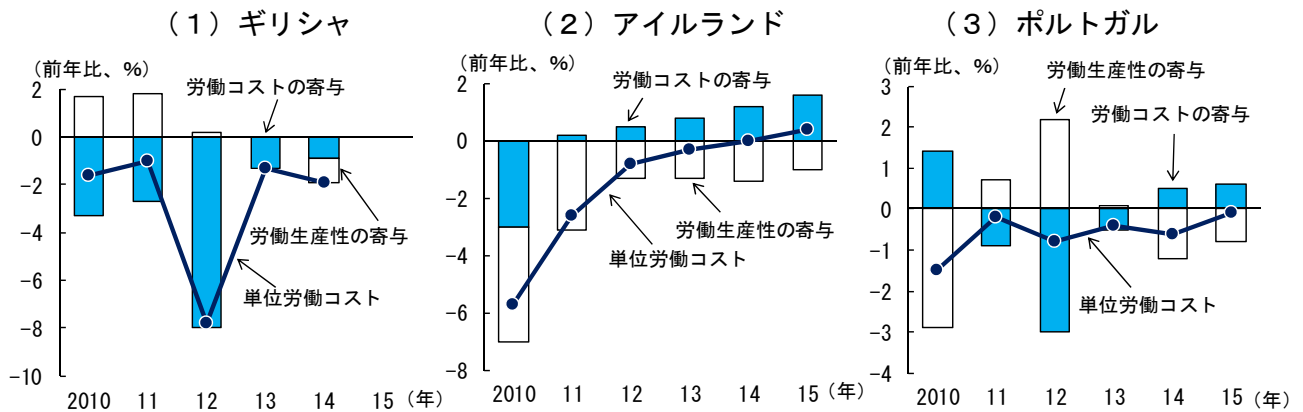
従って、名目為替レートの上昇ではなく、ユーロ導入以来、実質為替レートの上昇をもたらしてきた単位労働コストや国内物価を引き下げて競争力を高める方向を模索する必要がある。ギリシャやポルトガルでは物価連動型の賃金決定メカニズムであるなどの理由から労働生産性の伸び以上に賃金が上昇し、これが競争力の低下を招いてきたとされる。

前述のように単位労働コストはすでに低下傾向にあるものの、今後さらに労働市場の改革を通じ、労働需要に応じた賃金や雇用調整を柔軟化させることができれば、競争力の改善だけではなく、雇用増加も期待できる。賃金など労働コストの低下は、圏内外からの投資を呼び込むインセンティブを高め、さらに労働需要を高める可能性もある。

一方、労働生産性を高める努力も必要である。そのためには、人的資本の能力向上や資本装備率の上昇、技術導入が必要となるが、それが実現すれば単位労働コストが引き下げられ、やはり競争力向上につながることを期待される。加えて、生産性が上昇する分、競争力を保ちながら賃金の低下圧力の緩和や上昇余地の拡大につながり、景気にプラスの影響を及ぼすことも考えられる。実際、ギリシャやポルトガルでも14年以降は労働生産性を高めて単位労働コストを引き下げることで支援の前提とされている（第2-1-50図）。

第2-1-50図 単位労働コストの見通し：

3か国とも14年以降は生産性上昇によって単位労働コストは低下見通し



(備考) 欧州委員会より作成。

2000年代前半のアイルランドは、アメリカからの資本を積極的に導入することで雇用の増加とともに資本装備率を上昇させて生産性を高めることに成功している。極めて低い法人税率や英語が公用語であるということ、労働者の高いスキルの存在など有利な条件がその成功をもたらしたといえる。しかし、経済の開放による生産性向上の達成という手法は、その他の被支援国の建て直しに向けた一つの方向性を示している。

EU・IMF支援の前提となる調整プログラムにおいても、公的債務の削減だけではなく競争力の向上が重視されており、その手段として賃金抑制とともに失業率の低下も目指した労働市場の改革や、割高なサービス市場の改革、政府資産売却による投資促進や経済開放が提言されている。被支援国が今後とも財政再建とともに、こうした競争力改善に向けた取り組みを着実に進めることが肝要である。

(iv) 被支援国が直面するリスク

被支援国は、支援を受ける際にトロイカによるレビューを受けている。これまでのレビュー結果をみる限り、実質経済成長率の見通しは時間の経過とともにおおむね下方修正される傾向がある(第2-1-51図)。被支援国は外需主導で景気回復パスに復することが見通しの前提とされているが、ギリシャやポルトガルでは南欧諸国等向けの輸出割合が大きい。南欧諸国等の内需は当面力強さを欠くとみられるが、そうした中でギリシャやポルトガルの輸出が順調に増加を続けるのかりスクが残る。

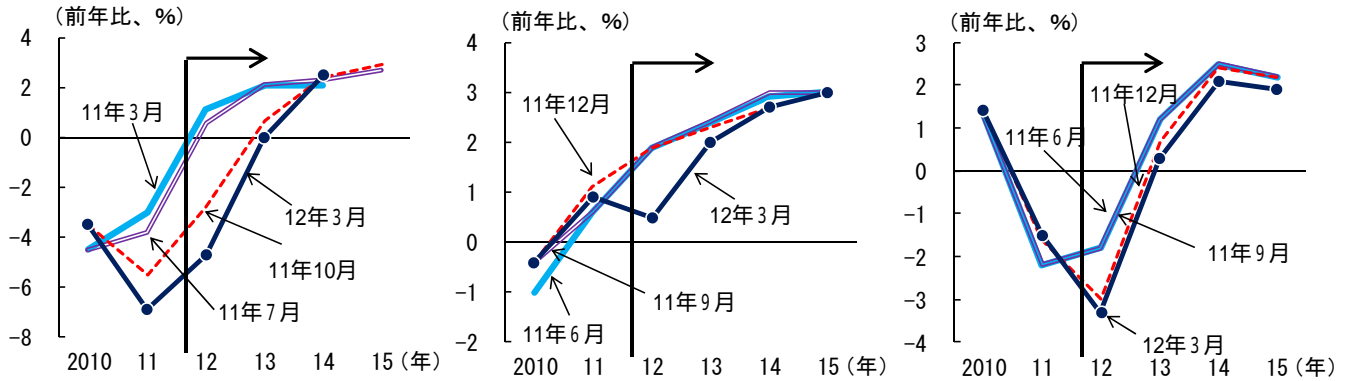
アメリカ向けのシェアが高く、ギリシャやポルトガルと比して相対的に欧州向け輸出への依存度が低いアイルランドは、世界経済の動向に敏感である。同国では住宅バブルの後遺症で内需が低迷しており、景気のけん引役は外需である。アイルランド財務省は世界経済成長率が1%低下すれば1年後のアイルランドのGDPが0.9%、2年後には1.5%減少すると分析しており、やはり輸出の先行きが不安材料である。

第2-1-51図 被支援国の実質経済成長率見通し：概ね下方修正される傾向

(1) ギリシャ

(2) アイルランド

(3) ポルトガル



(備考) 欧州委員会より作成。

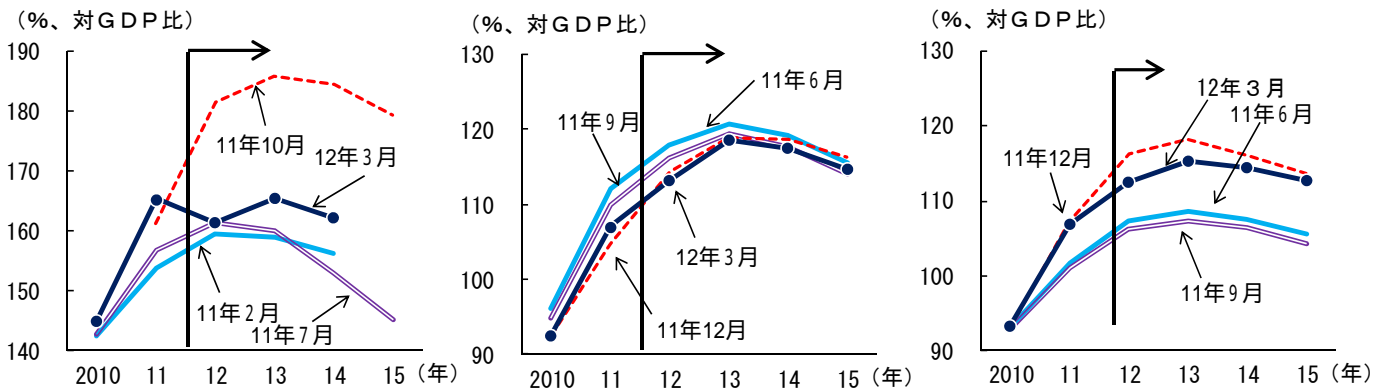
債務残高についても、ギリシャやポルトガルでは悪化方向に修正される傾向がみられた。内需低迷により実質GDPやGDPデフレーター上昇率が想定を下回った場合、税収の減少によりプライマリーバランスが悪化するとともに、名目GDPが減少することから、債務残高GDP比は一段と悪化するリスクがある（第2-1-52図）。

第2-1-52図 被支援国の債務残高見通し：おおむね悪化する傾向

(1) ギリシャ

(2) アイルランド

(3) ポルトガル



(備考) 欧州委員会より作成。

実際、レビュー等では実質GDPの下振れが債務残高の増加につながるとの分析が示されている（第2-1-53図）。ギリシャに関しては、20年に債務残高GDP比が117%に低下する見通しだが、実質経済成長率が前提より1%下振れれば、同年の債務残高GDP比は129%までしか低下しないと予測されている。

アイルランドでは、15年に債務残高GDP比が114%となる見通しだが、実質経済成長

率が1%下振れることで、同年の債務残高GDP比は123%となると分析されている²⁵。また、ポルトガルでは、20年代前半に債務残高GDP比が100%まで低下することが目標とされているが、実質経済成長率が1%下振れば、30年になっても債務残高GDP比は100%を上回ったままとなる。

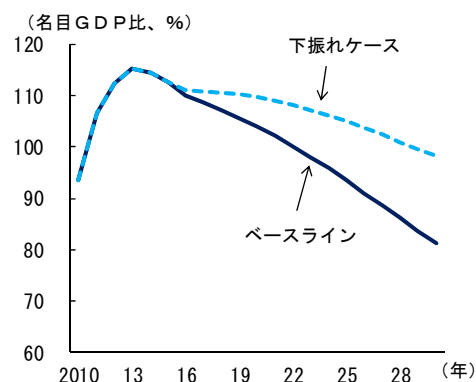
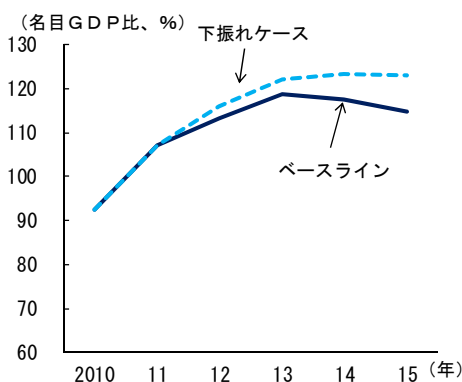
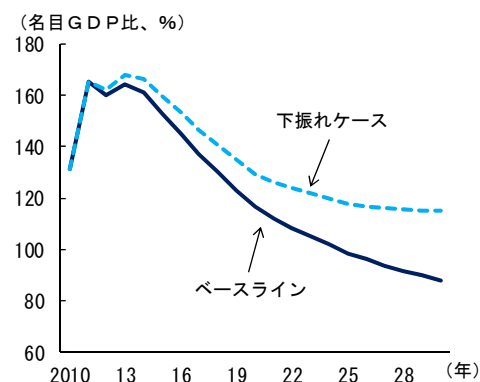
第2-1-53図 景気見通しの下振れが債務残高に及ぼす影響：

1%のGDP下振れにより財政再建目標の達成が大幅に遅れるリスク

(1) ギリシャ

(2) アイルランド

(3) ポルトガル



(備考)1. 欧州委員会より作成。
2. 12年以降のGDP成長率がベースラインから1%ポイント下振れた場合の見通し。

(備考)1. アイルランド財務省より作成。
2. 12～15年のGDP成長率がベースラインから1%ポイント下振れた場合の見通し。

(備考)1. 欧州委員会より作成。
2. 16年以降のGDP成長率がベースラインから1%ポイント下振れた場合の見通し。

市場規模の小さい被支援国の国債市場は投資家のマインドにより大きく左右され易く、債務残高の増加を嫌気して投資家の購買意欲が低下すれば、金利が大幅に上昇するリスクがある。

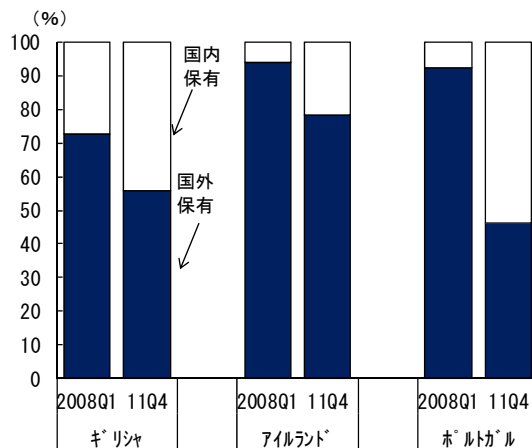
国債の海外保有比率低下による影響もリスクであるとみられる。危機前までは被支援国の国債の多くを海外勢が保有していたが、危機深刻化につれ、その割合は低下した(第2-1-54図)。国内銀行に体力が無い中、国債市場に復帰した後に無事に国債を消化できるのかも懸念材料である。

被支援国は08年の世界金融危機や今般の欧州政府債務危機の中で苦しい道のりをたどってきた。ECBの3年物資金供給オペの効果で金融市場が安定化し、一時は欧州政府債務危機が最悪期を脱したとの見方もあった。しかし、債務危機の解決には単に財政状況を改善させるだけではなく、銀行のバランスシートの改善や競争力の向上といった構造的な問題への取組を進めることが必須である。そして、こうした構造問題への取組には、資金供給オペで生まれた3年間という期間では不十分である可能性がある。構造改革の進展が遅れるなどの事態に陥れば、これらの国に対する見方は急速に悪化し、危機がこれまで以上に深刻化するリスクがある。被支援国は、国民の世論と市場からの信認

²⁵ アイルランド財務省による。

の間で今後も厳しい状況に置かれることになると考えられる。

第2-1-54図 被支援国の国債保有比率：危機後に国外保有比率は低下

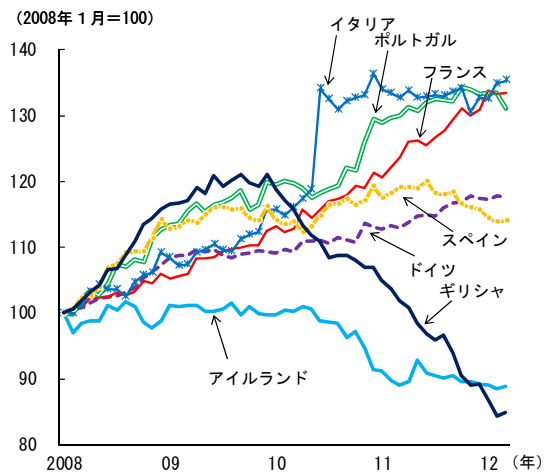


(備考) 1. 各国中銀、債務管理局より作成。
 2. アイルランドは中央政府の長期債のみ。
 3. 所在地以外の中央銀行が国債買取プログラムを通じて国債を買い取った場合、当該国債は国外所有に分類される。そのため、11年Q4の国外保有分にはユーロシステムによる買取分が含まれ、海外の民間勢による保有比率は図が示すよりも低い可能性がある。

(3) 中央銀行が果たす役割の評価

欧州政府債務危機の解決に向けて、ECBも貢献すべきとの見方もあったが、ECBはあくまで各国政府の取組によって危機が解決されるべきとの考えを繰り返してきた。しかし、危機の長期化に伴って金融システムに対する不安が拡大し、一部の国では預金流出が続いた。相対的に安定した国に預金がシフトした可能性もあったが、国内銀行の経営不安が意識されている国では特に預金の流出度合いが大きかった(第2-1-55図)。

第2-1-55図 ユーロ圏各国の市中銀行の預金残高：一部の国では減少が続く

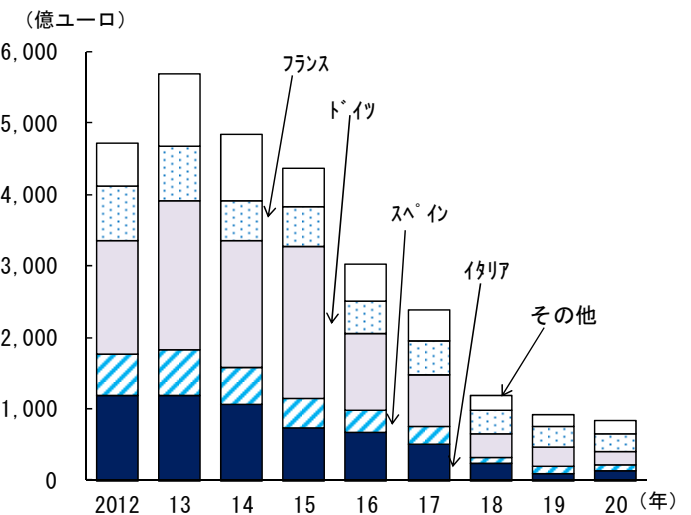
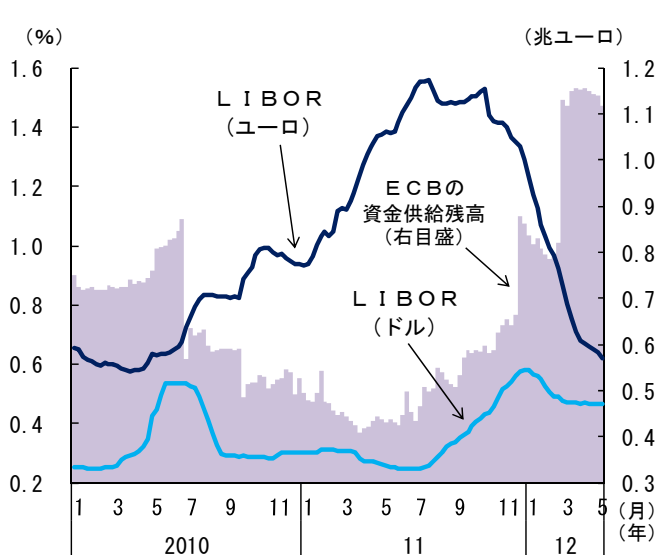


(資料) 1. ECBより作成。
 2. 各国の市中銀行の一般政府からの預金(中央政府除く)及びユーロ圏居住者からの預金の計。

前述の通りユーロ圏の銀行は、預金よりもインターバンク市場等での資金調達の度合いが相対的に大きい（前掲第1-2-1（5）図）。そのため、預金流出と共にインターバンク市場での緊張が高まるにつれ、ECBからの資金供給への依存を一層高める銀行も増えてきた。そうした中、ECBは金融政策の波及メカニズムを回復させることを目的に非伝統的オペを次々と導入してきた。特に、11年12月と12年2月に実施された3年物の資金供給オペの実施後にはLIBORが低下したため、同オペの効果に対する注目が集まった（第2-1-56図）。

3年物資金供給オペの後にはLIBORが低下しただけではなく、ECBの調査の結果でも銀行の資金調達環境の改善が見込まれ、オペは一定の効果をもたらしたと考えられる。満期が2年未満の資金供給オペは何度も実施してきたが、LIBORは上昇を続けてきた。今回の3年物資金供給オペが効果を発揮したことは、銀行債の償還スケジュールと関係があったとみられる²⁶。ユーロ圏銀行の銀行債の償還は特に12年～15年の4年間に集中している（第2-1-57図）。1年未満のオペであれば償還資金の一部しかカバーできないが、3年物であれば大半をカバーすることができる²⁷。そのため、償還が行われないというリスクが低下し、LIBORの低下につながったとみられる。

第2-1-56図 ECBの資金供給とLIBOR： 第2-1-57図 銀行債の償還予定額：
11年半ばまでは資金供給増が LIBOR低下に繋がらず
12～15年中の償還が多い



(備考) 1. ECB、ブルームバーグより作成。
2. 資金供給残高はMain Refinancing Operation, Long Term Refinancing Operations, Marginal Lending Facilityの合計。

(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 欧州銀行監督機構が11年12月に行った資産査定の対象行の内、ブルームバーグでデータが取得可能な銀行の銀行債償還額。

²⁶ ECB (2012)

²⁷ IMF (2012)は、3年物LTROで供給された資金が12年に償還される銀行債の約60%カバーしたと述べている。

しかし、こうしたオペは持続可能ではない²⁸。ユーロ圏銀行に求められるのは、オペによって稼がれた時間内に自己資本比率の引上げ等を通じて損失吸収力を高め、市場からの信認を取り戻すことである。各国の銀行監督当局は、その着実な実施を監視しなければならない。また、オペによって流動性リスクを払拭することは重要だが、ECBは銀行がオペに過度に依存しないよう、オペを今後どのように講じていくかについては効果や実施タイミングの適切さを十分に検証しなければならない。

加えて、このオペで調達された資金の一部が南欧諸国等の国債購入に充てられたとみられ、ソブリン市場の安定化に寄与するという副次的な効果もあった模様である²⁹。しかし、もはやリスク資産となった南欧諸国等の国債を購入することは、バランスシートの悪化ひいては将来のカウンターパーティーリスクの上昇につながるリスクがある。ユーロ圏銀行の資金調達環境が悪化した背景には、ユーロ圏銀行が南欧諸国等の国債を多く保有しているという事実があった。それにも関わらず、ユーロ圏銀行がこれらの国の国債を今後も購入するとみるべきであろうか。むしろ、銀行が再びこれらの国債を売却する可能性も残っている。

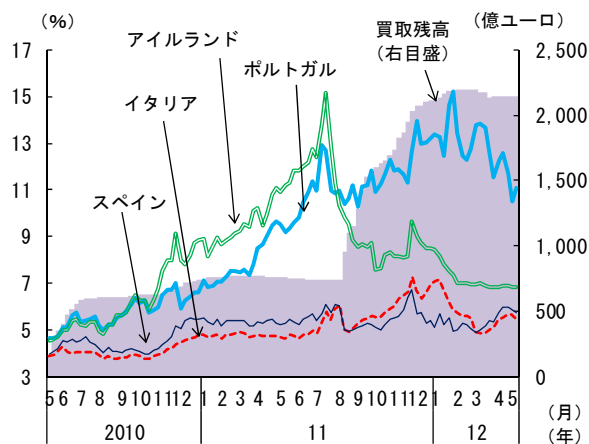
オペによって市場が安定化する中、国債市場の安定化のために導入された国債買取プログラム (Securities Market Programme) は事実上停止されている (第2-1-58図)。カバードボンド買取プログラムも同様である。非伝統的金融政策からの出口戦略について言及する理事も現れてきた。

確かに、3年物資金供給オペによって、銀行債が償還されないという最悪の事態は回避できた。LIBORも低下しており、一定の効果がもたらされたことは間違いないと言える。しかし、欧州政府債務危機は解決されておらず、その根本の問題が改善するには長い時間が必要となると考えられる。再び金融市場で混乱が生じるリスクは払拭されておらず、出口戦略の内容やタイミングについて、ECBには引き続き熟慮が求められていると言えよう。

²⁸ ECB (2011b)

²⁹ IMF (2012) は3年物LTROで供給された資金の一部で銀行が所在地の国債を購入するのに用いられたと指摘している。11年11月から12年2月にかけてユーロ圏銀行の国債保有高は1,150億ユーロ増加した。これは、3年物LTROで供給された資金(ユーロシステムのバランスシート拡大に寄与したネットの供給額)の約20%に相当する。

第2-1-58図 ECBが買い取った国債残高と南欧諸国の国債利回り：
買取額が増加しても利回りは必ずしも低下せず



(備考) 1. ECB、ブルームバーグより作成。
2. アイルランドは9年物国債利回り。

3. ヨーロッパ経済の見通しとリスク

ヨーロッパ経済をみると、景気は足踏み状態にあり、一部に弱い動きもみられる。以下では、ヨーロッパ経済のメインシナリオと、それに対するリスク要因についてみていく。

(1) 経済見通し（メインシナリオ）－当面弱めの動きになるものの、年後半から持ち直し

ヨーロッパ経済の主要国の動向をみると、ドイツでは外需や個人消費の増加によって、景気はこのところ持ち直しの動きがみられる。一方で、フランスや英国では景気は足踏み状態にある上、南欧諸国等では景気の低迷と財政状況の悪化が続いていることから、ヨーロッパ全体でみると景気は足踏み状態となっている。

先行きについてみると、ヨーロッパ地域の景気は当面弱めの動きになるとみられる。その後は、南欧諸国等の財政再建が着実に行われるとともにEU等による各種の安全網の整備が進むことを通じ欧州政府債務危機による不確実性が徐々に低下していくことを前提とすれば、新興国やアメリカの成長テンポが維持されると見込まれることによりユーロ圏外向けを中心とする輸出の増加等に支えられ、年後半から持ち直していくものと見込まれる。国際機関等の見通しをみると、12年全体で▲0%～▲1%の成長率になると見込んでいるが、前述のような前提の下でこうした見方はおおむね妥当と考えられる（第2-1-59図、第2-1-60表）。