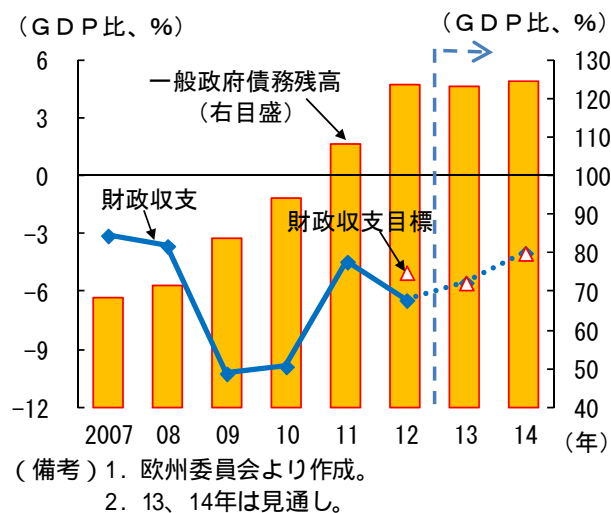


(iv) ポルトガル

ポルトガルは、3月に発表されたトロイカ審査結果で財政支援プログラムが「おおむね順調に進んでいる」と評価されている。

当初、12年の財政赤字目標（GDP比 5.0%）を達成したと発表していたが、空港インフラ管理会社の売却益や銀行の年金基金の一般政府への移管が統計上認められなかったため、結局同 6.4%と目標を超過した⁵²（第1-4-52図）。ポルトガル政府は13年の目標（同 5.5%）は達成することができるとしているものの、予測よりも景気後退が深刻化したことから、財政赤字削減目標を、14年は同 4.5%から 5.5%、14年は同 2.5%から 4.0%、15年は同 2.5%から 3.0%とそれぞれ緩和することでトロイカと合意した。ポルトガル政府は更なる歳出削減、年金制度の見直し、国営企業の合理化を進める予定である（第1-4-53表）。

第1-4-52図 ポルトガルの財政状況：12年の財政収支赤字は目標超過



第1-4-53表 ポルトガルの民営化の進捗状況

売却対象	進捗状況	売却額(億ユーロ)
EDP(ポルトガル電力会社)	株式の約21%を売却済(11年)	27
REN(電力会社)	株式の40%を売却済(12年)	6
ANA(空港運営会社)	株式の100%を売却済(12年)	31
CGD(国営銀行)	13年に保険部門を売却予定	-
TAP(ポルトガル航空)	13年に売却予定	-
Cpcarga(ポルトガル鉄道・貨物部門)	13年に売却予定	-
CTT(郵便事業)	13年に売却予定	-
Aguas de Portugal(水道事業)	13年に売却予定	-

(備考) ポルトガル財務省資料より作成。

⁵² なお、11年は銀行の年金基金の移管により、財政赤字目標を達成していた。

13年予算に盛り込まれた緊縮策のうち、年金受給者への支払いや失業手当減額等4項目について憲法裁判所が違憲との判断を下したが、政府は公務員の勤務時間延長による残業手当削減等の歳出削減策により不足分を補うことで財政赤字削減目標達成を目指すとしている。

しかしながら、12年の実質経済成長率は3.2%と2年連続のマイナスとなり、13年の成長見通しも1.9%から2.3%に下方修正された。失業率も13年3月時点で17.5%と高水準で推移していることから、景気後退が続く中での財政再建の舵取りという難しい状況が続くと見込まれる。

ポルトガルは14年半ばに支援プログラムが終了する予定であるが、3月4、5日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）及びECOFIN（EU財務相会合）ではEFFS及びEFSMからの融資の返済期限延長が合意された。これによりプログラム終了後の返済・借り換え負担を軽減し、市場復帰をスムーズにするねらいがある。5月には約2年ぶりに10年国債を発行し、30億ユーロを調達するなど、支援卒業に向けて順調に進んでいる。

(v) アイルランド

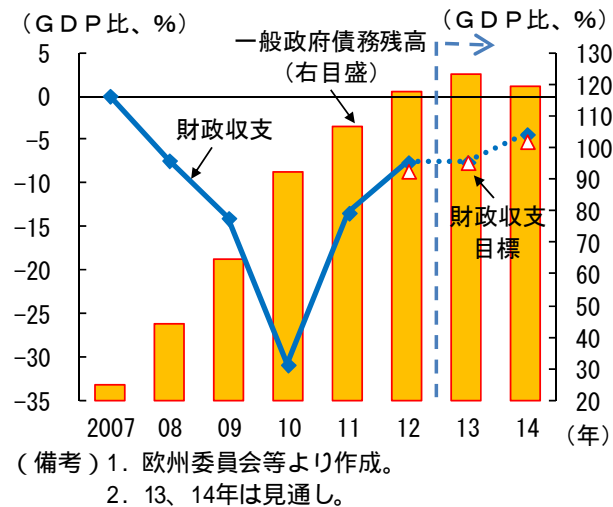
アイルランドは、5月に発表された第10回トロイカ審査結果でも財政支援プログラムが着実に実施され、政府や銀行をめぐる市場環境が一層改善されていると評価されている。

12年の財政収支はGDP比7.6%の赤字と目標の同8.6%を下回り、13年の目標（同7.5%）についても、不動産税の導入や児童手当削減等、歳出・歳入両面から達成に向けた取組が行われている（第1-4-54図）。また、13年2月に、アイルランド政府がアイリッシュ・バンク清算会社（IBRC）に発行した約束手形⁵³を長期国債と交換することでECBと合意した。このため、利払いが大幅に低下し⁵⁴、14年から10年間、年約10億ユーロ（GDP比0.7%）の財政赤字削減効果が見込まれている。

⁵³ アイルランド政府は、11年7月にアングロ・アイリッシュ・バンクとINBS（Irish Nationwide Building Society）をアイリッシュ・バンク清算（IBRC）として再編。アイルランド政府はIBRCに約束手形を発行し、IBRCはこの約束手形を担保として、ECBの出先機関としてのアイルランド中央銀行（CBI）から緊急流動性支援（ELA）を受領。アイルランド政府は11～31年の間に約480億ユーロ（利子含む）をCBIに支払うことになっていた。13年2月のECBとの合意により、IBRCは解体され、約束手形はCBIが保有することとなり、約束手形はアイルランド政府が発行する国債と交換されることになった。国債の元本支払いは38年まで猶予され、それまでアイルランド政府は利子のみを支払う予定。

⁵⁴ 約束手形の平均金利が約8.2%だったのに対し、長期金利の平均金利は約3%となる見込み。

第1-4-54図 アイルランドの財政状況：12年の財政収支赤字は目標達成



不動産バブル崩壊の影響を受けた銀行部門の再編も進んでいる。アイルランド財務省は、09年12月に導入した参加金融機関の預金全額等を保証する銀行保証措置⁵⁵（ELG Scheme：Eligible Liabilities Guarantee Scheme）を3月28日をもって終了することを発表した。本措置はコストが高いことから、トロイカが廃止を勧告していたものであり、銀行制度の正常化に向けて一歩前進したといえる。また、依然として高いローン滞納率改善のため、アイルランド財務省は3月に政府・中銀の目標及び取組について発表した。これによると、14年末までに住宅ローンを90日以上滞納している顧客の大部分に対し持続可能な解決策を提案することを目標とし、ローン滞納者が賃借人として家に住み続けることを政府のコスト負担で支援するmortgage to rentスキーム等を推進するとしている。

経済は輸出主導で回復しつつあり、12年のプラス成長（0.9%）に続き、13年も1.2%のプラス成長が見込まれてはいるものの、12年の実質GDPの水準は不動産バブル崩壊前の07年より依然として約6%低い。このため、失業率も14.7%と高止まりしている。アイルランド政府は2月に「13年雇用創出に係る年次行動計画」（12～16年に10万の雇用創出を目標として12年から開始されたもの）を発表した。

アイルランドは13年末までに国債発行市場に完全復帰する予定であり、3月には支援要請後、10年1月以来初めてとなる50億ユーロ相当の10年国債を発行した（落札利回りは4.15%）。市場復帰直後の資金調達負担を軽減するため、3月4、5日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）及びE C O F I N（EU財務相会合）でE F S F及びE F S Mからの融資の返済期限延長が合意された。

このように着実に財政支援プログラムが進められていることや資金調達見通しが改善したことに加え、経済もプラス成長を達成するなど比較的堅調であることから、財政赤

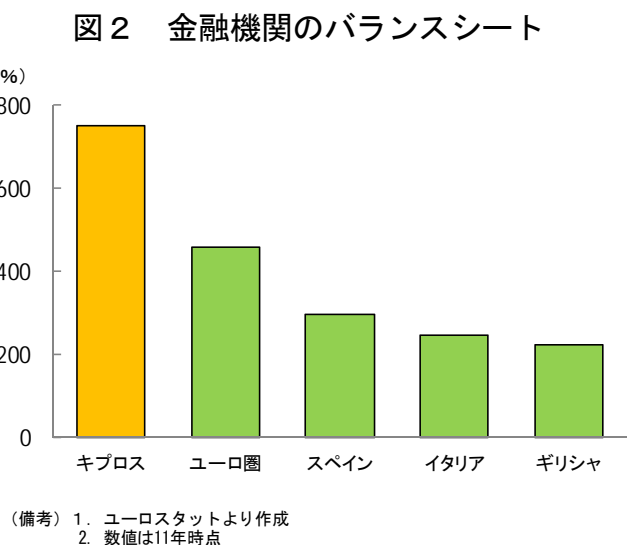
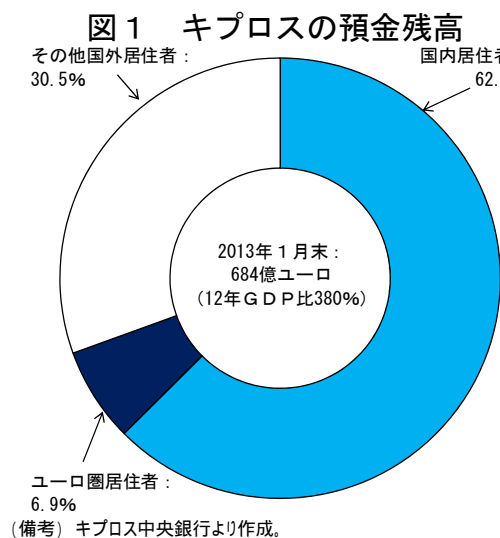
⁵⁵ 10万ユーロまでの預金については、EU共通の預金保証措置（DGS：Deposit Guarantee Scheme）によるカバーが優先される。

字がGDP比7%台半ばで債務残高が120%前後であっても、国債利回りは3%台にまで低下してきており、13年末には予定どおり支援から卒業できる見込みである。

コラム1-2：キプロス支援の概要

キプロスは2012年6月にEUに対し金融支援を要請し、トロイカによって支援の前提となるべき財政状況等について審査が行われていたが、キプロス国内の政治的な問題もあり調整に時間がかかっていた。13年3月に最大100億ユーロの支援の具体的な条件についてユーログループと合意に至ったものの、条件の一つとしてキプロス議会に提出されたすべての預金に対する課税案が否決されるなど一時混乱が生じた。結局、キプロス2大銀行の保護対象外である10万ユーロ以上の預金は凍結され、銀行の整理・資本再編に使用されることとなった。

今回、ユーログループが預金者にも損失負担を求めた背景には、キプロスの預金者の約40%が国外居住者のものであり（図1）、その大半がロシア人とみられることや、キプロスの金融業に対するマネーロンダリング疑惑等のキプロス特有の事情もあるが、株主、債券保有者に加え、大口預金保有者にも負担を求めることによって、政府や納税者の負担を軽減することは、公平性の観点から妥当と考えられる。同様のベイルインの仕組みは、現在EUで検討されている単一破たん処理メカニズム（SRM）の破たん処理ルールの一つとして規定される見通しである。



キプロスが金融支援を受けるに至った背景には、欧州政府債務危機、特にギリシャの債務再編の影響を受け、キプロスの金融機関のバランスシートが毀損し、バーゼルⅢに定める自己資本比率を達成するために多額の資本注入が必要となったということがある。加えて、金融機関の総資産がキプロスのGDPの7倍以上にのぼる巨額であるため（図2）、自力での立て直しが困難となっていた。

他方、財政状況を見ると、09年以降赤字を抱えてはいるものの、これはリーマンショックの影響に加え、11年のナヴァル海軍基地の爆発事故により生じた国内最大級の発電所の破損に伴う経済的な負担によるものであり、恒常的な赤字を抱えているという状況ではない。

以上を踏まえれば、キプロス財政は金融支援を受け、不良債権処理が完了すれば、持続可能な状態に復帰するものと期待される。ただし、今回、預金者に損失負担させたことで、キプロスの金融業は顧客の信認を大きく損なったため、今後は金融業以外の産業による経済成長モデルを模索する必要性に迫られる可能性がある。

（2）金融政策

（i）ECBの金融政策

ECBは13年5月の政策理事会において、10か月ぶりに政策金利を0.25%ポイント引き下げ、過去最低水準の0.50%とすることを決定した。これに伴って、限界貸付金利（上限）を1.50%から1.00%に引き下げる一方、中銀預金金利（下限）は0.00%に据え置き、両者の差であるコリドー幅を±0.5%に縮小させた（第1-4-55図）。

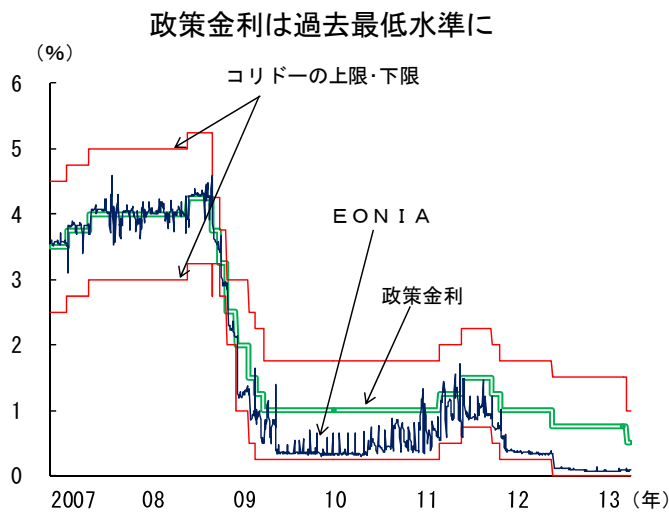
また併せて、これまで実施してきた固定金利での無制限流動性供給オペを少なくとも14年7月頃まで延長することを決定し⁵⁶、さらに非金融機関の資産担保証券（ABS）市場の機能を高めるため、欧州開発銀行（EIB）等と検討を開始することを明らかにした。

これら措置の背景としては、中期的なインフレ圧力が抑制されている中、経済活動の弱さが13年春まで続いていることや、中小企業向けの貸出低迷が挙げられる。また景気の先行きについては、ECBは13年後半から緩やかに回復すると予測しているが、経済見通しに係るリスクは下振れ方向にあると判断しており、内外需の下振れのほか、ユーロ圏各国の構造改革に対する取組の遅れを下振れリスクとして言及した。

⁵⁶ 1週間物資金供給オペは少なくとも14年7月8日まで、特別期間資金供給オペ及び3か月物資金供給オペは少なくとも14年4～6月期まで延長することを決定した。

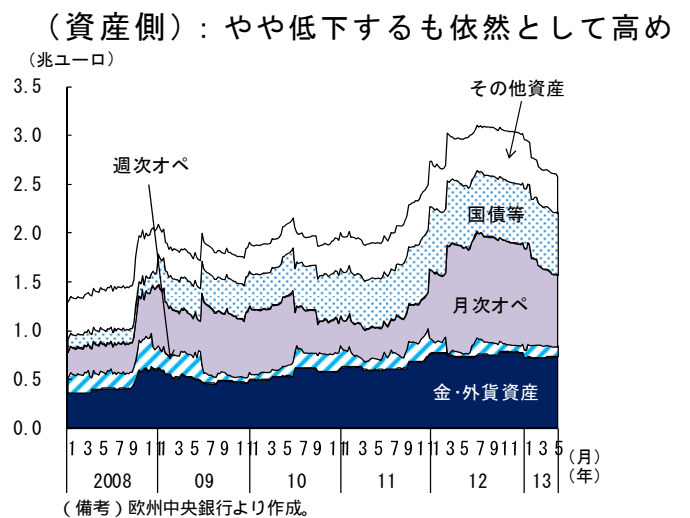
しかし、利下げによる景気浮揚効果は、アナウンスメント効果はあったにしても、インターバンク金利であるEONIAは既にほぼ0%で推移していた⁵⁷ことから、実際の資金需要に対しては限定的とみられている。ドラギ総裁は、追加利下げやマイナスの中銀預金金利の可能性にも言及したことから、市場では追加利下げへの期待が高まっている。なお、11年12月と12年2月の3年物資金供給オペ(Long Term Refinancing Operations)の借入を金融機関が早期に返済したが、これによるユーロシステムのバランスシート縮小の金利に対する影響は限定的であった(第1-4-56図)。

第1-4-55図 政策金利及びEONIA :



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. 政策金利は1週間物資金供給オペに係る金利。コリドーの上限が限界貸付金利、下限が中銀預金金利。
 3. EONIA (Euro Overnight Index Average) は、ユーロ圏の銀行間市場における無担保翌日物金利を平均したものの。

第1-4-56図 ECBのバランスシート



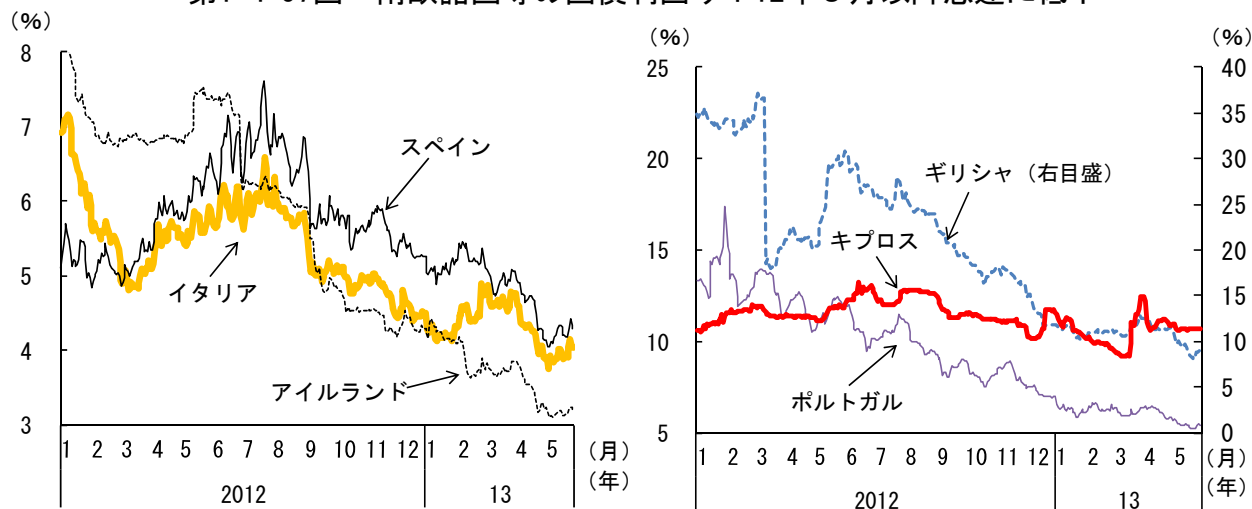
また、ドラギ総裁は各国政府による構造改革や銀行同盟への取組を進めることの重要性についても繰り返し強調している。

12年9月に新たな国債買取策(OMT: Outright Monetary Transactions)を発表したことは、市場において「ECBが最後の貸手(Lender of Last Resort)になる」と宣言したと受け止められ、南欧諸国等の国債利回りは急速に低下した(第1-4-57図)。その後も、キプロス支援問題等で一時上昇した以外は、前述したような財政再建の遅れにもかかわらず、国債利回りは低下傾向にある。これは、ECBの対応や各国の取組が評価された部分もあるが、世界的な金融緩和によるリスク選好度の高まりによるところも大きい。しかし、こうした市場の変化に気を緩め、債務危機の根本的な解決に不可欠な構造改革へ

⁵⁷ 08年の世界金融危機前は、EONIAはECBの政策金利近傍で推移していたが、危機後にECBが無制限流動性供給を導入したため、銀行間市場で資金を調達することが出来なくてもECBから十分に資金を借り入れることが可能となり、銀行間市場の需給が緩んでEONIAは低下していた。

の各国の取組が遅れば、ユーロ圏にぜい弱性が残るままとなり、再び政府債務危機のリスクが高まる可能性がある。OMTを含めECBが講じている措置によって基礎的な財政収支や経済構造自体が改善するわけではない。OMT等によって安定した金融資本市場環境の中で、遅滞なく構造改革や統合深化を進めることの重要性は変わらない。

第1-4-57図 南欧諸国等の国債利回り：12年9月以降急速に低下



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. アイルランドは8年物、その他は10年物。

(ii) 銀行同盟の進捗状況

12年6月のユーロ圏首脳会合でユーロ圏の金融機関を一元的に監督する機関の創設が決定され、同年9月には欧州委員会が単一監督メカニズム(SSM: Single Supervisory Mechanism)に関する規制のドラフトを公表した。ECBは、金融政策等を掌握する政策理事会とは別に監督理事会を設け、ユーロ圏銀行に対する認可付与・取消に関する決定や自己資本の審査等の任務を遂行することになる。

12年12月のEU財務相会合では、12年末までにSSM法案を採択し、ECBが同法案に定められた任務を14年3月1日または同法案公布の12か月後のいずれか遅い時点に開始することを決定した。また、同月のEU首脳会合では、SSM設立後にESMが銀行へ直接資本注入するための実務上の枠組みを13年6月までに策定することを決定した。

しかし、既に予定は後ろ倒しとなっている。SSM法案は13年3月になってようやく非公式合意に至っただけ⁵⁸、その後の作業がスムーズに進んでも法案公布は13年夏となり、ECBがユーロ圏の銀行監督任務を開始するのは14年夏以降となる見込みである(第1-4-58表)。

また、13年2月にはESMが銀行に対して直接資本注入を行うための資金に上限を設

⁵⁸ EU議長国のアイルランドと欧州議会との間での非公式合意。

けることが検討されることになった。しかし、事前に上限を設ければ、金額が不十分だと市場からの信認を失うおそれがあるほか、大規模な銀行危機に迅速に対応できない可能性がある。一部の参加国も懸念を表明し、上限設定に係る見直し条項を併せて導入することも合意されたが、詳細は決まっていない。13年6月までにE S Mによる直接資本注入のための枠組みを決定するとの目標も達成できない公算が大きくなっている。

こうしたS S Mに係る取組に加え、単一破たん処理メカニズム（S R M : Single Resolution Mechanism）の創設へ向けた動きもみられる。銀行破たん処理を行う際に統一ルールで迅速な対応が求められるとの考えがS R M創設の背景にあり、共通の破たん処理ルールや破たん処理基金を備えた枠組みとなる模様である。

12年12月のE U首脳会議では欧州委員会が13年中にS R Mに関する提案を行うことが決定されるとともに、閣僚理事会と欧州議会に対し、関連法規を14年6月の議会終了までに採択することが求められた。既に提案済みの破たん処理指令案⁵⁹ や預金保証指令案⁶⁰ に関しては、13年6月までに合意することが求められた。

第1-4-58表 銀行同盟の進捗状況

機能	期限	関連手続き等	進捗状況
単一監督メカニズム (S S M)	12年末	S S M法案採択	13年3月非公式合意
	14年3月1日またはS S M法案公布の12か月後のいずれか遅い時点	S S M稼働	14年夏頃になる見込み
単一破たん処理メカニズム (S R M)	13年6月	破綻処理指令案合意	審議中
	13年中	欧州委がS R Mに関する提案	未着手
	14年夏	欧州委の提案に合意	未着手
共通預金保険	13年6月	預金保険指令案合意	審議中

(備考) 欧州委員会等より作成。

また、破たん処理を進める組織として、単一破たん処理機構（S R A : Single Resolution Authority）をS R Mに含めることが重視されている⁶¹。統一ルールが存在しても破たん処

⁵⁹ 破たん処理指令案は12年6月に欧州委員会が公表したもので、銀行に対して破たんへの備えや防止措置の策定・実施を求めるとともに、経営悪化の際の介入、破たん処理の進め方等について規定している。破たん処理に関しては、事業分割や資産売却を行うだけでなく、ペイルインを行うとされている。

⁶⁰ 預金保証指令案は10年7月に欧州委員会が公表したものである。元々、預金保証指令は94年に導入されたが、預金の最低保証額は2万ユーロだった。09年には最低保証額が10万ユーロとされ、10年の改正案は最低保証額を据え置くものの、払い戻し期間の規定や保証機構の資金調達の方法等についても定める内容となっている。

⁶¹ Draghi, M. (2013)及び Van Rompuy, H. (2012)

理を進める主体が各国政府ならば、破たん銀行を抱える国は破たん処理基金の負担で処理しようという誘因が働く一方、健全な銀行システムを持つ国はモラルハザードをおそれて破たん処理に慎重になるなど、特にクロスボーダーでの処理が求められる状況で適切な意思決定が行われない可能性がある。SRAがヨーロッパの利益を念頭において最適な処理を実施することが重要であるとされている。

もっとも、SRMに関しても各国の意見調整が長引いて予定通りに議論が進展しない可能性がある。破たん処理ルールの一つとして、バイルイン（銀行債権者の負担）が規定される見通しであるが、これは、銀行破たん処理を大口預金者や銀行債保有者に負担を求めることにより、リスクの高い銀行の銀行債利回りの上昇等を通じて銀行経営の規律を確保するとともに、破たんした場合の処理コストの適切な配分を図るものである。しかし、キプロスの銀行再編策に預金者負担が含まれたことによる混乱を受け、バイルインのあり方に関する審議に影響が出ている模様である。

さらに、既述の破たん処理基金は銀行部門の拠出で賄われることになっているが、短時間で市場から信認される規模の基金を創設できるかは不透明である。大幅な銀行課税を行えば、基金は創設できたとしても、銀行収益の圧迫要因となることも考えられる。当面は公的部門の拠出によって基金を運営し、事後的な課税で中長期的には財政負担をなくすとの考えも12年12月のEU首脳会議で示されたが、一時的であれ財政負担が生じることによりドイツ等の国が同意するかは疑問である。特に13年9月に総選挙を控える中、ドイツは財政負担の増加には慎重になることが予想される。

以上のようにSSMやSRMを創設することは、銀行部門と政府部門との間で形成される「悪循環」を是正するために必要不可欠である⁶²。12年6月以降、これらの創設に向けて、具体的な工程が明らかにされてきたことは評価できる。今後はそれらをいかに速やかに実行していくかが問われている。

3. ヨーロッパ経済の見通しとリスク

ヨーロッパの景気は、一部に下げ止まりの兆しもみられるが、総じて弱い動きとなっている。以下では、ヨーロッパ経済の先行きに係るメインシナリオとそれに対するリスク要因について概観する。

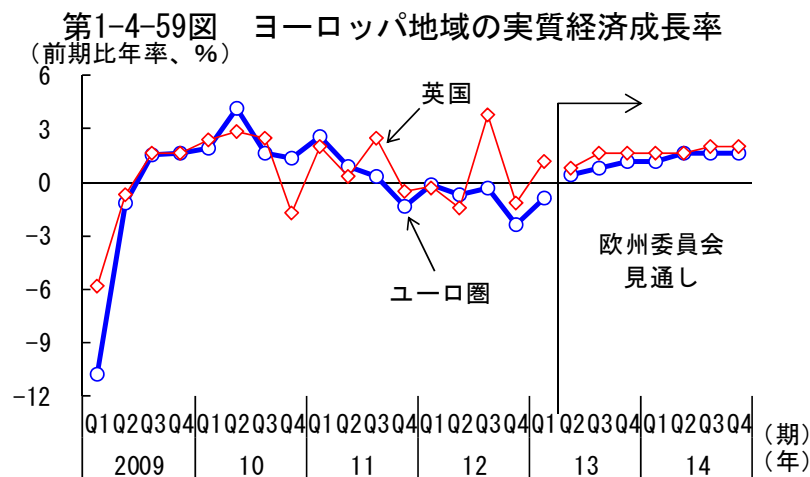
(3) 経済見通し（メインシナリオ）－13年後半以降徐々に持ち直しへ

⁶² 詳細は内閣府（2012b）参照。

ヨーロッパ地域全体の景気は、生産や輸出等に下げ止まりの兆しもみられているが、総じて弱い動きが続いている。主要国の動向をみると、ドイツでは12年秋口以降足踏みがつづいているものの、13年に入り生産や輸出に底堅さもみられている。英国についてもオリンピック後の反動を経て景気は下げ止まりつつある。一方、フランスでは依然内需低迷により弱い動きが続いている。

先行きについてみると、当面はこうした弱い動きが全体としては続くものの、13年後半以降、アメリカ等の域外経済の回復傾向が強まることに伴い、ドイツを中心に輸出主導で徐々に持ち直していくとみられる。

国際機関等の見通しをみると、13年については 0.5%程度の成長率が見込まれているが、その達成は前述のとおりアメリカ等の域外経済の動向に依るところが大きい(第1-4-59図、第1-4-60表)。



(備考)1. ユーロスタット、欧州委員会より作成。
2. 見通しは前期比で公表されるため、内閣府で年率換算。

第1-4-60表 国際機関等の見通し (前年比、%)

		2012年	13年	14年
OECD (5月29日)	ユーロ圏	▲ 0.5	▲ 0.6	1.1
	ドイツ	0.9	0.4	1.9
	フランス	0.0	▲ 0.3	0.8
	英国	0.3	0.8	1.5
欧州委員会 (5月3日)	ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 0.4	1.2
	ドイツ	0.7	0.4	1.8
	フランス	0.0	▲ 0.1	1.1
	英国	0.3	0.6	1.7
IMF (4月16日)	ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 0.3	1.1
	ドイツ	0.9	0.6	1.5
	フランス	0.0	▲ 0.1	0.9
	英国	0.2	0.7	1.5
ECB (3月7日)	ユーロ圏	▲ 0.5	▲0.9~▲0.1 (中央値▲0.5)	0.0~2.0 (中央値1.0)

(備考) ECB “Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area”、IMF “World Economic Outlook, April 2013”、欧州委員会 “European Economic Forecast –Spring 2013”、OECD “Economic Outlook 93”より作成。

(4) 経済見通しに係るリスク要因

経済見通しに係るリスクバランスは下方に偏っており、特に欧州政府債務問題が再び深刻化した場合は、世界経済にも重大な影響を及ぼす可能性がある。

(i) 欧州政府債務問題の再燃

各国の財政再建に向けた取組やE C Bを中心としたユーロ圏レベルでの様々な対策により、12年10月以降南欧諸国等の国債利回りやソブリンC D Sは低下しており、欧州政府債務問題は落ち着いた状態であった。しかし、スペインの財政緊縮と景気悪化の悪循環の持続、預金者の負担も巻き込んだ支援策決定後のキプロスの経済状況等に加え、スロベニア等の近隣他国が抱えるリスクが改めて意識される動きもあり、先行きに対する懸念は依然存在している。欧州政府債務問題が深刻化した場合は、ヨーロッパ経済全体に対する不確実性が再び高まり、企業や消費者の先行き見通しの悪化等を通じて、景気に対する大きな下押しリスクとなる。

(ii) アメリカ、アジア経済等の減速による輸出の減少

ユーロ圏の主要輸出先であるアメリカや、近年シェアを高めているアジア経済等が減速した場合、景気のけん引役である輸出が減少する上、生産や消費に対するマイナスの波及効果が考えられることから、景気に対する下押しリスクとなる。特にアメリカは今後の財政緊縮による同国経済への下押し圧力の規模が不透明であることから、その影響には注意が必要である。

(iii) 雇用情勢の更なる悪化

ユーロ圏の失業率は史上最悪を更新し続け、12%超で推移している。失業率が引き続き上昇した場合は、所得や消費マインドの悪化を通じて個人消費を更に下押しするリスクがある。また、内需の更なる低迷による企業収益の悪化は、失業率を更に上昇させるという悪循環をもたらす。