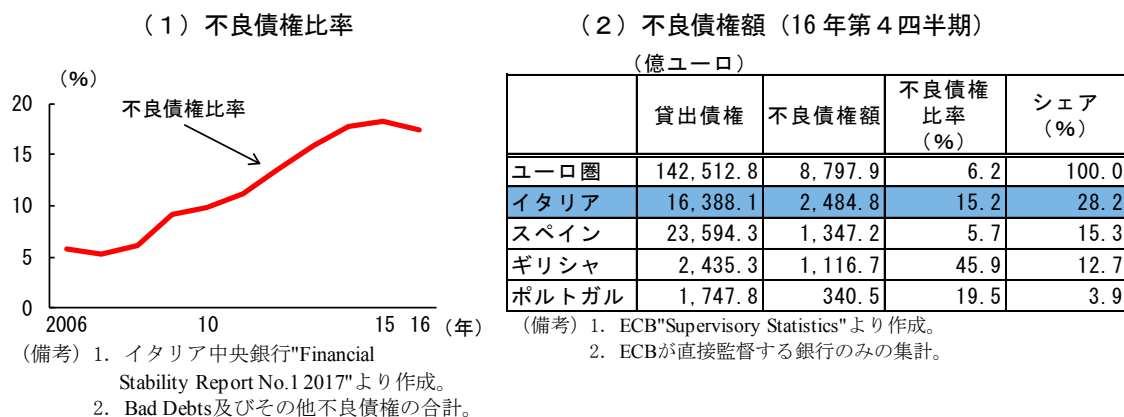


(イタリアの不良債権問題の現状)

イタリアの不良債権比率は、金融危機以降、15年まで上昇し続け、足元では前年と比べやや低下したものの、依然として高水準なままである(第2-3-61図)。ECBが直接監督する銀行の集計でみると、イタリアの銀行貸出債権の約15%が不良債権であり、ユーロ圏全体の不良債権の約3割を占め最大の規模となっている(第2-3-61表)。不良債権の拡大については、後述のとおり様々な要因や背景が指摘されているが、不良債権比率の高止まりが、銀行による新たな貸出の抑制等を通じて、経済への下押し圧力となるばかりでなく、更なる悪循環を招く可能性もあることから、不良債権の解消はイタリア経済にとって重要な課題となっている。また、イタリアで金融不安が生じた場合、欧州全体の金融システムに悪影響が及ぶ可能性も否定できない。

第2-3-61図 イタリアの不良債権比率と不良債権額



イタリアの不良債権問題の現状について整理すると、イタリア中央銀行によれば、16年末の不良債権額は約3,500億ユーロ、GDP比20.9%に及んでおり、その中身についてみると、最も深刻とされる破たん債権(Bad Debts)がおよそ6割を占めている²⁴。不良債権には貸倒引当金が計上されるが、16年末時点の引当率は50.6%と、ECBが公表しているユーロ圏の平均レベル(約46%)を上回っている(第2-3-62表)。しかし、この引当額については、従来の会計基準²⁵では銀行の貸倒引当金が過少となる可能性があったことや、銀行の健全性を示す指標の一つであるテキサス・レシオが、ユーロ圏平均を大

²⁴ イタリア中央銀行によると、不良債権の定義は15年より欧州銀行監督機構(EBA)の基準に従い、以下の3種類に分類される。(1)元利金の支払いが90日を超えて延滞しているもの、(2)元利金の全部が返済されない可能性があるもの、(3)破たん又は実質的に破たんに近い状況にあるもの(Bad Debts)。

²⁵ イタリアを含む欧州の銀行では国際会計基準(IAS)39号に基づいた貸出債権の認識・測定が行われてきた。本基準においては、景気の悪化等により貸出先が元金支払をできない可能性があっても、引当金を積み必要がなく、元金支払の遅延など減損の客観的証拠がなければ引当金が計上されなかったため、イタリア銀行の貸倒引当金が不十分であったとする見方もある。なお、イタリア政府は14年に、将来の景気悪化や業績悪化の発生予想を踏まえて貸倒引当金を計上する必要がある国際財務報告基準(IFRS)9号を18年から適用することを決定している。

大きく上回るなどから²⁶、不十分だとの指摘もみられる。

不良債権比率が上昇した背景については、もともと銀行数が多く競争が激しい中で、甘い審査による貸出を行い、収益性が低いという問題があったところに、世界金融危機や欧州債務危機後、イタリア経済の回復が遅れたことなどが指摘されている²⁷。

不良債権問題の解決が遅れた背景には、上述のとおり貸倒引当金が過少であったことや、税制上、不良債権の償却による損失を損金算入するには、裁判所による破たん認定が必要となるが、これに長期間を要するといった構造的要因があり、銀行は損失につながりやすい不良債権の償却や売却に消極的となったことなどが指摘されている。また、スペインのように不良債権を移管する資産管理会社が存在しなかった²⁸ことや、破たん認定から担保物件の売却までに、他の欧州諸国と比べて長期間を要するなど不良債権処理の仕組みが不十分であった点等も指摘されている。なお、足元では経済が緩やかながらも回復していることもあり、新規の不良債権発生比率は低下傾向にあるものの、新規破たん債権の発生比率は依然として高止まりの状況にある（第2-3-63図）。

第2-3-62表 イタリアの不良債権と貸倒引当金

(億ユーロ)

| | 15年末 | | 16年6月末 | | 16年末 | |
|--------|-------|-----------------------------|--------|-----------------------------|-------|-----------------------------|
| | 不良債権 | うち、 破たん債権 (Bad Debts) | 不良債権 | うち、 破たん債権 (Bad Debts) | 不良債権 | うち、 破たん債権 (Bad Debts) |
| 残高 | 3,600 | 2,100 | 3,560 | 2,140 | 3,490 | 2,150 |
| 貸倒引当金 | 1,634 | 1,233 | 1,652 | 1,263 | 1,766 | 1,339 |
| 引当率(%) | 45.4 | 58.7 | 46.4 | 59.0 | 50.6 | 62.3 |

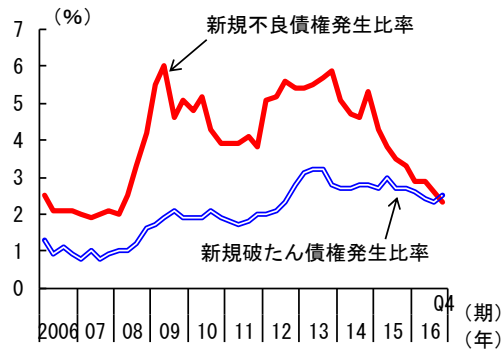
(備考) イタリア中央銀行"Financial Stability Report"より作成。

²⁶ ECB 銀行監督委員会委員である Ignazio Angeloni 氏が 16 年 5 月に行ったスピーチによれば、テキサス・レンオ（自己資本と貸倒引当金の総額に対する不良債権の割合）が、ユーロ圏平均が約 59%であるのに対し、イタリアは約 102%に達しているとしている。

²⁷ Ignazio Angeloni 氏は、同スピーチで、イタリアの不良債権比率が高い背景にイタリア企業の高レバレッジと低収益性を挙げている。

²⁸ イタリア政府は、後述の不良債権処理に対する取組の中で不良債権を買い取る資産管理会社（いわゆるバッドバンク）の創設を目指したが、欧州委員会が EU 法に抵触すると懸念を示したことから、創設されなかった経緯がある。

第 2-3-63 図 イタリア新規不良債権発生比率の推移



(備考) 1. イタリア中央銀行"Financial Stability Report No.1 2017"より作成。
2. 年率換算。

こうした不良債権問題の改善に向けて、イタリアでは15年以降、政府や民間において様々な取組が行われてきたが(第2-3-64表)、16年7月にEBA(欧州銀行監督機構)より公表されたストレステストの結果²⁹、イタリア大手銀行に資本不足懸念が生じ、イタリアの銀行株が急落するなどの混乱が生じた。同行の救済にあたっては、公的資本の注入も検討されたものの、同行より、16年7月及び10月に、不良債権処理スキーム(第2-3-64表)を活用した不良債権の売却や増資を含む再建計画が発表された。これは、16年1月に施行されたEUのBRRD(銀行再生・破たん処理指令)では、公的資本注入前に債権者や預金者が銀行の損失を負担する、いわゆるベイルインが必要とされるため、イタリアではその適用が困難³⁰とみられていたからである。しかしながら、結果的に再建計画は不調に終わり、16年12月にイタリア政府は同行への公的資本注入を閣議決定し、17年2月には経営難の銀行に対し最大200億ユーロの公的資本を注入する法案が議会で可決された。イタリア政府による同行への公的資本注入は、BRRDに例外条項として規定されている「予防的な資本増強(precautionary recapitalization)」を適用した上で、ベイルインによる債権者の負担を可能な限り軽減することを模索しているとみられているが、例外条項適用の妥当性等については、今後、欧州委員会やECBが判断を下すことになっている³¹。また、イタリアで他行を救済する場合においても、同様の処理ができるかは不

²⁹ EBAは16年7月29日、欧州主要51行を対象とするストレステストの結果を公表し、「EUの銀行部門全体としては健全であるものの、個別行の結果には大きなばらつきがみられる」と評価した。このストレステストで、イタリアの大手銀行1行が、経済悪化シナリオにおいて中核的自己資本(CET1)比率がマイナスとなり、同行に対する資本不足懸念が生じた。

³⁰ イタリアでは、ベイルインの対象となる劣後債保有者に多くの個人投資家が含まれているとみられており、15年に地方銀行の救済にあたってベイルインを適用した際、社会問題となったことなどから、適用は困難とみられていた。

³¹ 17年6月1日に欧州委員会は、同行に対しBRRDに従って「予防的な資本増強」を行うことについて、イタリア当局と原則的合意に至った旨公表している。

透明³²であり、今後の動向が注目される。

第 2-3-64 表 イタリアの不良債権問題に対する主な取組

| 取組 | 具体的内容 |
|---------------|---|
| 銀行再編の促進 | <ul style="list-style-type: none"> ・大規模信用組合（ポポラーレ銀行）のガバナンス改革（15年3月） イタリア銀行法に基づき、1人1議決権等が課せられていたポポラーレ銀行の定款変更等によって買収防衛を困難とするもの。 ・小規模信用組合（BCC）の再編（16年4月） ・大手行の経営統合（16年3月） |
| 債権回収の迅速化 | <ul style="list-style-type: none"> ・不良債権回収円滑化の法令（16年5月） 法人向け不動産担保の融資において、債務者が破たんした場合、裁判外手続きによって、債権者が担保権を実行できるようにするもの。 これにより、従来6～8年かかるとされていた担保権実行の手続きが、6～8か月になるとされている。 |
| 不良債権処理スキームの構築 | <ul style="list-style-type: none"> ・政府保証（GACS）（16年1月） 証券化した不良債権の一部に、政府が保証を付与するもの。不良債権を売却する銀行が保証料を政府に払い、保証額は市場価格に基づくものであることから、公的支援とはみなされない。 ・民間保証（アトランテ、アトランテ2）（16年4月～） 国内金融機関等の拠出によって設立された銀行救済ファンドで、BRRD等の制約を受けることなく、銀行への資本注入や、不良債権の買い取り等を行えるもの。16年4月に42.5億ユーロを調達したが、地銀2行の救済にその資金のおよそ半分を使用したとされ、その後、救済余力拡大のため、新たな救済ファンド、アトランテ2が設立された。 |

（備考）各種報道・資料より作成。

（iv）スペイン経済の動向

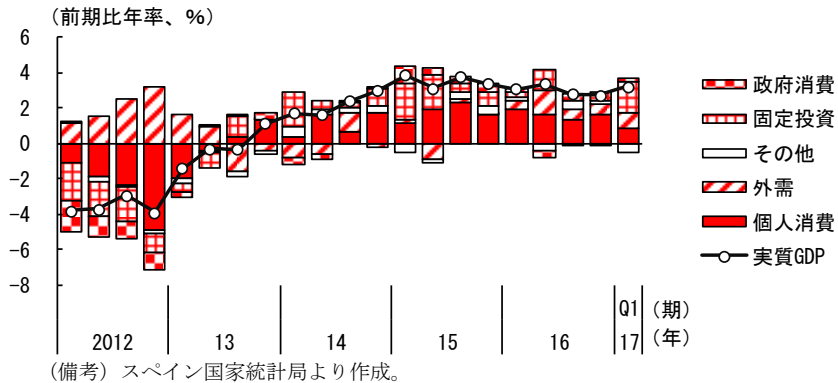
（14四半期連続のプラス成長が続く）

スペインの実質経済成長率は、16年は前年比3.2%と15年と同じ成長率を維持し、17年1～3月期の成長率も前期比年率3.3%と14四半期連続のプラス成長となり、堅調な回復が続いている（第2-3-65図）。

需要項目別にみると、総じて内外需のバランスがとれているが、特に雇用情勢の改善に支えられた個人消費を中心とした景気回復が続いている。

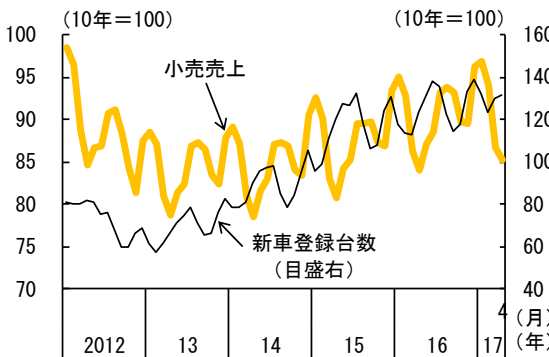
³² 17年6月25日に欧州委員会は、イタリアの中小銀行2行の破たん処理に関しても、イタリア政府による公的資本注入を認める旨公表している。

第2-3-65図 スペインの実質経済成長率（需要項目別寄与度）



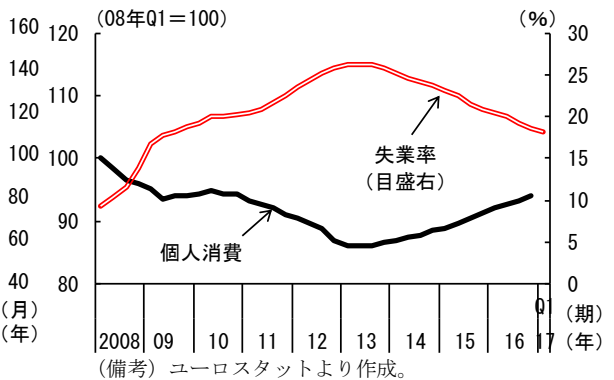
個人消費は、08年の金融危機前の水準には回復していないものの、小売売上や新車登録台数の増加をみても、13年以降堅調に推移している（第2-3-66図）。堅調な個人消費の背景には、依然として失業率は高水準であるものの、改善が続く雇用情勢が後押ししていると考えられる（第2-3-67図）。

第2-3-66図 スペインの小売・新車登録



(備考) 1. スペイン経済財政省、スペイン統計庁より作成。
2. 小売売上は季調値の3か月移動平均値。
3. 新車登録台数は3か月移動平均値。

第2-3-67図 スペイン個人消費・失業率



(備考) ユーロスタットより作成。

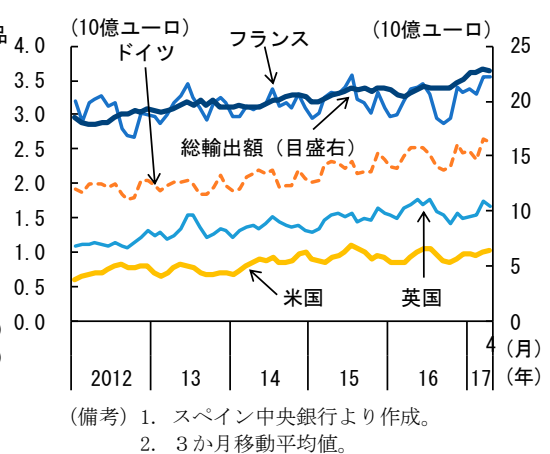
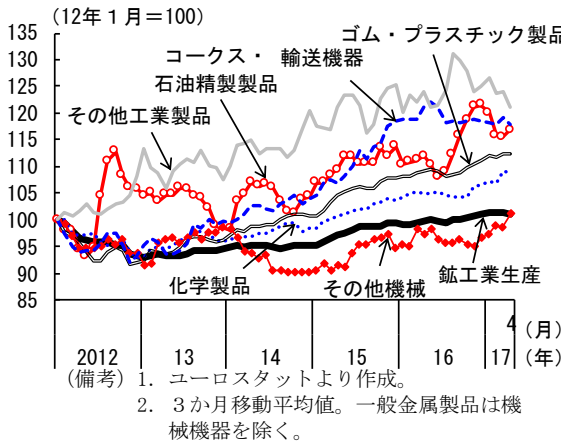
企業部門をみると、堅調な内外需を反映し、生産も増加している。全ての産業において生産の増加傾向がみられるが、輸送機器や化学製品の増加が顕著である（第2-3-68図）。

輸出は、世界経済の改善やユーロ安を背景として、16年中ごろより持ち直している。仕向先別にみると、フランス、ドイツ等のユーロ圏内向けも英国、アメリカ等のユーロ圏外向けもともに堅調である（第2-3-69図）。商品別では、ほぼ全ての財が増加傾向にあり、中でも、輸送機器や化学製品の増加が顕著である（第2-3-70図）。輸出受注が増加し

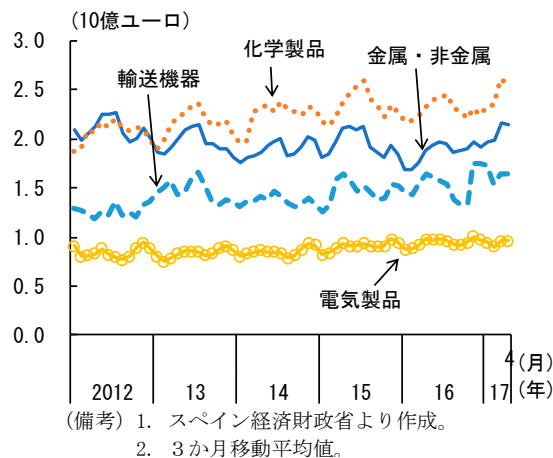
ているとする企業も増えており、スペインの輸出環境は改善してきているとみられる（第2-3-71図）。

固定投資の動向をみると、世界金融危機前の水準への回復には至っていないが、内外需の押上げを受け、機械設備投資を中心に緩やかに増加している（第2-3-72図、第2-3-73図）。

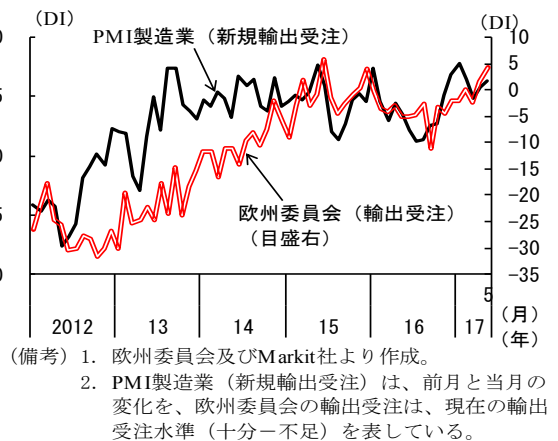
第2-3-68図 スペイン鉱工業生産（産業別） 第2-3-69図 スペイン財輸出（仕向先別）



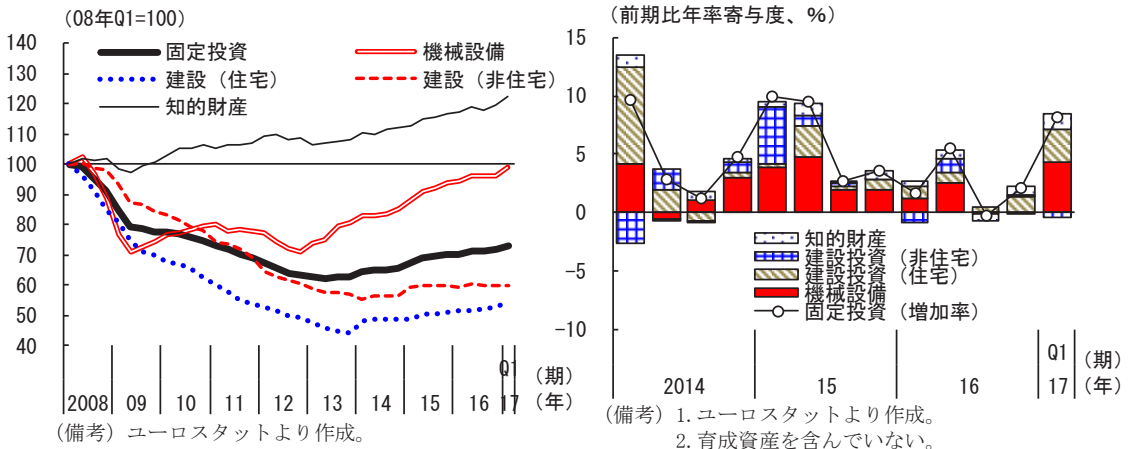
第2-3-70図 スペイン財輸出（商品別）



第2-3-71図 スペイン輸出受注

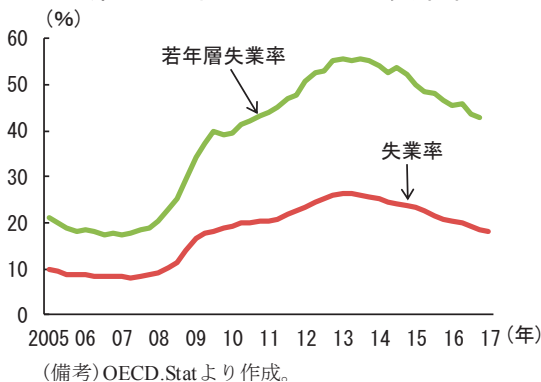


第2-3-72図 スペインの固定投資(水準) 第2-3-73図 スペイン固定投資(伸び率)

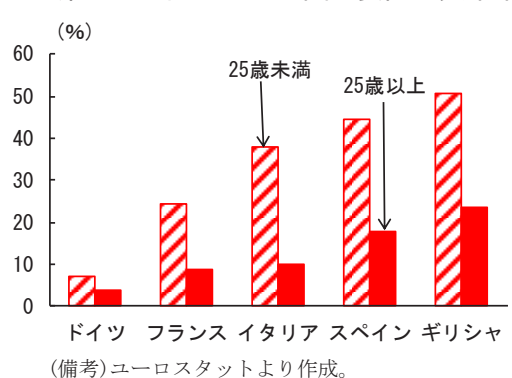


このような堅調な経済成長が続くスペインではあるが、失業率は17.8%と高く、特に16~24歳若年層の失業率は39.3%と他のユーロ圏諸国と比較して高い水準にある(第2-3-74図、第2-3-75図)。若年層の雇用が進まない場合、人的資本の蓄積が遅れ、長期的な経済成長にマイナスの影響が及ぶ可能性もあることから、今後の動向が注目される。

第2-3-74図 スペインの失業率



第2-3-75図 ユーロ圏主要国の失業率



(2) 英国経済の動向

(i) 最近の英国経済

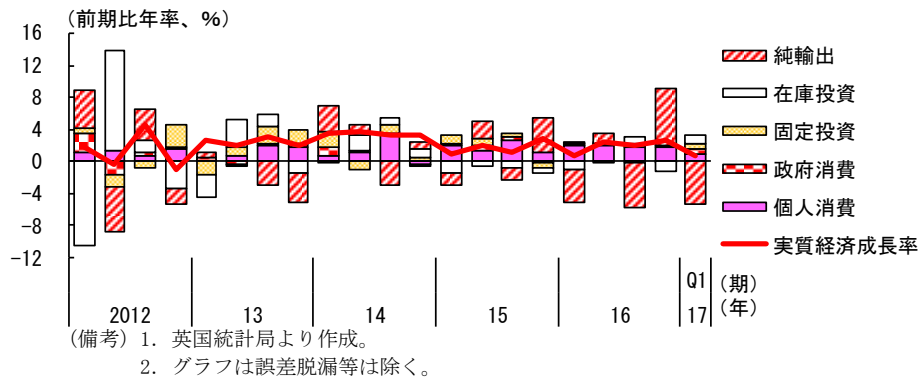
(一部に弱い動きがみられる英国経済)

英国経済は、このところ一部に弱めの動きもみられるが、景気回復が続いている。17年1~3月期の実質経済成長率は、前期比年率0.7%と16年1~3月期以来の成長鈍

化となった。

これまで英国の経済成長をけん引してきた個人消費や、個人消費に関連したサービス産業の成長鈍化が影響しており、後述するように、ポンド安等による消費者物価の上昇が家計の購買力を低下させ、これによる個人消費の下押しが顕在化し始めたと言える（第2-3-76図）。

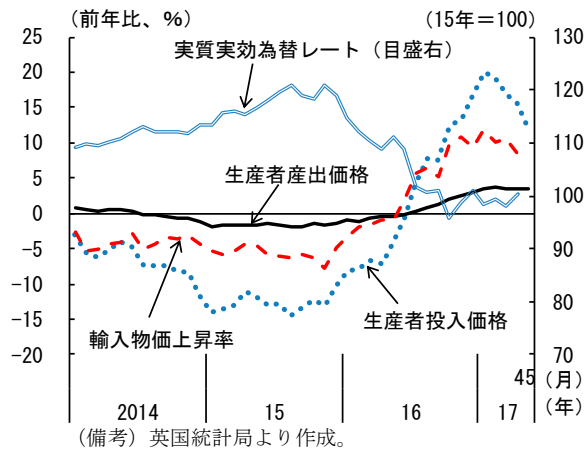
第2-3-76図 英国の実質経済成長率（需要項目別）



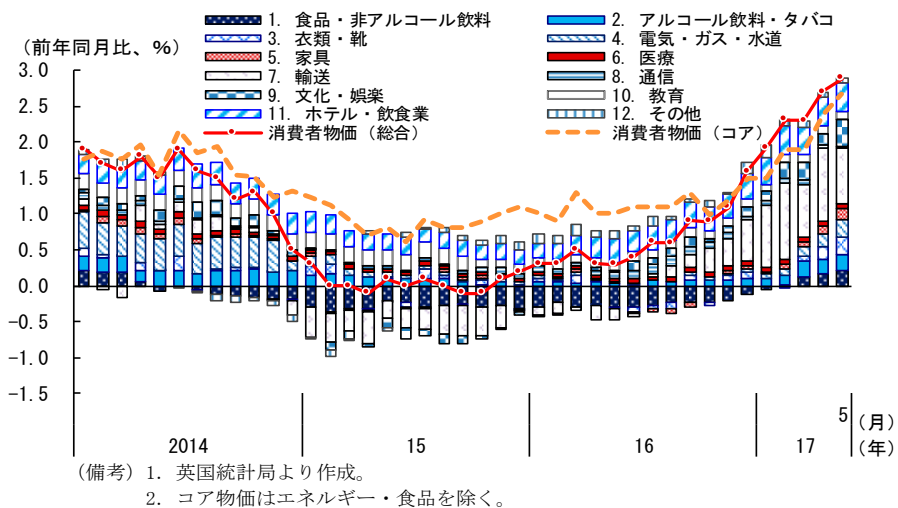
（輸入物価上昇の消費者物価への転嫁が進む）

15年末以降の大幅なポンド安や16年初からのエネルギー価格の上昇等により、それまで前年比マイナスが続いていた輸入物価や生産者投入価格は、16年入り後、急速にマイナス幅を縮小させ、16年半ばにはプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大させていった（第2-3-77図）。生産者産出価格についても、比較的緩やかではあるが、16年半ば以降上昇基調を示している。こうした流れを受けて、消費者物価についても16年半ばごろより上昇が加速し始めている。エネルギーと非加工食品を除いたコア物価は比較的安定して推移していたが、これについても16年末ごろから上昇率が高まった（第2-3-78図）。このように、ポンド安やエネルギー価格上昇等を受けて、川上の生産から川下の消費へと価格転嫁が進んでいった様子が見える。

第 2-3-77 図 英国の生産者投入・産出価格と為替レート



第 2-3-78 図 英国の消費者物価上昇率 (項目別寄与度)



消費者物価上昇率を項目別にみると、エネルギー価格上昇に伴い輸送が大きく上昇に寄与していること、14年後半以降マイナスに寄与していた食品・非アルコール飲料が、徐々にマイナス幅を縮小させ、17年3月にプラスに転じたことが特徴として挙げられる(第2-3-78図)。食品価格は輸入物価の影響を受けやすいため、それが表れた形となっている。食品価格の上昇がそれまで抑えられてきた背景には、スーパーマーケット間の価格競争があったと指摘されている³³。また、消費者がインターネット販売の普及により価格に敏感になっているため、食品小売業者及び食品生産者は、仕入れ価格上

³³ Bank of England (2017b)

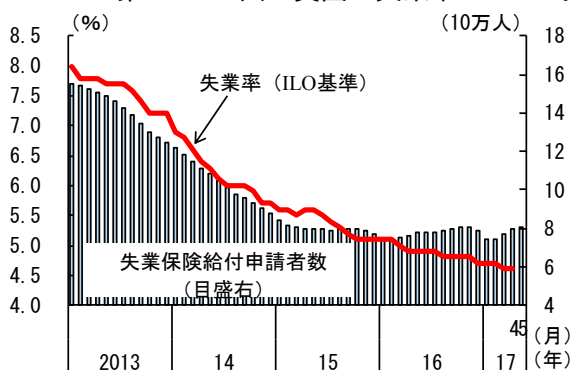
昇をこれまで以上に吸収することで、マーケットシェアを維持してきたとも指摘されている³⁴。しかし、ポンド安の急激な進展が、これ以上の企業による仕入れコスト増の吸収を難しくしたため、価格転嫁が進んでいるものとみられる。

（雇用情勢は改善が続くものの、賃金が低迷）

雇用情勢は改善が続いている。ILO 基準の失業率は 4.6% にまで低下し、75 年以來の低水準となっている（第 2-3-79 図）。就業者数の増加とともに、労働力人口も緩やかに増加しており、労働需給のひっ迫が労働市場への参加を促すと同時に雇用も拡大している状況にある（第 2-3-80 図）。ただし、労働市場の先行指標として位置づけられる失業保険申請件数等が足元で若干悪化している。

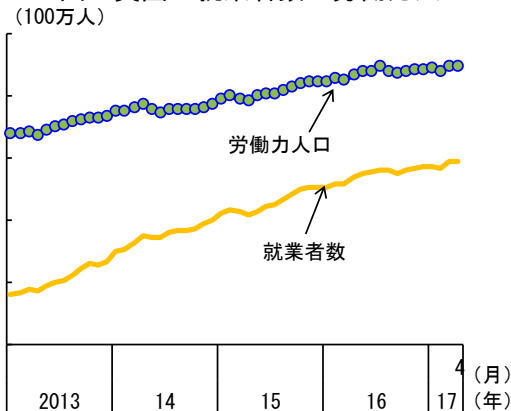
一方、労働需給がひっ迫する中でも、このところ賃金は伸び悩んでいる。名目週平均賃金は伸びが低下してきており、また、先にみた消費者物価の上昇を受けて、実質賃金は 17 年 3 月以降前年比マイナスとなっている（第 2-3-81 図）。

第 2-3-79 図 英国の失業率



(備考) 1. 英国統計局より作成。
2. 失業率 (ILO基準) の各月値は 3 か月平均。
3 月値は、1 ~ 3 月の平均となる。

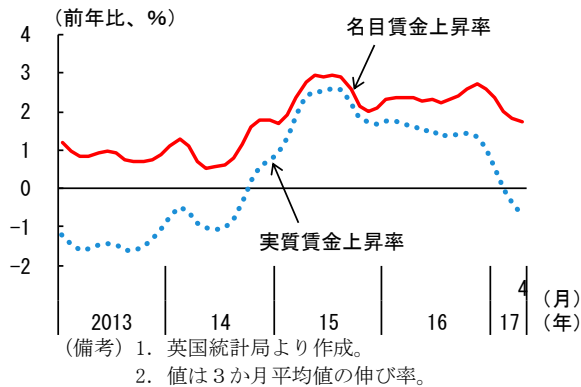
第 2-3-80 図 英国の就業者数・労働力人口



(備考) 英国統計局より作成。

³⁴ Bank of England (2017b)

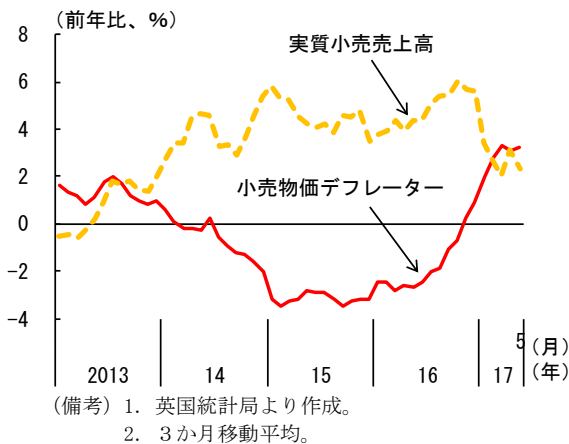
第 2-3-81 図 英国名目賃金及び実質賃金



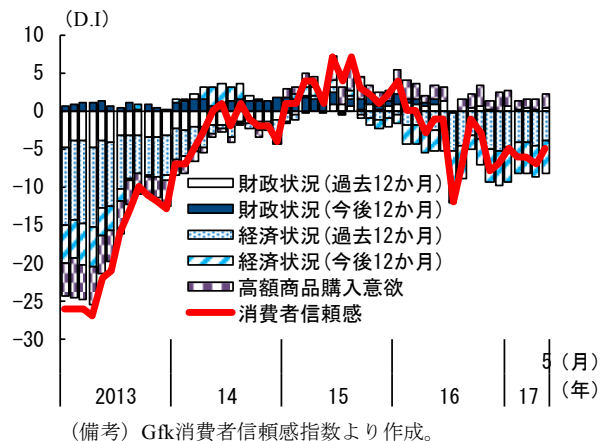
(物価上昇から消費の一部に弱めの動き)

これまで英国経済は個人消費を中心に支えられてきたが、一部に弱めの動きもみられ始めている。第 2-3-82 図は、実質小売売上高と小売物価デフレーターの推移を示したものであるが、小売物価デフレーターの上昇を受けて、16年11月以降、実質小売売上高は伸びが低下傾向となっている。また、17年1～3月期の個人消費は、前期比0.3%と14年10～12月期以来の低い伸びにとどまった(前掲第2-3-76図)。これは、先にみたとおり、昨年後半以降の物価上昇の影響により、実質賃金の伸びが顕著に低下するなど、購買力低下による消費者の買い控えが表れてきたものと考えられる。また、消費者信頼感についてみると、EU 残留・離脱を問う国民投票直後の16年7月に大きく低下した後、急激に回復したものの再び低下し、依然としてマイナス圏内で推移している(第2-3-83図)。

第 2-3-82 図 英国の小売売上と物価



第 2-3-83 図 英国の消費者信頼感



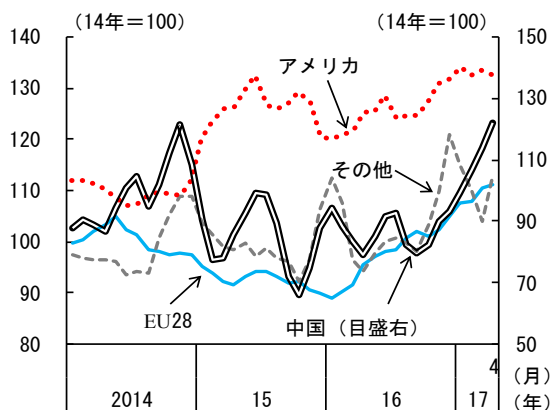
(輸出は増加、生産はこのところ横ばい)

英国の企業部門の動向をみると、輸出については、世界経済の持ち直しによる外需拡大とポンド安により増加している(第2-3-84図)。仕向先別では、特に16年後半以降のポンド安が進んだ局面で、アメリカ、EU、中国向けが増加している(第2-3-84図)、財別では、16年に入り機械・輸送機器が堅調に伸びており、年後半からは化学製品も増加し、秋ごろからは原油輸出に回復がみられる(第2-3-84図)。

次に生産についてみると、鉱工業生産指数は、16年秋以降徐々に持ち直しに向けた動きがみられるようになった(第2-3-85図)。製造業の新規輸出受注と生産活動の関係をPMI指数でみると、おおむね連動した動きとなっており、輸出が生産活動に好影響を与えたとみられる(第2-3-86図)。また、ポンド安の影響により、輸入から国内のサプライヤーに切り替える動きもみられ、国内からの受注が増えたことも、生産増加の要因と言われる³⁵。しかし、17年に入り、振れの大きい基礎医薬品の減少に加え、暖冬の影響により電気・ガス・熱供給も減少した。また、個人消費の一部に弱めの動きもみられることから、国内向け消費財の出荷に鈍い動きがみられた。これを背景に、生産はこのところ横ばいの動きとなっている。

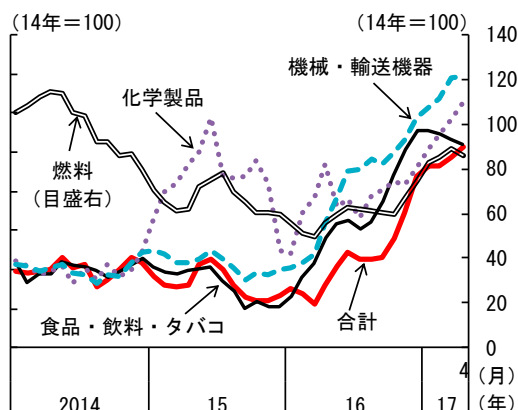
第2-3-84図 英国の財輸出(3MA)

(1) 仕向先別



(備考) 英国統計局より作成。

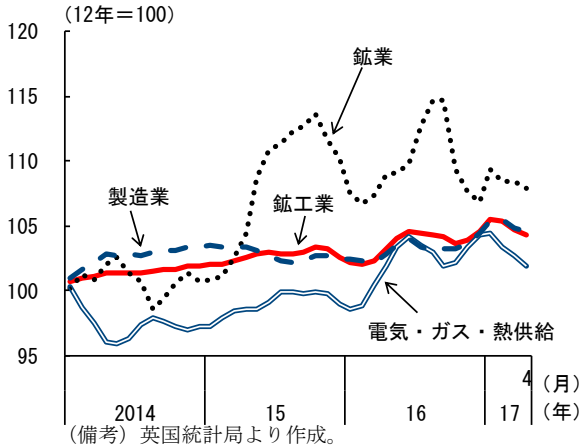
(2) 財別



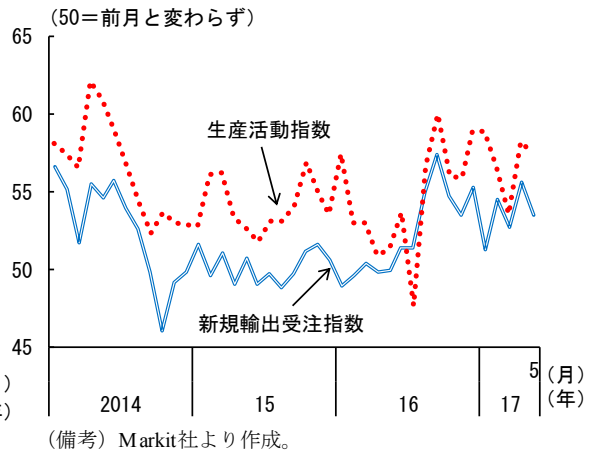
(備考) 英国統計局より作成。

³⁵ Office for National Statistics “Profitability of UK companies: Oct to Dec 2016”

第 2-3-85 図 英国の鉱工業生産（3MA）

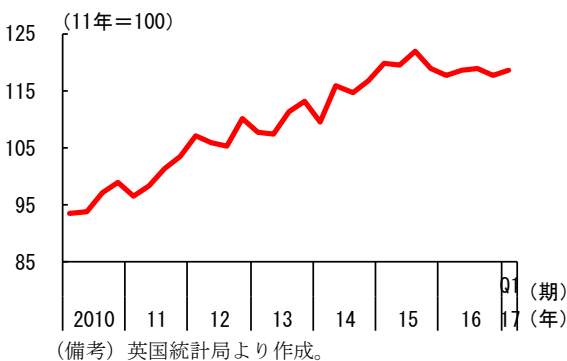


第 2-3-86 図 英国の製造業 PMI

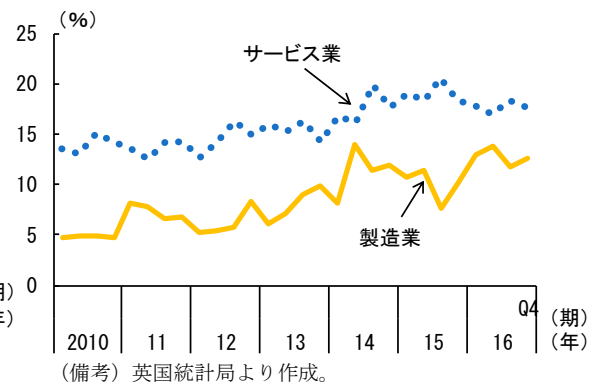


設備投資については、設備投資に大きな影響を与える企業の利益率の動向をみると、サービス業では足元でやや鈍化しているが、サービス業、製造業ともに上昇傾向にあり（第 2-3-88 図）、また、BOE（イングランド銀行）の企業調査では、EU 残留・離脱を問う国民投票直後は設備投資意欲が急激に低下したものの、その後、輸出の増加等を背景に、製造業、サービス業ともに上向いている（第 2-3-89 図）。一方で、17 年 1～3 月期の設備投資は前期比 0.6%と横ばいの動きとなっており（第 2-3-87 図）、今後の設備投資については、本格的に始まる EU との離脱交渉の行方を見極めながら、企業は慎重に投資判断を行うと考えられる。

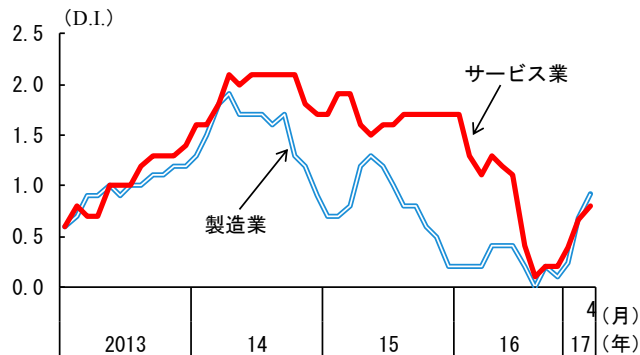
第 2-3-87 図 英国の民間企業投資の推移



第 2-3-88 図 英国の企業利益率



第 2-3-89 図 英国の企業投資意欲



(備考) 1. イングランド銀行より作成。
 2. 今後12か月の企業の設備投資意欲について調査。
 3. 点数は5ポイントから▲5ポイントの範囲で回答。

(経済安定を第一の目的とした財政)

英国政府は、17年3月に17年度の予算案及び経済財政見通しを公表した。政府は20年度までに、公的部門³⁶の構造的財政赤字GDP比を2%以内にするとの財政健全化目標を掲げており、今回の見通しでは、15年度実績の3.6%から18年度には1.9%に改善し、目標を達成すると見込まれている。また、この他に20年度より純債務残高GDP比を低下させるとの副目標が掲げられており、これについては17年度の88.8%をピークに、その後毎年度低下していくものと見込まれている(第2-3-90表)。

17年度予算は、英国がEU離脱プロセスを始める中で、経済安定を第一の目的とし、若年層の教育・雇用機会の拡大や介護等の公共サービスの充実等に重点が置かれている。また、比較的低い英国の生産性上昇率³⁷を向上させるべく、新産業戦略³⁸に基づく施策に予算を割いている。

第 2-3-90 表 英国の財政責任庁の経済及び財政見通し (17年3月)

| | 実績 | | 見通し | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2015年度 | 16年度 | 17年度 | 18年度 | 19年度 | 20年度 | 21年度 |
| 財政収支のGDP比 (%) | ▲3.8 (▲4.0) | ▲2.6 (▲3.5) | ▲2.9 (▲2.9) | ▲1.9 (▲2.2) | ▲0.9 (▲1.0) | ▲0.9 (▲0.9) | ▲0.7 (▲0.7) |
| 構造的財政収支の対GDP比 (%) | ▲3.6 (▲3.8) | ▲2.6 (▲3.3) | ▲2.9 (▲2.6) | ▲1.9 (▲1.8) | ▲0.9 (▲0.8) | ▲0.9 (▲0.8) | ▲0.7 (▲0.7) |
| 純債務残高の対GDP比 (%) | 83.6 (84.2) | 86.6 (87.3) | 88.8 (90.2) | 88.5 (89.7) | 86.9 (88.0) | 83.0 (84.8) | 79.8 (81.6) |

(備考) 1. 英国財政責任庁より作成。
 2. 構造的財政収支とは、財政収支から景気変動に応じて変動する循環的財政収支を除いた収支。
 3. 対象は公的部門(一般政府及び公的企業)。
 4. 英国の会計年度は4月から翌年3月。
 5. 括弧内は16年11月時点の見通し。

³⁶ 公的部門とは、一般政府及び公的企業をいう。

³⁷ 例えば、OECDの統計によると、14年の労働生産性(就業1時間あたり国内総生産)の伸び率は、英国(0.27%)、アメリカ(0.23%)、フランス(0.8%)、イタリア(0.4%)。

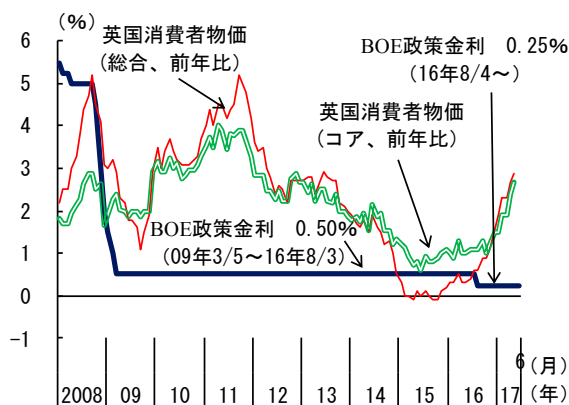
³⁸ 新産業戦略(Building our Industrial Strategy)には、科学・研究・技術革新への支援やインフラ投資、スキル開発、地域支援等の10項目の施策が打ち出されている。また、政府がより積極的な役割を果たすことで成長産業の育成に努めるとともに、経済発展が全国各地の国民に恩恵をもたらすよう配慮するとされる。

(BOE は金融緩和を継続)

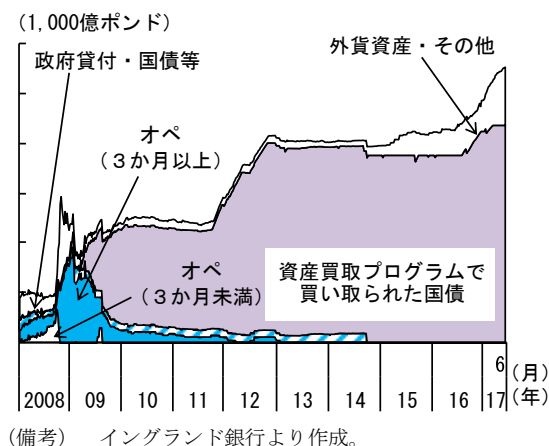
BOE は、景気下支えの観点から、16年8月に政策金利の引下げや資産買入れ枠の拡大等の金融緩和策の導入³⁹を決定した。その後も同政策を維持し、17年6月の金融政策委員会においても、同政策を維持することが決定された。一方、5月の金融政策委員会後の声明文では、「金融政策が緩和と引締めいずれの方向にも動きうる」とされていたものの、予想を上回る物価上昇等を背景に、6月の金融政策委員会後の声明文では、「全てのメンバーが政策金利の引上げは限定的かつ緩やかなペースで行われる旨に同意した」と利下げの可能性が取り下げられた⁴⁰。今後は、予想を上回る物価の上昇と個人消費を中心とした景気減速をにらみながら、BOEには難しい金融政策のかじ取りが求められる。

第 2-3-91 図 BOE の金融政策

(1) 政策金利と消費者物価上昇率



(2) BOE のバランスシート (資産側)



(ii) 英国の EU 離脱をめぐる動向

(英国経済は当初想定より堅調に推移)

これまで英国の最近の経済動向をみてきたが、ここからは英国の EU 離脱をめぐる動きについて概観していく。16年6月の国民投票で英国の EU 離脱が決定されたが、英国経済は、当時想定された以上に堅調に推移してきた。例えば、国民投票直後に公表された IMF (2016) では、離脱に伴う不確実性により国内需要が大きく落ち込むと予測さ

³⁹ 16年8月3日の金融政策委員会において、政策金利の引下げ(0.5%から0.25%)、資産(国債)購入枠の拡大(3,750億ポンドから4,350億ポンド)、新たな貸出促進策(後述)、社債購入の再開(最大100億ポンド)を内容とする金融緩和策の導入が決定された。

⁴⁰ Bank of England (2017d)

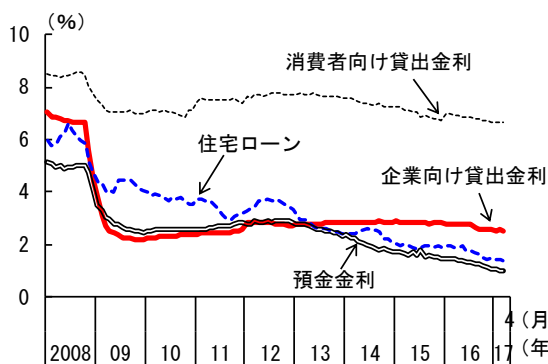
れており、16年の実質経済成長率を1.7%、17年を1.3%と見込んでいた⁴¹。しかし、実際には国内需要は急速には落ち込まず、成長率は16年に1.8%となり、17年の見通しは2.0%に上方修正されている⁴²。

それでは、当初の想定よりも経済が良好であった要因はどこにあるのか。考えられる要因としては、(1)BOEによる金融緩和政策の効果、(2)世界経済の持ち直しによる外需の寄与、(3)企業による仕入れコストの転嫁の遅れ、などが挙げられる⁴³。

(BOEによる金融緩和政策の効果)

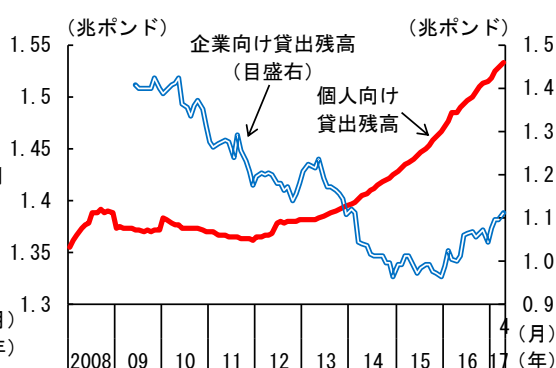
BOEは政策金利の引下げと同時に引下げの効果の浸透を強化するため、新たな貸出促進策(TFS: Term Funding Scheme)⁴⁴を導入したが、これにより金融緩和の効果がより発現したとみられる(第2-3-92図)。金融機関からの家計や企業向け貸出の増加が国民投票後も継続しており、当初想定されたような資金調達環境の急激な引き締めはみられなかった(第2-3-93図)。

第2-3-92図 英国の貸出金利・預金金利



(備考) 1. BOEより作成。
2. 英国19金融機関の平均。
3. 消費者向けはクレジットカードを除く。

第2-3-93図 英国の銀行貸出残高



(備考) 1. BOEより作成。
2. 企業向け貸出は、金融機関から全ての企業部門に対する貸出。

(世界経済の持ち直しによる外需の寄与)

16年秋ごろより世界経済の持ち直しから世界的に貿易が拡大しており、英国の主要

⁴¹ IMF (2016)

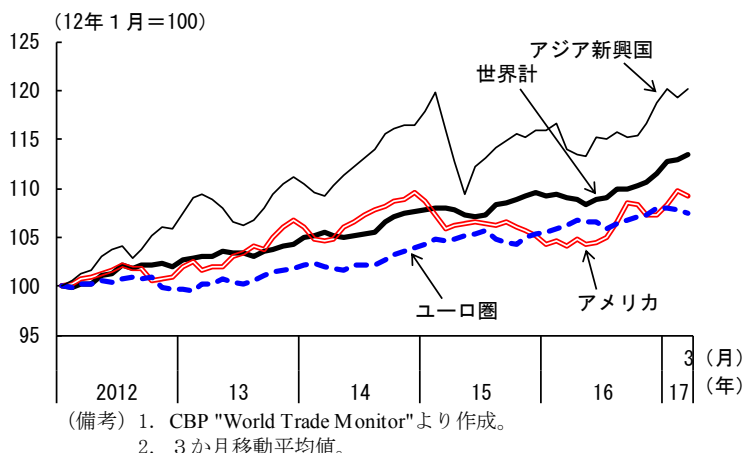
⁴² IMF (2017)

⁴³ Michael Saunders では、家計や企業マインドの落ち込みが当初想定より大きくなかったことなども指摘されている。

⁴⁴ 通常、政策金利の引下げに対し、銀行は貸出金利と預金金利の双方を引き下げることで利ざやを確保すると考えられるが、低金利環境下では、更に預金金利を引き下げることは困難であるため、政策金利が引き下げられても、銀行は利ざやの悪化につながる貸出金利の引下げに消極的となる。その結果、政策金利引下げの効果が抑制されてしまう。TFSを活用すれば銀行は政策金利(+手数料)で資金調達が可能となるため、預金金利を気にせず、銀行は利ざやを悪化させることなく貸出金利を引き下げることが可能となる。

輸出先であるアメリカ、ユーロ圏、アジア新興国の輸入も急速に増加している（第2-3-94図）。こうした外需の拡大が、16年からのポンド安に加えて、更に英国の輸出の増加を促進させたと考えられる。

第2-3-94図 主要地域・国の輸入



（企業による仕入れコストの転嫁の遅れ）

輸入物価の上昇が、消費者物価に波及するには一定のタイムラグがある。また、財やサービスによって、その程度や長さも異なる。一般に、食料品価格は外部要因に左右されやすく、仕入れコストの変化に素早く反応する傾向があるとされている⁴⁵。特に英国では、消費される食料品の約50%が輸入であることもあり、為替レート等による輸入価格の変化に対して、食料品の小売価格は他の品目よりも素早い反応を示すと言われている⁴⁶。また、食料品価格の変化は、家計が消費者物価の上昇を認識するのに最も影響を与えているとの調査結果も出ている⁴⁷。

第2-3-95図は、過去の為替レートの変動と、消費者物価、食料品価格の動きを示したものである。過去のポンド安局面では、輸入物価の上昇に応じて食料品価格も上昇しており、その上昇率は消費者物価全体よりも高くなっている。今回のポンド安局面での特徴は、輸入物価が上昇し始めた際に、消費者物価全体は緩やかに上昇しているが、食料品価格は逆に15年初から16年秋ごろまで下落が続いていることである。これは、前述のとおり、英国の小売業界におけるシェア争いを反映して、輸入物価上昇に伴う仕入れコストの増加分を小売業者が吸収していたため、小売物価への転嫁がなかなか進まなかったことによると考えられる。こうした食料品価格への波及のタイムラグが、今回の

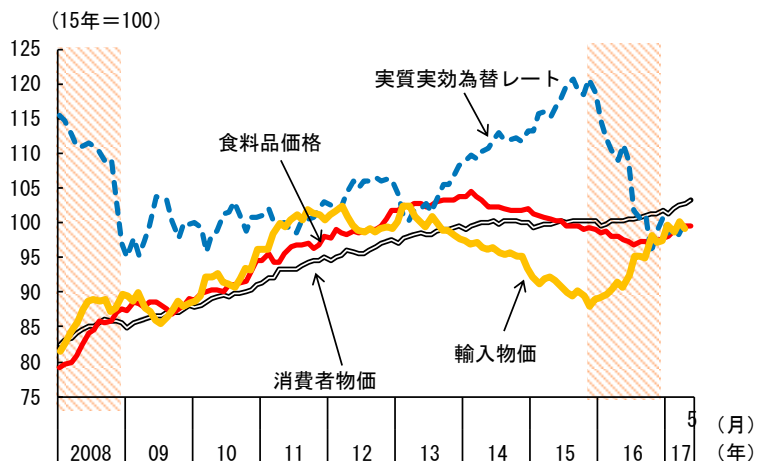
⁴⁵ Bank of England (2017b)

⁴⁶ Bank of England (2017b)

⁴⁷ Bank of England (2017b)

ポンド安局面では大きかったことが、直ちに消費の落ち込みにつながらなかった一因と考えられる。

第2-3-95図 英国・為替レートの変化と輸入物価、食料品価格の推移



- (備考) 1. 英国統計局より作成。実質実効為替レートはOECDより作成。
 2. 食料品価格は消費者物価指数（食品及びノンアルコール飲料）。
 3. グラフのシャドー部分はポンド安局面を示している。

(英国は正式に EU に離脱通知を行い、交渉開始)

次に、英国のEU離脱交渉をめぐる動きをみていきたい（第2-3-96表）。

第2-3-96表 英国・EUの離脱交渉をめぐる動き

| | | | |
|-------|-------|-------|--|
| 2017年 | 1月17日 | 英国 | メイ首相が離脱方針に関する演説 (単一市場からの離脱やEUとの包括的な自由貿易協定締結等の内容) |
| | 1月24日 | 英国 | 英国最高裁の判決 (離脱通知には英国議会の承認が必要) |
| | 3月16日 | 英国 | EU離脱法が成立 (最高裁判決を踏まえた法案。首相に離脱通知権限を付与する旨の内容) |
| | 3月29日 | 英国 | 英国政府がEU側に正式に離脱通知 |
| | 4月18日 | 英国 | メイ首相は下院総選挙前倒し実施を表明 |
| | 4月29日 | EU | 交渉指針（交渉の全体的枠組みと原則を定める）を採択 (離脱交渉と将来的枠組み交渉を分ける段階的アプローチ等を含む) |
| | 5月22日 | EU | 交渉指令を採択、交渉開始を承認 (EU側の交渉者である欧州委員会に対する交渉のガイドライン等を含む) |
| | 6月8日 | 英国 | 英国下院総選挙 (与党保守党は過半数割れ) |
| | 6月19日 | 英国・EU | 第1回交渉 |

(備考) 英国政府及び英国議会、欧州理事会及び欧州委員会並びに各種報道等より作成。

英国では、EUとの離脱交渉に先立ち1月にメイ首相より、EU離脱に関する12の目標として、EU単一市場から離脱し、EUとの間で大胆で野心的なFTAを追求すること、現在の関税同盟からは離脱すること、EUから英国への移民を管理すること、などが表明された⁴⁸。その後、離脱通知には議会の承認が必要との最高裁判決を受け、英国政府は、首相に離脱通知権限を付与するEU離脱法を議会に提出し、同法の議会での成立を経て、3月末にEU基本条約第50条に基づく離脱通知を行った。

一方で、EUでは、英国からの正式な離脱通知を受け、4月にEU内の離脱交渉の全体的枠組み等を定めた交渉指針が、5月に交渉のガイドライン等を盛り込んだ交渉指令が採択された。

6月19日には、EUとの第1回の交渉が行われ、今後の交渉の進め方として、英国在住のEU市民やEU在住の英国市民の権利の保護等を優先的に交渉すること⁴⁹、FTA等の英国とEUの将来の枠組みに関する交渉は、これら優先事項の交渉に十分な進展がみられた後に行うことなどで一致した。今後、これらの優先事項の交渉が本格化していくことになる。

2. ユーロ圏及び英国経済の見通しと主なリスク

(ユーロ圏では緩やかな回復が続く一方、英国では回復が緩やかに)

ユーロ圏の景気は、雇用・所得環境の改善による消費の増加や世界経済の回復による外需に支えられ、緩やかな回復が続くことが期待される。

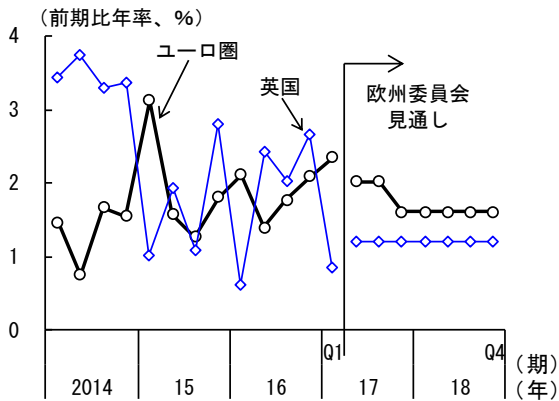
英国では、EU離脱問題に伴う不透明感の高まりによる影響から、回復が緩やかになることが見込まれる。

国際機関等による経済見通しでは、ユーロ圏では緩やかな回復が続き、英国は回復が緩やかになると見込まれている（第2-3-97図、第2-3-98表）。

⁴⁸ この12の目標は17年1月時点の目標であり、今後内容が修正される可能性がある。

⁴⁹ 第1回交渉において、英国在住のEU市民やEU在住の英国市民の権利の保護のほか、英国が離脱に際してEUに支払うべき清算金、アイルランドとの国境問題等のその他事項の3点を優先事項としている。

第2-3-97図 ユーロ圏及び英国
の実質経済成長率



(備考) 1. ユーロスタット、英国統計局及び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2-3-98表 ユーロ圏及び英国
の国際機関等の見通し

| | | (前年比、%) | |
|------------------|------|------------------|------------------|
| | | 17年 | 18年 |
| 欧州委員会 (17年5月) | ユーロ圏 | 1.7 | 1.8 |
| | ドイツ | 1.6 | 1.9 |
| | フランス | 1.4 | 1.7 |
| | 英国 | 1.8 | 1.3 |
| OECD (17年6月) | ユーロ圏 | 1.8 | 1.8 |
| | ドイツ | 2.0 | 2.0 |
| | フランス | 1.3 | 1.5 |
| IMF (17年4月) | ユーロ圏 | 1.7 | 1.6 |
| | ドイツ | 1.6 | 1.5 |
| | フランス | 1.4 | 1.6 |
| | 英国 | 2.0 | 1.5 |
| ECB (17年6月) | ユーロ圏 | 1.9 (1.6~2.2) | 1.8 (0.8~2.8) |
| BOE (17年5月) | 英国 | 1.9 | 1.7 |

(備考) 欧州委員会 "European Economic Forecast, Spring 2017"、
OECD "Economic Outlook, June 2017"
IMF "World Economic Outlook, April 2017"、
ECB "June 2017, Eurosystem Staff Macroeconomic
Projections for the Euro Area"
BOE "Inflation Report, May 2017" より作成。

(主なリスク)

(1) 英国のEU離脱問題と政策に関する不確実性

17年6月に英国のEU離脱に関する第1回交渉が開始され、今後交渉が本格化していくものとみられる(前掲第2-3-96表)。当初、英国は交渉開始から速やかにFTA等のEUとの将来の枠組みに関する交渉に入りたいとの意向を示していたが、前述のとおり、英国・EU双方は、英国のEU離脱から生じるであろう不確実性を回避し、秩序だった離脱を進めるため、英国・EU双方の市民の権利の保護等を優先的に交渉することで一致した。その一方で、英国は何らの協定もないまま離脱を行ういわゆるハードブレクジットも辞さないという方針を変更していない。交渉の進め方では一致したものの、交渉の行方には依然として不透明感が存在する。

また、16年12月のイタリア国民投票やオーストリア大統領選挙に次いで、17年3月のオランダ総選挙では、EU離脱やイスラム系移民排斥を掲げる政党が、5月のフランス大統領選挙では、EU離脱等を掲げる急進右派候補の躍進が目撃されたが、大きな混乱をもたらす結果には至らなかった。今後も、ドイツ総選挙(17年9月)、オーストリア総選挙

(17年10月)、イタリア総選挙(18年5月までに実施)⁵⁰といった重要な選挙が予定されており、政策に関する不確実性の影響等に留意する必要がある。

(2) 地政学的リスク

15年のパリ同時多発テロ以降も、ヨーロッパではテロがしばしば発生し、イスラム過激派組織(ISIL)との関係も指摘されており、このようなリスクの高まりは企業や消費者のマインドの悪化、観光客の減少等を通じて投資や消費を抑制し、景気を下押しする可能性がある。また、ウクライナに対する和平の完全履行が実行されない中、EUによるロシアへの経済制裁が続いており(18年1月末まで)、今後の動向には注意が必要である。

(3) その他のリスク

ユーロ圏の失業率はこのところ低下が続いているが、域内国の雇用情勢の改善度合いには違いがみられる。特に、若年層の失業率は南欧諸国を中心に極めて高い水準となっており、注意が必要である。

また、ユーロ圏の物価上昇率は累次の金融緩和にもかかわらず、ECBの目標を下回って推移しており、金融政策の動向と併せ、注意が必要である。

加えて、一部の金融機関の財務体質の脆弱性に起因する金融市場の変動にも注意が必要である。16年7月にはEBAが主要51行を対象にストレステストを実施し、EU内の銀行部門全体としては健全であるものの、個別行の結果には大きなばらつきがあるとの結果を公表している⁵¹。金融機関の動向には引き続き注意が必要である。

コラム2-1：ギリシャ経済の動向と金融支援

2009年の債務危機以降の経済悪化の中、ギリシャはEU等の支援を受けながら、経済財政改革を進めており、一時は10%近い経済の落ち込みを経験したものの、次第に経済にも改善の兆しがみえ始めている(図1)。一方で、ギリシャの自律的な経済回復に懐疑的な見方や緊縮財政による国内の閉塞感もみられるなど、ギリシャに対する金融支援のあり方にも注目が集まっている。ここでは、ギリシャの最近の経済と金融支援の動向について概観する。

⁵⁰ 17年中の前倒し実施の可能性も指摘されている。

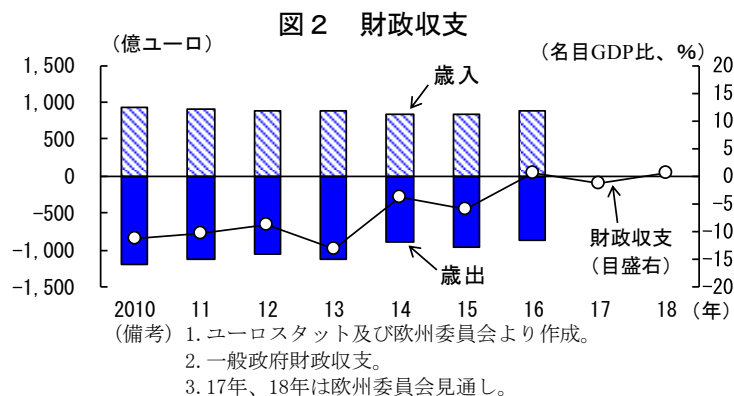
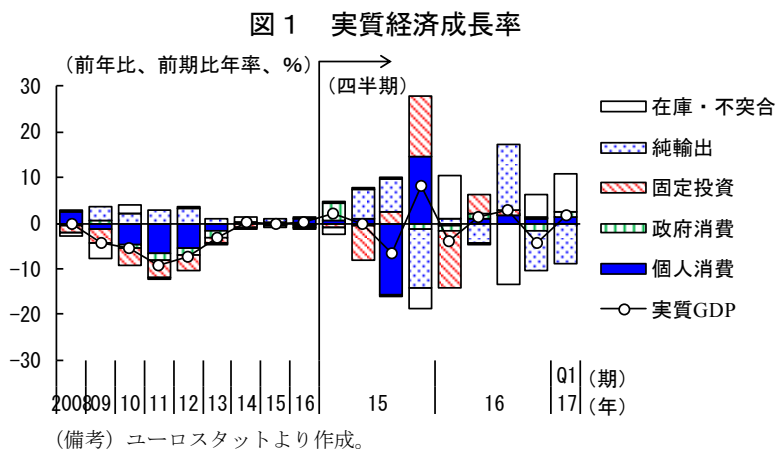
⁵¹ 内閣府(2016)

1. 近年の経済動向

金融支援を受けながら、ギリシャ政府は経済財政改革を進めているが（図1）、歳出削減（図2）による政府消費の減少や純輸出の低迷の一方で、雇用情勢の改善を背景に個人消費を中心に経済には改善の兆しがみえ始めている。

欧州委員会によれば、雇用情勢の改善を背景に個人消費が引き続き経済成長を支え、観光セクターの改善により純輸出も押上げに寄与することから、17年及び18年はプラス成長に転じると見込まれている（注1）。

しかしながら、ギリシャが進める増税や年金削減等の改革は個人消費を下押しする可能性がある。その一方で、改革の遅れそのものがギリシャにとっての下方リスクともされ、改革の進捗状況の審査（以下「レビュー」という。）が遅れるたびに信用不安が取り沙汰されるなど（注2）、ギリシャ経済の動向も左右する状況となっている。



2. 第3次金融支援の概要とその動向

ギリシャに対する第3次支援は、3年間で総額約860億ユーロの融資を行う条件とし

て、包括的な経済財政改革に取り組むこととなっており（表3）、債権団が四半期ごとに改革の進捗状況をレビューしている。しかしながら、改革は痛みを伴うものであることなどからレビューも進まず、融資の実行にもしばしば遅れ（表4）がみられ、16年10月時点で融資枠のうち317億ユーロの融資が実行されるにとどまっている。こうした中、ギリシャに対する第2次レビューも滞り、融資再開交渉は難航していたが、17年5月にはギリシャが財政改革法案を可決成立させたことから、同年6月15日のユーログループ会合において同レビューが実施され^{（注3）}、融資再開が合意された。近く85億ユーロの融資が実行される見通しであり、17年7月に控える大型国債償還にも目途が立ったと言える（図5）。

表3 第3次金融支援の改革事項

| | |
|----|--|
| 規模 | 融資：総額約860億ユーロ （欧州安定メカニズム（ESM）を通じて実施） |
| 期間 | 15年8月～18年8月 |
| 用途 | 債務返済、銀行資本増強、財政ファイナンス等 |
| 条件 | 持続可能な財政の再構築、財政安定化、成長・競争・投資の拡大、近代的な行政府等を目的とした改革を実施 ・基礎的財政収支黒字化：18年までにGDP比3.5%を達成（15年▲0.25%、16年+0.5%、17年+1.75%） ・年金改革、税制改革、労働市場改革、民営化等 |

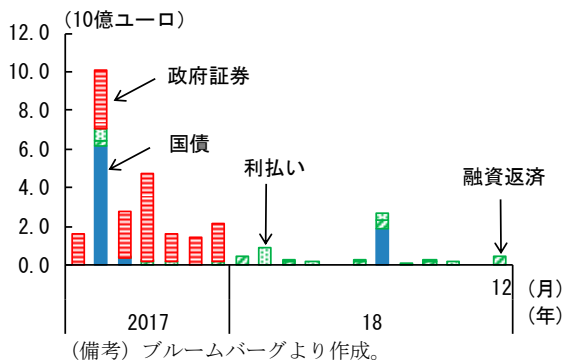
（備考）1. 欧州理事会、欧州安定メカニズム資料等より作成。
2. 第3次金融支援承認に先立ち、ギリシャはその条件とされていた税制・年金制度改革の法制化、民事訴訟手続きの簡素化及びEUの銀行破綻処理指令の導入を15年7月に議会で承認している。

表4 ギリシャ支援年表

| | |
|-------|---|
| 15年8月 | 第3次金融支援承認 |
| 8月 | 第1回融資実行：約214億ユーロ（8月、11月、12月の3回で実行） |
| 9月 | ギリシャ総選挙（与党SYRIZA過半数で連立） |
| 16年2月 | 第1次レビュー開始 |
| 6月 | 第1次レビュー完了 |
| 6月 | 第2回融資実行：約103億ユーロ（6月と10月に実行） |
| 11月 | 第2次レビュー開始 |
| 12月 | 短期の債務削減策の承認（償還期間の延長、変動金利から固定金利への変換等）の承認 |
| 17年1月 | 第2次レビュー完了が見送られる |
| 4月 | 16年基礎的財政収支が対GDP比+3.9%と黒字化（目標値：+0.5%） |
| 5月 | 財政改革法案が成立 |
| 5月 | 第2次レビューは一連の改革案で事前合意に達するがレビューは完了せず |
| 6月 | 第2次レビュー完了 |

（備考）1. 欧州理事会、欧州安定メカニズム資料等より作成。
2. 各レビューの進捗については、直近の動きのみを掲載。

図5 債務償還スケジュール



3. ギリシャ支援の今後

融資再開が遅れた背景には、ギリシャの改革の遅れに加え、債務の持続可能性を巡

る債権者間の意見の隔たりがあったと言われる^(注4)。IMFは、ギリシャが必要な改革を行ったとしても、その後も必要な借入額と返済額の推移に鑑みると、債務の持続可能性が引き続き確保されないとしている^(注5)。

今回の融資再開に際しては、こうした対立を超えた譲歩がなされた^(注6)とみられているが、ギリシャ支援を巡る課題は残されたままとなっている。

今後、ギリシャが経済的にも政治的にも安定し、国際的な信頼を得て資本調達市場へ復帰することが望まれるが、ギリシャ国内をみれば、緊縮財政^(注7)から国民の不満が高まっている可能性も否定できず、ギリシャのみならず債権団としても改革を求めただけでなく柔軟な対応が求められているとも言える。

(注1) 欧州委員会の見通し (European Commission “European Economic Forecast Spring 2017”) では、実質GDP成長率は、17年2.1%、18年2.5%、IMFの見通し (April 2017 World Economic Outlook) では、17年2.7%、18年2.6%。

(注2) 金融支援協議の行き詰まりで、17年1月にはギリシャ国債利回りが上昇、また、17年3月には、銀行預金流出が急増 (ギリシャ中央銀行はECBの承認を受け国内銀行に対する緊急流動性支援の上限を引き上げた)。

(注3) 所得税改革、年金改革、労働市場改革等の実施が確認された。

(注4) IMFはEUやギリシャの財政計画が楽観的であり、EU諸国によるギリシャに対する大幅な債務負担軽減がなければ、債務の持続可能性が確保できないとして支援参加を見送っていたが、ドイツ等の債権国は財政規律を重視するとの理由からIMFの参加を融資再開の条件としていた。

(注5) IMF 4条協議レポートでは、(1)ギリシャ政府は中間目標としてプライマリーバランス対GDP比を+3.5%に設定しているが、IMFは18年以降に+1.5%前後で推移するとの見通しを作成しており、それ以上に改善させようとすれば景気を大きく冷え込ませる恐れがあること、(2)ギリシャが必要な改革を行なったとしても、グロス・ファイナンス・ニーズ (単年度でみた新たな借入額と当該年に返済期限を迎える債務の合計額) のGDP比率が30年には返済能力の目安とする20%を上回って発散していく見通しであり、債務の持続可能性が引き続き確保されていないこと、(3)ギリシャはより成長を促進する改革に取り組むとともに、EU諸国はギリシャに対してより大幅な債務負担軽減に応じる必要があることを指摘している。

(注6) ユーログループでは、融資再開の承認と同時に、債務軽減策の中期的措置として、第3次支援プログラムの終了時において、既存融資の返済 (利息及び元本) 期間の延長等を行う用意がある旨を公表しているが、これは、債務負担軽減を求めるIMFに一定の配慮をしたと見られている。IMFは今回の合意を受けて、支援プログラムへの参加を表明し、EU側の債務軽減策が明確化されることを条件に、ギリシャに対する新しい融資枠 (スタンバイ取極め) を用意する旨提示した。

(注7) 第3次支援では、18年までに基礎的財政収支GDP比3.5%を黒字化のため、次のような目標設定がなされている: 年金削減 (GDP比1%)、個人所得税 (同1%)・VAT (同0.25%)・エネルギー・自動車税等 (同0.5%) の増税、公的部門の賃金引下げ (同0.25%)。