

# マンスリー・トピックス

NO. 002

平成23年12月19日

## ＜緊張続く欧州政府債務問題 —市場と世論のジレンマに立たされるユーロ圏—＞

参事官（経済財政分析—海外担当）付 加藤 翔一 ※

1. 12月初旬に開催されたEU首脳会議後も、依然欧州政府債務問題は収束の兆しを見せず、緊張が続いている。本稿では、こうした欧州政府債務問題を巡る最近の動きを中心に、その背景や問題の所在を明らかにすることとしたい。

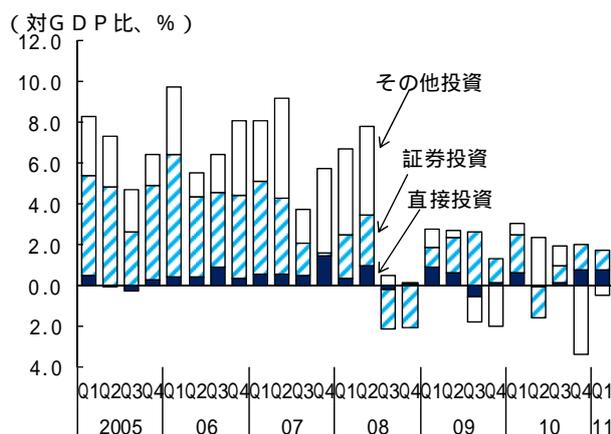
2. ギリシャをはじめとする南欧諸国等では、ユーロ参加による為替リスクの消滅により、ユーロ圏諸国等からの資本流入が加速した（図1）。この資本流入により、南欧諸国等の企業や家計においては資金調達が以前よりも容易になったことから、2007年付近まで消費や固定投資を中心とする内需主導の経済成長が見られた（図2）。特に、アイルランドやスペインといった一部の国々においては、いわゆる住宅バブルが生じ、住宅投資・建設投資が著しく拡大した。しかしながら、世界金融危機の影響により、2008年後半頃より資金の引揚げがはじまると、域内諸国の資本に依存していた南欧諸国等の消費や固定投資等の内需部門は大きな影響を受けることとなった。加えて、アイルランドを除く南欧諸国においては、単位労働コストの高さに代表されるような輸出競争力の弱さという構造的な問題もあり、内需の落ち込みを外需でカバーすることも困難であったことから、実質GDP成長率は大きく落ち込んだ。急激な景気後退やその後の景気回復の遅れによる税収の落ち込みや、景気対策に伴う歳出増により、南欧諸国等は財政赤字を拡大させることとなった。その結果、これらの国々は2009年にはEU経済財務相会合から過剰財政赤字是正勧告を受けるに至り、大幅に悪化した財政状況を改善するため、安定成長協定に基づいて財政再建に向けた取組を現在も進めているところである（図3）。また、財政状況の悪化が著しいギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対しては、10年5月以降、EU/IMFより支援プログラムが実施されている。

ただし、後述するギリシャの例に代表されるように、財政再建目標を予定どおりに実施することは容易ではない。特に、財政状況が極度に悪化した国が財政再建目標を順守するためには大規模な財政緊縮策が必要となるが、大規模な緊縮財政策は国民の支持が得にくい上、失業率の深刻化や消費の減少等を通じてGDPの縮小をも招くという「両刃の剣」となる可能性もある。一方で、財政再建中の国が緊縮スタンスを緩めた場合には、市場からネガティブな印象を受け、国債利回りの上昇等の反応につながることも多く、資金調達コストの上昇が財政再建をさらに遅らせる事態もあり得る。そのため、財政再建目標を達成するには、財政と景気とのバランスに配慮し、かつ市場や国民とのコミュニケーションを緊密にする必要がある。

---

※本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

(図1) 南欧諸国等への資本流入



(備考) 1. IMFより作成。  
 2. ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアへの資本流入額合計（当該国の名目GDP比）。  
 3. 「その他投資」には直接投資と証券投資に含まれない該当しない全ての資本取引が計上される。

(図2) ギリシャの実質経済成長率



(備考) ユーロスタットより作成。

(図3) 各国の財政再建計画

ギリシャ						
	2010年 (実績)	2011年	2012年	2013年	2014年	
財政収支GDP比	10.6	7.6	6.5	4.8	2.6	
債務残高GDP比	144.9	156.7	161.3	160.1	153.0	
実質GDP成長率	4.4	3.8	0.6	2.1	2.3	
アイルランド						
	2010年 (実績)	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
財政収支GDP比	31.3	10.5	8.8	7.6	5.2	2.9
債務残高GDP比	94.9	112.0	117.9	120.6	119.2	115.6
実質GDP成長率	0.4	0.6	1.9	2.4	2.9	3.0
ポルトガル						
	2010年 (実績)	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
財政収支GDP比	9.8	5.9	4.5	3.0	2.3	1.9
債務残高GDP比	93.3	101.7	107.4	108.6	107.6	105.7
実質GDP成長率	1.4	2.2	1.8	1.2	2.5	2.2
スペイン						
	2010年 (実績)	2011年	2012年	2013年	2014年	
財政収支GDP比	9.3	6.0	4.4	3.0	2.1	
債務残高GDP比	61.0	67.3	68.5	69.3	68.9	
実質GDP成長率	0.1	1.3	2.3	2.4	2.6	
イタリア						
	2010年 (実績)	2011年	2012年	2013年	2014年	
財政収支GDP比	4.6	3.9	1.6	0.1	0.2	
債務残高GDP比	119.0	120.6	119.5	116.4	112.6	
実質GDP成長率	1.3	0.7	0.6	0.9	1.2	

(備考) 欧州委員会、各国統計より作成。

3. 欧州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、緊縮財政政策の影響もあって景気は低迷を続けており、税収も減少していることから、緊縮財政の努力にも関わらず、財政再建が思うように進捗していない。加えて、2011年10月に行われた数次にわたるデモに代表されるように、緊縮財政に対するギリシャ国民の反発は強く、また、当時最大野党であったND（ギリシャ新民主主義党）なども緊縮財政に反対したことから、パンドレウ政権（当時）は経済財政政策の運営が困難な状況に追い込まれた。このようなギリシャの状況に対して、ユーロ圏諸国も2011年7月に第2次ギリシャ

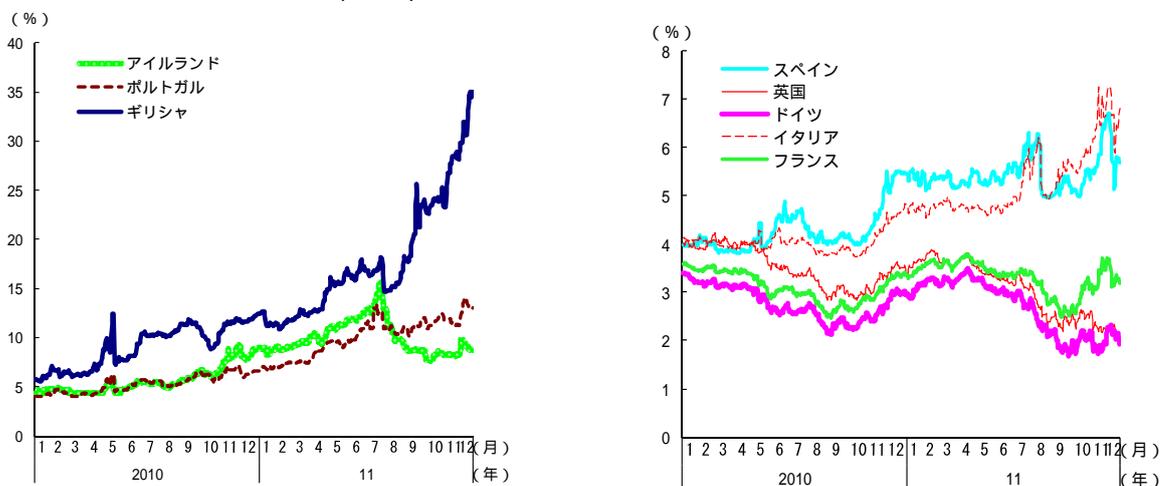
支援を決定したほか、10月に行われたEU/ユーロ圏首脳会議において包括的合意(図4)がなされるなど累次の支援を行ったものの、支援の前提となっている緊縮財政についてパンドレウ政権が国民の支持を得ることはできず、10月末には遂に緊縮財政等をめぐる国民投票の実施という手段を用いての社会統合を試みざるを得ない状況に追い込まれた。結局独仏をはじめとするユーロ圏諸国の猛反対によりこの国民投票は実施されず、また、すでに合意されていたギリシャ支援の打ち切りによるデフォルト懸念が現実味を帯びるに至り、緊縮財政政策に反対をしていたNDもパンドレウ首相の退陣を条件に大連立政権を組むことに合意した。景気低迷やパンドレウ政権下での政治情勢の混乱に起因する財政再建計画の遅れは、ギリシャ支援を度々遅延させ、ギリシャに対する市場の不安の増大を招いてきた。現時点では、元ECB副総裁のパパデモス首相のもと、大連立政権が成立し、政治的な混乱は一先ず先送りされることとなったものの、ギリシャの国債利回りは上昇を続けており、依然として厳しい状況にある(図5)。

(図4) EU/ユーロ圏首脳会議(10/26、27日)、EU/ユーロ圏経済財務相会合(11/7、8日)における合意事項

	ギリシャ支援	EFSF(欧州金融安定ファシリティ)の強化	銀行の資本増強
EU/ユーロ圏首脳会議(10月26、27日)	ギリシャ政府に対して、債務残高GDP比を2020年までに120%まで債務削減することを要請(2010年実績:144.9%)	以下2つの方法を検討 ユーロ参加国の国債に対する信用保証、特別目的事業体(SPV)の設立。	コアTier1比率を9%まで増強(必要資本増強額(暫定値)は1,064億ユーロ)。11年11月半ばに公表予定の査定結果を踏まえ、12年6月30日までに達成。 ・銀行は第一に自力で増資。必要なら各国政府が支援提供。公的支援が利用できない場合、ユーロ参加国ではEFSFからの借入を通じて実施。
EU/ユーロ圏経済財務相会合(11月7、8日)	公的部門及び民間債権者の自発的負担からなる支援策を2011年末までに改めて策定。 ・公的支援:EU、IMFによる最大1,000億ユーロの支援。 ・自発的な民間債権者の負担:元本の50%削減で合意。債務交換を2012年初めに実施。	これらにより約1兆ユーロまでレバレッジ。11月末までに、実務的な詳細を定めたガイドラインを策定。	中長期の資金調達における銀行債務に対する保証。
EU/ユーロ圏経済財務相会合(11月7、8日)	ギリシャ政府に対し、上記支援策の実行をコミットする旨の新政権及び主要政党党首による書簡の提出を要請。	特別目的事業体(SPV)、改め、CIF(Co-Investment Funds)をつままたは複数設立し、発行市場と流通市場から国債の購入を実施することを議論。	中長期の資金調達に関する協調的なアプローチ確立に向けた取組について議論。

そのほか、EU/ユーロ圏経済財務相会合において、イタリアの財政状況等を監視する調査団を、一両日中にローマに派遣することを決定(9日に派遣済)。

(図5) 国債利回り(10年物)の推移

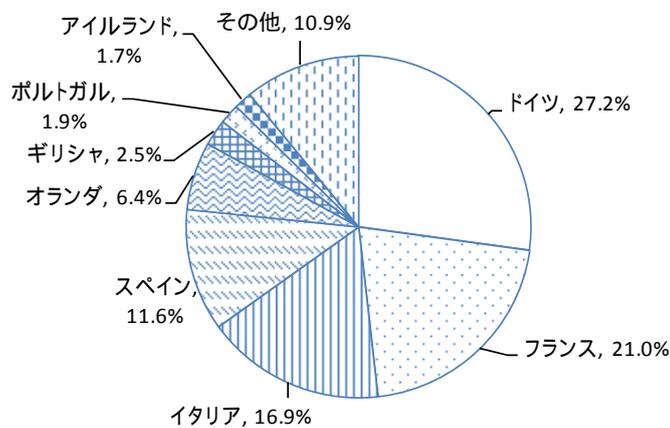


(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. アイルランドは、国債(9年物)利回りの値。

4. また、ここ1～2ヶ月の間にギリシャから、多額の累積債務残高を抱えるイタリアについても、財政の持続可能性について市場の懸念が急速に拡大している。イタリアは、ユーロ圏第3位の経済規模を誇り、ユーロ圏全体の約17%を占める大国（図6）であることから、イタリア政府の債務問題の帰趨は、ギリシャ債務問題に比べその規模や範囲の面でも世界経済により大きな影響を与えかねないことから、財政再建についての責任は極めて重大である。イタリア政府は2011年夏以降数次にわたる財政再建策を講じたものの、ベルルスコーニ首相（当時）個人のスキャンダル等の問題も相俟って、一部格付会社が指摘するように、経済成長率見通しの弱さや政治的な脆弱性により、財政再建を含むマクロ政策課題の解決を着実に実行できる状態とは必ずしも言えない状態にあった。そのため、イタリア財政の持続可能性に対する市場の信認は十分に得られず、11月のカンヌサミットにおいてIMFのモニタリングを要請し、市場の信認を確保しようと試みたものの、かえって市場の中にはネガティブな反応も見られ、一時イタリア10年物国債の利回りは危機水準とされる<sup>1</sup>7%を超える危機的な事態となった（図5）。このような市場の不安はベルルスコーニ首相の求心力を更に低下させ、遂には財政再建策を含む「財政安定法」の成立と引換えに退陣のやむなきに追い込まれた。現在、元欧州委員モンテイ首相を中心とする実務家内閣が更なる財政再建を打ち出しているところであるが、近年の緊縮財政に対してはデモも行われるなど反発も少なくない中、政治家が参加しない内閣が、パトロネス-クリエンテス関係<sup>2</sup>の重要性が指摘されるイタリア社会においてどのように社会統合をなし得るのか不安視する向きもある。

（図6）ユーロ圏名目GDPの構成比（2010年）



（備考）ユーロスタットより作成。

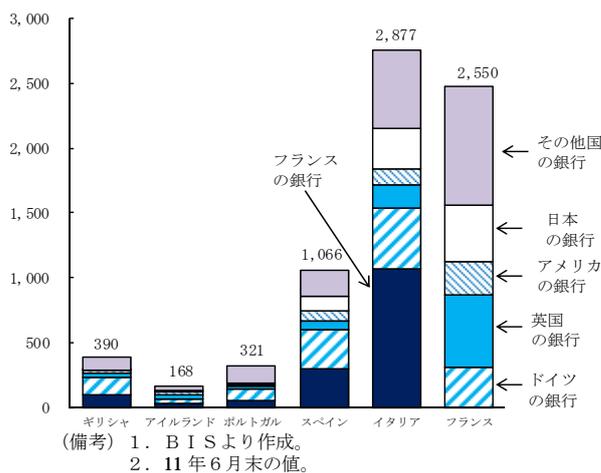
5. このように、ギリシャやイタリアをはじめとする南欧諸国等の財政の持続可能性に対する懸念は依然として非常に高いものがあるが、この事はこれらの国の国債を大量に保有するヨーロッパの金融機関（図7）の経営に対する不安が高まり（図8）、カウンター

<sup>1</sup> ギリシャやアイルランドなどが支援を求めた水準が7%。

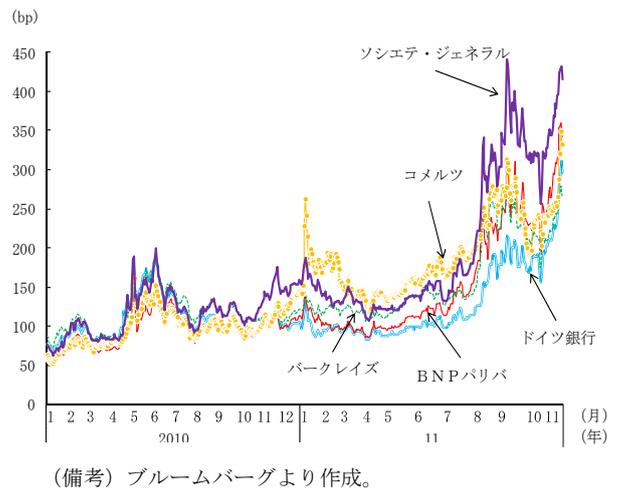
<sup>2</sup> パトロネス（保護者）がクリエンテス（被保護者）による諸々の要求に応じる代償として、クリエンテスからの政治的支持や権威を調達する相互依存関係のこと。

パーティーリスクの上昇と相俟って、短期金利市場の上昇（図9）を招いている。さらに、10月26、27日に行われたEU首脳会議において発表された銀行のコア Tier 1 比率9%への引上決定の影響もあり、EBA（欧州銀行監督機構）が12月8日に発表した資産査定結果（図10）によると、欧州銀行全体で1147億ユーロにのぼる資本増強が必要な状況である。新株発行が困難な中、コア Tier 1 比率を確保するためには、①資産圧縮や、②民間資本増強、あるいはその不足分を補うための公的資本注入などの方法が考えられるが、前者は信用収縮を生み、欧州からの与信が大きな割合を占めているアジア各国の経済にも影響をおよぼす可能性があり、すでに9月以降アジア通貨や株価の大幅な減価という形で表れつつある（図11、12）。一方、後者は公的資本注入となった場合には、当該金融機関の所属するドイツ・フランス等の国々の財政状況を悪化させる懸念がある。このように、ギリシャに端を発する欧州政府債務問題は、南欧諸国等にとどまらずAA格を持つドイツ・フランス等の大国やアジア諸国にまで影響をおよぼしている。

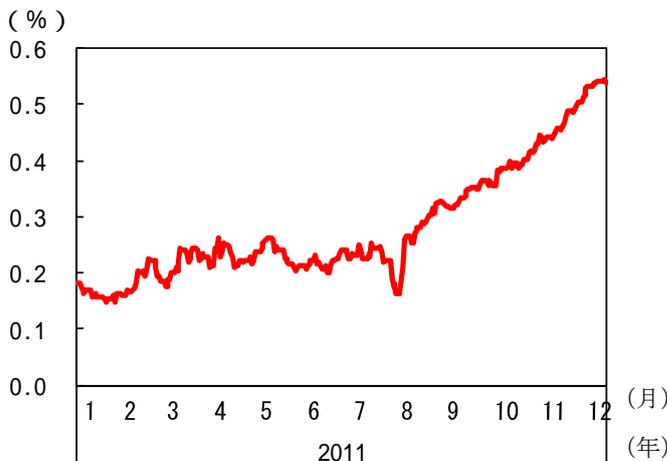
（図7）各国公的債務の保有主体別内訳（外国銀行保有分）  
（億ドル）



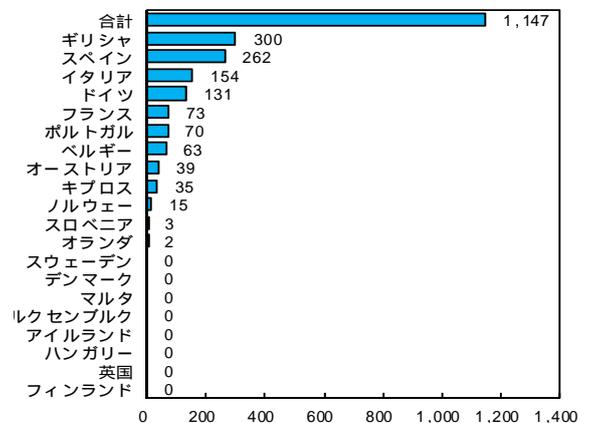
（図8）欧州銀行CDSの推移



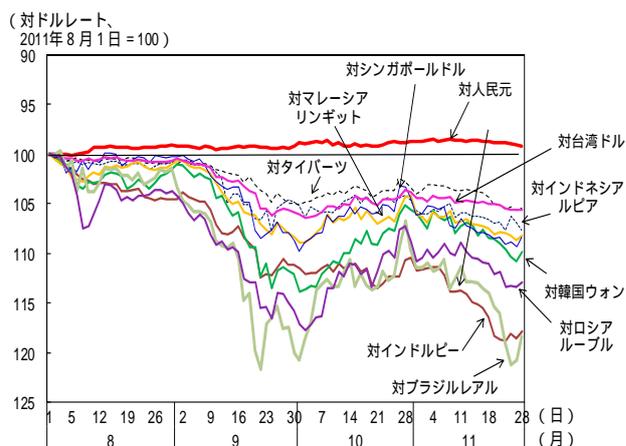
（図9）TEDスプレッドの推移



（図10）欧州銀行の必要資本増強額（12月8日発表）

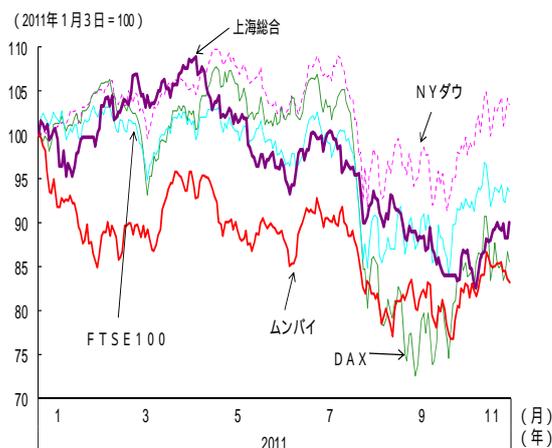


(図 11) 新興国為替の動向



(備考) ブルームバーグより作成。

(図 12) 世界の主要株価の動向



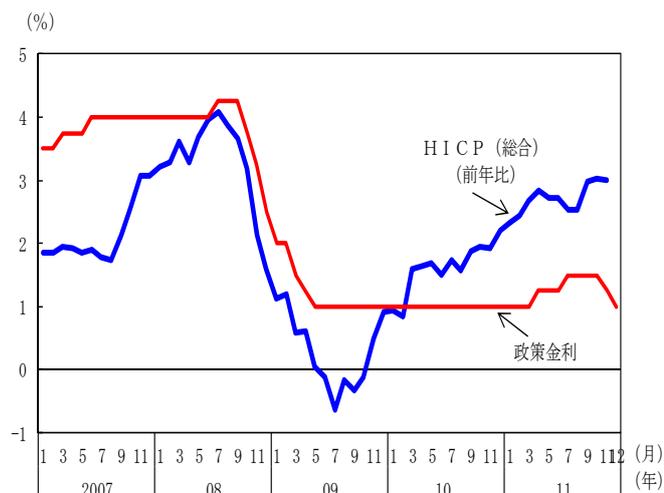
(備考) ブルームバーグより作成。

6. こうした欧州債務問題による経済の下振れリスクを懸念して、金融政策においては、ECBが、物価上昇率が高止まりする中にあるにもかかわらず、11月、12月と2度にわたる政策金利の引き下げを断行し、金融危機時と同水準の1.00%とした(図13)。

財政政策においては、南欧諸国等のもとより、フランスなども累次の財政再建策を打ち出し、財政規律の維持に注力している。また、ユーロ圏全体でも、10月26日・27日に行われたEU/ユーロ圏首脳会議において、欧州債務危機の収束に向けた包括策が合意されたほか、12月8日・9日に行われたEU/ユーロ圏首脳会議においては、①新たな財政協定と経済政策協調の強化、②短期的な課題に取り組むための安定ツールの強化について合意されるなど市場の信認を得るべく行動している(図14)。しかし、12月8日に行われたECB政策理事会において、ドラギ総裁が国債の買入れ拡大について否定的な見解を示したほか、12月8日・9日の合意については、①今後予定されている国債償還規模に対してEFSF/ESMの規模が十分かどうか疑義が残る点、②ヨーロッパ共同債構想についての議論が先送りされている点などが嫌気され、市場の不安を払拭するには至っていない。事実、大手格付3社も同合意については不十分であると指摘しており、今後国債格下げの可能性がある<sup>3</sup>など、一層のリスク要因も見受けられる。上記の点を解決するためには、他国の信用に依存し、財政規律が緩められてしまうといったモラルハザードを恐れる域内最大の経済大国であるドイツの同意が必要不可欠であるが、被支援国側たる南欧諸国等の財政再建に対するドイツ国民の目線は厳しく、解決に向けた道のりは未だ長い。

<sup>3</sup> S&P社は12月5日にギリシャ・キプロスを除くユーロ圏15か国の格付見通しをネガティブとし、EU首脳会議後できる限り早急に発表するとしているほか、ムーディーズも12月12日にEU全加盟国の格付けを見直すを発表している。

(図 13) ユーロ圏の政策金利、消費者物価上昇率



(備考) 1. 欧州中央銀行 (ECB)、ユーロスタットより作成。

2. ECBのインフレ参照値は2%を下回りかつ2%近傍。

(図 14) EU首脳会議(12月8、9日)における合意事項

EMU (経済通貨同盟) の構造強化	安定ツールの強化
<p><b>新たな財政協定の設立</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・構造的な財政赤字は名目GDPの0.5%を上回らないこと</li> <li>・財政ルールは、各国の憲法ないし同水準の法制度に導入されるとともに、自動是正メカニズムが含まれる。</li> <li>・ユーロ参加国に対する過剰赤字は正手続き (EU運営条約第126条) を強化することとし、財政赤字がGDP比3%を上回った場合は、ユーロ参加国の特定多数が反対しなければ、直ちに自動的に制裁が発動。</li> <li>・過剰財政赤字は正手続き下にある国は、欧州委員会やEU経済財務相会合に対し、必要な構造改革等を記載した経済パートナープログラムと予算案を提出するとともに、実施状況について監視される。</li> <li>・国債発行計画を事前に報告するメカニズムを整備。</li> </ul>	<p>11月のユーログループ会合により合意された2つのオプションにより、EFSFのレバレッジを早急を実施。また、市場操作においてEFSFの代理として行動する用意があるとのECBの姿勢を歓迎。</p>
<p><b>政策協調とガバナンスの強化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・定期的なユーロ圏首脳会議を、少なくとも年に2回開催。</li> </ul>	<p>ESM (欧州金融安定メカニズム) について、2012年7月の早期発効を合意。</p> <p>EFSFは2013年半ばまで活動を継続。2012年3月におけるEFSFないしESMの最大上限は5000億ユーロ。また、ESMによる発行残高に対して最低15%以上の払い込み資本を維持するとともに、5000億ユーロの実行融資能力を確保するために、資本の支払いを加速。</p>
	<p>ESMの効力向上</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・民間セクターの負担については、IMFにより設立された原則を厳しく順守することとし、条約の全文に曖昧さを残さず反映。また、ギリシャ債務は特別で例外であることや、あらゆるユーロ参加国による新規発行国債の条件について画一的な集団行動条項 (CACS) が含まれることを確認。</li> <li>・ESMにおける投票ルールについて、緊急手段を盛り込むために変更することとし、欧州委員会やECBが財政支援に関する緊急の決定が必要と結論付けた場合、全会一致は、85%以上の特定多数での合意によって代わられる (フィンランド議会による承認が条件)。</li> </ul>
<p>(その他)</p> <p>今回の合意は、EU条約等の一次法の改正が必要になる政策は見送られ、二次法の改正に留まる政策のみ。</p> <p>EU加盟国による全会一致が得られなかったため、合意された政策について、2012年3月ないし早期に、国際協定に対する署名により採択することを決定。</p> <p>ユーロ参加国以外では、英国を除くブルガリアといった9か国は、必要があれば各国議会と議論した後に、今回のプロセスに参加する可能性を示唆。</p>	

7. 欧州債務問題を俯瞰するに、財政再建について市場が督促する中、支援国側も被支援国側も国民の支持の確保に努め、その信認の下に政策対応を行う必要がある。支援国にあっては、財政再建に対する原理原則の確立も重要であるが、ユーロ圏各国でのスピード感を持った、E F S F・E S Mの融資規模拡大をはじめとした安全網の構築も、同時に重視されるべきであり、安全網の構築の不在によって被るデメリットや、ユーロ圏維持により得てきた、あるいは将来にわたり得られるであろうメリットについて国民に対して丁寧に説明すべきである。一方、被支援国にあっては、国民との対話のもと、適切な財政再建計画の立案とそれに沿った着実な実施も同時に極めて重要である。そのためには支援国・被支援国ともに政治的安定が必要不可欠であるが、2012年には複数の国において大統領選挙等が予定<sup>4</sup>されており、今後の政治情勢にも注目したい。

8. 欧州経済あるいは金融資本市場の安定は、世界経済、ひいては我が国経済の安定に不可欠である。欧州の今後の動向に目が離せない。

---

<sup>4</sup> 2012年2月にギリシャで総選挙が、4月にフランスで大統領選挙がそれぞれ予定されている。