

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## ユーロ圏経済の現状と展望 ～周縁国は債務危機からの脱却なるか？～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

山口 綾子

[yamaguchi@iima.or.jp](mailto:yamaguchi@iima.or.jp)

### <要旨>

- ユーロ圏金融市場は、2012年夏場を境に安定を取り戻した。7月の欧州中央銀行（ECB）ドラギ総裁発言「ユーロを守るためにできることは何でもする」、9月のECBによる新国債購入プログラム（OMT）導入発表がその契機となった。その後は個別のニュースに反応することはあっても、他国への波及は限定的なものにとどまり、ユーロ圏全体として金融市場が大きく揺らぐことは減っている。年初からの新興国市場の動揺にも大きな影響は出ていない模様である。
- 周縁国の債務問題も、個別にみれば問題は残るが、各国の財政再建は着実に進展してきた。ユーロ圏各国の対外不均衡も縮小傾向が続いている。
- ソブリン危機の深刻化のなかで、欧州連合（EU）レベルでの改革は大きく進展した。金融セーフティネット（ESM）の創設、安定成長協定の厳格化や新財政協定による財政規律の強化、ヨーロッパ・セメスターによる政策協調の制度化、マクロ経済不均衡是正手続き（MIP）による早期警戒システムなどが実現した。銀行同盟を巡る交渉も進展をみせ、2014年11月にはECBによる単一監督が開始される予定になっている。
- 短期的には、債務国の長引く景気低迷を背景としたデフレリスクと、失業の長期化による政治不安が懸念材料である。景気低迷の長期化は金融機関の不良債権増加、

さらなる財政悪化を通じて、財政再建計画を頓挫させるリスクがある。

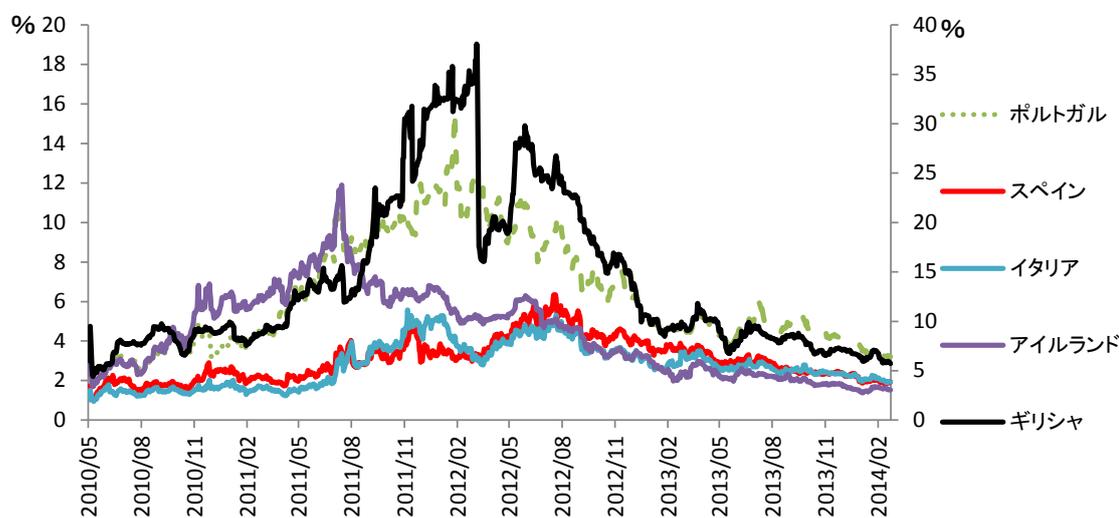
- 中期的には欧州全体として成長力をいかに高めるかが課題である。EU 各国は成長戦略「ヨーロッパ 2020」に沿って構造改革を進めている。EU/ユーロ拡大は、旧・新加盟国双方にとって市場拡大・経済活性化のチャンスとして期待できる。2013 年 7 月にはクロアチアが EU に加盟し、2014 年 1 月にはラトビアがユーロを導入した。また日-EU、米-EU それぞれの間で自由貿易協定交渉が開始され、貿易・投資拡大による成長促進が期待される。

<本文>

## 1. ソブリン危機の当事者であった GIPS 諸国の現状

2012 年 7 月の ECB ドラギ総裁発言「ユーロを守るためにできることは何でもする」および 9 月の新国債購入プログラム (OMT : Outright Monetary Transactions) 導入発表などを契機に、欧州金融市場は落ち着きを取り戻している (図表 1)。個別国のネガティブなニュースに対する市場の反応も、他国の市場を大きく揺るがすには至っていない。

図表 1 : ドイツ国債利回りとのスプレッド(各国 10 年債)



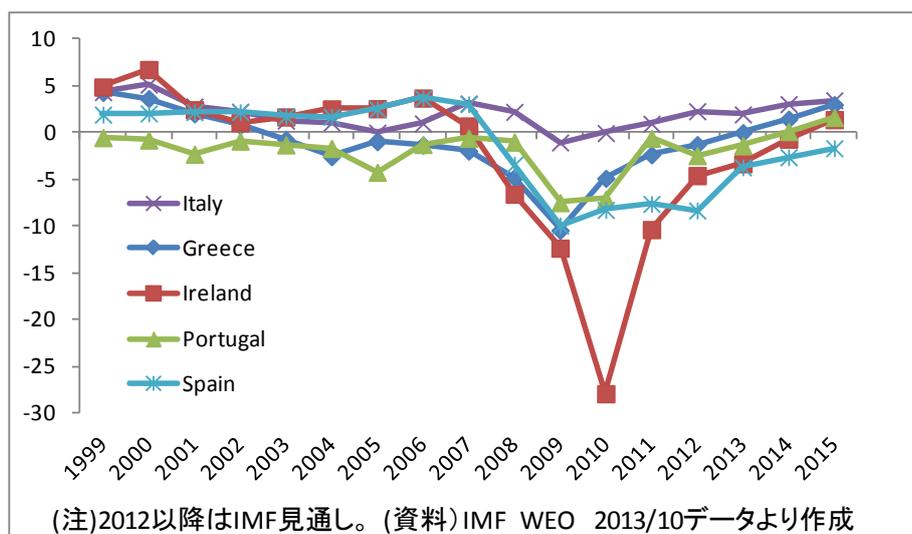
(注)ギリシャのみ右目盛 (資料)Datastreamデータより作成

欧州中央銀行 (ECB) の積極的な金融政策により金融市場の安定が何とか保たれている間に、各国レベルで構造改革を進め、経済を回復軌道に乗せることが、支援を受けているGIPS諸国 (ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン) <sup>1</sup> の課題である。EU と国際通貨基金 (IMF) の支援のもと、GIPS各国レベルで厳しい財政緊縮政策が進めら

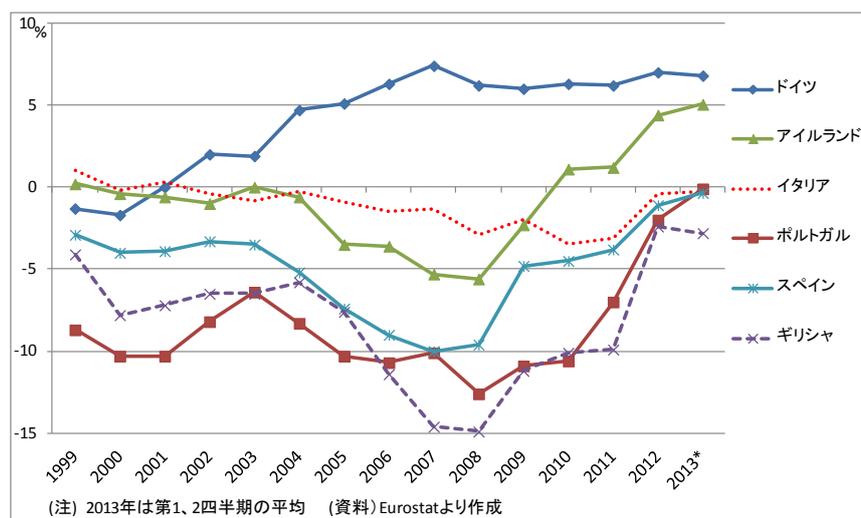
<sup>1</sup> このほかキプロスが 2013 年春に支援を受けている。

れてきた。こうした対策の効果もあり、各国の財政再建は緩やかながら進みつつある。債務危機の中心であった国々のプライマリーバランス（税収から国債費以外の歳出を引いたもの）をGDP比で見ると、それぞれ、ペースに違いはあれ、確実に赤字縮小がみられる。なかでもイタリア<sup>2</sup>はドイツを上回るプライマリーバランスの黒字を達成している。またギリシャ当局によれば、2013年の同国のプライマリーバランスは15億ユーロと目標8.12億ユーロを大きく上回った模様である。

図表2：ユーロ圏債務問題国のプライマリーバランス(GDP比%)



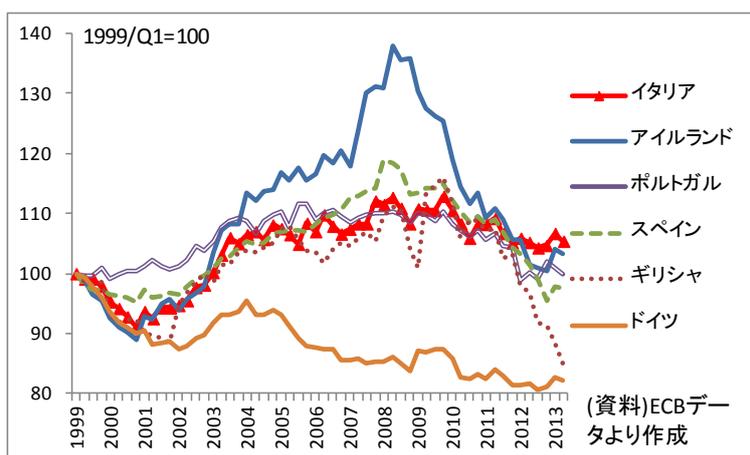
図表3：ユーロ圏各国の経常収支 (GDP比)



<sup>2</sup> イタリアはEUからの支援を受けてはいないが、ユーロ圏のなかでもGDP比でみて、ギリシャに次ぐ巨額の政府債務負担（GDP比127%）をかかえている。GIPS諸国の政府債務危機が深刻し各国の国債が売り浴びせられた時には、イタリア国債も同様の状態となるなど、共通の問題をかかえている。このため債務問題国としてイタリアを含めGIPS諸国と呼ぶこともある。

GIIPS 諸国は、財政のみならず、経常収支の赤字もかかえている（図表 3）。これはユーロが単一通貨であるために、ユニット・レーバー・コストの高い（＝労働生産性の低い）国は割高なコストを為替相場の下落で調整できず、国際競争力が低下することに起因している（図表 4）。

図表 4：各国の実質実効相場(ユニット・レーバー・コストで調整)



もともとグローバル金融危機後の景気低迷のなかで、賃下げ・構造改革など各国の調整努力によってユニット・レーバー・コストの格差は縮小した。なかでもギリシャのコストは大きく低下し、直近では実効相場をみた 1999 年からの変化率はドイツに匹敵するに至っている。こうしたコスト低下を反映した競争力回復に、内需の低迷による輸入の減少も加わり、各国の経常収支赤字は縮小が進んでいる。

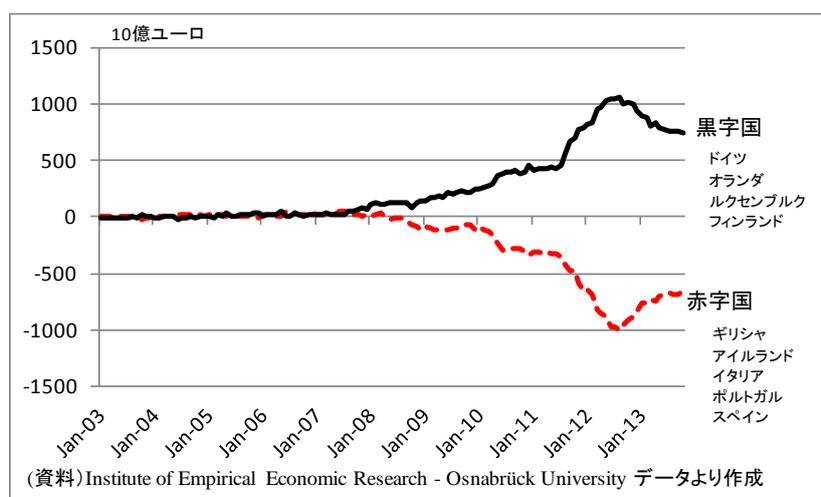
アイルランドは 2009 年から黒字に転化し、イタリア、スペイン、ポルトガルも 2013 年上期には赤字はほぼゼロに近づいている。一方、ドイツの黒字は高水準ながら、GDP 比で見れば横ばいであり、ユーロ圏内の対外不均衡も縮小傾向にある。こうしたユーロ圏経常赤字国の赤字縮小を受け、2012 年後半以降ユーロ為替相場は強含みで推移している（図表 5）。

図表 5：ユーロの対ドル相場の推移



図表 6 は、ユーロ各国のユーロシステムTARGET-IIに対するバランスについて、主要な赤字国（＝GIIPS諸国）合計と、黒字国の代表であるドイツ、オランダ、ルクセンブルク、フィンランドの合計をみたものである。赤字国、黒字国とも 2012 年半ばをピークにバランスは縮小傾向にある<sup>3</sup>。これは前述のような対外不均衡の縮小および、ECBの対策の効果もあって、GIIPS諸国の金融機関のファイナンスにも若干の余裕が出てきたことを示しているとみることができる。

図表 6 : ユーロシステム TARGET-II に対するバランス



## 個別国の事情

アイルランドは 2013 年 12 月に EU・IMF・ECB によるトロイカ支援から卒業し、支援プログラムの卒業成功例第 1 号となった。卒業に際し、事前に検討されていた欧州安定メカニズム (ESM : European Stability Mechanism) の予防的信用枠の設定要請も行われなかった。今後は EU の新たな経済ガバナンス (後述 Two-pack の一環) のもとで、既支援融資額の 75% を返済するまで、サーベイランス (監視) をうけることになる。

スペイン向けの支援プログラムは他の国と違って銀行セクター強化に限られていたが、同プログラムについても、2013 年 11 月のユーログループ (ユーロ圏財務大臣) 会合で終了が決定された。12 月末には ESM よりスペイン向けプログラムが成功裏に終了したとのコメントが出された。

ポルトガルは 2011 年 5 月に金融支援を受けた後、財政再建・経済構造改革を堅実に進めてきた。2013 年夏場には、政治面での混乱や、財政再建策に対する違憲判決など、改革の進捗が危ぶまれる局面も生じた。10 年物国債利回りも一時は 7% を超える水準と

<sup>3</sup> TARGET-II バランスを巡る問題については、国際通貨研究所ニューズレター「欧州中央銀行システムについて～単一通貨ユーロを支えるシステムとその課題～」参照。

[http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo\\_19\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo_19_j.pdf)

なったが、足下では落ち着きを取り戻し、5%を切る水準で推移している。2014年6月に現行のプログラムは終了予定である。予防的信用枠など何らかの支援措置が必要となる可能性も残るが、アイルランドやスペインに続いて成功裏に卒業できるのではという期待が高まっている。

ギリシャに対しては、2010年5月に第1次支援、2012年3月に第2次支援、11月には第2次支援の修正が実施されてきた。2013年12月時点で第2次支援の総融資枠のうち9割近い融資が既に実行されている。ユーロ圏による現行支援プログラムは2014年末に終了するが、修正合意の時点でも2015年以降については追加支援を検討するという方針が示されていた。欧州委員会によれば、2014年第3、4四半期にも資金不足が生じると予想されている。このため追加支援の前倒しが必要となる可能性が出てきている。

## 2. ユーロ圏の経済状況

### 経済見通し

2013年7-9月期のユーロ圏の実質GDP成長率（改定値）は季節調整済み前期比0.1%となり、4-6月期に同0.3%と7四半期ぶりにプラス成長になった後も、かろうじてプラスを維持した。国別にみるとフランス、イタリア、キプロスの3カ国がマイナス成長となったほかは、プラス成長となった。

欧州委員会は2013年5月にスペイン、フランス、オランダ、ポルトガル、スロベニアについて、財政再建計画目標の1-2年先送りを認め、また若年失業対策の拡充など、財政緊縮一辺倒から成長へのシフトを許容する方向にある。

このように各国の緊縮ペースが若干緩んだことを反映し、欧州委員会の2014年2月見通しでは、財政困難国についても景気は底打ち、プラスに転じることが見込まれている。キプロス、スロベニアはマイナス成長が続くが、マイナス幅は縮小の見込みとなっている（図表7）。ユーロ圏全体でも2013年の-0.4%から2014年には+1.4%へプラスに転じる見込みである。

図表 7：欧州委員会による各国の経済成長率見通し

	実績平均				実績	見通し		
	1994-98	1999-03	2004-08	2009-11	2012	2013	2014	2015
EU	--	2.3	2.1	-0.3	-0.4	0.1	1.5	2.0
ユーロ圏	2.3	2.1	2.3	-0.3	-0.7	-0.4	1.2	1.8
ベルギー	2.5	2.0	2.3	0.4	-0.1	0.2	1.4	1.7
ドイツ	1.7	1.2	2.0	0.7	0.7	0.4	1.8	2.0
エストニア	5.4	6.0	5.6	-0.6	3.9	0.7	2.3	3.6
アイルランド	9.1	7.1	3.7	-1.8	0.2	0.3	1.8	2.9
ギリシャ	2.7	4.3	3.1	-5.0	-6.4	-3.7	0.6	2.9
スペイン	3.2	3.6	3.1	-1.3	-1.6	-1.2	1.0	1.7
フランス	2.2	2.1	1.8	0.2	0.0	0.3	1.0	1.7
イタリア	1.9	1.5	1.1	-1.1	-2.5	-1.9	0.6	1.2
キプロス	4.9	3.6	4.2	-0.1	-2.4	-6.0	-4.8	0.9
ラトビア	4.0	6.1	7.3	-4.6	5.2	4.0	4.2	4.3
ルクセンブルク	3.8	5.0	4.1	-0.2	-0.2	2.1	2.2	2.5
マルタ	4.8	2.7	2.8	0.9	0.9	2.0	2.1	2.1
オランダ	3.5	2.2	2.7	-0.4	-1.2	-0.8	1.0	1.3
オーストリア	2.7	2.1	2.6	0.3	0.9	0.3	1.5	1.8
ポルトガル	3.4	1.9	1.2	-0.8	-3.2	-1.6	0.8	1.5
スロベニア	4.3	3.9	4.9	-2.0	-2.5	-1.6	-0.1	1.3
スロバキア	5.6	2.8	7.2	0.8	1.8	0.8	2.3	3.2
フィンランド	4.5	3.1	3.4	-0.8	-1.0	-1.5	0.2	1.3
非ユーロ圏								
ブルガリア	-0.4	4.4	6.5	-1.1	0.8	0.6	1.7	2.0
チェコ	2.5	3.0	5.5	-0.1	-1.0	-1.2	1.8	2.2
デンマーク	3.4	1.5	1.8	-1.0	-0.4	0.3	1.7	1.8
クロアチア	--	3.3	4.1	-3.1	-2.0	-0.7	0.5	1.2
リトアニア	2.7	5.2	7.1	-2.4	3.7	3.2	3.5	3.9
ハンガリー	2.3	3.9	2.7	-1.4	-1.7	1.1	2.1	2.1
ポーランド	6.1	3.0	5.4	3.3	1.9	1.6	2.9	3.1
ルーマニア	1.4	3.6	6.8	-1.8	0.7	3.5	2.3	2.5
スウェーデン	3.3	3.0	2.9	1.5	0.9	0.9	2.5	3.3
英国	3.4	3.1	2.4	-0.8	0.3	1.9	2.5	2.4
その他								
米国	3.9	2.9	2.3	0.5	2.8	1.9	2.9	3.2
日本	1.0	0.9	1.3	-0.5	1.4	1.6	1.6	1.3

(資料) 欧州委員会 "Winter 2014 economic forecast" より作成

#### マクロ経済不均衡の状況

EU レベルでの加盟各国の経済不均衡の早期警戒システムである、マクロ経済不均衡是正手続き (MIP) で使用されているスコアボードでみると、EU と IMF から支援を受けた国以外で、MIP の項目に黄色信号が多いのは、フランス、ルクセンブルク、オラン

ダ、ドイツ（以上は4項目）、ベルギー、イタリア、マルタ、フィンランド（同3項目）である（図表7）。GIPS 諸国が軒並み5-6項目で黄色信号となっているのとは比べると、項目の数ばかりでなく、個々の項目の水準でも限定的である。

図表8: MIP スコアボード(2012)

	対外不均衡および競争力					国内不均衡					
	経常収支 (GDP比、3年 平均)	ネット対外投 資ポジション (GDP比)	実質実効相 場(3年間の 変化率)	輸出市場 シェア(5年間 の変化率)	ユニット・ レーバー・コ スト(3年間の 変化率)	住宅価格変 化率(消費デ フレーターで実 質化)	民間部門の クレジット(フ ロー:GDP 比)	民間部門の 債務(GDP 比)	一般政府債 務(GDP比)	失業率(3年 平均)	金融部門の 負債伸び 率%
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	15%	133%	60%	10%	16.5%
○ ベルギー	-0.4	47.6	-4.3	-14.9	6.6	-0.2	-1.5	146.4	99.8	7.7	-3.9
ブルガリア	-0.9	-79.7	-4	4.8	7.4	5.3	2.5	131.8	18.5	11.3	10.1
チェコ	-3	-49.5	0.4	-4.2	3.9	-3.9	0.6	72.4	46.2	7	5.4
デンマーク	5.9	37.5	-7.7	-18.6	1	-5.1	6.1	238.9	45.4	7.5	5
○ ドイツ	6.5	41.5	-8.9	-13.1	3	1.8	1.5	106.7	81	6.2	4.4
○ エストニア	0.9	-54	-3.4	6.5	-2.8	3.5	4.7	129.4	9.8	13.2	12.9
○ アイルランド	2.3	-112	-12.2	-16.3	-10.4	-11.7	-1.6	306.4	117.4	14.4	-0.7
○ ギリシャ	-7.5	-108.8	-4.5	-26.7	-8.1	-12.4	-6.8	129.1	156.9	18.2	-3.4
○ スペイン	-3.1	-93.2	-5.2	-14.6	-5.6	-16.9	-10.5	194.4	86	22.3	3.3
○ フランス	-1.8	-21.1	-7.8	-14	4.1	-2.3	3.5	140.6	90.2	9.9	-0.1
○ イタリア	-2.3	-24.7	-6.2	-23.8	3.1	5.4	-1	126.4	127	9.2	7.1
○ キプロス	-6.7	-82.4	-5.8	-26.6	0.8	-2.2	10	299.2	86.6	8.7	-1.9
○ ラトビア	-0.6	-66.5	-8.5	12.3	-5.8	-0.6	1	91.7	40.6	16.9	4.1
リトアニア	-1.3	-52.8	-6.7	29.3	-4.6	-3.2	-0.3	62.5	40.5	15.6	-0.3
○ ルクセンブルク	7	169.1	-2.3	-18.3	9.8	2.5	-5	317.4	21.7	4.8	11.3
ハンガリー	0.6	-103.1	-1.2	-17.8	4.4	-9.2	-6.1	131	79.8	11	-8.3
○ マルタ	-1.6	24.9	-7.7	4.5	4.9	0.3	-1.6	155.1	71.3	6.6	4.1
○ オランダ	8.8	46.8	-6	-12	3.3	-8.7	0.2	219.3	71.3	4.7	4.9
○ オーストリア	2.2	0.4	-4.7	-21.2	4.1	:	2.7	147.4	74	4.3	-0.9
ポーランド	-4.6	-66.6	1.3	1.3	4.4	5.9	3.4	74.7	55.6	9.8	9.6
○ ポルトガル	-6.5	-115.4	-4	-16	-5.3	8.6	-5.4	223.7	124.1	13.6	-3.6
ルーマニア	-4.4	-67.5	-1.9	5.9	4.8	-9.2	0.9	72.9	37.9	7.2	5.3
○ スロベニア	1.2	-44.9	-4.5	-19.9	0.4	-8.4	-2.9	113.6	54.4	8.1	-0.8
○ スロバキア	-1.7	-64.1	-3.2	4.2	0.9	-5.9	3.2	73.1	52.4	14	2.6
○ フィンランド	-0.5	18.4	-8.3	-30.8	4.8	0.5	9	157.8	53.6	8	-0.2
スウェーデン	6.2	-10.2	10.1	-18.8	0.7	-0.2	1.8	212.2	38.2	8.1	4.4
英国	-2.8	-9.1	5.8	-19	6.1	-0.9	2.6	178.5	88.7	7.9	-4.3
クロアチア	-0.5	-89.1	:	-24.7	:	-2.4	-2.1	132.1	55.5	13.8	0.9

(注) \* 閾値の上段: ユーロ国、下段: 非ユーロ国。網掛けは閾値を超えるもの。○はユーロ国(ラトビアは2014年1月より)。

(資料) 欧州委員会資料より作成

項目で見ると、対外不均衡および競争力面で輸出市場シェアの低下、ネット対外投資ポジションの悪化が目立つ。これは、ユーロ為替相場は個別国の競争力を反映した動きをするわけではなく、ユニット・レーバー・コストの高い国にとっては、ユーロの為替相場が割高になっていることに加え（図表4参照）、西欧諸国の多くが、東欧やアジア新興国からの厳しい追い上げ、競争にさらされているためである。また、国内面では、民間部門、公的部門とも債務残高の多さが目立っている。

### 3. ソブリン危機を受けたユーロ圏の対応

#### 経済ガバナンスの改革

EUでは、加盟国は安定成長協定 (SGP : Stability & Growth Pact) により財政赤字をGDP比 3%、政府債務残高をGDP比 60%に抑えることが求められている。ソブリン危機の背景にはSGPの運用上の形骸化があるとして、SGPの実効性および各国の政策協調の強化を図るため、さまざまな経済ガバナンス改革が行われてきた。具体的には 2011 年に実現したSix-pack<sup>4</sup>と呼ばれる改革と、2013 年に実現したTwo-packと呼ばれる改革および財政協定 (TSCG : Treaty on Stability, Coordination and Governance) である。

これらの改革により、加盟国共通のヨーロッパ・セメスターと呼ばれる政策スケジュールに基づいた各国の予算案作成、欧州委員会による各国予算案の事前評価・勧告・モニタリング、マクロ経済不均衡の早期警戒システムなどが実現した。こうした EU 共通の財政・経済政策スケジュールを制度化することで、欧州委員会が各国の財政赤字やマクロ経済不均衡のモニタリングをより緊密に行い、是正手続きの実効性を高めることが期待されている。

#### 銀行同盟創設を巡る交渉の進捗

現在のEUの銀行監督システム下では、銀行免許は各国レベルで付与されるが、1 カ国で免許を得た銀行は他の加盟国でも自由に業務を行うことができる。銀行業務が多国間にまたがるなかで、1 行の経営悪化は、複数の国に影響を及ぼすにもかかわらず、監督業務は国毎に行われている。ユーロ・ソブリン危機が深刻化した背景には、このように金融規制や破綻処理などについて域内で整合性がとれていないことがあった。ソブリン危機は問題国の国債を多く保有する銀行のバランスシートを大きく悪化させた。財政による銀行支援はさらに財政赤字拡大および国債価格の下落を招き、銀行のバランスシート悪化につながるという悪循環が生じた。こうした「財政と金融の負の連鎖」を断ち切るためにも、域内の銀行の監督を一本化することが重要だとして、2012 年に欧州委員会から銀行同盟の提案がなされ、交渉が進められてきた。現在、単一銀行監督メカニズム (SSM : Single Supervisory Mechanism、ECBによる銀行監督の一元化) が 2014 年 11 月に稼働する予定となっており、単一破綻処理メカニズム (SRM : Single Resolution Mechanism) についても 2013 年 12 月に首脳間合意がなされた<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> Six-pack は 5 本の EU 規則および 1 本の EU 指令からなる一連の改革、Two-pack は 2 本の EU 規則。

<sup>5</sup> 銀行同盟の詳細については、山口綾子「欧州銀行同盟の進捗状況～ユーロ・ソブリン危機の解決策となるか」国際金融 2013 年 12 月 1 日号参照。

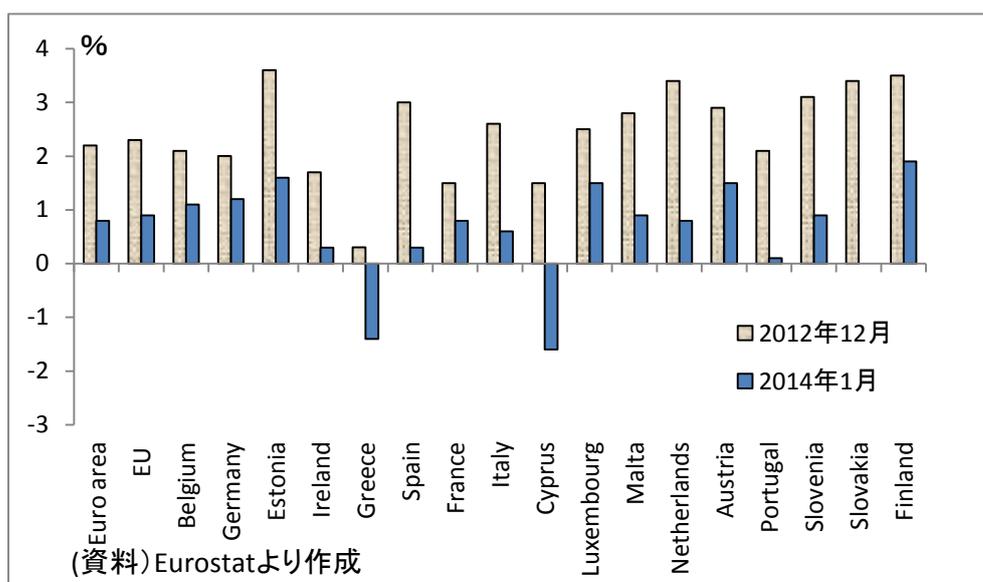
[http://www.iima.or.jp/Docs/gaibukikou/gk2013\\_12\\_all.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/gaibukikou/gk2013_12_all.pdf)

#### 4. 残るリスク

##### デフレ懸念および長期化する高失業

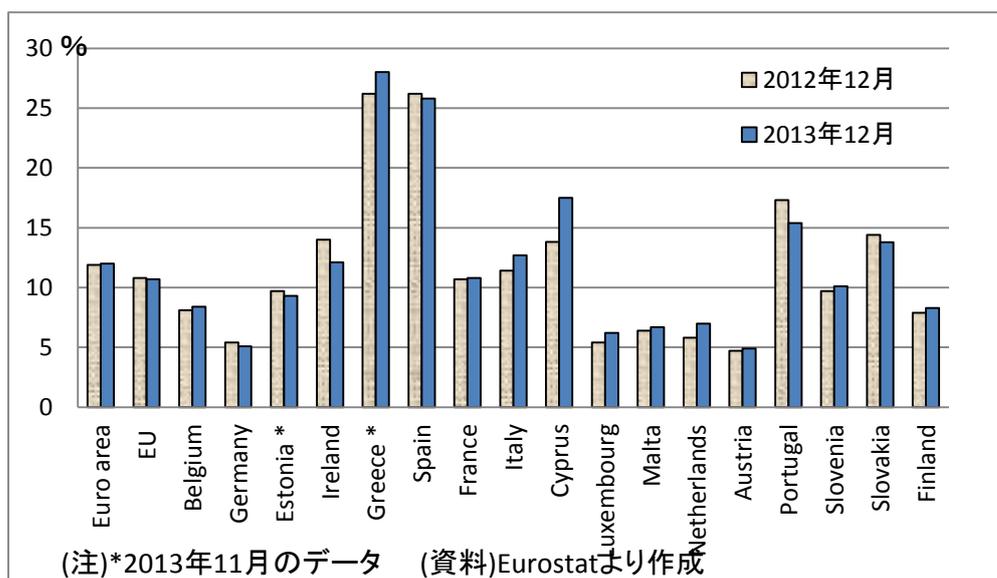
ユーロ圏の多くの国で、足下ではデフレとまでは言わないまでも、デフラインフレが進んでいる。なかでも政府債務問題から厳しい調整を迫られているギリシャやキプロスでは、すでに消費者物価は前年比マイナスの状態が続いている。ECB は域内の金融政策運営にあたって、消費者物価 2% 上昇を物価安定の目安としているが、足下でユーロ圏の消費者物価上昇率の平均値は、前年比+1%を下回っている。こうした状況のなかで ECB は 2011 年 11 月から 5 度にわたって政策金利(メインリファイナンス金利)を 1.5% から 0.25% まで引き下げるとともに、2013 年 7 月には当面低金利水準を維持もしくはさらに下げることがを表明(フォワードガイダンス)するなど、金融緩和効果の浸透による景気の下支えを図っている。

図表 9：ユーロ圏各国の消費者物価（前年比変化率）



また各国の雇用情勢は厳しい状況が続いている。ギリシャ、スペインでは失業率が 25% を超え、大恐慌時の米国に匹敵する高失業となっている。ポルトガル、キプロスでは 15% を超え、ユーロ圏平均でも 10% を超えている。失業率が 1 桁を保っているのは、ドイツ、ベルギー、オーストリア、オランダ、フィンランド、ルクセンブルグなどであり、この点でも欧州の南北格差が際立っている。

図表 10：ユーロ圏各国の失業率



### 各国市民の緊縮疲れ、政権に対する不満、欧州統合への求心力の弱まり

ユーロ圏各国の市民の間では、厳しい構造改革・緊縮財政に対する不満が高まっている。これは各国の政権党への批判や、反EU／反ユーロ勢力の台頭となって現れている。イタリアでは2013年2月の総選挙で、反緊縮財政を唱える政党が躍進、連立交渉が難航し、2カ月もの政治的空白ができてしまった。スペインではストライキが頻発するなか、財政再建目標が先送りされた。ポルトガルでは財政緊縮策の一部に違憲判決が出され、財政再建を推進してきた財務相が辞任を余儀なくされた。ギリシャでは国営放送閉鎖を巡る反対運動が激化し、民営化が予定通り進まなかった。これまでまがりなりにも進んできた財政再建策の遅れが懸念される。

イタリアでは、2013年8月連立政権の一角を占めるベルルスコーニ元首相の脱税容疑での有罪が確定、11月には議員資格が剥奪され、連立から離脱した。この間、連立政権の存続が懸念される局面もあったが、この騒動をきっかけにベルルスコーニ派は分裂・弱体化し、レッタ政権の基盤はむしろ強化されたとみられていた。しかしレッタ政権下で改革が進まないことを背景に、首相の支持母体である民主党から批判の声が高まり、2014年2月レッタ氏は在任9カ月で首相を辞任した。同じ民主党のレンツィ氏が第2次大戦後40人目の首相に指名された。同氏はフィレンツェ市長で、民主党の党首であるが、国政の経験はない。改革推進派として期待がもたれているが、引き続き政権基盤の脆弱性には注意が必要であろう。

ドイツでは、2013年9月の総選挙で、反ユーロを提唱する新党「ドイツのための選択」が、議席獲得のために必要な5%には至らなかったものの4.7%の票を獲得、相応の存在感を示した。メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU-CSU)は

圧勝で第一党となったものの、単独で政権をとるには至らず、連立のパートナーであった自由民主党（FDP）は 5%の票を確保できず議席を失った。このため、CDU-CSU は緑の党や社会民主党（SPD）との連立交渉を行い、12 月によりやく最大野党である SPD との大連立による第 3 次メルケル政権が誕生した。SPD は親ヨーロッパ色が強く、欧州政治のなかでのドイツの孤立化は防げるものとみられる。

なお、2014 年 5 月には 5 年に一度の欧州議会選挙が行われる。各国国民の改革疲れを反映し、EU 懐疑派が票を伸ばせば、改革を足踏みさせてしまうおそれがある。

通貨ユーロを安定的に運営するシステム構築には、財政・政治統合を進めることが不可欠である。その過程では、各国主権の EU への委譲を伴うような改革が必要となってくる。各国リーダーにとっては、国民の欧州統合への求心力をいかに維持するかが重要な課題となっている。

### OMT プログラムをめぐるドイツ憲法裁判所の審査

ECB の OMT プログラムをめぐるドイツ憲法裁判所（FCC : Federal Constitutional Court）の公聴会が 2013 年 6 月に行われた<sup>6</sup>。OMT を巡っては、「ECB による財政ファイナンスであり、EU 基本条約に違反している」として、ドイツ人を中心に EU 一般裁判所に訴えがなされたが、12 月には EU 一般裁判所は、OMT がまだ実行されていないため、被害を受けていないとして、原告の主張を退けた。ドイツ憲法裁判所でも OMT が違憲か否かをめぐる審議が続けられてきたが、2014 年 2 月 7 日ドイツ憲法裁判所は、OMT は ECB の金融政策上の責務を逸脱し、加盟国の権限を侵害しているとしつつも、条約違反かどうかについての判断は EU 司法裁判所<sup>7</sup>に付託することを発表した。

OMT プログラムの導入発表は市場参加者に「ユーロ崩壊というテール・リスクが遠のいた」という安心感を与え、その後の金融市場の安定をもたらした。ドイツ憲法裁判所の審査が市場の波乱要因となるリスクが懸念されていたが、そのリスクは当面は遠のいたと言えよう。他方で、ドイツ連銀総裁は OMT 導入時に ECB 理事会で反対したが、多数派に押し切られた経緯がある。メルケル政権は OMT を支持しているが、ドイツ連銀、ドイツ憲法裁判所とも OMT には批判的である。ドイツ経済が他国と比べて好調な間は良いが、経済が苦しい状況に陥った時、ドイツ国民の間に自国の金融政策を自由にできないことへの不満が高まるおそれがある。こうした EU 内部の不協和音が ECB の手足を縛る可能性には引き続き警戒する必要がある。

<sup>6</sup> ドイツ憲法裁判所は、2012 年秋には ESM 条約の批准を巡って違憲審査を行った。このためドイツの条約批准が遅れ、ESM 発足が当初の予定の 7 月から 9 月にずれ込むこととなった。このように厳格なドイツの姿勢は EU の債務国支援を遅らせる要因の一つとなってきた。

<sup>7</sup> EU 司法裁判所は EU の最高裁に当たる。加盟各国各 1 名計 28 名の裁判官からなる。① EU 各機関の活動の正当性のチェック、② 各加盟国が EU 条約を遵守しているかどうかのチェック、③ EU 法の妥当性や解釈について「先決的判決」を定めるなどの機能がある（藤井良広「EU の知識」2013）。

## 5. 中期的な課題と対応

中期的には欧州全体として成長力をいかに高めるかが課題である。EU 各国は成長戦略「ヨーロッパ 2020」に沿って構造改革を進めている。高齢化、累増する財政赤字などの問題をかかえるなかで、構造改革を進め生産性を向上させることが何より必要である。また、EU/ユーロ拡大は、旧・新加盟国双方にとって市場拡大・経済活性化のチャンスとして期待できる。2013年7月にはクロアチアがEUに加盟し、現在トルコ、アイスランド、モンテネグロ、マケドニア旧ユーゴスラビア、セルビアの5カ国が加盟候補国としてEUとの間で交渉を進めている。2014年1月にはラトビアがユーロを導入した。ラトビアは2008年に経済危機に陥りIMFからの支援を受けたが、ユーロ導入を目指して、通貨を切り下げることなく、厳しい構造改革を成し遂げてきた。ユーロ導入の強い意思が構造改革を支えた好例とみることができよう。

他方、貿易・投資拡大による成長促進政策の一環として、2013年3月には日-EU、6月には米-EU それぞれの間で自由貿易協定交渉が開始された。

## 6. 今後のシナリオ

欧州債務国の今後については、大きく分けて3つのシナリオが考えられる。

1. 楽観シナリオ：既存の支援プログラムの多少の修正はあっても、債務国も含め欧州全体として順調な回復軌道に乗る。

米国の景気回復に伴い、新興国経済の減速も緩やかなものにとどまり、グローバル経済は緩やかながら順調な回復過程をたどる。こうしたグローバル経済を背景に、ユーロ圏各国もドイツなど財政に余裕のある国の緊縮財政が若干緩み、ECBの金融緩和にも支えられ、ユーロ圏全体として順調な回復軌道に乗る。

2. 中間シナリオ：欧州全体として景気回復がはかばかしくないなか、小国の債務問題について追加支援の必要性が出てくる。しかし、EUやECBの対応により危機は個別国ベースで止まりユーロ圏全体には波及しない。

ギリシャでは長引く景気低迷のなか、構造改革の進捗ははかばかしくない。2014年中にもギリシャ政府が資金不足になり、追加支援の要請が出てくる可能性は否定できない。なおその場合でもEUやECBの適切な対応により、ユーロ圏全体に混乱が波及することは避けられるとみられる。

3. 悲観シナリオ：欧州全体として景気低迷が長期化・深刻化し、米国の量的緩和の縮小などを背景に欧州から資金が流出するなか、ユーロ金融市場が再び大きく動揺する。

すでに支援から卒業したアイルランドでは、手元資金も十分にあり、今後も市場からの資金調達も順調に行われることが期待されている。スペイン、ポルトガルもアイルランドに続くことが期待される。しかし今後景気回復が期待通りに進まず、

金融セクターの不良債権問題の悪化や、財政赤字が再拡大するリスクは、多かれ少なかれどの国についても残る。各国政府が厳しい財政緊縮策に耐えてきた国民の支持をつなぎとめられるかどうかも課題である。特に米国の量的金融緩和が縮小されるなかで、資金の流れの変化が、欧州周縁国の脆弱な金融市場に与える影響は無視できない。ECB の機動的な対応が必要になる場面も出てこよう。

以上のシナリオのうち、楽観シナリオの可能性はもっとも低く、中間シナリオの可能性が高いとみられるが、悲観シナリオに至るリスクには引き続き注意が必要であろう。

#### 【参考文献】

European Commission, “Alert Mechanism Report 2014”, Nov. 2013

European Commission, “Winter 2014 forecast”, Feb.2014

IMF, “World Economic Outlook”, Oct 2013

OECD, “Economic Outlook”, Oct 2013

内閣府「世界経済の潮流～中国の安定成長に向けた課題～」2013Ⅱ, 2013年12月

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>