

# 緊縮と成長のバランスを求め 苦闘するユーロ圏の財政危機国

三井物産戦略研究所  
欧米室  
平石隆司

欧州ソブリン債務危機が再燃している。金融市場は、対ギリシャ第二次支援実施とギリシャにおける政府債務再編、ECB（欧州中央銀行）による長期資金供給等を経て小康状態にあったが、5月6日のフランス大統領選挙とギリシャ総選挙における現職大統領と与党の敗北を契機に、財政危機国の国債金利が上昇に転じ、株価が下落、ユーロの減価が進むなど、再び不安定化している。

EUおよびIMFは、前述した政策に加え、セーフティネットの強化や中長期的対策としての経済・財政政策の協調と監視の強化に取り組み、財政危機国も財政再建を進めているが、いまだ道半ばである。

## 明確になり始めた財政危機国間の格差

財政再建の進展度合いによって財政危機国間の差が明確化し始めている。

現時点でリードしているのはイタリアとアイルランドだ。イタリアは、モンティ前欧州委員が率いるテクノクラート政権が、年金支給開始年齢の引き上げや富裕層への増税、脱税対策の強化等の財政再建を推し進めるとともに、労働市場改革や規制緩和等の構造改革を矢継ぎ早に打ち出し市場の信認を得つつある。アイルランドは、不動産バブル崩壊による銀行危機を背景に、2010年11月にEUおよびIMFの支援下に入ったが、着実に財政赤字削減計画を実行している。また、柔軟な労働市場等を背景とした輸出競争力の回復により輸出が拡大し、実質GDP成長率は2011、12年と2年連続でプラスを達成する見込みだ。

一方、再建の遅れが目立つのは、スペインとポルトガル、そしてギリシャである。スペインは、教育および医療関連支出を管轄し、中央政府のコントロールが効きにくい州政府の財政赤字が拡大を続けていること、地価の下落に歯止めがかからず、銀行の不動産関連の不良債権が拡大していること、リセッションが深刻化していること、等から2011年の財政赤字は名目GDP比8.5%と目標の同6.0%を上回り、2012年の目標も当初の同4.4%から同5.3%へ修正を余儀なくされており、4月26日にはS&Pが国債格付けをBBBプラスへ2段階引き下げた。ポルトガルは債務残高が高いことに加え、リーマンショック前から構造的な低成長に苦しんでいる。10年物国債金利は10%超で高止まりし、計画通りに2013年秋に市場調達を再開するのは不可能であり、2012年秋口までにギリシャに続く第二次支援が検討されるだろう。ギリシャに関しては、債務再編に一応成功したとはいえ、2012年まで4年連続でマイナス成長が続くなかで厳しい緊縮策を続けられるかが懸念されている。5月6日の総選挙ではEUに対し財政緊縮策の履行を約束した現与党が大敗、連立交渉は難航している。再選挙が実施され、緊縮策に反対する政党が政権をとった場合、EUとIMFによる第二次支援が滞るリスクがある。

もっとも、現時点でリードしている国々にしても、イタリアは足下で労働市場改革をめぐり与党内で対立が発生、今後の展開次第では改革が後退する恐れが出てきた。アイルランドは、5月31日の国民投票で「財政・調整・統治に関する条約」の批准が否決されれば、ESM（欧州安定メカニズム）からの支援が受けられない状況に陥る。世論調査では賛成が反対を10%ポイント以上上回っているが、事態は流動的だ。

## 財政危機国の政府債務の持続可能性をどう高めるか

政府債務の持続可能性を判断する上では、政府債務残高の名目GDP比率が中長期的に低下するかが鍵となる。それは、現時点での政府債務残高の水準、政府債務の金利、名目GDP成長率、プライマリーバランス（財政収支から政府債務の利払い費を除いたもの）によって決まるため（図表1）、ユーロ圏の財政危機国による財政再建策や、EUとIMF、そしてECBによる支援はこれらの改善を目指している。

2012年5月現在、ユーロ圏ではギリシャ、アイルランド、ポルトガルが、EUおよびIMFによる金融支援下にあり、次の被支援候補国としてスペインやイタリアに注目が集まる。

金融市場では、「金利が7%を超えると債務が返済不可能となり支援を余儀なくされる」等の俗説が聞かれるが、国によって「危険金利水準」は異なることに注意が必要だ。

例えば、図表1の式にIMFの見通しの数字をインプットしてイタリアの政府債務残高が拡大し続ける金利水準を試算すると（2011年末の債務残高名目GDP比約120%、中期的な名目GDP成長率約3%、中期的プライマリーバランス名目GDP比約4.5%）、約7%となる。財政再建が進んだ結果、イタリアの10年物国債金利は2011年末の7%超から5%台半ばへ低下しているので債務の持続可能性は高まっている。

一方、スペインの場合、IMFによれば財政再建の遅れを背景にプライマリーバランスは2017年時点でもほぼゼロにとどまるため、金利が4%台後半に達すれば（現在の10年物国債金利は5%台後半）、債務のGDP比率の上昇に歯止めがかからない。現時点での債務のGDP比が低いことは斟酌する必要があるが、本格的支援要請までは至らずとも、少なくともEFSF（欧州金融安定ファシリティー）/ESMの予防的クレジットラインの利用（銀行の資本増強等へ活用）が必要だろう。

## 財政危機国に求められる成長戦略とは

債務再編以外の方法で政府債務の持続可能性を高めるには、ECBによる金融緩和政策と、財政危機国による景気実態に配慮した「バランスの取れた」財政緊縮策、そして労働市場や財・サービス市場の構造改革による潜在

図表1. 政府債務残高の持続可能性を判断するための基本式

t期の一期前と比べた政府債務残高の名目GDP比率の変化は以下の式で表される。  

$$\left( \frac{Dt}{GDPt} \right) = \left\{ \frac{Dt-1 \times (1+it) - PBt}{GDPt-1 \times (1+gt)} \right\} - \left( \frac{Dt-1}{GDPt-1} \right)$$
 Dは債務残高水準、iは政府債務の借入金利、PBはプライマリーバランス、GDPは名目GDP、gは名目GDP成長率を表す。右辺は、 $\left\{ \frac{(it-gt)}{(1+gt)} \right\} \times \left( \frac{Dt-1}{GDPt-1} \right) - \left( \frac{PBt}{GDPt} \right)$  と整理できる。  
 （金利と成長率の差と成長率の比率） （債務のGDP比） （プライマリーバランスのGDP比）

図表2. ユーロ圏財政危機国の特徴と今後のウォッチポイント

国名および危機のパターン	特徴	現状と今後のウォッチポイント	輸出のGDP比	失業率	政府総債務のGDP比
ギリシャ 「放漫財政破綻型」	・野放図な財政運営や脆弱な税基盤を背景に、ユーロ導入以来「安定成長協定」を遵守したことなし。2009年末に財政赤字の過少計上が判明、現在に至る欧州ソブリン債務危機の火付け役。	・3月に民間投資家保有の債務再編を実行し、1,300億ユーロの第二次支援も決定。 ・しかし、財政緊縮策の履行をEUに約束した与党が5月6日の総選挙で大敗、政局が混乱しており、第二次支援の実行に不透明感。	24.0%	21.7% (51.2%)	160.8%
アイルランド 「バブル崩壊・銀行危機型」	・健全財政を続けていたが、銀行の多額の不動産部門への融資がバブル崩壊により不良債権化、支援費用の拡大により財政赤字が膨張。	・厳しい財政緊縮策を履行しながら、輸出主導でプラスの実質GDP成長率を達成する優等生。 ・ただし、5月31日の「財政・調整・統治に関する条約」に関する国民投票の行方が懸念材料。	105.3%	14.5% (30.3%)	105.0%
ポルトガル 「低競争力・低成長型」	・硬直的労働市場や、規制の多い財市場を背景に2000～08年の年平均実質GDP成長率は1.3%と、ユーロ圏の同2.0%を大幅に下回る。成長力の低さや、民間部門の高債務が財政危機の原因。	・内需が低迷する一方、輸出競争力の低さから外需にも期待できず、厳しい景気後退に苦しむ。 ・債務残高が大きいに加え、国債金利も高止まりしており、第二次支援策が必要。	35.5%	15.3% (36.1%)	106.8%
スペイン 「バブル崩壊・銀行危機型」	・2005～07年に財政黒字を記録するなど、健全財政を維持していたが、不動産バブルの崩壊を背景にカハと呼ばれる中小貯蓄銀行の不良債権問題が拡大。景気の低迷による税收減も加わり、財政赤字が拡大した。	・州政府の赤字の拡大、不動産関連の不良債権の拡大、リセッションの深刻化、等を背景に財政赤字が当初目標を上回って拡大。 ・銀行の資本増強のため、EFSFから予防的支援を受けるべきとの見方が増えている。	30.1%	24.1% (51.1%)	68.5%
イタリア 「低成長・高債務型」	・1990年代前半まで放漫財政が続いたが、それ以降、財政規律を守っており、2009年以降の財政赤字はユーロ圏平均を下回り、プライマリーバランスは11年に黒字を記録。 ・しかし、債務水準が高く（ユーロ圏ではギリシャに次ぐ）、経済成長率も低いいため、ベルルスコーニ前政権の混乱を契機に債務の持続可能性へ不安が高まった。	・モンティ前欧州委員を首相とするテクノクラート内閣は、財政再建とともに、労働市場および財・サービス市場の改革を矢継ぎ早に打ち出し、市場の信認を得つつあり、国債金利は2011年末の7%超から、5%台へ低下。 ・ただし、労働市場改革は与党内の反対で後退の兆しもあり、今後の動向を注視する必要あり。	28.8%	9.8% (35.9%)	120.1%

注1：輸出は、2011年の財貨・サービスの輸出。失業率は2012年3月（ギリシャは2012年1月）失業率の（ ）内は25歳以下の失業率。政府総債務は2011年  
 注2：ユーロ圏の輸出のGDP比は43.8%、失業率は10.9%、25歳以下の失業率は22.1%、政府総債務のGDP比は88.1%  
 出所：IMF 'World Economic Outlook' Apr. 2012、欧州委員会

成長率の引き上げを三位一体で進める必要がある。しかし、現在のところ財政危機国、そしてそれを支援するEUには、危機国の成長力を引き上げる明確な成長戦略が欠けている。

まず、構造改革のプラスの効果が現れるには時間がかかり、短期的には企業による競争力強化のための雇用調整や賃金の引き下げ等、内需に対するマイナスの効果が先行する。そのため、EU予算の再配分機能やEIB（欧州投資銀行）の融資を活用した財政危機国でのインフラ整備等の投資拡大や、ドイツを中心とする財政健全国における景気下支え策の実施等が必要である。

中長期的成長戦略に関しては、各国とも（既に財・サービス市場の規制緩和が進み労働市場も柔軟であるアイルランドは以下の議論から除く）、正規雇用者保護の緩和や（解雇条件の緩和や補償金の減額等）、賃金決定方式の柔軟化等の労働市場改革が主となっている。しかし一方で、財政緊縮策のなか、若年失業者の就業を促す教育、訓練制度の強化は不十分なものとどまっている。財・サービス市場の規制緩和についてもイタリアが先行しているが、その他の国では改革が十分に進んでいない。

完全に欠如しているのが、自国に外国から優秀な人材、企業、そして資金を引き付け、成長を図ろうとする、税制を活用した戦略である。同じく厳しい財政再建を進める英国では、2012年度予算において、所得税の最高税率の引き下げ（50%→45%）、法人税引き下げの加速（2011年度計画＝当時28%の税率を14年度に23%へ引き下げ、14年度に22%へ引き下げへ）等、赤字削減を進めながらも自らの強みを追求し続けており、市場の信頼も厚い。財政緊縮策と成長戦略の両立についてユーロ圏の財政危機国も見習うところ大ではないか。

## EUが提唱する財政再建策の変化の胎動

財政危機国の財政再建への取り組みが滞るなかで、足下ではECBの金融緩和政策に限界が見え始めている。政策金利の引き下げについては、景気が堅調なドイツと、リセッションに苦しむ財政危機国の二極化が進んでいるため、ECBの舵取りが困難化している。LTRO（3年物のリファイナンスオペ）についても、財政危機国の銀行が、調達した資金で自国国債を購入したため国債金利の大幅な低下をもたらしたのは事実だが、一方で、危機深刻化の主因である「ソブリン債務危機と金融システム不安の悪循環」の環を、銀行による国債保有の増加を通じて強めてしまったという負の側面も否定できない。国債価格の下落が続けば再び金融システム不安を高めるリスクがある。

一方、ECBによる「時間稼ぎ」で市場が小康状態にあったため、3月のセーフティネット（EFSFとESM）の拡大は不十分なものに終わり、これを受けた4月のIMFの資金基盤の強化も4,300億ドル（約3,300億ユーロ）と当初予定の5,000億ドルへは達しなかった。

こうしたなかで見え始めた、EUの危機対応における変化の胎動に注目したい。これまでのドイツ主導の緊縮策一辺倒の財政再建策から、成長とのバランスが取れた政策へと軌道修正を目指す動きが出てきたのだ。ファンロンパイ大統領は、5月23日に臨時的欧州理事会を開催し、EIBの増資やEU予算を活用した中小企業支援等、EUの成長戦略を議論することを決定、6月末には財政規律の強化を補う「成長協定」の締結も視野に入れ始めた。こうした軌道修正によって、財政危機国の債務の持続可能性を高め、欧州ソブリン債務危機を収束へ向かわせることができるのか、EU各国の柔軟性と実行力が問われている。（2012年5月14日記）