

# Newsletter



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

## ユーロ圏の経済動向

～周縁国債務問題は最悪期を脱したのか？～

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>

- 欧州では、2012年夏場の欧州中央銀行（ECB）ドラギ総裁発言、9月の新国債購入プログラム（OMT）導入発表を契機に金融市場の不安感も落ち着きを取り戻してきた。直近ではポルトガル、ギリシャ情勢が不安定化しているが、金融市場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っている。
- 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。さらに、銀行同盟を巡る交渉が続けられている。
- 短期的には、債務国の長引く景気低迷と緊縮疲れに

レポート内の重要用語を  
HPトップページ右上部「用語解説ツール」で解説しています。以下のURLにリンクしていますので「用語解説ツール」を是非ご活用ください。  
<http://www.iima.or.jp/Docs/keyword/keyword.pdf>

伴う各国国民の不満による政治不安が懸念材料である。ギリシャ、ポルトガル、イタリアでは連立政権の基盤が不安定になっている。さらに最大の債権国であるドイツは、9月に総選挙を控え、国内政治を意識せざるを得ないため、EUのなかで積極的なリーダーシップをとれない可能性がある。このため当面EUレベルでの意思決定が停滞するおそれがある。

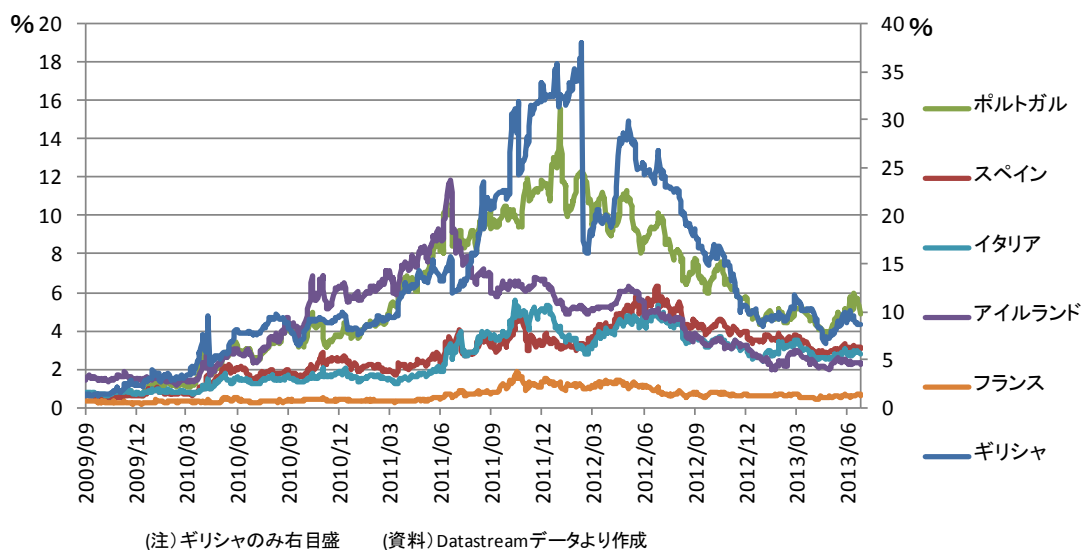
- 中期的には成長力をいかに高めるかが課題である。EU各国は成長戦略「ヨーロッパ2020」に沿って構造改革を進めている。2014-2020年のEU統合中期予算でも若年雇用拡大や研究開発支援などへの配分を拡大させている。また7月にはクロアチアがEUに加盟し、2014年1月にはラトビアがユーロ導入の予定である。EU拡大は、旧・新加盟国双方にとって市場拡大・経済活性化のチャンスとして期待できる。

<本文>

## 1. ソブリン危機の最悪期は去ったのか：GIIPS諸国の現状

2012年夏場の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らがすには至っていない。こうしたなかで、ユーロ圏政府高官による「ユーロ圏の債務危機の最悪期は去った」との内容のコメントもみられる。

図表1：ドイツ国債利回りとのスプレッド(各国10年債)



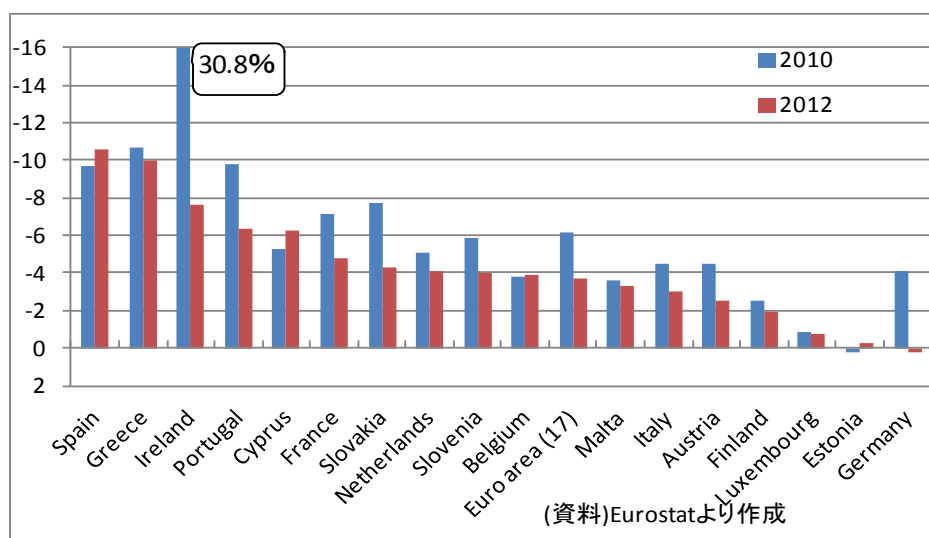
2007-2008年にかけてのグローバル金融危機は世界的にリセッション（景気後退）を

もたらした。ユーロ圏各国でも、リセッションに伴う税収減に、景気対策による支出拡大や金融セクターに対する支援も加わり、財政収支は軒並み悪化した。こうしたなかで、ユーロ圏のソブリン危機（政府債務危機）が深刻化したのは、2009年秋のギリシャ政権交代時に政府債務統計の粉飾疑惑が明らかになったことがきっかけであった。2010年5月にギリシャが欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）による支援を受けたのを皮切りに、アイルランド、ポルトガル、スペインなどの支援要請が続いた。2013年にはキプロスも被支援国の仲間入りをするようになった。

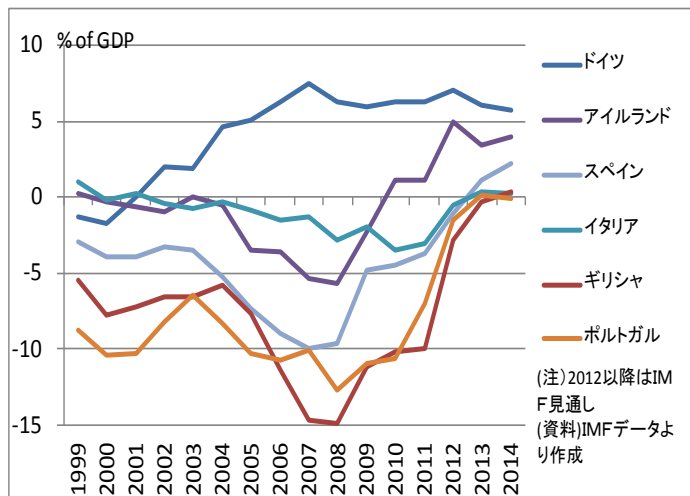
危機がギリシャにとどまらず、他のユーロ諸国に波及したのは、「ギリシャ一国の問題ではなく、単一通貨ユーロのシステムそのものに欠陥があるため」との認識が広く共有され、ユーロ圏、EUレベルでのさまざまな改革がなされてきた。

他方、被支援国側でも、EUとIMFの支援のもと、各国レベルで厳しい財政緊縮政策が進められてきた。こうした対策の効果もあり、財政赤字の水準は依然として高いものの、各国の財政再建は緩やかながら進みつつある。

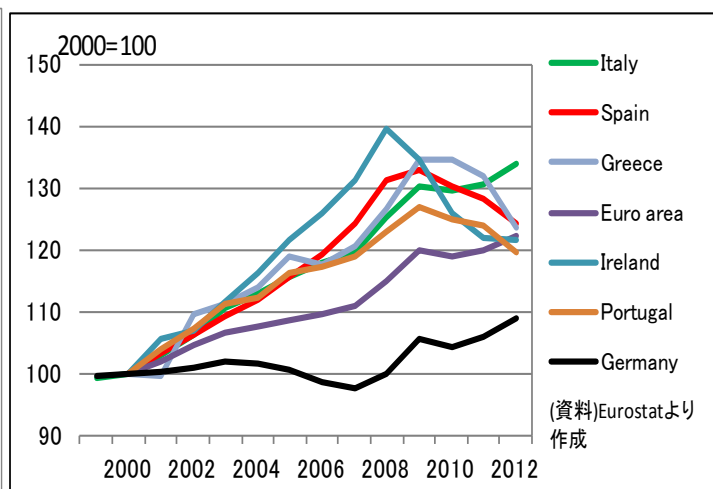
図表 2：ユーロ圏諸国の財政収支(GDP 比%)



図表 3 : ユーロ圏各国の経常収支

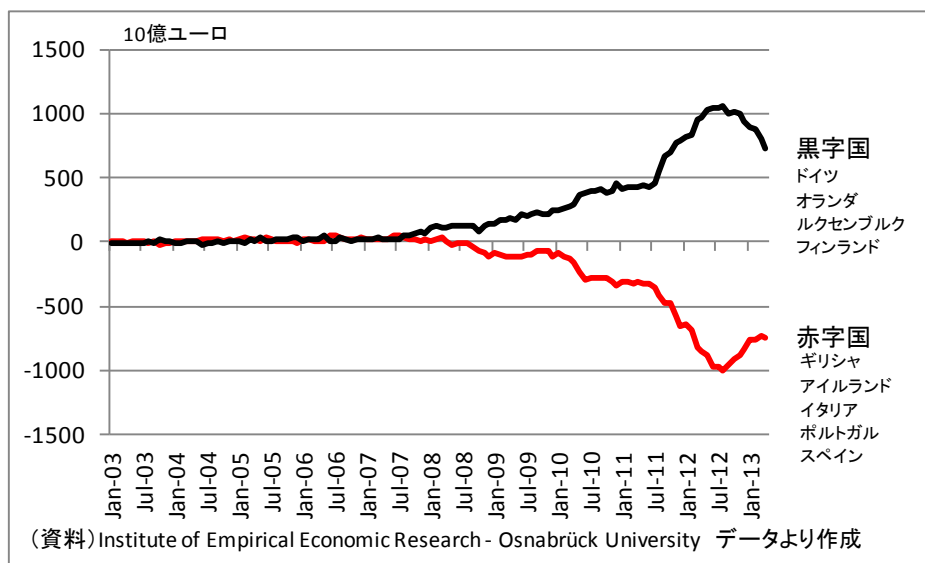


図表 4 : ユニット・レーバー・コスト



GIIPS 諸国（ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン）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）これらの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。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（図表 4）。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、スペイン、イタリアでも 2013 年には黒字化定着が見込まれている。一方、ドイツの黒字は今後縮小が見込まれ、ユーロ圏内の対外不均衡も縮小傾向にある。

図表 5 : ユーロシステム TARGET-II に対するバランス



図表 5 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 年半ばをピークに縮小傾向にあることがわかる<sup>1</sup>。これは前述のような対外不均衡の縮小および、欧州中央銀行（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もみることができよう。

## 個別国の事情

ただし、国別にみると状況はさまざまである。

ギリシャでは、財政再建の基本政策の一つである国営企業民営化が予定通り進まないことが懸念されている。国営ガス会社DEPAの入札失敗、国営放送ERTの閉鎖発表をめぐる反対運動激化など、民営化の進展に赤信号が灯っている。ERTの閉鎖をめぐる連立政権の一部が離脱、政治面でも懸念が残る。もっともEUレベルでのさまざまな改革が進んでいることを背景に、ユーロ離脱を巡る懸念は遠のいたといえよう。アイルランドは支援からの卒業への道を着々と歩いている。ポルトガルはこれまでEUとIMFのコンディショナリティを堅実にこなしてきたと評価されてきた。しかし、財政再建策が裁判で違憲と判断されるなかで、財政再建を担ってきた財務相が辞任するなど、政権の基盤を揺るがす事態になっている。スペインは 2012 年 12 月と 2013 年 2 月にESMから合計 414 億ユーロの支援を受けて、銀行への資本注入を行った<sup>2 3</sup>。イタリアでは、2カ月の政治的空白を経て大連立政権が成立したが、政治不安は引き続き残る<sup>4</sup>。

キプロスは、2012 年 6 月に EU に金融支援を要請、長い交渉を経て、2013 年 3 月に総額 100 億ユーロ（うち IMF10 億ユーロ）の支援が決まった。キプロス救済をめぐることは、金融機関救済で大口預金者にも負担が課されたことで、預金保険の重要性が改めて認識された。またユーロ圏で初めて資本規制が導入され、通貨ユーロの基本である自由な資本移動の原則が初めて破られた。

---

<sup>1</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2012No.19「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)

<sup>2</sup> ESMによれば、スペインの銀行の必要資本額は 510-620 億ユーロと見込まれるため、2012 年 6 月に合意した総額 1,000 億ユーロの支援でカバーできることになる。

<sup>3</sup> ESMの資金は政府傘下の銀行再建整理基金（FROB）を経由して銀行に資本注入されるため、ESMの支援によってスペイン政府債務が増える形となる。このことが、銀行の経営悪化と政府債務拡大の悪循環につながるとして問題視されてきた。2013 年 6 月の欧州サミットでは、今後単一監督メカニズムが稼働することを条件に、ESM 資金を銀行へ直接資本注入できるようにすることが認められた。

<sup>4</sup> イタリアについては、国際通貨研究所ニューズレター2013No.18「2カ月の政治的空白を経て成立したレッタ政権下のイタリア経済」参照。

## 2. ソブリン危機を受けたユーロ圏の対策

### (1)EU レベルでの対策

ギリシャの危機が他の周縁国に波及したのは、単一通貨ユーロを運営するシステムそのものに欠陥があるからであるとの認識のもと、EUレベルでさまざまな対策がとられてきた<sup>5</sup>。

これらの対策は、①緊急時の金融セーフティネット創設、②従来からあるシステムの強化、③統合のさらなる深化に大別できる。

#### ① 緊急時の金融セーフティネット創設：欧州金融安定ファシリティ（EFSF）から欧州安定メカニズム（ESM）へ

ギリシャの政府債務危機が明らかとなった時に、緊急時に支援をするIMFのようなシステムがないことが問題視された。このため、2010年6月に時限的措置として欧州金融安定ファシリティ（EFSF：European Financial Stability Facility）と欧州金融安定メカニズム（EFSM：European Financial Stabilization Mechanism）が創設された。2010年11月のアイルランド以降はEFSF、EFSMを通じた支援システムが機能し、より迅速に支援策がまとまった。時限措置であるEFSFを引き継ぐものとして、恒久機関としての欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）が2012年10月に稼働開始した。なお、EFSFは2013年6月をもって新規業務を終了し、ESMが唯一のユーロ圏のセーフティネットとなった<sup>6</sup>。

#### ② 従来からあるシステムの強化：安定成長協定の強化・新財政協定による財政規律の強化、統合予算による格差是正強化

ユーロ圏では通貨統合を安定的に運営するために、安定成長協定（SGP：Stability & Growth Pact）で財政赤字をGDP比3%以内、政府債務残高をGDP比60%以内に抑えることが求められている。しかし、2000年代初めの景気低迷のなかでの財政赤字拡大に対して、弾力的な運営がなされてきた。このことが各国の財政危機を招いたとして、SGPの運用の厳格化や、違反した場合の罰則の強化、罰則の適用の迅速化などが行われてきた。

またさらに財政規律および相互監視を強化するため、新財政協定（TSCG：Treaty on Stability, Coordination and Governance in the EMU）が調印された。TSCGのもとで、各国は単年度の財政赤字をGDP比0.5%以内とする均衡予算の義務付けを2013年中に国内法によって規定することになった。TSCGは英国とチェコを除くEU25カ国

<sup>5</sup> これらの対策の内容や導入の経緯については、国際通貨研究所ニューズレター2012No.21「ソブリン危機を背景に進むユーロ圏のガバナンス改革」参照 [http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo\\_21\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo_21_j.pdf)

<sup>6</sup> ギリシャ、アイルランド、ポルトガル向けの既存のプログラムについてはEFSFが継続。

が参加し、2013年1月1日に発効した。

### ③ 統合のさらなる深化：政策協調の制度化（ヨーロピアン・セメスター）、相互監視システム、銀行同盟、ユーロ共同債の検討

通貨ユーロに対する懸念にはそもそも「財政・政治統合なき通貨統合」は安定的に運営できるはずがないという考えがある。主権国家の集まりである EU では各国の利害が錯綜し、完全な財政・政治統合は不可能だが、部分的に統合を深めることで、危機を予防する努力が続けられてきた。

EU 各国の政策協調を制度化するしくみとして、ヨーロピアン・セメスターが導入された。各国は域内統一スケジュールのもとで、経済・財政政策について、欧州委員会による事前チェックおよび勧告を受ける。この勧告が各国の国内政策に反映されることで、EU 全体として経済・財政政策の整合性がとれることになる。さらに、マクロ経済不均衡是正手続き（MIP：Macroeconomic Imbalance Procedure）という、不均衡を相互に監視し、早期警告を行うシステムが導入された。各国経済の対外・国内不均衡が大きくならぬうちに欧州委員会が改善を勧告することで、危機の予防につながることを期待されている。

また金融セクターの安定を図るシステムとして、銀行同盟の創設が議論されている。2012年5月に欧州委員会が提案し、議論が続けられてきた。当面は、単一監督メカニズム（SSM：Single Supervisory Mechanism）によって、システム上重要な大手金融機関の監督を統一して行い、金融セクター支援と財政悪化の悪循環を防ぐことが喫緊の課題となっている。現在2014年後半にはSSMが稼働開始することが期待されている。2013年7月には欧州委員会より単一破綻処理メカニズム（Single Resolution Mechanism）提案が公表された。

さらに将来の課題として、ユーロ共同債の発行も欧州委員会内で検討が続けられている。これらの方策は財政政策・金融監督など各国の主権に関わる権限をどこまでEUに委譲できるかという問題をはらんでおり、合意にはまだ時間を要しよう。

## (2) ECB の対応

ソブリン危機への対応として、ECBの果たしてきた役割も見逃せない。EUレベルでの対応は加盟国間の意見調整や実現までの各国の国内手続きなどが必要なものが多く、時間がかかる。このため金融市場の不安定化など緊急時への対応は、理事会での機動的な意思決定のできるECBが重要な役割を果たしてきた。

ECBは2007年夏場のサブプライム危機時には、市場への機動的な流動性供給を行い、その後も潤沢な流動性供給、利下げなどによって金融システムの安定化・景気の下支えを図ってきた。さらにその他の非伝統的金融政策として、ソブリン危機で市場からの売り圧力にさらされた国債市場を安定化させるための、証券市場プログラム（SMP：

Securities Market Program)<sup>7</sup>、3年物長期リファイナンス・オペ(LTRO: Long Term Refinance Operation)<sup>8</sup>などが行われてきた。2012年9月のECB政策理事会では新たな国債購入プログラム(OMT: Outright Monetary Transactions)の導入が決められた。OMTプログラムは、ESMの支援を受けている国がそのコンディショナリティのもとにあることを条件に、ECBが流通市場で当該国国債を購入するものである。購入対象は1-3年物国債。購入によって供給された流動性は不胎化され、流動性は変化しない。OMTは不安定な国債市場を落ち着かせることで、金融政策の有効性を高めるものと説明されている。現在までOMTによる国債購入実績はまだない<sup>9</sup>。

### 3. ユーロ圏の経済状況

#### (1) 経済見通し

2013年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は-0.2%と6四半期連続マイナスとなった。国別にみるとプラス成長を記録したのはスロバキア、ドイツ、ベルギーの3カ国だけであった。

IMF、経済協力開発機構(OECD)が2013年4月、5月に発表した世界経済見通しでは、回復軌道が鮮明になりつつある米国、その後に続こうとしている日本と対比した、ユーロ圏の景気回復の鈍さが指摘されている(図表6)。この景気回復スピードの違いの背景として指摘されているのが、企業・家計部門のコンフィデンスおよび金融セクターの改善度合いの違いである。ユーロ圏では、ECBの金融政策運営により金融市場は落ち着きを取り戻してはいるものの、銀行同盟をめぐる交渉の難航が伝えられていることや、財政緊縮の緩和をめぐる各国の意見の違いもあり、民間部門のコンフィデンスの本格的回復にはほど遠い。IMFは7月に発表した改定見通しで、ユーロ圏の成長見通しをさらに下方修正した。

図表6: IMF、OECDによる経済見通し

	2011 (実績)	2012 (推計)		2013 (予測)		2014 (予測)	
		IMF	OECD	IMF	OECD	IMF	OECD
ユーロ圏	1.4	-0.6	-0.5	-0.6(-0.3)	-0.6	0.9(1.1)	1.1
米国	1.8	2.2	2.2	1.7(1.9)	1.9	2.7(3.0)	2.8
日本	-0.6	2.0	2.0	2.0(1.6)	1.6	1.2(1.4)	1.4

(注)IMFの数値は7月公表値、( )内の数字は4月公表値。

(資料)IMF“World Economic Outlook Update”2013/4, 2013/7, OECD“Economic Outlook”2013/5より作成

<sup>7</sup> SMPは2010年5月に開始され、2012年9月OMT導入発表に伴い終了した。同プログラムによる国債残高はピーク時には2,150億ユーロ、現在は1,950億ユーロとなっている。

<sup>8</sup> LTROは2011年12月、2012年2月に、総額1兆ユーロ強の資金融通が行われた。

<sup>9</sup> ドラギ総裁は「OMTは準備ができています」とコメント(2013年7月4日)。



こうしたなかで、欧州委員会はフランス、スペインなどについて、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若干シフトしつつある。

## (2)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、マクロ経済不均衡は正手続き（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、フィンランド、ルクセンブルク、オランダ（以上は4項目）、ベルギー、フランス（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比べると、水準でも限定的である。

項目でみると、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、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。

図表7: MIP スコアボード(2011)

	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%	160%	60%	10%	16.5%
○ ベルギー	-0.3	65.7	-0.5	-10.2	6.2	-0.1	11.6	236	98	7.8	4.7
○ ブルガリア	-3.4	-85.6	3.1	17.2	20.3	-9	-6.7	146	16	9.4	5.6
○ チェコ	-3	-49.3	0.3	8.4	3.3	0	2.5	78	41	6.9	3.8
○ デンマーク	5	24.5	-1.7	-16.9	4.7	-4.9	-2.2	238	46	7	4.7
○ ドイツ	5.9	32.6	-3.9	-8.4	5.9	1.4	4.8	128	81	6.9	2.1
○ エストニア	2.8	-57.8	0.8	11.1	-6.2	3.3	6.8	133	6	14.4	-4.4
○ アイルランド	0	-96	-9.1	-12.2	-12.8	-15.2	4	310	106	13.3	-0.6
○ ギリシャ	-10.4	-86.1	3.1	-18.7	4.1	-5.1	-5.5	125	171	13.2	-3.4
○ スペイン	-4.3	-91.7	-1.3	-7.6	-2.1	-10	-4.1	218	69	19.9	3.7
○ フランス	-1.6	-15.9	-3.2	-11.2	6	3.8	4	160	86	9.6	7.3
○ イタリア	-2.9	-20.6	-2.1	-18.4	4.4	-2	2.6	129	121	8.2	3.8
○ キプロス	-8.4	-71.3	-0.9	-16.4	8.8	-8.5	16.1	288	71	6.6	-0.2
○ ラトビア	3.1	-73.3	-0.6	23.6	-15	4.9	-2.5	125	42	18.1	-4.5
○ リトアニア	0	-52.6	3.6	25.2	-8.4	2.4	-0.8	70	39	15.6	8.9
○ ルクセンブルク	7.5	107.8	0.8	-10.1	12.5	1.5	2.5	326	18	4.8	11.3
○ ハンガリー	0.6	-105.9	-3.3	-2.8	3.7	-4.1	6.4	167	81	10.7	-2.6
○ マルタ	-4.3	5.7	-3	11.7	5.8	-2.3	2.2	210	71	6.8	1.4
○ オランダ	7.5	35.5	-1.6	-8.2	5.8	-4	0.7	225	66	4.2	7.2
○ オーストリア	2.2	-2.3	-1	-12.7	5.9	-8	4.1	161	72	4.4	-0.3
○ ポーランド	-4.6	-63.5	-10.9	12.8	4.3	-5.7	7.1	80	56	9.2	4.4
○ ポルトガル	-9.1	-105	-1.9	-9.5	0.9	-3.6	-3.2	249	108	11.9	-0.7
○ ルーマニア	-4.3	-62.5	-2.4	22.8	12.9	-18.9	1.8	72	33	7.2	4.3
○ スロベニア	-0.4	-41.2	-0.3	-6.1	8.3	1	1.9	128	47	7.1	-1.3
○ スロバキア	-2.1	-64.4	4.3	20.9	4.4	-5.6	3.3	76	43	13.4	1.2
○ フィンランド	0.6	13.1	-1.3	-22.9	9.1	-0.3	4.6	179	49	8.1	30.8
○ スウェーデン	6.6	-8.3	3.9	-11.6	1.2	1	6.3	232	38	8.1	3.6
○ 英国	-2.2	-17.3	-7.1	-24.2	8.1	-5.4	1	205	85	7.8	8.5

(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。  
(資料)欧州委員会資料より作成

#### 4. 残された課題

##### (1) どのように成長力を高めるか？

OECDによれば、2012-2017年のユーロ圏の予想平均成長率は1.2%と、OECD平均はもちろん、米国や日本など他の成熟した先進国と比べても低い（図表8）。これは、高齢化に伴い労働供給の伸びが期待できないことに加え、労働生産性の伸びも低位に止まっているため、潜在成長率が1.0%と2000年代より大きく低下し、他の先進国より低いためである。

図表8：潜在成長率とその内訳（OECD試算、単位：期間平均、%）

	GDP ギャップ 2012	潜在成長率				潜在労働生産性伸び率				潜在雇用伸び率				実質GDP 成長率 2012- 2017
		2001- 2007	2012- 2017	2018- 2030	2031- 2060	2001- 2007	2012- 2017	2018- 2030	2031- 2060	2001- 2007	2012- 2017	2018- 2030	2031- 2060	
オーストリア	-1.6	2.1	1.7	1.8	1.3	1.1	1.0	1.6	1.3	1.0	0.7	0.1	-0.1	1.7
ベルギー	-0.8	1.8	1.5	2.2	1.8	0.8	0.8	1.9	1.4	0.9	0.6	0.3	0.3	1.3
エストニア	-1.7	5.1	3.0	3.0	1.7	4.4	2.9	3.2	2.2	0.7	0.1	-0.2	-0.4	3.4
フィンランド	-1.4	2.7	1.5	2.1	1.4	1.5	1.4	2.3	1.4	1.1	0.1	-0.2	0.1	1.5
フランス	-2.4	1.7	1.5	2.3	1.4	0.8	1.2	2.1	1.2	0.8	0.4	0.2	0.1	1.6
ドイツ	0.1	1.2	1.2	0.9	0.7	0.8	1.0	1.5	1.4	0.4	0.2	-0.6	-0.7	1.1
ギリシャ	-11.7	2.8	-0.5	3.2	1.3	1.6	0.2	2.6	1.6	1.1	-0.8	0.6	-0.3	0.1
アイルランド	-7.9	5.4	1.4	3.0	1.6	2.4	1.1	1.7	0.9	2.9	0.4	1.2	0.7	2.5
イタリア	-4.5	1.1	0.1	2.0	1.4	0.2	0.0	1.6	1.5	0.9	0.1	0.4	-0.1	0.3
ルクセンブルク	-2.5	4.1	2.6	2.6	1.5	0.5	0.2	1.5	1.2	3.6	2.4	1.0	0.4	2.6
オランダ	-2.7	1.9	1.4	2.1	1.5	0.9	0.9	2.1	1.6	1.0	0.5	0.0	-0.1	1.3
ポルトガル	-6.7	1.6	0.2	2.1	1.5	1.2	0.5	1.8	1.9	0.4	-0.3	0.3	-0.4	0.5
スロバキア	-0.5	4.4	3.2	2.4	0.9	3.8	3.0	2.8	1.7	0.6	0.2	-0.4	-0.8	2.8
スロベニア	-3.3	3.2	1.1	2.8	1.5	2.6	1.4	2.9	1.9	0.7	-0.3	-0.1	-0.3	0.9
スペイン	-7.7	3.3	0.8	3.0	1.5	0.6	1.1	1.8	1.6	2.8	-0.3	1.2	-0.1	1.4
ユーロ圏	-2.9	1.7	1.0	2.0	1.3	0.8	0.9	1.8	1.5	1.0	0.1	0.2	-0.2	1.2
日本	-0.8	0.7	0.8	1.1	1.1	0.9	1.2	1.7	1.8	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	1.2
英国	-2.1	2.5	1.7	2.6	2.0	1.6	0.9	2.0	1.6	0.9	0.8	0.6	0.4	1.8
米国	-3.0	2.4	2.0	2.1	1.7	1.7	1.5	1.7	1.1	0.7	0.5	0.4	0.5	2.5
OECD	-2.3	2.1	1.9	2.3	1.6	1.3	1.3	1.8	1.5	0.9	0.6	0.4	0.1	2.2
Non-OECD	0.7	7.1	6.8	5.3	2.8	5.7	5.7	4.6	2.9	1.3	1.0	0.6	-0.2	6.4
世界		3.5	3.7	3.6	2.2	2.3	2.8	3.0	2.3	1.2	0.9	0.6	-0.1	3.8

(資料)OECD試算より作成

EUでは2010年に「ヨーロッパ2020」という成長戦略が打ち出され、その方針のもとで各国は構造改革を進めている。2012年6月のEUサミットでは「成長・雇用のための協定」に合意、総額1,200億ユーロの成長促進策が決定された。

また、2013年3月にはEUと日本との経済連携協定交渉開始が決定され、6月には米国との間で貿易投資協定（TTIP: Transatlantic Trade and Investment Partnership）の交渉が開始された。EUにとり重要な貿易相手国である日米との関係強化は成長力を高める効果が期待できよう。欧州委員会の影響評価によれば、TTIPはEUのGDPを0.27-0.48%引き上げる効果がある。

他方で、EU・ユーロ圏の拡大は着実に進展している。ユーロについては、ラトビアが2014年1月から参加することが決まっている。またクロアチアが7月1日から28番目のEU加盟国となった。セルビアについても2014年1月までにEU加盟交渉が開始さ

れることになっている<sup>10</sup>。メンバーが拡大することで、一時的には競争激化による痛みがあるが、旧加盟国・新規加盟国双方にとって、市場拡大、経済の活性化などが期待できる。

## (2)ユーロ域内の不協和音、各国のかかえる様々な問題

### ①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に違憲判決が出され、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いなど、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。また、ドイツでは反ユーロを掲げる新党が誕生し、政府批判層の受け皿となっている。9月に総選挙が予定されているドイツでは、メルケル首相への支持は根強いものの、首相は当面は国内政治を意識した行動をとらざるをえない。このため、ドイツが積極的なリーダーシップをとれず、EUレベルでの交渉が難航するおそれがある。

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。

### ②OMT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の（FCC: Federal Constitutional Court）公聴会が6月に行われた<sup>11</sup>。

ECB 反対派の主張は、「OMT は財政が困難となった国の国債を購入するもの。これは財政政策の範疇であり、ECB の権限外」というもの。ドイツ連邦銀行のバイトマン総裁なども、この反対派を支持している模様。一方、擁護派の主張は、「OMT は金利の乱高下を防ぎ、市場を安定させることが目的であり、ECB の金融政策の範囲内」というもの。ドイツ憲法裁判所は以下のような事前コメントを出している。「憲法裁判所はECB による救済策の目的やその重要性についての判断を下すものではない。それは政治家の仕事である。政策手段が成功したかどうかを合法性の判断基準にすべきでない。

<sup>10</sup> 現在EU加盟候補国となっているのは、このほか、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。

<sup>11</sup> ドイツ憲法裁判所は、2012年には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。

そうでなければゴールが正しければ手段は何をやってもよいことになってしまう。民主主義のもとでの政策決定は、合意された共通のルールに基づいてなされるべきで、日々の政治的駆け引きによるべきではない。問題は ECB が OMT プログラムを行うことで、ドイツの基本法が定める ECB のマンデートを拡大解釈しているかどうか。もちろん ECB は EU 法にのみ従うものである。裁判所は、そもそもドイツ憲法が与えるはずのない権限を ECB が与えられているかどうかを判断する。」ドイツ憲法裁判所は、9月のドイツ総選挙の後に最終的な判断を下すことになった。

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もあろう。

\* \* \* \* \*

以上のように、個別国ベースで見れば、楽観視できないところも多い。今後ギリシャ、キプロスなどの小国について追加支援が必要となってくる可能性も低くはない。また、ユーロ圏の景気低迷は長期化しており、ECB のさまざまな金融政策手段によってようやく支えられている。景気低迷が財政再建計画を頓挫させるリスクは高い。ただいずれのケースでも、一国の情勢悪化が連鎖反応的に他国に波及するリスクは大きくないと言え、ユーロ圏の政府債務問題は最悪期を脱したようだ。ユーロの抱える構造的欠陥については、システムを補強・安定化するためのさまざまな方策が実行されてきた。「政治・財政統合なき通貨統合」という問題が克服されたわけではないが、「ユーロ崩壊」というテール・リスクは遠のいたとみてよいだろう。

短期的には各国の国内の政治的安定および欧州統合への求心力をいかに維持するか、中期的には成長力をいかに高めるかが課題と言えよう。

#### 【参考文献】

European Commission, Staff Working Document, “Assessment of the 2012 national reform program and stability program for Italy”, May 2012

IMF, “World Economic Outlook”, July 2013

OECD, “Economic Outlook”, May 2013

内閣府「世界経済の潮流～成長力回復への課題～」2013 I, 2013年6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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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います。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 2013 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>