

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

## ユーロ圏経済の動向

～ギリシャ不安再燃に揺れるユーロ圏経済～

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>

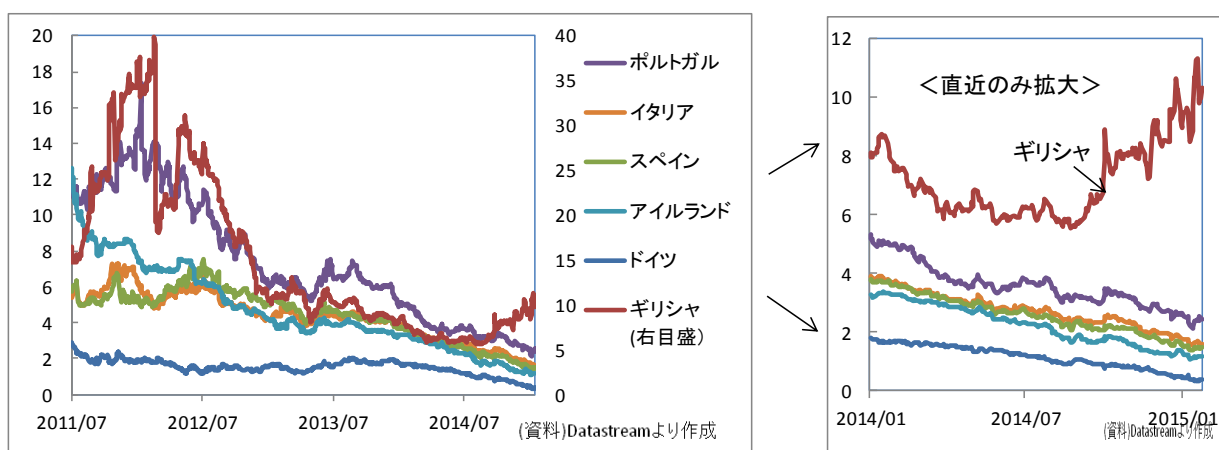
- ▶ ユーロ圏金融市場は、2012年夏場を境に安定を取り戻し、その後は小康状態にあったが、ギリシャ政治情勢の不安定化を背景に若干動揺がみられる。しかし、ギリシャ以外の債務問題国への波及は今のところ限定的である。
- ▶ ユーロ各国のマクロ経済不均衡はマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）スコアボードでみると、おおむね改善がみられる。しかし、低成長と低インフレが不均衡の調整を困難なものとしていると指摘されている。
- ▶ 2014年10月に公表された欧州中央銀行（ECB）の包括査定の結果、ユーロ圏で25行の資本不足が指摘されたが、おおむね事前の想定範囲内。11月には銀行同盟の重要な柱の一つである単一銀行監督メカニズム（SSM）が稼働開始した。欧州安定メカニズム（ESM）による金融機関直接支援への条件が整ったことになる。
- ▶ ユーロ圏のインフレ率は景気低迷にエネルギー価格低下も加わり、2015年1月には前年比大幅なマイナスとなった。ECBは域内のデフレ懸念に対応し、1月に国債などの債券購入拡大による量的緩和に踏み切った。
- ▶ 短期的には、ギリシャ支援交渉の行方、ロシア/ウクライナ情勢、デフレ懸念と失業長期化による政治不安が懸念材料。中期的には、統合のさらなる深化によるユーロ体制の安定的運営、投資促進による潜在成長力引き上げが課題。2014年11月には欧州委員会が新たな投資計画を発表、課題への取り組みを示している。

<本文>

## 1. ユーロ圏金融市場の動向

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月の国債購入プログラム（OMT：Outright Monetary Transactions）<sup>1</sup>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）。

図表1：ユーロ圏各国国債利回り(10年債)



足下では、ユーロ圏の政府債務問題国の10年物国債利回りは、ギリシャを除くと、市場参加者が財政の持続可能な水準の目安とみなす7%を下回るに至っている。ギリシャについては政局不安から債務問題を巡る懸念が再燃し、ギリシャの国債利回りは上昇（国債価格は下落）している。ただし、その他の債務問題国への波及は今のところみられない（図表1-右図）。

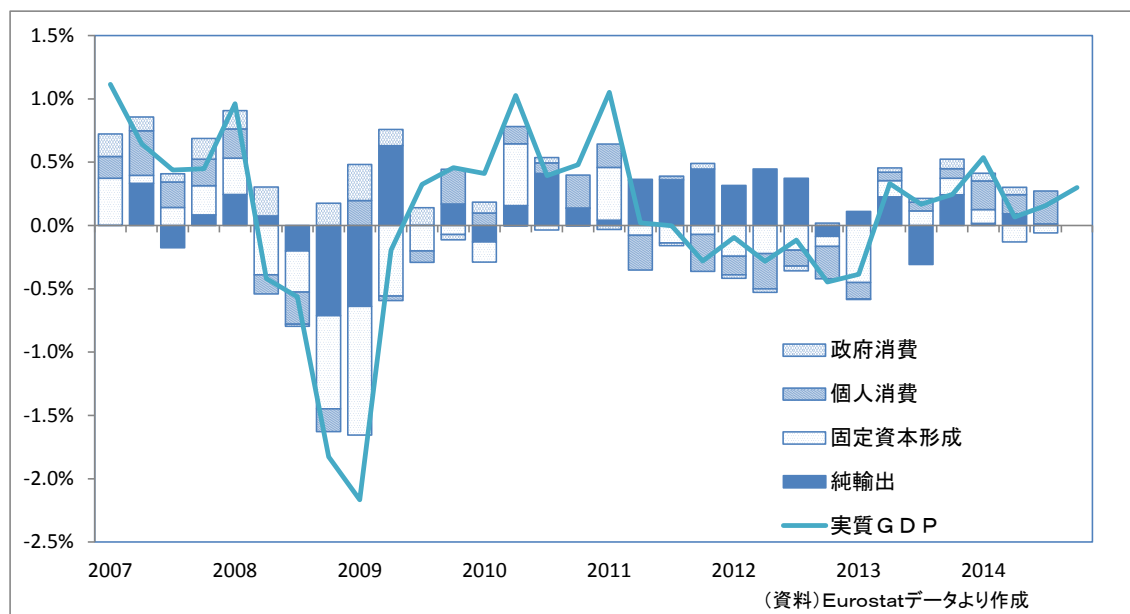
## 2. ユーロ圏の経済状況

### 実質 GDP：低水準ながらプラス成長続く

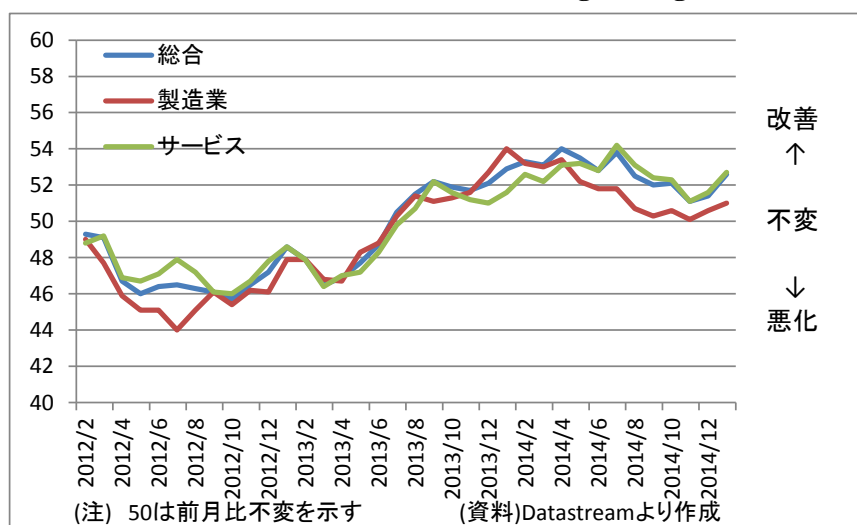
2014年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は季節調整済み前期比0.3%と、7-9月期の0.2%に引き続き低水準ながらプラス成長を記録した。低水準ではあるが、7四半期連続してプラス成長となった。7-9月期には投資が2四半期続けてマイナスとなったほか、ユーロ安を背景に純輸出は堅調を維持した（図表2）。10-12月期のデータが公表済の国のなかでは、ギリシャ、キプロス、フィンランドがマイナス成長となったほかは、プラス成長となった。

<sup>1</sup> OMTについては、ドイツを中心に欧州連合（EU）条約違反ではないかとの訴訟がなされていたが、2015年1月EU司法裁判所は条約違反ではないとの見解を示した。

図表 2：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（季節調整済前期比）



図表 3：景況感~Markit 社による PMI（Purchasing Managers' Index）の動き



代表的な景況感指数の一つである、Markit 社の PMI（Purchasing Managers' Index）<sup>2</sup>をみると、2014 年半ば以降は、ロシア／ウクライナ情勢の悪化などを受けて低下傾向にあったが、直近ではサービス業を中心に持ち直しの動きを見せている。2015 年 1 月にはドイツ（53.5）、スペイン（56.9）、イタリア（51.2）で改善がみられた。フランス（49.3）は依然として 50 を下回る「前月より悪化」圏にある。

<sup>2</sup> 企業の購買担当者に対するサーベイをまとめ指数化したもの。50 は前月比不変。50 を上回ると前月より改善、下回ると前月より悪化したことを示す。総合指数は実質 GDP の先行指標として使われることもある。

図表 4：欧州委員会による 2015 年冬期経済成長率見通し

	実績平均				見通し			前回比		
	1996-2000	2001-05	2006-10	2011-13	2014	2015	2016	2014	2015	2016
ユーロ圏	2.8	1.5	0.8	-0.2	0.8	1.3	1.9	不変	↑	↑
ベルギー	2.9	1.7	1.3	0.7	1.0	1.1	1.4	↑	↑	↑
ドイツ	1.9	0.6	1.2	1.4	1.5	1.5	2.0	↑	↑	↑
エストニア	6.7	7.1	-0.3	4.9	1.9	2.3	2.9	不変	↑	↑
アイルランド	9.6	4.9	0.1	0.9	4.8	3.5	3.6	↑	↓	↓
ギリシャ	3.7	3.9	-0.3	-6.5	1.0	2.5	3.6	↑	↓	↓
スペイン	4.1	3.4	1.1	-1.3	1.4	2.3	2.5	↑	↑	↑
フランス	2.9	1.7	0.8	0.2	0.3	0.7	1.5	↑	↑	↑
イタリア	2.0	0.9	-0.3	-1.2	-0.5	0.6	1.3	↓	不変	↑
キプロス	3.9	3.6	2.4	-2.5	-2.8	0.4	1.6	不変	不変	不変
ラトビア	5.0	8.4	-0.2	4.7	2.6	2.9	3.6	不変	不変	不変
リトアニア	4.7	7.8	1.2	4.4	3.0	3.0	3.4	↑	↓	不変
ルクセンブルク	6.1	3.1	2.2	1.5	3.0	2.6	2.9	不変	↑	不変
マルタ	4.5	2.1	2.0	2.4	3.3	3.3	2.9	↑	↑	↑
オランダ	4.1	1.2	1.5	-0.2	0.7	1.4	1.7	↓	不変	不変
オーストリア	3.0	1.7	1.3	1.4	0.2	0.8	1.5	↓	↓	↓
ポルトガル	4.1	0.9	0.6	-2.2	1.0	1.6	1.7	↑	↑	不変
スロベニア	4.3	3.6	1.7	-1.0	2.6	1.8	2.3	↑	↑	↓
スロバキア	3.5	5.0	4.6	1.9	2.4	2.5	3.2	不変	不変	↓
フィンランド	5.1	2.6	0.8	0.0	0.0	0.8	1.4	↑	↑	↑

(注) ↑ 上方修正、↓ 下方修正。(資料) 欧州委員会 “Winter 2015 economic forecast” より作成

2015 年 2 月に公表された欧州委員会見通しでは、2015 年には 2007 年以来はじめて全欧州連合 (EU) 加盟国でプラス成長が見込まれている。秋期見通しでは、2014、2015 年双方について下方修正が目立っていたが、今回は 2014、2015 年について上方修正された国が目立つ。

#### ユーロ圏各国のマクロ経済不均衡：マクロ経済不均衡是正手続き (MIP)

2014 年 11 月に欧州委員会が公表した第 4 次アラート・メカニズム・レポートでは、16 カ国について、詳細レビュー (IDR : In-Depth Review) が必要とされた。このうちユーロ圏では 10 カ国について IDR がなされることになった。すでに 2013 年時点で「過度の不均衡」が指摘されていたイタリアとスロベニアについては、不均衡が縮小に向かっているか、適切な対策がとられているかについての IDR。「不均衡」が指摘されていたアイルランド、スペイン、フランスについては、不均衡が持続した場合のリスクを評価する IDR。また、ベルギー、ドイツ、オランダ、フィンランドについては、これらの国に不均衡があるかどうか、それが是正されたかどうかについての IDR が必要とされた。また今回ポルトガルについて、2014 年央に経済調整プログラムが終了したため、通常の MIP のサーベイランスのプロセスが行われている。

図表 5 : MIP スコアボード 2013

	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%	14%	133%	60%	10%	16.5%
○ ベルギー	-1.6	45.8	-0.3	-9.1	8.6	0.0	1.1	163.0	104.5	7.7	-2.4
ブルガリア	0.4	-76.2	-1.0	5.7	14.8	-0.1	6.7	134.8	18.3	12.2	3.3
チェコ	-1.7	-40.1	-3.1	-7.7	3.7	-1.2	3.1	73.7	45.7	6.9	9.8
デンマーク	6.1	39.7	-2.6	-17.9	3.4	2.8	-1.4	222.6	45.0	7.4	-0.1
○ ドイツ	6.7	42.9	-1.9	-10.7	6.4	1.8	1.2	103.5	76.9	5.6	-6.3
○ エストニア	-1.2	-47.1	3.1	14.0	9.6	7.3	5.4	119.4	10.1	10.3	8.9
○ アイルランド	1.1	-104.9	-3.9	-4.9	1.3	0.3	-5.7	266.3	123.3	14.2	1.0
○ ギリシャ	-3.9	-121.1	-4.4	-27.3	-10.3	-9.3	-1.1	135.6	174.9	23.3	-16.3
○ スペイン	-0.7	-92.6	-0.4	-7.1	-4.6	-9.9	-10.7	172.2	92.1	24.1	-10.2
○ フランス	-1.3	-15.6	-2.3	-13.0	3.9	-2.6	1.8	137.3	92.2	9.8	-0.6
○ イタリア	-0.9	-30.7	0.0	-18.4	4.1	-6.9	-3.0	118.8	127.9	10.4	-0.7
クロアチア	-0.1	-88.7	-4.0	-20.9	0.9	-18.1	-0.2	121.4	75.7	15.8	3.4
○ キプロス	-4.0	-156.8	-0.8	-27.2	-5.9	-5.5	-11.2	344.8	102.2	11.9	-19.5
○ ラトビア	-2.8	-65.1	-1.7	8.4	10.5	6.6	0.8	90.9	38.2	14.4	5.2
リトアニア	-1.2	-46.4	-0.6	22.1	6.0	0.2	-0.2	56.4	39.0	13.5	-1.8
○ ルクセンブルク	5.5	216.4	0.7	2.2	10.5	4.9	27.7	356.2	23.6	5.3	8.8
ハンガリー	2.2	-84.4	-4.0	-19.2	5.9	-5.0	-1.0	95.5	77.3	10.7	-0.3
○ マルタ	4.0	49.2	-1.3	-4.0	9.5	-2.1	0.4	137.1	69.8	6.4	0.7
○ オランダ	9.8	31.3	0.4	-9.2	6.3	-7.8	2.1	229.7	68.6	5.5	-3.2
○ オーストリア	1.4	-0.2	0.7	-17.0	6.4	2.5	0.2	125.5	81.2	4.5	-3.6
ポーランド	-3.3	-68.0	-4.3	-0.4	3.9	-4.4	2.9	74.9	55.7	10.0	7.6
○ ポルトガル	-2.5	-116.2	-0.6	-5.3	-3.0	-2.5	-2.4	202.8	128.0	15.0	-5.3
ルーマニア	-3.3	-62.4	0.3	16.4	0.7	-4.6	-1.5	66.4	37.9	7.0	3.1
○ スロベニア	2.8	-38.2	-0.7	-16.6	1.3	-5.8	-4.0	101.9	70.4	9.1	-10.5
○ スロバキア	0.2	-65.1	2.1	-2.2	2.5	-0.5	5.4	74.8	54.6	14.0	-0.3
○ フィンランド	-1.7	8.8	0.1	-32.2	9.5	-1.3	0.7	146.6	56.0	7.9	-11.8
スウェーデン	6.1	-10.8	5.1	-15.0	8.1	4.7	3.7	201.1	38.6	7.9	9.1
英国	-3.2	-15.6	3.4	-11.7	3.8	1.6	3.4	164.5	87.2	7.9	-7.4

(注) \* 閾値の上段: ユーロ圏、下段: 非ユーロ圏。網掛けは閾値を超えるもの。○はユーロ圏(リトアニアは2015年1月より)。  
(資料) 欧州委員会資料より作成

MIP スコアボードで見る限り、2013 年には前年と比較し、ほとんどの国で不均衡は改善に向かっており、閾値を超える項目も減少している。しかし欧州委員会は、ユーロ圏全体としての低成長と低インフレが不均衡の調整を困難なものとしていると指摘している。

なお、GIIPS (ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン) と呼ばれる債務問題国についてみると、対外面ではおおむね改善がみられるが、国内面ではさらに悪化した項目もある。これらの国々がユーロ導入国であるために、為替相場の切り下げという手段をとりえなかったことから、内需を抑制し、賃金を下げることで、言わば国内経済を犠牲にして対外不均衡の是正をせざるをえなかったことが窺える。

### 3. ユーロ圏の金融情勢

#### 欧州中央銀行の包括査定結果の公表と単一銀行監督制度の開始<sup>3</sup>

2014年10月、欧州中央銀行による包括査定（Comprehensive Assessment）の結果が公表された。包括査定は資産査定（Asset Quality Review）とストレステストの2つからなる。包括査定は2013年末時点のデータをもとにしている。査定の結果、対象行130行のうち、資本不足が指摘されたのは25行、資本不足額は246億ユーロだが、準備期間が十分にあり、すでに調達済の資本が186億ユーロあるため、追加で資本調達が必要な銀行は13行、必要な資本額は95億ユーロとなった（図表6）。

図表6：ECB 包括査定の結果：資本不足銀行のリスト(単位:10億ユーロ)

銀行名	国籍	資本不足額	調達済資本	調達後 資本不足額	不良債権 比率
Monte dei Paschi di Siena	イタリア	4.25	2.14	2.11	18.1%
Eurobank	ギリシャ	4.63	2.86	1.76	32.2%
Banco Commercial Portugues	ポルトガル	1.14	-0.01	1.15	15.5%
National Bank of Greece	ギリシャ	3.43	2.50	0.93	29.0%
Oesterreichischer Volksbanken-Verbund	オーストリア	0.86	0.00	0.86	10.7%
Permanent tsb plc.	アイルランド	0.85	0.00	0.85	17.9%
Banca Carige	イタリア	1.83	1.02	0.81	16.1%
Dexia	ベルギー	0.34	0.00	0.34	1.6%
Banca Popolare di Vicenza	イタリア	0.68	0.46	0.22	8.4%
Hellenic Bank	キプロス	0.28	0.10	0.18	28.1%
Banca Popolare Di Milano	イタリア	0.68	0.52	0.17	10.4%
Nova Ljubljanska banka	スロベニア	0.03	0.00	0.03	23.3%
Nova Kreditna Banka Maribor	スロベニア	0.03	0.00	0.03	19.5%
Cooperative Central Bank	キプロス	1.17	1.50	0.00	39.9%
Bank of Cyprus	キプロス	0.92	1.00	0.00	44.7%
Veneto Banca S.C.P.A.	イタリア	0.71	0.74	0.00	11.3%
Banco Popolare	イタリア	0.69	1.76	0.00	19.0%
Piraeus Bank	ギリシャ	0.66	1.00	0.00	33.3%
Credito Valtellinese	イタリア	0.38	0.42	0.00	19.0%
Banca Popolare di Sondrio	イタリア	0.32	0.34	0.00	9.9%
Munchener Hypothekenbank	ドイツ	0.23	0.41	0.00	1.2%
AXA Bank Europe	ベルギー	0.2	0.20	0.00	2.1%
C.R.H. Caisse de Refinancement de l'Habitat	フランス	0.13	0.25	0.00	0.0%
Banca Popolare Dell'Emilia Romagna	イタリア	0.13	0.76	0.00	11.9%
Liberbank	スペイン	0.03	0.64	0.00	10.6%
合計		24.62	18.59	9.47	

(資料) 欧州中央銀行データより作成

イタリアは対象行15行のうち9行（うち対応済でないもの4行）が資本不足となった。ギリシャ3（同2）、キプロス3（同1）、スロベニア2（同2）、ベルギー2（同1）、

<sup>3</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)

その他オーストリア（同1）、ドイツ、フランス、ポルトガル（同1）、アイルランド（同1）、スペイン<sup>4</sup>各1行が資本不足と指摘された。資本不足が指摘された各行は、結果公表後直ちに対応計画を提出することが求められ、各行とも資本増強など適切な対応をとっている。

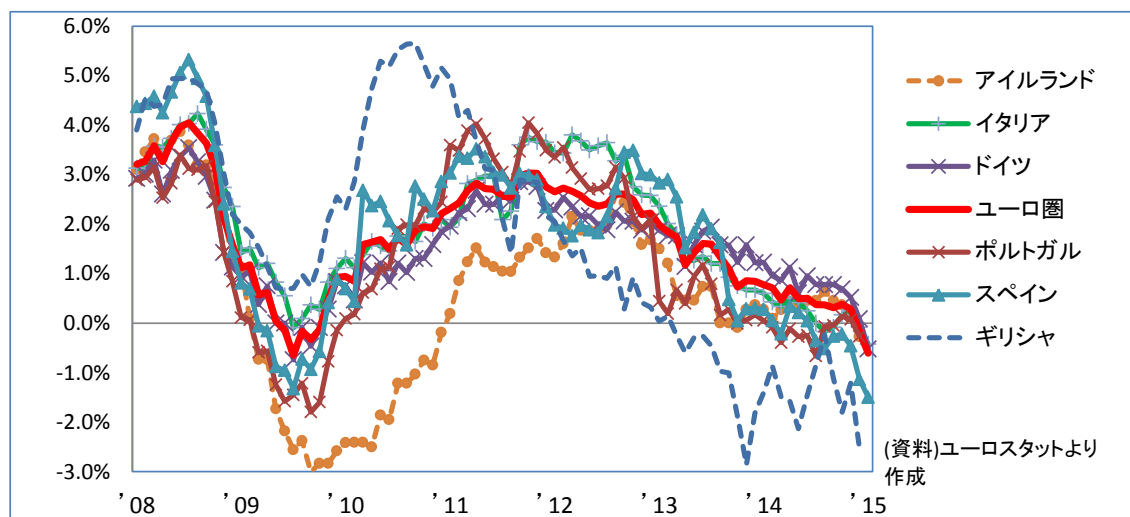
包括査定を受けて、2014年11月4日にはECBによる単一銀行監督メカニズム(SSM)が開始された。これにより欧州安定メカニズム(ESM)から金融機関への直接支援の条件が整ったことになる。

### デフレ懸念および長期化する高失業<sup>5</sup>

2015年1月のユーロ圏平均インフレ率は-0.6%と、前年比大幅なマイナスとなった。原油価格の下落が主因であるが、振れの大きいエネルギー・食品を除くコア部分でも前年比+1%を割り込む状態が続いている。ドイツでさえ1月はマイナスに転じた。2014年12月には19カ国中12カ国で消費者物価が前年比マイナスとなった。

債務問題国はスペイン-1.5%、イタリア-0.4%、ギリシャ-2.5%、キプロス-1.0%、アイルランド-0.3%、ポルトガル-0.3%と軒並みマイナスとなった（スペイン、イタリア以外は2014年12月の数値）。

図表7：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。失業率はギリシャ、スペインではよ

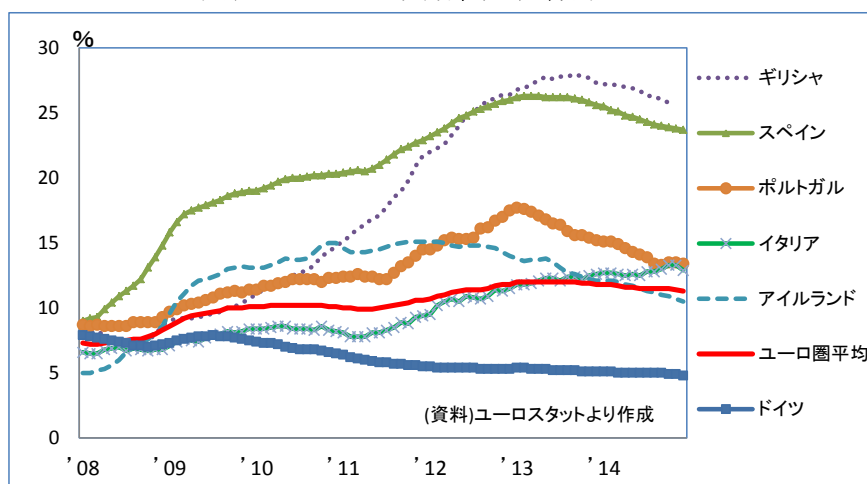
<sup>4</sup> スペインの銀行はストレステストでは合格だったが、Asset Quality Review で不合格となった。

<sup>5</sup> ユーロ圏のデフレ懸念については、国際通貨研究所ニューズレター「ユーロ圏のデフレ懸念～欧州中央銀行の対応だけでは限界あり。望まれる政策転換～」参照。

[http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No\\_41\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_41_j.pdf)

うやくピークを打ったものの、まだ25%近辺の水準にある。キプロスでは15%を超え、ポルトガルもピークは打ったが依然として15%近い水準にある。ユーロ圏平均でも10%を超えている。失業率が1ケタを保っているのは、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8：ユーロ圏各国の失業率



### 欧州版量的緩和（拡大債券買い取りプログラム）に踏み切った ECB

ECB は域内の金融政策運営にあたって、消費者物価上昇率2%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、マイナスの領域にあり、コア部分でも前年比+1%を下回っている。こうした状況のなかで2014年6月にはECBは政策金利（メインリファイナンス金利）を0.15%まで引き下げるとともに、預金ファシリティの金利を-0.1%と、ECBとして初めてのマイナス金利の導入に踏み切った。9月には条件付長期リファイナンス・オペ（TLTRO）の導入、証券や証券化商品の買い取りプログラム（カバードボンド、資産担保証券など）など一連の追加緩和策を発表した。

さらにECBは2015年1月22日の定例理事会で、新たな量的緩和プログラム（拡大債券買い取りプログラム）の導入を決定した<sup>6</sup>。その概要は以下の通り。

- ◇ 各国の国債を中心とした債券<sup>7</sup>を月間600億ユーロ分買い取る。このプログラムは2015年3月から開始され、物価動向を注視しつつ、2016年9月まで継続される。
- ◇ 債券買い取りの実務は各国中央銀行が行い、その規模は各国のECBへの出資比率によって決められる。

<sup>6</sup> このほか、政策金利の据え置き、TLTROの適用金利引き下げ（従来は、主要リファイナンス金利+10BP⇒主要リファイナンス金利を適用に変更）などが決められた。

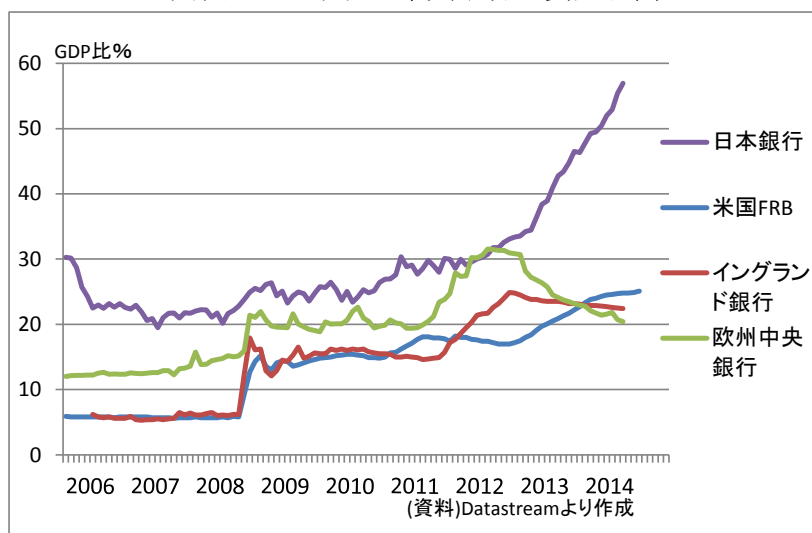
<sup>7</sup> すでに開始済のカバードボンド、資産担保証券の買い取りプログラム分を含む。



☆ 将来、債券価格の下落によって損失が出た場合、欧州の国際機関債（買い取り額の12%程度を想定）、各国国債の8%までの部分の損失を加盟国が共同で負担する。つまり加盟国間で負担をシェアするのは全体の20%、それを上回る損失は各国中央銀行の負担となる。

月間600億ユーロの債券買い取りを2016年9月まで継続すれば、1兆ユーロを超える規模の買い取りとなる。ECBのバランスシートをみると、資産残高が2012年半ばのピーク時には長期リファイナンス・オペ（LTRO）の効果で、3.1兆ユーロに達したものが、LTROが償還された結果、大きく減少し、直近では2.2兆ユーロとなっている。他の先進国との比較でも、異次元緩和を実施している日本銀行はもちろんのこと、イングランド銀行や米連邦準備制度理事会（FRB）と比べても、ECBのバランスシートの縮小は目立つ（図表9）。ECBドラギ総裁は2014年12月の理事会後の記者会見でバランスシートを2012年時点の水準まで戻すとコメントしており、今回の量的緩和で発表された数値はそれと平仄があう数値となっている。

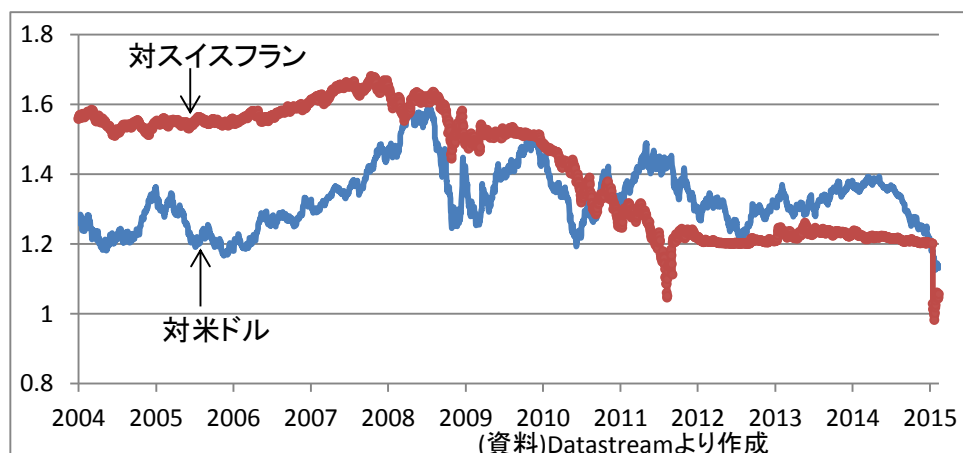
図表9：日米欧の中央銀行の資産残高



こうした量的緩和は、政策金利がほぼゼロとなっているなか、債券市場の需給を緩和し、ベンチマークとなる債券の利回りを下げることで、中長期の金利を低下させ、实体经济に刺激を与える効果が期待されている。しかし、長期金利もすでにかなり低水準にあり、量的緩和によるさらなる金利低下効果は小さいため、实体经济に与える効果は限定的と見る者も多い。

とはいえ、ECBの政策変更在先立つ2015年1月15日にスイス中央銀行が対ユーロの為替相場の上限撤廃を発表したこともあり、為替市場ではユーロ安が続いている。米国では量的緩和が終了し、今後金融政策は、超緩和から正常化に向けて変更されていくとみられている。このため、当面ユーロ為替相場は売られ易い展開になるとみられる。その点からはユーロ各国にとって景気を下支えする材料になろう。

図表 10：ユーロ為替相場の推移



#### 4. 中長期的課題への対応：欧州委員会の投資計画案（ユンケル・プラン）

欧州にとって高失業・景気低迷の長期化と並んで中長期的に重要な課題が、域内の投資不足である。2014年11月欧州委員会のジャン・クロード・ユンケル新委員長は、3,150億ユーロ規模の投資計画構想を発表した。この計画の概要は以下の通り。

- ◇ 欧州戦略投資基金（European Fund for Strategic Investment：EFSI）を当初資金210億ユーロで創設。当初資金はEUの一般予算から160億ユーロを支出、欧州投資銀行（EIB）が50億ユーロを拠出。このほかEU加盟国、ドイツ復興金融公庫（KfW）、フランス預金供託公庫（CDC）などの公的金融機関に任意の拠出が要請される。加盟国の拠出は、EUの財政規律遵守の評価には含まれない。
- ◇ 特別委員会を新たに設置し、投資案件の選定にあたる。戦略インフラ（エネルギー、高速ブロードバンドなど）、輸送インフラ、教育、研究、イノベーション、雇用創出に資する投資などが優先分野。
- ◇ 当初資金210億ユーロのうち160億ユーロ分が長期投資に、50億ユーロ分が中堅中小企業の投資プロジェクトに向けられ、今後3年間（2015-2017）で乗数効果<sup>8</sup>によってそれぞれ、2,400億ユーロ、750億ユーロ、合計3,150億ユーロ（EUのGDPの2.1%に相当）の民間投資につなげる計画である。
- ◇ 具体的には210億ユーロは、EIBが債券発行により600億ユーロを調達するために使われる。この600億ユーロはEIBのトリプルA格付けを維持するための「一次損失の保証」にあてられる。

本計画は、EFSIの資金を呼び水として、民間資金を投資に呼び込むことが中心となっている。実際に民間資金の投資につなげられるかどうかは未知数である。これまでの

<sup>8</sup> 欧州委員会の計画ではEFSIによる公的資金1単位を保証に使うことによってEIBによる3倍の金融が可能となり、それがさらに5倍の民間投資を呼び込み、合計で15倍の乗数効果があると試算している。

EU の投資計画（2012 年「成長と雇用のための協定」）では、EIB の資本を 100 億ユーロ増強することで、1,800 億ユーロの追加投資につなげる計画であったが、これまでのところ目立った成果は上がっていない模様である。今回の計画では EIB の投資案件の失敗による一次的な損失が EU 予算で負担されることになり、EIB がよりリスクをとりやすくなる点は評価できるとみる向きもある<sup>9</sup>。

## 5. 残るリスク：各国市民の緊縮疲れ、欧州統合への求心力の弱まり。ギリシャ支援を巡る交渉の難航

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。

なかでも顕著なのがギリシャである。ギリシャでは 2015 年 1 月に行われた総選挙で、緊縮政策の見直しを主張する急進左派連合（Syriza）が 300 議席中 149 議席と大勝し、「独立ギリシャ人」（中道右派）との連立政権が誕生した。この 2 党は緊縮政策の見直しを掲げているほかは共通点が見られない。

図表 11：ギリシャ総選挙(2015 年 1 月 25 日実施)の結果

	得票率%	議席数	増減	備考
急進左派連合(SYRIZA)	36.34	149	+78	○新連立与党
新民主主義党(ND)	27.81	76	-53	前連立与党
黄金の夜明け(XA)	6.28	17	-1	極右
ポタミ(Potami)	6.05	17	+17	新党
ギリシャ共産党(KKE)	5.47	15	+3	
独立ギリシャ人(ANEL)	4.75	13	-7	NDから造反。○新連立与党
全ギリシャ社会主義運動(PASOK)	4.68	13	-20	前連立与党
合計	91.38	300	+17	

(注)ギリシャ総選挙は比例代表制で、250議席が得票率に応じて割り振られる。得票率3%を下回ると議席獲得できない。第1党にはボーナス50議席が与えられる。緑の党(前回17議席)は得票率0.49%で議席数0。(資料)ギリシャ内務省

ギリシャはトロイカ支援<sup>10</sup>の期限が2月末に控えており、新政権は期限延長は求めず<sup>11</sup>、つなぎ融資を求めていると伝えられている。具体的には ECB が過去にギリシャ国債の買い取りで得た利益をギリシャ政府へ還元すること、ギリシャの短期国債の発行限度を引き上げることなどを求めているようだ。2月11日に行われたユーロ圏財務相会合（ユーログループ）では、EU 側からの現行プログラム延長提案をギリシャ側が拒否、合意が得られず、2月16日に再度交渉が行われることになった。

ギリシャ政府にとっては EU からの支援を受けられなければ、最悪の場合、債務不履行

<sup>9</sup> <http://www.pictet.co.jp/archives/50327>

<sup>10</sup> EU、ECB、国際通貨基金（IMF）の三者が協調して行う支援。

<sup>11</sup> ギリシャ新政権は現行の支援プログラムの支援条件となっている構造改革の見直しを求めているため、現行の支援条件を前提としたプログラム延長は認められないとしている。

行に陥ることもありうる。資本逃避が起こり、キプロスの例のように資本規制の導入が必要となる可能性もある。ギリシャの世論調査では通貨ユーロについては国民の7割が支持をしていると伝えられている。チプラス新首相もユーロに留まる意向<sup>12</sup>を示している。チプラス政権はつなぎ融資を得て時間稼ぎをしながら、EU との間で条件緩和交渉を進める意向のようだ。一方 EU の債権者側としては、自国で構造改革を推し進めていくためにも、支援の前提としてのギリシャの構造改革努力の後退は認めがたい。多少の歩み寄りの余地はあるとみられるものの、EU とギリシャとの交渉は引き続き難航が予想される。

なお、2015年2月4日 ECB はギリシャ国債を適格担保として認めていた特例措置<sup>13</sup>の解除（実施は2月11日から）を発表した。こうした措置は、構造改革継続に消極的なギリシャ政権へのけん制とみられている。この結果、ギリシャの銀行はギリシャ国債を担保に ECB から資金融通を受けられなくなる。ギリシャ中央銀行による緊急流動性支援（ELA）は引き続き利用可能であるが（ECB は2月12日ギリシャ中央銀行の ELA 限度額を50億ユーロ拡大し、650億ユーロとした）、預金流出が続くギリシャの銀行にとって資金繰りが厳しい状況であることに変わりはない。

このようにギリシャにとっては厳しい状況が続くとみられるが、2009年後半にユーロ・ソブリン危機が始まって以降、欧州安定メカニズム、新財政協定や銀行同盟など、さまざまなセーフティネット、ユーロ体制を安定的に運営するしくみが拡充されてきた。このため、ギリシャと EU の交渉が難航しても、他の債務問題国への影響は限定的とみられる。実際これまでのところ、ギリシャ以外の国の金融市場には大きな動揺はみられていない（図表1）。

ただし、景気低迷長期化のなかでの国民の間の改革疲れ、反ユーロ気運の高まりは、ギリシャだけの現象ではない。ギリシャと EU との交渉次第では、今後各国の国内政治においても、ユーロ懐疑派の台頭につながりかねない。2015年に選挙が予定されているスペイン、ポルトガルなどへの影響には留意が必要であろう。

欧州通貨統合は政治的な産物であり、これまでも多くの危機を乗り越え、その都度統合の深化を進めてきた。今回のギリシャ問題についても、欧州のリーダー達による統合への強い意思によって、前進がみられることを期待したい。

---

<sup>12</sup> 欧州通貨同盟（EMU）には脱退の規定はない。EUにはリスボン条約で初めて脱退の規定が設けられた。EU脱退の意思のある加盟国は、欧州理事会の特定多数決によって認められれば、EUを脱退することができる。EUを脱退すれば、ユーロを離れ、自国通貨に戻ることが制度上は可能である。ギリシャはユーロを離れ自国通貨ドラクマに戻り、為替相場を切り下げることで競争力を回復することは可能かもしれない。しかしユーロ建ての債務を多くかかえるギリシャにとっては、債務負担が莫大なものとなる。観光以外は有力な輸出産業のないギリシャにとり、これはメリットがあるとは考えがたい。

<sup>13</sup> ECB が担保として認める金融資産には、一定以上の格付けなどの適格担保条件が課せられている。ギリシャ国債については、この条件を満たしていないものの、これまでは特例として担保とすることが認められていた。今回の措置はこの特例措置を解除するもの。

【参考文献】

IMF, “World Economic Outlook”, Oct.2014

内閣府「世界経済の潮流」2014Ⅱ, 2015年1月

European Commission, “Alert Mechanism Report 2015”, Nov.2014

European Commission, “An Investment Plan for Europe”, Nov.2014

European Central Bank, Press release 各号

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 2015 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>