

Newsletter



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

ユーロ圏各国の経済不均衡 ～債務危機再燃のリスクはあるか？～

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

<要旨>

- ユーロ圏の債務問題国（ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン：GIIPS¹）の経済不均衡はユーロ・ソブリン危機直後の2011年と比較し、多くの経済不均衡の項目に改善がみられる。特にフロー面での改善は顕著である。しかし、ユーロ圏全体として低インフレ、低成長が続くなか、ストック面での改善はかばかしくない。
- 国別にみると、改革の優等生アイルランド、実質GDPが危機前と比較し1/4も縮小し、債務返済の目処がたたないギリシャを両極端として、金融セクターの脆弱性が目立つイタリア、ポルトガル、政治的不安定が続くスペインなど、各国さまざまな未解決の問題が残る。
- 欧州連合（EU）域内では、英国のEU離脱に関する国民投票や、難民受け入れをめぐる混乱、頻発するテロ事件などを背景に、反EU勢力の政治的台頭が顕著である。2017年は各国の選挙など政治スケジュールが目白押しで、一国の動向が他の加盟国にも波及し、反EU感情をさらにおおるリスクもある。GIIPS各国はこうした逆風のなか、構造改革をいかに進め、不均衡の是正をしていくか、強い政治的リーダーシップが求められている。

¹ イタリアは他の4カ国と違って、EUから直接金融支援を受けていないが、大きな政府債務を抱える問題国である。これら債務問題国5カ国は頭文字をとってGIIPSと呼ばれる。

<本文>

1. アラート・メカニズム・レポートにみる不均衡の現状

EU加盟各国の経済不均衡の状況を、2016年11月に公表された第6次アラート・メカニズム・レポートのスコアボード(2015年)で見ると、同レポートが初めて公表された2012年時(スコアボードのデータはユーロ・ソブリン危機直後の2011年)と比較し、多くの経済不均衡の項目に改善がみられる(図表1のカラー部分)。特に、経常収支、民間部門のクレジットなどフロー面での改善は顕著である。しかし、ネット対外投資ポジション、一般政府債務、民間部門の債務などのストック面の指標は、改善ははかばかしくない。

図表1: EU加盟国のマクロ経済不均衡の指標

MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) スコアボード2015

	対外不均衡および競争力					国内不均衡						雇用指標		
	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(1 年、%)	労働参加 率(3年間 の変化%ポ イント)	長期失業 率(3年間 の変化%ポ イント)	若年失業 率(3年間 の変化%ポ イント)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2PP	0.5PP	0.2PP
○ベルギー	-0.2	61.3	-1.2	-11.3	1.5	1.3	4.5	166.3	105.8	8.5	-1.0	0.7	1.0	2.3
ブルガリア	0.6	-60.0	-4.1	12.8	14.9	1.6	-0.3	110.5	26.0	11.2	7.0	2.2	-1.2	-6.5
チェコ	0.2	-30.7	-7.9	0.1	0.5	3.9	0.9	68.6	40.3	6.1	7.7	2.4	-0.6	-6.9
デンマーク	8.8	39.0	-1.4	-8.8	2.6	6.3	-3.2	208.4	40.4	6.6	-2.0	-0.1	-0.4	-3.3
○ドイツ	7.5	48.7	-1.5	-2.8	5.7	4.1	3.0	98.9	71.2	4.9	2.8	0.4	-0.4	-0.8
○エストニア	0.9	-40.9	6.4	8.5	14.4	6.8	3.3	116.6	10.1	7.4	8.1	1.9	-3.1	-7.8
○アイルランド	4.7	-208.0	-5.9	38.3	-18.1	8.3	-6.7	303.4	78.6	11.3	9.5	0.8	-3.7	-9.5
○ギリシャ	-1.2	-134.6	-5.5	-20.6	-11.1	-3.5	-3.1	126.4	177.4	26.3	15.7	0.3	3.7	-5.5
○スペイン	1.3	-89.9	-2.9	-3.5	-0.7	3.8	-2.7	154.0	99.8	24.2	-2.1	0.0	0.4	-4.6
○フランス	-0.7	-16.4	-2.7	-5.4	2.5	-1.3	4.4	144.3	96.2	10.3	1.8	0.8	0.6	0.3
クロアチア	2.7	-77.7	0.1	-3.5	-5.0	-2.4	-1.3	115.0	86.7	17.0	2.1	2.9	0.1	0.9
○イタリア	1.5	-23.6	-2.2	-8.9	1.5	-2.6	-1.7	117.0	132.3	12.2	1.7	0.5	1.3	5.0
○キプロス	-4.1	-130.3	-6.2	-16.8	-10.5	2.9	4.4	353.7	107.5	15.7	2.8	0.4	3.2	5.1
○ラトビア	-1.8	-62.5	3.1	10.5	16.0	-2.7	0.7	88.8	36.3	10.9	12.2	1.3	-3.3	-12.2
○リトアニア	0.9	-44.7	4.0	15.5	11.6	4.6	2.2	55.0	42.7	10.5	6.7	2.3	-2.7	-10.4
○ルクセンブルク	5.3	35.8	-0.5	22.9	0.6	6.1	24.2	343.1	22.1	6.1	15.5	1.5	0.3	-1.4
ハンガリー	3.0	-60.8	-6.9	-8.0	3.9	11.6	-3.1	83.9	74.7	8.2	0.4	4.9	-1.9	-10.9
○マルタ	4.3	48.5	-0.2	-8.8	3.9	2.8	5.4	139.1	64.0	5.9	1.3	4.5	-0.7	-2.3
○オランダ	9.1	63.9	-0.6	-8.3	0.2	3.6	-1.6	228.8	65.1	7.2	3.2	0.6	1.1	-0.4
○オーストリア	2.1	2.9	1.9	-9.6	6.1	3.5	2.1	126.4	85.5	5.6	0.6	0.4	0.5	1.2
ポーランド	-1.3	-62.8	-0.9	9.7	-0.4	2.8	3.1	78.6	51.1	8.9	2.4	1.6	-1.1	-5.7
○ポルトガル	0.7	-109.3	-2.8	2.8	0.0	2.3	-2.3	181.5	129.0	14.4	-1.6	0.0	-0.5	-6.0
ルーマニア	-1.0	-51.9	2.7	21.1	0.5	1.7	0.2	59.1	37.9	6.9	4.1	1.3	0.0	-0.9
○スロベニア	5.4	-38.7	0.5	-3.6	-0.6	1.5	-5.1	87.3	83.1	9.6	-3.4	1.4	0.4	-4.3
○スロバキア	1.1	-61.0	-0.6	6.7	2.2	5.5	8.2	81.4	52.5	13.0	4.5	1.5	-1.8	-7.5
○フィンランド	-1.0	0.6	2.3	-20.5	3.6	-0.4	9.5	155.7	63.6	8.8	1.5	0.6	0.7	3.4
スウェーデン	5.0	4.1	-8.0	-9.3	3.6	12.0	6.5	188.6	43.9	7.8	2.3	1.4	0.0	-3.3
英国	-4.8	-14.4	11.3	1.0	1.6	5.7	2.5	157.8	89.1	6.3	-7.8	0.8	-1.1	-6.6

(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(リトアニアは2015年1月より)。

(資料) Eurostatデータより作成

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 ットで実 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

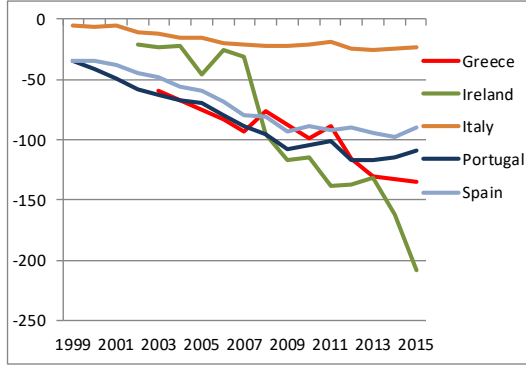
対外不均衡についてみると、経常収支は多くの赤字国で改善（赤字縮小もしくは黒字転化）がみられたが、輸出市場シェア（3年間の変化）でみると、2011年時点よりは改善がみられるものの、依然としてシェアが縮小している国が多い。経常収支の改善は、主として緊縮政策に伴う内需の弱さから輸入が減少したことによるとみられる。例外はアイルランドで、同国は輸出シェアが大きく伸び、経常収支は大幅に黒字化した。一方、ドイツ、オランダなどの経常黒字国は黒字がさらに拡大している。この結果、対外投資ポジションは、赤字国では2011年と比べ概ね赤字がさらに拡大した²。

国内不均衡のデータでみると、民間部門の債務縮小は続いているが、名目成長率の低迷ともあいまって GDP 比でみた民間債務残高の縮小は限定的である。銀行セクターの資本比率は向上したが、低収益、不良債権問題という2つの課題に直面している。労働市場の改善は続くが、そのペースは限定的で、いずれの国も高い失業率、特に若年失業率に頭を悩ませている。

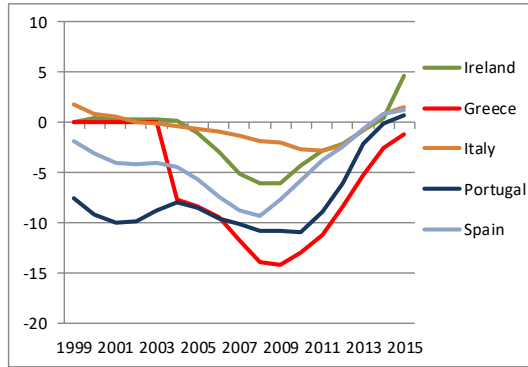
² アイルランドの赤字が拡大したのは、多国籍大企業がアイルランド籍となったことによる。

図表 2 : GIIPS 諸国のマクロ経済指標の推移

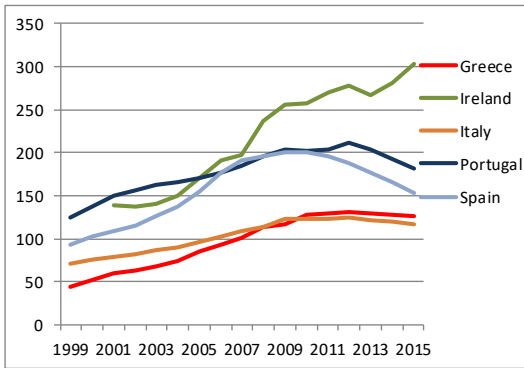
1. 対外投資ポジション(GDP比、%)



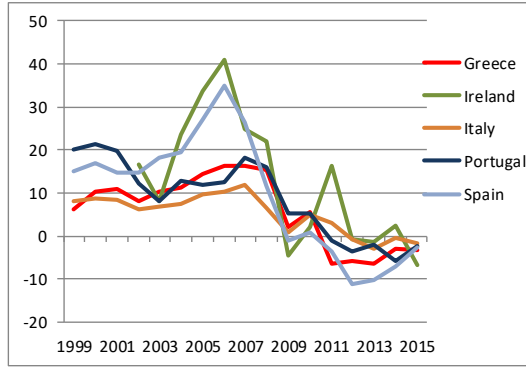
2. 経常収支赤字(GDP比、%)



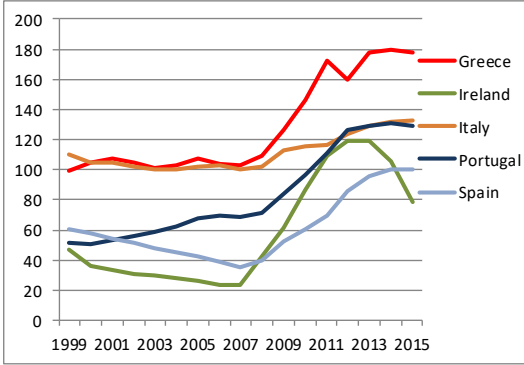
3. 国内民間債務(GDP比、%)



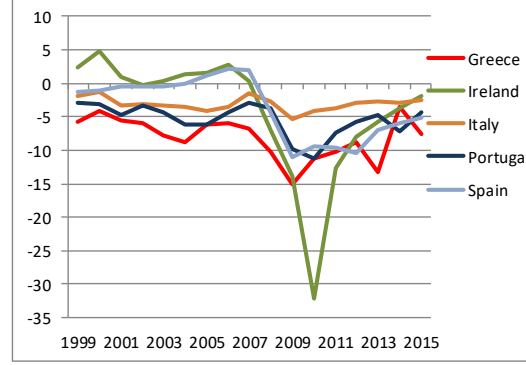
4. 民間債務(フロー、GDP比、%)



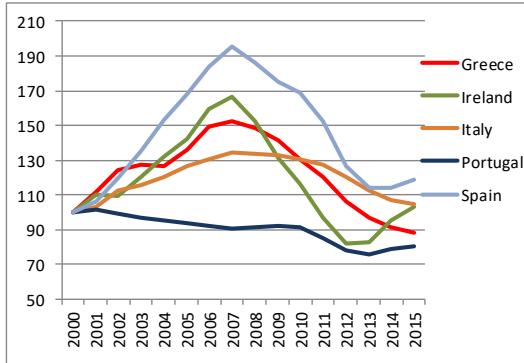
5. 政府債務残高(GDP比、%)



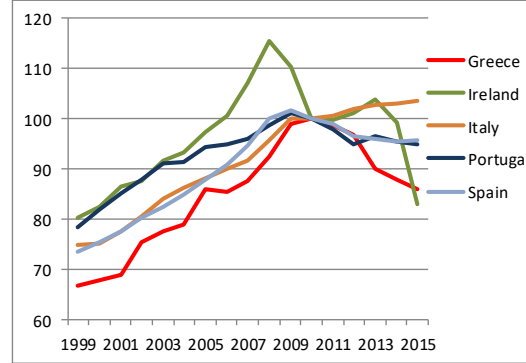
6. 財政収支(GDP比、%)



7. 住宅価格(2000=100) 消費者物価で実質化



8. ユニット・レーバークスト(2010=100)



(資料) ユーロスタットよりIIMA作成

2. 国別事情

出口のみえないギリシャ

ユーロ・ソブリン危機の発端となったギリシャは2010年5月にEUと国際通貨基金（IMF）から総額1,100億ユーロの金融支援を受けた。その後2012年初めに追加支援を受け、2015年には第3次支援を受けるに至った³。

第3次支援プログラムのもとで、ギリシャは2016年に基礎的財政収支0.5%の黒字をめざすことになっていた。欧州委員会によれば、ギリシャは2016年にこれを超過達成した模様で、現行の政策を前提とすれば2017年の目標1.75%も達成可能としている。2018年には3.5%の黒字が目標となっている。しかし長期にわたる緊縮策の持続により、ギリシャの実質GDPはグローバル金融危機前の2007年の3/4にまで落ち込んでいる。IMFはこの計画は持続不可能として、EUに何らかの債務負担軽減措置を求めている。

現在第3次支援プログラム実行のための、第2回レビューが行われている最中であり、2017年2月20日のユーロ圏財務相会合で議論されることになっている。債務減免を求めるギリシャとそれには応じられないEUとの厳しい対立が続いている。IMFは現行計画のままでは支援プログラムに参加できないとしている。EUのなかでも最も強硬派のドイツでは今秋に総選挙が予定されており、反EU勢力が勢力を増せば、今後さらに債務国支援への態度を硬化させることになる可能性がある。引き続き大きな懸念材料である。

優等生アイルランド

アイルランドは欧州委員会から「マクロ経済不均衡」を抱える国との指摘を受けている（2016年3月）。対外投資ポジションの赤字⁴、実効相場、官民の負債などが問題視されている。

アイルランドは1990年代半ば以降、英語圏であること、低い法人税、ユーロ導入により大陸欧州への窓口としての位置づけが強まることへの期待などから、外国資本の流入が増加し高成長を遂げてきた。資本流入の増加は国内に不動産バブルをもたらし、グローバル金融危機をきっかけにそのバブルが崩壊した。金融機関救済のために財政支出を余儀なくされ、2010年11月総額850億ユーロのトロイカ（EU、ECB、IMF）支援を

³ 詳細はIIMAニューズレター「ギリシャ経済の現状と展望～政府債務は持続可能か～」参照。

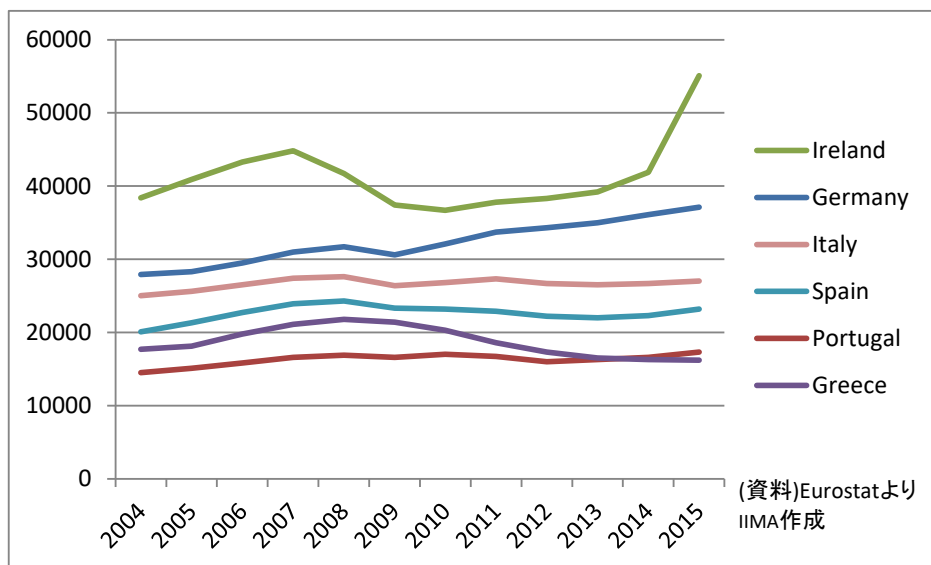
http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2016/NL2016No_15_j.pdf

⁴ 2015年の対外投資ポジションの赤字が大きく拡大したのは、多国籍大企業がアイルランド籍となったことによる。欧州委員会は、アイルランドへの資本流入は対内直接投資などの資本が多く、負債性資本ではないため、対外投資ポジションの赤字は必ずしも資本流出リスクの高さを示すものではないとしている。

受けるに至った。その後は順調に改革を進め、2013年11月には支援プログラムの卒業成功例第1号となった。2014、2015年には基礎的財政収支は黒字化している。

同国は人口500万人にも満たない小さな国であるが、一人当たりGDPは、EU28カ国のうちルクセンブルクに次ぐ第2位である。バブル崩壊後の2008、2009年は大きく落ち込んだものの、その後は緩やかに回復し、2014、2015年には大きく伸び率を高めた。

図表3：ユーロ圏各国の一人当たり名目GDPの推移（ユーロ）



IMFはアイルランド向け支援プログラムの事後モニタリング・レポート（2017年2月）のなかで、同国の抱えるダウンサイド・リスクとして、以下の点を挙げている。

- ① 英国のEU離脱
- ② 欧州全体の低成長・低インフレ持続
- ③ 国際的な保護主義・反グローバル化への動き
- ④ 国際的な法人税制見直しの動き
- ⑤ 国内政治の動向
- ⑥ 多国籍企業の動向

アイルランドは典型的な「開放的小国経済」であり、積極的に外国資本を受け入れることで、高成長を遂げてきた。足下でも多国籍企業の好調にけん引される形で、雇用・賃金が伸び、個人消費を押し上げるという好循環にある。直近の実質GDPはグローバル金融危機前の2007年より3割強高い水準にある。今後、米国新政権の政策転換をきっかけとした保護主義の高まり、税制見直しの動き、英国のEU離脱交渉をめぐる不透

明感などが、こうした好循環を狂わせ、同国経済を下押しする懸念は残る。

イタリア

イタリアは欧州委員会から「過度のマクロ経済不均衡」を抱える国との指摘をうけている（2016年3月）。特に、政府債務、対外競争力の弱さ（低成長と労働生産性の停滞につながっている）が問題とされている。経常収支は黒字化したものの、主としてこれは、内需の弱さを反映した輸入減によるものである。特に設備投資は歴史的低水準に落ち込んでいる。低成長・低金利のもと銀行セクターの収益性は大きく低下し、不良債権処理に時間がかかっている。不良債権比率は、ピークは打ったものの、17.5%（2016年6月）と依然高い。十分な金融仲介を行えず、結果として低成長が続くという悪循環を断ち切れない。実質GDPは足下でもグローバル危機前の水準を回復していない。

イタリアは2010年から連続して基礎的財政収支の黒字を維持し、債務を減らす努力を行ってきた。しかし2016年末には公的資金による銀行救済が発表され（詳細後述）、この結果もあって2017年には政府債務残高は若干拡大する見込みである（欧州委員会）。

ポルトガル⁵

ポルトガルもイタリアと同様に欧州委員会から「過度のマクロ経済不均衡」を抱える国との指摘を受けている（2016年3月）。対外投資ポジションの赤字、官民の債務、不良債権の多さ、失業率の高さが問題視されている。ポルトガルは不均衡の指標で見ると、ギリシャに次いで悪いデータが多い。経常収支は観光収入の伸びにより黒字化したのが、対外投資ポジションの赤字は非常に大きく、経常収支の黒字維持が求められる。不良債権の多さ、低収益によって銀行セクターは十分な金融仲介機能を果たせていない。

スペイン

スペインは欧州委員会から「マクロ経済不均衡」を抱える国との指摘を受けている（2016年3月）。特に対内外の官民の債務、高失業などが問題視されている。経常収支は黒字化したのが、対外ポジションの赤字を小幅縮小させるにとどまっている。スペインへの資本流入は負債性のものが多く、市場センチメントの変化に影響を受けやすいことに注意が必要である。失業率は低下しているが、依然として高水準であり、特に若年失業者、長期失業者の多さは大きな問題である。

⁵ 詳細は IIMA ニュースレター「ポルトガル経済の現状と展望～金融セクター、政治動向、依然高い官民の負債がリスク」参照。 http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2017/NL2017No_2_j.pdf

政治的不安定が続く（詳細後述）なかでも、スペインはユーロ圏平均を上回る成長を記録している。足下では実質 GDP でみてようやくグローバル金融危機前の水準を回復した。今後は若干減速するものの、成長は持続する見込みである（欧州委員会）。

3. 残るリスク・課題

以上のように GIIPS 各国はさまざまな問題を抱えているが、グローバル金融危機、ユーロ・ソブリン危機を経て、相応の対応を進めてきたことも事実である。2017年2月の欧州委員会見通しでは、各国とも概ね2017年から2018年にかけて安定的な成長が続く見込みとなっている（図表4）。しかし他方で、欧州委員会は2017年の欧州経済には不透明要因が多いとして、以下をダウンサイド・リスクとして挙げている。

- ① 米国新政権の財政・貿易政策（短期的には景気押し上げ、中期的には押し下げ）
- ② 金融政策の方向性の拡散
- ③ グローバルなリスク評価の変化
- ④ 英国のEU離脱交渉の行方
- ⑤ 各国の政治的不安定
- ⑥ 銀行セクターの脆弱性
- ⑦ 地政学的緊張の高まり

図表4：欧州委員会による経済見通し（2017年2月）

	実質GDP成長率			インフレ率			経常収支(GDP比)			財政収支(GDP比)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
ギリシャ	0.3	2.7	3.1	0.0	1.3	1.0	-0.7	-0.7	-0.6	-1.1	-1.1	0.7
アイルランド	4.3	3.4	3.3	-0.2	0.9	1.0	9.6	9.5	9.3	-0.9	-0.6	-0.6
イタリア	0.9	0.9	1.1	-0.1	1.4	1.3	2.7	2.1	1.8	-2.3	-2.4	-2.6
ポルトガル	1.3	1.6	1.5	0.6	1.3	1.4	0.3	0.4	0.6	-2.3	-2.0	-2.2
スペイン	3.2	2.3	2.1	-0.3	1.9	1.7	1.8	1.7	1.6	-4.7	-3.5	-2.9
ユーロ圏	1.7	1.6	1.8	0.2	1.7	1.4	3.6	3.2	3.1	-1.7	-1.4	-1.4

（資料）欧州委員会経済見通しWinter2017よりIIMA作成

このように欧州経済の抱える課題は多いが、特に債務国にとっては、以下のようにいっそうの重みをもってくる。

構造改革断行に不可欠な、安定した政治基盤に欠ける各国

経済不均衡を是正するためには、痛みを伴う構造改革が必要であるが、改革を断行するためには、強い政治的リーダーシップが不可欠である。欧州各国では緊縮財政により厳しい状況が続くなか、反緊縮、反 EU を唱える政治勢力が勢いを増している。こうしたなか多くの国で政権交代が行われるなど、政治的不安定が続いている。

ギリシャでは、2015 年 1 月の総選挙で反緊縮をスローガンとする急進左派連合 (Syriza) が第一党となり、右派の独立ギリシャ人党 (ANEL) との連立によるチプラス政権が誕生した。この両党は反緊縮という点のみを共有する左派と右派の連合である。チプラス政権は 7 月に EU による緊縮策受け入れの是非を問う国民投票で否決されたため、EU 提案受け入れを拒否した。チプラス政権はその後改めて EU との交渉に望み、当初案とほとんど変わらぬプログラムに合意した。これは公約違反であると与党内からも批判が出て、チプラス内閣は総辞職、9 月に再選挙が行われた。再選挙では Syriza が高い支持を受け、Syriza と ANEL の連立による第 2 次チプラス政権が誕生し、現在に至っている。

アイルランドでは、2016 年 2 月の総選挙で統一アイルランド党と労働党による連立与党が大敗した。労働党は連立政権を離脱、その後の連立交渉は難航し、結局統一アイルランド党単独による少数与党政権 (158 議席中 50 議席) が成立し、現在に至っている。

イタリアでは、2016 年 12 月、政治制度改革のための憲法改正の是非を問う国民投票で、改革が否定され、レンツィ首相が辞任、ジェンティローニ外相が暫定首相となっている。近く総選挙が行われる可能性がある。イタリアでも反 EU 色の強い 5 つ星運動が勢力を伸ばしているほか、北部同盟⁶も存在感を増している。

ポルトガルでは、2015 年 10 月の議会選挙で当時与党であった社会民主党が第一党の地位を確保し、政権は継続したものの、11 月に内閣不信任で政権交代があり、現在少数与党社会党がコスタ首相のもと政権をとっている⁷。

スペインでは、2015 年 12 月の総選挙で、当時の与党国民党はかろうじて第 1 党となったものの議席を大幅に減らした。国民党は連立政権樹立に失敗し、ラホイ前首相がそのまま暫定首相となった。2016 年 6 月の再選挙を経ても連立交渉は難航し、10 月に国民党が中道右派シウダダノスと組んだ連立政権 (350 議席中両党合計で 169 議席、過半数未達) がようやく成立、ラホイ氏が正式に首相に就任、10 カ月にもわたる政治的空

⁶ イタリアのなかでは比較的裕福な北部諸州を基盤とする政党。近年反移民・反 EU 色を強めている。

⁷ 詳細は、IIMA ニュースレター「ポルトガル経済の現状と展望」(脚注 5) 参照。

白がようやく終了した。2015年12月の選挙では反EU色を鮮明にした左派ポデモスや、カタルーニャ独立派⁸の躍進が目立った。2016年6月の再選挙では英国のEU離脱を巡る国民投票の直後だったこともあり、影響が懸念されたが、むしろ前与党国民党は議席増、ポデモスは横ばいの結果となった。

依然脆弱な銀行セクター

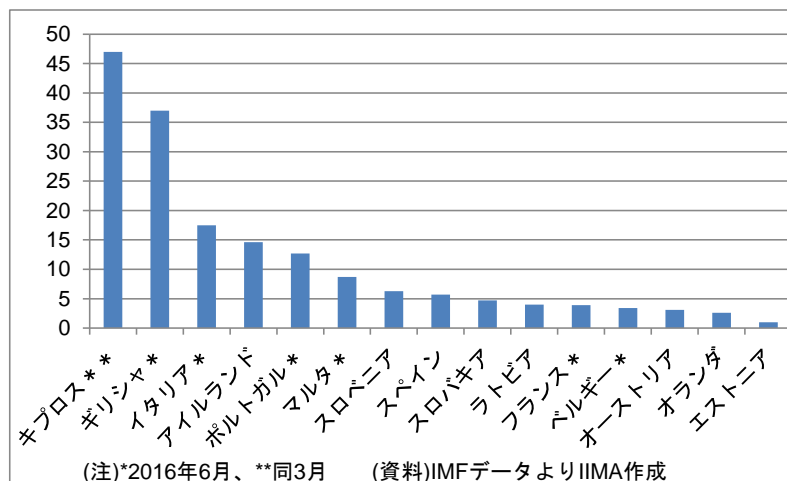
ユーロ圏各国の銀行セクターは、EUレベルのストレステストを受け、資本増強に努めてきた。多くの国で相応の結果がみられ、銀行セクターの資本比率は向上した。しかし、国によってまちまちであり、依然脆弱な銀行セクターが経済の重石になっている国もある。

各国銀行セクターの不良債権比率（不稼働貸出が総貸出に占める比率）は、グローバル金融危機後急激に上昇した。その後ピークを打って低下してきたものの、2016年現在、キプロス（47.0%）、ギリシャ（37.0%）、イタリア（17.5%）、アイルランド（14.6%）、ポルトガル（12.7%）といずれの国も高い水準にある（図表5）。他方で、低成長、低インフレ、低金利が続くなか、銀行セクターの資本収益率はいずれの国も大変低い。

なかでも特に懸念されているのが、大国イタリアの動向である。イタリアでは2016年12月総資産ベースで同国3位のモンテ・パスキ・ディ・シエナ銀行が経営破たんし、政府は公的資金による救済を発表した。同行は2016年7月のEUストレステストで資本不足が指摘され、民間ベースでの資本調達に努めていたが、それが不調に終わり、政府支援を受けるに至った。イタリア政府は総額200億ユーロの銀行救済資金を手当てしており、「この資金で十分対処可能で、欧州安定メカニズムに支援要請をする予定はない」（イタリア財務省関係者発言2017年2月）とのことであるが、引き続き不安材料となっている。

⁸ カタルーニャ州はスペインのなかで最も豊かな州で、首都マドリッドを中心としたカスティーリャ地方とは言語、文化も違うため、以前から独立をめざす動きがあった。近年緊縮財政のもと増税により不当に搾取されているとして、独立の動きは高まっている。

図表 5：ユーロ圏各国の銀行セクターの不稼働貸出比率（2016年9月現在、%）



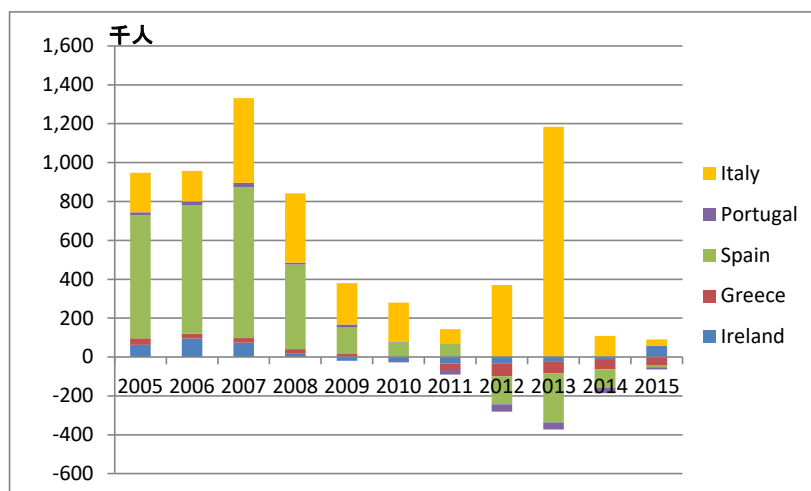
人材流出による空洞化の懸念

EU では域内の人の移動が自由化されている。この結果、経済事情の厳しい国からより良好な国へ移民として移動するのは自然の摂理である。特に高度な技術を持つ労働者や専門職などにとっては、より所得水準の高い国に移ることは魅力的な選択肢のひとつであろう。こうして、言葉・文化の壁から地元に残らざるを得ず、低所得に甘んじる者との格差が広がっていく。負の遺産を抱える債務国にとっては、債務は減らない一方でそれを支えていくはずの将来の労働人口は減ってしまい、国に残った人の負担はさらに増してしまうことになる。

図表 6 はネット移民（流入－流出＋統計上の調整）の推移を国別に表したものである。イタリアはこの間ずっと移民流入超過となってきた。特に 2013 年に急増しているが、これは、多くの難民の受け入れを行ったことによるとみられる。

その他の債務国では債務問題が深刻化した 2011-2014 年にかけて移民の流出が続いた。こうした移民流出は、ギリシャ、スペインでは少子化・高齢化に伴う人口の自然減ともあいまって人口減少をもたらしており、産業の空洞化につながった可能性がある。これらの国にとって労働市場・生産市場の規制緩和などにより、今後の成長力をいかに高めるかが課題である。

図表 6：ネット移民流入の推移（流入－流出）



EU としての課題：統合のメリットを広く知らしめるためウィンウィン関係構築へ

アラート・メカニズム・レポートのもととなるマクロ経済不均衡是正手続き（MIP：Macroeconomic Imbalance Procedure）は、EU 加盟各国経済のサーベイランスを強化し、経済不均衡の早期発見・是正を、EU 全体として協力して行うことをめざしたものである。特に、ユーロを導入した国々にとっては、単一金融・為替政策のもと、政策の自由度が小さいため、経済の不均衡を問題が大きくなる前に把握し、適切な措置をとることが、当該国のみならず、EU 全体にとっても望ましいとの考えから、ユーロ・ソブリン危機後の 2011 年に導入されたものである。

これまで EU は危機に際し、統合をより進めることで対応し、結果として統合を深化させてきた。皮肉なことに、こうした経済面での統合がさらに深化することで、加盟国国内の分裂を深刻化させた可能性がある。統合に伴うメリットは広く国民全体に共有されるものの、明確には意識されないため、そのメリットを理解するエリート層と、統合のメリットをあまり受けないどころかデメリットを受ける（と感じる）一般大衆とのギャップはさらに広がり、反 EU 勢力をさらに勢いづかせることになった。英国など非ユーロ圏諸国では特にその傾向が強い。

前述のように GIIPS 諸国は厳しい緊縮策により内需を冷やし、輸入を減少させることで対外面の不均衡を調整してきた。経済学者スティグリッツによれば、経常収支の調整に際しては、黒字国が調整を行う方が調整のコストは低い⁹。EU の現状をみると、黒字

⁹ ジョセフ・E・スティグリッツ「ユーロから始まる世界経済の大崩壊～格差と混乱を生み出す通貨システムの破綻とその衝撃～」、2016 年 9 月

国はむしろ黒字を拡大させており、調整は主として赤字国の内需抑制によって行われたため、欧州全体に縮小均衡をもたらしている。黒字国が賃金を上げ、内需を活性化させ輸入を増やすことで、赤字国の調整をより痛みの少ない形で進めることができる。このように、加盟国相互がウィンウィンの関係になるように働きかけることがEUに求められているのではないか。

【参考文献】

European Commission, “Alert Mechanism Report 2017”, Nov.2016

European Commission, "Economic Forecast", Feb.2017

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、宜しくご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 2017 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

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