

Newsletter



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

ユーロ圏財政困難国¹の経済動向

～ソブリン危機のリスクは去ったのか？イタリア、ポルトガルを中心に～

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>

- ▶ イタリアでは緩やかな景気回復が続いているが、足下では減速がみられる。ポルトガルは投資・輸出の伸びに主導され、雇用拡大を伴う経済成長を続け、足下でも加速がみられる。中期的には両国ともユーロ圏平均より低成長が続いている。
- ▶ マクロ経済の不均衡については、両国ともユーロ・ソブリン危機のあった 2011 年頃と比較して改善がみられる。ただし、政府債務残高、民間債務・対外ポジション（ポルトガル）といったストック指標の改善は道半ばである。
- ▶ 2009 年のギリシャに始まり、アイルランド、ポルトガルなどに財政金融危機が広がった。その対応として、欧州連合 (EU) 全体として、欧州安定メカニズム (ESM)、銀行同盟、欧州中央銀行 (ECB) による金融・資本市場安定化策など、システムの強化が図られてきた。
- ▶ 足下ではイタリアの連立政権の財政運営への懸念から国債が売られ、利回りが上昇しているが、他国への波及はあまりみられない。今後も英国の EU 離脱交渉の行方、難民問題、各国の EU 懐疑派ポピュリスト勢力の台頭など市場の混乱要因は残るものの、欧州全体に危機が広がるようなリスクは小さいとみてよいのではないかと。

¹ 本稿では財政困難国として GIIPS (ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン) を扱う。

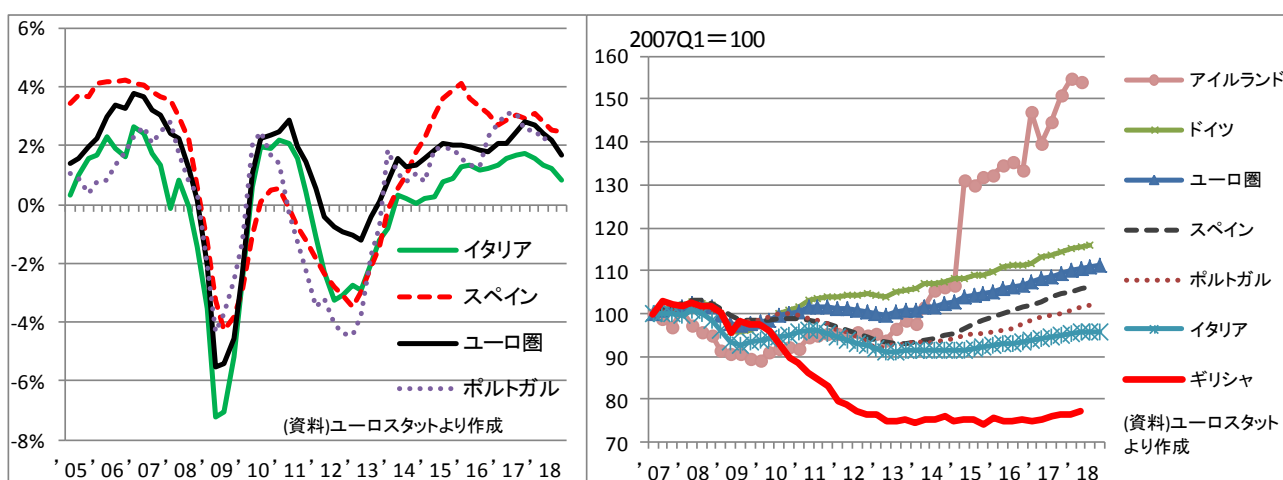
1. イタリア・ポルトガルの景気の現状

イタリアの2018年第3四半期の実質GDP成長率は前期比0.0%、前年同期比0.8%と、第2四半期の0.2%、1.2%から若干減速した(図表1)。イタリアでは輸出と個人消費を中心に緩やかな成長が続いているが、ユーロ圏全体と比べると回復のスピードは遅く、出遅れ感がある。

一方、第2四半期のポルトガルの実質GDP成長率は、前期比0.5%、前年同期比2.3%と第1四半期の0.4%、2.1%から若干加速した。ポルトガルもイタリアと同様、概ねユーロ圏平均を下回る成長を続けてきたが、足下ではユーロ圏平均を上回った。

図表1：実質GDP成長率（前年比）の推移

図表2：実質GDPの水準の推移²



ユーロ圏内では、ユーロ・ソブリン危機に直面し国際通貨基金（IMF）やEUから支援を受けた国々も含め、多くの国が堅調な回復により、グローバル経済金融危機前の実質GDPの水準を回復している。そのなかにあつて、イタリアはまだ2007年初めの水準に戻っていない。ユーロ圏の中で、危機前の水準を回復していないのは、イタリアとギリシャのみである(図表2)。ポルトガルはかろうじて危機前の水準を回復した(直近では2007年第1四半期比+1.4%)。

7月に公表された欧州委員会の各国経済見通しをみると、今年から来年にかけても緩やかな経済成長持続が見込まれているが、多くの国について、5月時点より下方修正されている。また、ほとんどの国が足下では潜在成長率を上回る高成長を続けており、今後巡航速度への減速は避けられない見込みである。

² アイルランドの実質GDPは2015年に急増した。これは、同年の税制改正（ハイテク企業優遇税制）に伴い、米国アップル社などのIT企業が知的財産権ビジネスなどを中心に同国に移したことによるとみられている。

図表 3 : 欧州委員会による各国の経済成長率見通し (%)

	年平均				実績 2017	見通し (7月)		前回 (5月) 比	
	1999-'03	'04-'08	'09-'13	'14-'17		2018	2019	2018	2019
ユーロ圏	2.1	2.1	-0.4	1.9	2.4	2.1	2.0	-0.2	0.0
ギリシャ	4.2	2.8	-5.9	0.4	1.4	1.9	2.3	0.0	0.0
アイルランド	7.0	3.8	0.3	11.7	7.8	5.6	4.0	-0.1	-0.1
イタリア	1.5	1.0	-1.6	0.9	1.5	1.3	1.1	-0.2	-0.1
ポルトガル	1.9	1.4	-1.6	1.8	2.7	2.2	2.0	-0.1	0.0
スペイン	4.0	3.2	-1.8	2.8	3.1	2.8	2.4	-0.1	0.0

(資料) 欧州委員会「夏季経済見通し」より作成

2. 各国のマクロ経済不均衡

(1) マクロ経済不均衡是正手続きスコアボードからみる不均衡

EUのマクロ経済不均衡是正手続き (MIP) において、不均衡の指標とされる MIP スコアボードでみると、2017 年時点 (2018/10/31 時点で利用可能なデータにもとづいて、筆者が作成) では、ユーロ・ソブリン危機として金融市場の動揺がみられた 2011 年時点と比べて、GIIPS 各国とも程度の差はあれ、おおむね改善がみられる。

図表 4 : MIP スコアボードにみるユーロ圏諸国の経済不均衡

MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) スコアボード2017

	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年間変化率)	輸出市場シェア(5年間変化率)	ユニット・レバ・コスト (3年間変化率)	住宅価格変化率(消費デフレータで実質化)	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
アイルランド	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
ギリシャ	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0	-2.2	-0.8	116.4	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
スペイン	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0	4.5	0.2	138.8	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
イタリア	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
キプロス	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7	1.3	8.7	316.3	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
ポルトガル	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5	7.9	1.3	162.2	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9

(注) * 閾値の上段: ユーロ国、下段: 非ユーロ国。黄色網掛けは閾値を超えるもの。(資料) Eurostatデータ2018/10/31時点よりIIMA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年間変化率)	輸出市場シェア(5年間変化率)	ユニット・レバ・コスト (3年間変化率)	住宅価格変化率(消費デフレータで実質化)	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、%)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16.5%
アイルランド	0.0	-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
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
ポルトガル	-9.1	-105	-1.9	-9.5	0.9	-3.6	-3.2	249	108	11.9	-0.7

(注) * 閾値の上段: ユーロ国、下段: 非ユーロ国。黄色網掛けは閾値を超えるもの。(資料) 欧州委員会資料よりIIMA作成

イタリアの経済不均衡の項目は政府債務と失業率の2項目である。ユーロ圏各国の財政問題が深刻化した2011年と比較すると、当時は、イタリアは政府債務と輸出市場シェアの縮小が問題視されていた。政府債務は依然としてイタリアの一番の問題であるが、輸出市場シェアについては回復がみられる。代わって足下では失業率が閾値である10%を超えている。

一方、ポルトガルは、2011年時点では、経常収支、対外ポジション、輸出シェア低下といった対外面での不均衡に加え、官民の債務残高の大きさ、失業率でも閾値を超えていた。2017年には輸出シェアの回復、経常収支の黒字化が実現したが、対外ポジション、官民の債務残高といったストック関連の指標の改善はまだ十分ではない。

ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインなどEUやIMFからの支援を受けるに至った国は、財政赤字だけでなく、国際収支面でも赤字を抱え、「双子の赤字」状態であり、これらの国々の危機は国際収支危機でもあった。これに対し、イタリアは財政赤字、債務問題は深刻だが、対外収支面では経常収支は基調として黒字を維持している。

(2) 財政再建の進展状況

EU加盟国は安定・成長協定(SGP)によって、一般政府財政収支赤字はGDP比3%、政府債務はGDP比60%を下回ることが求められている。2007-2008年のグローバル経済金融危機後の景気後退のなかで、各国政府が拡張的な財政政策をとったことや、金融セクター救済/整理のための支援などによってGIPS諸国の財政は大きく悪化した。財政赤字のGDP比は軒並み10%を超え、アイルランドでは30%を超えるに至った。一方イタリアは5%程度へと小幅な悪化にとどまった。2010年5月ギリシャが金融支援を受けるに至ったのち、アイルランド(2010/11)、ポルトガル(2011/5)、スペイン(2012/6)、キプロスへの支援(2013/4)が行われた。各国はその後、EUとIMFの指導のもと緊縮政策による厳しい財政改革を進めてきた。この結果SGPが求める3%の枠内に収まるようになってきた。

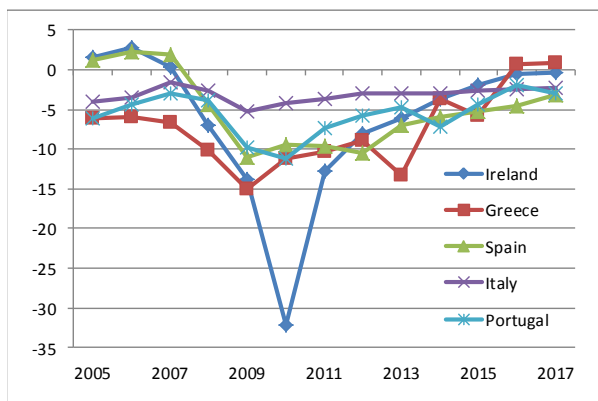
図表5：金融セクター向けの公的支援実行額

単位：10億ユーロ

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2008-2016
イタリア	0.0	4.1	0.0	10.9	87.7	83.6	22.0	10.4	7.0	97.5
アイルランド	180.3	295.3	234.1	127.1	84.2	38.1	10.6	0.0	0.0	350.5
ギリシャ	0.5	9.5	33.6	65.5	96.0	53.7	62.2	62.8	16.9	115.9
スペイン	2.3	56.7	87.1	83.7	141.4	60.4	11.1	7.3	4.7	186.0
ポルトガル	2.2	9.0	11.9	11.0	23.5	15.5	8.4	5.3	3.2	38.2

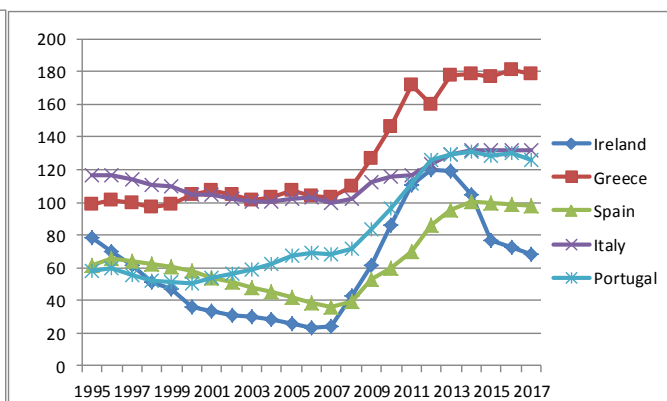
(資料) 欧州委員会

図表 6: 一般政府財政収支 (GDP 比、%)



(資料) Eurostat より作成

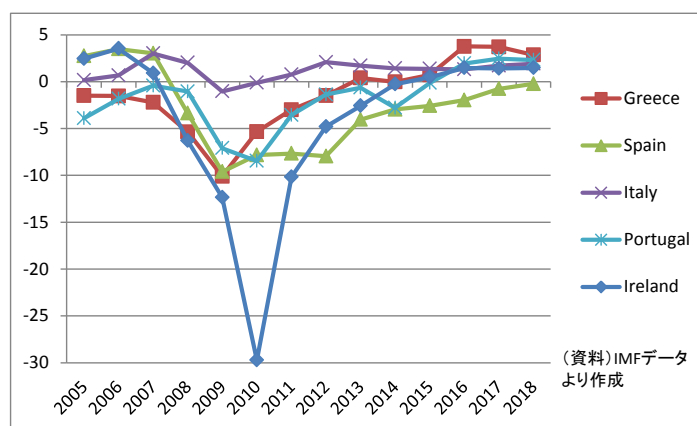
図表 7: 一般政府債務残高 (GDP 比、%)



(資料) Eurostat より作成

プライマリー収支で見ると、スペインを除くと近年は皆プラスを維持している。なかでもイタリアはグローバル危機後の 2009、2010 年に小幅の赤字となったほかは一貫して黒字を維持してきた。一方、債務残高の GDP 比についてみると、アイルランドが大きく低下させて 60% が視野に入ってきた以外は、ようやく悪化が止まった程度で、いずれの国も高止まりしている。イタリアはプライマリー収支の黒字基調が続いているにもかかわらず債務残高の GDP 比は 130% を超え、高止まりしている。ポルトガルもイタリアにほぼ並ぶ水準まで悪化したが、2017 年には 125.7% まで若干改善した。

図表 8: 一般政府プライマリー収支 (GDP 比、%)



(資料) IMF データより作成

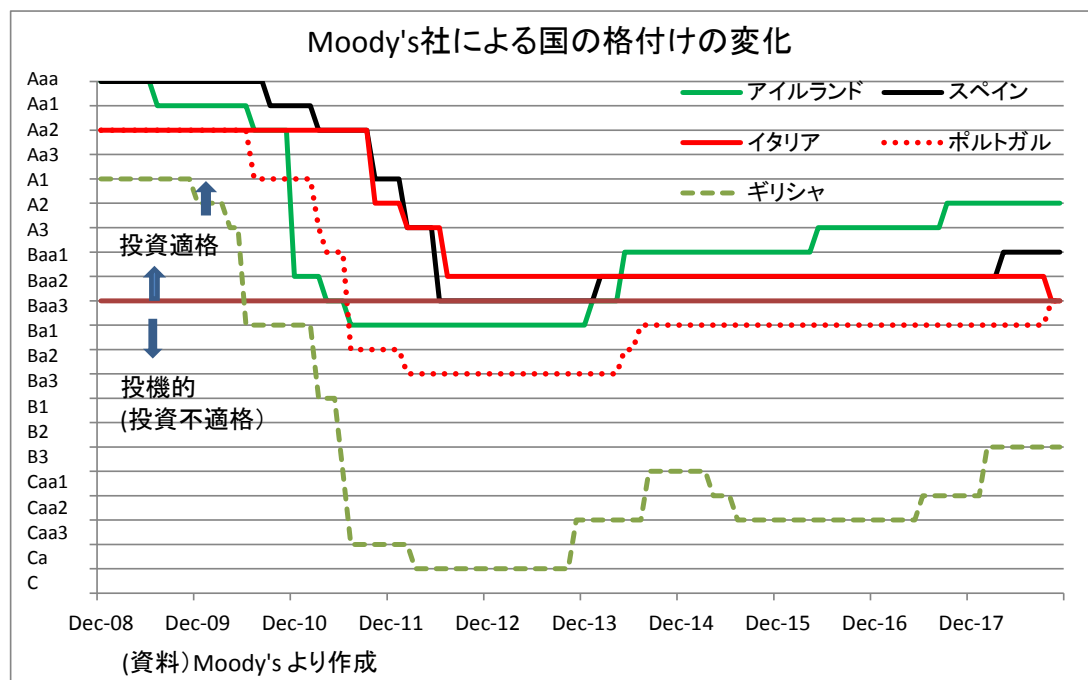
(3) 各国のソブリン格付け：イタリアは格下げ、ポルトガルは格上げ、同水準に

こうした財政再建の進捗を反映し、ソブリン危機時に大きく低下した各国のソブリン格付けも、徐々に見直され引き上げられてきた。Moody's 社によるアイルランド格付け

は A2 (シングル A 相当、S&P、Fitch は A⁺) まで引き上げられた (3 社とも見通しは「安定的」)。

こうしたなかで、イタリアの格付けは 2012 年の引き下げ以来、横ばいのままであったが、2018 年 10 月 Moody's はイタリアの格付けを 1 ノッチ引き下げ Baa3 (BBB⁻に相当)、見通しを「安定的」とした。投資適格ギリギリの水準である。S&P、Fitch は BBB を維持しているが、両社とも見通しは「ネガティブ」としている。一方ポルトガルについては、Moody's は、10 月に 1 ノッチ引き上げ、投資適格水準である Baa3 とし、見通しは「安定的」とした。ポルトガルについては、S&P は BBB- (見通し「ポジティブ」)、Fitch は BBB (見通し「安定的」) といずれも投資適格の格付けとなっている。

図表 9：ユーロ圏諸国のソブリン格付け (直近は 2018 年 9 月 1 日現在)



(4) ギリシャも支援から卒業

8月20日ESMはギリシャが第3次支援を終了したことを発表した。支援プログラムからの卒業はアイルランド、スペイン、ポルトガル、キプロスに次いで5番目である。今後ギリシャは市場から自力で資金調達を行っていく。この結果、ユーロ・ソブリン危機でEUから支援を受けた国はすべて支援プログラムから卒業したことになる。

ギリシャ第3次支援は2015年8月に実施された総額860億ユーロのプログラムであ

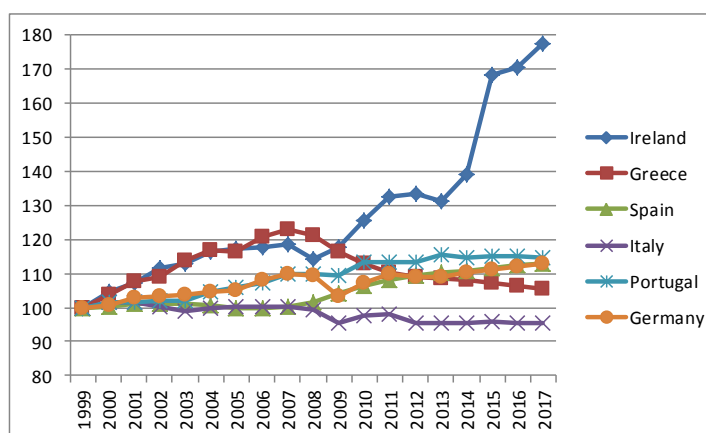
ったが、現在までに ESM より 619 億ユーロの融資が実施され、241 億ユーロの枠を余らせた形となった。なお、2010-2012 年までに二国間融資の形で Greek Loan Facility を通じて 529 億ユーロの融資が実行され（第 1 次支援プログラム：総枠 800 億ユーロ）、2012-2015 年には欧州金融安定基金 (EFSF) から 1,418 億ユーロの融資が実行された（第 2 次支援プログラム：総枠 1,477 億ユーロ）。この結果、EFSF と ESM による長期・低利融資でギリシャ政府の債務の 55%を占める形になっている。もちろん今後、市場からの資金調達がうまくいく保証はなく、ギリシャは厳しい財政緊縮策を続けざるをえない。国民は厳しい生活を強いられることになる。

3. 求められる労働生産性向上：そのための労働市場改革と設備投資促進策の必要性

ユーロ圏内では、為替相場変動による域内他国との調整は不可能である。このため経常収支赤字国にとっては、ユニット・レーバー・コストを下げることで競争力を高める必要がある。そのためには、賃金を下げるか、労働生産性を上げるかどちらかしかない。

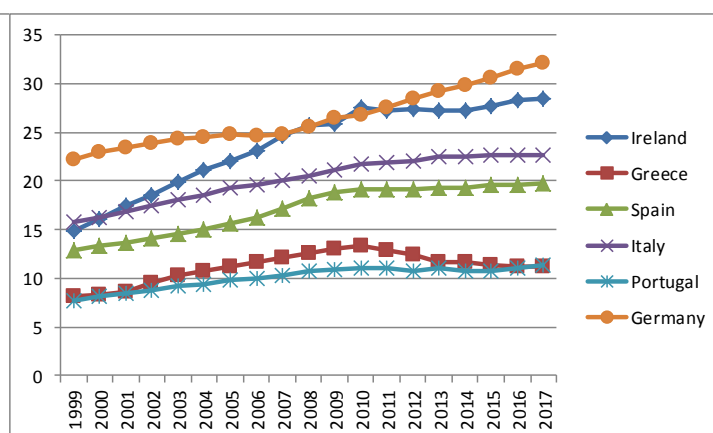
ユーロ導入後の各国の労働生産性の推移をみると、アイルランドが非常に高い伸びを維持している。アイルランドは英語圏であることから、ユーロ圏の窓口として海外投資の受け皿となったこともあり、外資企業を中心に高成長を維持し、結果として労働生産性も高い伸びを示した。一方、この間対照的に労働生産性が停滞していたのがイタリアであり、ユーロ導入後 20 年間に、労働生産性の水準は 4.4%も低下した。一方ポルトガルの労働生産性は緩やかに上昇し、この間の上昇率は 14.6%とユーロ圏の平均（11.2%）を上回るものであった。

図表 10：労働生産性（1999 年＝100）



（資料）Eurostat より作成

図表 11：時間当たり報酬（ユーロ／時間）

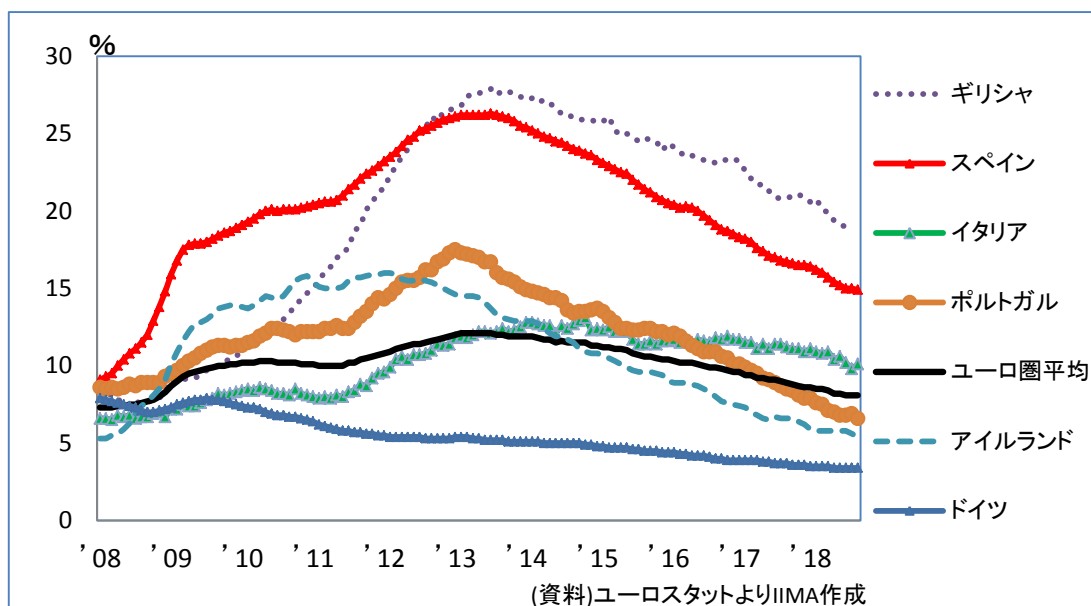


（資料）Eurostat より作成

こうした高い労働生産性の伸びを背景に、アイルランドは着実に時間当たり報酬を増加させ、ドイツに肉薄してきた。他方で、イタリアは労働生産性の停滞にもかかわらず、硬直的な賃金更改システムによって賃金が抑制されず、結果としてユニット・レーバークストが上昇し、対外競争力をなくしてきた。一方ポルトガルでは労働生産性は堅調だったものの、それを報酬の伸びに結び付けることができず、ユーロ圏のなかで相対的に低所得のままで、ユーロ域内での所得格差がさらに広がる結果となった。

もともとポルトガルでは足下では低賃金のサービス業（特に観光、建設など）を中心とした雇用が拡大し、雇用情勢の急速な改善がみられる。2018年9月の失業率は6.6%とユーロ圏平均8.1%を下回ってきた。労働コストが高止まりしているイタリアで雇用情勢の改善がはかばかしくないのと対照的である。失業率、特に若年失業率の高止まりは、労働者の質の低下を通じて、労働生産性に中長期的に悪影響を及ぼすおそれがある。イタリアの若年失業率は2017年で34.7%とギリシャ43.6%、スペイン38.6%に次いで高い。ポルトガルは23.8%、アイルランド14.4%、ユーロ圏平均18.8%となっている。

図表 12：ユーロ圏各国の失業率



労働生産性の停滞は、設備投資不足がその背景にある。ユーロ圏平均並みの労働生産性の伸びを維持してきたポルトガルにとっても、他のユーロ圏諸国にキャッチアップしていくためには労働生産性の高い伸びがかかせない。総固定資本形成のGDP比（2017年）でみると、イタリア17.5%、ポルトガル16.2%とユーロ圏の平均20.5%より低い。

ちなみにアイルランド 23.5%、スペイン 20.6%、ギリシャ 12.6%となっている。さらに、競争力の源泉となる研究開発投資の GDP 比（2016 年）でみると、イタリアは 1.29%、ポルトガル 1.27%といずれもユーロ圏平均 2.13%より低い。アイルランド 1.18%、スペイン 1.19%、ギリシャ 1.01%と、こちらも平均を下回っている。

こうした状況を改善するために、設備投資促進策、さまざまな規制見直し、労働市場改革、教育改革などが求められている。特にポルトガルについては、労働市場の分断（正規・非正規雇用の待遇格差）、IT リテラシーの低さ、教育の早期離脱率の高さなどに対する適切な対策が喫緊の課題である。

4. ソブリン危機に対する EU の対応

2009 年秋のギリシャ危機に始まり、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア、キプロスへとユーロ・ソブリン危機が広がった。危機が広範に波及し、ユーロの存続が危ぶまれるほど深刻化した背景には、ユーロ圏としてのセーフティネットがないことに加え、安定・成長協定の形骸化と、単一通貨であることによる構造的な南北問題（北部の経常収支黒字国と南部の経常収支赤字国）があることが明らかであった。その対応として、EU レベルで、さまざまな経済ガバナンス面での改革が進められてきた。

図表 13：EU レベルの危機対応・予防措置

<p>実現済のもの</p> <ul style="list-style-type: none"> ●EUレベルでの金融支援システム(ESM)創設 ●EUレベルでの金融監督の枠組みづくり⇒銀行同盟の創設 <ul style="list-style-type: none"> - 単一銀行監督制度(SSM) - 単一銀行破綻処理制度(SRM) - 預金保険制度のハーモナイゼーション(一部実現) ●経済ガバナンス改革(6パック/2パック改革) <ul style="list-style-type: none"> - ヨーロピアン・セメスターによる財政面での政策協調 - 安定・成長協定の強化 - 早期警戒システム:マクロ経済不均衡是正措置(MIP) - 新財政協定(TSCG):財政均衡を国内法で義務付け
<p>現在検討中</p> <ul style="list-style-type: none"> ●銀行同盟の完成:単一銀行整理基金のバックストップ、欧州預金保険制度創設など ●資本市場同盟 ●財政同盟:ユーロ圏共通予算の創設、欧州財務省提案、ユーロ共同債提案など

(資料)欧州委員会資料その他各種報道等より作成

具体的にはセーフティネットとしての欧州安定メカニズム（ESM）による融資制度、EU レベルでの金融監督の枠組み作り（これはさらに深化し銀行同盟創設につながり、単一銀行監督制度と単一銀行破綻処理制度が実現した）などである。また、EU 経済ガバナンス改革として代表的なものが、6 パックと呼ばれる提案で、このなかで、ヨーロッパ・セメスターという各国の予算策定過程の政策協調、安定・成長協定の強化、マクロ経済不均衡是正措置などが実現した。またさらに現在、検討中のものとして、図表 13 に示したようなことが EU レベルで議論されている。共同債提案など、財政統合にむけた動きは遠い将来の夢物語のようなものだが、こうした地道な交渉を続けていく過程で徐々に統合を深めてきたのが欧州の歴史である。

また、ソブリン危機の初期には、利害関係が錯綜し、対応が遅れた EU を補うように、ECB の機動的対応が危機の深刻化を防ぐためにたいへん有効であった（図表 14）。

図表 14：ECB の危機対応および非伝統的金融政策

2007年8月	米国発のサブプライム危機に世界の中銀に先駆けて対応、流動性支援実施
2007年12月	米国FRB,スイス国立銀行、イングランド銀行、カナダ銀行との間で臨時の資金供給に合意
2008年10月	長期リファイナンス・オペレーション(最長6カ月)開始
2008年10月	外為SWAPにより米ドルとスイスフランの流動性供給
2009年5月	長期リファイナンス・オペレーション(最長12カ月)開始。四半期毎。
2009年6月	カバードボンド買取プログラム導入(2009/7-2010/6)
2010年5月	証券市場プログラム(SMP)導入
2010年12月	イングランド銀行とSWAP協定
2011年8月	SMP再開
2011年12月	3年物長期オペ LTRO
2012年3月	3年物長期オペ 第2弾
2012年9月	ECB理事会、国債買い入れプログラム(OMT) 導入を発表
2015年1月	拡大債券買い取りプログラム開始(欧州版量的緩和)

(資料)各種報道より作成

5. 今後のリスク

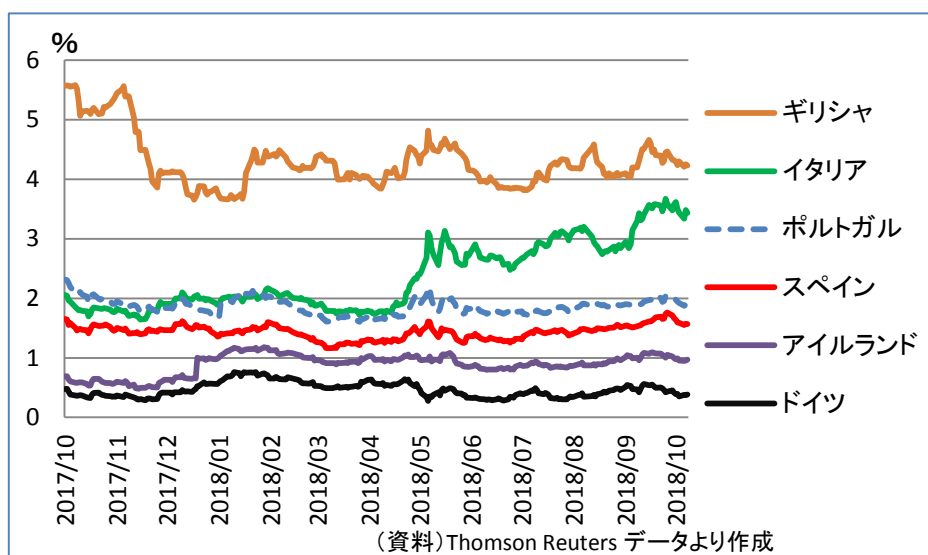
(1) 地政学や国内政治の不安定性から来る金融市場の動揺

イタリアでは 2018 年 3 月に行われた総選挙で当時の与党であった中道左派連合が大敗し、左派ポピュリストの五つ星運動が上下両院で第一党となった。その後難航した交渉を経て、6 月によりやく左右のポピュリスト（五つ星運動と「同盟」）からなる連立政権が誕生した。新政権が 10 月 15 日に欧州委員会に提出した 2019 年度予算案は、最低所得保障や減税などを盛り込んだバラマキ的色彩の強いものとなった。財政赤字は

GDP 比 2.4%と、安定成長協定で定める 3%の枠内には納まるものの、前政権が約束した 0.8%からは大幅に拡大することになる。欧州委員会は、同予算案は EU の財政規律ルール違反だとして、10 月 23 日同予算案の差し戻しを決めた。イタリア政府は 3 週間以内（11 月 13 日まで）に修正案を提出しなくてはならない。修正に応じなければ、欧州委員会は 2019 年春ごろにも過剰財政赤字是正手続き（EDP）と呼ばれる制裁措置（赤字の額に応じて最大 GDP 比 0.5%相当の無利子預金を EU に預託しなければならない）の発動を勧告する可能性もある。

市場ではポピュリスト政権誕生に伴う不透明感の高まりから、イタリア国債が売られ、利回りは上昇している。10 月後半には予算案を巡る EU との対立や、格下げの動きなどを反映、一時 10 年物国債利回りが 3%半ばを超える水準となった（図表 15）。

図表 15：各国国債利回りの推移



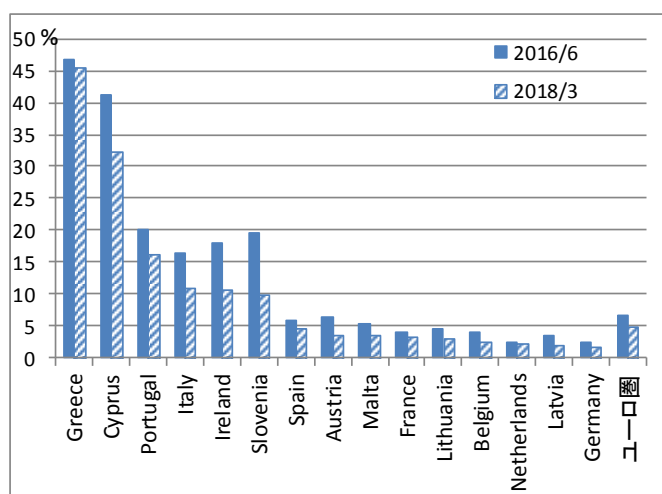
一方ポルトガルでは、2015 年 10 月の総選挙で社会民主党を中心とする当時の連立与党が勝利しコエーリョ首相が再任された。しかし、過半数に届かず、第 2 党であった社会党が野党連合を結成、事実上の内閣不信任により、同年 11 月、社会党のコスタ氏が首相に就任、少数与党政権が誕生した（ポルトガル共産党、左翼連合、緑の党が閣外協力）。コスタ政権は、コエーリョ政権が推し進めてきた構造改革路線を継続するとし、国民からの支持も比較的安定してきている。直近の世論調査でも社会党の支持率は 4 割強を維持しており、社会民主党との差が広がっている。

(2) 依然残る不良債権問題

不良債権問題はイタリア、ポルトガル共通に抱える課題である。両国とも積極的に処理を進めてきたが、依然として、不稼働資産比率は欧州の中でも高い。

とはいえ、ユーロ圏では単一銀行監督制度のもと、不良債権問題についても不稼働資産の定義の明確化、検査の指針の公表など、これまで米国・英国に比べ情報開示が不十分とみられてきたユーロ圏の銀行についても透明性が高まりつつあることは好材料であろう。

図表 16：不稼働資産比率の国際比較



(注) ECBが直接監督する108行が対象。ギリシャ4、ポルトガル3、イタリア11、アイルランド5、スペイン12
 (資料) ECBデータより作成

前述のようにソブリン危機時と比較すると、セーフティネット創設や、ガバナンス改革の面では進展がみられる。まだ完全なものではないが、危機への何らかの抑止力にはなりうるとみられる。このため、ユーロ圏財政困難国の一国の問題が連鎖的に他国に波及していくという2010-12年頃までのような危機的状況が起こるとは考えがたい。

各国の国債利回りの推移でも直近ではイタリア国債が売られているが、他国への波及はあまりみられない。投資家はユーロ圏の財政危機問題とひとくくりにするのではなく、各国個別事情を判断材料に動いているとみられる。今後も英国のEU離脱交渉の行方、難民問題、各国のEU懐疑派ポピュリスト勢力の台頭など市場の混乱要因は残るものの、欧州全体に危機が広がるようなリスクは小さいとみてよいのではないかと考えられる。

ただし、各国は多かれ少なかれ不安材料を抱えている。ポルトガルはフローの経済指標には顕著に改善がみられるものの、これまで積み上がった負の遺産（官民の債務、対外債務など）の克服が引き続き課題である。イタリアは依然として大きい政府債務負担に加え、現政権の EU との対立姿勢が大きな懸念材料である。ギリシャは支援からは卒業したものの、引き続き厳しい財政運営を余儀なくされており、国民の不満は依然高い。今後とも個別国の情勢を注視していく必要がある。

なお、これまで EU 各国は、経済構造改革を進めるために、EU を一種の外圧として利用してきた。経済構造改革は、短期的には国民の福祉を低減させるため国民には不人気だが、中長期的には自国に利益をもたらす。各国政府は、「EU のルールだから」、「欧州委員会から指摘を受けたから」との題目のもとにこうした国民に不人気な経済政策を行ってきた。この結果、政治エリート達と一般大衆の溝が深まっていった。これはこうした政策が中長期的には国民全体に利益をもたらすことを十分に説明できなかったエリート達の責任でもある。このため、ユーロ・ソブリン危機で厳しい緊縮財政を強いられたギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリアでは EU に懐疑的な左派ポピュリスト勢力が台頭した。他方で、シリア情勢の悪化等を背景とした中東からの難民流入の急増に対し、「職を奪われ、福祉をただ乗りされる」という不安から東欧やドイツ、フランスでは右派のポピュリスト勢力が台頭した。こうして左右両派の立場から欧州統合に懐疑的な勢力が力を持ち始めている。英国の国民投票での EU 離脱派の勝利にも同様の背景がある。

EU は危機が起こる度に、危機をバネに制度を強化し、統合を深めてきた。その背景には各国政治エリート達の強い意思およびリーダーシップがあった。直近ではドイツのメルケル首相が地方選挙での自党惨敗により党首辞任を表明するなど、EU 統合の推進力となってきたリーダーが退陣する一方、中心国の一つであるイタリアが EU との対立色を鮮明にするなど、EU の求心力低下が懸念される。欧州議会選挙が行われる 2019 年は EU にとって転換点となる可能性もあろう。

以上

【参考文献】

Bank of Italy, “Financial Stability Report 2018I”, 2018/4

Bank of Portugal, “Portuguese Banking System: latest developments, First quarter 2018”

European Commission, “Alert Mechanism Report 2018”, 2017/11

European Commission, “Summer 2018 (Interim) Economic Forecast”, 2018/7

IMF, “Italy: 2017 Article IV Consultation, Staff Report”, 2017/7a

IMF, “Italy: Selected Issues”, 2017/7b

IMF, “Portugal: 2017 Article IV Consultation, Staff Report”, 2017/9c

IMF, Portugal: Staff concluding Statement of the 2018 Article IV Mission, 2018/5a

IMF, “Portugal: 2018 Article IV Consultation, Staff Report”, 2018/9b

IMF, “Portugal: Selected Issues”, 2018/9c

内閣府「世界経済の潮流」2017II、2018I 各号

IIMA ニュースレターNO.13 「イタリア経済の現状と課題～ポピュリスト連立政権は課題に適切に対処できるのか～」

http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2018/NL2018No_13_j.pdf

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、宜しくお願ひ申し上げます。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 2018 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

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