

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

欧州周縁国の経済情勢と課題

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

篠原 令子

reiko_shinohara@iima.or.jp

<要旨>

1. 欧州周縁国（ギリシャ、イタリア、アイルランド、スペイン、ポルトガル）では、2020年に新型コロナウイルスの感染者急増に伴い、厳しい行動制限措置が取られた結果、景気は大きく落ち込んだ。2021年に入ると、ワクチン普及の進展等に伴い、景気は回復傾向にあり、感染拡大抑止と経済活動維持の両立が図られている。
2. コロナ禍で、欧州連合（EU）レベルでの政策対応のほか、各国政府も積極的な財政出動を実施してきた。この結果、各国の2020年の財政収支は大きく悪化し、政府債務残高も急増した。こうした中、各国の国債利回りは低水準にとどまっているが、これは、欧州中央銀行（ECB）による国債購入等の機動的な金融政策運営が奏功していることがある。これまでのところ、周縁国のソブリンリスクの高まりもみられない。
3. EUは欧州債務危機以降、欧州安定メカニズム（ESM）設立のほか、様々な枠組みの整備を進めてきた。コロナ禍を受け設立された復興基金「次世代EU」において、欧州委員会が債務の共有化に踏み切った点は、財政統合の面で一歩前進したと受け止められている。現在、EUは加盟国への財政ルール適用を一時停止しているが、2023年の適用再開に合わせてルール見直しの予定である。
4. 政治面では、イタリアではドラギ首相が安定した政局運営を行っているが、少数

政党が乱立する中で政治の不安定性は変わっていない。次期大統領にドラギ首相が選出された場合、次期政権を巡って政局が流動化するリスクに留意が必要であろう。

5. ワクチン接種の進展と EU および各国の積極的な経済政策に支えられて、欧州周縁国の景気は持ち直している。EU は欧州債務危機以降、金融・財政の安定化に向けて様々な枠組みを整備しており、ユーロ圏の一国が金融・財政危機に陥っても、ESM がセーフティネットとして機能することは大きな支援材料である。一国の危機が他の国に連鎖する形で発生した 2010 年代の欧州債務国危機が同様の形で再発する懸念は小さいとみられる。
6. ただし、各国の財政状況は楽観視できないと思われる。当面の焦点は EU の財政ルール見直しの内容である。単なるルールの緩和は、高債務国に対する市場の懸念の高まりにつながるリスクがある。コロナ後の経済成長と財政の持続可能性の両立が求められる中、気候変動関連の公共投資を除外して算出する案の実現性を模索する展開が見込まれる。

＜本文＞

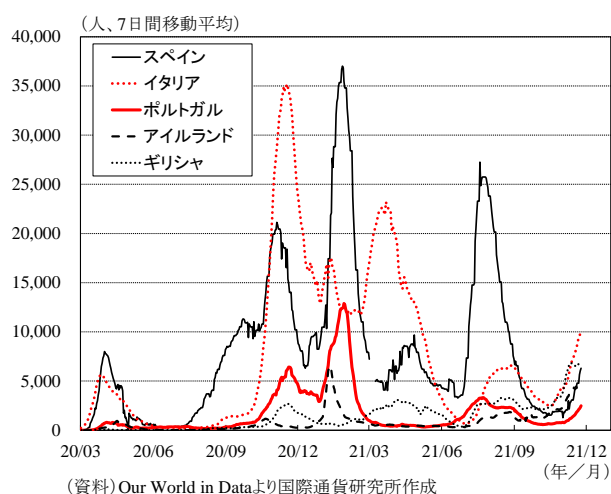
1. 欧州周縁国の経済・財政の動向

(1). 新型コロナウイルス感染拡大の状況

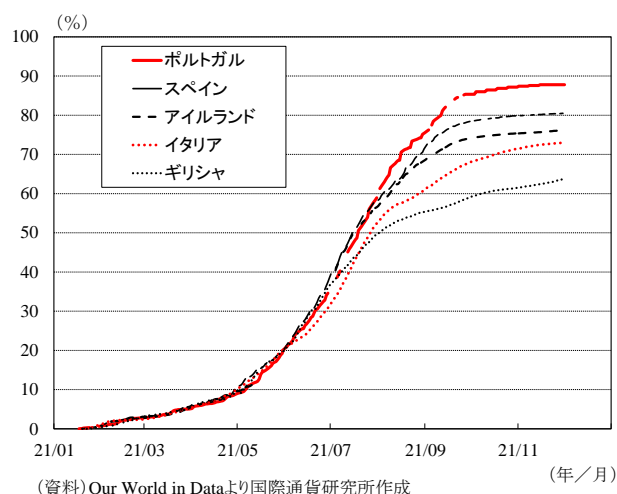
欧州周縁国（ギリシャ、イタリア、アイルランド、スペイン、ポルトガル）では、2020 年春と秋に新型コロナウイルスの新規感染者数が急増し（第 1 図）、都市封鎖や地域間の移動制限、飲食店等の営業制限強化等、厳しい行動制限措置が取られた。冬場に感染が再拡大した中、再び行動制限措置が強化されたが、感染状況の改善に伴い、2021 年 5 月頃から段階的に制限は解除された。足許でも感染者数が再び拡大しているが、ワクチン普及が進展する中、これまでのピーク時よりは抑えられており、感染拡大抑止と経済活動維持の両立が図られている。

ワクチン接種については、5 月頃から接種ペースが加速しており（第 2 図）、規定回数の接種が完了した人の割合は 12 月 1 日時点で、ポルトガル 88%、スペイン 80%、アイルランド 76%、イタリア 73%と、概ね日本（76%）と同程度に進捗しているが、ギリシャは 64%とやや遅れている。

第1図:新規感染者数の推移



第2図:ワクチン接種が完了した人の割合



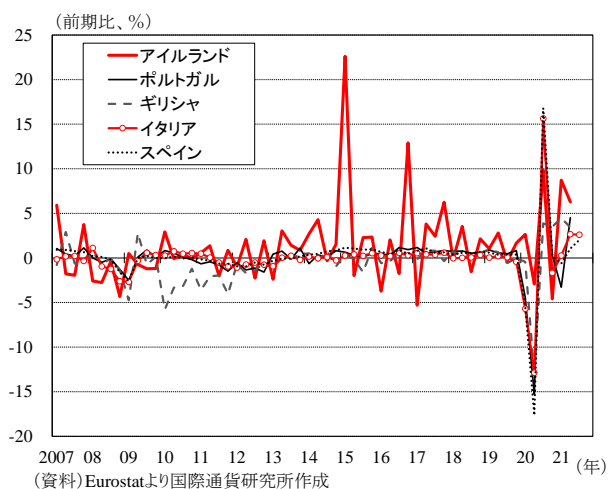
(2). 景気の現状と見通し

4カ国（アイルランドを除く）¹の実質GDP成長率は、新型コロナウイルス感染拡大に伴う各種制限措置の結果、2020年1-3月期に景気後退が鮮明となり、4-6月期には二桁台のマイナスに陥った（第3図）。特に、観光業を主力産業とする南欧諸国はGDPの落ち込みが大きかった。7-9月期は、前期の反動からイタリアとスペイン、ポルトガルで二桁台のプラス成長に転じた。10-12月期と2021年1-3月期は、制限措置の厳格度合いの違いを背景に景気回復ペースにバラツキが見られたが、その後は制限措置の緩和に伴いサービス業が回復するなど経済活動が徐々に再開し、4-6月期は総じてプラス成長となった。7-9月期は、回復が遅れていたスペインが前期から伸びを高め、イタリアも前期並みの伸びを維持した。

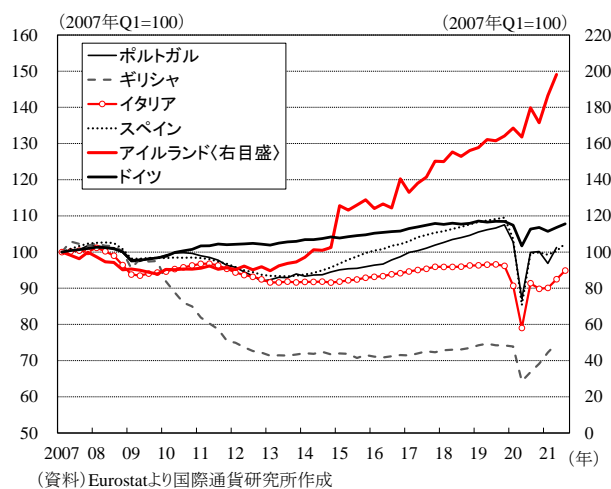
各国の実質GDPの水準について、2008年のグローバル金融危機以降の中期的な推移をみると（第4図）、スペインとポルトガルは2010～2012年の欧州債務危機以降、GDPは拡大傾向を辿ったが、コロナ禍による落ち込みが大きく、足許では感染拡大前（2019年10-12月期）の水準を回復していない。これまで低成長が続いてきたイタリアは、コロナ禍の影響を受けて落ち込んだものの、足許では感染拡大前の水準をほぼ回復している。ギリシャは欧州債務危機以降、低迷が続いている。周縁国におけるGDPの落ち込みはドイツと比べても大きい。

¹ アイルランドのGDPは、外資系多国籍企業がアイルランドの低い法人税率を背景として同国に拠点を置いていることを反映している。このため振れが大きく、他国と動きが異なるが、2020年4-6月期はコロナ禍の影響により、前期比▲2.9%のマイナス成長となった。

第3図:実質 GDP の推移



第4図:実質 GDP の推移(2007年Q1=100)



欧州委員会は11月発表の経済見通し(第1表)において、2021年の欧州連合(EU)とユーロ圏の実質GDP成長率を、いずれも前回(7月)見通しから上方修正した。新型コロナウイルス感染状況の改善と制限措置の緩和を受けて、域内の個人消費が大きく増加し、夏場にかけて観光業も回復している。

欧州周縁国についても、ギリシャ、イタリア、ポルトガルの2021年の成長率は上方修正され、4~7%台と、2020年の大幅なマイナス成長からの回復が見込まれている。スペインはコロナ禍による観光業への打撃が大きかったこと等から、2020年の成長率は▲10.8%とEUの中で最大の落ち込みとなった。足許の景気は持ち直しているが、2021年上半期は低調だったため、成長率見通しは前回から下方修正された(5.9%→4.6%)。

国際通貨基金(IMF)の経済見通しにおいても、4カ国の2021年と2022年の成長率は概ね4~6%台と見込まれており、実質GDPがコロナ禍前(2019年)の水準を回復するのは2022年と想定されている。

第 1 表: 欧州周縁国の経済成長率の見通し

*見通しは、上段: 欧州委員会(11月)、下段: IMF(10月)

(%)	実績			見通し		
	2018年	19年	20年	21年	22年	23年
ギリシャ	1.7	1.8	▲ 9.0	7.1	5.2	3.6
				6.5	4.6	2.6
アイルランド	9.0	4.9	5.9	14.6	5.1	4.1
				13.0	3.5	3.9
イタリア	0.9	0.4	▲ 8.9	6.2	4.3	2.3
				5.8	4.2	1.6
スペイン	2.3	2.1	▲ 10.8	4.6	5.5	4.4
				5.7	6.4	2.6
ポルトガル	2.8	2.7	▲ 8.4	4.5	5.3	2.4
				4.4	5.1	2.5
ユーロ圏	1.8	1.6	▲ 6.4	5.0	4.3	2.4
				5.0	4.3	2.0
EU	2.1	1.8	▲ 5.9	5.0	4.3	2.5
				5.1	4.4	2.3

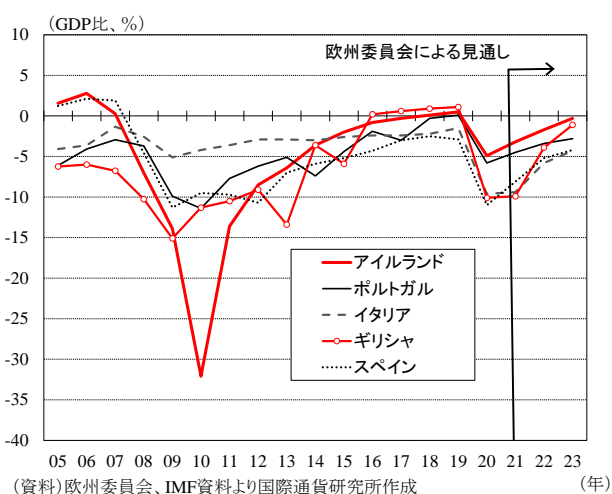
(資料) 欧州委員会、IMF資料より国際通貨研究所作成

(3). 各国の財政状況とソブリンリスク

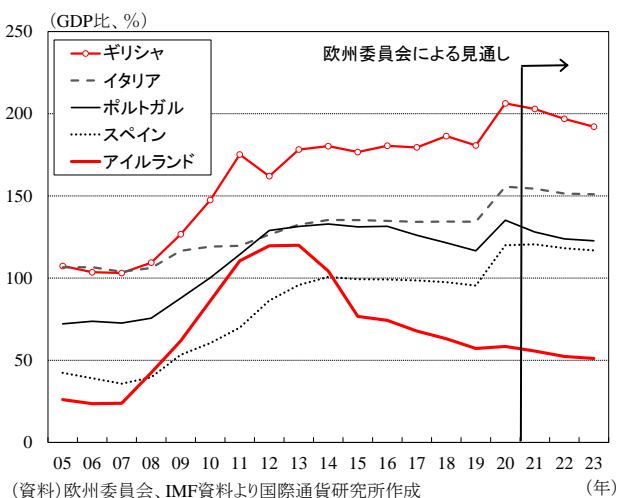
コロナ禍で大きな打撃を受けた経済を支援するために、EU レベルでも後述のように「復興基金」を創設したが、各国政府も危機対応として、景気対策や公衆衛生措置等積極的な財政出動を実施してきた。景気後退による税収減少もあり、各国の 2020 年の財政収支は大きく悪化し、特にイタリア、スペイン、ギリシャは GDP 比▲10%近辺に達した(第 5 図)。2021 年については、コロナ関連支出の縮小・終了や景気回復を受けた税収増による財政収支の改善が見込まれており、2023 年にかけても改善が続く予想となっている。

財政収支の悪化を受けて、各国の 2020 年の政府債務残高も急増した(第 6 図)。イタリアが 2 兆 5,734 億ユーロと最も大きく、GDP 比 155.8%に達するが、GDP 比ではギリシャ(3,503 億ユーロ)が 200%を超えている。

第5図: 財政収支の推移



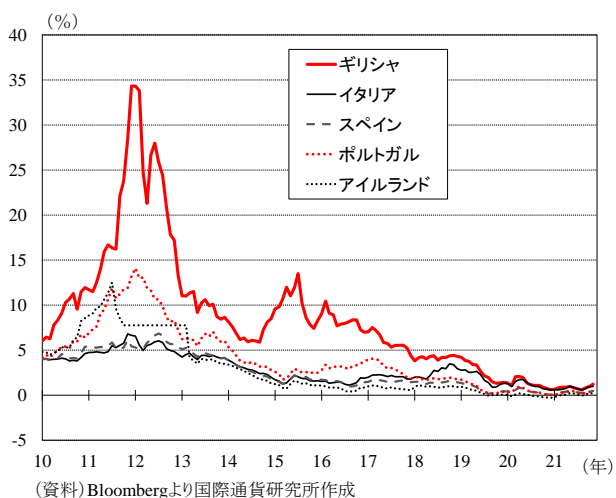
第6図: 政府債務残高の推移



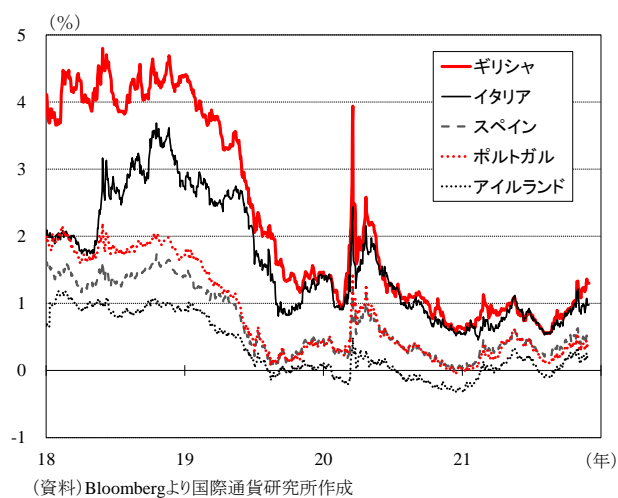
このような高水準の政府債務残高にもかかわらず、各国の国債利回りが1%を下回る低い水準にとどまっているのは（第7、8図）、欧州中央銀行（ECB）による国債購入等の機動的な金融政策運営が奏功していることがある。

ECBは2020年3月以降、コロナ危機対応として、既存の資産購入プログラム（APP）の拡充のほか、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の導入・拡充、貸出条件付長期資金供給オペ第3弾（TLTRO3）の拡充等、大規模な緩和措置を実施した。PEPPについては、APPの対象資産に加え、これまで適格担保要件を満たさなかったギリシャ国債も購入対象となった。足許の景気回復とインフレ見通しの改善を背景に、ECBは9月、PEPPの買い入れペースの小幅縮小（“moderately lower pace”）を決定し、危機モードから正常化へ向けた一歩を踏み出した。PEPPによる資産購入期限は2022年3月末だが、コロナ危機が終息したと判断するまで継続するとしている。

第7図: 10年物国債利回りの推移(月次)



第8図: 10年物国債利回りの推移(日次)

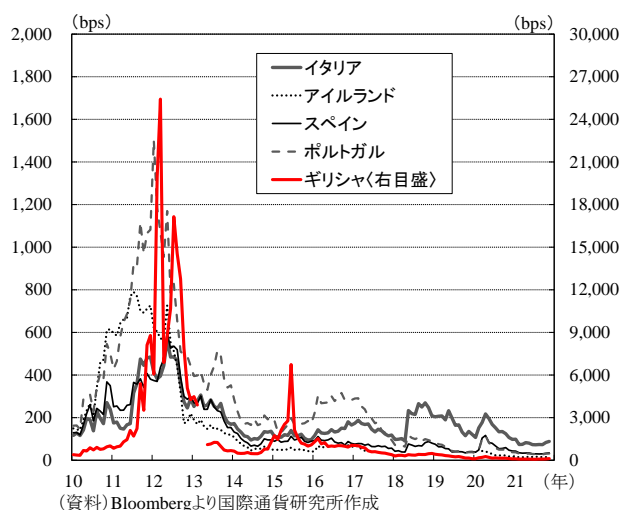


周縁国の財政状況は悪化しているものの、ソブリンリスクの高まりはみられない。周縁国のソブリンCDSは、新型コロナウイルス感染拡大への懸念から2020年3~4月に急上昇したが(第9図)、同時期に日本や中国等のCDSも急上昇しており、周縁国のみ市場の警戒度が高まった訳ではない。足許ではギリシャとイタリアが80bps台、スペインとポルトガルは30bps台、アイルランドは10bps台と、過去と比べて低い水準で推移している。また、各国国債とドイツ国債との利回り格差も同様に低位で推移している(第10図)。

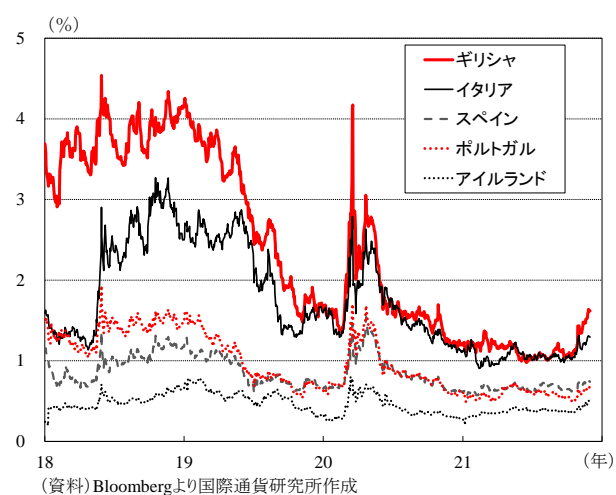
各国政府の格付け(ムーディーズ本国通貨・外貨建て発行体格付け)は、欧州債務危機時に引き下げられたものの、その後、スペインとポルトガル、アイルランド、ギリシャは段階的に引き上げられている(第11図)。ギリシャは依然として投機的水準ながらも、2020年11月、改革プログラムが奏功しているとして「B1」から「Ba3」に引き上げられている。

イタリアについては2018年10月、財政赤字拡大見通しを理由に「Baa2」から「Baa3」に引き下げられ、投資適格級の最低水準にある。他方、S&Pは2021年10月、格付けは「BBB」(投資適格の最低水準から1ノッチ上)で据え置いたものの、イタリアの信用格付け見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。成長促進に向けた政府の改革姿勢が経済を後押しするとしている。

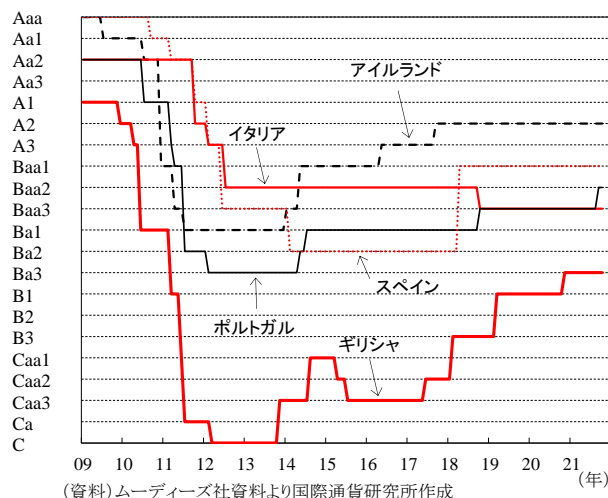
第9図: CDS(5年物)の推移



第10図: 各国国債とドイツ国債との利回り格差



第 11 図:ソブリン格付(ムーディーズ)の推移



2. EU の危機対応の枠組み整備と復興基金「次世代 EU」

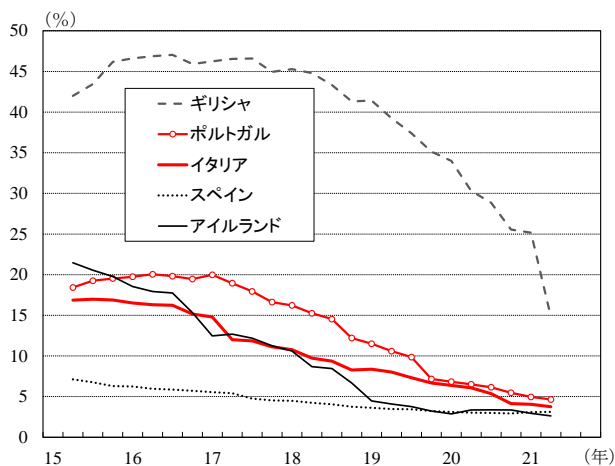
EU は欧州債務危機以降、常設の金融セーフティネットである欧州安定メカニズム (ESM) の設立を始めとして、金融安定化策の強化や加盟国の経済・財政政策の協調に向けた取り組み、財政規律強化の枠組み等の整備を進めてきた (第 2 表)。金融システムの安定性については、欧州債務危機時から大きく改善している。ギリシャの不良債権比率は 2021 年 6 月時点で 14.8% と他国に比べれば高いものの、低下傾向を辿っており、他の周縁各国については 2~4% 台と EU 平均 (2.3%) 並みの水準にある (第 12 図)。

第 2 表:EU の危機対応策の整備状況

項目	導入時期
欧州安定メカニズム (ESM) (常設の救済基金)	2012年10月
金融システムの安定性確保のための制度強化の取り組み	
<ul style="list-style-type: none"> 単一ルールブックの策定 (EU域内の全ての金融機関に共通の健全性基準適用) 銀行同盟 第1の柱: 単一銀行監督メカニズム (SSM) 第2の柱: 単一銀行破綻処理メカニズム (SRM) 	2014年11月 2016年1月
加盟国の経済・財政政策の協調に向けた取り組み	
<ul style="list-style-type: none"> ヨーロッパ・セメスター (加盟国の経済政策及び予算に対する事前評価制度) マクロ経済不均衡是正措置 (MIP) (上記に組み込む形で実施) 	2011年1月
財政規律の強化 (「安定・成長協定」の強化)	
<ul style="list-style-type: none"> 財政協定 (「安定、協調及び統治に関する条約 (TSCG) 」) 「6-pack」 (EUの経済財政ガバナンスを強化する6つの法制) 「2-pack」 (ユーロ導入国の財政の監視メカニズムを強化する2つの法制) 	2013年1月 2011年12月 2013年5月
今後取り組む課題	
<ul style="list-style-type: none"> 財政統合 欧州預金保険制度 (EDIS) (銀行同盟の第3の柱): ドイツの反対もあり実現に至っていないが、各国の預金保険制度により、1人あたり10万ユーロまでの預金保護は導入済 資本市場同盟: 2015年2月に欧州委員会が「行動計画」を発表以降、法整備では一定の進展。2020年9月、欧州委員会が新たな「行動計画」を発表。 	

(資料) 各種資料により国際通貨研究所作成

第 12 図: 各国銀行の不良債権比率の推移



(資料) Eurostatより国際通貨研究所作成

第 3 表: 復興基金「次世代 EU」

項目	億ユーロ
復興・強靱化ファシリティ (RRF)	6,725
うち融資	3,600
うち補助金	3,125
ReactEU (結束政策: 域内格差是正のための投資)	475
Horizon Europe (研究開発・イノベーション)	50
InvestEU (旗艦プロジェクトへの民間投資促進)	56
地方開発	75
公正な移行基金 (Just Transition Fund)	100
RescEU (将来の危機対応能力強化)	19
合計	7,500

(注) 「公正な移行基金」は、脱炭素社会への移行で最も影響を受ける国・地域を支援。

(資料) 欧州委員会資料より国際通貨研究所作成

EU が今後も取り組むべき大きな課題の 1 つは財政統合であるが、復興基金「次世代 EU」(NGEU) (第 3 表) は、財政統合への一歩として評価する向きが多い。NGEU はコロナ禍からの復興のための一時的な枠組みであり、基金 (2021~2023 年で 7,500 億ユーロ) の 9 割を占める「復興・強靱化ファシリティ (RRF)」を通じて加盟国に補助金が配分される。加盟国は、復興計画を作成して欧州委員会へ提出し、承認された後、補助金を受け取る。欧州委員会は、資金調達のために初めて債券を発行することになり、EU として債務の共有化に踏み切った点が、歴史的な意義が大きいと受け止められている。

このように、EU の財政は統合の面で一歩前進がみられたが、足許ではルールの内容について見直し議論が始まっている。

EU は加盟国に対し、安定成長協定 (SGP : Stability and Growth Pact) に基づき、財政赤字を対 GDP 比 3% 以下、政府債務残高を同 60% 以下に抑えることを義務付けている。この基準を大きく逸脱する加盟国に対しては、過剰財政赤字是正手続 (EDP : Excessive Deficit Procedure) を適用して、財政規律を遵守することが求められている。

しかし、2020 年 3 月、コロナ対応で加盟国が機動的な財政措置を取れるように、SGP に規定される一般免責条項を発動し、財政ルールの適用を一時停止した。2021 年 3 月には、財政規律要件の適用の一時停止は経済活動水準がコロナショック前の 2019 年末時点の水準を上回るまで継続するとし、適用の再開は 2023 年以降になるとの見通しを示している。

適用再開に伴い、現行ルールの見直しが予定されている。その理由として現行ルールは、①運用が複雑であること、②公共投資の抑制を招いて低成長につながったこと (特に南欧諸国)、③コロナ後に緊縮財政を強いてしまうこと等が挙げられる。10 月から欧州委員会は協議を開始したが、ルールの簡素化については加盟国間で概ね異論はないとみられている。ルールの緩和を巡っては、財政規律を重視する 4 カ国 (オーストリア、

オランダ、スウェーデン、デンマーク) とルール緩和を望む高債務国 (フランス、イタリア、スペイン等) の意見の対立が避けられないであろう。ESM のレリング総裁は、「政府債務残高を 60% とすることはもはや適切ではなく、環境の変化に合わせて調整する必要がある」² との見解を示しており、検討案の 1 つとなる可能性が高い。また、気候変動関連への投資をルールから除外する案が取り沙汰されており、議論の行方が注目される。

3. イタリアとスペインにおける政治リスク

(1). イタリア

イタリアでは本年 1 月、コロナ後の復興計画を巡る連立与党内の意見対立からコンテ首相が辞任した。その後、ドラギ前 ECB 総裁が首相に就任し、「イタリアの同胞」を除く主要政党が参加した連立政権が発足した。EU からの復興資金を受け取るための復興計画を纏める等、安定した政局運営を行っている。

各政党についてみると、最新の世論調査では、民主党、「同盟」、「イタリアの同胞」の支持率は各々 20% で拮抗しているが、10 月の地方選挙では明暗が分かれた。民主党を中心とした中道左派会派が善戦したのに対し、右派会派（「同盟」、「イタリアの同胞」、「フォルツァ・イタリア」）の票は伸び悩み、「五つ星運動」は大都市で現職市長が敗北する結果となった。

「五つ星運動」は議会第 1 党だが、分裂騒動を経てコンテ前首相が党首に就任した後も、党の勢いは低下している。「同盟」は、ドラギ政権の方針に反対票を投じた場面もあるが、2020 年にサルビーニ党首はかつての EU 懐疑的な発言を修正している。両党が反 EU 政策を打ち出す状況にはないといえる。

しかしながら、これまでイタリアのリスクとして指摘されてきた政治の不安定性は、少数政党が乱立する中で変わっておらず、引き続き不安要因である。2022 年 2 月にマッタレラ大統領が任期満了を迎えるが、次期大統領にドラギ首相が選出されると取り沙汰されており、仮にドラギ首相が選出された場合、次期政権を巡って政局が流動化するリスクに留意が必要であろう。

(2). スペイン

カタルーニャ州独立を巡る足許の動きをみると、2021 年 2 月にカタルーニャ州議会選挙が行われた結果、国政与党・社会労働党 (PSOE) 系のカタルーニャ社会党 (PSC) が第 1 党となったものの、独立派政党が過半数を占め、カタルーニャ共和左派 (ERC) と「共にカタルーニャ (JxCAT)」による連立政権が発足、ERC のアラゴネス氏が知事に就任した。ERC は、中央政府との対話を通じて独立を目指し、住民投票の合法的実

² European Stability Mechanism, “Klaus Regling in interview with Der Spiegel”, October 15, 2021 (<https://www.esm.europa.eu/interviews/klaus-regling-interview-der-spiegel-germany>)

施によってカタルーニャ州民の支持を得ることが必要とのスタンスを取っている。

他方、中央政府は6月、カタルーニャ州独立派幹部への恩赦を与えており、独立派との緊張関係を緩和する狙いとみられている。9月には中央政府とカタルーニャ州政府の交渉が1年半ぶりに再開されたが、特段の進展はなかった模様である。

現政権下では、カタルーニャ州政府に対する対話路線は継続すると想定され、また ERC は独立派政党の中でも穏健派であることから、強硬姿勢によって独立運動が再燃し、イベントリスクとして顕現する可能性は今のところ小さいとみられる。

4. おわりに

欧州周縁国は、ワクチン接種の進展と EU および各国の積極的な経済政策に支えられて、景気は持ち直している。新型コロナウイルスの変異株等による感染再拡大という不確実性は引き続き大きいものの、感染終息までは経済政策で支える構図は続くと思われる。また、中長期的には、NGEU を原資とした投資等による成長押し上げ効果も期待されている。

EU は欧州債務危機以降、金融・財政の安定化に向けて様々な枠組みを整備してきた。ユーロ圏の一国が金融・財政危機に陥っても、ESM がセーフティネットとして機能することは大きな支援材料であり、ECB による国債購入も金融市場の安定に大きな役割を果たしている。一国の危機が他の国に連鎖する形で発生した 2010 年代の欧州債務国危機が同様の形で再発する懸念は小さいとみられる。

ただし、各国の財政状況については、コロナ禍の危機対応によって大きく悪化しており、楽観視はできないと思われる。当面の焦点は、2023 年以降に適用再開が予定されている EU の財政ルール見直しの内容である。単なるルールの緩和は、イタリア等の高債務国に対する市場の懸念の高まりにつながるリスクがある。コロナ後の経済成長と財政の持続可能性の両立が求められる中、気候変動関連の公共投資を除外して算出する案の実現性を模索する展開が見込まれる。

<主な参考文献>

- ・伊藤さゆり[2021]、「始まった EU の財政ルールを巡る攻防—過剰債務国と儉約国の対立再び」ニッセイ基礎研究所『Weekly エコノミスト・レター』、2021 年 9 月 15 日
- ・山崎加津子[2020]、「コロナ危機をバネに欧州統合は深化し得るか～EU 復興基金の可能性と限界～」『大和総研調査季報 2020 年秋季号 Vol.40』、2020 年 10 月 21 日
- ・内閣府 [2021]、『世界経済の潮流 2020 年 I』
- ・Klaus Regling [2020], “Europe in crisis: The European Recovery Plan and the role of the ESM”, September 9, 2020
- ・The Economist [2021], “Italy’s new prime minister has had a good first nine months”, November 6, 2021

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、すべてお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 2021 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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