

（ギリシャの財政再建の実行を担保するため、EUはサーベイランスを強化）

欧州ではギリシャに端を発するソブリン・リスクを巡る緊張が続いている^(注1)。ギリシャについては、欧州委員会とEUの財務相会合（以下、ECOFIN）からの求めに応じて作成した「財政健全化計画」について、2月3日に欧州委員会が報告書^(注2)を公表した。

報告書では、2010年の財政赤字の対GDP比を2009年の12.7%から8.7%まで削減する措置について、徴税強化を中心とする歳入増加策に重きを置いていることや、歳出削減策については一回限りの措置のウェイトが高いといった問題点を指摘した上で、「すべての措置（2月2日に公表した燃料税引き上げ、公務員給与の凍結、年金改革などの追加策も含む）が適時適切に実行された場合には目標の達成は可能」だが、「前提となる経済見通しや徴税強化策の効果についての見通しが楽観的であること」に加え、「新規の債務に対する金利の上昇」、「見直しの途上にある財政統計の改定に伴って2008年～2009年の財政赤字が現在の想定よりも膨らむ可能性」などがあり、「リスクは高い」と評価、リスクが顕現化した場合には、速やかに歳出削減などの追加策を公表・実行するよう求めた。

ギリシャの計画では、2012年には財政赤字の対GDP比をEUの基準値である3%を下回る2.8%まで削減するとしているが、欧州委員会は「2011年以降の計画は歳入増、歳出削減のための具体策が明らかになっていないためリスクは高い」としたが、これまで、2010年としてきたギリシャの過剰な財政赤字の是正期限を、ギリシャ政府の「財政健全化計画」にそって2012年とすることを認めた。

今回の報告書で、欧州委員会は、ギリシャの財政に生じた問題を、景気後退ばかりでなく、不十分な歳出管理、楽観的な歳入・経済見通し、統計制度の欠陥などの財政の構造的な問題、さらにマクロ経済の不均衡との複合的な問題と位置づけた。その上で、ギリシャに対して、①過剰な財政赤字是正についての「勧告」に効果的な措置をとらなかった国により強く是正を求める「警告」について規定したEU運営条約126条9項、②「EUの一般的な指針と経済政策の非整合の是正、経済通貨同盟の正常な機能を阻害するリスクの除去」について規定した同121条4項に基づく提言を行なった^(注3)。

具体的には、3月16日に2010年の財政目標実現のための方法とスケジュールについての詳細な報告の提出を求め、5月15日以降、四半期ごとに財政健全化と構造改革についての提言の実施方法をまとめた報告書を提出することを求めた。より厳しいサーベイランス体制の下に置くことで、改革の実行を担保する狙いがあると思われる。

11日に開催のEUの臨時首脳会合は、EUの新たな成長戦略「EU2020」についての討議のために設定されたものだが、市場の不安が高じたことに対応し、ギリシャ問題についても討議、①ギリシャの財政目標達成を全面的に支援する、②16日のEU財務相会合（ECOFIN）で欧州委員会の提案とギリシャが公表した追加策について勧告する、③欧州委員会は欧州中央銀行（ECB）と連携しながら勧告の実行状況を見守り、IMFからの技術的な支援も得ながら、必要な追加策について提案し、最初の評価は3月に行なう、④必要な場合にはユーロ圏全体の金融安定を維持するために断固とした協調的な行動をとる方針を確認した。

EU臨時首脳会議の声明の内容は、厳しいサーベイランス体制の下で財政再建を進めても資金繰りの問題が解消しない場合には協調的な支援を実施すること（④）、IMFの技術的な支援を得る

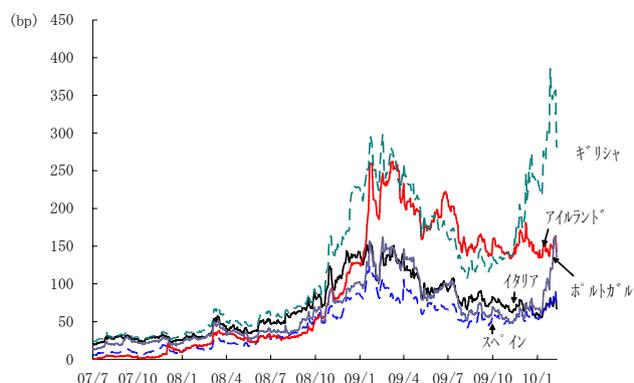
方針を示すこと（③）でEUには財政再建策の実行状況を監視するノウハウはないという懸念に応えたものだ。これを受けて、ユーロ圏内のソブリン・リスクの指標である対ドイツ国債スプレッドは縮小したが、財政危機に陥ったユーロ参加国のための支援体制や財源などの具体策を盛り込むものではなかったことが失望され、対ドル、対円でのユーロ安が進んだ。

（ギリシャ危機の余波は構造的な双子の赤字を抱えるポルトガルに波及）

対ドイツ国債スプレッドは、ギリシャが突出して高いが、それに続くのはアイルランドとポルトガルである。アイルランドはピークであった昨年3月に比べると落ち着いているのに対し、ポルトガルは今年に入ってからの上昇ピッチの速さが目立つ（図表1）。

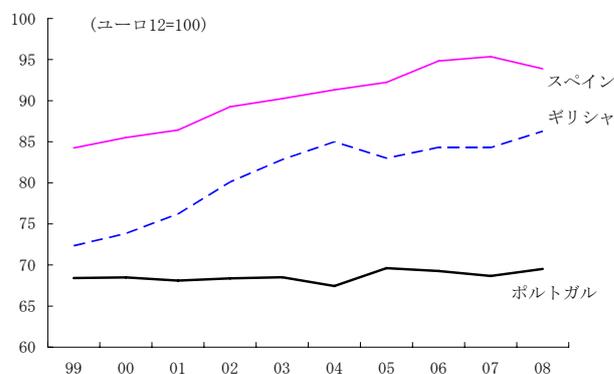
ポルトガルの格付けは、ムーディーズでA a 2、S & PでA+、フィッチでAAであり、ECBの平時の適格担保の最低ライン（A-）まである程度余裕がある。このため、2010年末にECBが危機対応で引き下げた適格担保要件を平時の水準に戻すことによる問題はギリシャほど目前に迫っている訳ではない。ただ、昨年9月の総選挙で、ソクラテス首相率いる中道左派の与党社会党が第1党の座を守ったものの、単独過半数を失い、政権基盤は脆弱化している。1月26日に公表した予算案では、2009年の財政赤字の対GDP比率が9.3%と当初予算を上回ったことが明らかになり、2010年にはこれを8.3%まで引き下げ、ユーロ圏の多くの国と同じように2013年までに基準値の3%以下に削減する計画を示したが、その後もソブリン・リスク指標の上振れ傾向は続いた。

図表1 ユーロ圏内の対ドイツ国債スプレッド



（資料） Datastream

図表2 南欧の一人当たり所得
（購買力平価基準）



（注）ユーロ12は99年に第1陣でユーロを導入した11カ国+ギリシャ

（資料） Eurostat

（南欧に共通する構造的な硬直性）

ポルトガルは、ギリシャのようにユーロ導入以来、財政規律違反の状態が続いた訳ではないが、EUの中での比較優位を生かした成長戦略を見出せない問題は、ギリシャ以上に深刻との見方もできる。

ポルトガルが現在のEUに加盟したのは隣国・スペインと同じ1986年であり、1981年のギリシ

加盟と合わせて「第2次、第3次拡大」あるいは「南方拡大」と位置づけられる。軍事独裁体制からの転換に伴うものであり、2004年以降、中東欧が加盟した「第5次拡大」、「東方拡大」ほどではないものの、既加盟国（当時はドイツ、フランスなど原加盟国6カ国と1971年に加盟したイギリス、アイルランド、デンマーク）との間に所得格差が存在した。このため南欧の3カ国は、統合に参加した時点では平均以下の所得水準であったアイルランドとともに、共通財政から所得格差是正のための資金支援を受けてきた。

統合に参加した後のアイルランドは、共通財政からの資金で整備された高度なインフラ、英語の通用度の高さ、教育水準の高さ、低い税率と少ない規制などを強みとする外資政策の成功で90年代後半には平均で10%近くの成長を達成し、「ケルトの虎」という異名をとった。このため、すでにユーロ導入の時点には、EU域内の所得格差の目安である購買力平価（PPP）ベースの一人当たり所得はユーロ圏平均を上回っていた。南欧のスペイン、ギリシャの所得水準は、ユーロ導入時点でも所得水準はコア国を下回っていたが、ユーロ導入後、一人当たり所得の乖離は縮まった。これに対して、所得水準が最も低いポルトガルは、「所得収斂仮説」からは最も速いペースの成長が期待されるものの、実際には周辺国の成長加速から取り残されたままであった（図表2）。

リーマン・ショック以降のEUでは、経常収支の大幅な赤字、すなわち「過剰消費・過少貯蓄型」の傾向を強めていた国の経済情勢の悪化が目立つ。アイルランドやスペイン、ギリシャの他、ラトビアなど中東欧の一部の国の高成長は、住宅バブルあるいは国債バブルの崩壊という形で外資への過剰な依存、不適切な資本の配分という問題を含んでいたことが明らかになっている。成長加速が見られなかったポルトガルも、経常収支と財政収支の「双子の赤字」の水準が高い点はこれらと同様である。

「双子の赤字」国は、国外からの資本流入に依存した成長を維持できなくなり、これ以上の財政赤字の拡大も難しくなる中で、対外的な競争力の向上を通じた均衡回復が期待される。ユーロ参加国や対ユーロ固定為替相場採用国は、為替相場を通じた対外競争力の回復を図ることができないため、割高化した賃金の調整が競争力回復の鍵となる。ところが、南欧諸国の労働市場は雇用保護の度合いや賃金決定方式などの面でEUの中で最も硬直的である。他方で、就業能力を高めるような積極的労働市場政策の比重は低い（図表3）。住宅バブルが崩壊したスペインの場合、今回の不況で失業率は19.5%、若年層に限れば失業率は44.5%にまで達したが、この間の雇用の調整の殆どが有期契約の削減という形で進んでおり、正規雇用は温存されている。また、深刻な雇用情勢の中でも労働コストは前年同月比4.7%と域内平均（同3.2%）を上回るペースで上昇している。雇用情勢や個別の企業の生産性を反映しない賃金決定は、ギリシャやポルトガルでも見られ、時間あたり労働コストの伸びは、やはりユーロ圏の平均を上回っている。

南欧諸国では、与党が労組を支持基盤とするため、こうした状況を打開するような大胆な改革が短期間で実現する見通しも低いと見られている。賃金の調整やより生産性の高い分野への労働移動などを通じてユーロ圏の中で競争力を高めて、経済の安定化を図れるか不透明なことが、市場の不安の根底にある。

（市場の相対評価が改善しているアイルランド）

その一方、アイルランドについては、スプレッドの水準は依然高いものの、とりあえず最悪期を

脱したようだ。

評価の厳しさは、「金融立国」モデルと住宅バブルの崩壊で、この間のGDPの落ち込み幅は、ユーロ圏で最大、雇用の減少幅もスペインと並ぶほど経済の悪化が深刻であることの表れだ。

他方で、最悪期に比べると市場の評価が改善しているのは、昨年11月には総額540億ユーロ規模のバッドバンク設立法案が議会を通過、財政赤字削減のため、2010年度予算案では公務員給与を大幅削減に踏み切るなど、金融システムと財政健全化のために大胆な措置が進展しているからだろう。欧州中央銀行（ECB）のトリシェ総裁は、ユーロ導入国に財政規律の遵守と構造改革を厳しく求める発言を繰り返しているが、アイルランドについては「新たな環境に対応するため、時間を無駄にすることなく、大胆な決断を実行している（1月政策理事会後の記者会見の質疑応答）」と評価している。

労働市場の構造が米英と同じ「アングロサクソン型」であるため、雇用・賃金の調整スピードは速く、景気に対する影響が出やすいものの、それだけにユーロ圏の中でも対外競争力の回復を図ることが可能と見られる点も、不安が集中する南欧との違いである

図表3 柔軟性と安定性の観点から見たEU加盟国の労働市場の構造的相違

型	北欧型	大陸型	アングロサクソン型	東欧型	地中海型
国名	デンマーク フィンランド スウェーデン オランダ	ドイツ フランス ベルギー オーストリア	アイルランド イギリス	チェコ ハンガリー ポーランド スロバキア イタリア	ギリシャ ポルトガル スペイン
柔軟性 (flexibility)	中～高	低～中	高	中～高	低
安定性 (stability)	高	中～高	低	低	低
税のくさび	中～高	中～高	低	中～高	*

(注) データの制約により、EU加盟國中、18カ国のみを分析対象としている

柔軟性の指標はOECDの解雇規制指数（EPL）、安定性の指標は労働市場政策支出の対GDP比と生涯学習・職業訓練プログラムへの参加率

税のくさびは雇用主が負担する労働コストと労働者の正味手取り額の差（所得税と雇用主・労働者の社会保障負担から現金給付を差し引いたもの）

* = 明確な傾向はない

(資料) European Commission, 'Employment in Europe 2006', pp.103-107

（総選挙を控えるイギリス）

EU主要国の中では財政の悪化が目立つのはイギリスだ。主要格付け機関は、イギリスを揃ってトリプルAに格付けしているが、CDSスプレッドは格付けが同じドイツ、フランス、オランダ、北欧など同格付けの国々よりも高く、シングルA～ダブルAの国々と並ぶ水準である（表紙図表参照）。2009年度（2009年4月～3月）の財政赤字の対GDP比は12.6%とギリシャ並みの水準に達すると見られており、純政府債務残高は2009年12月末でGDP比61.7%と国際通貨基金（IMF）支援に追い込まれた1976年の水準を超えている。

ただ、市場はユーロ圏の周辺国とは比べ物にならないほど厚みがあるため、投機の影響は受け難いし、ユーロの導入を見送っているため、為替調整による競争力回復が可能である。南欧経済の競争力回復のネックになると心配されている労働市場の硬直性の問題も「アングロサクソン型」のイギリスにはない。

ユーロ導入の見送り、政策的な自由度を確保してきたイギリスは、ユーロ圏よりもアグレッシブに危機対応を講じてきたが、通貨と財政への信認を維持するためには、今後の「出口戦略」のタイミングとスピードを慎重に選ぶことが必要だ。

財政の再建は、5月6日の実施が見込まれている総選挙に向けた大きな争点である。最近の世論調査では、最大野党・保守党が与党・労働党をリードしているが、差は縮まっている。保守党が勝利しても安定多数を確保できず、財政赤字削減に効果的対策を打ち出せないとの懸念が台頭していることが、CDSスプレッドなどに現われる評価が厳しい理由と考えられる。

（ユーロ未導入の中東欧への直接的影響は限定）

ユーロ未導入の中東欧へのギリシャ危機の波及は、これまでのところ抑えられている。ギリシャへの懸念が沈静化しない大きな理由の1つが、ユーロ導入国の財政危機を想定した枠組みの欠如にあるが、ユーロ未導入国の国際収支危機についてはEU運営条約上に規定がある。この規定に基づく特別融資枠は昨年3月に500億ユーロに増枠され、原資として必要な場合にはEUの保証付き債券を発行することになっている。この特別融資枠は、ハンガリー、ラトビア、ルーマニアに対する支援によって、IMFや世銀、さらに当該国と関係が深い国からの支援と合わせて活用されることが実証されている。

ただ、今後のユーロ導入のプロセスでは、ギリシャ危機の余波といったものは及んできそうだが、ギリシャの財政危機の教訓は、EUの財政ルールの基盤とも言える財政統計そのものの監視も必要であること、ユーロを導入した後も、財政の健全性を保つために歳出構造の見直しなど抜本的な措置が重要であることなどだ。1999年の第一陣でのユーロ参加国の選定の際には、基準となった97年の財政赤字を基準の3%以下に抑制するため、ユーロ税の徴収（イタリア）、民営化資金の活用（フランス、ポルトガル）、中央銀行保有金の再評価（ドイツ）、第3世代携帯電話免許や国有資産の売却（オーストリア）などの1回限りの措置(one-off measures)が広く活用された。だが、ECBのトリシェ総裁は、ユーロ未導入の国々のユーロ参加のための財政条件への適合を判断する上では、一時点での達成ではなく、持続的な適合が必要という見解を示している^(注4)。

今後のユーロ導入プロセスでは、財政統計へのサーベイランスの強化、政府債務残高の水準評価など、財政条件をより厳格に運用することになると思われる。

(注1) 1月中旬までの推移については「ギリシャ財政危機とユーロ」Weeklyエコノミスト・レター 2010-1-15をご参照ください。

(注2) European Commission, “Commission assessment in relation to the - recommendation for a Council opinion on the updated stability programme, - recommendation for a Council recommendation with a view to ending the inconsistency with the broad guidelines of the economic policies in Greece and removing the risk of jeopardising the proper functioning of economic and monetary union (Art. 121(4)) -

recommendation for a Council decision giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary in order to remedy the situation of excessive deficit (Art. 126(9)), 3 February 2010

(注3) 2008～2010年のEUの経済政策に関する指針は「中期の財政目標の尊重、過剰な財政赤字の速やかな是正のほか、経常赤字国に対しては構造改革を通じた対外競争力の向上」である。この他、ギリシャに対しては、専門的なサービス業の競争力向上、R&D投資促進のための改革、EUの構造基金のより効率的な運用、行政改革、柔軟性と安定性を兼ね備えて労働市場の構築に向けた改革などを求めてきた。

(注4) Interview with Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, and the German magazine FOCUS on 19 January 2010

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。