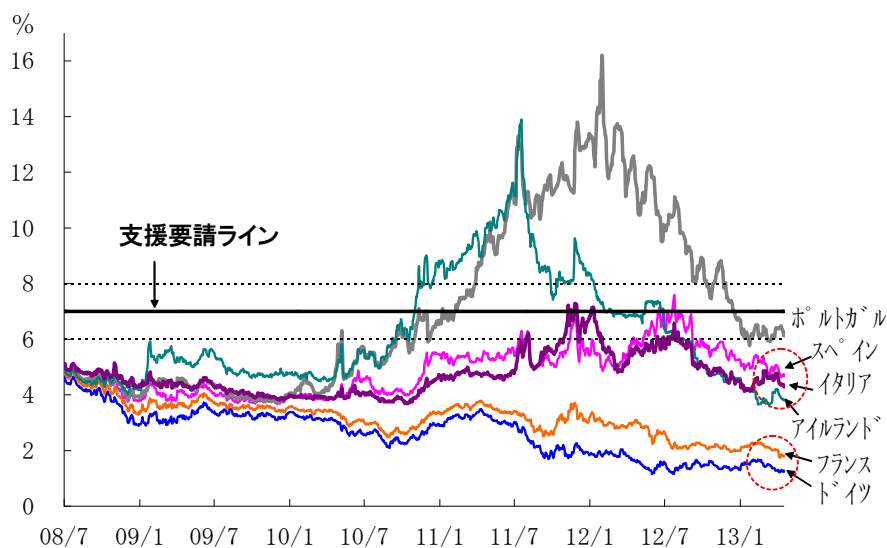


Weekly  
エコノミスト・  
レター過剰なマクロ不均衡是正を求められた  
スペインとスロベニア

経済調査部門 上席主任研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 日銀の異次元の金融政策決定後、多くのユーロ参加国の国債利回りは低下、ユーロ高も進んだが、ユーロ圏では不安材料が次々と表面化、景気の重石となっている。
2. イタリアでは長期化する政治空白、キプロスでは資本規制による経済活動への影響拡大が懸念される。ポルトガルは、アイルランドとともにEU・IMFプログラム卒業と市場復帰へのステップとなる支援融資の返済期限延長を取り付けたが、実現に向けて憲法裁判所が違憲と判断した2013年の一部の緊縮策の代替措置をまとめる必要がある。
3. 欧州委員会はスペインとスロベニアのマクロ経済の不均衡を過剰と判断、是正を求めた。
4. 欧州委員会は、スペインには構造改革の進展を認めながらも、必要な調整の規模は大きいとし、継続的取り組みを求めた。景気悪化、銀行の不良債権増大、財政悪化の悪循環に陥っているスロベニアには緊急対応が必要とした。スロベニアが支援要請に追い込まれる可能性はあるが、キプロス支援のように混乱の引き金となることはないだろう。

日銀の異次元の金融緩和決定後、ユーロ参加国の国債利回りは広く低下したが・・・  
～10年国債利回り～



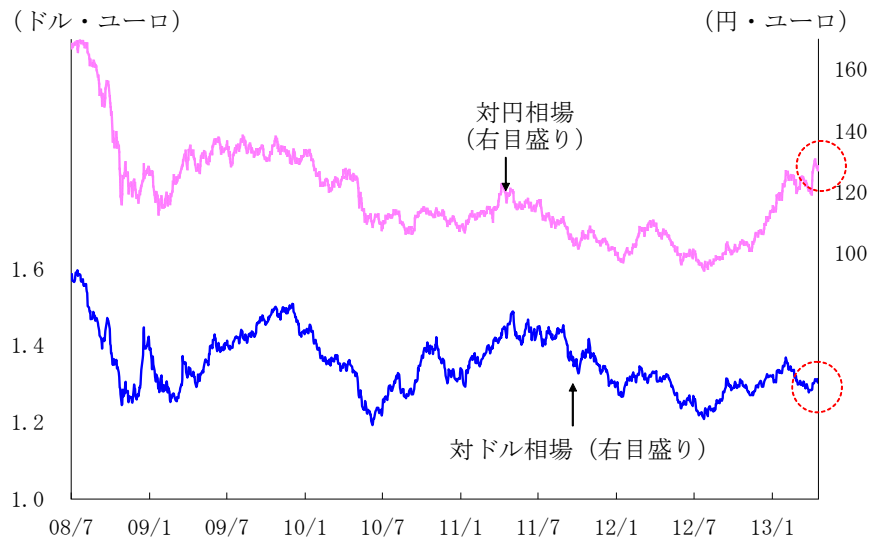
(資料)Datastream

### （日銀の異次元の金融緩和発表後、国債利回りは低下、ユーロの対円相場は一時 130 円台乗せ）

今月 4 日、日銀が異次元の金融政策を決めた影響はユーロ圏にも及んだ。国債利回りは、財政が健全なドイツだけでなく、財政赤字の削減に苦慮するフランスのほか、イタリア、スペインなどでも低下した（表紙図表参照）。

ユーロの対円相場は、日銀の金融政策決定会合前は 1 ユーロ＝120 円を割り込んでいたが、日銀の政策発表で反発、10 日にはユーロ危機が本格化する以前の 130 円台につけた（図表 1）。

図表 1 ユーロの対円、対ドル相場



(資料)Datastream

### （イタリア、キプロス、ポルトガル、スペイン、スロベニア—ユーロ圏では不安材料が次々と表面化）

こうした市場の動きとは裏腹に、ユーロ圏では次々と不安材料が表面化、マインドの改善基調が途切れたことが、財政緊縮、信用収縮とともに景気の重石となっている。

2月下旬のイタリアの総選挙では、同国の信認回復に貢献したモンティ首相率いる中道派連合の票が伸び悩み、第一党となった中道左派の民主党による政権樹立協議は失敗に終わった。イタリアでは国家元首である大統領が首相指名や議会の解散、総選挙実施の決定権を有している。ナポリターノ大統領の任期が5月に切れるため、今月 18 日には次期大統領を選出する国会議員らの投票が始まったが、1 回目の投票は当選に必要な票数に達した候補は出ない結果に終わった。3月にはキプロスで、欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）支援の条件となった預金者負担問題で混乱が生じた。本稿執筆時点で、イタリアの政治空白解消の目処は立っていないし、キプロスでは3月 28 日の銀行の営業再開に併せて導入された資本規制はごく一部が見直されたに過ぎない。ともに停滞する経済活動への影響の拡大が懸念される。

ポルトガルでは、今月 5 日に、憲法裁判所が、2013 年の財政緊縮策のうち、公務員の給与と年金の削減など一部を違憲とする判断を下した。今月 12 日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）では、ポルトガルとアイルランドの市場復帰支援のため、EFSMとEFSFからの支援融資の返済期限を最大 7 年延長、返済期限の集中を緩和することで合意が成立したが、正式な期限の延長は

支援プログラムの実行が条件となる。ポルトガルのコエーリョ首相は、2013年の財政赤字目標のGDP比5.5%のため、違憲と判断された措置に替わる歳出削減策などを早急に決める必要に迫られている。

スペインは、欧州安定メカニズム（ESM）の「銀行増資支援」に目的を特定した支援を活用し、銀行システムの健全化に取り組んでいる。ESMからの支援は最大1000億ユーロという枠に対して、これまでに397億ユーロが実行されている。スペイン国債利回りは、昨年秋頃に比べると低下しており（表紙図表参照）、今月16日の政府短期証券、18日の国債入札の調達コストはともに財政不安が本格化する以前の2010年以来の低水準となった。しかし、銀行と企業のバランス・シート調整から不況が長期化、財政赤字の削減には苦慮している。今月9日には、大手格付け会社が、スペイン国債のBaa3と投資適格の最低水準となっている格付けを投機的（ジャンク）水準に引き下げるリスクがあると指摘した。

スロベニアでは、今月9日の政府短期証券の入札が目標の半分程度に終わったことで、キプロスに次ぐ支援要請国になるとの観測が一段と強まった。しかし、17日に行われた18カ月物政府短期証券の入札が、目標の2倍以上の11億ユーロを調達、6月償還予定の18カ月物政府短期証券のうち5億1070万ユーロの買戻しも実施された。これにより、当面の政府の資金繰りに対する不安は和らいだものの、後述のとおり、長引く不況による不良債権問題の拡大、財政悪化のスパイラルから自力で脱出できるのか、予断を許さない状況だ。

### （ 欧州委員会はスペイン、スロベニアのマクロ経済不均衡を「過剰」と判断 ）

EUの欧州委員会は、今月10日に公表した『マクロ経済不均衡是正手続き（以下、MIP）』に則ってEU加盟27カ国中13カ国（ユーロ圏17カ国中8カ国）<sup>（注1）</sup>の「詳細評価レポート（以下、詳細レポート）」を公表した。その中で、スペインとスロベニアの2カ国のマクロ経済不均衡を「過剰」と評価した。

MIPは、ユーロ危機を教訓とするガバナンス改革の一環として2011年12月に導入された新たな制度である。ガバナンス改革の柱の1つは、危機防止の効果を発揮できなかった財政赤字の監視と過剰な赤字の是正のための「過剰な財政赤字是正手続き（以下、EDP）」の強化である。MIPは、財政の監視だけでは把握できないが、最終的には財政負担につながるような不均衡を防止し是正する仕組みである。ユーロ危機以前は各国の自主性に委ねられていた経済政策の調和を制度化し、法的な拘束力を持たせた意味もある。MIPはEDPとともに2011年1月からEUが導入した「ヨーロッパ・セメスター」と称するEU加盟国が毎年の政策を相互に監視する年次サイクルに組み込まれている。

MIPは、欧州委員会の「警告メカニズム・レポート（以下、警告レポート）」の公表に始まる。第2回目となった今回の警告レポートは昨年11月に公表されている。警告レポートでは、マクロ不均衡を把握するための経済指標の基準値からの乖離を示すスコアボードに基づいて、過剰なマクロ不均衡の潜在的なリスクがある国を抽出する目的がある。スコアボードは、対外的不均衡と競争力に関するものと対内不均衡に関するものの合計11の指標で構成される（図表2）。対外不均衡と競争力に関する指標は、経常収支、対外純資産、実質実効為替相場、輸出市場におけるシェア、名目単位あたり労働コストの5つである。対内不均衡の指標は、住宅価格、民間部門信用、失業率、

民間部門債務、一般政府債務、金融部門負債の6つである。それぞれの指標について過剰か否かを判断するための基準値が設定されている。

今回公表された詳細レポートは、警告レポートで過剰なマクロ経済不均衡の潜在的なリスクがあると見なされた国に関するより詳細な調査レポートである。EU・IMFに包括支援を要請し、構造調整プログラムの実行を約束した国はMIPの対象から外れるため、キプロスは3月の支援合意成立により対象から外れた。

(注1) 対象はスペイン、スロベニアのほか、ベルギー、フランス、イタリア、オランダ、マルタ、フィンランド(以上、ユーロ圏)、ブルガリア、デンマーク、ハンガリー、スウェーデン、イギリス(以上、ユーロ未導入国)

図表2 マクロ不均衡是正手続き(MIP)のスコアボード構成指標と判断基準

	指標	単位	基準値
対外不均衡と競争力	経常収支	対GDP比	-4%~+6%
	対外純資産残高	対GDP比	-35%
	実質実効為替相場(CPI基準)	3年変化率%	ユーロ圏:±5%
	輸出市場シェア	5年変化率%	-6%
	名目単位労働コスト	3年変化率%	ユーロ圏:+9% 非ユーロ圏:+12%
対内不均衡	住宅価格	前年比	+6%
	民間部門信用フロー	対GDP比	15%
	民間部門債務	対GDP比	160%
	一般政府債務	対GDP比	60%
	失業率	3年平均	10%
	金融部門負債	前年比	16.5%

(資料) 欧州委員会「警告メカニズム・レポート」

### ( スペイン、スロベニアの取り組みを欧州委員会が監視 )

スペインとスロベニアは詳細レポートでマクロ経済不均衡が「過剰」と判断された初のケースである。昨年は12カ国が詳細レポートの対象となったが、「過剰」と評価された国はなかった。

今回、スペインとスロベニアには、「ヨーロッパ・セメスター」ですべてのEU加盟国に4月中の提出が義務付けられている構造改革に関する「国家改革計画」と財政健全化に関する「安定・収斂計画」に対策を盛り込むよう求められた。

今年の「ヨーロッパ・セメスター」のスケジュールでは、欧州委員会が5月29日に各国が提出した「国家改革計画」と「安定・収斂計画」(注2)を踏まえた「各国別政策提言」をまとめる。この提言は、6月27日、28日のEU首脳会議の承認を経て、7月の財務相会合で採択、各国の実行段階に移る。不均衡が過剰とされた2カ国の場合、欧州委員会が5月29日までに計画を精査した上で、是正行動計画の提出を求めるなど、MIPの手続きを進めるかどうかを判断することになる。

スペイン、スロベニアのようにマクロ経済不均衡が過剰とされた国は、ユーロ導入の有無に関わらず、欧州委員会が計画の実行状況を監視する。今回の2カ国のようにユーロ導入国の場合は、計画の実行が不十分と欧州委員会が判断した場合、財務相理事会が特定多数決で否決しない限り、名目GDPの0.1%相当の有利子預託金が賦課される。提言の実行が不十分という判断が2回になる、あるいは是正計画が2回にわたり不十分と判断された場合には、有利子預託金は制裁金となる。

なお、5月29日には、今月22日公表予定の2012年の財政統計と5月3日公表予定の欧州委員会の「春季経済見通し」を踏まえて、欧州委員会はE D Pに関する判断も行い、財務相理事会に勧告を行う予定である。

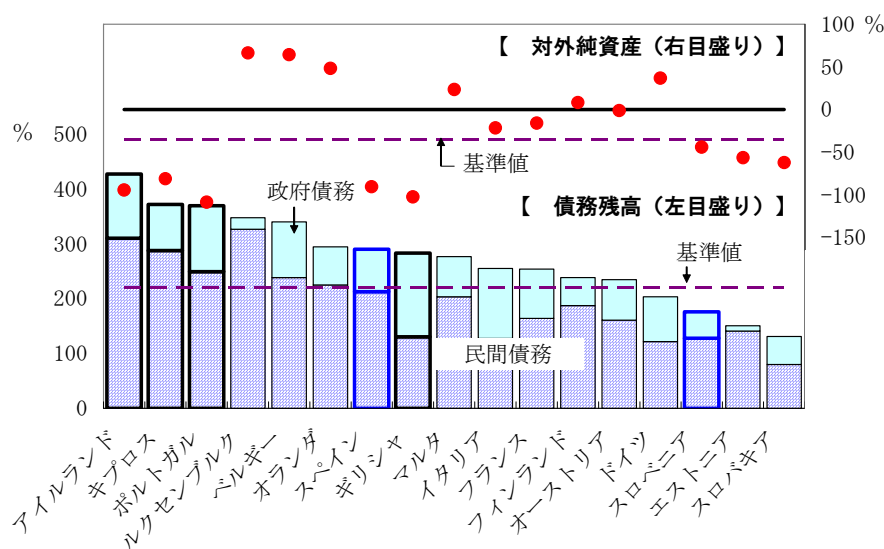
(注2) ユーロ参加国が提出する計画が「安定計画」、ユーロ未導入国が提出する計画が「収斂計画」

### ( スペインはEU・IMF包括支援国と並んで国内債務と対外債務が高水準 )

欧州委員会は、詳細レポートで、スペインについては、改革への取り組みの結果として銀行セクターの健全化や経常収支の改善、競争力の回復といった「明らかな成果が見られる」とする一方、「必要とされる調整の規模が大きいだけに継続的な力強い取り組みが必要」と指摘、包括的で詳細な政策を「国家改革計画」と「安定計画」に反映するよう求めた

スペインについて、特に強調されているのが「極めて高水準の国内と対外債務の水準が成長と金融の安定の重大なリスクであり続けている」点である。これまでにEU・IMFに「構造調整プログラム」の実行を条件とする包括支援を要請した4カ国（アイルランド、キプロス、ポルトガル、ギリシャ）には、スコアボードの構成指標のうち対外純資産の対GDP比のマイナス幅（＝対外純負債）が大きく、かつ、民間債務、一般政府債務の対GDP比の合計水準が高い共通点がある。スペインの対外純資産のマイナス幅は4カ国とほぼ同じである。官民合計の債務水準は、アイルランド、キプロス、ポルトガルよりも低いが、2012年中に債務交換と買戻しで政府債務の圧縮を図ったギリシャとほぼ同じ水準である（図表3）。

図表3 対外純資産、民間債務、一般政府債務の対GDP比



(注) 対外純資産は2012年6月末時点、民間債務、政府債務は12年9月末時点  
但し、キプロス、ルクセンブルク、オランダの民間債務は11年末時点

(資料) eurostat

官民合計の債務水準のレベルだけ見れば、ルクセンブルク、ベルギー、オランダの3カ国がスペインよりも高い。これら3カ国はいずれも対外純資産がプラスの対外債権国であり、経常収支は大



幅な黒字（ルクセンブルク、オランダ）かほぼ均衡（ベルギー）している。M I Pは、経常収支の大幅な黒字は、大幅な赤字ほどリスクは大きくないという立場をとっている。ルクセンブルクは詳細レポートの対象とならず、ベルギーは「競争力の低下が高水準の政府債務増大につながるリスク」、オランダは「家計の過剰債務と住宅市場の調整が経済活動を圧迫している」点が指摘、「監視と政策対応を要する」が、過剰な不均衡とは評価されなかった。

### （ 基準値からの乖離だけでは見えないスロベニアの問題 ）

詳細レポートは、スロベニアには、「急激な不均衡の蓄積に歯止めを掛けて、秩序立って解決するための緊急の政策対応が必要」と、スペインに対するよりも強い表現で政策対応を求めた。

スロベニアは、2007年に中東欧からのEU新規加盟国の中で最初にユーロを導入した国である。EU・IMFへの支援要請国の経験から、支援要請の目安となる指標、すなわち対外純資産のマイナス幅と民間債務、一般政府債務にはほとんど問題がない（図表3）。対外純資産の対GDP比は12年6月末時点でマイナス44.1%とマイナス35%の基準値を超えるが、包括支援要請国4カ国やスペインの半分程度である。政府債務のGDP比は12年9月時点で48.2%と基準値の60%を下回り、ユーロ圏17カ国ではエストニア、ルクセンブルクに次いで低い。民間債務のGDP比も12年9月時点で127.7%と基準値の160%を下回る。

このようにスロベニアの問題は、スコアボードの基準値からの乖離という観点では見え難いが、詳細レポートは、不動産バブルが崩壊した後、景気の低迷が長期化、銀行の不良債権の増大、財政悪化の悪循環が続き、不均衡の蓄積が加速している点を問題としている。不良債権の比率は2009年末の5.4%から2012年末は14.4%まで増大している。不良債権問題は、最大手のNLBなど大手の国有銀行の問題が特に深刻である。スロベニアの銀行は、支援要請国の銀行と同じくインターバンク市場からの調達には困難になっており、ECBからの調達で穴埋めする構造となっている。

詳細レポートでは、スロベニアの問題解決が進まない理由として「労働市場や資本市場の調整力の弱さ」、「国有企業中心の経済構造」を挙げ、「政治的な不安定と改革に対する法的な障壁」も妨げとなってきたと指摘、国有銀行の民営化を含む金融セクターの抜本改革と国有企業改革、労働市場改革を求めた。

市場では、スロベニアが銀行の不良債権処理のため、厳格な資産査定と厳しいストレステスト（健全性審査）に基づく公的資金の追加資本注入を実施すれば、一気に政府債務が拡大するとの懸念がある。キプロスのように銀行のリストラにあたって預金者負担が求められるとの不安もある。

スロベニアが、M I Pのプロセスを活用して、政治的に不人気の改革をまとめ、信認を回復、景気悪化と銀行の経営悪化と財政悪化の悪循環を断ち切ることが出来るのか、それとも必要不可欠な改革の実行のために、ESM支援を活用せざるを得なくなるのか。ユーロ圏のGDPの0.4%という小国だけに、市場環境に左右される部分も大きいように思われる。

ただ、銀行システムの大きさから考えて、GDP比で見た支援額がキプロスほどの水準（56%）達することは考えられない。銀行の資金調達構造も異なるため、キプロス支援の当初案のように小口の預金者までが負担を求めることもあり得ず、混乱の引き金となることはないだろう。

---

（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。