

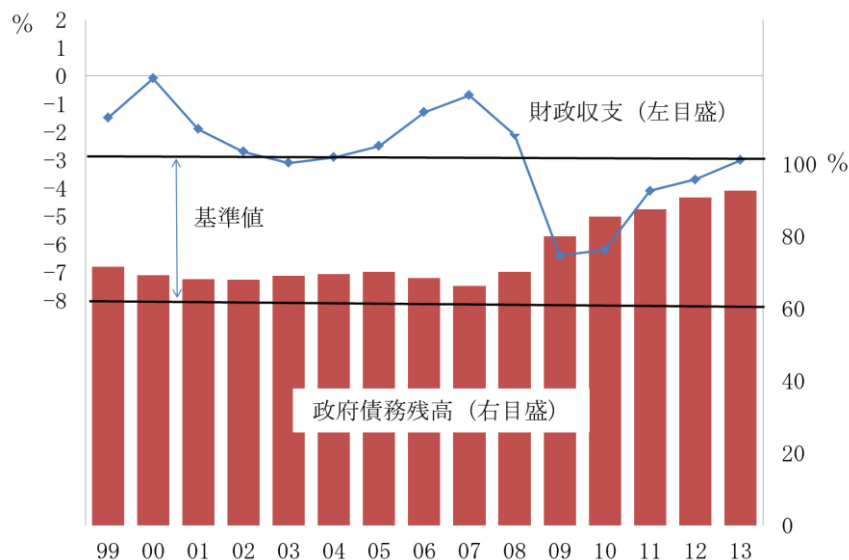
# Weekly エコノミスト・ レター

## ユーロ圏の財政健全化 — 政府債務残高GDP比率の安定化に 必要な成長の加速 —

経済研究部 上席研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 2013年のユーロ圏の財政赤字の名目GDP比は財政の健全性の目安となる3%まで縮小した。EU・IMF支援に支援要請国は、卒業した3カ国も含めてまだ赤字は過剰である。非支援要請国は多くが過剰な赤字を脱したが、フランスとスロベニアが残った。
2. EUの財政健全性のもう1つの目安である政府債務残高の名目GDP比率（債務残高比率）は世界金融危機前から恒常的に60%の基準値を上回ってきたが、金融危機後の急上昇の後も上昇が続き、13年には92.6%に達した。
3. 債務残高比率に影響を及ぼす要因のうち利払い費はユーロ圏全体では3%前後で安定している。欧州委員会は、13年にほぼ均衡した基礎的財政収支が14年以降は黒字転化、成長の加速で15年には債務残高比率が低下に向かうと予測している。
4. ユーロ圏の過剰債務国に対する評価は改善しているが、これらの国々の債務残高比率の安定を実現する鍵は持続的な成長の実現にある。

ユーロ圏の財政赤字と政府債務残高の対名目GDP比率～赤字削減は進展、債務比率の上昇は続く～

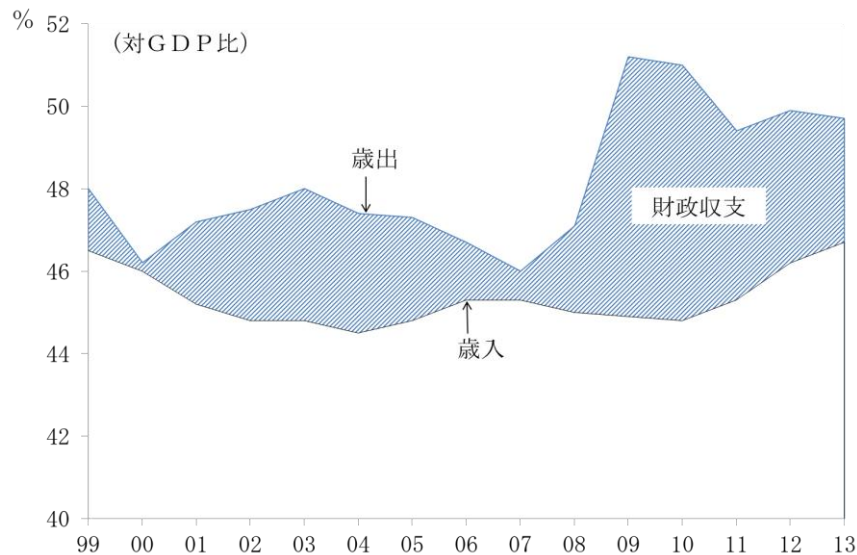


(注) ユーロ参加国は99年の11カ国から段階的に拡大しているが、ここでは現在の18カ国ベースの統計を使用した  
(資料) 欧州委員会統計局

## （ 進展した財政赤字の削減 ）

4月23日に欧州委員会統計局が公表したEU加盟国の財政赤字、政府債務残高統計によれば、2013年のユーロ圏の財政赤字の名目GDP比は3%であった（表紙図表、図表1）。名目GDP比3%は、EU加盟国のユーロ導入の可否を判断し、ユーロを導入した国々に「過剰な財政赤字是正手続き」を適用する際の財政赤字の基準値である。ユーロ導入から世界金融危機までの間、ユーロ圏の財政赤字は、ほぼこの基準値以内に収まってきたが、2009年には、世界金融危機を引き金とする深刻な景気後退と、金融システム対策費による歳出の増大によって、一気に同6.4%まで拡大した。2010年も、ギリシャを発端にユーロ圏内で財政危機が広がり、財政危機に見舞われた国々を中心に金融システム対策費がさらに増大したことで同6.2%という高水準の赤字が続いた。11年以降、各国の財政健全化措置による歳出削減と歳入の増加で財政赤字は縮小に転じたが、基準値超えが続き、ようやく13年に5年振りで3%の基準値に落ち着いた。

図表1 ユーロ圏の歳出・歳入の対GDP比



（資料）欧州委員会統計局

## （ 非支援要請国は多くが過剰な赤字を脱した ）

財政赤字削減の達成度には国別にばらつきがある（図表2）。13年の財政赤字は、スロベニアが14.7%、ギリシャが12.7%と目立って大きいですが、それぞれGDPの10.3%と10.8%相当の銀行部門への公的資本投入という一時的な要因が膨らんだことが影響している。ギリシャについては、ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）とギリシャ政府は、12年11月に政府債務GDP比率の目標達成のため<sup>1</sup>、「ギリシャ政府が年間の基礎的財政収支の黒字化を実現した場合、必要に応じて、EUの構造基金<sup>2</sup>利用の際の政府側出資比率の引き下げや支援融資の金利の追加引き下げなどの一層の支援措置を講じる」ことを約束している。今年5月のユーログループで、銀行増資支援のための

<sup>1</sup> 政府債務残高の名目GDP比の2016年：175%、2020年：124%、2022年：110%以下

<sup>2</sup> 地域間格差是正を目的とするEU財政の予算枠

図表2 ユーロ参加国の財政赤字と政府債務残高対名目GDP比

| 導入年  | 非支援要請国 |      |      |      |         |      |        |        |       |      | 支援要請国 |       |        |       |       |       |      |       |
|------|--------|------|------|------|---------|------|--------|--------|-------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|-------|
|      | ベルギー   | ドイツ  | フランス | イタリア | ルクセンブルグ | オランダ | オーストリア | フィンランド | スロベニア | マルタ  | スロバキア | エストニア | アイスランド | スペイン  | ポルトガル | ギリシャ  | キプロス | ラトビア* |
| 1999 | -0.6   | -1.6 | -1.8 | -1.9 | 3.4     | 0.4  | -2.3   | 1.7    | -3.0  | -6.9 | -7.4  | -3.5  | 2.6    | -1.3  | -3.1  |       |      |       |
| 2000 | 0.0    | 1.1  | -1.5 | -0.8 | 6.0     | 2.0  | -1.7   | 7.0    | -3.7  | -5.7 | -12.3 | -0.2  | 4.9    | -0.9  | -3.3  | -3.7  | -4.3 | -3.8  |
| 2001 | 0.4    | -3.1 | -1.5 | -3.1 | 6.1     | -0.2 | 0.0    | 5.1    | -4.0  | -6.3 | -6.5  | -0.1  | 0.9    | -0.5  | -4.8  | -4.5  | -2.2 | -2.0  |
| 2002 | -0.1   | -3.8 | -3.1 | -3.1 | 2.1     | -2.1 | -0.7   | 4.2    | -2.4  | -5.7 | -8.2  | 0.3   | -0.4   | -0.3  | -3.4  | -4.8  | -4.4 | -2.3  |
| 2003 | -0.1   | -4.2 | -4.1 | -3.6 | 0.5     | -3.1 | -1.5   | 2.6    | -2.7  | -9.0 | -2.8  | 1.7   | 0.4    | -0.3  | -3.7  | -5.6  | -6.6 | -1.6  |
| 2004 | -0.1   | -3.8 | -3.6 | -3.5 | -1.1    | -1.7 | -4.4   | 2.5    | -2.3  | -4.6 | -2.4  | 1.6   | 1.4    | -0.1  | 4.0   | -7.5  | -4.1 | -1.1  |
| 2005 | -2.5   | -3.3 | -2.9 | -4.4 | 0.0     | -0.3 | -1.7   | 2.9    | -1.5  | -2.9 | -2.8  | 1.6   | 1.6    | 1.3   | -6.5  | -5.2  | -2.4 | -0.4  |
| 2006 | 0.4    | -1.6 | -2.3 | -3.4 | 1.4     | 0.5  | -1.5   | 4.2    | -1.4  | -2.7 | -3.2  | 2.5   | 2.9    | 2.4   | -4.6  | -5.7  | -1.2 | -0.6  |
| 2007 | -0.1   | 0.2  | -2.7 | -1.6 | 3.7     | 0.2  | -0.9   | 5.3    | 0.0   | -2.3 | -1.8  | 2.4   | 0.2    | 2.0   | -3.1  | -6.5  | 3.5  | -0.7  |
| 2008 | -1.0   | -0.1 | -3.3 | -2.7 | 3.2     | 0.5  | -0.9   | 4.4    | -1.9  | -4.6 | -2.1  | -3.0  | -7.4   | -4.5  | -3.6  | -9.8  | 0.9  | -4.4  |
| 2009 | -5.6   | -3.1 | -7.5 | -5.5 | -0.7    | -5.6 | -4.1   | -2.5   | -6.3  | -3.7 | -8.0  | -2.0  | -13.7  | -11.1 | -10.2 | -15.7 | -6.1 | -9.2  |
| 2010 | -3.8   | -4.2 | -7.0 | -4.5 | -0.8    | -5.1 | -4.5   | -2.5   | -5.9  | -3.5 | -7.5  | 0.2   | -30.6  | -9.6  | -9.8  | -10.9 | -5.3 | -8.2  |
| 2011 | -3.8   | -0.8 | -5.2 | -3.7 | 0.2     | -4.3 | -2.5   | -0.7   | -6.4  | -2.7 | -4.8  | 1.1   | -13.1  | -9.6  | -4.3  | -9.6  | -6.3 | -3.5  |
| 2012 | -4.1   | 0.1  | -4.9 | -3.0 | 0.0     | -4.1 | -2.6   | -1.8   | -4.0  | -3.3 | -4.5  | -0.2  | -8.2   | -10.6 | -6.4  | -8.9  | -6.4 | -1.3  |
| 2013 | -2.6   | 0.0  | -4.3 | -3.0 | 0.1     | -2.5 | -1.5   | -2.1   | -14.7 | -2.8 | -2.8  | -0.2  | -7.2   | -7.1  | -4.9  | -12.7 | -5.4 | -1.0  |

[政府債務残高対GDP比]

|      |       |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |       |       |       |      |
|------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|------|
| 1999 | 113.6 | 61.3 | 58.9 | 113.1 | 6.4  | 61.1 | 66.8 | 45.7 | 24.1 | 55.2 | 47.8 | 6.5  | 47.0  | 62.4 | 51.4  | 94.0  | 59.3  | 12.4 |
| 2000 | 107.8 | 60.2 | 57.3 | 108.6 | 6.2  | 53.8 | 66.2 | 43.8 | 26.3 | 53.9 | 50.3 | 5.1  | 37.0  | 59.4 | 50.7  | 103.4 | 59.6  | 12.4 |
| 2001 | 106.5 | 59.1 | 56.9 | 108.3 | 6.3  | 50.7 | 66.8 | 42.5 | 26.5 | 58.9 | 48.9 | 4.8  | 34.5  | 55.6 | 53.8  | 103.7 | 61.2  | 14.1 |
| 2002 | 103.4 | 60.7 | 58.8 | 105.4 | 6.3  | 50.5 | 66.2 | 41.5 | 27.8 | 57.9 | 43.4 | 5.7  | 31.8  | 52.6 | 56.8  | 101.7 | 65.1  | 13.6 |
| 2003 | 98.4  | 64.4 | 62.9 | 104.1 | 6.2  | 52.0 | 65.3 | 44.5 | 27.2 | 66.0 | 42.4 | 5.6  | 31.0  | 48.8 | 59.4  | 97.4  | 69.7  | 14.7 |
| 2004 | 94.0  | 66.2 | 64.9 | 103.7 | 6.3  | 52.4 | 64.7 | 44.4 | 27.3 | 69.8 | 41.5 | 5.0  | 29.4  | 46.3 | 61.9  | 98.6  | 70.9  | 15.0 |
| 2005 | 92.0  | 68.6 | 66.4 | 105.7 | 6.1  | 51.8 | 64.2 | 41.7 | 26.7 | 68.0 | 34.2 | 4.6  | 27.2  | 43.2 | 67.7  | 100.0 | 69.4  | 12.5 |
| 2006 | 87.9  | 68.0 | 63.7 | 106.3 | 6.7  | 47.4 | 62.3 | 39.6 | 26.4 | 62.5 | 30.5 | 4.4  | 24.6  | 39.7 | 69.4  | 106.1 | 64.7  | 10.7 |
| 2007 | 84.0  | 65.2 | 64.2 | 103.3 | 6.7  | 45.3 | 60.2 | 35.2 | 23.1 | 60.7 | 29.6 | 3.7  | 24.9  | 36.3 | 68.4  | 107.4 | 58.8  | 9.0  |
| 2008 | 89.2  | 66.8 | 68.2 | 106.1 | 14.4 | 58.5 | 63.8 | 33.9 | 22.0 | 60.9 | 27.9 | 4.5  | 44.2  | 40.2 | 71.7  | 112.9 | 48.9  | 19.8 |
| 2009 | 96.6  | 74.6 | 79.2 | 116.4 | 15.5 | 60.8 | 69.2 | 43.5 | 35.2 | 66.5 | 35.6 | 7.1  | 64.4  | 54.0 | 83.7  | 129.7 | 58.5  | 36.9 |
| 2010 | 96.6  | 82.5 | 82.7 | 119.3 | 19.5 | 63.4 | 72.5 | 48.8 | 38.7 | 66.0 | 41.0 | 6.7  | 91.2  | 61.7 | 94.0  | 148.3 | 61.3  | 44.5 |
| 2011 | 99.2  | 80.0 | 86.2 | 120.7 | 18.7 | 65.7 | 73.1 | 49.3 | 47.1 | 68.8 | 43.6 | 6.1  | 104.1 | 70.5 | 108.2 | 170.3 | 71.5  | 42.0 |
| 2012 | 101.1 | 81.0 | 90.6 | 127.0 | 21.7 | 71.3 | 74.4 | 53.6 | 54.4 | 70.8 | 52.7 | 9.8  | 117.4 | 86.0 | 124.1 | 157.2 | 86.6  | 40.8 |
| 2013 | 101.5 | 78.4 | 93.5 | 132.6 | 23.1 | 73.5 | 74.5 | 57.0 | 71.7 | 73.0 | 55.4 | 10.0 | 123.7 | 93.9 | 129.0 | 175.1 | 111.7 | 38.1 |

(\*) ラトビアはユーロ導入前の2008年12月～2011年12月までIMFのスタンダードバイ融資とEUの国際収支基金からの支援を受けた  
 (注) シェンゲンは財政赤字対GDP比3%、政府債務残高対GDP比60%の基準値を超えていることを示す  
 (資料) Eurostat

支出など「一回限りの支出」を除くベースでは、ギリシャが、13年の基礎的財政収支が同0.8%の黒字転化を実現したことを認めている。追加支援協議は今夏以降に予定されているが、12年11月合意に基づく債務負担軽減措置が焦点の1つとなる見通しである。

2010年以降、欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）に支援を要請した国はギリシャのほか、アイルランド、ポルトガル、スペイン<sup>3</sup>、キプロスの5カ国であるが、アイルランド、スペインに続き、今月、ポルトガルが3年間の支援プログラムを卒業した。卒業した3カ国も含めてこれらの国々の財政赤字はピーク比では縮小しているものの、まだ、3%を大きく超えている。過剰な財政赤字の解消期限は、アイルランドとポルトガルが2015年、スペインは2016年である。財政緊縮の大きな山を越えたとは言え、今後も財政の健全性回復の取り組みは継続しなければならない。

ユーロ圏では、支援要請に追い込まれなかった国も殆どが最悪期の2009年には財政赤字が基準値である名目GDPの3%を超え、基準値を達成していたのはルクセンブルグ、フィンランドの2カ国のみとむしろ例外であった<sup>4</sup>。しかし、2013年までに多くの国が過剰な赤字を脱し、残ったのはフランスとスロベニアの2カ国となった。ベルギーはEUの財政ルール「成長安定協定」に基づく「過剰な財政赤字是正手続き」の期限である13年の期限内、オランダ<sup>5</sup>とマルタは14年の期限に対して1年前倒しで過剰な赤字の解消を達成したことになる。

### （上昇が続く政府債務残高GDP比、）

EUの財政健全性のもう1つの目安が政府債務残高の名目GDP比率（以下、債務残高比率）60%である。債務残高比率は、ユーロ導入の可否を判断する審査の段階で「実質的、かつ、継続的に減少し、『基準値』に近いレベルに達している」<sup>6</sup>場合は適合を認める柔軟運用の結果、ユーロ発足以降、世界金融危機までの間、恒常的に基準値をおよそ10%ポイント上回ってきた（表紙図表参照）。

世界金融危機以降は、財政赤字の大幅な拡大を反映して債務残高比率は急上昇し、金融危機後の急上昇の後も上昇が続き、13年には92.6%に達した。13年に債務残高比率が低下した国はドイツのみであった<sup>7</sup>。

水準を比較すると、13年時点で債務残高比率が基準値を下回っている国は5カ国あるが、99年の発足時からユーロを導入している原加盟国ではルクセンブルグとフィンランドの2カ国のみである。逆に100%を超える国は、175.1%のギリシャを筆頭にイタリア、ポルトガル、アイルランド、キプロス、ベルギーと6カ国に増えている（図表2）。

### （欧州委員会は名目成長率の加速で債務残高比率ノピークアウトを見込む）

債務残高比率の変動要因は、基礎的財政収支、利払い費、名目GDP成長率に分解できる。名目GDP成長率は、さらに実質GDP成長率とインフレ率に分解できる。基礎的財政収支が均衡していても、名目GDP成長率が、金利を下回っていれば、政府債務残高のGDP比は上昇（＝悪化）

<sup>3</sup> その他4カ国が受けた包括支援ではなく、ESMによる銀行増資に目的を絞った支援を受けた。

<sup>4</sup> エストニアの財政赤字も基準値内だが2009年時点ではユーロを導入していなかった。

<sup>5</sup> GDPの約0.6%相当の携帯電話のライセンスの売却が寄与した。

<sup>6</sup> 欧州委員会の2008年版「収斂報告」による。柔軟運用は債務残高比率が100%を超えていたベルギーとイタリアにも適用された。

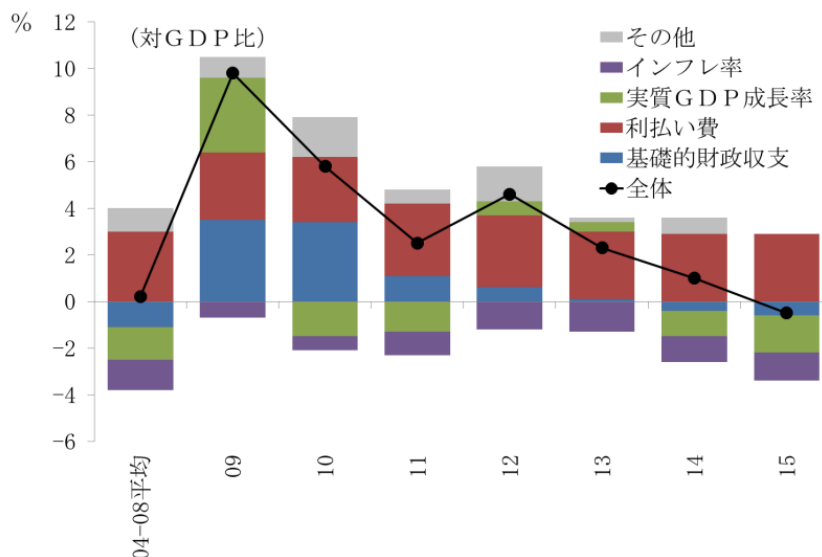
<sup>7</sup> ラトビアも2010年をピークに低下が続いているが、13年の段階ではユーロを導入していなかった。

する。名目GDP成長率が金利と同じ水準であれば、基礎的財政収支の黒字を維持することで政府債務残高GDP比率は安定に向かう。

図表3は欧州委員会が今月5日に公表した「2014年春季経済見通し」で示した政府債務残高GDP比の変動要因の分析と見通しである。ユーロ圏全体で見ると、利払い費はGDP比の3%程度で、世界金融危機前（2004年～2008年平均）と危機後（2009年以降）で大きく変わっていない。実質成長率は2009年に大幅に、2012年～13年は09年との対比では小幅ながら、債務比率の押し上げ要因となった。基礎的財政収支の赤字は、2009年～10年に債務比率を大きく押し上げたが、財政健全化措置が進展した11年以降はその影響は縮小、13年の基礎的財政収支の赤字はGDPの0.1%となり、債務残高比率に対する影響はかなり限定的なものになってきた。

欧州委員会は、基礎的財政収支は14年には黒字に転化、債務残高比率は14年がピークで15年に低下に転じると予測している。名目GDP成長率が金利とほぼ同水準に回復し、基礎的財政収支の黒字分の債務削減が始まるという見立てである。

図表3 ユーロ圏の政府債務残高の増減要因



(注) その他はストックとフローの調整によるもの。14年～15年は欧州委員会による見通し

(資料) 欧州委員会「2014年春季経済見通し」

### ( 過剰債務国の評価は改善も、成長は未だ力強さを欠く )

債務危機国における財政健全化は徐々に格付けにも反映されるようになってきている。2009年以降、格付けの見直しはもっぱら引き下げ方向であったが、アイルランド、スペイン、ポルトガルの格上げや見通しをポジティブに変更するなどの動きが広がりつつある（巻末図表参照）。

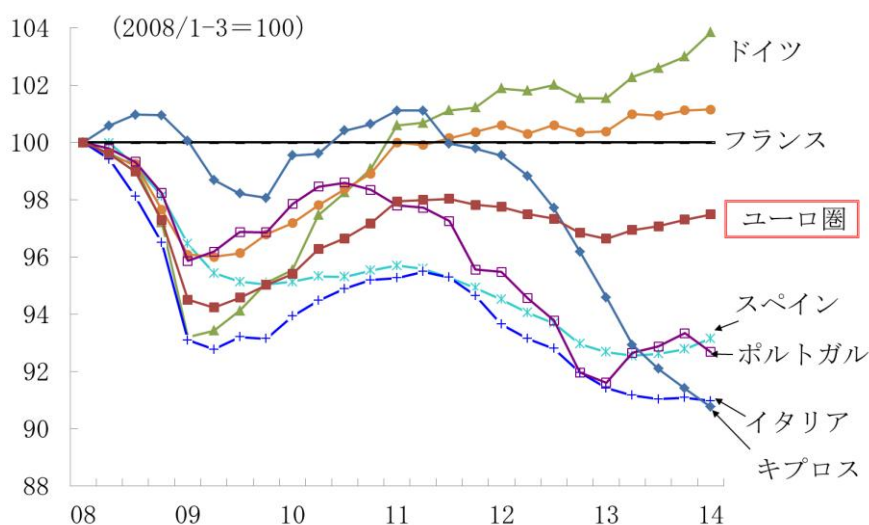
国債利回りは、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和強化のスタンスも後押しする形で5月半ばにかけて低下が加速したが、15日公表のGDP統計で、これまで順調な景気回復が続いていたポルトガルが前期比マイナス0.6%、イタリアが同マイナス0.1%と伸び悩んだ（図表4）ことも一因となって若干のやり戻しが生じた。

卒業を決めたポルトガルの場合、財政危機の原因はギリシャのように放漫財政ではなく、長期に

わたる成長の欠如と民間部門の過剰債務にある。支援卒業を認めたEU・IMF・ECBの三者、いわゆるトロイカの第12回審査の声明文でも、ポルトガルの財政健全化と労働市場や財市場における改革の進展を認めると同時に、高失業の解消のために、労働市場の機能強化とともに力強い成長が必要であり、競争の促進を求めている。また、銀行の資本増強は進展したものの、過剰債務を抱える企業、特に中小企業が適正なコストで資金を調達することは困難な状況にあり、民間企業債務の再編の必要性も指摘している。

ポルトガル以外の過剰債務国にとっても、債務残高比率の安定は持続的な成長を実現できるかどうかにかかっている。

図表4 独仏・南欧諸国の実質GDP成長率



(資料) 欧州委員会統計局

( 15年からユーロ圏は19カ国体制に )

なお、13年の財政統計で、リトアニアの財政赤字の対名目GDP比が2.2%となったこともわかった。同国の債務残高比率は39.4%で、為替相場は対ユーロの固定相場制を維持してきた。インフレ率や長期金利もユーロ圏との収斂を実現していることから、6月に公表される審査報告で、ユーロ参加基準への適合が認められ、2015年初に19番目のユーロ導入国となる見通しである。

ユーロ参加国の格付け一覧（14年5月20日現在）

|                        |                           | ムーディーズ                            | S&P                     | フィッチ                              |
|------------------------|---------------------------|-----------------------------------|-------------------------|-----------------------------------|
| 投資適格                   | AAA<br>(Aaa)              | オーストリア、フィンランド、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、米国 | フィンランド、ドイツ、ルクセンブルク、イギリス | オーストリア、フィンランド、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、米国 |
|                        | AA+<br>(Aa1)              | フランス、EFSF、イギリス                    | オーストリア、米国、オランダ          | イギリス、フランス、EFSF                    |
|                        | AA<br>(Aa2)               |                                   | ベルギー、フランス、EFSF          | ベルギー                              |
|                        | AA-<br>(Aa3)              | ベルギー、日本                           | エストニア、日本                |                                   |
|                        | A+<br>(A1)                | エストニア                             |                         | スロバキア、エストニア、日本                    |
|                        | A<br>(A2)                 | スロバキア                             | スロバキア                   | マルタ                               |
|                        | A-<br>(A3)                | マルタ                               | スロベニア                   |                                   |
|                        | BBB+<br>(Baa1)            | アイルランド                            | アイルランド、マルタ、ラトビア         | アイルランド、イタリア、スロベニア、スペイン、ラトビア       |
|                        | BBB<br>(Baa2)             | イタリア、ラトビア、スペイン                    | イタリア                    |                                   |
|                        | BBB-<br>(Baa3)            |                                   | スペイン                    |                                   |
| 投機的                    | BB+<br>(Ba1)              | スロベニア                             |                         | ポルトガル                             |
|                        | BB<br>(Ba2)               | ポルトガル                             | ポルトガル                   |                                   |
|                        | BB-<br>(Ba3)              |                                   |                         |                                   |
|                        | B+<br>(B1)                |                                   |                         |                                   |
|                        | B<br>(B2)                 |                                   | キプロス                    |                                   |
|                        | B-<br>(B3)                |                                   | ギリシャ                    | ギリシャ、キプロス                         |
|                        | M:Caa1<br>S:CCC+<br>F:CCC |                                   |                         |                                   |
|                        | M:Caa2<br>S:CCC<br>F:CC   |                                   |                         |                                   |
|                        | M:Caa3<br>S:CCC-<br>F:C   | キプロス、ギリシャ                         |                         |                                   |
|                        | M:Ca<br>S:CC<br>F:RD      |                                   |                         |                                   |
| M:C<br>S:SDおよびD<br>F:D |                           |                                   |                         |                                   |

(注) オレンジ:ポジティブ 青字:ネガティブ 赤字:格下げ方向で見直し 紫字:格上げ方向で見直し 緑字:ディベロッピング

( ) ムーディーズ格付け、M: ムーディーズ格付け、S: S&P格付け、F: フィッチ格付け

(資料) 各社資料

(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。