

# Weekly エコノミスト・ レター

## 早くも試されるEUの新たな財政ルール (その1)～緩和を求めるフランスとイタリア～

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

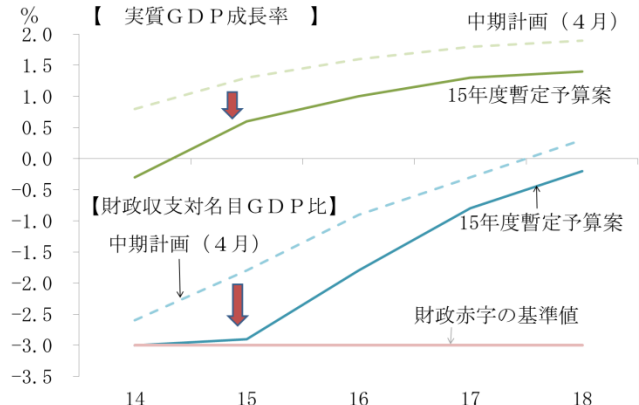
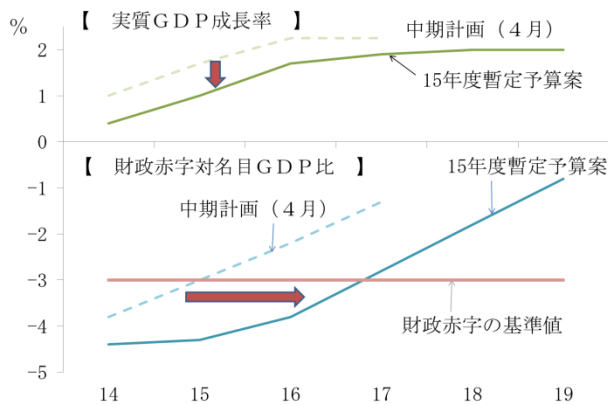
1. 2014 年内に動き始める欧州連合（EU）の新体制にはデフレ・スパイラル阻止が求められる。ユーロ圏の債務危機を教訓とするEUの経済ガバナンスの見直しで、各国が権限を持つ財政・構造改革の領域でも、欧州委員会の問題提起や、閣僚理事会、首脳会議における政策調整の影響力が増している。
2. 10月15日までにユーロ参加国の15年度暫定予算案が出揃った。景気の下振れによって、4月の中期財政計画の段階から、フランスは過剰な財政赤字解消期限を2年、イタリアは構造的財政赤字解消の期限を1年先送りした。欧州委員会は、10月中にも、両国に対して約束違反を理由に暫定予算案の修正を求める可能性がある。
3. 両国が不況下の財政緊縮強化でデフレ・スパイラルに陥れば影響は大きい。安易な目標の緩和はルールの形骸化を招く。域内他国の反発を招くおそれもある。
4. フランスのオランド政権、イタリアのレンツィ政権は、財政ルール自体は尊重する立場であり、政治的に困難な包括的改革に着手している。欧州委員会の暫定予算案の修正要請をきっかけに、「潜在成長率の引き上げに資する構造改革の実行を見返りに、財政目標のある程度の緩和を認める」方向で落としどころを探る攻防が繰り広げられそうだ。

### 4月の財政健全化計画を修正したフランス、イタリア

～中期計画（14年4月）と2015年度暫定予算の成長率と財政収支見通しの乖離～

< フランス >

< イタリア >



(資料)フランス経済・財政省「安定計画 2014-2017」、「2015年予算案」

(資料)イタリア経済・財政省「安定計画 2014」、「2014年改定経済財政文書」

## （ 14年以内に動き出すEUの新体制、デフレ・スパイラル阻止が課題 ）

ユーロ危機への対応を担った欧州連合（EU）の主要ポストの顔ぶれが2014年内に大きく変わる。5月に行われた5年に1度の欧州議会選挙の後、7月には欧州議会議長が再任され、新たな欧州委員会委員長（首相に相当）、EU首脳会議の常任議長（通称EU大統領）、EU外務・安全保障政策上級代表（通称EU外相）が選出された。今月23～24日のEU首脳会議（欧州理事会）で欧州議会の承認を経て新たな欧州委員会の委員（大臣に相当）の顔ぶれが確定し、11月1日にユンケル委員長率いる欧州委員会の新体制（任期5年）が始動する。12月1日には、EU大統領が2期5年務めた初代のファンロンパイ氏からポーランドのトゥスク前首相に変わる。大統領交代後の初回の首脳会議は12月18～19日に開催予定だ。

旧体制の布陣は、ユーロ参加国政府の資金繰り問題や金融システム不安への対応に追われながら、政府債務危機と金融システム不安のスパイラルに歯止めを掛けた。金融安全網の整備と今年11月の銀行監督体制の一元化から始まるユーロ圏の銀行同盟の道筋をつけたことは大きな成果だろう。

新体制には、債務危機の後遺症である過剰債務と低成長・高失業に悩まされている国々のデフレ・スパイラルの阻止が求められる。デフレ・リスクへの対応として、すでに欧州中央銀行（ECB）は、向こう2年にわたる金融緩和強化の方針を明らかにしている。ユンケル新委員長も、競争力の強化と雇用創出のための投資の促進に最優先課題として取り組み、就任から3カ月以内に、EU財政とEUの政策金融機関である欧州投資銀行（EIB）の資金を民間投資の刺激のために有効に活用する3年間で3000億ユーロ相当の「雇用・成長・投資パッケージ」をまとめる方針を打ち出している。

金融安全網の整備や銀行監督体制の改革、金融緩和の強化・長期化、EUの資金を呼び水とする投資促進策だけでは、低成長・高失業を脱することは難しい。各国が、投資や雇用の制約となっている問題の解決に取り組むことが必要だ。

EUでは、ユーロ圏の債務危機を教訓とするEUの経済ガバナンスの見直しで、各国が権限を持つ財政・構造改革の領域でも、欧州委員会の問題提起や、閣僚理事会、首脳会議における政策調整の影響力が増している<sup>（注1）</sup>。ユーロ発足時から、名目GDPの3%を超える過剰な財政赤字は正手続き（EDP）は導入されていたが、ドイツやフランスの相次ぐ違反で形骸化し、債務危機の発生を許した反省から、構造改革と一体的に監視し、さらに予算を事前審査するという手続きも組み込まれた。ルールに違反した国に対する罰金等の制裁に発動も容易化されている。

（注1）債務危機を教訓とするユーロ圏の新たな経済ガバナンスの詳細については、「財政危機を教訓とするユーロ圏の新たな経済ガバナンスー成果と課題ー」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』平成26年（2014年）第4号（通巻120号）をご参照下さい。

## （ 強化された政策監視体制。予算案は事前に審査、修正を求める可能性も ）

欧州委員会は、11月4日に「秋季経済見通し」、12日に「年次成長サーベイ（AGS）」と「警告メカニズムレポート（AMR）」と称する定例の報告書を公表する。

「秋季経済見通し」は加盟各国の政策に対する欧州委員会の評価をまとめた文書という性格がある。予測作成時点までに各国が決めた政策を反映した成長率やインフレ率、財政収支のほか、景気循環要因と一時的要因を除いた構造的財政収支や、潜在成長率、GDPギャップなどの推計値が示される。EUの過剰な財政赤字の目安は「名目GDPの3%を超える財政赤字」だが、構造的財政収支は、13年1月に発効した「財政協定」で「赤字を名目GDPの0.5%以下」に抑制することが原則とされ、予算案と中期財政目標（MTO）との整合性をチェックする上でも重視されるように

なっている。

AGSとAMRという2つの報告書は、EUがユーロ圏の債務危機を教訓として導入したヨーロッパ・セメスター、すなわちEU加盟国の政策調整の年次サイクルの叩き台となる。AGSは、前年度をフォローアップし、新年度の成長促進と雇用創出のためのEUの優先課題を提起する。AMRは、マクロ経済不均衡の把握のための経済指標からなるスコアボードを作成、住宅バブルや対外競争力の低下などマクロ経済不均衡の潜在的なリスクのある国を抽出する。AMRで潜在的なリスクがあるとされた国は、欧州委員会が別途、過剰な不均衡の有無を判断する「詳細レポート（IDR）」をまとめ、来年3月に結果を公表する。IDRで過剰な不均衡が認められた場合は、5月までに欧州委員会に提出する構造改革計画と財政の中期計画に対応策を反映するよう求める。

各国は、予算案の作成にあたって、欧州委員会が各国の計画を審査し、閣僚理事会と首脳会議での合意・承認を経た「国別勧告（CSR）」を踏まえることを求められる。

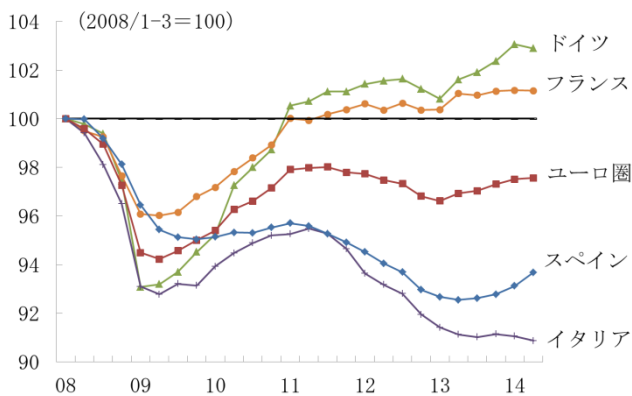
13年からは、新たなEU規則の発効で、ヨーロッパ・セメスターのサイクルに、「予算案の事前審査」が加わった。事前審査は、次年度（1～12月）の暫定予算案を欧州委員会とユーログループ（ユーロ圏財務相会合）に10月15日までに提出、欧州委員会がEUの財政ルールや7月にまとめたCSRへの適合をチェックするプロセスである。

EU規則では、欧州委員会は提出された各国の暫定予算案について11月末までに意見をまとめるよう求めている。今年（2014年）は11月14日に意見の表明が予定されているが、重大な約束違反が認められる場合には提出から2週間以内に意見を表明し、3週間以内に当該国に修正した予算案の提出を求める。15年度予算案について、欧州委員会が修正を求める意見を表明する場合は、新体制に移行する前の10月中になる。

### （ 問題となりそうな仏の過剰な財政赤字、伊の構造的財政赤字の解消期限先送り ）

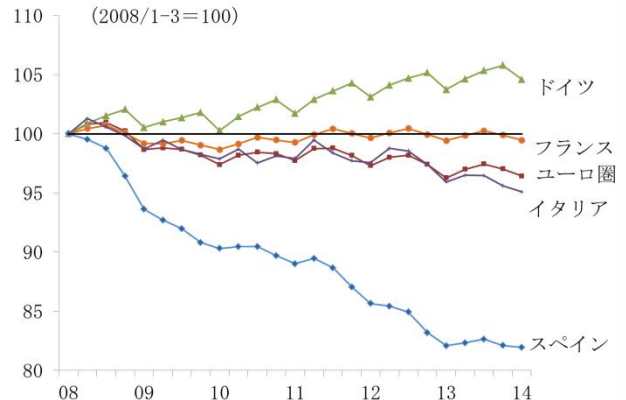
欧州委員会は15年度暫定予算案の修正を求める可能性があるのはフランスとイタリアだ。イタリアは6年間で3度目の景気後退局面に入り、フランスは成長と雇用の伸びが止まった状態が続く（図表1、2）。景気の下振れを考慮した結果、フランスとイタリアが提出した15年度の暫定予算案は、4月に両国が提出した財政の中期計画及び7月の「国別勧告」から逸脱した。

図表1 ユーロ圏と独仏伊西の実質GDP



（資料）欧州委員会統計局

図表2 ユーロ圏と独仏伊西の雇用



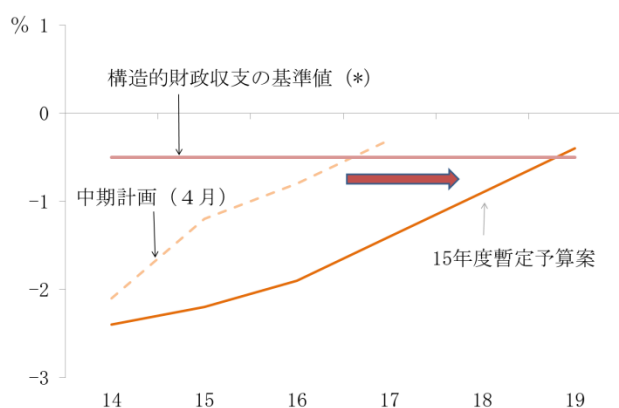
（資料）欧州委員会統計局

フランスは、財政赤字が基準値の3%を超える過剰な財政赤字是正手続き（EDP）の対象国でその解消を15年と約束していたが、これを2年先送りした。元々の期限は13年だったが、13年

に2年の延長が認められ、15年とされた。15年の期限遵守は4月にフランスが提出した中期計画、7月のCSRでも確認されていた。しかし、今回、フランスが提出した15年度暫定予算案は、3年間で500億ユーロを目指す歳出削減計画のうち、社会保障支出等の210億ユーロの削減を盛り込んだものの、15年の財政赤字は名目GDP比3%から4.3%、16年も2.2%から3.8%に大きく下方修正した。過剰な財政赤字の解消は17年となる（表紙図表－左）。15年にかけて予定していた構造的財政収支の赤字削減のペースも大きく落としたため、名目GDPの0.5%という「均衡水準」を下回る時期も2019年と4月の計画より2年遅れる（図表3－左）。

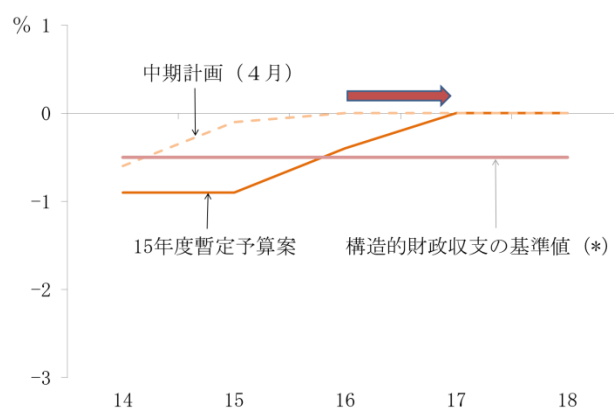
図表3 構造的財政収支 対名目GDP比

< フランス >



(\*) 財政協定 (13年1月発効) の均衡財政の基準値  
 (資料) フランス経済・財政省「安定計画 2014-2017」、「2015年予算案」

< イタリア >



(資料) イタリア経済・財政省「安定計画 2014」、「2014年改定経済財政文書」

イタリアは、基礎的財政収支は黒字、2013年には過剰な財政赤字を解消するなど、フローはフランスよりも良好だが、政府債務残高の水準が名目GDP比で132.6%と高く、政府債務残高の基準値(名目GDP比60%)からの乖離が大きい問題がある(図表4)。EUの新たな財政ルールでは、政府債務残高の乖離が大きい国は、より速いペースでの財政赤字の削減に取り組むことが求められる。2015年度予算案では、14年の成長率見通しを、従来の0.8%からマイナス0.4%に大きく下方修正し、財政赤字の名目GDP比も14年3%、15年2.9%と辛うじて過剰な財政赤字を回避する計画に下方修正された(表紙図表－右)。

構造的財政収支の赤字は、4月の中期計画の時点で16年の解消を見込んでいたが、15年に景気対策として減税措置を盛り込み、構造的財政赤字の解消を17年に1年先延ばしした(図表3－右)。

( ドイツ、スペインの暫定予算案には大きな変更はなし )

フランスとイタリアのほかには暫定予算案が問題となりそうな国はスロベニア、マルタなど比較的小国であるため、暫定予算案の修正を巡る欧州委員会との攻防や閣僚理事会における議論では、この2カ国が関心を集めることになりそうだ。

ドイツもかつてはフランス、イタリアとともに財政ルール違反を繰り返していたが、15年度暫定予算案では成長見通し等の修正はなく、財政均衡の見通しを維持した。製造業を中心に景気は減速しているが、企業業績や雇用・所得環境は底堅く、緩和的な金融環境の下で長期にわたり景気が後退することは考え難い。構造的財政収支は均衡し、中期財政目標も超過達成しており、財政ルール



に抵触するリスクはない。

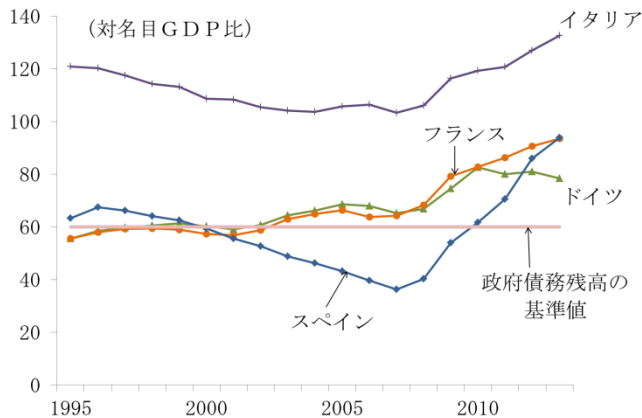
スペインは、名目GDPの3%を超える過剰な財政赤字を期限通り16年に解消する方向で暫定予算案をまとめた。スペイン経済は、不動産バブル崩壊で大きく傷つき、生産・雇用の水準は低いものの回復軌道は定着している。成長率見通しを14年は1.2%から1.3%に、15年は1.8%から2.0%に僅かながら上方修正した。所得税と法人税減税の実施で回復の加速を促す方針である。

### （ イタリアはフランスよりも脆弱 ）

フランスとイタリアを比べると問題解決の難しさではイタリアが勝る。イタリアの脆弱性は、政府債務残高の大きさと低い生産性、低成長の組み合わせにある。国債の利払い費が名目GDPの成長率を上回る場合、プライマリー・バランスの黒字でそのギャップをカバーできなければ、政府債務残高の名目GDP比は下がらない。いわゆる「雪だるま効果」は政府債務残高が大きく、成長率の低い国にとって脅威となる。

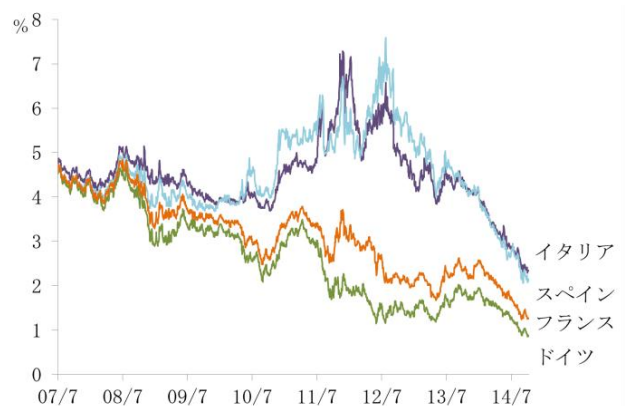
世界金融危機の前は、ユーロ圏内の国債利回りの格差はごく狭い範囲で推移していたが、債務危機で大きく広がった。イタリアは、構造調整プログラムの実行を義務とするEU・IMFへの支援要請にこそ至らなかったが、ECBの非標準的政策による支えが不可欠だった。イタリア国債は、10年5月から12年2月まで実施した国債買い入れプログラム（SMP）の対象となり、12年9月の新たなプログラム・OMTの導入（未実行）もイタリアへの圧力の緩和が強く意識された。ECBが、11年12月、12年3月に実施した3年物資金供給も、イタリアの銀行が、12年にESMの銀行増資支援プログラムの利用に至ったスペインと共に多く利用したと思われる。

図表4 政府債務残高



(資料) 欧州委員会統計局

図表5 10年国債利回り



(資料) ロイター

域内の国債利回り格差は債務危機のピークである12年夏をピークに縮小し、足元ではECBの大規模緩和の効果もあって国債利回りは全般に低下しているが、政府の信用格付けが最高レベルのドイツとダブルAレベルのフランス、トリプルBのイタリア、スペインとの間には一定のスプレッドがある（図表5）。今年9月にスタートしたECBのターゲット型資金供給（TLTRO）でもイタリアとスペインが主な利用主体になると見られる（注2）。

（注2）銀行国籍や個別行ごとの利用実績は公式には公表されていない。

### （ イタリアはマイナスの潜在成長率でもGDPギャップの縮小が進まず ）

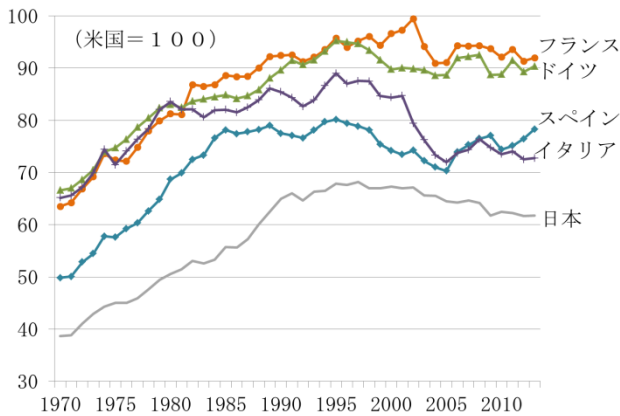
欧州主要国の労働生産性は米国に比べて水準が低いが、その中でもイタリアは2000年代半ばに

かけての後退、その後の低迷で米国の7割程度と格差が拡大している（図表6）。

生産性の低さは競争力の低さと表裏一体である。世界金融危機以降、イタリアの輸出回復はユーロ圏主要国の中で最も遅れをとっており（図表7）、投資の削減も続いている（図表8）。

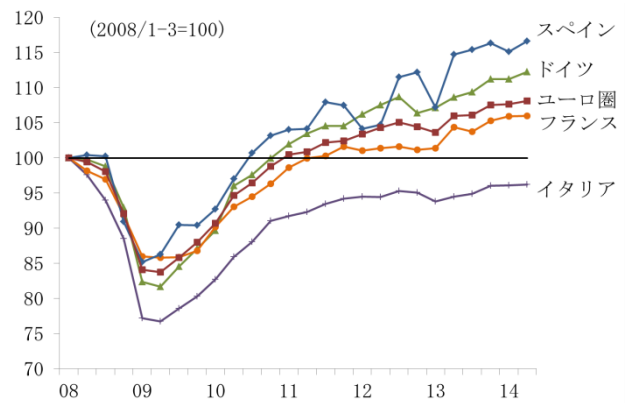
就業率は、女性や高齢層（55～64歳）の低さが響き、ドイツ、フランスを大きく下回る。EUが推進する10カ年計画「欧州2020」では、加盟各国が国情に応じた20～64歳の年齢層の就業率の引き上げ目標を設定した。イタリアの目標は67%で、主要4カ国で最も低い。08年の63%をピークに低下に転じ、目標との乖離は拡大している（図表9）。ドイツは77%という野心的な目標を2010年計画の始動から3年で達成しているのとは対照的だ。

図表6 独仏伊西と日本の労働生産性\*



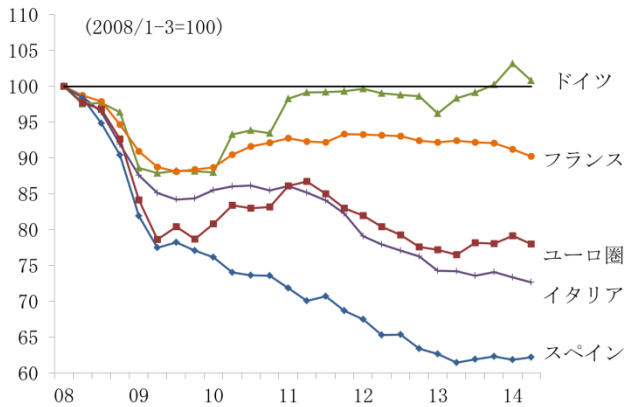
(\*) 総労働時間あたり実質GDP (資料)OECD

図表7 ユーロ圏と独仏伊西の輸出



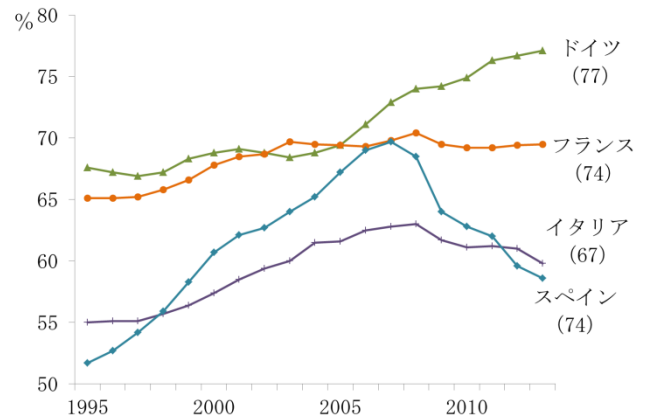
(資料)欧州委員会統計局

図表8 ユーロ圏と独仏伊西の固定資本形成



(資料)欧州委員会統計局

図表9 就業率 (20～64歳)



(注) 各国名下のカッコ内数字はEUの10カ年の成長戦略「欧州2020」で各国が設定した目標

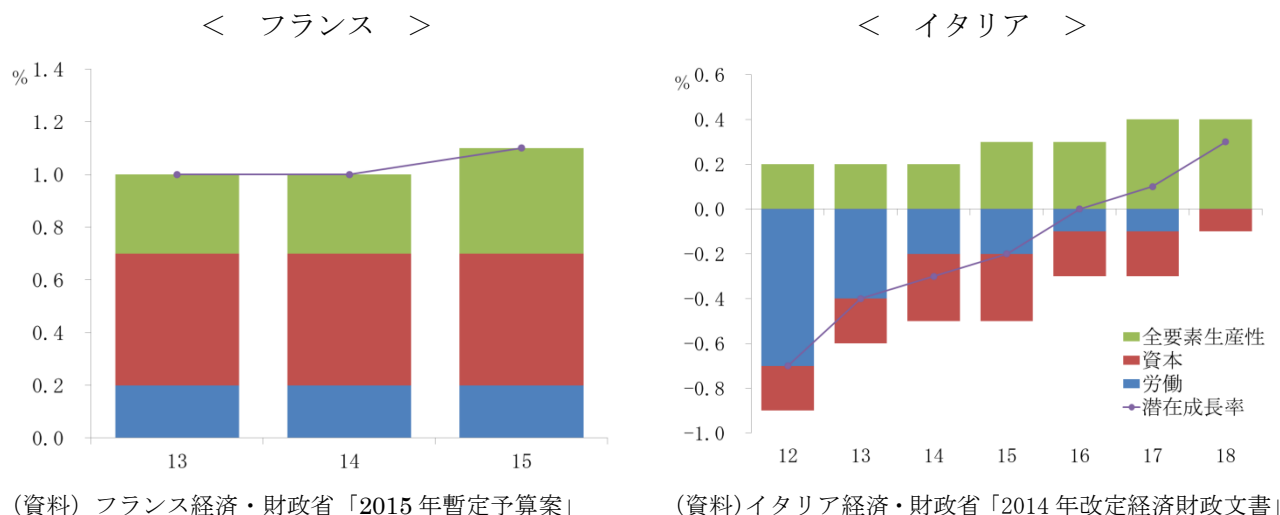
(資料) 欧州委員会統計局

イタリアの潜在成長率は、6年にわたる資本投入と労働投入の減少と全要素生産性の伸びの低さからマイナスとなっている（図表10-右）。それと同時に需要の伸びも落ち込んでいるため、イタリア経済・財政省が9月30日に公表した「2014年経済財政文書」で示した推計では、2014年のGDPギャップはマイナス4.3%まで拡大している。

### （ フランスの潜在成長率も低下、GDPギャップの縮小も進まず ）

フランスは15年度の暫定予算案で2014年の潜在成長率は1.0%という推計を示した（図表10-右）。潜在成長率も4月の中期計画の1.5%から大きく下方修正された。GDPギャップは14年マイナス3.3%、15年はマイナス3.4%で財政健全化目標を緩和してもGDPギャップは拡大する予測である。これから先も資本投入と雇用の伸び悩みに歯止めを掛けることができなければ、潜在成長率は、さらに低下することになる。

図表11 潜在成長率



（資料）フランス経済・財政省「2015年暫定予算案」

（資料）イタリア経済・財政省「2014年改定経済財政文書」

### （ 落としどころは構造改革の実行の見返りとする財政目標の限定的な緩和 ）

フランス、イタリアの両国が財政緊縮強化で需要不足と潜在成長率低下のスパイラルから抜け出せなくなれば、域内諸国に及ぼす影響は大きい。EUの財政ルールは、ユーロ圏の債務危機を教訓とする見直し後も、深刻な景気後退などの例外的な状況は一定の逸脱を認める。しかし、2000年代前半のように安易に規律を緩めてしまえば、ルールは形骸化し、財政への不安を再燃させるおそれがある。大国であることを理由に両国の目標緩和を認めれば、構造調整プログラムを通じて急進的な構造改革と大規模な財政健全化の同時進行を求められたギリシャ、ポルトガル、アイルランドなどの小国の間で、ダブル・スタンダードへの不満が広がる恐れもある。ドイツなど北方の国々では、大胆な金融緩和と財政健全化目標の緩和は、必要な構造改革を遅らせかねないとの見方も強い。

フランスのオランド政権、イタリアのレンツィ政権はともに財政ルール自体は尊重する立場であり、政治的に困難な包括的改革に着手している。欧州委員会の暫定予算案の修正要請をきっかけに、「短期的には成長にマイナスの影響を及ぼすものの潜在成長率の引き上げに資する構造改革の実行を見返りに、ある程度の財政目標の緩和を認める」方向で落としどころを探る攻防が繰り返されそう。

なお、本稿では具体的内容に立ち入れなかったイタリアとフランスの財政・構造改革の取り組みとその成果については、15年度予算案を巡る政策協議の進展と併せて、11月21日発行の次号で紹介する予定である。

（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。