

# Weekly エコノミスト・ レター

## 南欧の苦境を象徴するスペイン ～混乱回避も南の負担緩和のための即効 性があり強力で明快な対策は期待できず～

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

1. ユーロ危機の第三幕の最初の主役となったスペインでは、ラホイ政権が財政赤字削減策のほか、金融システム健全化、労働市場の二重構造解消に手を打っているが、市場は成長と雇用への負の影響への懸念を強めている。
2. スペインは南の苦境の象徴であり、イタリアに再び市場の矛先が向かう可能性も決して低くない。ギリシャの総選挙、フランスの大統領選挙、アイルランドの国民投票、ポルトガルの追加支援問題の決着が期待を裏切り、市場の緊張が一段と高まる可能性もある。
3. しかし、ギリシャのPSIに備えて防火壁強化が進展、ECBの3年物資金供給が金融機関の資金繰りをサポートしていることから、大規模な混乱は回避できるだろう。
4. 危機の第三幕は域内の経常収支不均衡と競争力格差調整の負担を専ら南が負う構図を改めなければ終わらない。北の経常黒字国の拡張的財政政策の転換は考え難いが、財政健全化による景気下押し効果は縮小、超金融緩和政策の継続も格差調整に効果を果たそう。
5. この先もユーロ危機への即効性があり強力で明快な対策は期待できないが、ユーロやEUが崩壊に向かっていていると考えるのは早計だ。問題は時間をかけて解決されるだろう。

再び拡大するユーロ圏内の対ドイツ国債スプレッド



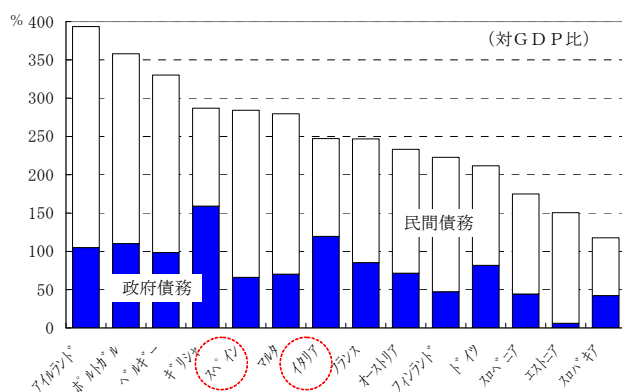
## （危機の第三幕の最初の主役はスペイン）

ユーロ圏の国債市場では、欧州中央銀行（ECB）の2度にわたる3年物資金供給（LTRO）で対ドイツ国債スプレッドの縮小が進んだが、3月中～下旬に反転、再び拡大している（表紙図表参照）。ユーロ圏の危機は、ギリシャ政府の財政統計の不正発覚から第一次支援決定、さらにアイルランド、ポルトガル政府がEU・IMFの支援下に入った周辺国危機の「第一幕」、ギリシャの追加支援と民間関与（PSI）を引き金とする金融システム危機と大国の財政危機のリスクを防火壁強化とECBの大量資金供給でなんとか封じ込めた「第二幕」を経て、「第三幕」に突入した。

「第三幕」の最初の主役はスペインである。ギリシャのPSIが終わり、アイルランドとポルトガルは欧州金融安定ファシリティ（EFSF）と国際通貨基金（IMF）の構造調整プログラムをおおむね順調に消化している。「大きすぎて救えない」国として不安視されていたイタリアについては、モンティ政権による改革の前進とともに、財政の基礎的収支（プライマリー・バランス）を黒字に維持してきた実績や民間部門の債務のGDP比率がユーロ圏で最も低いことが示す民間部門の健全性などのポジティブな材料に目が向くようになった。

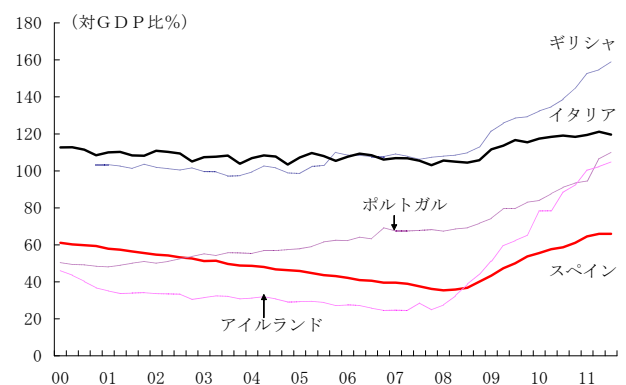
こうした中、スペインが主役に躍り出た直接のきっかけは、3月2日に2011年の財政赤字は目標のGDP比6.0%を大きく超える同8.5%に拡大したことを公表し、2012年の目標を当初の同4.4%から同5.8%に一方向的に修正（3月12日にユーロ圏財務相会合で5.3%への修正で合意）したことだろう。これとともに、改めて政府債務残高のGDP比こそユーロ圏平均を下回るが、①建設・不動産バブルの結果、民間債務のGDP比が200%を超える水準に積み上がっており、民間部門の過剰債務問題解決のための公的負担が政府債務残高を押し上げるリスクが大きい（図表1）、②成長の停滞と地方自治州政府の財政赤字削減の遅れから、大幅な財政赤字が続いており、政府債務残高の増加ペースがイタリアに比べて速い（図表2）、③長引く不況の雇用面への影響が顕著で、若年失業の問題がとりわけ深刻であることが、社会的緊張を高め、長期的な成長を阻害するなどの一層の問題悪化のリスクが意識されるようになった。

図表1 政府債務残高と民間債務残高  
(2012年9月末時点)



(資料) Eurostat

図表2 政府債務残高の対GDP比



(資料) Eurostat

さらに、EU・IMFがスペインを周辺3カ国と同じように3年間の「マクロ経済調整プログラム

ム」による支援融資を行う場合、必要と見られる資金が多額であるため、これまでに決まった防火壁の強化策では不十分という指摘もされている。この点については後に改めて触れることにしたい。

### **(金融、労働市場の機能不全、地方自治州財政に切り込むスペイン。市場は改革の負の影響を懸念)**

筆者が3月下旬に欧州委員会のスペイン担当エコノミストにヒアリングした際、スペインの財政赤字目標の修正について「2012年の目標の修正自体は2011年の財政赤字が想定を超える規模となったことから致し方ない」と容認する一方、「2012年の新たな目標を確実に実行することが重要」というスタンスであった。

同氏によれば、スペインの問題は「金融市場と労働市場の機能不全が過剰債務問題の解決を妨げていること」に尽きるといふ。昨年12月に発足したラホイ政権の対策も、財政面では2012年度予算案における270億ユーロの財政赤字削減策のほか、目標達成の妨げとなってきた地方自治州政府の財政権限に対する規制も検討している。同時に、建設・不動産関連資産への引当ての引き上げによる金融システムの健全化と正規雇用の解雇コスト削減、賃金・労働条件調整柔軟化による労働市場の極端な二重構造解消という、金融市場と労働市場の機能回復のための措置にも取り組んでいる。

実はスペインは、これまでに何度も金融システム対策費と景気悪化による財政への負担を懸念した国債利回りの上昇を経験している。これまでは、財政赤字削減や金融システム健全化の追加措置を打ち出すことで、対処してきた。しかし、建設・不動産バブル崩壊後、スペイン経済の長期にわたり低迷、失業の増大にも歯止めが掛からず、住宅の過剰在庫調整は、価格調整の遅れもあって進展が見られない。筆者がおよそ3年前にマドリードでヒアリング調査をした当時から問題は改善しないまま、失業者と不良債権、政府債務残高の増加を許してしまった印象だ。

こうした経緯もあって、今回は、ラホイ政権の改革への取り組みを「信認の回復や競争力回復に向けた積極的な姿勢」と前向きに評価するよりは、「短期的にはむしろ成長と雇用への負の影響を増幅し、過剰債務問題の悪化や社会的緊張を高める」不安材料としての評価が勝っているように感じられる。

### **(スペインは南欧の苦境の象徴。イタリアが再び主役となる可能性も)**

スペインの危機は、「財政－金融－成長と雇用」が相互に負の影響を及ぼしあう悪循環から抜け出せなくなっている南欧の苦境の象徴でもある。

これまでのユーロ圏の危機克服の処方箋は、信用と競争力の回復に重きを置いてきたため、財政緊縮と構造改革に偏重している傾向がある。今年1月のEU首脳会議では、成長と雇用のための戦略が採択されたものの、目標はあっても政策実行のための共通財源は乏しいため、南欧の悪循環に歯止めをかけるという期待につながるものではない。

スペインに対する市場の圧力は、ユーロ圏あるいはEUとしての成長と雇用の問題に配慮した政策の強化や、後述のように未だ磐石ではない防火壁の強化を促しているように感じられる。

イタリアはモンティ政権が短期間のうちに財政再建をまとめあげたことで、ソブリン・リスクへの懸念の払拭にとりあえず成功を収めたが、スペインに連動する形で国債利回りは再び上昇に転じている。経常収支の不均衡、その累積である対外債務の問題が小さいため、クロスボーダーな資本

移動の収縮によるダメージが相対的に小さく、今月 18 日には 2013 年の財政赤字目標をマイナス 0.1%からマイナス 0.5%に下方修正したが、全体の規模が抑えられていることもあり、スペインの評価を上回る状態は続いている（表紙図表参照）。それでも、競争力回復という根本的問題の解決に必要な解雇規制緩和を盛り込んだ労働法改正の行方は予断を許さないし、仮に、改正労働法が成立し、改革が進展したとしても、成果が目に見えるまでに時間を要する点はスペインと同じである。2013 年 4 月にも予想される総選挙を前に、再び市場の矛先が向く可能性は決して低くない。

### （ 政治イベントを巡る期待が裏切られるリスクも ）

この他、① 5 月 6 日のギリシャ総選挙、② 4 月 22 日に第 1 回投票、5 月 6 日に決戦投票を予定しているフランスの大統領選挙、③ 5 月末に予定されているアイルランドの財政条約に対する国民投票、④ 2013 年 9 月までに市場復帰できない場合のポルトガルの追加支援問題といったイベントを巡る期待が裏切られた場合にも市場の緊張が高まる可能性がある。

これら 4 つのイベントに対して、最も可能性が高いと期待されているシナリオを確認しておこう。

まず、①のギリシャ総選挙については、二大政党で過半数の議席を獲得し、総選挙後も第二次支援にあたって EU、ECB、IMF のいわゆるトロイカと約束したプログラムの実行の見通しが立つ。仮に、少数政党の躍進などで改革実行を巡る不透明感が増したとしても、PSI を終えたことや、ギリシャの政治リスクはすでに「織り込み済み」であり、金融システムや他国の信用力に及ぼす影響は軽微になっているというものだ。

②フランス大統領選挙は、現職のサルコジ大統領と最大野党・社会党のオランド候補が決戦投票に進む。オランド候補は、財政均衡化の達成期限をサルコジ大統領よりも 1 年遅い 2017 年とし、すでに EU 加盟国のうち 25 カ国で調印した「財政条約」の見直しなどを主張しているが、オランド大統領が誕生した場合にも、財政の健全性を重視する基本方針の転換はないし、ユーロ危機対応の抜本的な軌道修正を求めることもないというものだ。

③のアイルランドの財政条約を巡る国民投票の否決は、2013 年 1 月の財政条約発効に直接影響しないが、アイルランドは ESM から支援を受ける資格を喪失する。過去、アイルランドは国民投票で EU の統合深化のブレーキとなったことがあるが、今回の国民投票については、国民がその重要性を理解し、否決することはないと期待されている。

④のポルトガルについては、ギリシャと異なり EU・IMF プログラムを順調に消化しており、政府債務残高の GDP 比が当初の想定を大きく上回るような事態にはなっていないことから、追加支援が比較的速やかにまとまり、民間投資家の損失負担（PSI）を求めることはないと期待されている。

これら 4 つのイベントに対する筆者の見方は、おおむね上記と一致するが、期待が裏切られ、市場の緊張が高まるリスクも意識しておくべきだろう。

### （ ギリシャのPSIが防火壁強化を促したことで、ECBの3年物LTROで大規模な混乱のリスクは低下 ）

ただ、市場の期待が裏切られた場合も、昨年夏から年末にかけて見られたような大規模な混乱の再燃は回避できるだろう。その最大の理由は、昨年の危機拡大の引き金となったギリシャの PSI ショックに備えて、① EFSF / ESM の機能拡張、② 欧州安定ファシリティ（ESM）の創設



の1年前倒し、③E F S FとE S Mの合計支援能力の引き上げ、④ユーロ圏から1500億ユーロを拠出し、IMFに新たな融資枠を作るといった多くの決定が行われ、防火壁がそれなりに強化されているからだ。

無論、現段階では防火壁は強固とまでは言えない。例えば①のE F S F/E S Mの新機能については、これまでのところ利用例がないため、その効果も副作用も未知数だ。

②のE S Mについては、そもそも予定通り今年7月1日に稼動するためには、出資比率で90%以上の国で条約の批准手続きが終わっていることが必要である。

③のE F S FとE S Mの合計支援能力については、3月の首脳会議で、「ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対して既に実行あるいや約束した金額（約2000億ユーロ）を除いて5000億ユーロ」で決着したが、E S Mの資本金は5回に分けて払い込まれる<sup>(注1)</sup>ため、支援能力がフルに利用できるようになるのは、現時点でのスケジュールでは2014年7月以降となる。E F S Fが存続する2013年6月末まではE S Mの支援能力が5000億ユーロに満たない部分はE F S Fの未実行・約束分で補うとしているが、E F S Fの収束後は、資本金払い込みの前倒しに動かなければ、一時的に新規支援能力が5000億ユーロを割り込む問題もある。後述のように大国が支援を受ける側に回った場合も支援能力が縮小する可能性もある。

④IMFの新融資枠についても、日本の600億ドル、北欧3カ国の260億ドルの拠出表明があったものの、当初、IMFが目標としていた5000億ドルを下回る規模となりそうだ。

このように不安材料はあるものの、2010年のギリシャの財政問題の発覚当時や昨年7月にギリシャ国債のP S Iを公式に議論せざるを得なくなった当時と比べると、防火壁は機能・規模とも拡充が実現している。加えて、ECBが3年物L T R Oで流動性の問題による金融機関の破たんリスクを封じ込め、今後も金融システム安定のために必要な対策を講じると見られることも、大規模な混乱再燃は回避できると考える理由である。

(注1) 払込資本金の総額は800億ユーロ。160億ユーロずつを2012年7月と10月、2013年中に2回、2014年上半期中に1回行う予定。状況に応じて前倒しする可能性がある。

### ( スペインの支援要請はあるのか？ ECBの3度目の3年物資金供給はあるのか？ )

先にスペイン不安の要因の1つとして現在の防火壁の支援能力の不足への不安に言及した。防火壁の能力を検証する試算としては、一般に、向こう3年程度の期間について、①E F S Fから支援を受けている周辺3カ国への要追加支援額、②スペイン、イタリアなど支援要請の可能性のある国の要国債借り換え額と予想される財政赤字額を足し上げる方法が採られる<sup>(注2)</sup>。

(注2) 例えば、Alessandro Giovannini and Daniel Gros, “How high the firewall? Potential financing needs for the periphery”, CEPS commentary, 30 March 2012 など

①は、プログラムを順調に消化したが、アイルランドは2012年中、ポルトガルは2013年に予定されている中長期国債市場への復帰はできないという想定であれば、現在の支援プログラムで自力調達が期待されている額が基準となろう。2015年までの期間であれば、ポルトガルが401億ユーロ、アイルランドが459億ユーロで、ギリシャは2016年まで市場復帰の必要がない。アイルランドについては支援プログラムの最初の卒業生になる可能性もあり、周辺3カ国への支援について能

力的な問題はない。

他方、②については、2カ国合計で1兆ユーロを超える規模になる。一定割合のIMFからの支援を想定しても、3年にわたる「マクロ経済調整プログラム」で2カ国の資金需要をフルサポートすることは難しい。ESMへの出資比率はスペインで11.9%、イタリアで17.9%と大きい。2カ国がともに支援を受ける側に回るとすれば、他国が出資を増やさなければ、ESMの支援能力が5000億ユーロを大きく下回るという新たな問題が生じる可能性もある。

筆者は、スペイン、イタリアが何らかの支援を要する状況になっても、その経済規模を考えると、「マクロ経済調整プログラム」ではなく、昨年EFSSFに付加され、ESMも継承することになっている新機能(図表3)の活用、すなわち期間1年間の「予防的プログラム」で自力での資金調達をサポートするといった方法が選択されると考えている。スペインの問題は、財政そのものよりも金融システムが抱える建設・不動産関連の不良資産にあるため、「銀行の増資支援融資」を利用するという見方もある。

確かに、スペインが、この制度を利用して、アイルランドのように一気に金融システムの健全化を進めれば、「財政—金融—成長・雇用」の悪循環に風穴を開けるきっかけになりうる。ただ、同制度は、「まずは民間資本の動員、それができない場合は母国政府の公的資金を利用、それもできない場合に申請することができる」という明確な条件がある。スペインの場合は、「秩序立った銀行リストラ基金(FROB)」が利用可能な状況にあるため、現時点では、この条件を満たしていない。「銀行の増資支援融資」の利用が、政府の支払い能力に対する不安を高める副作用も想定されるため、スペイン当局も今のところ支援要請の可能性を否定している。

ECBの政策については、一部で期待されている3度目の3年物LTROの可能性は低く、むしろ、「概ねユーロ圏・EUの要請に沿う形で問題解決に取り組んでいるが市場が評価しない」というスペインの状況に対処するために、事実上停止状態にある国債買い入れを極めて限られた形で再開する可能性の方が高いように思われる。

### **(競争力格差解消に北の負担を求める積極的政策転換は考え難いが緩和的金融環境は一定の効果)**

ユーロ圏の危機の原因は、単一通貨導入以降、拡大の一途を辿った経常収支不均衡と競争力格差の問題が、クロスボーダーな資本移動の萎縮によって持続不可能になったことにある。

南欧の苦境は、不均衡と格差を許容できる水準まで引き下げる負担を、専ら南の経常赤字国が厳しい緊縮策と賃下げで負ってきたことの反映である。南欧の痛みが目に見えて大きくなるに連れて、北の経常黒字国が、積極財政政策に転換、賃金引上げを許容し、調整の負担を負うような協調策を採用すべきという声が改めて強まっている。

こうした政策への転換は、南の痛みを緩和する効果の半面、北の信用力と競争力低下がユーロの信認低下と欧州の地盤沈下に拍車を掛けるリスクもある。北の欧州では「健全な財政が成長の条件」という信念がある。高齢化対応の必要が差し迫っていることを考えると、南の財政赤字削減のスケジュールの遅れを認めることはあっても、積極的な財政拡張政策に転じることや財政均衡化を目指す基本姿勢を修正することは考え難い。賃金についても「生産性上昇に見合う範囲」という原則を曲げることはないだろう。

積極的な政策の転換はないとしても、2012年はドイツを始めとする北の国々の財政健全化策の景

気下押し効果は 2011 年の 2%ポイント超から 0.2%ポイント程度<sup>(注3)</sup>に縮小し、金融政策面では雇用堅調な北にとって極めて緩和的な状態はしばらく続く見通しだ。賃金上昇ペースの南北格差、域内の景気格差を背景とする労働力の移動が、不均衡是正に一役買うことにはなるだろう。

(注3) ここではドイツ、オーストリア、オランダ、ルクセンブルク、フィンランドを北として試算した。

図表3 拡張EFSF/ESMによる「マクロ経済調整プログラム」に基づく支援融資以外の機能

機能	項目	内容
発行市場における国債買い入れ(PMP)	目的	マクロ経済調整プログラムに基づく支援融資を補完(市場復帰支援) 予防的プログラムで設定した信用枠の資金の活用
	方法・手続き	EFSFによる介入は市場価格で実施(EFSFの調達コストを参照値とする) EFSFによる買い入れの上限は原則として最終入札/発行額の50%
	買い入れた国債の取扱い	市場環境が回復した場合の売却のほか、償還までの保有、当該国による国債買戻し、EFSFの流動性管理のための商業銀行とのレポ取引に用いるの4つから選択(SMPも同じ)
流通市場における国債買い入れ(SMP)	目的	例外的な金融環境における国債市場の価格形成機能のサポートと流動性の供給
	方法・手続き	当該国のユーログループ議長への要請を受けて始動。例外的な環境の下ではECBがユーログループ議長に早期警戒を発動。いずれのケースもECBがユーロ圏にとってのリスクと介入の必要性について評価し、ECBがEFSFのエージェントとして買い入れを実施。すべてのプロセスは2~3日で完了する 対象国はEUの財政とマクロ経済監視の枠組みに沿った財政・構造改革実行を約束する覚書を交わす
予防的プログラム	目的	経済が健全な国が市場における資金調達難に直面する前に支援(IMFとの協力が想定) 通常の支援プログラムによる汚名(stigma)の軽減
	方法・手続き	期間1年で半年ごとに2回まで更新が可能な予防的信用枠を設定。GDP比2~10%の規模を想定 予防的信用枠はEUの財政基準に適合し、過剰な不均衡が認められない国を対象とするPCCL(=IMFのFCLに相当)と、経済・財政状況は全般に良好だがPCCL適用条件を満たさない国を対象とするECCL(=同PCLに相当)、部分的補償証(PPC)の発行を通じて国債発行市場で部分的損失補償を行うECCL+の3種類を用意 予防的信用枠の設定は、当該国の要請を受けユーログループが欧州委員会とECBに審査を指示、審査結果に基づいてユーログループが全員一致で規模や種類を決定、覚書(MOU)と金融支援協定(FFA)を締結する。信用枠の利用は少なくとも1週間前までに当該国がEFSFに要請する。欧州委員会とECBが監視をし、3カ月に一度報告書をまとめる
銀行の増資支援融資	目的	持続可能なコストで金融機関の増資資金の支援を行うことでシステミックリスクを防止する(金融セクターが国の規模に対して大き過ぎる場合を想定)
	条件	マクロ経済調整プログラムに入っていない国で、民間調達ができず、母国政府の公的支援を受けられない場合が対象
	方法・手続き	EFSFは母国政府に貸出を行う(金融機関への直接融資はしない) 政府はEUの政府援助のルールに適合した金融機関のリストラ・清算計画を用意し、ユーログループ議長に支援を要請し、欧州委員会とECB、必要に応じ欧州監督機構(ESAs)が支援条件への適合状況について審査する

(資料) EFSF

### ( 統合は深化と同時に複雑化。問題解決には時間がかかる )

危機の第三幕の終息には南欧の成長と雇用悪化に歯止めを掛けることが必要だが、即効性のある強力な政策対応の気配はない。そうは言っても、一連の危機は、金融監督体制の改革やESM創設に象徴されるように、ユーロ圏の制度や政策の改革圧力として働き、これまでの統合の歩みを踏まえると、ここ3年間の改革のペースは異例と言うべき速さで成果が挙がっている。EUとユーロを守ろうという強い政治的な意思が存在することは確かだ。

短期間での様々な改革の結果として、ユーロ圏、EUの法規制や構造は一段と複雑さを増している。この点は、筆者が3月下旬にブリュッセルやパリで面談したユーロ圏のガバナンスの専門家ら

が揃って指摘した問題であり、日本など域外の投資家が、ユーロ圏やEUを理解するハードルは益々高くなっている。

「EU財政の大幅な機能強化」、「ユーロ財務省によるユーロ共同債の発行」は、域内格差問題に対して即効性があり、強力で、域外投資家にもわかりやすい対策だ。しかし、ユーロ参加国あるいはEU加盟国間の立場や思惑の違い、法律・民主主義的な手続きのハードルを踏まえると、近い将来に投資家の期待に届く明確な政策が打ち出されることは期待できない。

だからと言って、ユーロやEUが崩壊に向かっていると考えるのは早計すぎる。筆者はなお数年にわたって不安定な状態が続くと見ているが、ユーロやEUの将来に対して悲観的ではない。問題は、様々な政策を組み合わせながら、時間をかけて解決されるだろう。

---

(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。