

コロナ・ウクライナ危機と ユーロ圏の財政状況



第一生命経済研究所首席エコノミスト

田中 理

1. 債務危機の震源国ギリシャが投資適格復帰

2009～2015年にかけて世界を震撼させた欧州債務危機は、財政難に陥ったユーロ導入国を事後的に救済する仕組みや安全網（セーフティネット）が未整備だったこと、為替レートの変動なしでの域内間の経済調整の限界など、単一通貨圏が抱える構造的な欠陥を浮き彫りにするとともに、ユーロの信用力の影に

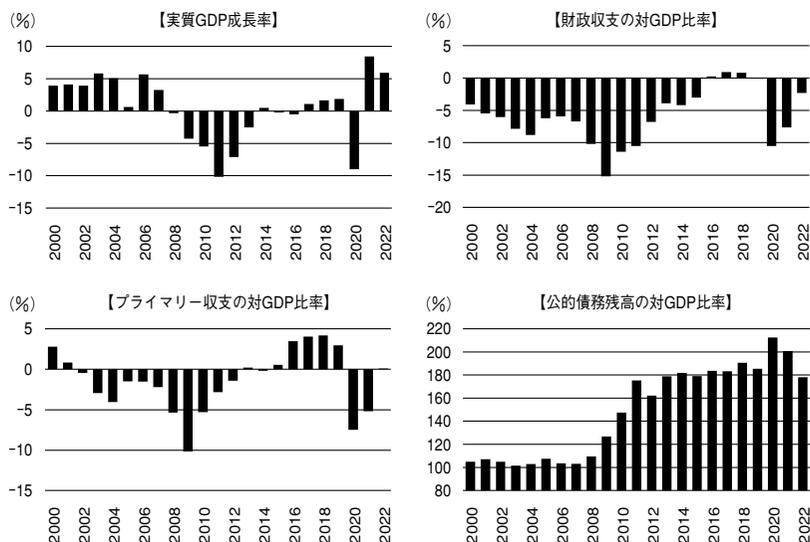
隠れていた一部の加盟国の杜撰な財政運営や長年放置されてきた構造問題が一気に噴出した。危機の震源国であったギリシャは、支援する側の国内世論もあり、三度にわたる財政支援と引き換えに、厳し過ぎる財政再建や構造改革を余儀なくされ、深刻な景気後退に陥り、経済活力の低下や社会の疲弊が広がった。景気・財政・銀行間の負のスパイラルを断ち切ることは難しく、財政支援の開始や債務減免（債務交換）後も巨額の政府債務を抱え、その返済負担に苦しんだ。危機発生直後の2010年に投資適格を失ったギリシャの国債格付けは、2018年の国際的な財政支援を脱した後も、投機的な水準にとどまってきた。

だが、債務返済負担の長期平準化、長年の財政再建や構造改革の取り組みが奏功し、ギリシャの経済構造や財政状況は近年、改善基調にあり、昨年プライマリー収支は黒字に転換した（図表1）。新型コロナウイルスの感染拡大による経済的な打撃は同国にも及ん

〈目次〉

1. 債務危機の震源国ギリシャが投資適格復帰
2. コロナ・ウクライナ危機で欧州各国の財政状況が悪化
3. 財政規律違反を問われる国は？
4. イタリアの金利上昇の防波堤は心許ない

(図表1) ギリシャの経済成長率と財政指標の推移



(出所) 国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

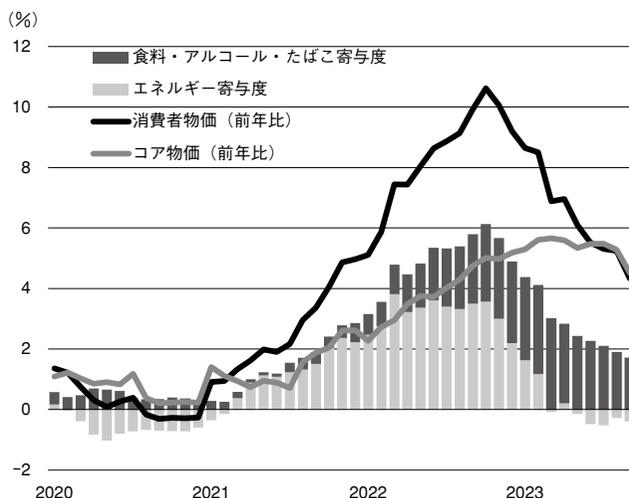
だが、コロナ危機からの復興に必要な財政資金を欧州連合（EU）の加盟国に提供する欧州復興基金の資金拠出開始や、主力産業である観光業の回復などもあり、2021年が8.4%、2022年が5.9%とユーロ圏内でも有数の高成長を実現してきた。コロナ危機時の財政拡張や景気後退の影響もあり、公的債務残高の対国内総生産（GDP）比率は高止まりが続いているものの、2020年の212%から昨年は178%まで低下した。また、6月の再選挙で改革派のミツォタキス首相が再選を果たすなど、政治情勢も安定化し、今後も健全な財政運営や構造改革が継続されることが確認された。こうした財政再建や構造改革の取り組み、復興基金にも助けられた投資拡大と景気回復などを受け、大手格付け機関S&Pグローバル

・レーティングは10月20日、ギリシャの国債格付けを約13年振りに投資適格級である「BBB-」に引き上げた。既に3大格付け機関以外は投資適格級に格上げしており、他の大手格付け機関も追随する可能性が高い。

2. コロナ・ウクライナ危機で欧州各国の財政状況が悪化

だが、多くのユーロ圏諸国にとっては、コロナ・ウクライナ危機以降、財政を取り巻く環境は厳しさを増している。コロナの感染予防を目指した都市封鎖（ロックダウン）の間の国民生活や経済活動を守るため、各国は巨額の財政出動を繰り返した。景気の落ち込みや物価高騰も相俟って、各国の財政赤字は拡

(図表 2) ユーロ圏の消費者物価の推移



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

大し、政府債務が膨れ上がった。単一通貨を採用するユーロ圏20カ国の公的債務残高の対GDP比率は、2020年に100%近くに達し、その後は分母であるGDPの回復を主因に90%台前半に低下しているものの、危機以前の水準を大きく上回っている。財政リスクの再燃が不安視されるなか、EUは2020年夏に総額7,500億ユーロの欧州復興基金を創設することで合意し、資金枠の48%を返済が不要の補助金として、残りの52%を返済が必要な融資として提供する大規模な財政支援の枠組みを創設した。基金の利用枠は、イタリア、スペイン、ギリシャなどの南欧諸国、クロアチア、ルーマニア、チェコなどの東欧諸国に重点的に配分された。基金の利用を希望する加盟国は、EUの共通課題である気候変動対策やデジタル化関連、各国固有の構造問題の解決に

向けた投資計画などを盛り込んだ復興計画を作成する。欧州委員会が復興計画を承認した段階で、加盟国に割り当てられた金額の13%が事前資金として提供され、その後は6カ月毎に定性・定量目標の達成が審査され、目標達成を条件に追加資金が拠出される。

基金は債券発行を通じて調達した資金を元手に、利用を希望する加盟国に財政資金を提供する。発行した債券の元利払いの返済は、将来のEU予算、独自財源、融資部分の返済などが充てられる。加盟国間で部分的に債務を共有化する枠組みのため、基金の創設で合意された際は、財政統合への第一歩として評価する声もあったが、稼働後の復興基金の利用状況は当初の計画と比べて遅れている。2021年央に正式稼働を開始した同基金は、これまでにEUの全27カ国が基金利用に必要な

復興計画を提出し、22の加盟国に総額1,534億ユーロの資金が提供されたが、全般に目標達成が遅れ気味で、計画通りの資金受領が進んでいない。多くの国が計画の見直しを求めている。修正後の計画が承認されれば、遅れ気味の資金拠出が加速する可能性もある。他方で、比較的実行が容易な目標の多くは達成済みで、今後の目標達成はこれまで以上に困難になるとの見方もある。欧州復興基金が財政不安を抱える加盟国に、十分な財政上のバッファーを提供できるかは予断を許さない。

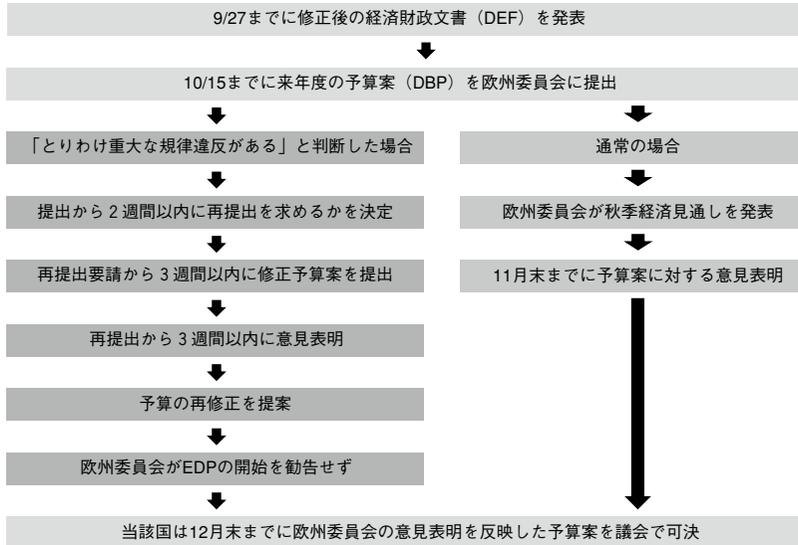
コロナ危機をようやく克服した欧州を次に襲ったのが、ロシアによるウクライナ侵攻に端を発した資源価格の高騰だった。エネルギー価格や食料品価格の高騰を受け、ユーロ圏の消費者物価は昨年10月のピーク時には前年比+10.6%もの大幅な上昇を記録した（図表2）。その後はエネルギー価格による押し上げが剥落したことを受け、ヘッドラインの物価上昇率が同4%台に鈍化している。だが、コロナ後の経済活動回復による労働需給逼迫とも相俟って、最近の労使交渉では物価高による生活苦を理由に高めの賃上げで妥結するケースが相次いでいる。賃金上昇や企業の価格転嫁を背景に、変動の大きいエネルギーや食料などを除いたコア物価が高止まりしている。各国政府は物価高騰による国民の生活苦を和らげるため、減税や補助金などの財政支援を続けている。この間、ユーロ圏の金融政策を一元的に担う欧州中央銀行（ECB）は、物価高の抑制を目指し、昨年7月から今

年の9月まで10会合連続で利上げを続けてきた。利上げ効果の浸透とインフレ率の鎮静化を受け、10月の理事会では利上げを休止したが、近い将来の利下げ転換を否定するとともに、今後の利上げ再開も排除していない。政策金利の引き上げに伴い、各国の長期国債の利回りが大きく上昇しており、利払い費の増加を招いている。

■ 3. 財政規律違反を問われる国は？

EUは過去数年、コロナ・ウクライナ危機の特殊事情に鑑み、財政規律の適用を全面的に停止してきた。危機を概ね克服したことを受け、2024年からは規律の適用を再開する。EUには安定・成長協定と呼ばれる財政規律があるが、債務危機の再発防止を目指し、2011～13年にかけて財政運営やマクロ不均衡の監視強化、規律違反国に対する制裁発動の迅速化などの改革に着手した。だが、修正後の財政規律は、複数の参照指標があるうえ、その一部は不安定な推計値に基づくもので、複雑で透明性に欠け、景気変動を増幅させるとの批判も少なくない。EUはコロナ・ウクライナ危機が発生する以前から、規律の見直しに向けた検討を進めていた。来年からの規律の再適用を前に、見直し協議を再び本格化しているが、加盟国間の意見調整が難航している。欧州委員会が昨年11月に公表した見直しの原案では、単年度の財政赤字の対GDP

(図表3) ヨーロピアン・セメスターの予算審議日程



(出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

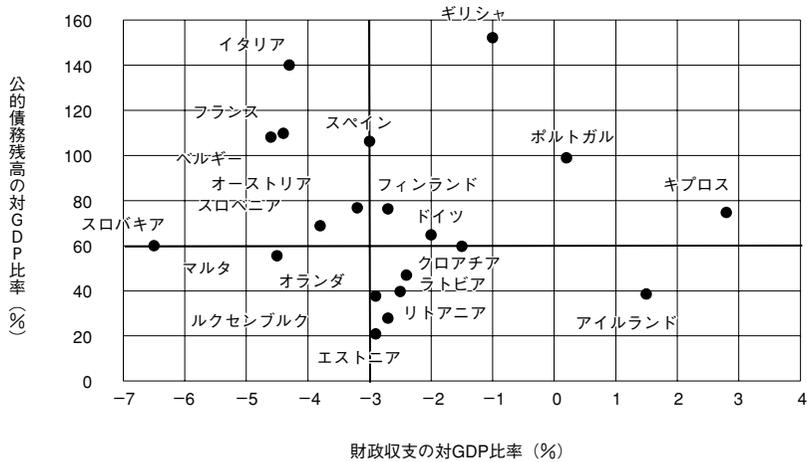
比率を3%未満、公的債務残高の対GDP比率を60%未満にする基本的な枠組みを維持したうえで、①これまで加盟国に一律に適用してきた基準を改め、加盟国と欧州委員会が合意した向こう4年間の財政計画に基づき、毎年の予算案が計画に則っているか、債務の減少パスが妥当かどうかを判断する、②構造的な財政収支を参照指標から外し、規律違反や十分な是正措置が取られているかの判定指標を、政府の純歳出（利払いや失業給付などを除いた政府支出）の伸び率に統一する。こうした見直し案に対しては、より厳格な債務削減ペースの義務付けを求めるドイツなどが反対している。来年6月にはEUの執行部が入れ替わる欧州議会選挙がある。このまま年内に決着しなければ、財政規律の見直しは来年

冬に始動するEUの新執行部の下で仕切り直しとなる可能性が高い。

EUは加盟国政府が作成した予算案を欧州委員会が事前に評価する予算の事前評価制度（ヨーロピアン・セメスター）を採用する。全ての加盟国は秋から冬にかけての来年度の予算審議に先駆け、10月15日までに欧州委員会に予算案を提出する。欧州委員会は11月中下旬を目途にその内容を精査し、必要に応じて修正を求める（図表3）。当該国は勧告内容を反映した予算を年末までに議会で成立する。重大な規律違反があると判断される場合や欧州委員会の是正勧告に従わない場合、最終的に罰金などが課される過剰赤字手続き（EDP）に入るかどうかが決まされる。

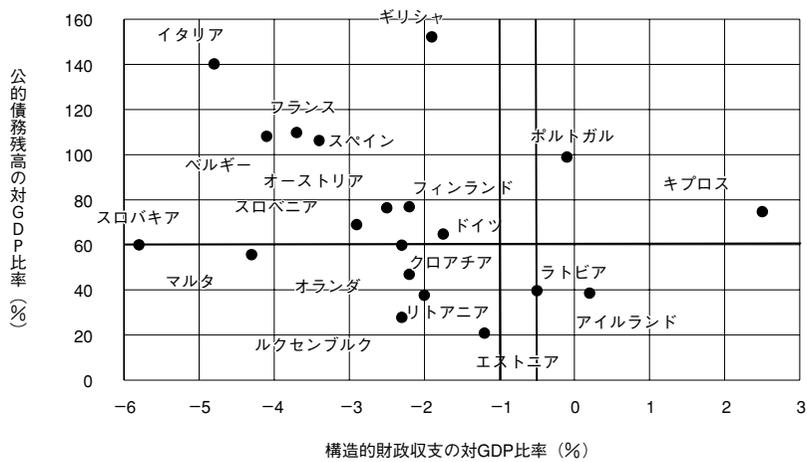
今回の予算プロセスでは、EUの財政規律

(図表 4) ユーロ圏の財政収支と公的債務残高 (2024年)



(注) クロアチアとラトビアは2023年安定収斂プログラム、残りは2024年予算案
 (出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 5) ユーロ圏の構造的財政収支と公的債務残高 (2024年)

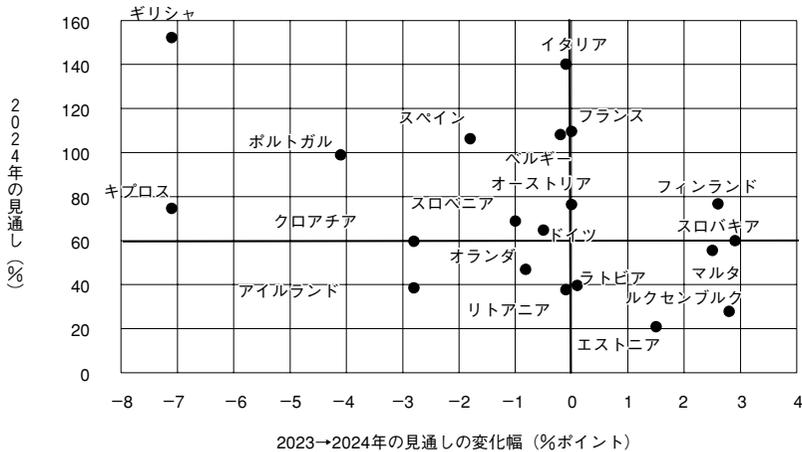


(注) クロアチアとラトビアは2023年安定収斂プログラム、残りは2024年予算案
 (出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

の見直し協議が決着していないため、従来のルールに基づいて判断される。EU加盟国が提出した2024年予算案に基づいて、各国の

2024年の財政収支の対GDP比率と公的債務残高の対GDP比率の計画を確認すると、イタリア、ベルギー、フランス、オーストリア、

(図表6) ユーロ圏の公的債務残高の対GDP比率

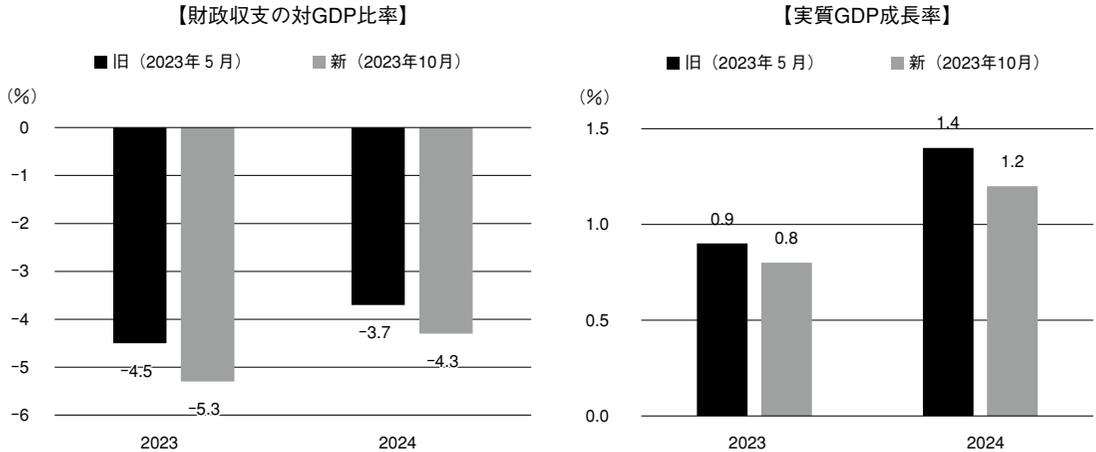


(注) クロアチアとラトビアは2023年安定収斂プログラム、残りは2024年予算案
 (出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

スロベニア、スロバキアが基準値（前者が▲3%未満、後者が60%未満）を上回っている（図表4）。基準値を機械的に上回ったからと言って、EDP入りが判断される訳ではない。別の参照指標である2024年の構造的財政収支（景気変動の影響を除去した財政収支）を確認すると、イタリア、ギリシャ、ベルギー、フランス、スペイン、オーストリア、フィンランド、スロバキア、スロベニア、ドイツ、クロアチアの11カ国が基準値（債務比率が60%以上で▲0.5%未満、60%未満で▲1.0%未満）を上回る（図表5）。また、債務比率が60%以上の国は、過去3年平均の超過分の20分の1ずつの債務削減が求められる。だが、コロナ・ウクライナ危機後に多くの国の債務比率が60%を上回っており、こうしたルールを厳格に適用すれば、過度な財政引き締め

つながる恐れがある。そこで債務比率が60%を上回っている国が債務比率の引き下げに向けた取り組みを行っているかを、2022年と2023年の債務比率の変化幅で確認したところ、フィンランドとスロバキアで債務比率が拡大、イタリア、ベルギー、フランス、オーストリアでほぼ横ばいであった（図表6）。こうした各種指標の動向から判断する限り、イタリア、ベルギー、フランス、オーストリア、フィンランド、スロバキアなどがEDP入りの可能性があると判断される。なお、EDP入りするかどうかの最終判断は通常、11月中下旬の予算評価のタイミングではなく、関連データが揃う翌年の春以降になる。

(図表7) イタリアの財政見通しと経済成長率の想定



(出所) イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所

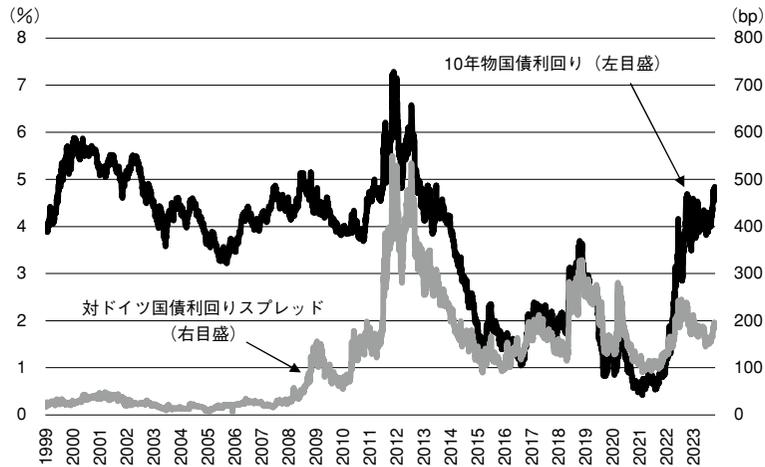
4. イタリアの金利上昇の防波堤は心許ない

なかでも財政規律違反に最も近そうなのがイタリアだ。同国の2024年予算案は、成長率の前提が欧州委員会やコンセンサス予想と比べて甘く、春時点の財政計画と比べて財政赤字が拡大し、債務比率が向こう数年にわたって140%程度での高止まりを見込む(図表7)。昨年10月に誕生したメローニ首相が率いる右派連立政権は、これまでEUとの全面衝突を避け、現実的な財政運営を採用してきた。2年目の予算案は、財政会計上の技術的な要因に加えて、減税や歳出拡大などの公的実現も、財政赤字の拡大につながっている。イタリアの10年物国債利回りは、欧州債務危機時以来となる4%台後半に上昇している(図表8)。

ECBの利上げが最終局面に近づくなか、コロナ危機対応で開始したパンデミック緊急資産買い入れプログラム(PEPP)の再投資を前倒して停止するとの観測も浮上している。現在のガイダンスでは、少なくとも2024年末までは再投資を継続するとしている。PEPPの再投資が停止され、満期を迎えたイタリア国債の需給が悪化する場合、イタリアの国債利回りには更なる上昇圧力が及ぶ恐れがある。また、大手格付け機関によるイタリア国債の格付けは、投資不適格への転落まで1~3ノッチの水準にある。格下げがあった場合も金利上昇は避けられそうにない。

債務水準が大きいイタリアにとって、金利上昇は利払い負担の増加を通じて、債務の持続可能性の悪化につながる。このまま金利の上昇が続いた場合、イタリアの財政リスクを封じ込める防波堤は心許ない。金利上昇を止

(図表8) イタリア10年物国債利回りと対独スプレッド



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所が作成

める政策手段としては、EUの金融安全網である欧州安定メカニズム (ESM) による国債購入や、ESMの火力不足を補うためにECBが2012年に創設した国債購入策 (OMT) がある。だが、イタリア国民の間ではESMの利用がギリシャのような債務不安国として負のレッテルを張られるとの警戒が強く、ESMが利用される可能性は極めて低い。OMTはESMの利用国を対象に、ECBが必要に応じて国債を購入する政策ツールで、こちらもイタリアが対象となる可能性は低い。そのため、昨年7月の利上げ開始を前にイタリア金利が上昇した際、ECBは緊急会合を開き、新たな市場分断化策 (TPI) を創設した。TPIは経済ファンダメンタルズを反映しない資金調達環境の悪化に直面する加盟国の国債などをECBが買い入れるスキームで、ESMの利用国以外も対象となる。ただ、健全で持

続可能な財政運営やマクロ政策運営を行っていることが条件とされ、EDPの対象国でないこと、EDPの対象国の場合、有効な是正措置を取っていることなどに基づいてECBが買い入れの適格性を判断する。イタリアが財政規律違反を問われた場合も利用できない訳ではないが、是正勧告に従わない場合、イタリア金利の上昇を止める政策手段はない。こうしてみると、欧州が財政不安の再燃を阻止できるかの鍵を握るのは、やはりイタリアの動向と言えそうだ。

