
けいざい早わかり 2010年度第11号

欧州の財政危機の再燃について

【目次】

Q1. 欧州の財政危機が再び深刻になっています.....	p.1
Q2. 財政危機の背景を教えてください.....	p.2
Q3. 住宅バブルの崩壊も危機の原因となったそうですね？	p.3
Q4. 金融市場の動揺は今後も続くのでしょうか？	p.5
Q5. 日本経済に及ぼす影響が心配です	p.6

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

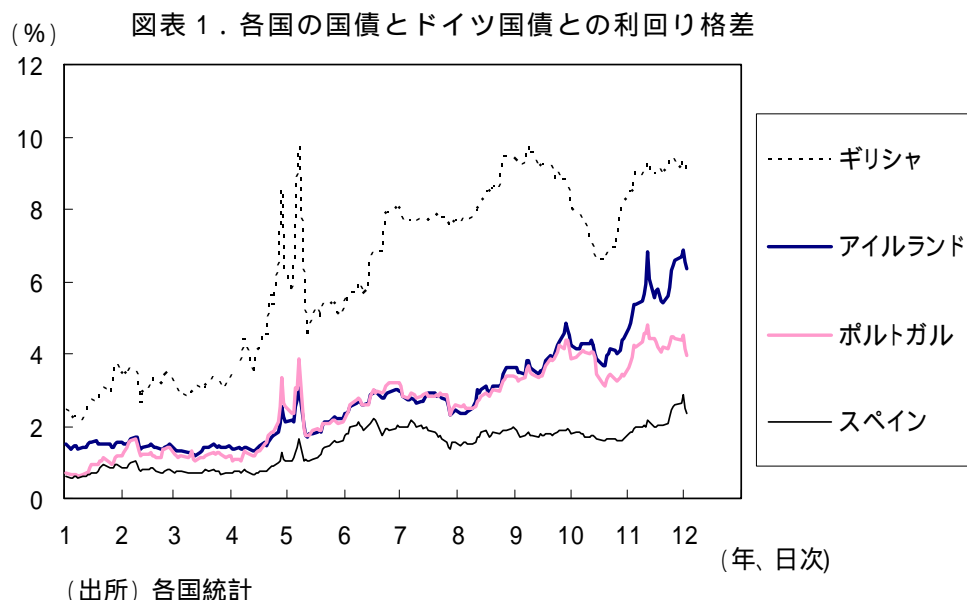
調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

Q 1 . 欧州の財政危機が再び深刻になっています。

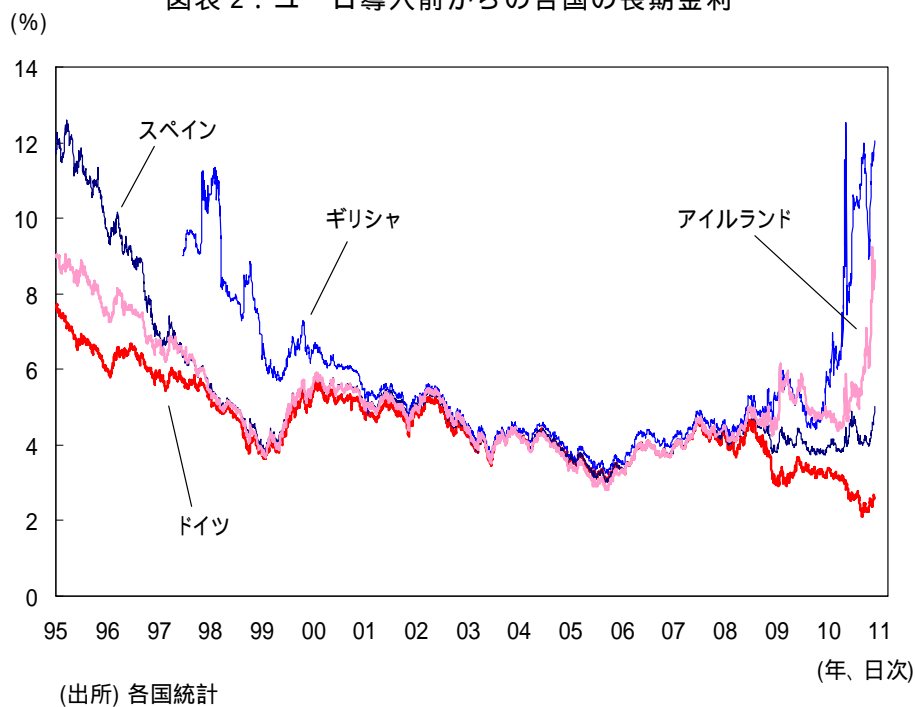
- ・ アイルランドは 11 月 28 日、EU（欧州連合）と IMF（国際通貨基金）から 850 億ユーロの財政支援を受けることに合意しました。アイルランドは積極的な外資導入策により製造業の競争力が高いうえ、財政再建や銀行の不良債権処理にいち早く取り組んでいたため、P I I G S と呼ばれ財政危機に直面する国々の中で、財政の立て直しに最も近いとみられていました。ところがこの夏、銀行の不良債権問題が予想以上に深刻だったことが表面化し、公的資金を用いた不良債権処理コストが膨らんだため、財政再建が頓挫してしまいました。
- ・ 欧州は全体で見ると経済規模は大きいものの、ドイツ、フランスなど主要国を除き経済規模が小さい国々の集まりです。しかし、多くの国に国際的な業務展開を行う大手金融機関が存在したため、これら大手金融機関が経営危機に直面したさい、各国がどのような破たん処理を行えばよいのか、金融危機の当初から問題とされていました。アイルランドの銀行資産は GDP の 9 倍にのぼります。アイルランドは、規模の小さな国では支えきれないほどの大規模な銀行破たんの問題に直面した典型的な例といえます。
- ・ ギリシャの財政危機をきっかけに、EU は 7500 億ユーロの救済基金を設立しました。各国が EU に 600 億ユーロを出資、基金が 4400 億ユーロの資金調達を行い、IMF が 2500 億ユーロの資金支援を行う枠組みです。こうした枠組みが整備されたことや、ECB が国債買い取り策を実施したこと、また、EU が銀行の資産査定（ストレステスト）を行ったことや、グローバルな経済環境が比較的良好であったことから、欧州の財政危機は終息したかに思われました。
- ・ しかし、アイルランドで銀行不安が高まったことや、ドイツが財政危機の国を救済するさい投資家責任を求めたことから、10 月に入り金融市場の緊張が高まりました（図表 1）。アイルランド支援で合意した後も動揺は続き、ユーロ相場や銀行株が下落しました。金融市場では次の危機国を探す動きが広がり、ポルトガルやスペイン、イタリアなどの国債相場が不安定な動きを続けています。
- ・ こうした事態を受け、ECB（欧州中央銀行）は 2 日の理事会で、銀行への資金供給策と財政危機に直面する国々の国債買い取り策の継続を決めました。このように、出口戦略を進めることをいったん停止して財政危機国の国債市場を支援していこうとする姿勢が好感され、金融市場は 12 月に入り落ち着きを取り戻す動きもみられます。



Q 2 . 財政危機の背景を教えてください。

- ・ 財政危機の要因はかなり根深く、その発端はユーロ誕生の時期にまでさかのぼります。1999年に統一通貨ユーロが導入されると、欧州で最も信用力の高いドイツに比べ、金利が高かった国々の金利がドイツの金利水準に収れんする動きがみられました(図表2)。背景の一つには、通貨を統一するため、各国の財政赤字の規模や物価上昇率に一定の基準を設けて、経済構造をなるべく近づける努力が行われたことがあります。もっとも、金利は国の経済に対する総合的な評価です。経済競争力や信用力に優れたドイツとその他の国々の金利がほぼ等しくなったことは、統一通貨の誕生によって、欧州の将来に金融市場が過剰な期待を込めた動きであったといえます。
- ・ ユーロ導入前と比べ金利が低下した国々では、低金利を背景に国内に投資ブームが発生しました。投資が拡大したのは民間部門にとどまりません。各国政府は、以前より低い金利で容易に資金調達が行えるようになり、財政規律の緩みも生じました。P I I G Sと呼ばれる国々をみると、政府部門の財政赤字が拡大したギリシャと、民間部門の過剰投資が膨らんだアイルランド、スペイン、ポルトガルでは多少状況異なります。もっとも、経済的な実力に見合わない低金利により国内に投資ブームが発生し、その結果ユーロ・バブルともいえる状況が続いた点は共通していたといえるでしょう。

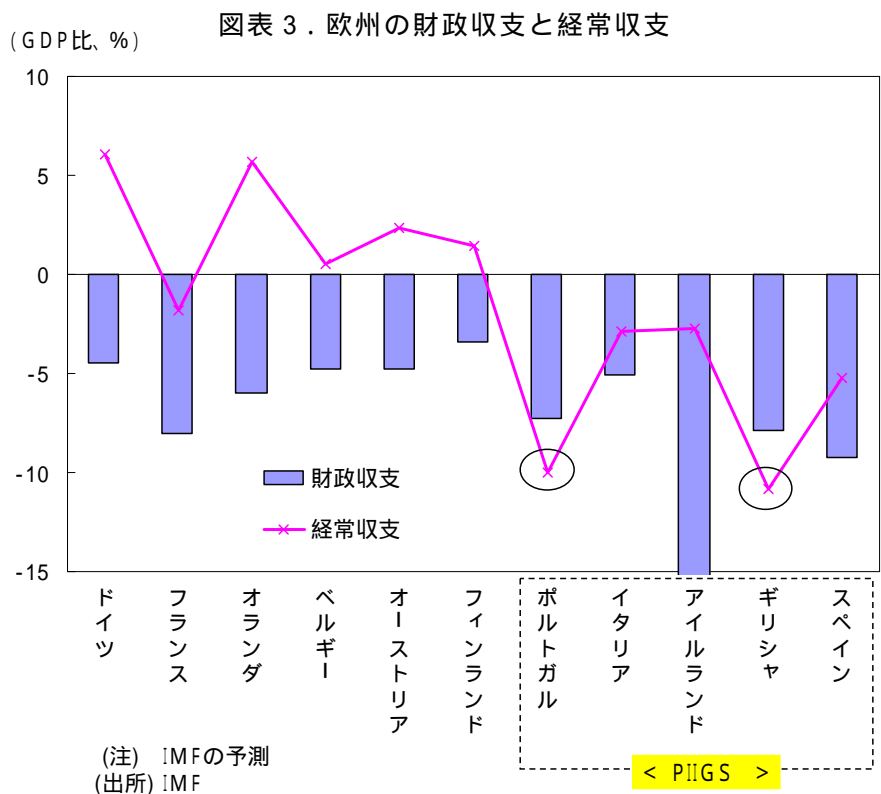
図表2 . ユーロ導入前からの各国の長期金利



- ・ 国内に投資ブームが起きれば国内での需要が増加するため、輸入が拡大し経常赤字となります。P I I G Sと呼ばれる国々では軒並み経常収支が赤字となっていました。こうした状況下で、2008年の金融危機をきっかけに景気対策や不良債権処理を行ったため、政府部門の赤字がいち早く肥大化していたギリシャにとどまらず、その他の国々でも財政収支が悪化しました(次頁図表3)。
- ・ このように財政収支と経常収支がいずれも赤字になると、財政赤字を穴埋めするための資金を海外に依存する必要が生じます。海外投資家に自国の国債を買ってもらう必要があるのです。経済成長

が順調な時期は、投資家はリスクへの懸念よりも成長力を評価する傾向がありますが、金融危機をきっかけに経済環境が悪化すると、こうした経済構造が脆弱な国々からの資金流出が起こりやすくなります。このため、これらの国々の国債を売却する動きや、リスクに見合った高い利回りを求める動きが広がり、従来どおりに国債を発行するためには、財政収支を改善し市場の信任を回復する必要が生じます。

- 国内の投資ブームを背景に経常赤字が拡大し、政府や民間部門の債務が拡大すると、資金を海外に依存する割合が強まり、何かのきっかけで債務危機が発生することが繰り返されてきました。1980年代にはブラジルやアルゼンチンなど中南米諸国が債務危機に直面したほか、90年代にはアジア危機が発生しました。今回のP I I G Sの問題も同様のものといえるでしょう。

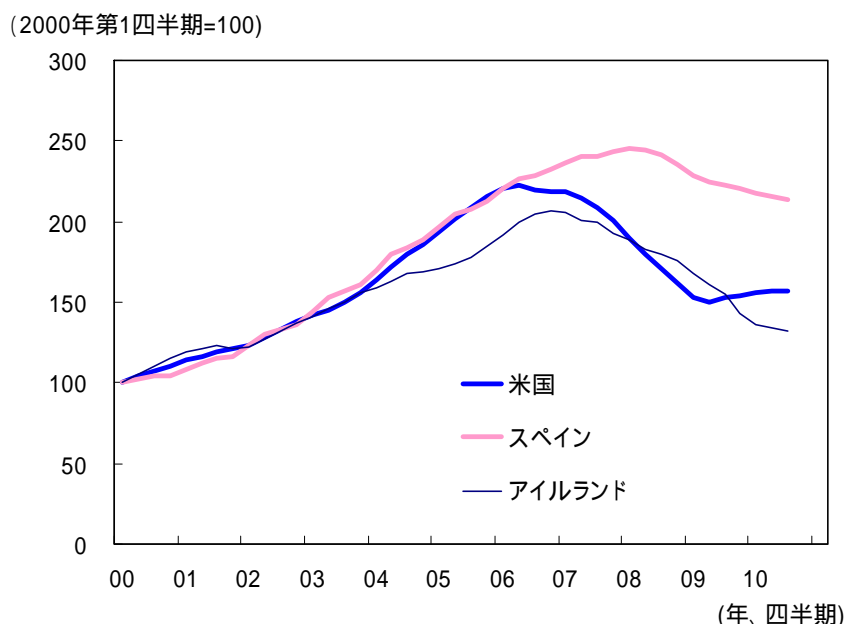


Q 3 . 住宅バブルの崩壊も危機の原因となったそうですね？

- P I I G Sの国々においても、国内投資ブームの性格が少し異なります。順にみていきましょう。
- まず、アイルランドとスペインは、低金利が不動産ブームに結びつき、米国と同様に住宅バブルが発生しました（次頁図表4）。アイルランドは、1980年代から法人税率を12.5%と世界的に相当低い水準に引き下げ、海外有力企業の招致に努めました。もともと教育水準が高く英語圏でもあるため、インテルやマイクロソフトなど米国のグローバル企業の進出が相次ぎ、それにともない人口も増加しました。こうした人口増加と高い経済成長力に低金利が加わり、アイルランドの住宅ブームに火がついたのです。一方、スペインは移民受け入れに積極的な政策を採用しました。移民流入により人口が増加する中で金利が低下したことが、住宅価格の上昇を正当化する要因となりました。

- ・ 一方、ギリシャでは政府部門の赤字が拡大しました。もともと公務員給与や年金などの社会保障の水準が高かったことに加え、隣国トルコとの軍拡競争にともない国防費が増大したことや、2004年のアテネ五輪のための施設整備など巨額の財政出費がかさみました。また、地下経済が発達しているとされる同国では徴税能力が低いことが知られていました。このため、ずさんな財政運営が行われていたとの批判は免れず、財政再建計画でも、まず徴税能力を高めることが目標とされています。
- ・ リーマン・ショックをきっかけに、アイルランドやスペインでは住宅バブルが終焉を迎えました。また、金融市場で銀行、国家、企業など、様々な経済主体の信用力に疑問がもたれることになり、ギリシャでは国債発行が困難になります。ちょうどそのような時期に、財政統計が改ざんされていたことが判明したことが決定的となりました。
- ・ 住宅バブルが崩壊したアイルランドやスペインでは、当然、銀行の不良債権問題が発生します。最近になり、アイルランドやスペインの住宅バブル崩壊の影響に対して、これまで以上に警戒感が高まっている背景には、不良債権問題が思っていた以上に深刻との懸念が強まっていることがあります。欧州の銀行当局は、銀行の財務の健全性をはかるためストレステストを行いました。今回アイルランドで問題となった銀行は、いずれもストレステストに合格していたことをみても、不良債権問題の認識が甘かったことは否定できません。
- ・ アイルランドで住宅バブル崩壊による不良債権処理が金融支援を仰ぐ直接の原因となったことから、同じ構図にあるスペインでも、いずれ不良債権処理の財政コストが拡大し、財政再建が頓挫しないか心配されています。スペイン政府は、公的資金の投入を通じ中小銀行の再編を進める銀行改革にいち早く取り組み、迅速な政策対応がむしろ評価されてきました。しかし、欧米の有力メディアはこのところ、不良債権問題が思った以上に深刻で、銀行改革のため一段の政策対応が必要になるとの見方を強めています。かりにスペインで新たな不良債権処理が必要になれば、緊縮財政のもとでこれ以上の財政資金の余裕はなく、金融支援を仰ぐ必要が出てきます。

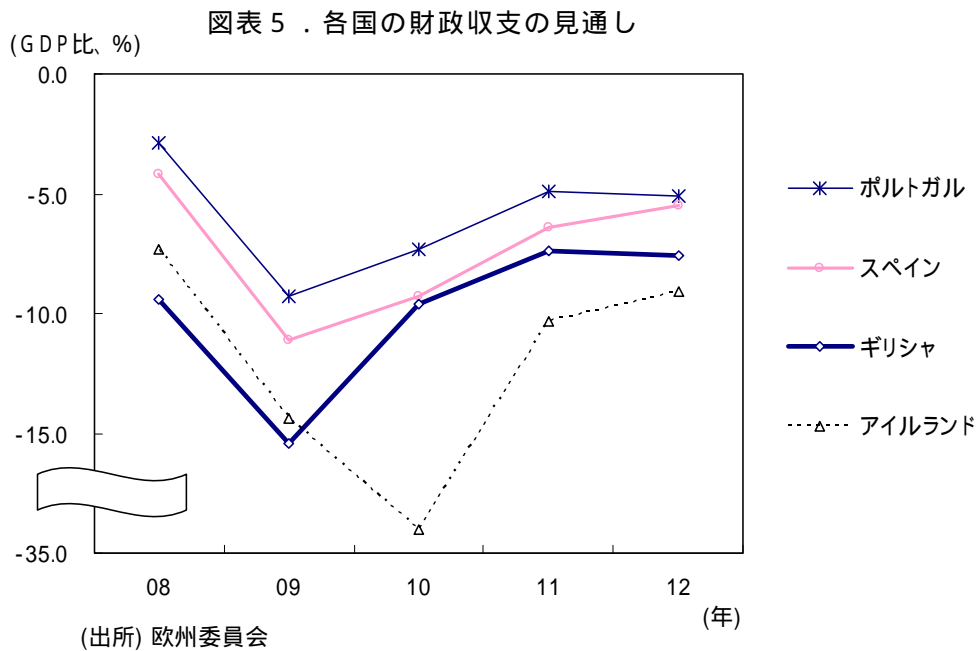
図表4. 米国、スペイン、アイルランドの住宅価格



(出所) S & P、スペイン勤業省(旧住宅省)、アイルランド経済社会研究所

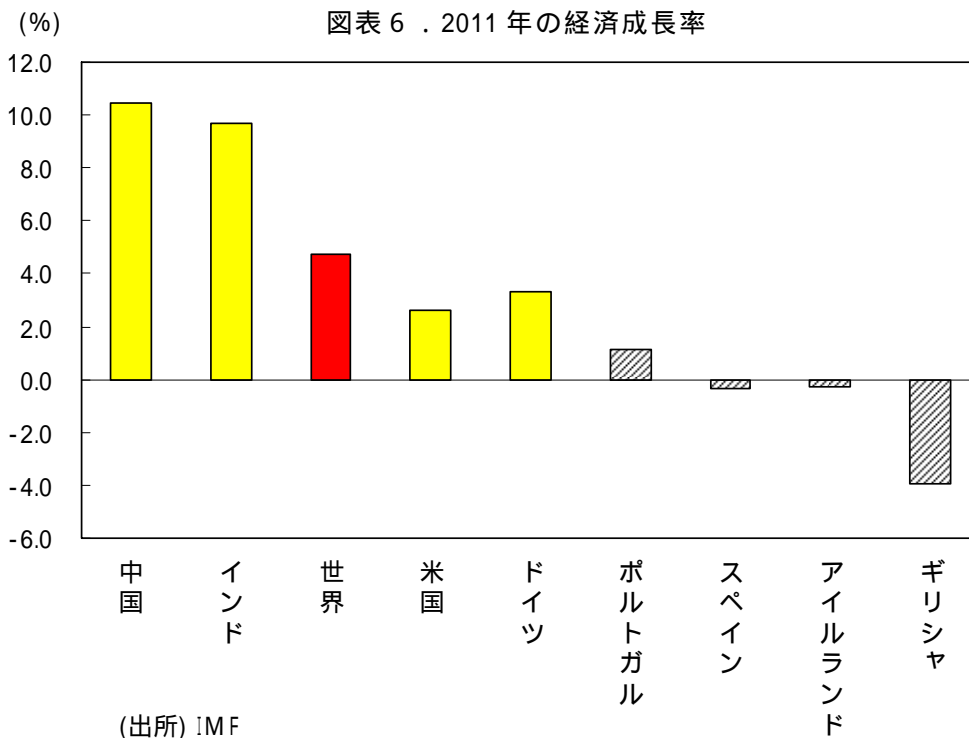
Q 4 . 金融市場の動揺は今後も続くのでしょうか？

- ・ 投資家は損失の発生、具体的には、財政再建がうまく進まないため、国債の償還先送り（リスケ）や元本の削減や利払い免除（ヘアカット）などの措置が現実化するリスクを懸念しています。これらはいずれも「債務再編」と呼ばれる手法です。
- ・ また、欧州の政治家から投資家の損失負担を求める声が強まっていることも、投資家の懸念を高めています。ドイツのメルケル首相は投資家責任を主張し、民間投資家による損失負担を主張しています。金融市場の混乱を承知でこのような発言を行う背景には、EUの基本条約のもとで各国支援を行うことに法律的問題があり、ドイツ憲法裁判所で違憲との司法判断が示される可能性があることや、他国救済に対するドイツ世論の反発を考慮する必要があるためです。
- ・ 実際に債務再編などのリスクが生じるのは、各国の財政再建がうまく進まない場合です。これまでのところ、ギリシャやスペインは財政赤字が減少し、厳しい緊縮政策にとりあえず成功しています。それでも、5月に示した財政再建目標をわずかですが達成することができていません（図表5）。
- ・ 財政再建が目標どおり進まない場合には、追加の増税や歳出削減が必要になり、景気が一段と低迷し、その結果税収がさらに減少するという負のスパイラルを招くおそれがあります。そうした状況が加速すれば、もはや財政再建は不可能になるとみられます。このように事態がいつそう不安定になれば、これらの国の国債に投資する投資家がいなくなり、日々の資金繰りに行き詰まることとなります。今後、欧州の危機が一段と深刻になるかを占う目安は、財政再建の進捗が鍵を握っているといえます。



Q5 . 日本経済に及ぼす影響が心配です。

- ・ このところ米国の個人消費に回復の動きがみられることや、中国をはじめ新興国の景気が好調なことが、来年にかけての日本経済を下支えするとみられます。問題は、欧州危機をきっかけに、こうした世界経済の成長が阻害される心配はないのかということです。
- ・ Q4 でみたとおり、P I I G S の財政再建が遅れることによって一段の緊縮財政が必要となり、その結果、景気がいっそう低迷する負のスパイラルが鮮明になれば、ドイツなど主要国がけん引する欧州の景気回復の勢いが鈍ることが懸念されます。また、欧州各国が財政危機国を支援するための救済資金が予想以上に膨らめば、ドイツのような好調な経済の足すら引っ張るおそれがあることには注意が必要といえます。
- ・ しかし、そもそもリーマン・ショック後の世界的な景気回復力は、先進国と新興国で二極化する動きが鮮明になっています(図表6)。そうした中、回復の遅れが懸念された米国でも、ようやく改善の動きが少しずつ広がりを見せ始めています。そもそも、財政危機国の経済規模は非常に小さく、世界経済に与える影響が小さいのも確かです。中国をはじめ新興国の好調が続き、米国の景気回復が鮮明になることにより、欧州の財政危機の影響は、あくまで欧州に限定された動きであることが、徐々に明らかになる可能性が高いとみるのが自然です。もちろん金融市場の動揺が激化しリスク回避の動きが強まれば、グローバルな金融市場にも一時的な影響が及ぶ可能性はありますが、米中の景気が順調に回復していけば、日本経済に深刻な影響が及ぶことは回避できるでしょう。



お問い合わせ先 調査部 細尾 忠生
 E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。