

経済レポート

金融危機10年と欧州経済

～ 財政政策の統合深化と合わせて問われる今後の成長モデルの在り方～

調査部 研究員 土田 陽介

EU の執行機関である欧州委員会は、スペインなど財政危機に陥った国々に対して、金融支援の条件として財政緊縮と輸出振興を義務付けた。財政緊縮と輸出振興を柱とする経済成長モデルは、一貫してドイツの志向してきた経済成長モデルであり、ユーロ圏経済は危機を経て「ドイツ化」が進んだと言えよう。

他方で経済成長の牽引役を外需にスイッチしたということは、成長の余地がある内需を抑え込んでいるということでもある。経済成長の持続可能性を高める観点から言えば、今後も外需依存度の高い経済成長モデルを維持するかどうかは大いに問われるところである。

ユーロ危機が生じた最大の理由は、通貨政策と金融政策が統合されているにもかかわらず財政政策の統合が遅れていることにあった。次の経済危機を予防するためにも、財政政策の統合深化は避けて通れない道である。その進捗こそが、今後の EU 経済の運営戦略上の最優先課題である。

また欧州の経済発展の本来の牽引役は内需にある。少なくとも厳しい財政緊縮を通じた輸出振興は、反 EU / ユーロの動きが各国で高まる中で、政治的な持続可能性を欠いている。ユーロ危機以前までとはいかなくても、EU は経済運営戦略の方向を内需喚起に転じる必要がある。

そのためには、ユーロ危機以降一貫して行われてきた過剰な財政緊縮を緩和する必要がある。特にスペインなど旺盛な内需を抱える南欧諸国に対しては、一定の財政支出を容認すべきだろう。他方で南欧諸国もまた、持続可能な内需主導の成長モデルを確立するために、そしてドイツなどの諸国からの批判を免れるためにも、硬直的な労働市場の構造改革を推し進めるとともに、銀行の不良債権問題など積み残された課題の克服が望まれる。

1. 欧州で経済危機が生じてから約10年

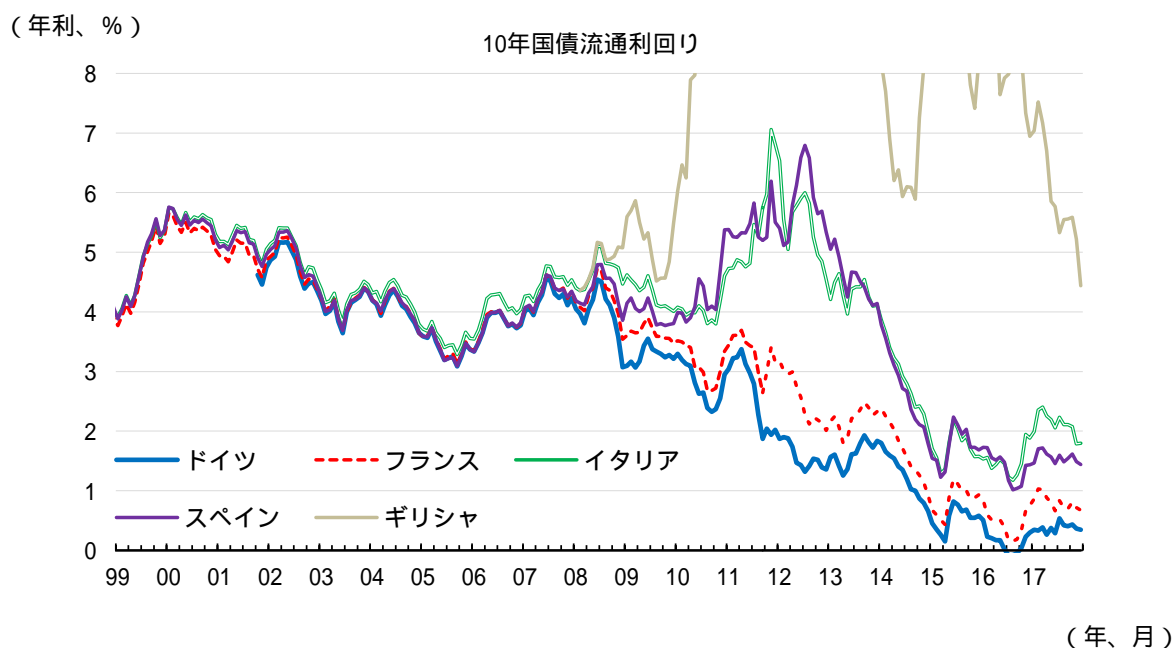
2008年秋に生じたリーマン・ショックをきっかけに、欧州経済は大混乱に陥った。最初は中東欧諸国で通貨危機（08年～09年）が生じ、バルト三国などが深刻な不況に喘いだ。さらに10年にはギリシャで財政危機が生じ、それが伝染する形でアイルランドやスペイン、ポルトガルなどでも財政危機が相次いだ。そしてこの過程で、南欧を中心とする多くの有力銀行が深刻な経営不安に陥った。

一連の危機を通じて通貨ユーロの信認が問われたこともあり、この欧州の経済危機はユーロ危機と総称された。図表1に見て取れるように、この間に各国で信用格差が広がり、ユーロ圏で最も安全な資産とみなされるドイツ国債やそれに次ぐフランス国債の流通利回りは低下が続いた一方で、イタリアやスペイン、ギリシャの流通利回りは急上昇した。

2012年夏頃から欧州中央銀行（ECB）による大規模金融緩和などの政策対応が進み、ユーロ危機は徐々に収束に向かった。14年以降は、EUから金融支援を受けた国々も徐々に国際金融市場に復帰し、景気も拡大に転じるなど欧州経済は明るさを取り戻した。そして18年8月、ギリシャが金融支援から遂に卒業したことで、ユーロ危機は名実ともに終焉したと言えよう。

リーマン・ショックを起点とするなら、欧州で経済危機が生じてから10年の歳月が経過したことになる。本稿の狙いは、特にユーロ圏に焦点を当てて、この10年間の欧州経済の軌跡を振り返って経済構造の変化を概観するとともに、今後の中長期的な課題や展望を述べることにある。

図表1. 危機を受けて拡大した信用格差



2. 「ドイツ化」が進んだ実体経済

まず欧州経済がユーロ危機を経てどう変化したかを、実体面から確認したい。図表2は2000年以降のユーロ圏の実質GDP成長率の5年平均値（ただし10年代後半は15～17年の平均値）の推移を見たものである。危機前の2000年代前半に2%あった成長率は、危機の渦中にあった2000年代後半から2010年代前半は1%台に低下したものの、2010年代後半には2%台のテンポに回復した。

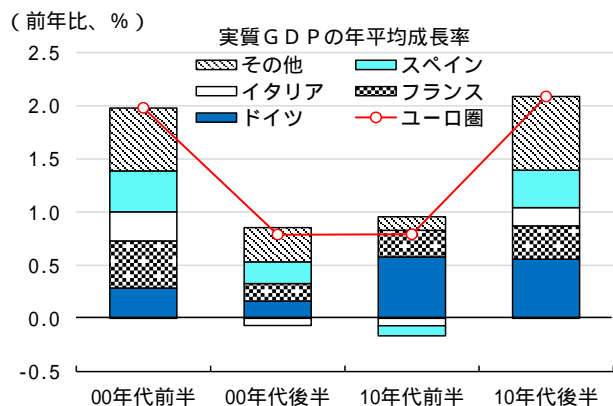
実質GDP成長率に対する主要国ごとの寄与度を見ると、2010年代に入りドイツのプラス寄与幅が拡大したことが分かる。事実、2000年代後半のユーロ圏の成長率に対するドイツの寄与率（GDP成長率に占める割合）は20.7%であったのが、2010年代前半は72.9%まで急上昇した。2010年代後半になるとドイツの寄与率は26.7%まで低下したが、2000年代前半（14.4%）よりもまだ高い。

つまり経済成長の観点から見ると、危機を経て欧州経済におけるドイツのプレゼンスが大きく高まったと言えよう。実際2010年前半の欧州では、スペインなど南欧諸国の景気が財政危機などで低迷する一方で、ドイツの景気は低金利やユーロ安を受けて好調に推移した。2010年代後半になるとスペインなどの景気も持ち直すが、先に述べたようにドイツの寄与率は2000年代前半よりも高く依存度も強い。

実体経済の裏側にある資金循環の流れも大きく変化した。図表3は経常収支の5年平均値の推移である。00年代後半まで、ドイツの黒字がスペインなどの赤字を支えるという流れが成立していた。それが10年代前半になるとスペインなどの赤字が減少し、後半になるとスペインなどが黒字に転じてユーロ圏全体の黒字が大きく増加した。

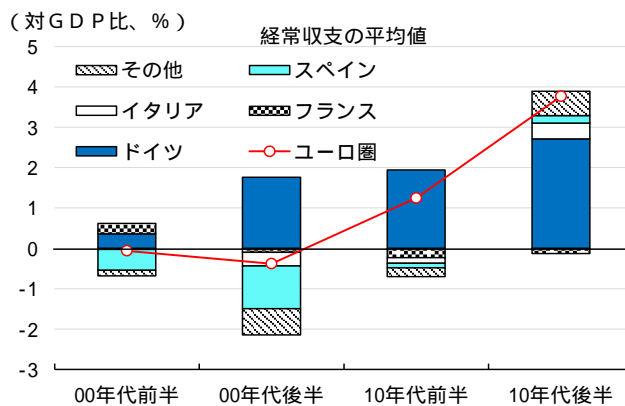
こうした変化は、スペインなど財政危機に陥った国が歳出を引き締めると同時に、輸出振興に努めた結果である。ユーロ圏全体での黒字が増加したということは、経済が成長するに当たり、ユーロ圏以外

図表2. 経済は再び2%成長軌道へ



(注) 10年代後半は2015～17年の3年間の平均値
(出所) 欧州連合統計局(ユーロスタット)

図表3. 黒字超過体質が強まる



(注) 10年代後半は2015～17年の3年間の平均値
(出所) ユーロスタット

への需要への依存度が高まったことの証左でもある。危機を経て、ユーロ圏景気の牽引役は内需から外需にスイッチしたと言えよう。

EUの執行機関である欧州委員会は、スペインなど財政危機に陥った国々に対して、金融支援の条件として財政緊縮と輸出振興を義務付けた。財政緊縮と輸出振興を柱とする経済成長モデルは、一貫してドイツの志向してきた経済成長モデルでもある。ユーロ圏経済は危機を経て「ドイツ化」が進んだとも表現できる。

確かにドイツ化を進めることによってユーロ圏経済の財政規律は向上し、ユーロ圏外への資本逃避に対する耐性も強まり、通貨ユーロの安定性は高まった。反面でドイツ化によってユーロ圏以外に対する需要への依存度を高めたことで、ユーロ圏経済は危機前よりも世界景気の変動や通貨高に対して敏感になった。

同時に経済成長の牽引役を外需にスイッチしたということは、成長の余地がある内需を抑え込んでいくということでもある。かつてスペインやギリシャなどは多額の経常収支赤字を計上していたが、それはそうした諸国が本質的には貯蓄不足の経済であり、旺盛な内需を抱えていたためである。ユーロ危機以前までには至らなくても、ドイツなど超過貯蓄がスペインなどの貯蓄不足をカバーできるなら、ユーロ圏の内需の成長余地はまだ大きい。危機が収束したにもかかわらず、今後も財政緊縮と輸出振興を柱とする（換言すれば内需抑制型）の経済成長モデルを志向するかどうかは大きな論点になる。

3．問題再燃の火種が燻る財政と金融

実体経済は成長モデルの変化を伴いながら2%の成長軌道に復した一方で、財政と金融の構造調整はどの程度進んだのであろうか。

まず財政である。ユーロ危機に伴い各国の財政は悪化し、公的債務残高（図表3）が急増した。特に資産バブルの崩壊で深刻な景気後退を経験したギリシャやアイルランド、スペインといった国々は、公的債務残高が急速に膨張した。またオランダやドイツなどそれまで比較的財政が健全だった諸国も、税収が悪化した一方で経済対策を実施したことなどから財政が悪化した。

その後各国政府が財政緊縮に努めたことや景気が回復したことなどから財政赤字の削減が進み、公的債務残高もユーロ圏全体では縮小に転じた。もっとも改善を牽引しているのは、ドイツなど元々財政がそれほど悪化していなかった国であり、財政危機を経験したスペインや景気回復が遅れたフランスやイタリアなどは高止まったままであるなど、国ごとのばらつきは非常に大きい。

他方で金融であるが、ユーロ危機に伴う景気悪化を受けて、銀行の不良債権比率（図表4）はユーロ圏全体で最悪期（12年）には8%と危機前の2倍以上の水準まで上昇した。直近17年は景気拡大やEC

Bによる大規模金融緩和の追い風を受けて3%台前半まで低下し、調整が進んだ。一方で財政同様に国ごとの違いが大きいという問題が残っている。

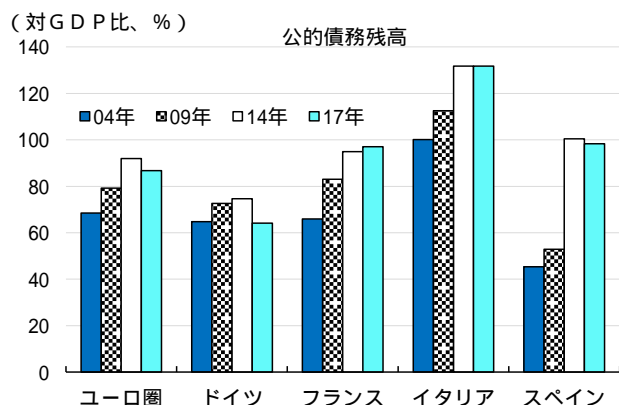
特に大手行モンテパスキ(MPS)に代表されるイタリアの不良債権問題は深刻である。ユーロ圏三位の大国であるイタリアの不良債権比率は一時18%を超え、17年時点でも14.4%と先進国では異例の高水準である。またドイツは国全体の不良債権比率が低いものの、最大手であるドイツ銀行の経営不安が深刻化している。

公的資金による資本注入(ベイルアウト)が遅れたことも、不良債権問題の深刻化につながった。EUはベイルアウトのハードルを上げて銀行のモラルハザードを回避する目的から、14年に出した金融機関の再生と破綻処理に関する指令(BRRD)の中で、経営不安に陥った銀行の救済は原則として当事者間(預金者、株主、債権者)の費用負担(ベイルイン)で行うよう定めた。

ただ各国政府は、ベイルインによって預金者(納税者)に費用負担が余儀なくされることで、世論の逆風が生じる事態を恐れた。結局BRRDは、17年にMPSに対して例外的な措置としてベイルアウトが適用されたことによって、実質的には効力を失った。仮にBRRDを導入せず、早い段階でのベイルアウトを容認していれば、イタリアの問題は悪化を免れただろう。

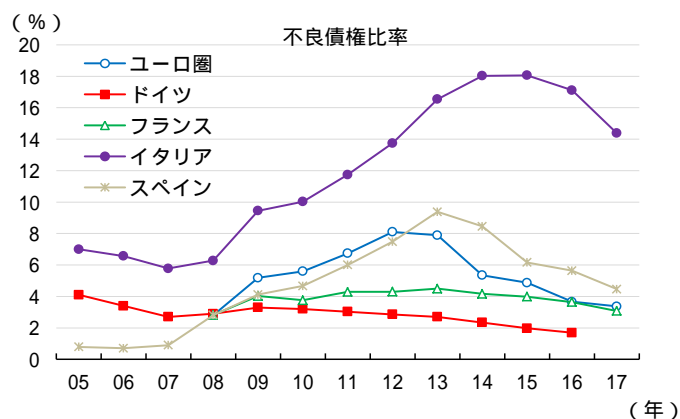
このように、経済危機に伴い悪化した財政と金融は、構造調整の進展を受けて全体としては改善したものの、不適切な政策対応もあって、調整の火種が依然燻っている状態にある。ECBが大規模金融緩和からの脱却を模索する中で、今後の財政と金融の調整は各国政府の構造改革への取り組みや景気の勢いに左右されることになる。アイルランドやスペインなど景気が堅調である国は、今後も調整は比較的順調に行われるだろう。反面で低成長が定着しているイタリアやギリシャの場合、非常な困難が予想される。

図表4．南欧の財政事情は未だ厳しい



(出所) ユーロスタット

図表5．不良債権問題は低下へ



(出所) 国際協力基金(IMF)

4．進捗が遅れる財政政策の一本化

ユーロ危機が生じた最大の理由は、通貨政策と金融政策が統合されているにもかかわらず財政政策の一本化が遅れていることにあった。EUにとって財政政策の統合深化は避けて通れない道であり、欧州委員会もまたEUの「経済通貨統合」を発展させるためには財政政策の統合深化が必要不可欠という認識を一貫して示している（例えば European Commission, 2018など）。

欧州委員会は2017年5月の『報告書』（European Commission, 2017）で、ユーロ圏全体の財政政策を統括するユーロ圏財務省（Euro Area Treasury）の設立構想を謳い、統合深化を目指すべき財政政策に関する大枠を示した。この中で提示されたアイデアを基に、現状において財政政策の一本化がどれだけ進捗しているかを整理したものが図表6である。

ユーロ危機が生じたことを受けて欧州委員会は、各国の歳出ルールの厳格化やモニタリングの強化に努めて、各国の財政健全化を促した。歳出ルールの厳格化に関しては、シックス・パック（11年）やツリー・パック（13年）といった新たな法制を導入して、違反国に対する処分の厳罰化に努めた。またチェコと英国を除く諸国間で、景気循環に左右されない構造的財政赤字の上限を各国法で定めることを義務付けた財政協定（TSCG）を12年に締結した。一方でモニタリングについては、毎年上期を通じてEUが加盟各国間の財政支出の調和を図るヨーロッパ・セメスターが11年に導入された。

ユーロ圏内で経済危機が生じた際の資金援助の仕組みも整備が進んだ。EUが10年に設立した欧州安定ファシリティ（EFSF）は時限機関であったため、12年には欧州安定メカニズム（ESM）を資金援助のための恒久機関として新設し、資金援助枠も増額した。なおESMは19年までに、支援の対象を金融機関にまで拡大した欧州通貨基金（EMF）へ改組することが目指されている。

ただ財政政策の根幹を成す資源・所得の再配分や財政資金の調達領域における一本化は、殆ど進まなかった。前者は後進地域の開発などを目的とする構造投資基金（ESIFs）の増額を通じたものにとどまったし、後者は欧州安全債（ユーロ圏共同債や各国国債を担保とする共通債（SBBs）など）の2025年までの発行構想が立てられたくらいで、具体的な進展は見られなかった。

欧州委員会のユンケル委員長やフランスのマクロン大統領のように、分配や調達の領域まで財政政策の統合を深化させようとする動きがある。反面で、ドイツのメルケル首相の様に慎重な立場を崩さない動きも根強い。後述するように、ユーロ危機後の欧州では反EU/ユーロの機運が高まっている。その動きを扇動する各国の民族主義政党は、現状で各国政府がEUに対して負担する拠出金（GDPの2%程度）についてさえ減額を要求している。避けて通れないはずの財政政策の一本化であるが、むしろそれを忌避する動きが政治レベルで強まっているような状況にある。

ただ繰り返しとなるが、この領域における統合が進まない限り、EU経済の持続可能性が高まることはない。金融市場がギリシャなど南欧諸国の財政危機の際にEUへ突きつけた問いは、EUが各国の国

債の償還を保証するつもりがあるのかというシンプルなものであり、言い換えればEUが財政政策の統合を深化させる意思があるのかということであった。EUは財政支出ルールの厳格化やモニタリングの強化、経済危機が生じたときの安全網整備という形で金融市場に対して一定の回答を示し、金融市場もそうした対応を好感した。

もっとも分配や調達領域まで財政政策の統合を進めるといふ本質的な回答を、EUは未だ示せていない。この課題から目を逸らし続ける以上、EU経済の構造的な脆弱性は改善されず、ユーロ危機再燃のリスクも小さくならない。金融政策と通貨政策の統合で先行するユーロ圏で財政政策の統合がどれだけ深化するかが、EU経済の将来を大いに左右しよう。

図表6．EUが進めてきた財政政策統合の進捗状況

1．財政支出ルールの厳格化やモニタリングの強化	進捗
シックス・パック（6つの法制）（11年） 過剰赤字手続（EDP）や過剰不均衡手続（EIP）の強化、具体的には財政赤字目標（対GDP比 - 3%以内）からの乖離度合いに応じて有利子（無利子）預託金や制裁金を課すなどの措置が盛り込まれる	
ツー・パック（2つの法制）（13年） 独立した専門機関が各国単位で共通して導入されている予算ルールを監督することや、欧州委員会に対して次年度の予算計画を提出することなどが義務付けられる	
財政協定（TSCG）（12年） 景気循環に左右されない構造的財政赤字をGDPの0.5%以下にすると各国法で明文化することが義務付けられる（チェコと英国を除く）	
ヨーロピアン・セメスター（11年） 毎年前半を1サイクルとして、加盟各国の予算案や経済政策を事前に評価し、調整を施してその足並みをそろえるというもの	
2．経済危機が生じたときの安全網（バックストップ）	
欧州安定ファシリティ（EFSF）（2010） 加盟国の財政支援を行う最大4,400億ユーロの融資能力を持つ時限機関（後継機関はESM）	
欧州安定メカニズム（ESM）の設立（2012） 加盟国の財政支援を行う最大5,000億ユーロの融資能力を持つ恒久機関（後継機関はEMF?）	
3．資源や所得の再分配	
欧州構造投資基金（ESIFs）による投資プロジェクト（2014～2020年） 後発国開発を目指す欧州地域開発基金、結束基金や雇用対策を担う欧州社会基金、農村振興基金、遠洋漁業基金 2014～20年中期予算では総額3,518億ユーロと2007～13年予算（3,076億ユーロ）比15%増	
4．財源調達の一元化	
具体的な進展なし（2025年までの発行を目指す） 各国国債を裏打ちとする各国国債担保証券（Sovereign bond-backed securities（SBBs））の発行を模索	×

（注）「」は相応の進捗が見られる、「」は一定の進捗が見られる、「×」は進捗が見られないことを意味する
（出所）European Commission (2017) p.28, *Key Functions of a possible Euro Area Treasury and European Monetary Fund* を参考に作成

5. 再び問われる経済運営戦略

EU経済は成長の牽引役を外需にスイッチすることで息を吹き返し、また財政と金融も一定の構造調整を済ませた。一方、必要不可欠なはずの財政政策の一本化に関しては、分配と調達の間では殆ど進展しなかった。財政政策の統合深化をどれだけ進めることができるかという点と合わせて、EUが先行きの経済運営戦略をどう描くかということもまた重要である。

図表7は、ユーロ危機前後でEUの経済運営戦略がどう変化したかをまとめたものである。ユーロ危機前の経済運営戦略の目標は、欧州におけるヒトモノカネの流通の活性化（つまり内需喚起）を通じた経済成長にあり、その手段として単一通貨ユーロが1999年に導入されたわけである。実際に危機が生じるまでのユーロ圏では、ユーロが媒介役となって、ドイツなどの貯蓄超過がスペインなどの貯蓄不足を補填して内需を喚起するという流れができていた。また貯蓄不足の国で得られた収益は貯蓄超過の国々にも還流しており、EU全体の経済成長が底上げされた。こうしたEUのモデルは、当時資本自由化と経済成長の好例として国際的に高い評価を受けていた（Abiad *et al.*, 2007）。

もっとも危機以降のEUは、経済運営戦略の目標を構造調整の促進に転じざるを得なかった。この流れの中で景気の牽引役を外需にスイッチしたため、通貨政策の目的も輸出振興に転換した。まずECBが大規模な金融緩和に努めて、名目為替レートを引き下げた。続いて欧州委員会が、各国政府（特に南欧諸国）に対して財政緊縮を奨励し、物価上昇を抑制させて各国の実質実効為替レート（図表8）を引き下げさせることで輸出競争力を改善させた。こうした内的原価政策（労働コストを削減し実質為替レートを引き下げて競争力を高める政策）は、構造調整の促進という点では十分な成果を上げた一方、南欧諸国に高失業を強いることになり、ユーロ導入後に得た購買力を流出させることにもつながった。

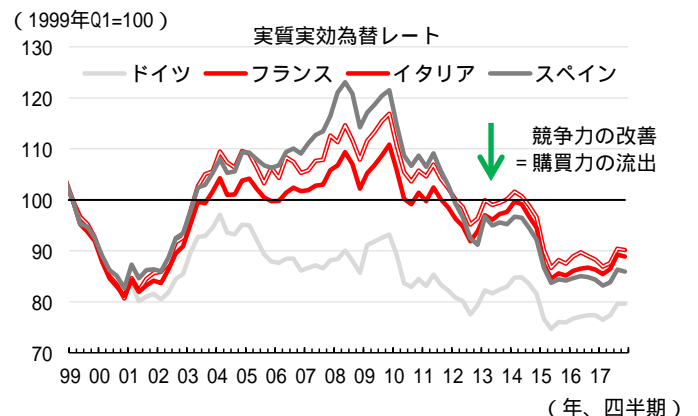
図表7. 危機を受けて転換した経済運営戦略

EUの経済運営戦略の概念図

	ユーロ危機前	ユーロ危機後
経済運営戦略の目標	経済成長	構造調整
経済成長の牽引役	内需	外需
通貨政策の目的	内需喚起	輸出振興
資金循環の特徴	欧州内で循環	欧州から世界へ

（出所）筆者作成

図表8. 南欧は危機後に購買力が低下



（注）ユニットレバークオストで実質化した実効為替レート（いわゆる競争力指数）

（出所）ECB

欧州統合の理念に立ち帰るなら、EUの経済成長の本来の牽引役は内需である。構造調整に際して牽引役は外需に転換したが、それは例外的な措置だった。後述のように、各国で反EU/ユーロの動きが高まる中、財政緊縮と輸出振興による経済成長モデルは持続可能性を著しく低下させている。危機前と同様までいかなくても、経済運営戦略の方向を内需喚起に転じる時期が到来していると言えよう。

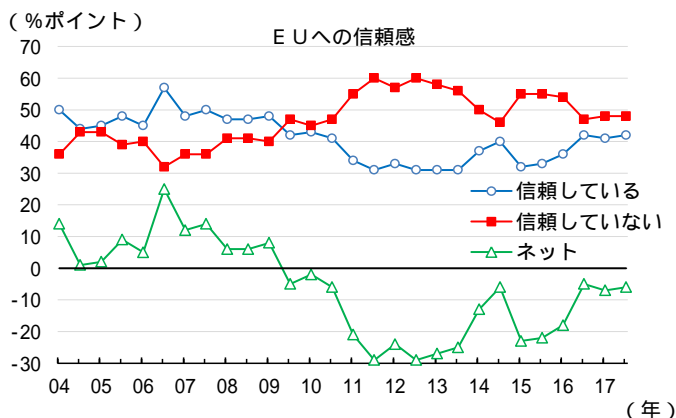
そのためには、ユーロ危機以降一貫して行われてきた財政緊縮を緩和する必要がある。特にスペインやギリシャなど、旺盛な内需を抱える南欧諸国に対しては、経済成長を促す観点から一定の財政支出を容認し内需を喚起させるべきだろう。他方で南欧諸国には、持続可能な経済成長モデルを確立すると同時に、ドイツなどからの批判を免れるためにも、硬直的な労働市場の問題や銀行の不良債権問題など、積み残された構造問題への取り組みを進めることが望まれる。

6. 反EU/ユーロへの機運にどう立ち向かうか

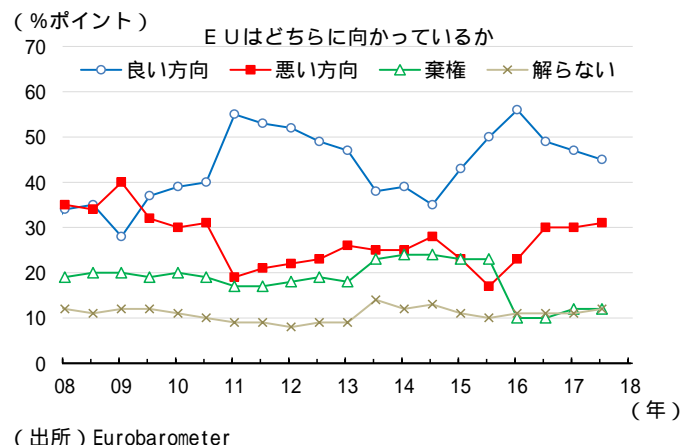
経済運営戦略の方向を内需喚起に転じることは、危機を受けて高まった反EU/ユーロへの機運を和らげるといふ政治的な観点からも重要である。

図表8は、EU各国の市民にEUへの信頼感を尋ねたものの推移である。これを見ると解るように、EU各国の市民のEUへの信頼感はユーロ危機を受けて大きく低下した。足元の信頼感は景気の回復などを受けて最悪期よりは持ち直したものの、危機前よりは低い。一方で図表9は、EUが正しい方向に向かっているかどうかを各国市民に尋ねたものである。これによると、EUが正しい方向に向かっていると考える人々の割合は足元で低下しており、人々のEUに対する悲観が強まっていることが分かる。

図表8. EUへの信頼感はまだ低い



図表9. 将来にも悲観的な人が多い



構造調整という経済運営戦略の目標を果たす上で、経済成長の牽引役を外需にスイッチしたことは必要なプロセスであった。一方で、厳しい財政緊縮が課されたこともあり、人々のEU/ユーロに対する信頼が失われることになった。失った信頼を取り戻すためには、EU/ユーロという経済的な枠組みで得られる成果を欧州の人々に還元する必要がある。こうした観点から見ても、財政緊縮を和らげるとともに、経済運営戦略の方向を輸出振興から内需喚起寄りに転じることが不可欠となる。

財政政策の統合深化を促すためにも、各国で高まる反EU/ユーロの機運を鎮める必要がある。その意味でも経済運営戦略を内需喚起寄りに転じる時期が到来している。同時に各国の指導者は自国民に対して、財政政策の統合深化を粘り強く訴えていくことが望まれる。さらにEU各国の市民にも、統合深化を推進していく覚悟が必要になる。

言い換えれば、そうした動きが前進しない限り、EU経済の持続可能性が高まることは考え難い。通貨ユーロは構造的な脆弱性を抱え続け、将来的に再びその存続が問われる事態が生じることになるだろう。

参考文献

Abiad, Abdul, Daniel Leigh and Ashoka Mody. (2007) "International Finance and Income Convergence: Europe is Different," *IMF [International Monetary Fund] Working Paper*, WP/07/64, Washington, D.C.

European Commission. (2017) *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, 31 May 2017.

. (2018) *Deepening Europe's Economic and Monetary Union, Commission Note ahead of the European Council and the Euro Summit of 28-19 June 2018*.

- 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、当社までご連絡ください。