

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：欧州債務危機とユーロ

執筆者：三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング
調査部 副主任研究員 細尾忠生氏



要 旨 （以下の要旨は 1 分 40 秒でお読みいただけます。）

南欧の小国、ギリシャの対外債務危機（国債償還リスク）で世界が揺れています。つい先日の 2 月 21 日（火）未明には EU 諸国によるギリシャへの第 2 次追加支援策が可決され、当面のギリシャ国債のデフォルト（債務不履行）は回避されました。しかしながら、ギリシャの財政再建が進まなければ結局問題が先送りされたに過ぎません。対外債務が民間銀行向けで約 1,600 億ユーロ（約 16 兆円）に過ぎないギリシャですが、同国が破綻するとイタリア等他の債務大国にも波及し、ユーロ圏が崩壊する恐れがあります。

今回は、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング調査部で海外経済全般について調査されている細尾忠生・副主任研究員に欧州発の対外債務危機を解説していただきます。

先ず第 1 に、ギリシャは 2001 年のユーロ加盟後、「一つのユーロ」への信頼から資金調達コストが低下し、海外資金取入れで政府債務が膨らむことになりました。こうした債務累積から、2009 年にはユーロ加盟の条件を上回る巨額の財政赤字が発覚し、ギリシャ債務危機が他の財政赤字国（PIIGS 諸国）にも波及して行きました。

第 2 に欧州通貨危機を考えるに際し、欧州統合に向けた「欧州流」の考え方への理解が大切です。それは、欧州の域内対立を抑止する（特にドイツの突出を防ぐ）ことにより、米国や新興国に対抗する思想です。ただし、この対立抑止の考え方から小国の意見を尊重する結果、迅速な意思決定が阻害される側面があります。今回の第 2 次追加支援措置に時間がかかったのは、正に「欧州流」の特徴が現れたものです。

第 3 に欧州債務危機では、ギリシャ国債を多額に保有する民間銀行の経営が不安視されます。米国では、2008 年のリーマンショック時に政府が銀行に資本注入を承諾させましたが、欧州ではまだ足並みが揃いません。欧州銀行の資本増強が大きな課題です。

また第 4 に、銀行への資金注入では、欧州自身の資金余力が乏しく危機波及に必要な 1 兆ユーロ（約 100 兆円）確保には新興国からの支援が求められます。しかし、IMF（国際通貨基金）への追加出資では発言権の変更を巡り米国との対立があります。欧州債務危機は、先進国の衰退と新興国の興隆という時代の変化の中で発生したとも言えます。

最近の世界経済は、全体にやや上向いていますが、ギリシャでは今年 4 月の総選挙で緊縮財政に反対する政党が議席を伸ばす可能性があります。銀行資本増強の遅れが経営危機に繋がれば日本への影響も避けられず、先行き油断はできないと結ばれています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

Taiyo ASG Group is a member firm within Grant Thornton International Ltd ('Grant Thornton International').
Grant Thornton International and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered by the member firms independently. (c) Taiyo ASG Group. All right reserved.

欧州債務危機とユーロ

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング 調査部 副主任研究員
細尾忠生

はじめに

欧州債務危機は論点が多いテーマである。財政赤字はなぜ拡大し危機にいたったのか。銀行の経営不安はどこまで広がるのか。危機からの回復をどのように想定すればよいのか。今考えられるリスクは何か。

ギリシャでは混乱が続き、支援するドイツはしびれをきらしているとされる。ECB（欧州中央銀行）の資金供給策をきっかけに金融市場は小康状態を保つが、今後もリスク要因には事欠かない。一方、統合推進は欧州のレーゾン・デートルであり、後戻りできない政治テーマである。ユーロ諸国は、体制の維持に向け懸命の努力を重ねながら、財政再建と財政統合の強化を進め、通貨ユーロの信認回復をめざしている。



1. ギリシャの危機が波及

まずギリシャ危機発生メカニズムと、危機が深刻化したプロセスを振り返り、ユーロが抱える問題を整理する。

2009 年 10 月、ギリシャが財政危機に直面した。GDP 比（以下同じ）4%と見込まれていた財政赤字が実際は 12%であったことが判明し、ギリシャに対する信用が失われ、ギリシャ国債が暴落するという危機が発生した。ユーロ採用国は、財政赤字を 3%以内に抑える必要がある。約束違反はギリシャだけではなかったが、これほど大幅な赤字はユーロ発足以降初めてだった。

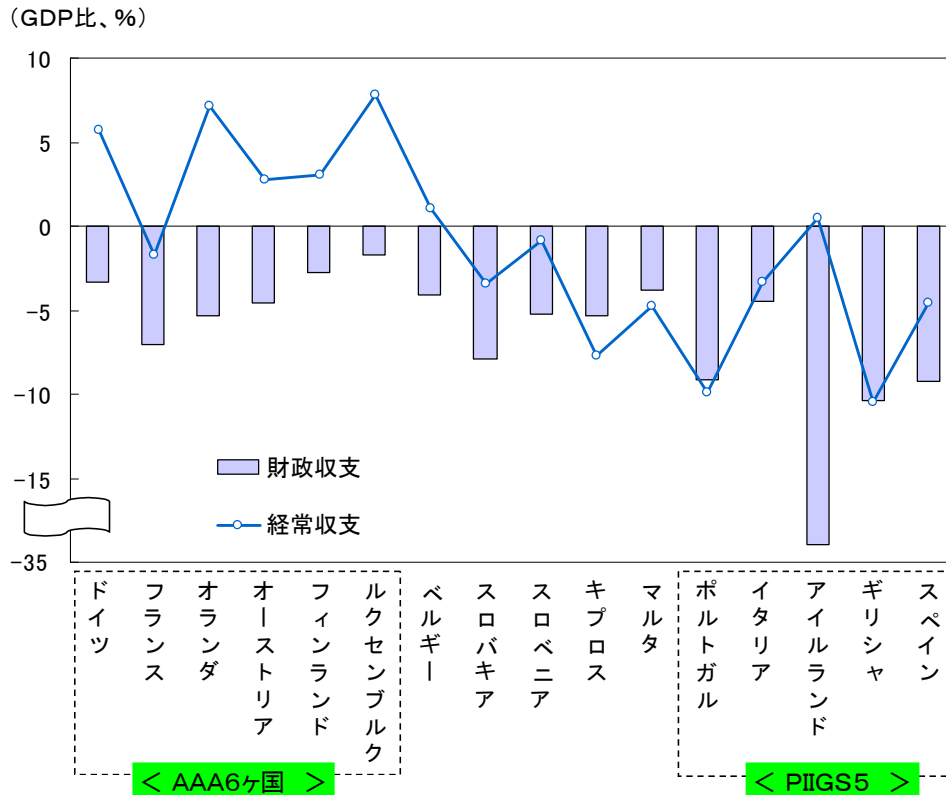
なぜユーロを用いる国で、財政赤字を一定の範囲に収める必要があるのか。二つ理由がある。第一に、通貨と金融政策を統合しながら、各国の財政主権を認めたため、共通ルールを設けないと統合が進まなかったためだ。第二に、共通通貨を採用する国は、経済構造を似通ったものにする必要があるためだ。米国のマンデル博士（コロンビア大学教授、ノーベル経済学賞受賞者）が 1961 年に提唱した「最適通貨圏」という考え方である。欧州はこの考え方に基づき経済統合を進めた。

しかし、危機前の各国の財政収支をみると、ユーロ導入後の平均で 5%の黒字から 5%の赤字まで格差があった。本来は国債利回り（長期金利）にも格差がつくはずだが、ユーロ導入の成功により、金融市場で「一つの欧州」に対する過大な評価が定着し、各国金利には財政格差が反映されず、財政状況が最も安定していたドイツの金利水準に収斂した。

このため、ギリシャでは資金調達コストが著しく低下し、安易に政府債務が膨らんでいった。また、アイルランドやスペインで、金利の低下を背景に不動産ブームが起きた。ところがリーマン危機後に住宅バブルが崩壊すると、バブル処理に巨額の財政需要が発生し金融市場は急速に懸念を強めた。

こうした債務危機国（PIIGS 5 諸国<下表参照>）では、経常収支が赤字であったため、海外からの資金流入に依存していたことも危機を深刻化させる要因となった。ユーロ加盟国の経常収支をみると、格付けの高い国々が経常黒字、債務危機国が経常赤字と対照的な経済構造にある（図表 1）。

図表 1 ユーロ加盟国の経常収支・財政収支



(注1) AAA6ヶ国は、2012年1月S&Pが格下げを行うまで最高格付けを維持していた国々

(注2) 2010年の値。

(出所) IMF(2011年9月)

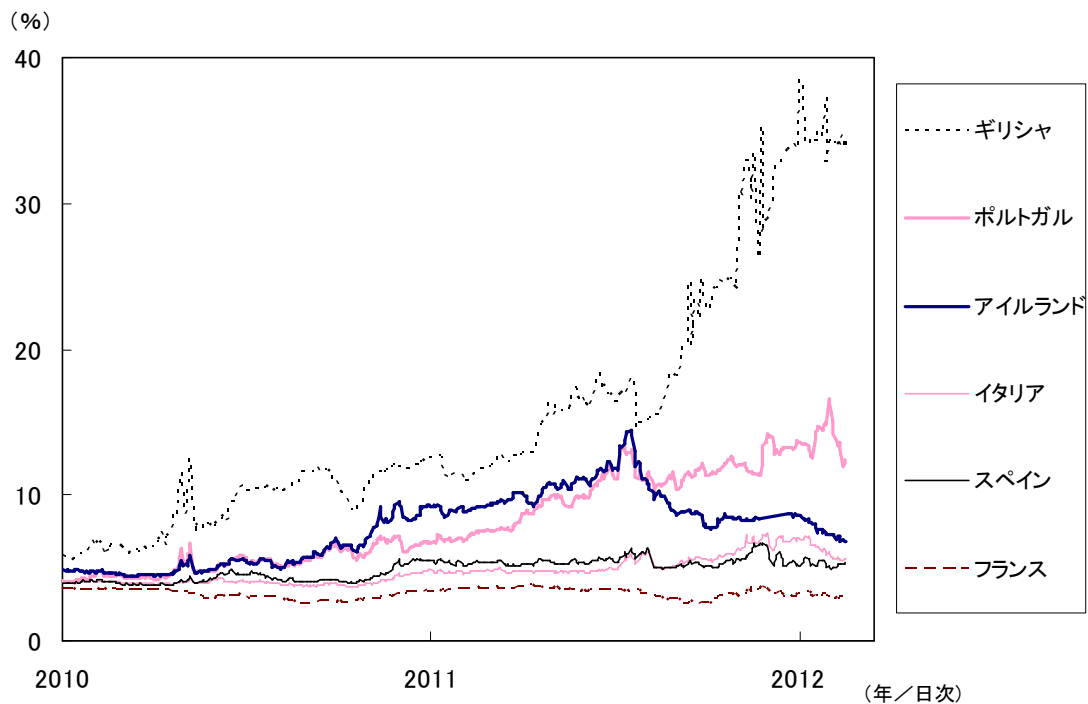
このような状況下、ドイツの対応が後手に回ったことも危機を拡大させた。

ギリシャが国際支援なしに立ち行かないことが鮮明になったのは 2010 年春頃だった。当時のドイツは国内で重要な地方選挙を控えていたため支援を渋り続け、ギリシャが財政再建を進めることが先決との原則論に終始した。ドイツが支援を渋ったため、ギリシャのデフォルト（債務不履行）が意識され、ギリシャ以外の国々に波及、ユーロ崩壊の可能性も無視できなくなるなど、金融市場の混乱は日ごと深まった。

金融市場が求めたのは、資金的に十分な裏づけを持った救済プログラムである。平たく言えば「もしもの時」の資金であり、各国が市場から資金調達が困難になったさい、緊急融資を行うために事前に用意された資金である。金融市場では、大国イタリアやスペインへの波及を食い止めるために 1～2 兆ユーロ(約 100～200 兆円)規模の資金が必要とされている。

「もしもの時」の資金は、ギリシャの危機を大国イタリア、スペインに波及させないための防波堤の機能を期待されているため、新聞報道では「ファイア・ウォール（防火壁）」と呼ばれる。こうした「もしもの時」の資金がいまだ不十分なため、ギリシャの危機は 2010 年秋にアイルランド、翌 11 年春にポルトガルに波及し、昨年(2011 年)秋ごろからはイタリアにも飛び火するとの懸念が急速に広がった（図表 2）。

図表 2 各国の長期金利の動き



(注) 各国の10年物国債利回りの推移
(出所) 各国統計

2. 「欧州流」のメリット・デメリット

欧州債務危機は今何合目あたりにあるのか。ギリシャのデフォルトやユーロ崩壊は本当に回避できるのか。危機の全体像を読み解く際に重要なのは、「欧州流」への理解である。

欧州統合とは域内対立を抑止するメカニズムであり、中世より欧州混乱の原因を招いてきたドイツを封じ込める知恵でもある。外に向けては、米国への対抗心があり、近年、新興国の興隆が顕著になる中、欧州が一つにまとまることは、発言権確保のための共通利益でもある。

一方、統合の動きは各国の主権をブリュッセルの官僚機構 (EU 本部) に委ねるため、国内の反発を招きやすい。拙速な議論は主権維持派に巻き返しの機会を与えることになる。ドイツの存在が突出しないように、小国の意見が尊重される傾向も目立つ。EU 条約は全ての国の批准が求められ、民主的なプロセスが迅速な意思決定を阻害する。

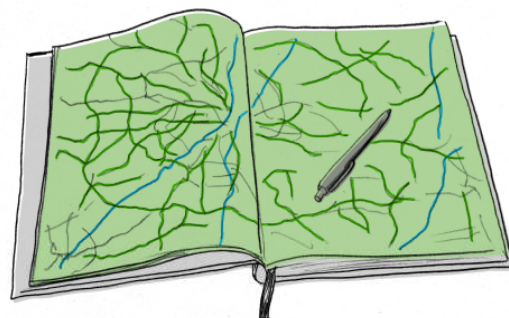
それでも、欧州統合は後戻りできない政治課題である。ユーロの信認維持のため、ユーロ離脱国を出すわけにいかない。離脱国が出れば、ユーロの失敗を認めることになる。

ドイツでは、ギリシャ救済に反対する世論が強い。しかし、メルケル首相率いるCDU（キリスト教民主同盟）、最大野党の社会民主党、躍進著しい緑の党は、いずれも積極救済を通じユーロの体制維持を主張している。救済策に反対するのは、CDUの一部と連立パートナーの自由民主党であり、この勢力を失えば、連立与党が過半数を確保できないためメルケル首相も慎重にならざるをえないが、決定的なネックになっていると言いがたい。

対応の遅れとそれに対する市場の失望は「ベルリンとロンドンの距離」にたとえられ、ドイツが動かないことがユーロ崩壊リスクを高めてきた。しかし、統合推進に向けたドイツの意志はこのところ金融市場にも浸透し始めている。特に、昨年（2011 年）12 月のEUサミットが新しい財政協定で合意し、欧州の財政統合を強化することで加盟国の足並みがそろったことで、ユーロ体制の維持に向けたドイツの意志が明確にされたことは、「もしもの時」はドイツが支えるとの安心感を市場に与えた。

もっとも、ギリシャの第2次支援策（追加支援措置）は、今年（2012 年）の年明けから再三にわたり決定が先送りされ迷走が続いた。このため、ドイツはしびれを切らしているとされる。しかし、欧州が財政統合を強化し、最終目標である欧州共同債を発行するために、全ての加盟国が財政再建を進めることが必要不可欠である。ここでもドイツ政府は世論の反対にもかかわらず、ユーロ体制を維持するため、離脱国やデフォルトを宣言する国を出さず、財政統合の強化を目指し、ギリシャの財政再建を粘り強く支援しているといえる。実際、ユーロ加盟各国の財務相は今年（2012 年）2 月 15 日に緊急電話会合を行い、支援策の条件としてきた財政緊縮法の可決、緊縮策の実行に向けた連立与党党首の誓約書、未確定となっていた3億ユーロ（約300億円）の緊縮策の具体化のいずれについても前進がみられたと評価し、同20日の財務相会合で第2次支援策を決定する方針を確認した。

欧州財務危機が解決するためには、財政再建にめどがつくことが必要であり、相当の時間がかかるプロセスである。このため、ECBの資金供給により金融市場は小康状態を保っているものの、問題解決にはまだ道半ばといえる。そうした危機のさなかにあっても、統合推進への強い意志と、時間をかけて合意を重ねる政治プロセスが「欧州流」の特徴であり、ドイツを中心に統合への強い政治的意思が明確であることが、ギリシャのデフォルト回避やイタリアへの危機波及を食い止めている。財政再建と財政統合の強化を進めることこそが、ユーロの将来の信認回復にとって何より不可欠であろう。



3. 銀行の資本増強が喫緊の課題

欧州債務危機では、時間の経過とともに、銀行経営が不安視されるようになった。取り組むべき優先課題は銀行の資本増強である。

銀行が危機からどのように立ち直ったのか。ここでは、2008 年に発生したリーマン・ショックの際の米国の状況を簡単に振り返ってみよう。

米国ではリーマン・ショックの後に政府が銀行に資本注入を行った。その際、銀行は経営の自由度を奪われることになるため反発したが、当時のポールソン財務長官は、各行の首脳を財務省に呼び強引に承諾させた。

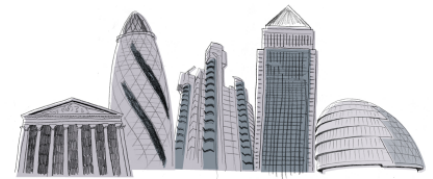
公的資金の注入は、世論の反発が強いとされるが、それに加え、「うちは大丈夫」と繰り返す銀行自身による抵抗もあるため、政治的に強いリーダーシップが求められる。米国はまず大手行に一斉注入した後、財務内容の悪い銀行に追加注入を行った。また、銀行の自力増資も進んだ。当時、存在感を高めていた新興国の資金やオイルマネーも積極的に受け入れた。市場からの資金調達による資本増強が可能だったことは、バブル崩壊後に邦銀が直面した状況との大きな違いであった。

銀行は四半期決算で証券化商品の保有残高や償却額を開示し、不良債権処理を迅速に進めた。自力増資や不良債権処理を通じ、経営再建の道筋を市場の評価に委ねたことは、米銀の不良債権処理の大きな特徴であった。

そのうえで、リーマン・ショックの混乱が落ち着くと、金融当局はストレステスト（損失量の事前見込調査）を実施した。経済環境が悪化する場合の資本の不足額を算定し、資本増強が必要な銀行は一段の増資を迫られた。こうした対応も米銀に対する市場の信認回復に効果的だったといえる（図表 3）。

図表 3 米国の住宅バブルと金融危機の動き

2003年 6月	政策金利が過去最低の1%に
2006年 6月	住宅価格がピークをつける
2007年 7月	サブプライムローン問題が表面化
2008年 3月	ベア・スターンズが経営破たん
9月	リーマン・ブラザーズ、AIGが経営破たん
10月	大手19行に公的資金注入
11月	シティ・グループに追加の公的資金注入
2009年 1月	バンカメに追加の公的資金注入
5月	ストレス・テスト結果公表
2010年 7月	金融規制改革法成立



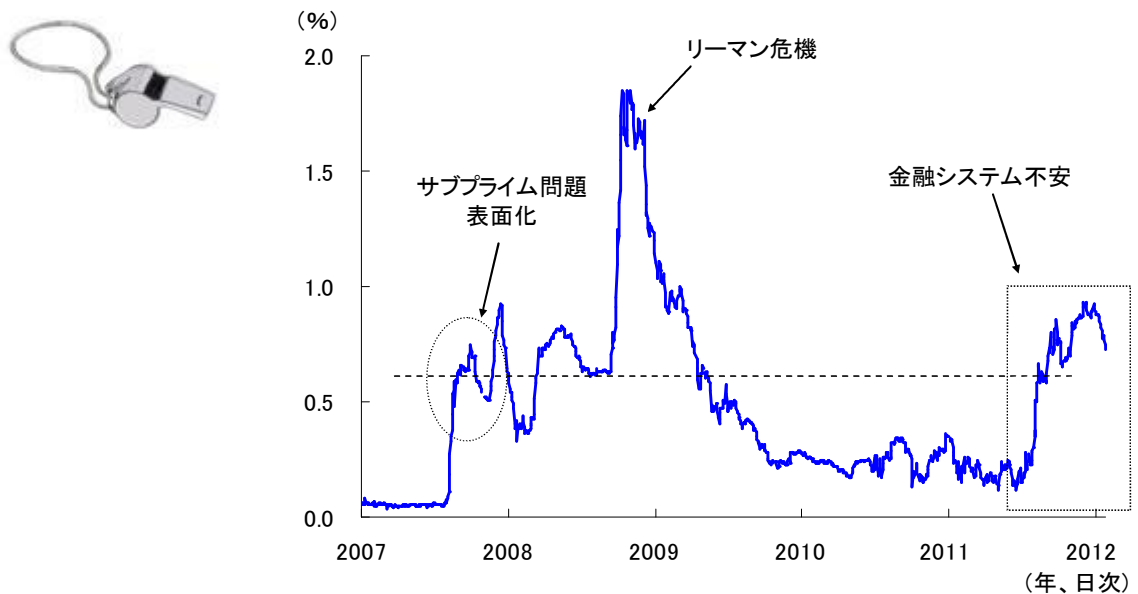
一方、欧州では、欧州銀行監督機構が各銀行に対し、今年（2012 年）6 月末までに必要な資本増強を実施することを求めているが、すでに年初の 1 月末に提出された各行の資本増強計画には不十分との指摘が多い。公的資金による資本注入への銀行の抵抗も強く、それを押さえ込む政治力も弱い。市場での自力増資も困難な状況にある。各国債の値下がりが続く中、イタリア、スペイン国債の償却が遅れ損失の先送りが続く。

銀行が相互に疑心暗鬼となっているため、銀行同士の資金のやりとりを行うインターバンク市場では、銀行間の資金取引にリスク・プレミアムが付加されている。こうしたプレミアムは、かつてはジャパン・プレミアムと呼ばれたが、今では欧州系の銀行のプレミアムが高まっている。いわば銀行の経営や財務の危険度を示す数値といえる。

E C B の資金供給をきっかけに、為替市場ではユーロが買い戻され、世界的に株価も反発し、金融市場の緊張もいくぶん和らいだのは確かである。それにともない、昨夏から急上昇した銀行間市場のリスク・プレミアムもこのところやや低下している。

しかし、方向よりもリスク・プレミアムの水準に注目すべきである。米国でサブプライムローン問題が表面化した際のレベルで今も高止まりしたままであり、銀行の経営問題が問題解決にはほど遠いことを示す。今後、リスク・プレミアムが再び上昇し、リーマン危機のような水準に至るのか、それとも、このまま順調に低下していくのか、銀行の資本増強が順調に進められるかどうかがかぎを握る（図表 4）。

図表 4 銀行間市場でのリスク・プレミアム

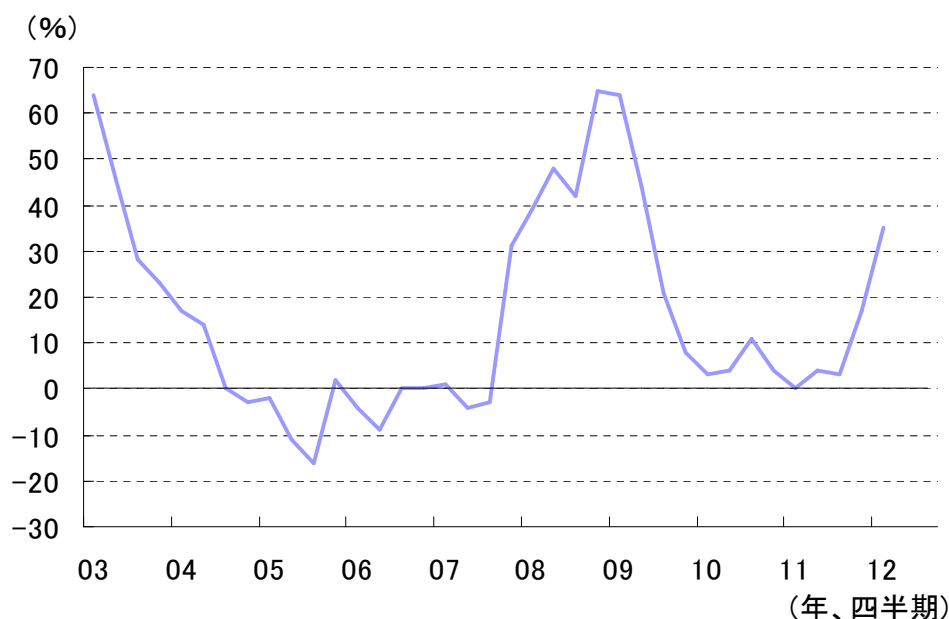


(注) OISスプレッド=EURIBOR3ヶ月物－OIS(翌日物金利スワップ)3ヶ月物。
市場の予想政策金利であるOISと銀行間金利のEURIBORとの金利差は、
短期金融市場のカウンターパーティー・リスクに対するプレミアムを示す。

(出所) Bloomberg(2012年2月15日までのデータ)

資本増強が遅れると、銀行は財務を維持するために、貸出などの資産圧縮を行うことから、実体経済に信用収縮圧力が高まることになる。ECBによると、欧州系銀行の貸出態度は、2000 年代初頭の不況期やリーマン危機時ほどではないにせよ、厳格化の動きがすでにみられ（図表 5）、景気への影響が懸念される。ユーロ圏の昨年（2011 年）10～12 月期の GDP 成長率は前期比年率▲1.3%と 2 年半ぶりのマイナス成長となった。欧州経済の低迷がこのまま続くのか、それとも、ドイツを中心に輸出部門が下支えしリセッションを回避できるのかは、信用収縮がどの程度強まるかが大きく影響する。この点でも、銀行の速やかな資本増強が待ったなしといえる。

図表 5 銀行の貸し出し態度



（注）貸出を厳しくした金融機関－緩和した金融機関の割合
（出所）ECB

4. 新興国資金をめぐるかけ引き

銀行への資金注入は、上述のファイア・ウォールの整備とも関係する。これまでユーロ圏ではEFSF（欧州金融安定基金）や後継のESM（欧州安定メカニズム）を整備したが、イタリアへの危機の波及を食い止めるには資金不足とされ、規模を1兆ユーロ（約100兆円）に拡大することを目指しながら、いまだに資金調達が進んでいない。

この資金枠は、各国向けの緊急融資に加えて、銀行への資本注入にも充当されるため資金規模の拡充が急がれる。米国が銀行への資本注入を行った際、ファイア・ウォールとして用意した7,000億ドル（約56兆円）の金融安定化資金を利用したのと同じ制度的枠組みといえる。

資金調達が難航するのは、欧州自身の資金力が乏しいことに加え、各国からの資金支援が進まないためである。中国など資金力のある新興国が出資を見送っているのは、支援と引き換えに求めているIMF改革に米国が反対し、カネを出して口を出せないことへの不満による。

このため、国際的な欧州支援の枠組み作りとIMF改革は、今年（2012年）2月のメキシコG20を皮切りに、国際会議の主要テーマに浮上した。新興国によるIMFの特

別勘定への出資が、発言権の変更に結びつくような折衷案で合意できるかがカギとなる。欧州出身のラガルド専務理事が各国を歴訪し懸命の調整を続けるが解決の糸口は見出せていない。欧州債務危機は、先進国の衰退と新興国の興隆という時代の大きな変化の中で発生した。

資金力に余裕のある新興国が支援を行うことが問題解決への近道であるが、国際政治の勢力争いが単純な解決をはばんでいるといえそう。

5. 無視できないリスク要因

今のところ、欧州流の時間をかける戦略に世界経済の動向が味方をしている。世界経済の主役である米国は、リーマン危機から3年あまりを経過し、ようやく景気回復に勢いがつき始めているからだ。中国では減速傾向が顕著になっているものの、共産党大会を控え、懸案のインフレ抑制にめどがつき、ハードランディングを回避できるとの見方が支配的である。米中経済の底堅い動きとユーロ安の恩恵から、主要国のドイツを中心に欧州でも（意外なことに）経済指標の改善が目立つ。輸出部門にけん引されたドイツの失業率は過去最低を更新している。

もちろん油断は禁物である。世界経済が変調をきたせば、最も深刻な影響を受けるのは、輸出で息をつなぐ欧州であり、景気が冷え込めば、もはやギリシャやイタリアを支援する余裕はなくなるからである。

目先もリスク要因に事欠かない。ギリシャでは4月に予定される総選挙で、緊縮政策に反対する政党が議席を伸ばす可能性がある。支援の中心にいるフランスでも、今年（2012年）4～5月の大統領選挙で優勢が伝えられる社会党のオランド候補は、これまでのところ積極支援に慎重姿勢を崩していない。ECBの資金供給により金融市場は小康状態を保つが、それでも資本増強が遅れれば、銀行の経営破たんリスクが高まることになる。危機が深刻化すれば、日本への影響も免れない。輸出の減少や円高・株安の圧力が高まることになろう（図表6）。

図表6 為替相場と株価の推移





以 上

執筆者紹介

細尾 忠生(ほそお ただお)1970年 和歌山県生まれ
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部 副主任研究員

<学歴・職歴>

1996年 早稲田大学商学部卒業
1998年 早稲田大学大学院商学研究科修士課程修了(国際金融論専攻)
1998年 三和総合研究所(現 三菱UFJリサーチ&コンサルティング)入社
現在に至る(担当:海外経済全般)

<主要著作等>

実践・景気予測入門(共著、東洋経済新報社)、経済金融トレンドに強くなる(共著、きんざい)
その他:テレビ、新聞、雑誌へのコメント・寄稿多数