

2024年3月21日 全7頁

「もしトラ」で再燃する欧州債務問題

なりふり構わないロシアの戦時経済体制強化が金融市場に混乱を生む

金融調査部 主席研究員 菅野泰夫

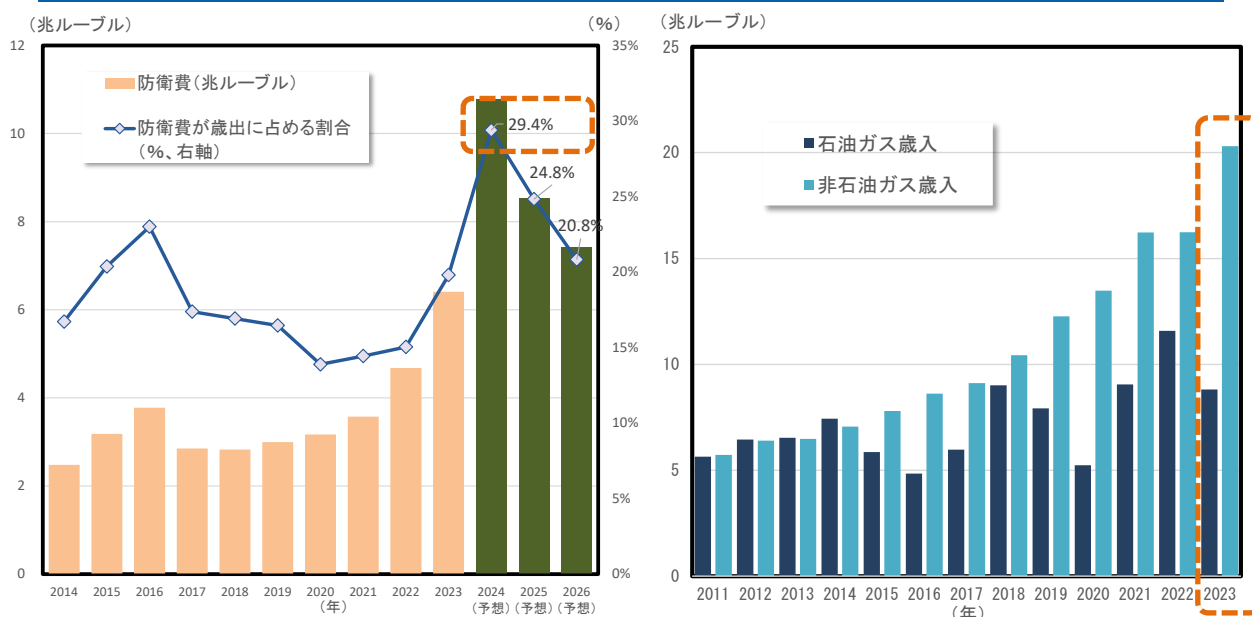
[要約]

- 2023年11月、ロシア財務省は「2024年の連邦予算及び2025-2026年の計画期間における連邦予算に関する法律」を可決させロシア連邦の新予算案の枠組みを固めた。新予算計画では2024年の防衛費が財政支出の約3割を占め大幅に拡大するなど、なりふり構わない戦時経済体制への移行が鮮明となっていることが注目された。
- 米国は過去10年間、常に防衛費対GDP比が3%を超えており、ウクライナ隣国のポーランドやロシアと広大な国境を接するフィンランドも、2023年に防衛費対GDP比を大幅に引き上げた。他方、ドイツ、フランス、イタリアといったG7の主要国は、2014年以降、防衛費対GDP比が一度も2%を上回っていない。この状況下で特に警戒すべきは、在任時に何度もNATO離脱をほのめかしたトランプ前大統領が今年の米国大統領選挙で再選される可能性である。
- ドイツのショルツ首相は2024年2月、今後の防衛支出をNATO加盟国の目標である対GDP比2%以上に引き上げると宣言した。しかしそれを可能とする特別基金からの拠出は3年ほどで枯渇すると言われており、その後対GDP比2%の目標を達成するには、一般予算から年間250億から300億ユーロの追加財政支出が必要になるという。防衛費増額という先制措置を取ったドイツにとっても、ウクライナ侵攻が長期化するほど景気回復の歩みは遅れ、財政規律ルールの順守も困難になるとされている。
- 公的債務残高が対GDP比約140%と高水準で推移しているイタリアは、財源確保に苦慮しており、来年度以降も防衛費対GDP比2%の達成は極めて困難な状況にある。トランプ前大統領の再選を機に、防衛費の過度な負担や財政健全化の先送りに対する懸念が再燃すれば、イタリア国債の投機的等級への格下げ観測が金融市場に改めて台頭し、同国債券の利回りも上昇する可能性が高い。

なりふり構わず戦時経済体制を強化したロシア

2024年2月24日、ロシアによるウクライナ侵攻開始から3年目を迎えた。ロシアは長期戦を見据え、経済を本格的な戦時体制へと移行させるため、民間企業や労働者に対する国家統制を一層強める方針を明確にしている。2023年11月、ロシア財務省は「2024年の連邦予算及び2025-2026年の計画期間における連邦予算に関する法律」を可決させ、ロシア連邦の新予算案の枠組みを固めた¹。新予算計画では2024年の防衛費が財政支出の約3割を占め大幅に増加する（2023年防衛費の1.7倍）など、戦時経済体制への移行が鮮明となっていることが注目された。2025年から26年までの2年間も、防衛費は財政支出のかなりの割合を占めることを想定しており、（その割合は低下傾向にあるものの）依然として高水準にとどまる見通しである。防衛費を大幅に増やす予算の実現を後押ししたのは、2022年7月に成立した法律である。同法でロシア政府は軍事作戦中に「特別な経済措置」を発動し、企業に軍需品やサービスの提供を強制できるようになった（特定企業の労働時間や休日を規制する権限も政府に付与されている）。同法は軍支援に主眼を置く戦時経済体制への移行を目指しており、欧米のメディア等でも報道されている。戦費増大による財政赤字の悪化や経済制裁の影響を最小限に抑えることが同法の目的である。

図表1 ロシアの防衛費とそれが歳出に占める割合（左）とロシアの歳入の推移（右）



(注) 2024年～2026年はロシア財務省の予想（左）
 (出所) ロシア財務省、ロシア中銀より大和総研作成

一方、ロシアの実質 GDP 成長率は2023年に3.6%増まで回復し、コロナ禍からの反動があった2021年を除けば、この10年間で最高の伸びを記録するなど、好景気の様相を呈している。

¹ 2024年予算に関する会合は、2023年4月11日にプーチン大統領が招集し、ミシュスチン首相、シルアノフ財務相、ナビウリナ中央銀行総裁らが出席した。

このため、国民生活においては戦時経済への移行による影響をあまり感じていないとされる。国民生活に大きな影響を与えず戦時経済体制に移行できたのは、歳入を大幅に増やすことに成功したことが大きいと考えられる。ロシアのエネルギー収入は、2022年12月に発動されたG7主導の対ロ制裁である石油価格上限スキームにより、2023年第1四半期に前年同期比45%減と急減した。しかしその後、西側諸国の規制が及ばない地域に登録されている「ダークフリート」と呼ばれるタンカーで原油を輸出し、制裁を迂回している。これによって減収幅を抑え、2023年通年では過去4番目に高い石油・ガス収入を確保した。さらに新法により法人税の引き上げ等で課税を強化したり、企業の国有化を推進したりすることで非エネルギー部門の歳入も急増している。なりふり構わない手段の結果、2023年の歳入は過去最高の29.1兆ルーブルを記録するなど、財政収入の確保において一定の成果が見られた。そのため年金支給額や公務員給与の引き上げなど国民生活への恩恵も増加しているのが実情である。

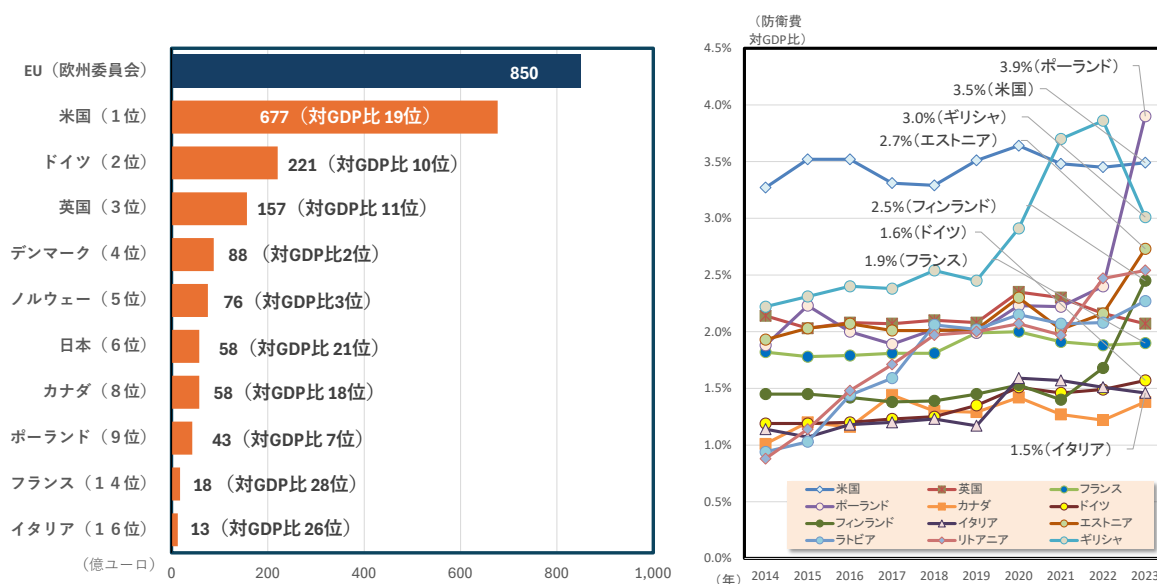
もしもトランプ大統領が誕生したら

ロシアが戦時経済への移行を明確にしたことで、ウクライナ侵攻のさらなる長期化を西側諸国は懸念している。この事態に備え、NATOは欧州加盟国による2024年の防衛費を過去最高の3,800億ドルとする見通しを発表するなど、ロシアの戦時経済移行に対抗すべく対応を急いでいる状況にある。そもそもNATOは2014年に加盟国に対し、防衛費の対GDP比を10年以内に2%まで引き上げることを目標に掲げた(2014年のNATO予算は約2,350億ドル)。しかし、現状ではNATO加盟国間で防衛費に大きな差が見られる。米国は過去10年間、常に防衛費対GDP比が3%を超えており、ウクライナ隣国のポーランドやロシアと広大な国境を接するフィンランドも、2023年に防衛費対GDP比を大幅に引き上げた。他方、ドイツ、フランス、イタリアといったG7の主要国は、2014年以降、防衛費対GDP比が一度も2%を上回っていない。この状況下で特に警戒すべきは、在任時に何度もNATO離脱をほのめかしたトランプ前大統領が今年の米国大統領選挙で再選される可能性である。トランプ前大統領は2月の支持者集会で、大統領在任時代に、NATO加盟国首脳に対し、防衛費目標未達であれば、米国は当該国を守らず、ロシアによる攻撃を「奨励」と発言したことを明らかにしている。他の加盟国を守るための経済的負担を米国が負い過ぎていることへの不満は解消されておらず、NATOに懐疑的な姿勢を崩していない。これにより、NATO第5条の集団的自衛権が機能しないのではないかと懸念が、防衛費目標未達の加盟国を中心に広がっている。

さらに欧州諸国が警戒しているのが、トランプ前大統領の大統領就任により、ウクライナへの軍事支援の大部分を欧州が負担せざるを得ない状況に追い込まれることである。ウクライナへの軍事・経済・人道支援においては、一国としての貢献度は米国が突出しており、キール世界経済研究所の調査によれば、侵攻開始の1カ月前の2022年1月24日から2024年1月26日までの支援総額は、すでに677億ユーロ(約740億ドル)を超えている。さらに米国政府はウクライナやイスラエル等に対し、総額1,059億ドル(うち614億ドルをウクライナ向け軍事支援)に上る新たな支援パッケージを発表している。しかし、この支援はまだ議会の承認を得ていない。2月13日、上院は953億ドル(うち610億ドルをウクライナ向け軍事支援)に減額し

て通過させたが、下院では共和党保守派で、トランプ前大統領とも近いとされるジョンソン氏が新たな議長になったため、可決されるかどうかは不透明な状況にあり、議会承認が遠のいているのが実情である。バイデン米大統領はホワイトハウスで再三、国民に向けて演説し、ウクライナに対する多額の追加支援の重要性を訴えている。しかしトランプ前大統領は、欧州諸国のウクライナ支援の少なさに不満を示し、欧州諸国が米国の支援に「ただ乗り」していると批判し、欧州の負担増を訴えている。EUも侵攻開始からの2年間で総額850億ユーロの支援を表明し、2024年2月には4年間で総額500億ユーロのウクライナ追加支援パッケージ案を承認している。しかし、そのほとんどが経済・人道支援であるため、米国下院が追加支援を可決しなかった場合、欧州（特にG7の一角であるドイツ、単独支援が少ないフランス、イタリア）がウクライナの防衛費の負担を強いられる可能性が指摘されている。

図表2 G7・欧州諸国によるウクライナ支援額（左） NATO加盟国の防衛費対GDP比（右）



<注> 2022年1月24日から2024年1月26日までの支援表明額、括弧内は名目GDPに対する支援金額の比率でみた世界ランキング（左）、数値は2023年（右）

（出所）キール世界経済研究所、北大西洋条約機構（NATO）より大和総研作成

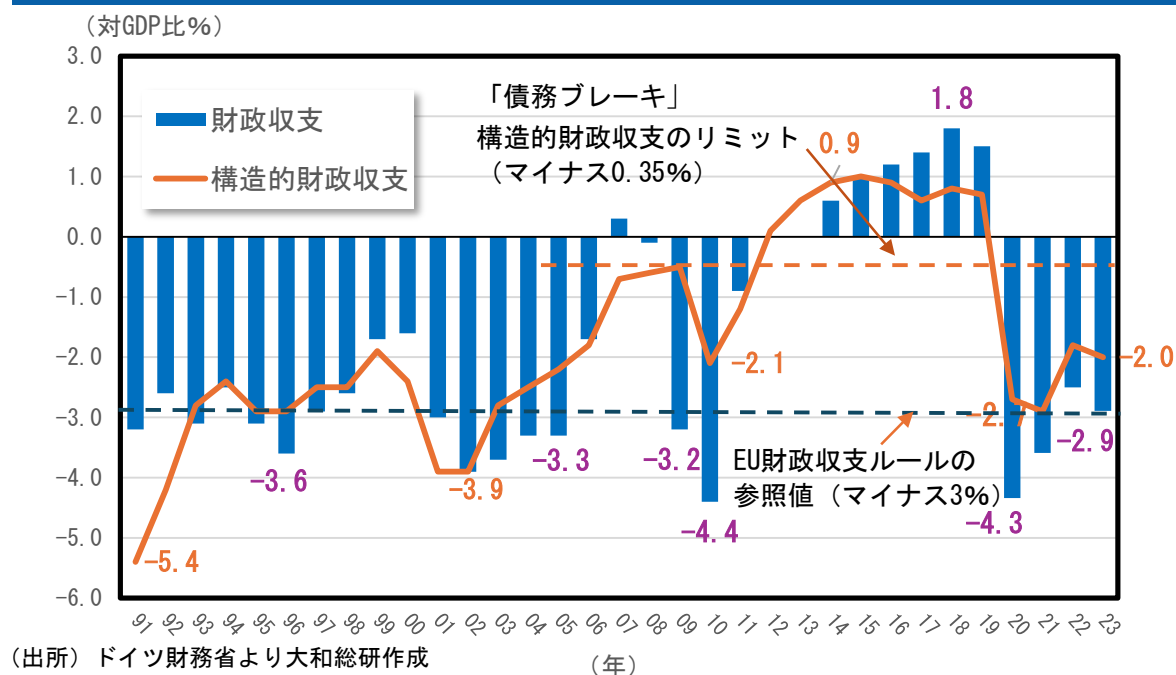
先手を打ったドイツ

トランプ前大統領の再選を懸念し、欧州のNATO加盟国は防衛費を大幅に増額せざるを得ない状況に置かれている。こうした中、ドイツのショルツ首相は2024年2月、今後の防衛支出をNATO加盟国の目標である対GDP比2%以上に引き上げると宣言した。そもそもドイツは、防衛費を2014年の354億ユーロから2023年の510億ユーロへ44%増加させたが（2015年基準の実質金額ベース、出所：NATO）、過去10年間では防衛費対GDP比は1.2%から1.6%の間で推移し、NATO目標の2%には一度も到達しなかった。しかし、ピストリウス国防相が、ロシアが今後5年から8年の間にNATO加盟国を攻撃する可能性を警告するなど、ロシアの長期戦の構えに対抗するため、武器生産能力強化が不可欠だと訴えるなど、防衛費増額の方針転換を迫られて

いた。またこの布石として、2022年6月、シュルツ連立政権は連邦議会で、ドイツ連邦軍の再軍備計画を実施するための新たな防衛費として1,000億ユーロの特別基金創設を可決していた。この特別基金は通常の防衛予算に加えて設定され、対GDP比2%の目標達成を目指す。ドイツ政府の発表では、2024年にはドイツは防衛費として720億ユーロを支出する計画であり、そのうち約520億ユーロが一般予算から、約200億ユーロが新設された特別基金が充てられるとされている。ようやく活用されることとなった特別基金からの拠出により、ドイツは2024年に対GDP比2%の防衛支出目標を初めて達成する見込みである。

単年で200億ユーロの拠出であれば、1,000億ユーロの特別基金によって2028年まで5年分の予算を確保できる。仮にトランプ大統領が再選したとしても、その在任期間中は対GDP比2%の目標を維持できるとの見方もある。しかし、ドイツ経済研究所の試算によると、ウクライナ侵攻が長期化すれば、特別基金からの拠出は実際には3年ほどで枯渇すると予測されている。2027年以降も対GDP比2%の目標を達成するには、一般予算から年間250億から300億ユーロの追加支出が必要になるとみられている。また、米国が今後ウクライナ軍事支援を縮小することになれば、ドイツはより多くの防衛費を負担せねばならないと予想されている。

図表3 ドイツ財政収支



さらに2024年から、コロナ危機により一時的に免除されていたEUの財政規律の適用が再開されるため、ドイツは今後、防衛費増のために他の財政支出を制限することも見込まれている。EUの財政規律は、1993年に発効したマーストリヒト条約を前身としている。同条約では、規律順守のためにユーロ導入を目指す国は、財政赤字が対GDP比3%以内、公的債務残高が対GDP比60%を超えないことなどの基準が設けられた(マーストリヒト基準)。また安定成長協定のもと、EU加盟国では財政赤字を回避するため、各国別に構造的財政収支(財政収支から景気循

環要因および一時的要因を除去したもの) の中期目標 (MTO: Medium-Term Budgetary Objective) を作成し、財政管理することとなっている。しかしコロナ危機以降、EU 全体の財政規律ルールが一時的に停止される中、ドイツ政府はそれまで 6 年続いた財政黒字に終止符を打ち、大幅な借り入れに転じた。直近の財政赤字は名目 GDP の 3%を下回ってはいるものの、ドイツは、EU ルールよりもさらに厳格である国内ルールの「債務ブレーキ²」を 2024 年から復活させ、構造的財政赤字を GDP 比 0.35%に抑える方針を表明している。防衛費の確保を最優先事項の一つと位置付けるショルツ首相は、2023 年から他の政府支出抑制のために補助金削減等に着手しているが、それが企業の投資意欲を削ぎ、景気を下押ししている側面もある (ドイツの 2023 年の GDP 成長率は前年比 0.3%減とマイナス成長に転じた)。防衛費増額という先制措置を取ったドイツにとっても、ウクライナ侵攻が長期化するほど景気回復の歩みは遅れ、財政規律ルールの順守も困難になるとされている。

防衛費増と財政規律の緩和で中長期的に金利リスク警戒が高まるイタリア

さらに G7 の一角であるイタリアも、トランプ前大統領の再選を強く警戒している国の一つとされる。イタリアは 2014 年から 2023 年にかけて防衛費を 187 億ユーロから 257 億ユーロと 37%増加させたが (2015 年基準の実質金額ベース、出所: NATO)、NATO 防衛費目標の対 GDP 比 2%には過去一度も到達していない。これを達成するには、2023 年の防衛費を 4 割増とし、100 億ユーロ規模の追加支出が必要となる。ドイツと同様の形式であれば、最低でも 500 億ユーロの特別基金の創設が求められる。しかし公的債務残高の対 GDP 比が約 140%と高水準で推移しているイタリアは財源確保に苦慮しており、2024 年以降も防衛費目標の達成は極めて困難な状況にある。

一方で 2023 年秋以降は、懸念されていた格下げがいったん回避されたことや、ECB の利下げ期待が意識されたことなどが、イタリア国債の需要を高め、ドイツ国債との利回り差 (スプレッド) は縮小傾向にある。これには EU の財政規律の改正がイタリア財政への投資家の不安心理を和らげている側面もある。2023 年 12 月 20 日に決着した、2025 年以降に実施が予定されている EU の財政規律の見直しでは、財政赤字の対 GDP 比 3%未満、公的債務残高の対 GDP 比 60%未満とする安定成長協定の骨格を維持したうえで、現実に即していないとの批判を集めた 20 分の 1 債務削減ルールの廃止などが盛り込まれた³。ただし、当該改正は公的債務残高を高止まりさせるだけで、問題の先送りに過ぎないとされる。特にイタリアは欧州債務危機以降も、財政収支の目標達成に際して一貫して抜け道を利用してきたため、事実上財政規律が形骸化している。また、欧州債務危機の震源地となった他の南欧諸国と比べても、イタリアの利回り差は依然大

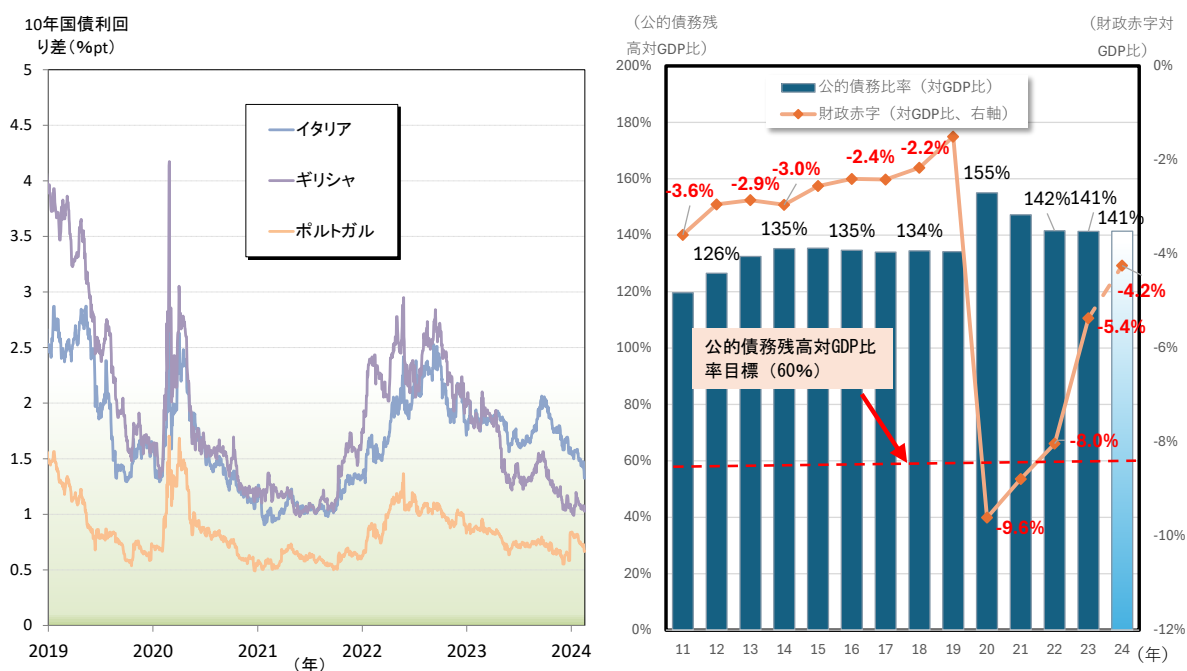
² 2009 年 7 月に憲法改正し、ドイツ連邦政府と州政府が原則として義務付けた財政規律ルール。連邦政府は構造的財政収支が対 GDP 比でマイナス 0.35%以上であれば、義務順守となる。州政府には構造的財政赤字は認められない。EU ルールと同様にコロナ危機により一時的に適用免除となっていた。

³ 従来、EU 加盟国に課された対 GDP 比の公的債務残高を毎年 GDP 比の 20 分の 1 ずつ削減するという財政規律は、多くの国にとって非現実的な目標であるとの批判を受けていた。そのため、新ルールでは毎年の GDP 比債務削減率を最低 1%とすることに緩和された。これにより、従来 GDP 比 4%相当の債務削減を求められていたイタリアなどの国にとっては、財政規律が大幅に緩和されることになる。

きい。特に2015年以降は、厳しい緊縮財政を強いられたギリシャに対しても利回り差が逆転されたままである。未だ公的債務残高対GDP比がイタリア（141%：2023年、出所：OECD）よりも高水準なギリシャ（163%：2023年、同）に対しても利回り差が逆転され続けているのは、防衛費負担増など中長期的な財政負担増への懸念も起因すると考えられる。

2023年11月、公的債務残高の高止まりが続く中、イタリア国債がG7初の「投機的等級」入りを辛うじて免れたことは記憶に新しい。しかしトランプ前大統領の再選を機に、防衛費の過度な負担や財政健全化の先送りに対する懸念が再燃すれば、イタリア国債の金利上昇を招く可能性が高く、投機的等級への格下げの議論が再浮上する可能性は否定しきれない。イタリアの巨額公的債務返済に関するリスクは依然として残存しており、ポピュリスト的な財政拡張思考のメローニ政権の強硬な公約実現の可能性を金融市場は危惧している。2023年後半からメローニ政権が金融市場の動揺を恐れて現実路線に転じ、やや危機感が和らいだものの、真の試練はトランプ前大統領が再選された場合に防衛費拡大の現実的な財政支出シナリオを描けるかだろう。対ウクライナ軍事支援拡大の圧力も加われば、さらなるイタリア財政悪化リスクを想起させる。あらゆる手段を講じて戦時経済に移行したロシアに比べ、防衛費の拠出に苦慮する姿が露呈すれば、欧州債務危機の再燃となるリスクが顕在化する可能性がある。

図表4 南欧諸国のドイツ10年国債との利回り差（左）とイタリア財政赤字（右）



(出所) Bloomberg、イタリア中銀、OECD (右：2024年はOECD推計のため別色、破線) より大和総研作成

(了)