

<特別レポート>

2011年10月19日 全31頁

欧州金融財政危機と世界経済

調査本部

欧州危機の広がり懸念されるアジア、日本経済への影響

[目次]

■ 1. 概観	・・・1	常務執行役員 岡野進
■ 2. ユーロ圏財政危機 — 今必要なこと	・・・6	ロンドンリサーチセンター 児玉卓
■ 3. 欧州銀行資本増強の動き	・・・13	ロンドンリサーチセンター 鈴木利光
■ 4. 南欧諸国等向け債権国からの波及可能性	・・・16	資本市場調査部 土屋貴裕、伊藤亮太
■ 5. 中国には金融財政政策に出動余地	・・・25	経済調査部 齋藤尚登
■ 6. 日本経済への影響には最大級の警戒を	・・・30	経済調査部 小林卓典

1. 概観

ギリシャ債務問題から欧州金融危機へ

欧州におけるギリシャなどの財政問題は世界の金融危機に発展するリスクを示し始めている。10月4日に金融大手デクシアの問題が表面化、10日にはフランス、ベルギー両国政府が示した救済策を受け入れ、同社を解体することが決定された。ギリシャ債務問題に端を発する欧州金融機関のバランスシート問題は、公的資本注入といった国家の介入なしには解決していかないだろう。発行残高の大きなスペイン国債やイタリア国債の市場価格低下の現実にも向き合った銀行資本の増強が求められている。

インターバンク市場 機能不全のリスクが 高まる

10月15、16日に行われたG20財務相・中央銀行総裁会議では金融システムの安定を維持するための基本的な政策が確認されたが、根本的な解決を目指すものとはなっていない。23日のEU首脳会議でEFSF（欧州金融安定化機構）の大幅な拡張が決定される可能性はあるが、これも債務国の資金繰り対策としては有効だが、根本的な治療ではない。全体として当面の金融パニックを防ぐ策は奏効しつつあるが、問題が完治するには相当の時間を要すると思われるべきであろう。

欧州では金融機関のECB（欧州中央銀行）への預金が増大する傾向にあり、リーマン・ショック時に似た金融機関相互の不信の高まりといった状況がみられる。インターバンク市場が機能不全に陥るリスクも指摘される。ECBによる流動性供給は十分に行われていくと予想されるが、個別の金融機関の破綻までを流動性対策のみで防止することはできない。

ギリシャ国債など市場において大きく減価した債券の保有者は、まずギリシャの金融機関であり、またひろく欧州の金融機関であり、ギリシャの財政問題が欧州の金融機関のバランスシート問題に直結している。ギリシャ国債やギリシャ政府への貸付が焦げ付くか、債務の相当部分を免除するということとなれば、多くの欧州の銀行が自己資本を充実させる必要に迫られる。この場合、かなりの数の銀行への公的資本注入が避けられない情勢である。一方、大手銀行からは公的資本注入には警戒的で、リスク資産売却によるデレバレッジにより自己資本比率を上昇させていくという意向も伝えられている。マクロ的にみれば、金融機関がいつせいにリスク資産売却に向かえばその受け皿は存在しないため一気に金融パニックが発生する可能性もある。個別的解決策はマクロ的には不可能であり、むしろパニックの引き金を引く結果となる。

欧州全体の危機対処能力が問われている。欧州の銀行の資金繰り問題はその中でも大きな問題である。すでに欧州の大手銀行の一部は格付け機関から債務格付けの格下げを受け始めている。ユーロ圏における「最後の貸し手」である ECB は市場にユーロをふんだんに供給することは可能だが、ドルについてはそうはいかない。これまで欧州の銀行へのドル資金の供給源であった米国の短期の運用手段である MMF（マネー・マーケット・ファンド）が、資金運用をリスク回避へとシフトさせ、絞り出したことが状況をさらに深刻化させた。ECB は米連邦準備理事会（FRB）との間で結んだスワップ協定で、ドル資金の融通を受けて域内の銀行にドルを供給してきた。さらに ECB、FRB、日銀の協力体制で、対処がなされており、決済システムが直ちに麻痺する可能性は小さい。それでもドル資金不足は深刻化している、と言わざるを得ない。欧州の銀行は手持ちのユーロを為替市場でドルに換えてドル資金をつないでおり、これが 9 月に入ってから対ユーロでのドル高となっている。1990 年代の大型金融危機に直面し、ドル資金の調達が困難になった日本の銀行が置かれたのと同じ状況が欧州の銀行に訪れているわけである。ドル不足現象は 9 月半ばにはアジア通貨の急落につながり、アジア諸国はそれまでの自国通貨高を防ぐスタンスを自国通貨防衛へと転換したようだ。

世界的な金融危機への波及リスク

懸念される世界への波及

先進国間では資本移動が自由に行われ、金融が国際的につながっている現在、欧州の金融危機は欧州にとどまらないリスクを内包している。実際、7 月以降、欧州国債の利回り上昇、株価の下落は、世界的に波及し、欧州以外でも株価下落等の混乱が生じた。

BIS 統計で南欧諸国等向けの銀行与信の規模をみると、フランス、ドイツ等の欧州諸国からの与信が大きく、政府債務が問題とされる諸国の国債価格が下落した場合、直接的な影響はまずこれらの諸国に及ぶと考えられる。

間接的には、南欧諸国等向け与信の大きい国が、他の国への与信を回収する可能性がある。歴史的・地理的なつながりで、オーストリアを経由した中・東欧向け、スペインを経由した中南米諸国向け与信が存在し、また、金融センターとなっている諸国向け与信動向が、グローバルな信用収縮との結節点と考えられる。

この他の間接的な影響は、証券投資等の回収であろう。経済のグローバル化に伴い、資金フローもグローバル化しており、資金の流れは類似する傾向がある。インデックス運用等を通じて、直接的な与信関係に因らず、各国・地域等のマー

ケットにも影響が及ぶことが想定される。

日本の金融機関の南欧諸国へ与信残高は 1,000 億ドル足らずで、フランス、ドイツなどと比較して規模は小さいため直接的影響を過大視する必要はないであろう。しかし、今回の金融危機をきっかけにして、欧州から始まった世界的な信用収縮や実物需要の低迷が広がると、外部ショックに対して脆弱な日本経済は大きなダメージを受ける可能性がある。金融パニック発現のリスクに対しては国際的な協調を重視して協力を行っていくべきであろう。

日本は官民連携で民間資金と活力を活かす政策が必要

日本は震災復興への取り組みでの需要の増加は来年度に入っている程度期待できるものの、財政事情の点からいって、財政に依存した経済対策は採りにくい。そうした事情の下では、民間資金、活力を活用する政策の展開が期待される。より具体的には、①震災復興をさらに日本全体の再生につなげていくための官民連携「日本再生基金」の創設や②日本が直面するエネルギー問題解決のため新エネルギー開発を行う官民連携の基金、あるいは③民間活力（投資）を引き出していくための経済振興特区の設置といった政策展開が望まれる。また民間資金と活力を活かすため、証券市場の活性化や起業の活発化に資する施策を打っていくべきであろう。

債務問題解決への道

実質金利マイナスの効果は過大視できない

さて、こうした問題の本質を捉えなおしてみよう。一般的に経済成長は企業の設備投資等を通じて実物資本の増大をもたらすが、その裏側で貯蓄の増大というマネー資本の増大を伴う。資本主義経済が発展期にあるときは、両者は資本の増大の両面をなしている。しかし、経済が成熟するに従い、物理的な資本とマネー資本の乖離が起きてくる。企業活動から生じる利益が投資需要に結びつかず、「需要の不足＝供給力の過剰」という状況が生じる。これを緩和するために公共事業などの公的需要で経済均衡を保つことが必要になる。このことによって、企業の実物資本とマネー資本の乖離が起き、それが政府部門の負債となるわけである。

こうした不均衡を解消するためにはどうしたらよいのか。政府債務を増税や歳出削減なしに軽減するためには、利子を実質的にマイナスにすればよい。例えば、国債の金利が 1% で物価が 2% 上昇すれば、実質的には 1% 国債残高が減少したことになる。実際、現在、米国などの多くの先進国で超金融緩和を行っている結果、現在はほとんどの期間の金利がインフレ率より低くなって実質マイナスになっており、これは意識的に行われている政策であるといってもよい。その直接的な目的は流動性の供給による金融システムの安定化であって政府債務残高の実質減少であるとはいえないが、結果として財政赤字の棒引き効果がでてくることになる。

それでは、この棒引き効果は誰の負担になるのか？ 実質金利がマイナスであるということは、預金や債券の保有者がその分だけ損失を受けるということである。つまり、実質ベースで預金や債券の保有者から債務者に資産の移転が行われるということになる。仮に債務者が国家だけであれば、金融資産の残高に税をかけることと、実質ベースでは同じことになる。しかし、実際には債務者は国家に留まらないので、マイナス実質金利による解決は資産再分配上も大きな副作用を伴うことになる。また名目的にはプラスの金利が維持されているものの、実質金利のマイナスは通貨圏のみでは持続できない。金融市場は世界的につながっており、資本移動が自由な先進国間では実質金利は収斂していく力が働くはずだからであ

る。

今回の欧州危機は債務者と債権者が国をまたがった形で問題が発生している。ギリシャは政府債務を累増させたが、資金余剰を累増させたのはEU 中核国の企業や域外の企業であった。一国だけでは解決できないところにギリシャ債務問題の難しさがある。しかし、同様に国をまたがって債務問題と資金余剰問題が生まれた事象は、かつて80年代にも中南米累積債務の問題として存在した。ただし、中南米諸国は独自の通貨を持っていた点でギリシャ問題とは異なっていた。中南米の累積債務問題は、ストレートに債務国において通貨暴落と大インフレをもたらした。しかし、対外債務はドル建てであり自国通貨の世界でのインフレは問題の解決にはならなかった。最終的には米国が主導したブレイディ・プランで大幅な債務減免が行われ、IMF（国際通貨基金）の緊縮政策要求に応じて債務国の国際収支が改善し経済状況が安定するといった経過を経たのである。仮にギリシャがユーロ圏を離脱しドラクマ再導入といった状況が生まれてもそれは問題の解決にはならず、ギリシャが通貨安とインフレにさいなまれるという事態が生まれるだけであろう。どちらにしても、一定程度の債務の棒引きを行うほかには解決は見出せそうにない。おそらく半分以上の債務カットを行うこととなる可能性が高いと思われる。早めに手を打って、スペインやイタリアにも信用不安が波及することを防がなければならない。

財政統合へ一歩踏み 出せるかどうか

問題を再発させないための長期的な解決策としては、ユーロ圏が財政統合へと向かうほかはないと考えられる。完全な財政統合の道のりは遠いが、EFSF の拡充にとどまらず、欧州共通債券を発行するといった財政統合に向けた一歩を踏み出せるかどうかはユーロという通貨を長期的に維持発展させていけるかの試金石となる。

（岡野 進）

ギリシャ債務問題の経緯

2009年	10月	21日	ギリシャ新政権が2008年の財政赤字をGDP比2.75%から同7.75%に修正。	
	2010年	4月	23日	ギリシャがEU、IMFに財政支援要請。
		5月	2日	EU、IMFが3年で1,100億ユーロに及ぶギリシャ支援策で合意。
			9日	EU、IMFが計7,500億ユーロの欧州安定化機構（EU600億、IMF2,500億、欧州金融安定化機構＝EFSF 4,400億ユーロ）創設を発表。
			10日	ECBがギリシャを中心としたユーロ圏諸国の国債購入を開始。
			18日	対ギリシャ第一次融資（200億ユーロ）。
	8月	5日	EU、IMF、ECBによる対ギリシャ第一次査察団が第二次融資（90億ユーロ）にゴーサイン。	
	11月	21日	アイルランドがEU、IMFに財政支援要請。	
		23日	対ギリシャ第二次査察団が第三次融資（90億ユーロ）にゴーサイン。	
		28日	EUとIMFがアイルランド支援を決定。支援規模は合計850億ユーロ。内訳はユーロ圏と2国間融資で450億ユーロ（EU225億ユーロ、EFSF177億ユーロ、英国38億ユーロ、スウェーデン6億ユーロ、デンマーク4億ユーロ）、IMF出資分225億ユーロ、アイルランドが年金基金を活用して175億ユーロ。EUはEFSFの後継機関としてESM（欧州安定メカニズム）を創設することで基本合意。EFSFが3年の時限機関であるのに対し、ESMは恒久機関とする。	
2011年	1月	5日	EFSFが初めての債券発行。アイルランド支援のための資金で、50億ユーロを調達。	
	2月	11日	対ギリシャ第三次査察団が第四次融資（150億ユーロ）にゴーサイン。	
	3月	11日	ユーロ圏首脳会議：対ギリシャ融資の返済開始時期を当初計画の2013年5月から2014年9月に延期。また融資期間は平均7.5年に延長され、最終返済時期は2015年5月から2021年5月に変更された。	
	4月	6日	ポルトガルがEU、IMFに財政支援要請。	
		15日	ギリシャ政府は2015年の財政赤字と公的債務の削減目標達成のため、総額260億ユーロの追加緊縮策と、500億ユーロ相当の国有資産の売却計画を発表。	
		26日	ギリシャの2010年の財政赤字削減計画の未達が明らかに。	
	5月	3日	EUとIMFがポルトガル支援を決定。支援規模は3年で合計780億ユーロ。内訳はEU260億ユーロ、EFSF260億ユーロ、IMF260億ユーロ。	
		23日	ギリシャ、追加融資の前提となる財政赤字削減策を議会に提出。	
	6月	3日	対ギリシャ第四次査察団は第五次融資（120億ユーロ）に関して追加の財政赤字削減策を条件とした。	
		17日	ギリシャ内閣改造（財務相交代）。	
		23-24日	EU首脳会議：ESMの資金的な枠組みを正式決定。自己資本800億ユーロ、各国政府による保証6,200億ユーロの計7,000億ユーロ。これで5,000億ユーロの融資が可能とされた。	
		29日	独仏首脳会談：民間債権者には「自発的な」負担を要請することで合意。ギリシャ議会、2015年までに284億ユーロの歳出を削減する財政再建計画を可決。	
	7月	3日	臨時のユーロ圏財務相理事会：対ギリシャ第五次融資を承認（IMFは7/5に承認）。	
		15日	欧州銀行監督局（EBA）はEU域内主要銀行の健全性を審査した資産査定（ストレステスト）の結果を公表。スペイン5行、ギリシャ2行、オーストリア1行の計8行が資本不足で不合格になった。資本不足額は計25億ユーロ。	
		21日	ユーロ圏首脳会議：EFSFによる国債購入等EFSF機能拡充（融資可能額を4,400億ユーロに引き上げ、流通市場での国債購入、金融機関への資本注入を可能にする）を含む対ギリシャ第二次支援策まとめる。実行には原則、各国の議会承認が必要。公的部門による支援は2014年までの3年で1,090億ユーロ。また民間債権者に自発的な債務再編に応じることを要請し、350億ユーロの支援を見込んでいる。	
	8月	8日	ECBがスペイン、イタリアを含むユーロ圏諸国の国債購入に踏み切った。	
	9月	2日	ギリシャ、2011年のGDP成長率を▲3.5%から▲5.0%まで下方修正。財政赤字目標の達成は困難と表明。	
				対ギリシャ第五次査察団が査察を中断。追加的な財政赤字削減措置を要請。
		11日	ギリシャ、2011年の財政収支をGDPの▲7.5%にすべく追加的な財政再建策を発表。	
		14日	イタリア議会が財政緊縮策を可決。	
		29日	独議院がEFSFの機能拡充案を可決。	
	10月	3日	ギリシャ、2012年予算案と3万人の公務員削減計画を閣議決定。2012年の財政赤字対GDP比見通しは▲6.5%から▲6.8%に拡大。	
		10日	フランス・ベルギー系金融大手デクシア、経営破たん。	
		11日	対ギリシャ第五次査察団が第六次融資（80億ユーロ）にゴーサイン。	
		13日	スロバキア議会が第2回の採決でEFSFの機能拡充案を可決。これで17カ国すべての承認が得られ、ギリシャ支援第2弾が発効した。	

（出所）ECB、IMF、欧州委員会、各種報道より大和総研作成

2. ユーロ圏財政危機 — 今必要なこと

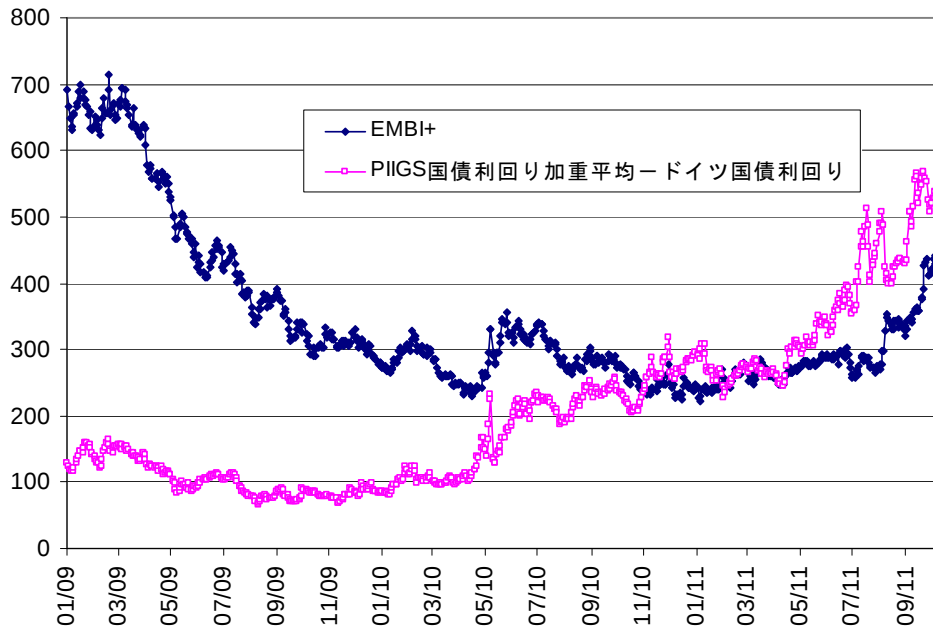
財政危機の深刻化によるグローバルインパクト

ギリシャのいわば国家的な粉飾決算が発覚した 2009 年末からおよそ 2 年が経つが、この間、ユーロ圏の財政危機は深刻化の一途をたどっている。ギリシャに続き、アイルランド、ポルトガルが EU、IMF による救済を受け、2011 年夏にはその余波がスペイン、イタリアの国債利回りの上昇として表面化した。この段階に至り、ユーロ圏財政危機のグローバル市場に対する負のインパクトが無視できなくなっている。

それを示すのが図表 1 である。ここでは欧州周縁国 PIIGS の国債利回りを GDP で加重平均したものとドイツ国債利回りとのスプレッドを「欧州周縁国の平均的な信用リスクプレミアム」とみなし、新興国の信用リスクプレミアムをあらわす EMBI+（新興国の国債利回りと米国の国債利回りのスプレッド）と比較している。

PIIGS のリスクプレミアムは均せばギリシャへの資金支援が決定した 2010 年 5 月頃から一貫して拡大している。ギリシャの国債利回りはそれに先立ってすでに上昇していたが、他の周縁国がほぼ無風であった（波及が見られなかった）ために、経済規模の小ささから、集計されたリスクプレミアムの変動は限定的だったのである。

図表 1 新興国と PIIGS の信用リスク (bp)



(出所) JPM、Bloomberg より大和総研作成

一方、新興国のリスクプレミアムは、2010 年春まで低下した後、今年の夏場までは横ばいの範囲内にあった。大まかに言えば、新興国のリスクプレミアムは、その株価、及び為替レートと同調的（プレミアムの縮小⇔株価・為替レートの上昇）に変動することが多く、新興国のファンダメンタルズに対する評価を反映するとともに、グローバル市場におけるリスク選好の影響を大きく受ける。従って、

今年夏までのPIIGS、及び新興国のリスクプレミアムのデカップリングは、ユーロ圏財政危機のグローバル市場に対するマイナスのインパクトが限定的だったことを意味している。

そして、夏場以降にデカップリングがカップリングに移行したのは、直接的には既述のように、スペイン、イタリアへのユーロ圏財政危機の波及、間接的には財政危機が再度の金融危機を招来するという懸念を強めたためであろう。新興国の株式・債券に代表される「リスク資産」が、金融機関の自己資本の毀損とバランスシート調整の最初の、最大の犠牲者になるという構図に変化はないということだ。

問題の本質

ユーロ圏財政危機は、文字通り周縁国の「財政」のサステナビリティの喪失、ないしはその懸念に発するものであるが、より根本的には「ユーロ圏」というシステムの矛盾に起因する問題である。事態の收拾に向けた政策対応の遅さ、不十分さに批判が集中しがちであるが、問題の本質が「システム」であるがゆえに、迅速かつ抜本的な対策などを期待するのはそもそも不可能に近いという側面もある。

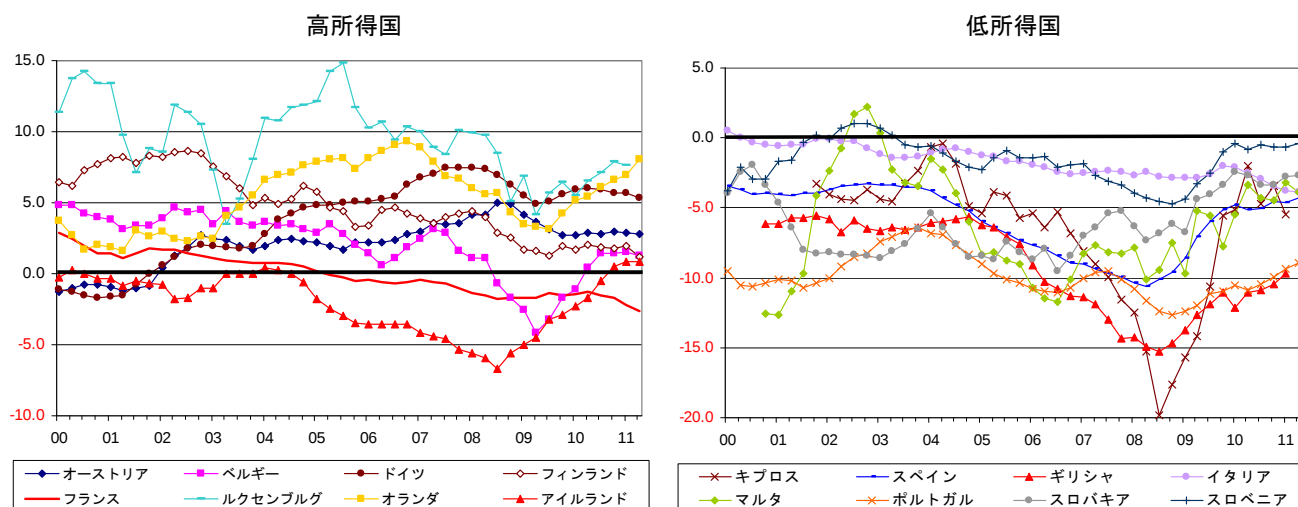
システム矛盾の最たるものがユーロ圏の「中途半端な統合」にあるのは周知の通りである。通貨と金融政策は一つになり、財政政策はバラバラ、これが引き起こす矛盾についてはユーロ誕生以前から指摘されてきたところである。そして、その矛盾が極端な形で表出したのがギリシャ問題であった。

通貨の価値を量る手段は二つある。ひとつは名目的な価値、もうひとつが実質的な価値である。ユーロ圏 17 カ国が共有するのは当たり前だが名目的な価値としての通貨ユーロである。しかし同じユーロを使っている、ギリシャとドイツにとって、その実質的な価値は異なる。ここから競争力格差、ユーロ圏内の経常収支インバランスの問題が生じる。

図表 2 では（エストニアを除く）ユーロ圏 16 カ国の経常収支の GDP 比を示している。左右 8 カ国ずつに分け、所得水準の高い国を左、低い国を右としている。アイルランドは左に属するが、ギリシャやポルトガルは無論、スペイン、イタリアも右に位置する。

左の高所得国は、8 カ国中、フランスを除き、経常収支は黒字である。フランスの赤字幅も GDP 比 3%以内であり、さほど深刻ではない。一方、右の低所得国は例外なく経常収支は赤字である。しかも 2004 年頃から 2008 年にかけて、多くの国で赤字幅の拡大を経験した。経常赤字の拡大は、例えばスペインで典型的に見られたように、ユーロ導入に伴う金利低下が不動産バブルを誘発し、内需の異常な盛り上がりを見せたことで加速した側面もある。しかし、図の左右対称が示すインバランスの明確化は、明らかに通貨ユーロの実質価値が、高所得国、低所得国で乖離したことに起因する。

図表 2 ユーロ圏の域内インバランス（経常収支／GDP、％）



（注）対象はエストニアを除くユーロ圏 16 カ国、数値は 4 四半期移動平均

高所得国＝所得水準上位 8 カ国、低所得国＝所得水準下位 8 カ国

（出所）Eurostat、Haver より大和総研作成

強いユーロのもとでの競争力格差

これを端的に示すのが図表 3 である。図表 2 の左に位置するドイツ、フランス、右のギリシャ、スペインがここでも好対照を成している。同じユーロという通貨を用いながら、実質レートにこのような差が生まれるのは、ギリシャ・スペインの物価上昇率が、ドイツ・フランスのそれを恒常的に上回っていたからである。実質実効為替レート乖離が拡大しているのは 2004 年からであるが、既述のように、この頃から低所得国の経常赤字幅が拡大している。相対的な物価・賃金の高さゆえの実質為替レートの上昇により、低所得国の競争力が失われ、経常赤字の拡大をもたらしたという構図である。

振り返れば、昨年末にギリシャの財政問題がクローズアップされるまで、ユーロは非常に強い通貨であった。その名目実効レートは 2000 年末から 2009 年末まで 38.4% 上昇している。その（名目上の）強いユーロを支えてきたのが、図表 2 の左に位置する諸国であった。端的にはドイツの強い競争力、それを支える生産性の高さと抑制された単位労働コストがユーロ高を牽引してきたのである。

高所得国 8 カ国はユーロ圏全体の輸出の約 8 割を担っており、従って、ユーロ圏全体としてみれば、この間のユーロ高が過大評価の域に達したとはいえない。根拠あるユーロ高であった。しかし、低所得国にとっては、国内の生産性、労働コストとの見合いにおいて、著しい過大評価となってしまったのである。大まかにいえば、ユーロ圏は高所得国で自動車を作り、低所得国でタオルを生産している。自動車の生産性の高さがユーロ高を牽引し、結果としてタオルの競争力が失われ、それが域内インバランスの拡大をもたらしたということである。

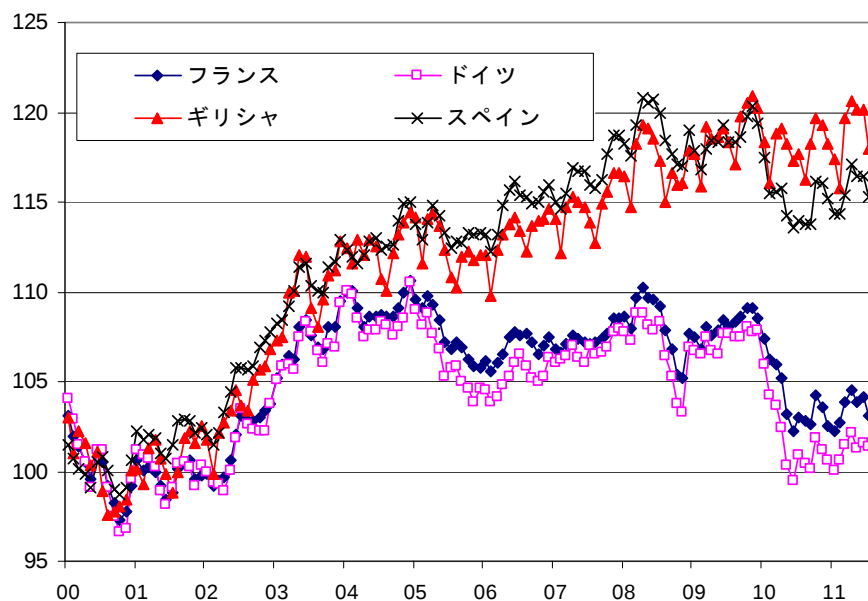
つまりユーロ圏財政危機の真相は、欧州周縁国の財政と経常収支の「双子の赤字問題」であった。

従って、さしあたり、周縁国のユーロ離脱、ないしはユーロそのものの解体がないという前提に立てば、その政策課題も理屈の上でははっきりしている。

経常赤字が競争力の欠如の結果である一方、その回復のために為替レートの切り下げという手段が取れない以上、ユーロ建ての賃金、物価水準を引き下げるこ

とを、為替レート切り下げの代替手段とする他はない。それが実現するほどに、厳しい財政緊縮政策を採るとというのが欧州周縁国の課題ということだ。そして、特に賃金のよりスムーズな下落をサポートする上で、いわゆる労働市場改革（参入障壁の引き下げ⇨既存労働者の既得権の排除などの効率化）が求められている。こうしたプロセスを経て、双子の赤字はいずれも縮小のめどが立つ。

図表3 実質実効為替レート（2000年=100）



（出所）Haver より大和総研作成

デフレ政策の実効性

しかし、これはあくまで「そのような筋道があり得る」という理屈の話である。すでにここまでのギリシャの現実、および同国と支援主体である欧州委員会、ECB、IMF との交渉が常に難航していることが示すように、強力なデフレ政策は実行ばかりかその策定段階から政治的、社会的なハードルに直面する。仮に実行に移されればすでに脆弱な内需に著しい追加的な負荷が加わる。結果的に、税収の減少などから緊縮財政そのものが頓挫する。

問題はそればかりではない。緊縮政策を通じた財政赤字の縮小は、各国の努力次第で場合によっては可能であるかもしれない。しかし、一方の競争力格差は相対的な力関係の問題である。ギリシャの賃金引き下げが実現しても、その間、ドイツの生産性向上が継続すれば、両者の競争力格差は埋まらない。実際、ドイツやフィンランドにおける製造業の単位労働コストは緩やかな低下トレンドを維持しており、ギリシャとの格差が有意に縮小する気配は見えていない。

もうひとつの、看過しがたい問題は、ギリシャ等における強力なデフレ政策も、結局のところ対症療法に過ぎないということだ。仮に、ギリシャなりポルトガルなりにおいて、3年、4年にわたるデフレ政策が奏功し、競争力が回復するとともに、財政赤字の縮小も進展したとしよう。しかし、その後に財政政策が平時のそれに戻れば、同じことが繰り返されるのは明らかである。競争力格差は生産性格差の結果であり、端的に言えば、ギリシャの生産性上昇率がドイツのそれに追いつくことを期待するのはほとんど不可能だからである。

最終的な解

強力なデフレ政策でさえ対症療法でしかなく、その敢行によっても単一通貨ユーロがもたらす構造的矛盾が解決されるわけではないとすれば、最終的な解は中途半端な統合の解消に求めるほかはない。生産性格差・競争力格差の解消という無駄な努力を放棄することである。具体的な候補は二つである。一つは通貨をバラバラに戻す、もう一つは財政政策を統合させることである。なお、巷間指摘されることの多い、ギリシャのユーロ離脱論が抜本策になりえないことは既に明らかであろう。それは「ギリシャ問題」解決の候補とはなり得ても、単一通貨における競争力格差の問題は、残る 16 加盟国に付きまとわざるを得ないからだ。

上記 2 つの候補のうち、前者については詳しい説明は不要であろう。簡略化のためにギリシャ、ドイツで域内格差を代表させれば、ギリシャの通貨の名目価値を、経済のファンダメンタルズに応じてドイツの通貨の名目価値に対して下落するに任せることである。両国は、普通の国と国の関係に戻る。

後者はドイツがギリシャに金を貸すのではなく、金を与える仕組みを作ることである。ひとことで言えば、単一国家のように、EU、ないしはユーロ圏が所得再分配機能を持つことである。これによって格差の存在を前提としながら、単一通貨を無理なく運営していくことが可能になる。

最終解に踏み出すことの難しさ

こうして、ユーロ圏危機の論理的な処方箋は比較的単純、明快である。しかし、いずれの解を選択するにせよ、その実現可能性は、少なくとも短期的には著しく低い。

ユーロ解体は、第一に過渡期のコストが甚大になる。「中期的な」ギリシャの競争力回復は期待できようが、短期的には財政危機が激化する。新しい自国通貨換算の外貨建て（現ユーロ建て）債務の価値が膨張するためである。

第二に、ユーロ解体はおよそ 60 年にわたる欧州統合の歩みの決定的な頓挫につながる（欧州石炭鉄鋼共同体の設立根拠となったパリ条約の発効が 1952 年）。いうまでもなく、欧州統合の理念自体が部分的に色あせ始めていると指摘することは可能であろう。例えば超国家による国家の抱合が、国家間の戦争抑止の方策として最良であるという見方が、現在どの程度有効であるかは再考の余地がある。しかし一方、国際的なパワーバランスにおける埋没回避という観点からは、統合のメリットはかつて以上に高まっている。欧州統合の一つの動機は、米国とのパワーバランス維持という国際政治上の要請であったが、米国の国力にも衰えが見えるとはいえ、今では新興国が勃興する中での欧州のプレゼンス維持という新たな課題が加わっている。国際政治における独メルケル首相の発言力は、EU、ユーロ圏の中核国のリーダーであることによって補強されているのである。

こうして、ユーロ解体が政治的判断において棄却される以上、残るは財政統合しかない。しかし、それは各国に残された最後の国家主権の統合体への委譲であり、政治的には迂遠なプロセスを要する。そもそも、欧州は出来るところから（歩み寄りのしやすい領域から）統合してきたわけであり、財政統合が中長期的な視野に入っていないわけではない一方で、そこにかかわる歩み寄りが困難だからこそ、通貨統合に遅れをとることになったという経緯がある。現在の危機が、財政主権の委譲について、各国の背中を押すという側面も確かにあるが、危機であるがゆえに、財政統合に伴う所得移転がもたらす支援国側のコストの甚大さを当該国民に強く認識させている。ドイツやフィンランド、オランダなどの政治家が統合のメリットを国民に納得させることは、平時よりもよほど難しい。

今必要なこと

このような事情が、危機対策を時間稼ぎの対症療法に終始させてきた背景にあ

る。図表 1 が端的に示すように、過去 2 年近くの間、危機は深刻化の一途を辿ってきたのだから、この間の政策対応を褒めることは確かに出来ない。しかし最終解に踏み出すことの政治的、社会的困難を踏まえれば、対症療法に徹してきたことには一定の合理性があるとも考えられる。例えば拙速に財政統合の議論を進めることは、ドイツ等のコア諸国の世論を一段と硬化させ、対症療法の代表格ともいえるギリシャへの流動性供給さえも不可能とし、同国の無秩序なデフォルトを惹起していた可能性もあろう。

しかし冒頭述べたように、ユーロ圏危機の国際的な波及が明らかになっている現在、同じ対症療法であっても、これまでの失敗を踏まえた、より洗練された対策が必要である。

第一はギリシャの債務のサステナビリティの喪失を、EU の総意として認定し、管理されたデフォルト（債務再編）を急ぐことである。第二は、銀行への公的資本の注入である。そして第三は、スペイン、イタリアの被救済国仲間入りを回避するために、ECB が両国国債市場への徹底介入を表明することである。

以上の 3 つはいずれも相互に関連している。冒頭触れたように、ユーロ圏財政危機がグローバルな波及を示したのは、それが金融危機を併発する可能性が高まったからである。従って、銀行の資本増強は不可避であるが、その第一段階としてはギリシャ国債にかかわる損失を確定させる必要がある。

EFSF の余力は銀行資本の増強に注力

銀行の資本増強は、①自力調達、②各国政府による資本注入、③欧州金融安定化機構（EFSF）による資本注入の順序で行われるとされているが、総額は市場が納得するほど多くなければ意味がなく、そのためには十分な公的原資が用意されていなければならない。各国政府の注入額が増えれば、当該国の財政不安を惹起し、国債のリスクプレミアムが上昇するという悪循環が繰り返される可能性が高く、それを避けるには EFSF の原資の確保が非常に重要になる。

ただし、EFSF の原資は総額 4,400 億ユーロ、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル向けの支援で 1,500 億ユーロ程度が使われると見られており、余力は 3,000 億ユーロに満たない可能性が高い。一方、IMF は 9 月の Global Financial Stability Report において、欧州銀行の必要資本増強額を最大 2,000 億ユーロと見積もっている。EFSF は資金規模の拡大と共に、銀行への資本注入、加盟国国債の流通市場での買い入れという新たな機能を持つことになるが、二つの機能をまかなう上で、想定される余力は明らかに不十分である。EFSF の原資はスペインやイタリアが被救済国化した場合の支援にも当てられることを踏まえれば尚更である。

従って、EFSF の原資の再拡大を議論することも重要だが、まずは現行の資金余力を、新たな機能のうち銀行の資本増強に限定し、銀行の資本不足に対する市場の懸念の払拭に注力することが望ましい。となれば、イタリア、スペインを中心とした周縁国国債の買い入れ機能は、引き続き ECB が担わざるを得なくなる。

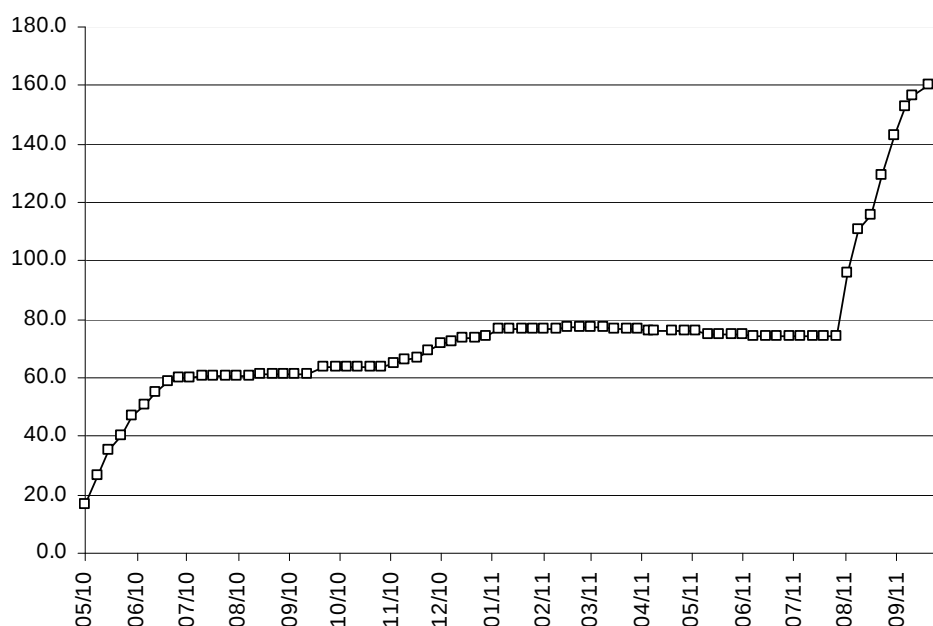
ECB 依存はやむなし

イタリア、スペインの国債利回りを押さえ込むことは、中期的な成長率とのバランスにおいて財政のサステナビリティの喪失を回避する上で決定的に重要である。ここでの失策は、更なる金融危機の深刻化をもたらし、銀行の要資本増強額が桁違いに拡大することを通じて財政危機が周縁国からユーロ圏コアの国にも拡散する。

現在のところ、流通市場における周縁国国債の買い入れは、ECB から EFSF に移行することになっているが、このような機能を EFSF に期待するのはもとより無理

がある。グロスの公的債務残高はイタリア一国で 1.8 兆ユーロ（2010 年末）にのぼり、ECB の夏以降の国債買い入れ額は既に 1,000 億ユーロ弱に達している。両国国債の利回りを、例えば 6% 未満に押さえ込むために、どれほどの原資が必要になるかは、実際のところ誰もわからないのである。もちろんそれが 1,000 億ユーロ未満、EFSF の余力内にとどまる可能性もある。しかし 1,000 億ユーロなりの余力、従ってリミットの存在は、実際の買い入れ額がそこに近づくに従って、原資の枯渇を市場に意識させざるを得ないであろう。それはほぼ間違いなく両国の国債の売り圧力を増幅する。結局のところ、この役割は予算制約のない ECB による無制限介入の宣言と実行に求めるほかはない。

図表 4 ECB の周縁国国債買い入れ残高（10 億ユーロ）



（出所）ECB より大和総研作成

すでに述べたユーロ圏危機の本質からすれば、以上 3 つの処方箋も対症療法でしかないことは無論である。しかし夏場以降にわかに強まったグローバルインパクトは、財政危機と金融危機のスパイラルに対する市場の懸念の産物であり、その懸念をどれほど鎮めることができるかが当面の焦点である。10 月 23 日にも明らかにされる「包括的危機対策」が上記の処方箋にどの程度沿ったものであるか、あるいは決定的なギャップがあるのかは、ユーロ圏危機の帰趨を占う上で一定の基準を示すものと考えられよう。

（児玉 卓）

3. 欧州銀行資本増強の動き

欧州銀行システムの強化案の提示

2011 年 10 月 12 日、欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会のバローゾ委員長は、昨今の欧州危機への対応策を示すべく、欧州議会にて、“A Roadmap to Stability and Growth”と題したスピーチを行っている。

このスピーチで、バローゾ委員長は、ギリシャ問題への対応策等と合わせて、欧州銀行システムの強化案を提示している。

具体的な決定は23日のEU首脳会議以降

これは、2011 年 10 月 23 日に開催される EU 首脳会議での合意を目指した欧州委員会の事前提案という形をとっている。そのため、このスピーチで提示されたスキームが EU の総意というわけではなく、具体的な決定は、早くても 23 日の EU 首脳会議の合意を待つ必要がある点に留意されたい。

本稿では、欧州委員会が提示した、欧州銀行システムの強化案を簡潔に説明するものとする。

欧州銀行システムの強化案の概要

ソブリン債の問題解決が前提

バローゾ委員長は、欧州銀行システムの強化のためには、前提として、ソブリン債の問題を解決する必要があるとしている。それは、ギリシャのソブリン債のデフォルト・リスクがそれを保有する欧州銀行へと伝播（contagion）する恐れがある現状にかんがみてのことである。

5つのステップ

バローゾ委員長は、欧州銀行システムの強化案として、次の 5 つのステップを提示している。

- | | |
|------|--|
| I. | 対象は、欧州銀行監督機構（EBA）により、潜在的にシステムミック・リスクを有すると認定された EU 域内の銀行 |
| II. | ソブリン債のエクスポージャーを完全に織り込む |
| III. | 一時的な自己資本比率の引き上げ |
| IV. | 引き上げられた自己資本比率に満たない銀行は、速やかにこれを達成する計画を提示し、実行する。これを達成するまでは、配当及びボーナスの支給をしてはならない。 |
| V. | 自己資本比率の引き上げの方法は、①自己増資、②公的資金注入（加盟国単位）、③欧州金融安定化機構（EFSF）の活用の順に検討 |

資本増強による自己資本比率の引き上げは緊急措置

これは、いうなれば、システム上重要な銀行（SIBs: Systemically Important Banks）を対象とした、資本増強による自己資本比率の一時的な引き上げである。

自己資本比率の引き上げが一時的であるという点からは、これが現在の危機を乗り切るための緊急措置であるということがうかがわれる。

詳細はEBAが提案

バローゾ委員長は、自己資本比率の詳細及びその評価手法については、EBA によって提案されると述べている。

以上が、欧州委員会が提示した、欧州銀行システムの強化案である。

報道等から推測されること

具体的な数字やデッドラインはなし

このように、欧州委員会は、自己資本比率に関して、具体的な数字やデッドラインを挙げているわけではない。

もっとも、報道では、自己資本比率は「コア（普通株等）Tier1 比率 9%」、それを達成するデッドラインは「6 ヶ月から 9 ヶ月」という数字が推測として挙げられている¹。この自己資本比率の数字に関しては、欧州委員会と EBA の間に概ねの合意があると報じているものさえある²。

バーゼルⅢを上回る自己資本比率？

この自己資本比率「コア Tier1 比率 9%」という数字は、一見、バーゼルⅢの「コア Tier1 比率 7%」³を上回る水準となっている。

もっとも、バーゼルⅢに、金融安定理事会（FSB）が現在検討している、グローバルな SIBs（G-SIBs）に対する資本サーチャージ（1%～2.5%）⁴を合わせて考えると、G-SIBs については「コア Tier1 比率 8%～9.5%」が適用されることになる。この場合、報道から推測される「コア Tier1 比率 9%」という数字が、必ずしもバーゼルⅢを上回るということにはならないといえよう。

緊急措置であるため、バーゼルⅢとの比較は不毛か

しかし、欧州銀行システムの強化案は、「6 ヶ月から 9 ヶ月」がデッドラインとして推測されている、いわば緊急措置であり、2019 年 1 月をデッドラインとするバーゼルⅢ（及び G-SIBs に対する資本サーチャージ）と比較することはあまり有意義でないだろう。

むしろ、ここで比較すべきは、EBA が実施し、2011 年 7 月に結果を公表した、欧州銀行のストレステスト（EU ストレステスト）における水準であろう⁵。

EU ストレステストの水準からは大幅な上乘せ

EU ストレステストは、資本不足と判定されるか否かの水準を、「コア Tier1 比率 5%」と設定した（90 行中、8 行が資本不足）。これと単純に比較すれば、欧州銀行システムの強化案として推測されている「コア Tier1 比率 9%」は、大幅な上乘せということになる。

「コア Tier1」の概念、EBA はバーゼルⅢを反映せず

EBA の採用する「コア Tier1」には、バーゼルⅢの概念は反映されていない。具体的には、バーゼルⅢでは、ダブル・ギアリングを防止すべく、連結対象外の金融機関（銀行、保険その他の金融機関）への重要な出資のコア Tier1 からの限度額控除（10%まで算入可）が定められているが、EBA はこれを要求をしていない⁶。

1 FT.com “Europe’s banks face 9% capital rule” [2011 年 10 月 11 日]等参照

2 FT.com “Barroso implores EU to act on Greece” [2011 年 10 月 12 日]参照

3 バーゼルⅢの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011 年 春季号 Vol. 2 「バーゼルⅢ最終規則とジョイント・フォーラム報告書『リスク合算モデルの発展』の概要」（菅谷幸一）

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「バーゼル 3 の詳細ルール公表」（瀧文雄）[2010 年 12 月 17 日]

◆大和総研レポート「バーゼル新規制、概要固まる＜訂正版＞」（吉井一洋）[2010 年 9 月 14 日]

4 G-SIBs に対する資本サーチャージの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「バーゼル委、上乘せ資本規制に最終合意」（金本悠希）[2011 年 9 月 29 日]

◆大和総研レポート「大規模銀行に対する追加的資本規制案」（金本悠希）[2011 年 7 月 22 日]

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「金融規制の動向 G-SIBs についての市中協議案が公表。対象は 28 行の予定」（瀧文雄）[2011 年 7 月 20 日]

5 EU ストレステストの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「欧州ストレステストの動向 資本増強を促す効果と透明性向上は評価できるが、株価の反転には力不足」（瀧文雄）[2011 年 7 月 18 日]

6 ダブル・ギアリングの防止に関する議論については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「EU、バーゼルⅢ導入の法案公表（CRDIV）」（鈴木利光）[2011 年 8 月 2 日]

バーゼルⅢのほうが
厳格な概念を採用

そのため、「コア Tier1」の概念としては、EBA の採用するものよりもバーゼルⅢのほうが厳格なものであるということが出来る。報道では、EBA の採用する「コア Tier1」に基づく「コア Tier1 比率 9%」を、バーゼルⅢにあてはめると、概ね「コア Tier1 比率 7%」になるという見解が示されている⁷。

欧州銀行システムの強化案として推測されている「コア Tier1 比率 9%」が、EBA が採用するものとバーゼルⅢのいずれの「コア Tier1」の概念によったものであるかは、不明である。

仮にEBAの採用する
「コアTier1」によっ
た場合、少なくとも64
行が資本不足

仮に、欧州銀行システムの強化案として推測されている「コア Tier1 比率 9%」が、より緩やかな、EBA の採用する「コア Tier1」に基づくものであった場合、「コア Tier1 比率 9%」とすると、2011 年 7 月の EU ストレステストでは、90 行中、少なくとも 64 行が資本不足となる。ストレスシナリオにソブリン債のエクスポージャーを完全に織り込めば、それ以上の銀行が資本不足となろう（2011 年 7 月の EU ストレステストでは、ストレスシナリオに織り込むソブリン債のエクスポージャーは、全体の 20%程度であるトレーディング勘定に限定された）。

EBAの「コアTier1」で
も相当なインパクト

このように、EBA の採用する、より緩やかな「コア Tier1」によったとしても、「コア Tier1 比率 9%」は相当なインパクトをもたらすといえよう。

ただし、欧州銀行システムの強化案として推測されている「コア Tier1 比率 9%」が、より厳格な、バーゼルⅢに基づくものである可能性は排除できないものと考ええる。

というのは、フランスの 3 大銀行（BNP Paribas、Société Générale、Crédit Agricole）が、それぞれ 2011 年 9 月に、バーゼルⅢの「コア Tier1」に基づく「コア Tier1 比率 9%」を、2013 年までに達成するというプログラムを公表しているためである。欧州委員会は、こうした動向を見逃すことはないだろう。

前述したように、バローゾ委員長は、この自己資本比率の引き上げを、資本増強によって行うべき旨提案している。

銀行は資産売却によ
る自己資本比率の引
き上げを主張

銀行は、これに対して、「自己資本比率の引き上げは、資本増強によらずとも、リスク・アセットの売却（すなわち、自己資本比率の算出における分母の縮小）によって達成できる」と批判していると報じられている⁸。

現に、Société Générale は、2011 年 9 月に公表したプログラムにて、「増資をせずに、資産売却のみにより、バーゼルⅢに基づくコア Tier1 比率 9%を 2013 年までに達成」する旨明記している。

更なる信用収縮を招
く恐れがあるという
指摘あり

もっとも、こうした手法に対しては、資本増強によった場合と比較して、更なる信用収縮を招く恐れがあり、経済の回復に悪影響を及ぼすという指摘がされている⁹。

再度のEUストレステ
ストの実施を急ぐべ
き

このように、いまだ不確定な情報しかない段階であるが、確実にいえることは、ソブリン債のエクスポージャーを完全に織り込んだ、再度の EU ストレステストを迅速に実施すべきであるということだろう。

（鈴木 利光）

7 FT.com “Barroso implores EU to act on Greece” [2011 年 10 月 12 日]参照

8 FT.com “EU banks could shrink to hit capital rules” [2011 年 10 月 12 日]参照

9 FT.com “EU banks could shrink to hit capital rules” [2011 年 10 月 12 日]参照

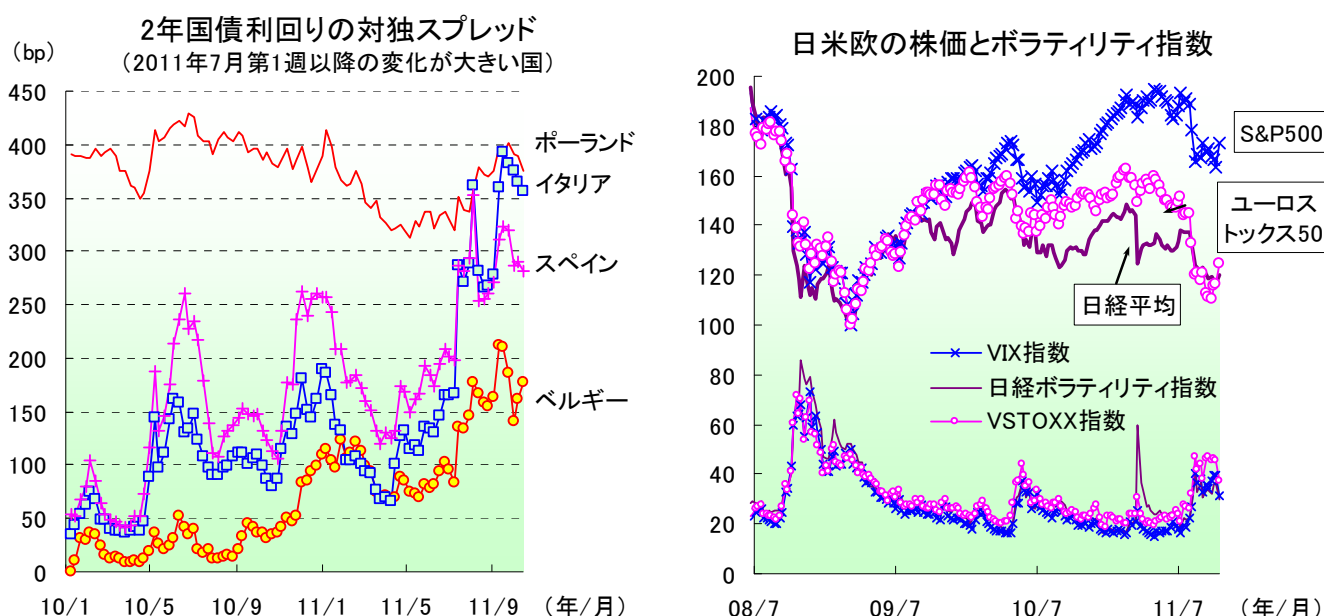
4. 南欧諸国等向け債権国からの波及可能性

緊迫する欧州債務問題の波及

欧州債務問題に伴い欧州諸国の国債利回りが上昇、株価が世界的に下落した。特に 2011 年 7 月末頃からは、それまでに財政赤字に懸念が持たれていた国々のほかでも国債利回りが上昇し、欧州以外でも株価の下落が加速した（図表 1）。

本稿では、「リーマン・ショック」に類似するとされることから、リーマン・ショック時の世界市場への波及を踏まえ、債務問題の日本を含む世界各国への波及を検討する。欧州債務問題そのものや、実体経済を通じた影響の波及は対象としていない。

図表 1 2011 年 7 月末頃から緊迫の度合いを強めた欧州国債、日米欧の株価



(注) データはすべて週平均。2年国債利回りは、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドを除く。株価は2010年3月第1週を100として指数化。ボラティリティ指数は、それぞれの株価指数を原資産としたオプションのインプライド・ボラティリティを指数化したもの。VIX指数はS&P500種株価指数、日経ボラティリティ指数は日経平均株価、VSTOXX指数はユーロストックス50が、それぞれ原資産。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

銀行間市場の緊張

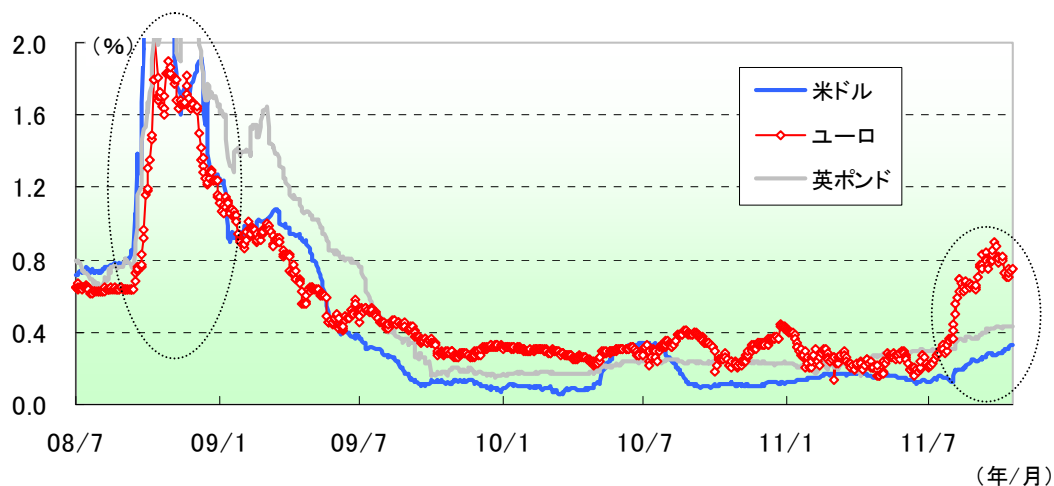
リーマン・ショックに際して、米国外への危機の波及は、当初は銀行間市場等の短期金融市場を介した、資金の流動性の問題だったと考えられる。

銀行間市場における LIBOR と OIS のスプレッドは、銀行の短期資金の調達コストから政策金利予想が差し引かれることで、銀行の信用リスクが反映されることになる。リーマン・ショック時の「LIBOR-OIS のスプレッド」は、劇的に上昇し、銀行間市場におけるドル資金の調達が困難になったことがわかる（図表 2）。

最近の LIBOR-OIS のスプレッドをみると、ユーロ建てで 2011 年 7 月末頃から急上昇し、銀行間での資金調達環境が悪化したこと様子がうかがわれる。水準は、リーマン・ショック時ほどではないが、当時よりも各中央銀行間の資金スワップ協定等の対応策が整備され、迅速な対応が上昇幅の抑制につながったと考えられるだろう。2010 年 5 月のいわゆる「ギリシャ・ショック」時も、今般、2011 年 8 月

以降も、FRB による対中銀向け通貨スワップを通じたドル資金の供給が行われている。ただし、LIBOR はすべての銀行ではなく、一部の大手行のみによるデータである。データの参照先になっていない銀行のなかには、LIBOR で表される以上に資金調達が困難なところが存在している可能性が残る。

図表 2 LIBOR-OIS スプレッドの動向 (3 ヶ月)



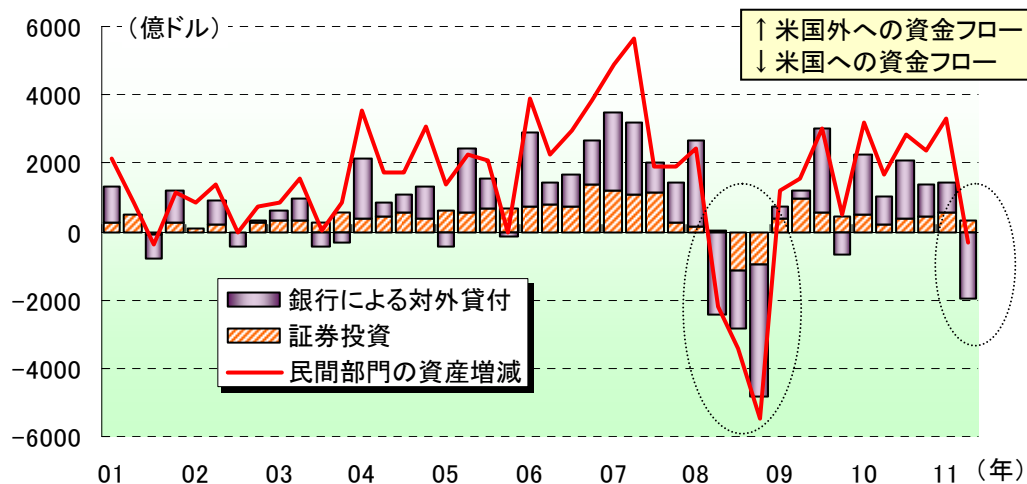
(注) 日次。3 ヶ月物の LIBOR と OIS のスプレッド。直近は 2011 年 10 月 17 日。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

銀行と信の回収

米民間部門の対外資産増減における米国銀行の対外貸付は、サブプライムローン問題からリーマン・ショック時にかけても（2008 年 1-3 月期～10-12 月期）、今般の欧州債務問題に際しても（2011 年 4-6 月期）、海外向け貸付を回収したことが確認できる（図表 3）。こうした対外貸付の回収は、危機が海外に波及する有力な経路の一つだろう。リーマン・ショック時の米民間部門による証券投資の回収は、貸付の回収よりも後に行われていた。

図表 3 米民間部門による対外資産増減



(注) 四半期。直近は 2011 年 6 月末。

(出所) 米国商務省より大和総研作成

CP市場を経由した波及

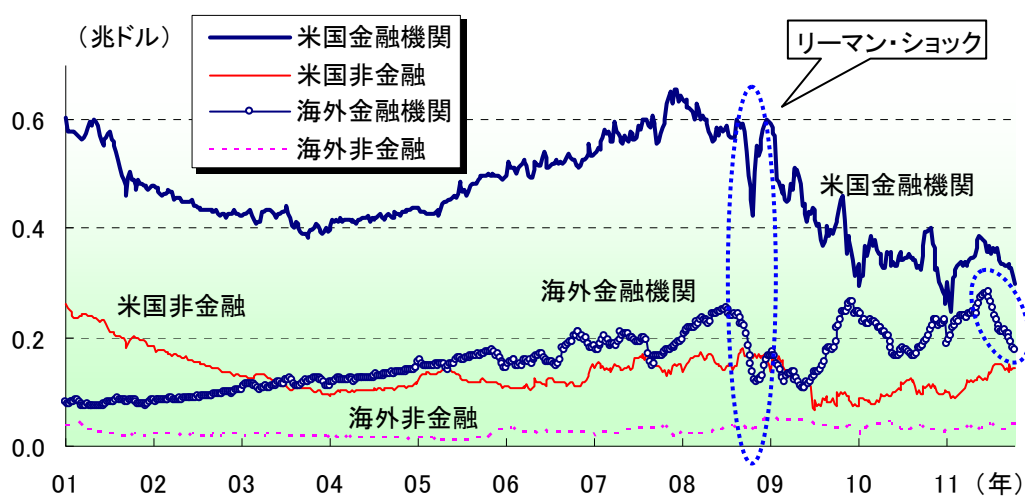
銀行間市場のほかで、リーマン・ショック時の危機の波及経路の一つが、米国の CP (Commercial Paper) 市場を経由したものと考えられる。

ABCP (Asset-Backed CP) を除き、米国内外の金融機関、非金融機関別に米国 CP 市場での資金調達状況をみると (図表 4)、CP による資金調達は金融機関による調達为中心で、特に米国外の海外金融機関による調達残高は、リーマン・ショックまで一方的に増えていた。中長期的なドル安トレンドのもとでは、米国外の主体がドル資金を調達すると、返済額が相対的に小さくなることもドルでの資金調達を後押ししたのだろう。

だが、リーマン・ショックを受けて、CP への主要な投資家である MMF において元本割れの懸念が高まり、MMF の解約が相次いだことで、MMF に組み入れられた CP の売却につながった。CP による借り換えができなくなったことで、米国外の金融機関においても、資金回収の影響が波及したと考えられる。当初、サブプライムローン問題の影響は限られるとみられていた日本市場においても、海外投資家が株式、債券のほか、J-REIT や CB などを軒並み売り越す事態となった。

直近では、米国外の金融機関によって発行された CP の残高は、2011 年 6 月半ばにピークをつけ、データが得られる 2001 年初以降では最高水準に達した。その後、急速に減少しピークから 4 割程度減少した水準になっている。

図表 4 主な主体別の米国における CP 発行残高



(注) 週次。ABCP を除く CP。

(出所) FRB より大和総研作成

金融機関相互の不信が保有資産の投売りへ

以上のように、金融機関相互の不信、銀行間市場の緊張によって、資金調達が困難になった金融機関等は、現金確保等を目指して、他の保有資産を売却せざる得なくなり、利益確定ではなく現金確保が目的である以上、価格を重視しない売却になったと考えられる。

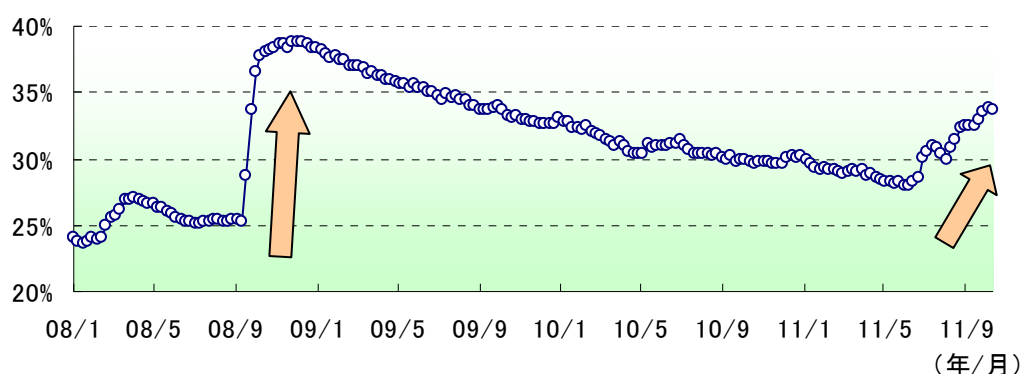
こうした理解を整理すると、以下の通りとなる。

- ① 証券化されたサブプライムローンがどのくらい価値が毀損したかわからず、かつ誰がどれだけリスクを負担しているかも不透明で疑心暗鬼が生じた。
- ② リーマン・ブラザーズの破綻により、各金融機関の資産の毀損がより大きな懸念材料となり、金融機関相互の資金需給環境が劇的に悪化。

- ③ 資金調達が困難になった金融機関等は、現金確保のため他の資産の売却、すなわち、株式等の各国資産を売却。
- ④ 中央銀行による短期金融市場への資金供給（例えば、中央銀行間のドル資金スワップや CP 買入れ等）が行われ、流動性（Liquidity）の問題は一段落。
- ⑤ TARP 等の公的資金を含む、金融機関等の資本増強により、支払い能力（Solvency）懸念による危機的状況は一服。
- ⑥ バランスシート調整は継続。

LIBOR-OIS スプレッドの上昇幅抑制と同じく、足もとにおける中央銀行等の流動性危機対策の効果の一つとみられるのが、米 MMF の資産に占める米国政府債務比率であろう（図表 5）。米短期国債等へのシフトは、民間部門にとっては資金調達を困難にさせるが、足もとで、民間部門の資金調達が困難になっているとしても、リーマン・ショック時ほどの急上昇ではない。

図表 5 米国 MMF 資産における米国政府債務比率



（注）週次で毎週水曜時点。

（出所）Investment Company Institute より大和総研作成

中央銀行による資産 買取策

ドル建ての LIBOR-OIS スプレッドは、「ギリシャ・ショック」とも呼ばれ、世界的に株価が下落した 2010 年 5 月にも上昇したが、FRB（米連邦準備制度）による対中銀向け通貨スワップによるドル資金供給の拡大があったほか、QE2（量的緩和第 2 弾）を示唆したバーナンキ議長講演があった同年 8 月頃には落ち着いた（前掲図表 2）。米国外の金融機関による CP 発行のピークも、2011 年 6 月で、いわゆる QE2 の終了のタイミングにあたる。本質的な問題解決とは異なるが、中央銀行による積極的な資金供給あるいは大規模な資産買取策は、流動性危機対応には寄与する可能性があろう。10 月初めに ECB（欧州中央銀行）、BOE（イングランド銀行）が相次いで資金供給の拡大に動いた背景だと考えられる。

欧州債務危機の影響

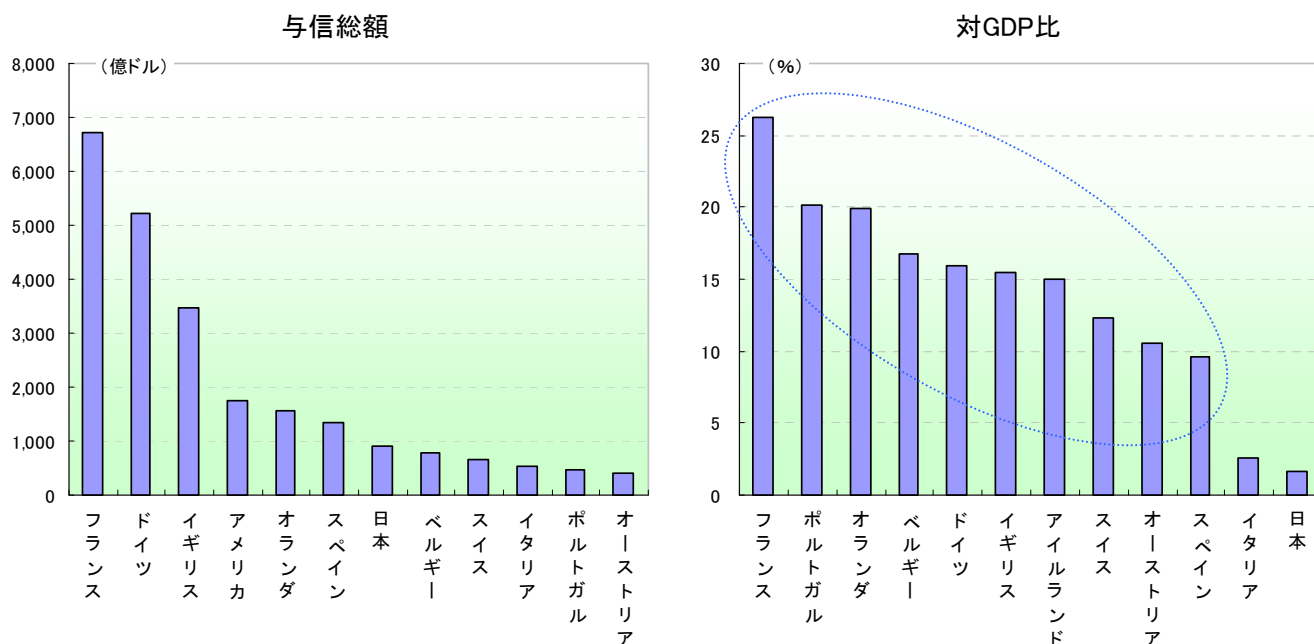
南欧諸国等（ポルトガル・アイルランド・イタリア・ギリシャ・スペイン、以下PIIGS）における欧州債務問題は、各国の国債価格が下落し、そうした国債を保有する銀行等の資産劣化によって、リーマン・ショック前後と同様に、他国へ信用収縮が波及することが懸念されている。証券化されたサブプライムローンとは異なり、国債等の保有については、ある程度わかることから、財政問題に揺れる諸国の国債を保有しているのはどの国の銀行なのか、そうした国々からは、他の国（市場）にどのような投資が行われているかを、わかる範囲で検証した。

PIIGS向けの銀行与信

PIIGS 向けの銀行与信総額は、上位 10 カ国中 8 カ国を欧州が占めている。なかでも、フランス・ドイツ・イギリスによるものが多い（図表 6 左）。また、その銀行与信総額の対 GDP（与信元国の GDP）比では上位 10 カ国をすべて欧州が占めている（図表 6 右）。特にフランスが最も大きく、次いで財政危機が懸念されるポルトガルなどが続く。フランスは与信総額、対 GDP 比ともに最も大きく、与信が毀損した場合の被害・影響ともに大きくなる可能性が高い。ドイツの与信総額は大きく、与信が毀損した場合に大きな被害を受けると考えられるが、対 GDP 比の値は比較的小さく、ドイツ国内経済への影響はフランスと比較すると限定的であろう。一方、オランダやベルギーは与信の絶対額こそあまり大きくないが、対 GDP 比の値は大きく、与信毀損時の影響はドイツよりも大きくなる可能性が考えられよう。

こうしたユーロ圏諸国の銀行による PIIGS 諸国向け与信の大きさが、前述したユーロ建て LIBOR-OIS スプレッドの上昇につながっていると考えられよう。

図表 6 PIIGS 向け銀行与信の国別残高と対 GDP 比



（注）与信総額は 2011 年 3 月末。GDP は 2010 年。

与信額はドイツを除き最終リスクベース。また、ドイツは所在地ベース。

（出所）BIS、IMF より大和総研作成

二次的な影響

米国の例で確認したように、銀行は危機に際して対外貸付を回収する。したがって、PIIGS 諸国向け与信の毀損が第一次の影響とすれば、二次的には、PIIGS 向け与信規模が大きい諸国によるその他の各国向け対外貸付回収を通じ、欧州以外にも影響が及ぶ可能性がある。以下では、与信規模の対 GDP 比が大きい欧州 10 カ国（フランス・ポルトガル・オランダ・ベルギー・ドイツ・イギリス・アイルランド・スイス・オーストリア・スペイン、前掲図表 6 右の楕円内）から、各国向けの与信状況を確認し、信用収縮が世界に波及する可能性について検討する。

他の国への与信

図表 7 は上記 10 カ国による与信総額が大きい、もしくはその対 GDP（被与信国の GDP）比の大きい国の一覧である。

図表 7 PIIGS 向け債権国から世界各国への与信状況（PIIGS 向け銀行与信が多い 10 カ国の銀行の与信）

	被与信国	与信受入 額合計 (Mil\$)	対GDP比 (%)	主要与信国		被与信国	与信受入 額合計 (Mil\$)	対GDP比 (%)	主要与信国
ユーロ圏	アイルランド	359,960	161.9	G, UK	北米	アメリカ	3,572,647	23.7	イギリス
	イタリア	815,499	36.3	フランス		カナダ	237,543	13.5	イギリス
	オーストリア	149,881	35.3	ドイツ	中南米	アルゼンチン	29,536	6.8	スペイン
	オランダ	564,507	65.8	ドイツ		セントビンセント・グレナディーン	304	43.9	ドイツ
	キプロス	21,901	85.4	ドイツ		チリ	81,112	33.4	スペイン
	ギリシャ	121,178	38.8	フランス		パナマ	24,145	79.9	G, UK
	スペイン	597,303	38.9	ドイツ		バハマ	10,520	130.3	スイス
	スロバキア	52,019	53.5	オーストリア		バルバドス	1,773	40.5	イギリス
	スロベニア	24,323	46.4	オーストリア		ブラジル	368,159	14.6	スペイン
	ドイツ	951,205	26.2	F, UK		ベリーズ	1,224	83.0	UK, Sw
	フィンランド	46,354	17.1	ベルギー		メキシコ	223,914	18.9	スペイン
	フランス	786,706	28.0	イギリス	アジア	インド	153,158	8.3	イギリス
	ベルギー	438,713	82.9	フランス		インドネシア	36,207	4.3	イギリス
	ポルトガル	199,350	82.4	スペイン		韓国	180,542	15.5	イギリス
	マルタ	13,157	141.0	イギリス		シンガポール	167,955	63.0	イギリス
	ルクセンブルク	392,495	623.6	F, G		台湾	94,540	18.7	イギリス
その他 欧州	アイスランド	7,926	56.2	ドイツ		中国	214,001	3.1	イギリス
	イギリス	1,784,627	71.9	ドイツ		日本	431,935	7.4	F, UK
	クロアチア	44,584	69.5	オーストリア		香港	350,091	141.8	イギリス
	スイス	241,967	36.3	F, G, UK		マレーシア	58,291	23.5	イギリス
	スウェーデン	99,247	17.4	ドイツ		モルディブ	511	24.2	イギリス
	セルビア	11,908	25.6	オーストリア	中東	アラブ首長国連邦	90,216	25.2	イギリス
	チェコ	185,714	84.3	A, B		カタール	35,931	20.7	イギリス
	デンマーク	91,202	26.1	ドイツ		サウジアラビア	51,189	9.1	フランス
	ノルウェー	82,967	17.3	ドイツ		トルコ	125,845	16.5	F, UK
	ハンガリー	98,398	66.5	オーストリア	アフリカ	バーレーン	13,776	52.1	イギリス
	ブルガリア	12,979	23.9	オーストリア		エジプト	28,436	12.3	フランス
	ポーランド	184,636	34.7	G, N		カーボヴェルデ	1,269	65.3	ポルトガル
	ボスニア・ヘルツェゴビナ	6,705	36.6	オーストリア		セーシェル	1,300	130.9	F, UK
	モンテネグロ	1,086	26.0	オーストリア		南アフリカ	110,343	26.1	イギリス
	ルーマニア	69,574	37.5	オーストリア		モーリシャス	6,522	59.4	イギリス
	ロシア	106,519	5.7	フランス		モザンビーク	4,132	34.0	ポルトガル
	豪州	295,995	19.6	N, UK		モロッコ	25,266	24.8	フランス
大洋州	サモア	222	39.9	イギリス		リベリア	17,223	1492.5	G, UK, Sw

対GDP比 100%～ 50～100%

(注)PIIGS 向け与信が大きい 10 カ国からの与信受入合計額、合計の対 GDP 比それぞれの上位 50 カ国、計 100 カ国より重複等を除外した、当該国向け与信÷与信受入国の GDP。与信受入額は 2011 年 3 月末。GDP は IMF による 2011 年予想。地域の分類は財務省のものを用いる。主要与信国略記：フランス(F)、オランダ(N)、ベルギー(B)、ドイツ(G)、イギリス(UK)、スイス(Sw)、オーストリア(A) (PIIGS 向け与信対 GDP 比率の高い順)

(出所) BIS、IMF より大和総研作成

歴史的・地理的關係と
金融センター向け

特に対 GDP 比が大きい国は大きく 2 通りの特徴がみられる。一つ目は、主要な与信国との間に、かつて「宗主国一植民地」等の関係があった、もしくはイギリス連邦に加盟している等の歴史的・地理的な背景である。この特徴は、主に中南米やアフリカ向けの与信に見られる。二つ目は、タックス・ヘイブン、オフショア等の金融センターとなっている諸国向けの与信である。

欧州向け

欧州では、財政危機の震源地ともいえるユーロ圏に、10 カ国からの与信対 GDP 比の大きい国が多い。これは EU という経済圏、さらにユーロという統一通貨が圏内での資本移動等を促進した結果であろう。個別の国では、ルクセンブルク・アイルランドなどが与信の対 GDP 比が特に大きく、金融センターという位置づけと考えられる。中・東欧では、オーストリアが主要な与信国であるケースが非常に多い。これは歴史的・地理的な背景によるものとみられる。

欧州以外の地域向け

欧州以外の地域のうち、中南米はスペインが主要な与信国であるケースが多いことも特徴として挙げられる。これも歴史的な背景によるものであろう。その他に、金融センターとなっている国々という観点では、アジアや中東向けに相対的に大きな与信残高がある。

前述の通り、オーストリアは中・東欧向けの与信で存在感が、またスペインは中南米向けの与信において存在感がある。オーストリア、スペイン向け与信はドイツが主要な与信国であり、オーストリアやスペインからの与信が回収される可能性は複線的であろう。また、フランス・ドイツ・イギリスの三国には与信の三角関係が見られ、この三国間における対外貸出の回収動向が欧州財政危機の二次的な影響の規模拡大に寄与する可能性もあろう。

グローバルな危機の波及可能性は、金融センターとなっている諸国向け与信の存在が信用収縮に至る一つの結節点と考えられる。

英国投信の資金フロ
ー

その他の二次的な影響は、南欧諸国等向け与信の大きい国からの他の国への証券投資（投信、ポートフォリオ投資）等の回収であろう。

一例として、2011 年の英国投信の資金フローについて確認する（図表 8）。主な内訳では、欧州株関連、アジア株、国際債券等からの資金が流出している様子がうかがわれる。また、8 月に限れば、北米株や英国債券等からも資金が流出した。それでも投信全体でみれば、純資金流入が継続しており、一方的な資金流出という状況にはない。

図表 8 英国投信のフローと残高（主な内訳）

(2011年)	1-8月資金フロー 合計(百万£)	8月資金フロー (百万£)	8月末残高 (百万£)	残高 構成比
欧州株(イギリス除く)	▲ 226	▲ 112	28,564	4.4%
欧州株(イギリス含む)	▲ 228	7	2,744	0.4%
欧州小型株	▲ 243	▲ 155	2,668	0.4%
アジア太平洋株(日本含む)	126	14	1,517	0.2%
アジア太平洋株(日本除く)	▲ 1,102	73	24,667	3.8%
国際新興市場株	330	62	12,541	1.9%
グローバル	2,552	654	48,401	7.5%
日本株	1,094	64	7,938	1.2%
北米株	486	▲ 73	20,733	3.2%
スペシャリスト株	800	▲ 121	21,598	3.3%
技術・コミュニケーション関連株	15	▲ 8	656	0.1%
英国株合計	414	811	154,542	23.9%
中国株(グレーター・チャイナ)	▲ 224	▲ 21	1,871	0.3%
国際債券	▲ 325	▲ 90	13,082	2.0%
イギリス債券合計	1,126	▲ 410	98,323	15.2%
合計	14,305	932	647,266	100.0%

(注) ▲は資金流出。一部の項目は合算して表示している。

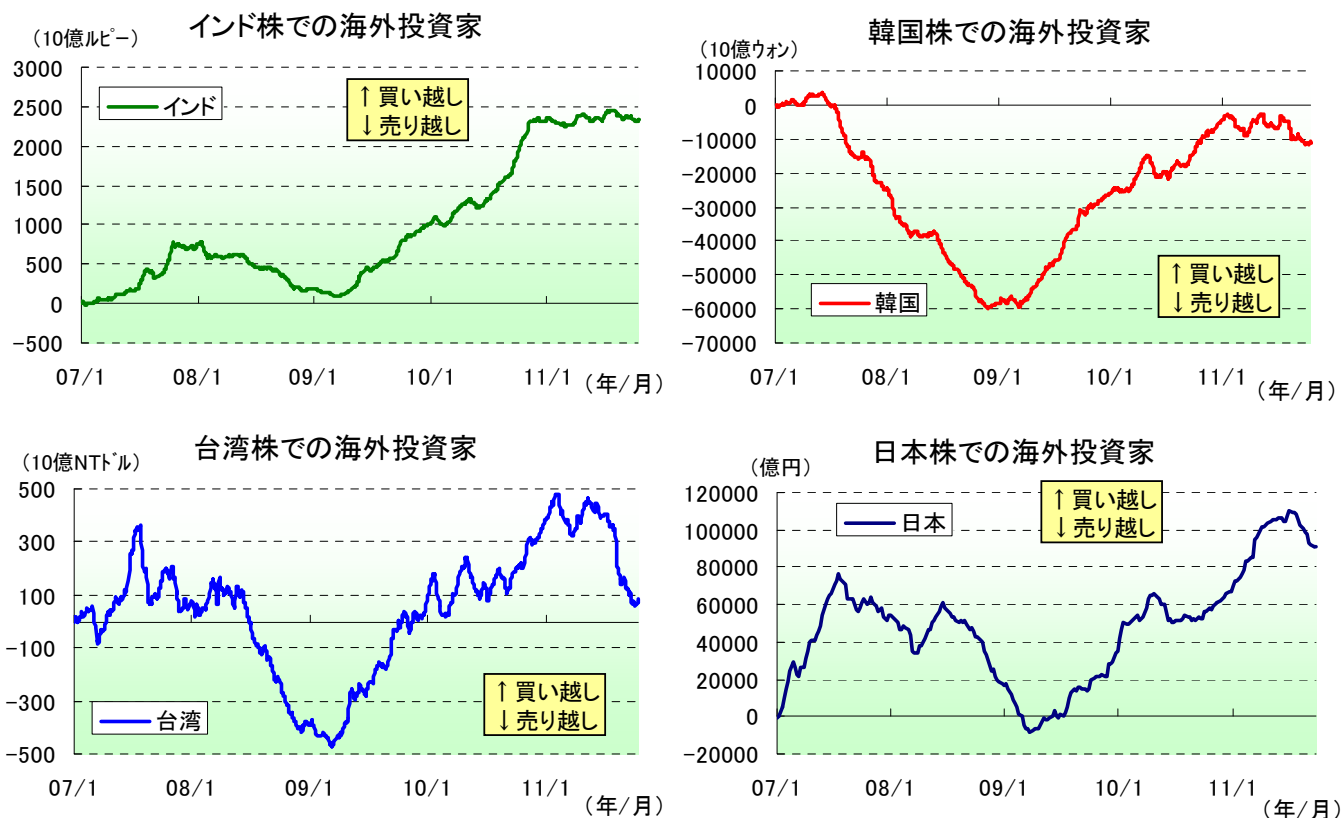
(出所) Investment Management Association より大和総研作成

各市場で似通う海外 投資家の売買動向

各国株式市場では、欧州債務問題をテーマとして株価が変動してきた。背景として考えられるのは、各市場で海外投資家の売買動向が似通っていることであろう。

図表 9 では、サブプライムローン問題が話題となった 2007 年初以降のインド株、韓国株、台湾株、日本株のそれぞれの市場における海外（外国人）投資家の売買動向を累積している。IPO 等が含まれているインド株のデータを割り引いて考えると、4 つの市場で売買のトレンドが似通っていることがわかる。インデックスプレイヤー等の存在を踏まえると、それぞれの国内要因があるとしても、グローバルなイベントによって売買動向は類似し、影響が及ぶと考えられる。欧州からの直接的な与信関係等がなくても、危機的状況がより深化した場合は、あらゆる市場が売却対象になる得ることが示唆されよう。

図表 9 各国株式市場における「海外投資家」の売買累積額（2007 年初からの累積）



（注）日本市場は週次。日本市場以外は日次。インドは発行市場等含む。韓国の Kosdaq と台湾の Gre Tai を含まない。07 年初からの累積値。

（出所）各国証券取引所等より大和総研作成

以上のように、欧州債務問題は、政府債務が懸念される諸国の国債価格が下落し、そうした国債を保有している金融機関のバランスシート毀損問題に広がった。その広がり、リーマン・ショック時同様、銀行間市場等の短期金融市場の緊張や、対外与信の回収を通じた信用収縮によってもたらされる可能性がある。また、直接的な与信関係の有無にかかわらず、証券売買を通じて各国・地域等のマーケットにも影響が及ぶことが想定される。

バランスシート調整 問題は継続

通常、景気悪化局面や危機的な状況では、資金は国債に逃避し、国債利回りは低下する。ところが、政府債務問題に揺れる諸国における景気悪化は、税収等の落ち込みにつながり、むしろ金利上昇要因となっている。欧州各国の国債は事実上、「ソブリン物」から「クレジット物」に転じてしまった。資金の流動性の問題が落ち着いたとしても、積み上がった債務残高をどうコントロールしていくか、というバランスシート調整の問題はなおも残る。緊縮財政によって再び国債等の価格が下落し、投資家のバランスシートの毀損が懸念される事態も生じかねない。2013 年創設予定の ESM（欧州安定メカニズム）で恒久的な支援制度がスタートするまでは、他国への波及は容易に生じ得ることを想定しておくべきだと考えられる。「痛み」が生じている間は、金融面のサポートが必要であり、ECB、EU、IMF 等の支援が不可欠であろう。

（土屋 貴裕、伊藤 亮太）

5. 中国には金融財政政策に出動余地

欧州財政危機による
リスクシナリオ実現
でも、中国には金融・
財政出動余地

欧州財政危機の深刻化により、世界的に景況感が悪化している。世界同時不況の再来リスクが懸念されるが、結論を先に言えば、リスクシナリオが実現したとしても、中国にはそれに立ち向かうだけの金融・財政政策余地があるという強みがある。以下では、まずリーマン・ショック後の世界同時不況から中国が如何に立ち直ったかを振り返り、今回の危機再来懸念に対して中国がどのような政策オプションを採用し得るかを検討したい。

リーマン・ショック後の大胆な金融緩和と積極財政

リーマン・ショックを契機とする世界金融危機により、日米欧が同時に不況入りするなかで、2009 年の中国の実質 GDP 成長率は 9.2% の高成長を維持した。その原動力となったのは、財政・金融を総動員した極めて「迅速」かつ「総力」を挙げた総合経済対策の発動だった。

元高誘導ストップ

先進国景気の同時不況による輸出急減が懸念されるなか、中国は 2008 年 7 月中旬以降、対米ドルでの元高誘導をストップし、これは 2010 年 6 月下旬まで続けられた。2008 年 9 月 15 日には米大手証券リーマン・ブラザーズの経営破綻が明らかになった 3 時間後に、中国人民銀行（中央銀行）が利下げを発表するなど、当局の対応は極めて迅速だった。ただし、株価はその後下げ足を速めるなど、雰囲気は根本的に改善するには至らなかった。

4兆元の景気対策の発表

景気に対する見方が劇的に好転したのは、2008 年 11 月 9 日の大型景気対策の発表による。外需不振が懸念されるなか（中国の輸出は 2008 年 11 月～2009 年 11 月まで前年割れを余儀なくされた）、極めて大胆な内需刺激策が採られたわけだが、その骨子は、①交通を中心とするインフラ整備（1.5 兆元）、民生改善（中低所得者層向けの住宅建設 4,000 億元、生態環境整備 2,100 億元、医療衛生・文化教育事業 1,500 億元）、農村・農業振興（3,700 億元）などのために、今後 2 年間で総額 4 兆元（2008 年の名目 GDP の 12.7%）を投資する、②財政政策を「中立」から「積極」に、金融政策は「引き締め」から「適度な緩和」に変更し、銀行融資の総量規制も撤廃するなど、従来の引き締め策を一気に緩和に転換する、というものであった。4 兆元のうち、中央政府の新規公共投資額は 1.18 兆元とされ、2009 年、2010 年の実質 GDP 成長率を 2% 程度押し上げたものと見られる。

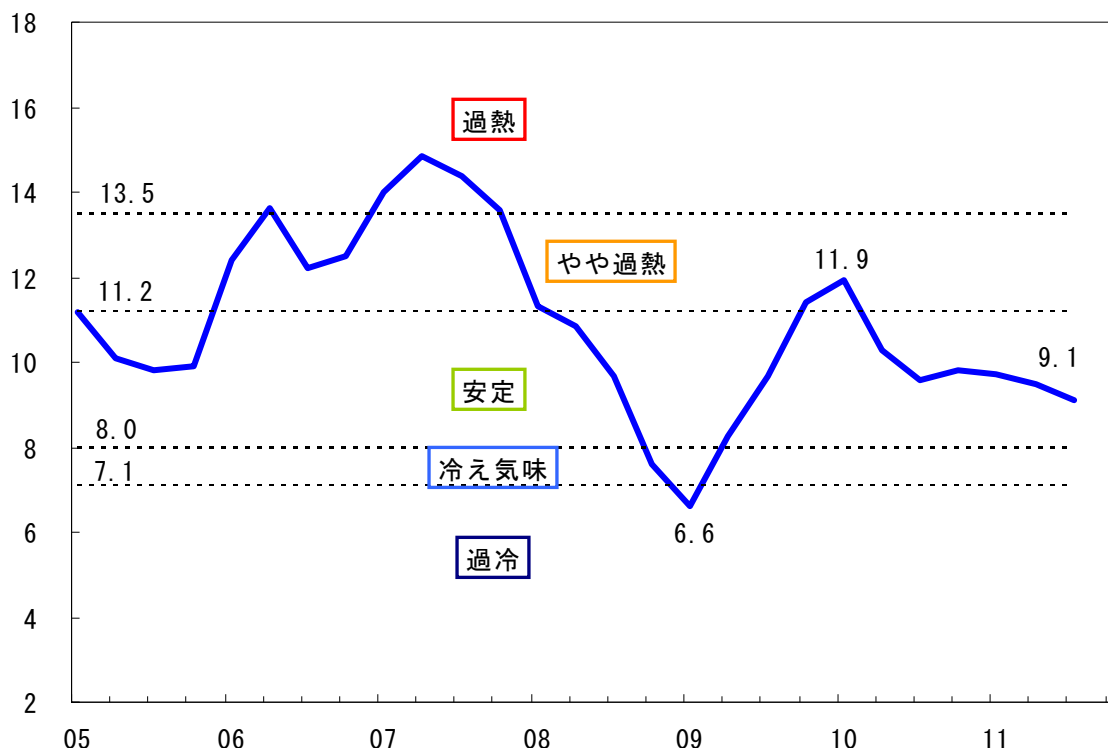
引き締め策を一気に
緩和

投資主導で世界に先駆けた景気回復を実現

リーマン・ショックか
らの世界に先駆けた
景気回復

実質 GDP 成長率は 2009 年 1～3 月期の 6.6% をボトムに急回復を遂げ、通年では 9.2% 成長を記録した。先進国経済が豪州を除き軒並みマイナス成長に陥る中での 9% 成長は出色であり、中国経済は世界でいち早く回復を遂げたとの評価が可能である。

実質 GDP 成長率（四半期ベース）の推移（単位：％）



（注）成長率による景気判断は国家統計局による

（出所）国家統計局資料より大和総研作成

大胆な金融緩和の効果と副作用

中国の景気回復を牽引したのは、大胆な金融緩和である。中国人民銀行が 2008 年 9 月以降実施した計 5 回、2.16% の利下げ（1 年物貸出基準金利は 7.47% ⇒ 5.31%）の効果もさることながら、決定的な効果を発揮したのは、当局の指導を受けた金融機関による貸出急増である。金融機関による貸出増加額は 2009 年 1 月～3 月で 4.6 兆元と、2008 年年間の 4.9 兆元に匹敵するほどの増加を記録し、年間では 9.6 兆元と前年比でほぼ倍増した。これは、4 兆元の景気対策を資金面で支え、鉄道向け投資（2009 年は前年比 67.5% 増）などインフラ投資を急増させたなど、高い評価が可能である一方で、①エネルギー消費量が大きく、環境負荷の大きい「抑制対象産業」の投資や生産までもが急増した、②資金の一部が不動産投資・投機に流れ、不動産価格が急騰した、③地方政府融資平台（中国版第三セクター）を中心に、期待収益率が低いインフラ投資向け貸出などが急増し、将来的な不良債権化のリスクが懸念された、④公共投資の増加や貸出拡大など諸政策の恩恵が国有企業に集中し、民間企業は蚊帳の外に置かれてしまった（いわゆる「国進民退」問題）といった副作用も顕在化した。中国は 2010 年以降、これらの副作用の改善・解消に取り組むことになる。

2009 年は投資に無理をさせた高成長

2009 年の需要項目別成長率寄与度をみると、最終消費支出 4.4%、資本形成総額 8.4%、外需 -3.6% と、外需の落ち込みを消費が補い、ほぼ投資の分だけ成長した形であった。ちなみに、投資がこれほどの寄与を果たした例はなく、投資にかなり無理をさせて高成長を遂げた感が強い。

需要項目別実質 GDP 成長率寄与度（単位：％）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	資本形成 総額	外需
2000	8.4	5.5	1.9	1.0
2001	8.3	4.2	4.1	0.0
2002	9.1	4.0	4.4	0.7
2003	10.0	3.6	6.3	0.1
2004	10.1	4.0	5.5	0.6
2005	11.3	4.3	4.4	2.6
2006	12.7	5.1	5.6	2.0
2007	14.2	5.6	6.1	2.5
2008	9.6	4.2	4.6	0.8
2009	9.2	4.4	8.4	-3.6
2010	10.4	3.8	5.6	0.9

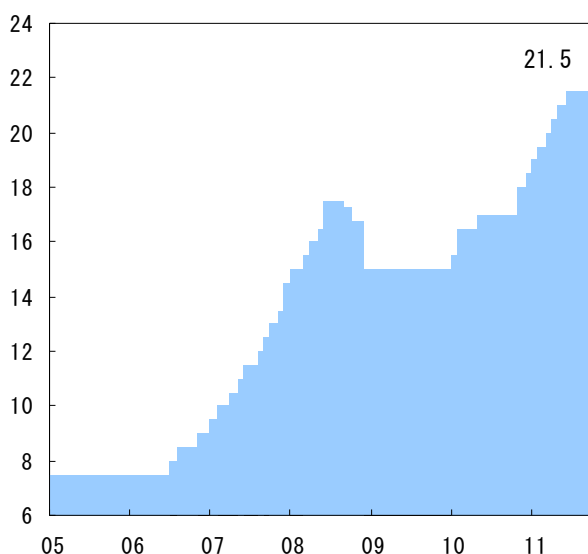
（出所）中国統計年鑑、国家統計局資料より大和総研作成

欧州財政危機のリスク顕在化でも金融・財政政策に出動余地

2010年以降、金融は引き締めめに転換

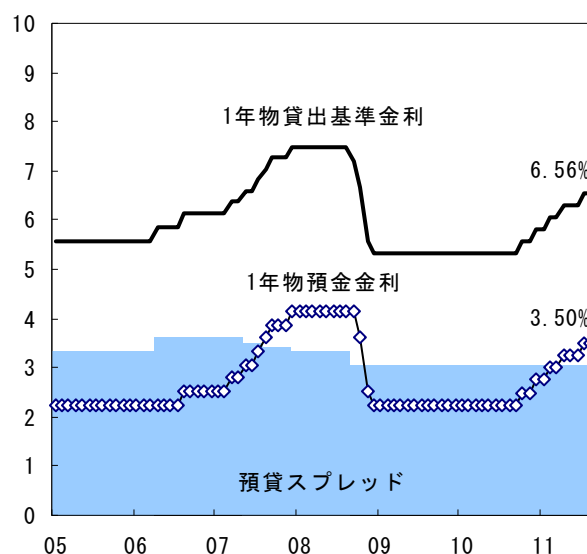
中国の実質 GDP 成長率は 2010 年 1～3 月の 11.9% をピークに緩やかに減速している。これは、大型景気対策とそれを支えた大胆な金融緩和の副作用の改善・解消への舵切りによるものであり、2010 年に入ると金融政策は引き締めめに転じた（積極財政は継続）。預金準備率は 2010 年 1 月から 2011 年 6 月にかけて断続的に引き上げられ、大手行では、2009 年年末の 15.0% から現在は 21.5% の預金準備率が適用されている。これは、前回のピーク（2008 年 6～8 月の 17.5%）を大きく上回る水準である。貸出基準金利は 2010 年 10 月、12 月、2011 年 2 月、4 月、7 月と引き上げられ、1 年物貸出基準金利は、5.31%⇒6.56% となった。こうした引き締め策の効果により、マネーサプライ（M2）増加率は、2011 年 4 月以降、当局の年間抑制目標 16% を下回り、9 月には 13.0% にまで低下するなど、金融引き締め「行きすぎ」が懸念されるに至っている。

公表ベースの預金準備率の推移（単位：％）



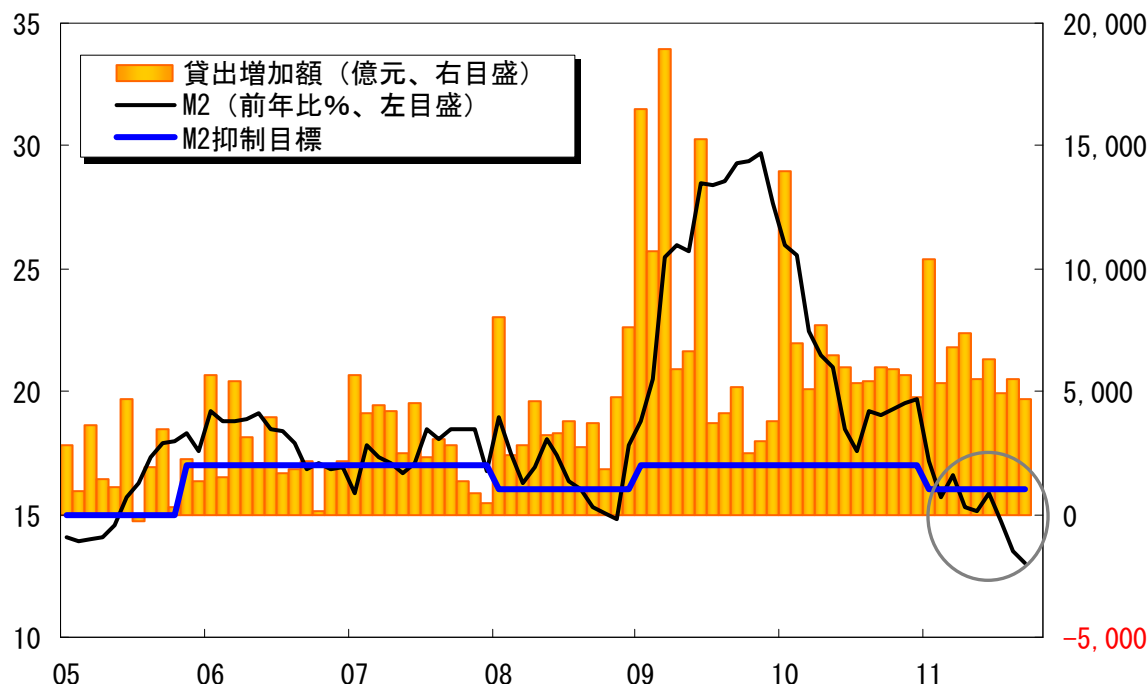
（注）中国人民銀行公表分のみ掲載、対象・期間限定のものは除外
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

1 年物貸出基準金利・預金金利の推移（単位：％）



（注）預貸スプレッドは、貸出基準金利－預金金利
（出所）中国人民銀行、国家統計局資料より大和総研作成

貸出増加額、M2 伸び率の推移（単位：億元、％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

中国の強み＝金融・財政出動余地

こうした状況下で、欧州財政危機の深刻化による世界的な景況感悪化が生じている。世界同時不況の再来リスクが懸念されているわけだが、リスクシナリオが実現したとしても、中国にはそれに立ち向かうだけの金融・財政政策出動余地があるという強みがある。

預金準備率「引き下げ」、物価上昇ピッチ減速後の「利下げ」

まずは、「高すぎ」との評価もなされている預金準備率の「引き下げ」は、実現に向けたハードルは低く、これは中国が内需「刺激」を重視し始めることのシグナルとなろう。物価上昇ピッチの減速が確認できれば、利下げの可能性も高まる。懸案であった豚肉価格が供給増加期待により、2011 年 7 月をピークに伸びが鈍化していること、原油など国際商品価格の下落により輸入物価も沈静化に向かうこと、などが物価安定化に寄与すると期待できる。

財政出動余地、2010年の財政赤字の名目GDP比は1.7%

次に、中国には財政出動余地も残されている。財政赤字の名目 GDP 比は世界金融危機への対応の最中の 2009 年でも 2.3%にとどまり、2010 年には 1.7%へ改善した（2010 年の公的債務残高の名目 GDP 比は 16.8%）。2010 年の財政赤字は 6,772.7 億元だったが、GDP 比 3%までの赤字を許容すれば、1 兆 1,951.7 億元と、2010 年の実績でみてもおよそ 5,179 億元の財政出動余地がある計算となる。2008 年 11 月に発表された 4 兆元の景気対策における中央政府の新規公共投資額が 2 年間で 1.18 兆元であったことを考えると、財政赤字を大きく拡大させることなく、それに近い金額の財政出動を行うことが可能であることが分かる。

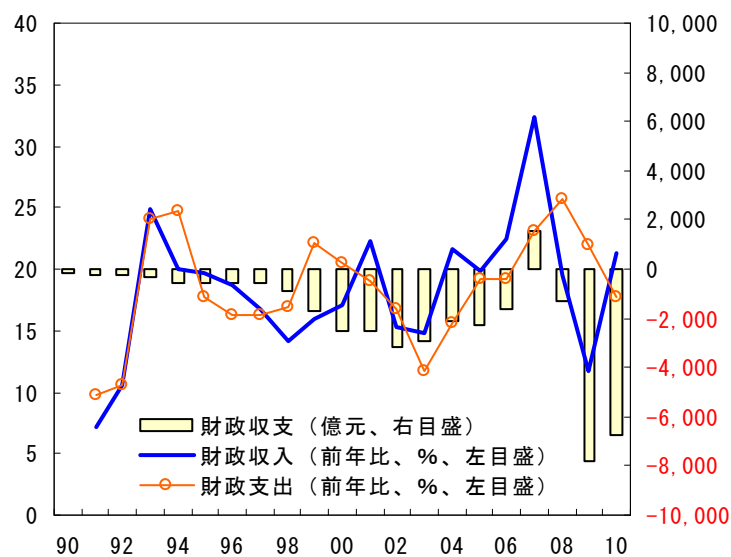
投資の方向性は吟味の必要性

もちろん、むやみに投資を増加させることの弊害（省エネ・環境保護の棚上げ、不動産価格の高騰、地方政府融資平台向け貸出の急増など将来的な不良債権リスクの増大）を考えると、投資の方向性は十分に吟味されなければならない。具体的には、中小企業、農業（水利を含む）、中西部のインフラ、中・低所得者向け

の保障性住宅、産業構造高度化に不可欠な戦略的新興産業（省エネ・環境保護、新世代情報技術、バイオ、ハイエンド装置製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車）などへの投資傾斜が図られる必要があるだろう。

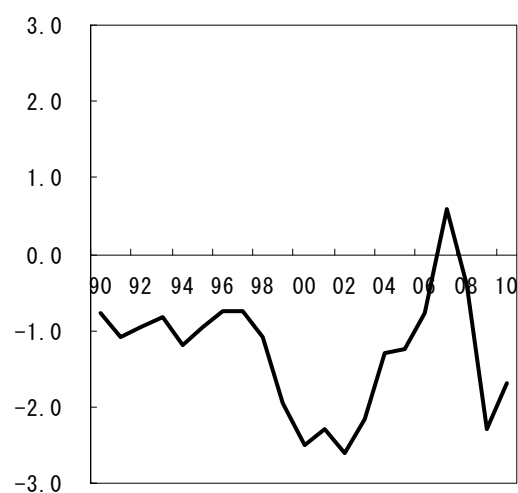
（齋藤 尚登）

中国の財政状況（単位：億元、%）



（出所）中国統計年鑑より大和総研作成

財政収支の名目 GDP 比（単位：%）



（出所）中国統計年鑑より大和総研作成

6. 日本経済への影響には最大級の警戒を

外的ショックに弱い日本経済

外的ショックに対する脆弱性

日本経済が金融危機のような外的ショックに対して、きわめて脆弱であることは、過去の景気後退の経験が示すとおりである。リーマン・ショック後、2009年の景気後退はそれを象徴する事例だが、当初、政策当局も欧米の金融危機と捉え、日本への影響を限定的とみなしていた。しかし、2009年の世界経済の実質成長率は -0.7% と戦後初のマイナス成長に沈み、世界貿易量は -10.7% と急激に縮小した。その結果、日本の実質成長率は -6.3% と、戦後最悪のマイナス成長を記録した。これは金融危機の震源地である米国の -3.5% 、あるいは英国の -4.9% を上回る減少率であった。

これほど日本の経済成長率が落ち込んだ原因は、2009年の財の輸出数量が -27% と劇的に減少したことに尽きるが、世界貿易の縮小のみによってこれを説明することは難しい。特に日本と同様に加工組立部門の輸出を得意とする韓国では、輸出数量が 0.1% 増とごくわずかながら増加したのとあまりにも対照的である。この両国の違いは、金融危機の深刻化とともに大幅な円高が進行した日本と、大幅なウォン安が進行した韓国という、為替レートの変動によるものである。

日本の不況を深刻化させた通貨変動

2007年8月のパリバショックを金融危機の発火点とすると、その後、2009年中に円の実質実効為替レートが最大 36% 上昇したのに対し、ウォンの実効為替レートは最大 36% 下落した。為替レートの動向は日韓の輸出競争力に大きな影響を与え、韓国の輸出数量がリーマン・ショック前の水準を遥かに超過しているのに対して、日本では危機前の水準をいまだに下回っている。金融危機、世界的景気悪化、その中で急速な円高という組み合わせが、日本の不況を主要国の中で最も深刻なものの一つにした理由である。

世界的信用収縮が再来する危機

現在、ギリシャ危機をきっかけに世界的な信用収縮の危険性が再び高まっている。仮に金融危機が顕在化した場合、もちろん危機の深刻度にもよるが、以下のような点で、日本経済はショックに対する耐久力を失っており、輸出減少を起点に厳しい景気後退につながる可能性があることには注意が必要である。①依然として大きな需給ギャップの存在、②一段と脆弱になった労働市場、③円高進行の可能性と輸出減少、④政策発動の余地の限界、いずれもリーマン・ショックの残滓を引きずった問題である。

大きな需給ギャップ：潜在的な供給力と実際のGDP水準との乖離、いわゆるGDPギャップについて、内閣府は4-6月期に -4.0% 、規模にして約20兆円であったと推計している。需給ギャップの大きさは、デフレと失業が日本にとっての大きな問題であることを示している。ただし、リーマン・ショック直前のピークとの比較では、実質GDPが約 6% 、鉱工業生産が約 15% 下回っていることから、実際の需給ギャップは、内閣府の推計よりも大きい可能性がある。東日本大震災の影響による一時的な需要減少という特殊事情を考慮してもなお、日本経済の自律的な回復力は非常に弱いと言わざるを得ず、リーマン・ショックによる傷が、部分的にしか癒えていないということである。

労働市場の脆弱性：景気後退を経るごとに、労働コストを変動費化する動きが強化されている。名目賃金が循環的な回復を見せる局面もあるが、過去10年以上

にわたり、名目賃金の水準は趨勢的に低下している。また雇用形態では非正規労働者の比率が増えている。これらは景気悪化に対する企業のコスト調整を容易にする一方、景気後退の谷を深くし、実感なき景気回復を繰り返す原因となっている。特にリーマン・ショック後は、非正規労働者に占めるパートタイマーとアルバイトの比率が増えていることから、景気が再び悪化すれば急速に失業率が上昇する可能性がある。

円高の進行：日米金利差の縮小による円高、信用リスクの高まりで逃避先となったことによる円高、デフレによる実質金利の高さがもたらす円高と、現在の円高の背景は複雑だが、円高が続く限り、日本の景気回復は弱いまま推移するだろう。また、輸出が減少し、かつ円高が同時に進行すれば、景気後退はひたすら深刻なものにならざるを得ないというのが2009年の不況から学んだ教訓である。ユーロ危機が世界に伝播することになれば、一段と円高が進行する可能性がある。その際、政策当局が円高は不可避であると通貨高を容認するのか、あるいは通貨高を回避する姿勢を見せるのかどうか、日本経済の進路に大きな影響を与えることになるだろう。

政策発動の余地の限界：リーマン・ショック後の政府債務の膨張により、財政政策を発動する余地が小さくなっているのは主要先進国に共通する問題である。また日米では伝統的な金融政策はすでに使い尽くされている。その中で新興国の財政状態には余裕があり、また金融緩和の余地も大きいという点は、世界経済の先行きに対して楽観的になり得る数少ない点である。ただ、主要先進国が同時に財政赤字の削減を優先することのリスクは存在するわけで、それに新興国が耐えるかどうか、つまりデカップリングが成立するかどうかは不透明である。ただ仮にデカップリングが成立するとしても、中国の9.2%成長に対して、日本が-6.3%成長となった2009年のように、日本経済の沈み方が大きくなる事態も起こりうる。今後の状況によっては、日本はいったん財政規律を緩め、景気回復を優先する政策に転換する必要もあるだろう。

以上のように、日本経済には外部ショックによって容易に景気後退に陥りかねない脆弱な部分がある。今のところ日本の景気回復は東日本大震災の復興需要にかかる期待によって支えられている部分もある。しかし、ユーロ危機がすでに世界的な問題となった現在の局面においては、景気後退の可能性に最大級の警戒感をもって備える必要があるだろう。

(小林 卓典)