

<特別レポート>

2012年6月11日 全34頁

再度の正念場を迎えているユーロ圏危機

調査本部

ギリシャのユーロ離脱可能性と影響を吟味する

[目次]

1. はじめに (岡野 進)	2
2. ユーロ圏危機を取り巻く情勢 (児玉 卓)	5
3. ユーロ導入以降の欧州経済の総括	10
① 域内周縁国経済成長の構図 (山崎 加津子)	10
② 不均衡成長と資本移動の問題点 (岡野 進)	14
4. 財政統合への道かユーロ解体か	15
① ギリシャのユーロ離脱の現実性 (岡野 進)	15
② TARGET2 における債権債務拡大の問題 (島津 洋隆)	16
③ 他の欧州諸国への風評被害的なインパクトをどうみるか (山崎 加津子)	19
④ アルゼンチン、香港との比較と教訓 (長谷川 永遠子)	20
⑤ 欧州銀行セクターの健全性 (鈴木 利光)	23
⑥ 日本経済への影響 (小林 卓典)	28
⑦ ユーロ維持に向けた財政統合への動き (児玉 卓)	31

1. はじめに

(岡野 進)

スペイン銀行部門への 支援体制整うか

9日、スペイン政府は、銀行部門への支援について欧州連合（EU）に金融支援を要請することを表明した。これをうけてユーロ圏の各国政府は9日の財務相会議でスペイン政府に対し、EUの資金によって銀行部門の資本増強に取り組むよう促した。不良債権問題の深刻化から金融不安を抱えるスペインに対するユーロ圏としての支援体制が整いつつあるようだ。しかしながら、依然として、欧州金融情勢は再び大きな金融危機に向かうリスクを内包しているといえるだろう。

この半年の間に欧州のいわゆるソブリン問題には進展が見られた。それを振り返ってみよう。まず、ギリシャ政府債務の再編（放棄）である。民間保有の国債2,060億ユーロ、うちギリシャ国法にもとづく国債が1,770億ユーロあり、この95.7%の保有者が債務元本の削減を伴う債務交換に参加させられた。しかし、再編後もユーロ圏周縁国の中でもっとも国債利回りが高い状況には変わりはなく、再度の債務再編の懸念は消えていない。

次に、流動性対策であるが、欧州中央銀行（ECB）が2度にわたり期間3年の長期資金供給（LTRO: Long Term Refinancing Operation）を実施し、市中に3年間借りっぱなしに出来る大量の資金を供給した。これによって銀行の流動性が改善し、資金の一部はイタリア国債等の購入に向かい、ECBによる直接買入れの代替手段として機能したと推測できる。しかし、その結果、銀行のバランスシートがユーロ圏財政懸念国の財政状況と一体化して捉えられるようになるという副作用がある。

金融機関の健全性問題も浮かび上がった。金融機関の財務状態への懸念が金融パニックを起こす大きなきっかけになるし、金融機関の財務安定性を確保しなければいつまでたっても金融危機の火種は消えない。現在、銀行の資本増強は順調に進んでおり、大規模なデレバレッジが起きる状況にはないと評価できる。ただし、欧州銀行監督機構（EBA）の指針は昨年9月末の銀行のバランスシートに基づいており、現状と指針が乖離している可能性がある。また、前述のLTROの資金によって周縁国銀行が自国国債を買い増したため、潜在的な評価損が拡大している可能性が高いことには注意しておきたい。

経常収支改善迫られ るギリシャ

当面の焦点となっているギリシャは、国としての債務返済可能性という点から、これ以上、経常収支赤字を放置できない状態にある。まずは貿易収支を大きく改善させる必要がある。2011年では財の貿易で272億ユーロの赤字、サービスの貿易で146億ユーロの黒字で、あわせて126億ユーロの赤字である。ギリシャのGDP規模2,151億ユーロ（2011年）比で、5.9%になる。これを黒字に持っていくのは容易ではない。実現のためには2つの条件が必要になる。第一は、ギリシャの産業の輸出競争力を高めることであり、長期的には構造政策による生産性上昇が大切だが、短期的には価格面での調整がまず必要になる。ユーロ圏全体に対して相対的にギリシャの付加価値の価格の引き下げを行わなければならない。ユーロ離脱が行われれば、これは新通貨の対ユーロ相場を通じて調整できる。そうでなければ、ギリシャがデフレを甘受するか、ギリシャ以外の国がインフレを甘受しなければならない。第二は、価格だけではなく、数量面、すなわちギリシャで生産される財やサービスへの需要を他国、とりわけEUの中核国が作り出すことである。1980年代前半の中南米債務危機の時には、米国はドル高と減税を中心にした内需拡大を行い、中南米諸国に市場を提供した。これは当時の債務国における財政緊縮策とあいまって貿易収支の大きな改善をもたらした。

だが、ドイツもフランスも当時の米国の役を買って出ていない。結局、経済を成長させながら問題を解決する道ではなく、財政緊縮を着実に行うことで市場の不安をぬぐうことが優先された。しかし、財政緊縮策は欧州におけるマクロ的な不況の加速をもたらし始めている。

財政緊縮策による景気悪化がますます実感される中で、5月6日のフランス大統領選挙とギリシャ総選挙で緊縮政策を推し進めてきたこれまでの政権与党勢力が敗北したのはまずは当然の結果だろう。ギリシャの選挙結果は財政緊縮策を推進してきた新民主主義党と全ギリシャ社会主義運動にとって非常に厳しいものとなった。新民主主義党と全ギリシャ社会主義運動の得票率は合計してもわずか32%にとどまり、議席数も選挙前の201議席から149議席に減って過半数にとどかなかつた。代わって躍進したのは緊縮財政反対を主張するさまざまな政党であった。これらの政党は、緊縮財政反対では一致するものの、他の主張では極右から極左まで大きな差があり、まとまりにくい。このため、上位3党が試みた組閣協議はいずれもまとまらず、大統領が仲介した挙国一致内閣も、イタリアのような政治家を入れない実務者内閣の提案も実現には至らず、6月17日に再選挙が行われることになった。

ギリシャ、ユーロ離脱の可能性

再選挙の結果、仮に急進左派連合が第1党になった場合、急進左派連合が主張している財政緊縮策の放棄はギリシャのユーロ圏からの離脱につながる可能性が高い。ギリシャ国民は財政緊縮策には強く反発しているものの、ユーロ圏にとどまりたいとの意見が8割近くを占めるとの世論調査結果がある。急進左派連合もユーロ圏残留を主張しているが、前政権が行ったEU、IMFとの財政緊縮策の合意を破棄すれば、現実にはユーロ圏に残留できなくなる可能性が高くなる。なぜならば、EUの公的支援総額2,460億ユーロの内、実行されていない1,000億ユーロの支払いが打ち切られれば、ギリシャ政府はユーロの資金繰りがつかず財政支払いに窮する。財政支払いが停止すれば、公務員給与も払えず政府が機能なくなるが、これを回避する唯一の手段はギリシャ中央銀行に独自通貨の銀行券を発行させ、それを受け皿にして国債を発行することである。そして、公務員給与をはじめ政府支払いを独自通貨建てで行う。つまり、この独自通貨を法定通貨として支払い手段に充てることである。こうすることによって、政府による支払いを可能にすることができるが、その副作用は非常に大きい。まず、これはギリシャがユーロ圏から離脱することを意味する。そしておそらく、独自通貨のもとで大インフレが起こることになるだろう。

こうしたユーロ離脱の観測をうけて、ギリシャでは銀行からの預金流出に歯止めがかからない。まだ個別の銀行に預金取り付けが発生するようなパニックは起きていないが、いずれパニックになる恐れは十分にある。6月17日に行われるギリシャ再選挙の結果次第では、ギリシャのユーロ離脱の可能性がぐっと高くなる。ユーロに代わってギリシャ独自の通貨が導入されれば通貨価値は目減りし、激しいインフレに見舞われる恐れさえある。早めにユーロを口座から引き出し、タンス預金にしておこうという動きが出てきている。ECBの統計では3月末の銀行預金は1,710億ユーロと2009年末より3割も減少している。富裕層ではスイスの銀行に資産を移す動きもみられる。すでにギリシャのユーロ離脱を先取りする動きが広がりつつあるわけである。

必要な緊縮一辺倒からの脱皮

ギリシャが離脱に至るか、そうでないか、いずれにせよ、欧州中核国が国内需要を拡大したり周縁国への直接投資を拡大したりするなどして、ギリシャなど債務国の国際収支の改善をもたらさないかぎり、債務問題としての解決は難しいだ

ろう。またそのためにも、価格差の問題も解決されなければならない。ドイツがある程度のインフレ容認に舵をきるかどうかは注目される。ドイツ連銀のウルブリッヒ経済部長は連邦議会の金融委員会で、ドイツの物価上昇率はユーロ圏の平均物価上昇率を将来上回ると予想され、それを容認すべきだろうとの見解を述べた。ショイブレ財務相も2-3%のインフレは容認、賃金上昇を容認すべき、と表明している。ドイツ、フランスなどユーロ中核国におけるある程度のインフレ容認と経済成長重視は問題解決に必要な要素として認識されつつあるといえる。

2. ユーロ圏危機を取り巻く情勢

(児玉 卓)

ユーロ解体論からギリシャ離脱論へ

ユーロ圏危機は、再度の正念場を迎えている。昨年秋から冬にかけては単一通貨ユーロの解体論が噴出した。今年の3月以降は、ギリシャのユーロ圏離脱観測が高まっている。後者は前者の変則バージョンのようなものであり、全面的なユーロ解体ほどの世界的インパクトはないという見方もあり得ようが、ギリシャの離脱が全面的なユーロ解体の引き金を引くという懸念は小さくない。迅速な政策対応が求められるという点では、現在も昨年後半同様の局面にある。

昨年後半の危機深刻化の直接的なきっかけは、イタリア、スペインの国債利回りの上昇だった。両国は、ユーロ圏諸国の中でかねてより問題視されていたPIIGSに含まれるが、残るアイルランド、ポルトガル、ギリシャとは2つの点で大きく異なる。ひとつは、イタリア、スペインがEU、IMFによる資金支援を受けておらず、市場での政府資金調達を継続していることである¹。残る3カ国は市場から締め出された状態にあり、EU等のセーフティネットに全面的に依存している。もうひとつの違いは、経済規模である。被救済3カ国の内、名目GDPが最も大きいのはギリシャだが、それでもユーロ圏全体の2.3%を占めるに過ぎず(2011年)、3カ国合計でも6%に満たない。対してイタリアは16.8%、スペインは11.4%に達する。しかもイタリアは政府債務のGDP比が2011年末時点で120%、実額では2兆ユーロ余りに上る。一方、ユーロ圏のセーフティネットである欧州金融安定化機構(EFSF)の原資は昨年末時点で4,400億ユーロに過ぎなかった。

従って、昨年後半の危機深刻化に際するあるべき初期的政策対応は明確だった。イタリア、スペインの被救済国仲間入りを回避することである。このような大国の資金繰りを丸抱えで面倒見るだけの原資を、ユーロ圏が用意していなかったためである。そのためには両国の国債利回りを押さえ込むことが必要である。国債利回りの上昇は、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を喪失させ、両国を市場から締め出す可能性を著しく高めるからだ。更に、国債価格の下落はイタリア等の国債を多く保有する欧州金融機関のバランスシートを毀損する。その修復に財政資金の投入が要請されれば、当該国の国債利回りは一段の上昇圧力を受ける。このような悪循環を止める上でも、イタリア等の国債利回りの抑制が不可欠だったのである。

LTROの威力

もっとも、上で述べたように、イタリアだけでも2兆ユーロに上る政府債務の価値を政策的に支えることは容易ではない。EFSFのような原資過少なセーフティネットにその役割を与えれば、すぐさま介入資金の枯渇が意識され、民間投資家の周縁国債離れに拍車をかけることにもなる。従って、介入の主体は予算制約に服さないECBでなければならなかった。

ただしECBは当初予想された、自身でのイタリア、スペイン国債の徹底的な買い入れではなく、3年満期の資金を政策金利(1%)で無制限に(銀行が望むだけ)供給するという、LTROという代替策を発動した。ECBが自身のバランスシートの質的劣化を嫌った、ないしはECBはあくまで銀行の最後の貸し手であり、政府の最後の貸し手にはならないという原則に従った行動とも取れようが、そればかりではなく、LTROが直接介入よりも実際的なメリットがある(デメリットが小さい)

¹ 6月9日にスペイン政府はEUに支援を要請すると表明したが、これは銀行の資金増強目的に限定され、市場での資金調達は継続される見込みである。

という判断が働いていた可能性もあろう。

図表 1 ECB の総資産

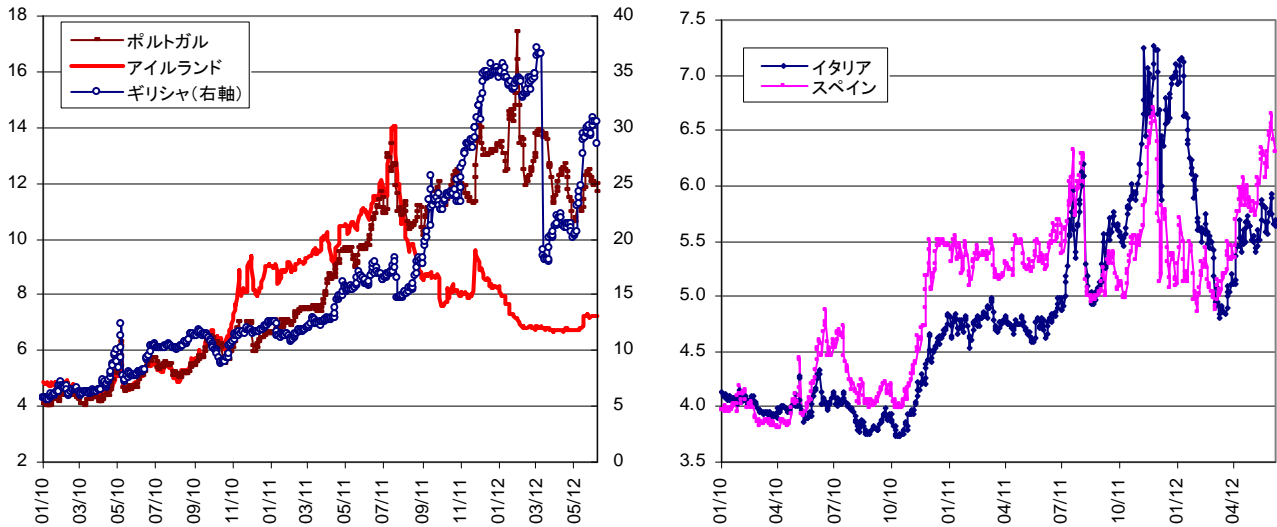


出所：ECB より大和総研作成

それは、ECB や IMF 等が保有する国債への返済順位が、民間部門保有分よりも優先されるからである。ECB の直接介入によってイタリア等の債務に占める ECB 保有分のシェアが高まれば、仮に当該国がギリシャのような債務再編に追い込まれた場合、民間保有分のヘアカット率が拡大する。それが金融システムの不安定性を助長するリスクは高く、更に、このような構図のもとで、ECB の保有比率が高まれば高まるほど、民間の金融機関等は財政懸念国の国債保有の回避姿勢を強めることにもなる。結果的に、国債利回りの抑制に足る ECB の直接介入の必要額を著しく増大させることにもつながりかねない。こういう事情が LTRO 選択の背景にあったものと考えられる。

実際、LTRO は ECB 自身による市場介入の代替効果を十分に発揮した。その一次的な効果は、欧州金融機関の資金繰り改善であったが、これにより、流動性枯渇に起因する金融機関の破綻リスクが減じられた。さらには銀行間資金市場の緊張が緩和し、短期市場金利が低下した。これらが周縁国を含めた（既に被支援国となっているギリシャ、ポルトガル、アイルランドは除く）ユーロ圏各国の国債消化にかかわる懸念を和らげ、国債利回りの低下につながったのである。その結果、金融機関のバランスシート悪化にも歯止めがかかる。LTRO は昨年末にかけて懸念された財政・金融の複合危機の下方スパイラルに、いったんは風穴を開けることに成功した。

図表 2 被救済国（左）、未救済国（右）の長期国債利回り（%）



出所：Bloomberg より大和総研作成

しかし、あくまで流動性対策

しかし、その効果の持続期間はきわめて短いものでしかなかった。焦点となっていたイタリア、スペインの国債利回りは今年 2 月にかけて急速に低下したが、LTRO 第二弾が実施された 2 月末の直後、3 月上旬にはボトムをつけ、その後、再上昇に転じてしまっている。

そもそも LTRO がユーロ圏問題の本質を迂回した、対症療法的時間稼ぎに過ぎないことは始めから明らかであった。問題の本質とは、いうまでもなく「ユーロ圏の中途半端な統合」にあり、それを如何に修復するか議論を LTRO が時間を稼いでいるうちに深めることができるかが問われたのだが、実際には、市場の沈静化に伴って EU、ユーロ圏の政治家の危機感が薄れたのか、3 月に開催された EU 首脳会議では昨年 12 月に合意された「新財政協定」への署名作業などが行われるにとどまった。そしてこの間、流動性のみでは解決不可能な、たとえばスペインの不動産価格の持続的な下落による同国銀行部門の苦境の深刻化、ギリシャ、スペインを筆頭に上昇が続く失業率と、緊縮財政に対する各国国民の怨嗟の聲の高まりが政治的不安定性を惹起した。結果として、昨年後半を上回るマグニチュードの危機に、現在のユーロ圏は直面している。

更に LTRO は政府財政と銀行のバランスシートの一体化を助長するという副作用をもたらしている。イタリア、スペイン等の銀行が、LTRO で得た流動性の一部を、自国国債の購入に当てていると考えられるためだ。こうした事態は、例えばスペインの銀行部門を同国政府が救済することをより困難とし（政府による救済が財政収支赤字拡大を通じて国債利回りを上昇させ、要救済額を膨張させるというスパイラルが深刻化）、ユーロ圏全体のセーフティネットの脆弱性が再認識されてしまっている。また今後の状況により、LTRO 第 3 弾、あるいは ECB による財政懸念国の国債買い入れ強化が実現する可能性もあろうが、その効果の持続性の欠如が露呈された以上、これまでを上回る効果を期待することは困難であろう。ECB による力業を含めても、危機の対応策の手詰まりが深刻化しつつある。

史上最大のデフォルト：ギリシャの債務再編

年明け以降の政策展開として、LTRO と並んで抑えておくべきが、ギリシャの公的債務の再編が実現したことである。

度重なる交渉を経て、ギリシャの民間向け債務再編が3月にまとまり、EU、IMF による第2次支援策が動き出した。これを受け、ギリシャは不安視されていた3月下旬の国債大量償還も大過なく乗り切った。

額面で53.5%、新国債の金利引き下げなどを含めればヘアカット率が70%超に達する今回の債務再編により、ギリシャの公的債務は1,000億ユーロ超削減された。史上最大のデフォルトである。また、ギリシャ法に基づいて発行された国債については、CAC（集団行動条項）を適用し、すべての債権者に債務交換を強制した。その結果、ギリシャの債務再編が「自発的な」ものであるとしていた当初の根拠は崩れ、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の支払い発動というクレジットイベントに発展している。しかし、その清算によってCDSプロテクションの売り手が買い手へ支払う総額は29.8億ドルに留まり、金融システムの混乱は避けられた。むしろCDSについては、それが発動されたことで、同市場のリスクヘッジ機能が確保されたことが評価されるべきだろう。非常時の名の下に、なし崩し的に金融機能の正常な作動の障害が進むことは回避された。

今回の債務再編は、EU等による追加支援を得るための必須の条件であり、追加支援なしにはギリシャが無秩序なデフォルトに追い込まれる可能性が非常に高かった。その点、債務再編が実現されたことの意義は大きい。

しかし、これがギリシャに与えたのは、つかの間の休息でさえなかった。旧債券との交換により新たに発行されたギリシャの11年国債の利回りは当初から20%を上回っていた。市場は同国の債務再編が今後もかなりの確率で起こり得る、言い換えれば、債務再編が行われたにもかかわらず、ギリシャの公的債務の維持可能性は回復されていないとみなしていたわけだ。

しかし抜本策には遠い

また、今回の民間債務のヘアカット率は、まず2020年時点の政府債務のGDP比120%未満というターゲットありきで逆算された数値である。120%なら持続可能なのかという疑問も拭えないが、それを措くとしても、将来のGDPが想定よりも減ってしまえば、GDP比の債務残高は直接的にも、間接的（税収減少などによる財政収支赤字拡大を通じて）にもすぐさま拡大する。しかも想定では、2011年に6.8%の激減となった実質GDPが2014年から2019年にかけて、2.5%~3.1%で推移すると見込んでいる。

図表3 第2次ギリシャ支援の前提

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
政府債務残高（対GDP%）	129.0	144.5	165.3	163.2	167.3	160.7	153.1	146.3	137.5	130.4	123.3	116.5
実質成長率（%）	-3.3	-3.5	-6.8	-4.8	0.0	2.5	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5	2.2

出所：IMF

このような成長率の前提の下で、増税、公務員の大幅削減、年金給付の削減、国有資産売却などの財政収支赤字圧縮策が掲げられているが、これら大胆な緊縮策が社会的、政治的に実現可能かというテストに不合格を突きつけているのが、現在のギリシャの混迷ということになる。EU等による第2次支援の引き換えに課せられた、一段の緊縮策の見直し、放棄を公言することが、5月の総選挙で急進左派連合（SYRIZA）が躍進する背景にあったのは周知のとおりだが、こうした政

治的展開が、いったん回避された無秩序なデフォルトの可能性を（ユーロ離脱の可能性とともに）再度高めているのが同国の現状である。

ギリシャは「流動性の供与+緊縮財政」のセットが、債務の維持可能性回復に貢献しないことを示す格好のサンプルであった。貢献しないからこそ、民間債務の再編に追い込まれた。しかし、債務再編の結果実現したEU等による第2次支援の骨格も、つまるところ上のセットの域を出るものではない。仮に世論が緊縮財政受け入れに傾いたとしても、これまで同様、緊縮政策は同国の成長再開の可能性を低め、結果的に政府債務/GDP比の圧縮も不可能とすることになる。再度の債務再編、無秩序なデフォルトのリスクが払拭されることはありそうにない。だからこそ、緊縮財政と低成長との連鎖を止める方策として、ユーロ離脱観測がくすぶり続けることになる。

債務再編を含めた広義の再デフォルト回避を絶対的なものとし、またギリシャのユーロ圏離脱を避けるには、デフォルト以外の方法で同国の債務を消滅させるしかない。それは言うまでもなく、ユーロ共同債の導入である。同国の苦境と混乱は、通貨ユーロの崩壊を伴わないユーロ圏危機の最終解が、財政統合しかないことを再確認させている。

3. ユーロ導入以降の欧州経済の総括

ユーロ圏における金融財政危機が発生した背景には、ユーロ統合をめぐる経過と統合以降の経済発展のあり方の問題がある。これについて概観してみよう。

① 域内周縁国経済成長の構図

(山崎 加津子)

ユーロ導入前

ユーロ導入国となるための5つの基準

欧州で単一通貨を導入するとの構想は1960年代まで遡るが、それが具体的な達成目標として定まったのは、1993年11月に発効した欧州連合条約（通称マーストリヒト条約）においてである。マーストリヒト条約の発効に伴い、欧州共同体（European Community）は欧州連合（European Union）に名称が改まり、共通通貨や共通外交政策などより一層の統合をめざす方針が確定された。共通通貨の導入にあたって、加盟国は以下の5つの条件を達成することが求められた。

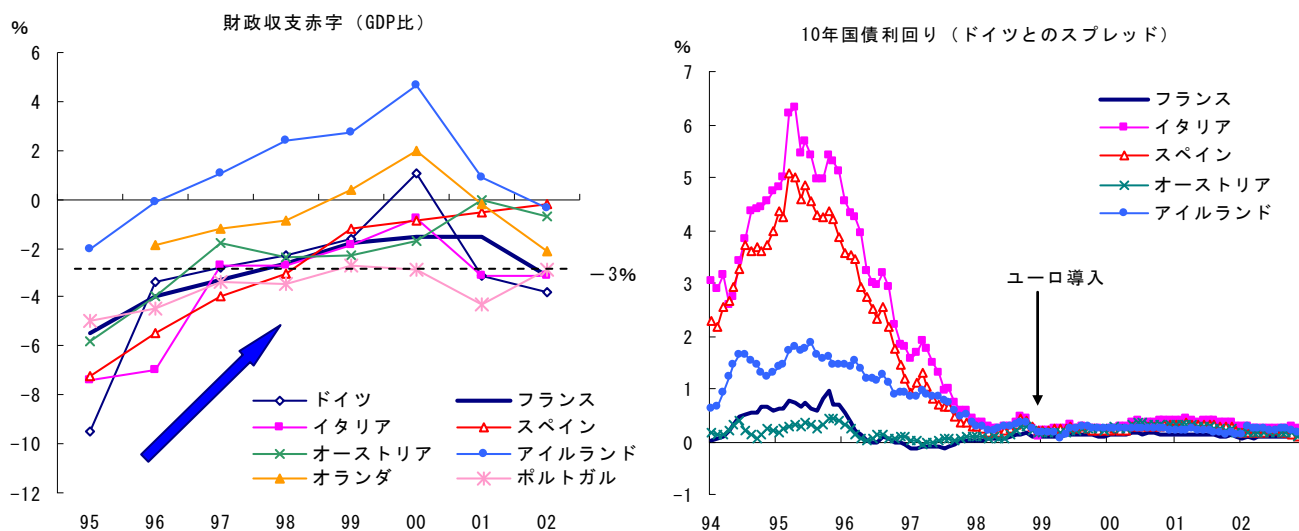
- 1) インフレ率がEU加盟国中、最も低い3カ国の平均値+1.5%を超えないこと
- 2) 財政赤字がGDP比3%以下であること
- 3) 政府債務残高がGDP比60%以下であること
- 4) 長期金利がEU加盟国中、最もインフレ率の低い3カ国の平均値+2%を超えないこと
- 5) 通貨が最低2年間、ERM（為替相場メカニズム）の為替変動幅を維持し、切り下げられていないこと

基準達成を目指したインフレ抑制、財政健全化努力

EU加盟国は1993年の12カ国から、1995年には15カ国に増加した。このうち、英国、デンマーク、スウェーデンの3カ国は通貨統合への参加を見送ったが、残る12カ国はユーロ導入を目指して、インフレ抑制と財政健全化政策を推進した。ユーロの導入時期は1999年初めと設定されたため、参加国の判定は1997年までのデータを基準に1998年5月に行われた。欧州共通通貨に乗り遅れてはならじと努力した結果、12カ国中、ギリシャを除く11カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ポルトガル）が条件を達成したと判断された。ただし、政府債務残高の基準に関してはほとんどの国が達成できなかったのだが、縮小傾向にあれば可とされた。

ユーロ導入を目指す各国のインフレ率が低下傾向をたどり、財政収支赤字がGDP比3%以内を目指して縮小する中で、各国の長期金利（10年国債利回り）は欧州内で最低水準にあったドイツの水準へと収斂していった。高インフレ高金利国であったスペイン、イタリアなどの南欧諸国は短期間のうちに低インフレ、低金利国への移行を果たしたのである。

図表 4 ユーロ導入を先取りして長期金利が収斂



出所：Eurostat、Bloomberg データより大和総研作成

低インフレ、低金利で消費や投資が活発化

インフレ率と金利の低下は各国の消費拡大に貢献し、スペイン、ポルトガル、イタリアの個人消費は伸びが加速した。なお、ユーロ圏加盟をめざした12カ国の中で個人消費が特に高い伸びを記録したアイルランドでは、インフレ率と金利の低下の程度はスペイン、イタリアほどではなかった。ただ、同国はユーロ圏加盟国というステータスを手に入れるとともに、法人税率の大幅引き下げを実現させ、さらに母語が英語という強みを生かして外資を積極的に呼び込む政策をとった。これがキャッチアップ分も含め、アイルランドの高成長を実現させたと考えられる。これら諸国とは対照的に、ドイツの個人消費はドイツ統一ブームに沸いた1990年代前半に比べて後半の方が伸びが鈍化した。1990年代後半には、スペイン、ポルトガル、アイルランドで建設投資を中心に固定資本形成も伸び率が加速したが、その背景には不動産投資ブームが存在した。

ユーロ導入後

1999年スタート

1999年年初に欧州共通通貨「ユーロ」が11カ国で導入された。といってもこの段階では各国通貨とユーロの交換比率が固定されただけで、流通している紙幣やコインはまだドイツ・マルクやフランス・フランのままであった。商店に並ぶモノの値段は従来の各国通貨とユーロが併記された。1999年初めのもう一つの変化は、ユーロ圏11カ国の金融政策がECBに一元化されたことである。2001年1月にギリシャがユーロ圏に加わり、2002年1月にはユーロ紙幣の流通が開始された。

ユーロ圏景気は3%前後の高成長を記録

ユーロ導入で為替リスクのない人口3億人の市場が誕生した。欧州内の企業や銀行はもちろんのこと、欧州外の企業や銀行もこの新しい市場に参入し、そのメリットを享受しようとした。ユーロ圏経済はユーロ導入の準備段階から消費や投資、さらに輸出入に活性化の効果がみられ、経済成長率は1996年の1.5%から1997年2.6%、1998年2.8%と加速し、2000年には3.8%の高成長を達成した。ただ、これは米国発のITバブルで押し上げられた側面があり、バブル崩壊後の2002年と2003年のユーロ圏の成長率は1%未満に落ち込んだ。特に輸出入と固定資本形

成が大きく落ち込んだ。その中でユーロ圏加盟国の消費の落ち込みは限定的で、とくにスペイン、アイルランド、ギリシャ、さらにフランス、フィンランドなどの個人消費の底堅さが目立った。一方、ドイツとイタリアでは2000年代前半に景気停滞局面が長期化した。とくにドイツでは個人消費が2002年以降、長期にわたって低迷した。

雇用コスト抑制が急務と判断したドイツ

ドイツの消費が冴えなかった理由は、輸出失速で失業率が上昇したことも一因だが、それ以上に官民で取り組んだ雇用コスト抑制策の影響が大きかったと考えられる。欧州では1999年のユーロ導入に続き、2004年にはポーランドやチェコなど中東欧10カ国のEU加盟が決まっていた。地理的に中東欧にもっとも近いドイツでは、企業がこれら諸国の安い労働力に大いに期待し、2004年をにらんだ直接投資が1990年代から活発化していた。危機感を持ったのはドイツの労働組合と政府で、国内雇用を維持するため、雇用コストの抑制策に取り組んだ。ドイツの賃金は産業別の労使交渉で決定されるが、ドイツ国内の雇用維持を条件に、賃金上昇率抑制が相次いで合意された。また、政府は公的年金保険や雇用保険の改革に取り組み、社会保障コストの負担抑制に努めた。一連の対策でドイツの家計所得の伸び率は2002年から2006年半ばまで実質ゼロ近辺で推移し、消費は低迷した。

図表5 ユーロ圏加盟国の成長率格差：実質個人消費成長率（%）

	ユーロ圏	ドイツ	イタリア	フランス	ベルギー	オランダ	ルクセンブルク	オーストリア	フィンランド	スペイン	アイルランド	ポルトガル	ギリシャ
ユーロ圏加入		1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	1999年	2001年
EU加入		1957年	1957年	1957年	1957年	1957年	1957年	1995年	1995年	1986年	1973年	1986年	1981年
1996	1.8	1.1	1.1	1.6	2.0	4.3	3.0	3.0	3.8	2.5	7.6	3.2	#N/A
1997	1.7	0.8	3.2	0.3	2.0	3.5	3.8	-0.1	3.3	3.2	7.7	3.7	#N/A
1998	3.0	1.2	3.5	3.7	2.6	5.1	5.7	2.3	4.6	4.8	7.5	5.1	#N/A
1999	3.2	2.4	2.6	3.4	2.0	5.3	3.6	2.0	2.8	5.3	9.0	5.5	#N/A
2000	2.9	2.0	2.4	3.4	2.6	3.7	5.0	2.7	2.2	5.0	10.4	3.8	#N/A
2001	1.9	1.3	0.7	2.4	1.5	1.8	3.4	1.4	3.0	3.5	4.6	1.3	5.0
2002	0.9	-0.6	0.2	2.0	0.6	0.9	5.8	1.0	2.5	2.8	3.7	1.3	4.7
2003	1.2	0.3	0.9	1.7	0.7	-0.2	-5.3	1.3	4.8	2.9	2.9	-0.2	3.3
2004	1.5	0.4	0.8	1.7	1.7	1.0	2.2	2.1	3.4	4.2	3.6	2.7	3.8
2005	1.8	0.2	1.2	2.5	1.0	1.0	2.6	2.2	3.1	4.1	6.8	1.7	4.5
2006	2.1	1.5	1.4	2.2	1.8	-0.3	3.2	1.8	4.3	4.0	6.6	1.8	4.3
2007	1.7	-0.2	1.1	2.4	1.7	1.8	3.3	0.9	3.5	3.5	6.3	2.5	3.7
2008	0.4	0.6	-0.8	0.2	1.9	1.3	3.4	0.8	1.9	-0.6	-1.4	1.3	4.0
2009	-1.2	-0.1	-1.6	0.3	0.8	-2.6	1.1	-0.3	-2.7	-4.3	-7.3	-2.3	-1.3
2010	0.9	0.6	1.2	1.5	2.5	0.4	2.1	2.2	3.0	0.8	-0.9	2.1	-3.6
2011	0.2	1.4	0.3	0.3	0.8	-1.1	1.8	0.6	3.3	-0.1	-2.7	-3.9	-7.1

注：各国の個人消費の成長率がユーロ圏を上回った場合に着色

出所：Eurostat データより大和総研作成

周縁国の高成長で所得水準の格差是正期待

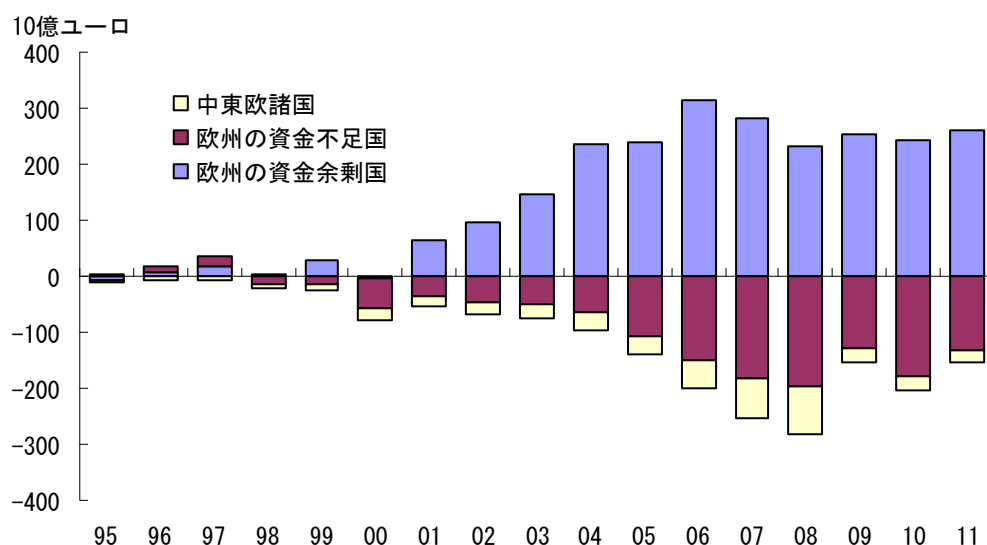
所得水準が高いドイツで所得が伸び悩む一方、所得水準が相対的に低い周縁国の所得が高い伸びを達成することは、ユーロ圏という通貨同盟において各国の所得格差が是正されることにつながり、悪いことではない。むしろ、通貨統合によって、資本移動が活性化され、周縁国の経済水準をかさ上げしていくことが期待されていた。1990年代後半以降の南欧諸国の高い経済成長は、この目的が達成された証拠のように見受けられた。ドイツとイタリアの成長率の伸び悩みという問題点はあったものの、ユーロ圏全体の成長率は2004年から2007年にかけて平均2.5%という堅調な伸びを維持した。2006年以降はドイツとイタリアの景気も拡大局面に入ったとの実感が生まれた。

資金フローにも大きな変化

通貨統合およびEUの東方拡大を大きな契機として、欧州における投資資金の流れに大きな特徴が生まれた。それは移動する資金量の急拡大と、資金余剰国と資金不足国の固定化である。資金余剰国に名前を連ねるのはドイツ、ベネルクス、北欧諸国を中心とする北部ヨーロッパの国々と分類することができる。一方、資

金不足国には社会主義経済から市場経済へと移行し、西欧向け製品の生産市場としてキャッチアップを図る中東欧諸国と、現在財政懸念国に名前を連ねている南欧諸国とアイルランドが分類される。これら諸国の証券投資フローを累計すると、欧州北部から欧州南部と東部へ資金が流れた可能性が高いことが見て取れる。この動きは各国ベースで言えば、経常収支黒字国で黒字が拡大し、赤字国では赤字が拡大し続けていた動きと呼応する。ここで問題となるのは、この動きが「ユーロ圏」という仕組みによって増幅され、固定化されてしまったことである。

図表 6 欧州資金フローの偏り：主に北部欧州は資金余剰、東欧と南欧は資金不足



注：各国の資本収支の累計。資金余剰国は、ドイツ、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ、オーストリア、フィンランド、デンマーク、スウェーデン、ノルウェー。資金不足国はギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア。中東欧諸国はブルガリア、チェコ、ハンガリー、バルト3国、ポーランド、ルーマニア、スロバキア、スロベニア。

出所：Eurostat データより大和総研作成

実はひずみが拡大

2000年代半ばまでユーロ圏経済は好景気だったが、その背後ではさまざまなひずみが蓄積されており、各国の経常収支の不均衡拡大となって顕在化した。そのひずみは例えばインフレ率に表れた。ユーロ圏各国のインフレ率はユーロ導入の準備段階で収斂傾向をみせたが、2000年代は再び拡散する動きとなった。各国の経済成長のスピードが異なり、内需の強さも違うため、インフレ率にも格差が生じるのは当然のことである。問題はインフレ抑制を担う金融政策がECBに一本化されている状況下で、周縁の比較的小国のインフレ率が加速した一方、ドイツのインフレ率が抑制されており、ユーロ圏全体のインフレ圧力が2000年代半ばまで顕在化しにくかったことである。結果としてECBの利上げ開始は2005年12月となった。スペインやアイルランドの不動産バブルや、両国およびギリシャ等の消費ブームを鎮静化させるのに遅れをとった感が否めない。

特にスペインのように賃金上昇率が物価上昇率に連動する国では、賃金と物価のスパイラル的な上昇が継続しやすかった。賃金上昇は家計の購買力上昇というプラス面があるが、物価上昇は本来、通貨安を通じて対外的な購買力を低下させる効果を持つ。ところがユーロという通貨を共有したことで、為替によるこのような調整が働きにくくなり、ユーロ圏内の高インフレ国の対外的な購買力は実力

以上に高くなっていた。他方で実力以上の通貨高と賃金上昇率が、これらの国々の輸出競争力を低下させた。このことが、ユーロ圏諸国で経常収支赤字国においてその赤字が 2000 年代半ばまで一貫しての拡大傾向となった背景にある。

② 不均衡成長と資本移動の問題点

(岡野 進)

通貨統合された地域の内部で、中核的な地域と周縁的な地域との間で経済成長の面でコンバージェンス（収斂）が起きてくるのは当然の現象であるといえる。周縁地域で相対的に高い成長率、インフレ率が継続すること自体は問題ではない。ただし、コンバージェンスは周縁地域に対する生産的な投資が生産性の向上につながることで所得が上昇するという基本的なメカニズムのもとで起きるのでなければ、どこかに無理がでてきて、経済構造にゆがみをもたらすことになる。

周縁国が投資の拡大にともなって、中核国からの資本移動を引き起こすことは問題ではないが、その場合に必要とされるのは生産的な直接投資であり、事業リスクをとる資金が主流であることが必要である。それは 1980 年代の中南米債務問題の教訓でもあり、その後のアジア諸国の経済成長の原資をより企業の直接投資に求めていこうとする動きにもつながった。1990 年代に入って、金融部門が固定相場と高金利で外国資金を多く取り入れてしまったタイからその反動で通貨危機が発生したように、公的部門や金融部門が外国資金を吸収してリターンをもたらさない非生産的な投資や個人消費を拡大するような経済成長パターンは持続性がなく、金融危機につながりやすいといえる。

今回の問題ではギリシャは主に公的セクターによる債務の拡大—ストレートなソブリン不信、スペインは不動産セクターによる債務の拡大—不良債権問題と問題の実体は異なる。しかし、どちらも通貨統合直後、潜在的に経済のコンバージェンスの可能性がある状況において、低コストの資金がふんだんに供給され、それが必ずしも生産性を改善する投資に向かっていかなかったところは共通の問題であった。前者は国家の債務としてほぼゼロのリスクプレミアムでの資金調達が可能となり、後者は高めの経済成長を背景にした不動産への投機がファイナンスされやすい状況がもたらされた。

しかし、それだけではないユーロシステム特有の問題も指摘される。それは資金決済システムを通じて受動的、自動的に国際不均衡をファイナンスしてしまうような与信が拡大するという問題である。資金需要さえあれば、そのリスクについて考慮なく、ユーロ圏内の与信の不均衡を埋めるためのメカニズムとして資金供給国の中央銀行が決済システムを通じて資金需要国の中央銀行に資金供給していく機能を自動的に果たした。これも資金配分上のゆがみをもたらした原因であったかもしれない。

4. 財政統合への道かユーロ解体か

① ギリシャのユーロ離脱の現実性

(岡野 進)

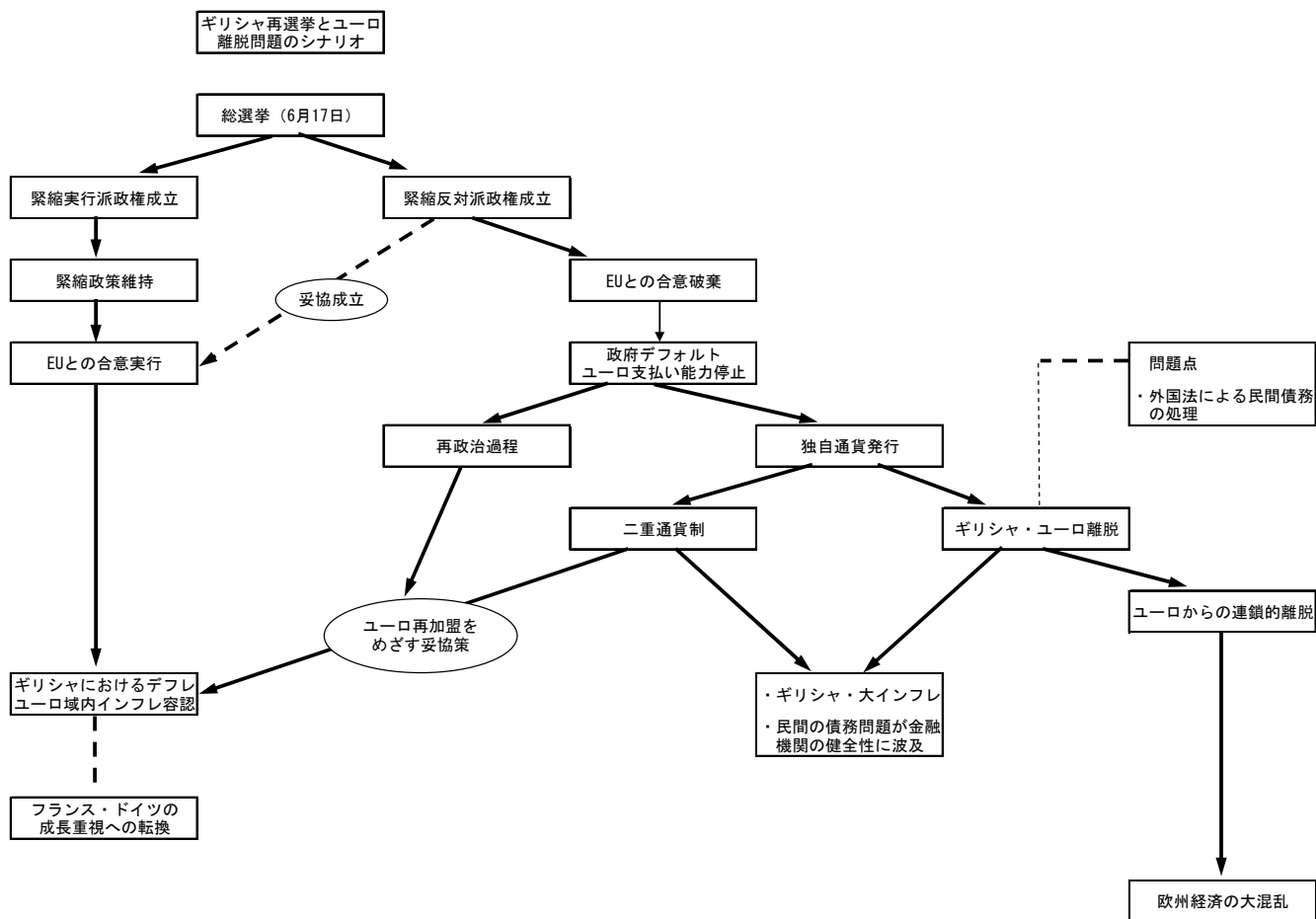
さて、ギリシャがユーロを離脱するシナリオの可能性を検討してみよう。

独自通貨を導入せざるを得なくなるシナリオとして、もっともありうるのは以下のような流れであろう。まず、6月17日の再選挙において、緊縮策を拒否する政治勢力が再び多数を占め、そうした政策に合意する政権が成立することである。そうではなく、EU/IMFとの合意を実行ないし、合意できそうな修正のみを求める政権が成立した場合、ギリシャのユーロ離脱が1、2年内に起こる可能性はかなり小さくなる。もちろん、緊縮策を拒否し、EU/IMFとの合意を破棄する政権が成立しても、ギリシャのユーロ離脱には至らない可能性もある。実際には再交渉が行われ、妥協が成立する可能性は低くはないからである。しかし、妥協が成立しない場合、当然のことながら、EUは第2次支援策のうち凍結している1,000億ユーロの支援は凍結されたままとなり、ギリシャ政府の資金繰りが危機に陥ることは明白になる。この場合、公務員賃金や経常的な経費の支払いを行えなくなれば、政府として完全に機能を失う。これを回避する方法として残されているのは、独自通貨を中央銀行に発行させ、国債ファイナンスを行うことで、なんとか支払いを行うことである。

しかし、これを秩序正しく行えるのか？ギリシャが独自通貨を再導入する場合、既存のユーロ建ての契約をどのように処理するのかという問題がすぐにでてくる。ギリシャの法に基づいた債権債務で国内のみで完結する契約関係や預貯金であれば、ある時点で独自通貨に一定レートで置き換えることは可能だが、外国法に基づいた債権債務は、外貨から独自通貨建てにすることに對しては法的には困難だ。一方、これまでのユーロ建ての契約関係や預貯金は国内法に基づくものもそのままユーロ建てにしておいて、あらたにギリシャ中央銀行が法貨としてドラクマを導入し、政府の支払い等をドラクマ建てに替えるということは可能かもしれない。この場合、一時的な二重通貨体制として位置づけ、独自通貨の減価が一巡したところで早期に再びユーロに復帰するという展望が必要になるだろう。

ギリシャが、独自通貨を導入して、預貯金等も独自通貨建てに移行させる措置をとったとしても、この独自通貨への信認が高まる可能性はほとんどなく、国内の実態はどちらにしても二重通貨体制となる可能性が高いといえるだろう。

図表7 ギリシャ、ユーロ離脱のシナリオ



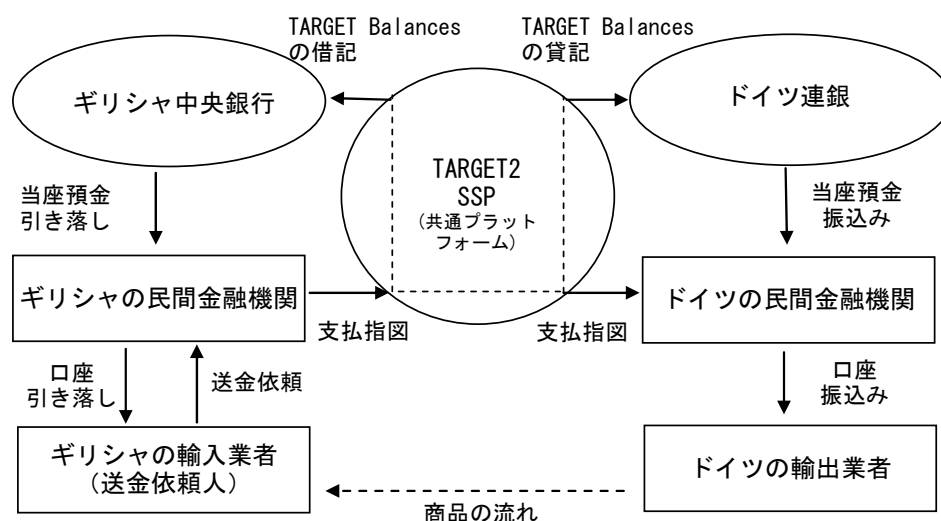
② TARGET2 における債権債務拡大の問題

(島津 洋隆)

TARGET2は、ユーロ圏の各国中央銀行ならびにそれらの取引先である金融機関の大口径資金決済システム

TARGETとは、“Trance-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System”の略であり、ユーロ圏の金融機関が直接参加する大口資金決済システムのことである。1999年1月にユーロ導入にあわせ、ECB及び欧州の各国中央銀行が中心として稼働した。現在ユーロ圏は、TARGETからバージョンアップしたTARGET2という、単一プラットフォーム(SSP)を採用している。また、同決済システムは、各国中銀の取引先である金融機関が利用可能となっている。ユーロ加盟国は、2007年11月から2008年5月にかけて、段階的に同決済システムに移行した。

図表 8 TARGET2 の概念図

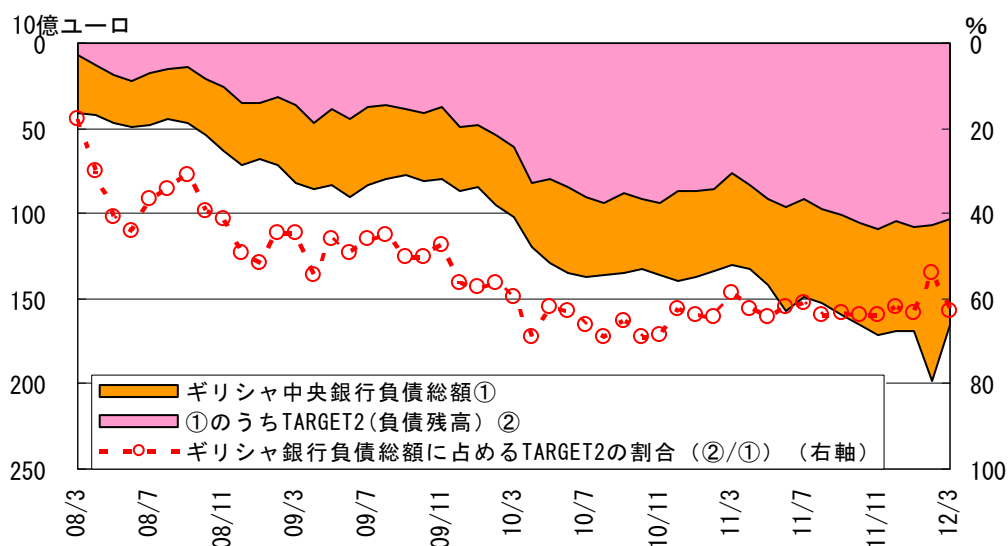


出所：Euro Briefing (IIF 2012年6月1日)、「決済システムレポート2007-2008」（日本銀行 信用機構局 2008年10月）、「ユーロ決済機構の高度化（TARGET2）について」（奥田宏司 2011年6月）より大和総研作成

ギリシャ中央銀行の
TARGET2上の債務残高
は拡大

ギリシャ中央銀行のバランスシートの負債と TARGET2 の債務残高については、TARGET2 の稼動した 2008 年以降増加基調を辿っている。また、TARGET2 の負債残高が、同行のバランスシートを拡大させていることが図表 9 からうかがえる。加えて、同行の負債に占める TARGET2 の割合は 2010 年 3 月以降 6 割前後で推移していることも同図からうかがえる。

図表 9 ギリシャ中央銀行の負債額と TARGET2 債務残高の推移

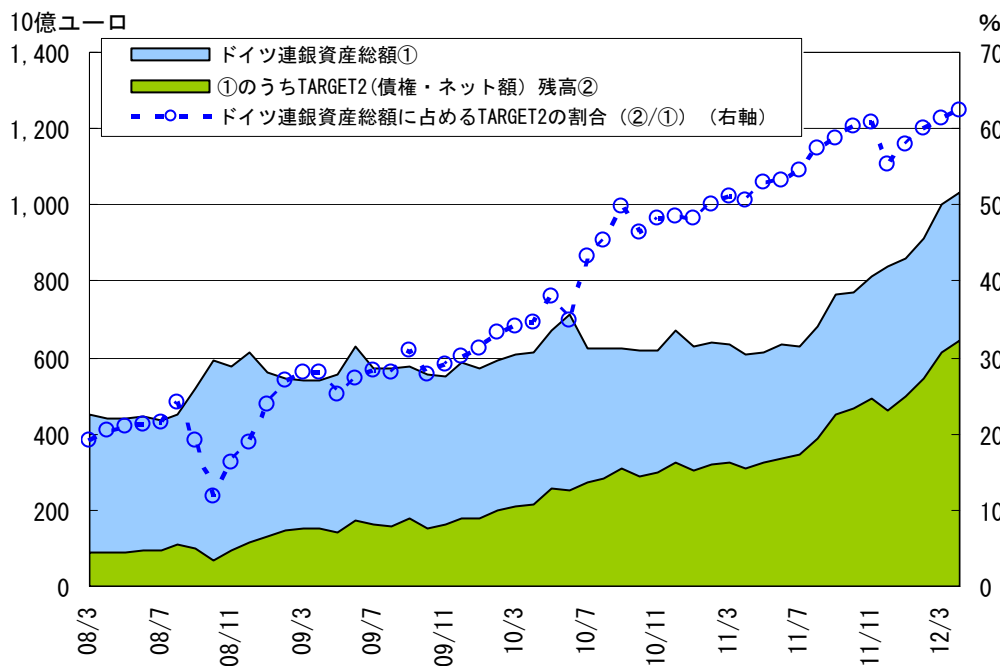


出所：ギリシャ中央銀行より大和総研作成

ドイツ連銀のTARGET2
上の債権残高は拡大

ギリシャ中央銀行とは対照的に、ドイツ連銀ではバランスシートの資産と TARGET2 の債権残高が 2008 年以降増加基調を辿っている。また、TARGET2 の債権残高が同行のバランスシートを拡大させていることが図表 10 からうかがえる。加えて、同行の資産額に占める TARGET2 の債権残高の割合は、2008 年秋のリーマン・ショック等を除いて、ほぼ一貫して増加しており、足もとは 60%に達している。

図表 10 ドイツ連銀の債権額と TARGET2 債権残高の推移



出所：ドイツ連銀、HaverAnalytics より大和総研作成

TARGETにおける不均衡はユーロ圏で固定化

なお、TARGET2の前身であるTARGET導入時の1999年からユーロ圏内では国際収支の不均衡が常態化していたが、2007年までさらに急速に拡大し、今日に至っても不均衡は続いている。具体的には、現時点では、経常収支黒字国のドイツ、オランダと、ギリシャをはじめとするスペイン、フランス、イタリアの経常収支赤字国が固定化してしまっている。その結果、債権債務関係は累積した形で拡大している。

TARGET2での不均衡について、欧州金融当局に見解の相違あり。

バイトマンドイツ連銀総裁は、ドラギ ECB 総裁への書簡の中で、TARGET2における不均衡が拡大し、リスクが高まっていると指摘していると報じられている²。一方で、ドラギ ECB 総裁は、決済システム内での不均衡が生じているのは正常な状況であると述べている³。

両者の意見の相違は、ECBにおける各国中央銀行に対する考え方の相違が顕現化したものであると考えられる。すなわち、前者の各国中央銀行は ECB の支店ではなく、個々に独立した機関であるという考え方と、後者の、各国の中央銀行が ECB の単なる支店であるという考え方（つまり、ユーロ圏の中央銀行の TARGET における債権債務のトータルはゼロであること）、が根底にあるのではないかとみられる。

しかし、今回のギリシャ危機のように、ユーロからの離脱が問題となってくれば、たちどころに TARGET2 における不均衡は問題として浮かび上がってくる。

² “Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten” (FAZ 2012年2月29日)

³ “Introductory statement to the press conference (with Q&A)” (ECB 2012年2月9日)

図表 11 ユーロ圏の各国中央銀行の TARGET2 における債権債務の状況
(2012 年 4 月末時点)

(単位：百万ユーロ)

	貸	借
ドイツ連邦銀行	644,182	
オランダ銀行	136,050	
フィンランド銀行	58,825	
スペイン銀行		-284,549
イタリア銀行		-279,379
ギリシャ銀行		-98,047
ルクセンブルク中央銀行		-71,188
ポルトガル銀行		-68,810
フランス銀行 (注)		-47,300

注：フランス銀行は、2012 年 3 月末の “Other euro area countries – Deposits にて 10 億ユーロ単位で公表されており、TARGET Balances 以外のものを含む

出所：各国中央銀行より大和総研作成

③ 他の欧州諸国への風評被害的なインパクトをどうみるか (山崎 加津子)

「離脱懸念」ですでに
財政懸念国の国債利
回りは上昇

5 月 6 日のギリシャ総選挙をきっかけに、「ギリシャのユーロ圏離脱」が軽視できないリスクシナリオとなった。ギリシャの財政破綻が懸念されたことでギリシャ国債利回りが改めて急上昇したが、金利上昇はギリシャだけにとどまらなかった。ギリシャ同様に財政支援を受けているアイルランドとポルトガルの国債利回りは、2011 年末以降は概ね低下傾向にあったが、ギリシャ懸念再来で上昇に転じた。また、これら 3 国の次に財政支援を要請する可能性が高い国と目されているスペインとイタリアの国債利回りも上昇した。対照的に、ドイツ国債は安全な投資対象として選好された結果、10 年国債利回りは一時 1.2% を割り込み、2 年国債利回りはマイナス圏に突入した。

風評被害以上にスベ
イン要因

このようにギリシャのユーロ圏離脱が意識されるようになって、市場が改めてリスク回避的になり、「風評被害」ともいえる影響を受ける国々が出ている。もっとも、2011 年秋から冬にかけて市場のリスク回避スタンスが非常に強まった時と比べると、ドイツ国債の選好度は高まっている一方で、今回はこの風評被害的なインパクトが小さくなった印象がある。国債投資の保険の役割を果たしている CDS に注目すると、5 月以降、その値が 2011 年の最悪時を越えてしまったのはスペインのみである。そのスペインの財政懸念が高まった原因は、スペインの景気悪化の深刻化、銀行の不良資産の拡大、そして州政府の資金調達難というスペイン自身の問題点が並んでいる。このスペインに対する市場の懸念は、ギリシャによる風評被害とはいえないだろう。

離脱が現実のものとな
った場合は？

とはいえ、ギリシャの「ユーロ圏からの離脱」が万一現実のものとなった場合は、このような冷静な反応には留まらないと予想される。ギリシャに続く離脱候補国としてポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアの国債が売り込まれるだけでなく、財政に不安のあるベルギーやフランスの国債も売り対象となる可能性が高まろう。また、ECB の負荷が一段と重くなることが懸念される。ギリシャのユーロ圏離脱はギリシャ国債のデフォルトを伴うと予想されるため、ECB の保有

するギリシャ国債も無価値になると予想される。一方、国債利回りが上昇した各国では、銀行の資金調達コストも一段と上昇することが予想される。市場からの資金調達が困難になった銀行はますます ECB への依存度を高めることになる。その際、ドイツ国債が安全資産として一段と買われるのか、それともユーロ建て資産そのものが忌避されるのかはユーロ体制への信認が維持されるかどうかにかかっている。

④ アルゼンチン、香港との比較と教訓

(長谷川 永遠子)

途上国危機の経験から言えること

ギリシャ危機はこれまで途上国で幾度となく繰り返されてきたバブルの生成と崩壊の歴史を髣髴とさせる。1980年代の中南米債務危機、1990年代のアジア通貨危機、2000年代のアルゼンチン債務危機といった途上国危機の経験から言えることは、次の3点に集約されよう。①ギリシャがユーロから離脱するにせよ、留まるにせよ、ギリシャ国民は甚大なコストを支払うことになる。②前者では、経済構造の調整が猛スピードで起こり、国民生活は短期的に大混乱に陥ろう。危機が周縁国に伝播し、ユーロ圏全体を揺るがすリスクもある。後者では、構造調整のスピードは緩やかだが、デフレを伴う長期の経済停滞を覚悟しなければならない。緩やかな構造調整を支えるべく、ユーロ圏は一層手厚いギリシャ支援を続けることになる。③このどちらを選択するかは、ギリシャ国民の手にゆだねられている。経済上の議論は前提条件にしかならず、最終的には国内の政治情勢を色濃く反映した判断が下されよう。

ユーロ離脱ケース＝アルゼンチン

前者（＝ユーロ離脱）のケースに最も近いのは、2002年頭にカレンシー・ボード制を放棄したアルゼンチンだろう⁴。現在のギリシャの状況は当時のアルゼンチンによく似ている。ギリシャはリーマン・ショック以降、経済成長率がマイナスに転じる中、政権交代に伴い財政不安が顕在化。4年連続の不況下に待ったなしの財政再建を求められている。アルゼンチンもブラジル通貨危機以降マイナス成長に転じた中、政権交代に伴い財政不安が顕在化。3年連続の不況下に財政再建を目指したが、国民の緊縮疲れから僅か2週間で大統領が3回交代する政治混乱へと発展。新大統領らが下した決断は、債務の不履行と10年間続けた通貨制度の放棄だった。

変動相場制への移行でアルゼンチン・ペソはおよそ1年で1ドル＝1ペソから3ペソ前後へと減価。輸入の急減によって経常収支は速やかに黒字化したものの、投資や生産の減退は著しく、2002年の実質GDP成長率は-10.9%に落ち込む一方、消費者物価上昇率は25.9%に跳ね上がった。国民生活は大混乱に陥ったが、BRICsの台頭という神風もあり、その後の回復は早かったと言える。通貨価値が1/3になり資源大国アルゼンチンの交易条件は改善、値ごろ感が出たアルゼンチン資産への海外直接投資も活発化した。これらが内需拡大につながり、危機の翌年（2003年）には9.0%成長を実現。同年の消費者物価上昇率も13.4%まで落ち着いている。以後、2011年までの9年間の平均実質GDP成長率は7.8%、同消費者物価上昇率は9.1%である。この間、財政収支赤字もGDP比平均2.0%前後とおおむね持続可能な水準にとどめてきた。

⁴ カレンシー・ボードとは、中央銀行に自国通貨の流通量に見合った外貨準備の保有を法的に義務付け、ペッグ先通貨と自国通貨の交換レートを固定する制度。採用国は独自の金融政策を放棄することで、自国通貨への信認を高めることができる。

図表 12 アルゼンチン、ギリシャ、香港の主要経済統計

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
ア 実質GDP成長率	-3.4%	-0.8%	-4.4%	-10.9%	9.0%	8.9%	9.2%	8.5%	8.7%	6.8%
ル 消費者物価上昇率	-1.2%	-0.9%	-1.1%	25.9%	13.4%	4.4%	9.6%	10.9%	8.8%	8.6%
ゼ 失業率	16.1%	17.1%	19.2%	22.5%	17.3%	13.6%	11.6%	10.2%	8.5%	7.9%
ン 経常収支/GDP比	-4.2%	-3.1%	-1.4%	8.5%	6.3%	1.7%	2.6%	3.2%	2.4%	1.6%
チ 財政収支/GDP比	-4.1%	-3.6%	-6.0%	-15.9%	-4.3%	-2.9%	-1.6%	-0.9%	-2.1%	-0.8%
ン 政府総債務/GDP比	43.0%	45.0%	53.7%	165.0%	139.5%	127.0%	87.1%	76.5%	67.1%	58.5%
対ドル為替レート	1.0ペソ	1.0ペソ	1.0ペソ	3.2ペソ	2.9ペソ	3.0ペソ	2.9ペソ	3.1ペソ	3.1ペソ	3.2ペソ

	2009年	2010年	2011年	2012年予	2013年予
ギ 実質GDP成長率	-3.3%	-3.5%	-6.9%	-4.7%	0.0%
リ 消費者物価上昇率	1.3%	4.7%	3.1%	-0.5%	-0.3%
シ 失業率	9.4%	12.5%	17.3%	19.4%	19.4%
ヤ 経常収支/GDP比	-11.0%	-10.0%	-9.7%	-7.4%	-6.6%
財政収支/GDP比	-15.6%	-10.6%	-9.2%	-7.2%	-4.6%
政府総債務/GDP比	127.1%	142.8%	160.8%	153.2%	160.9%

	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
香 実質GDP成長率	4.2%	5.1%	-6.0%	2.6%	8.0%	0.5%	1.8%	3.0%	8.5%	7.1%
消費者物価上昇率	6.3%	5.8%	2.8%	-3.9%	-3.7%	-1.6%	-3.1%	-2.6%	-0.4%	0.9%
失業率	2.8%	2.2%	4.7%	6.3%	4.9%	5.1%	7.3%	7.9%	6.8%	5.6%
港 経常収支/GDP比	-2.5%	-4.4%	1.5%	6.3%	4.1%	5.9%	7.6%	10.4%	9.5%	11.4%
財政収支/GDP比	2.3%	6.8%	-1.7%	0.8%	-0.6%	-4.8%	-4.8%	-3.1%	-0.3%	1.1%
政府総債務/GDP比	—	—	—	—	—	25.1%	27.2%	28.6%	32.3%	33.8%

出所：IMF, "World Economic Outlook Database" April 2012 より大和総研作成

しかし、リーマン・ショック以降、アルゼンチン経済にも翳りが見られるようになってきている。世界同時不況の最中に内需主導の景気拡大を志向した結果、経常収支や財政収支の悪化が顕著である。債務不履行によって国際金融市場へのアクセスを絶たれているアルゼンチンにとって経常収支黒字の維持は経済安定の要となる。このためアルゼンチンは1993年に民営化した元国営石油会社YPF（スペインの石油大手レプソル所有）の再国有化に乗り出した。海外から投資を募り、生産を拡大させ、貿易、経常収支の悪化に歯止めをかけると同時に、ナショナリズムをあおって政権支持率を上げることが狙ったものと思われる。スペインはアルゼンチンからのエネルギー輸入を制限、EUはアルゼンチンをWTOに提訴し、パリクラブとの債務再編交渉も暗礁に乗り上げた。アルゼンチンは今後の海外投資受入れに甚大な影響を及ぼしかねないYPFの再国有化を強行したが、国際金融界との断絶がアルゼンチン経済の外的ショックに対する脆弱性を高め、政策選択の余地を狭めた結果だと言えよう。

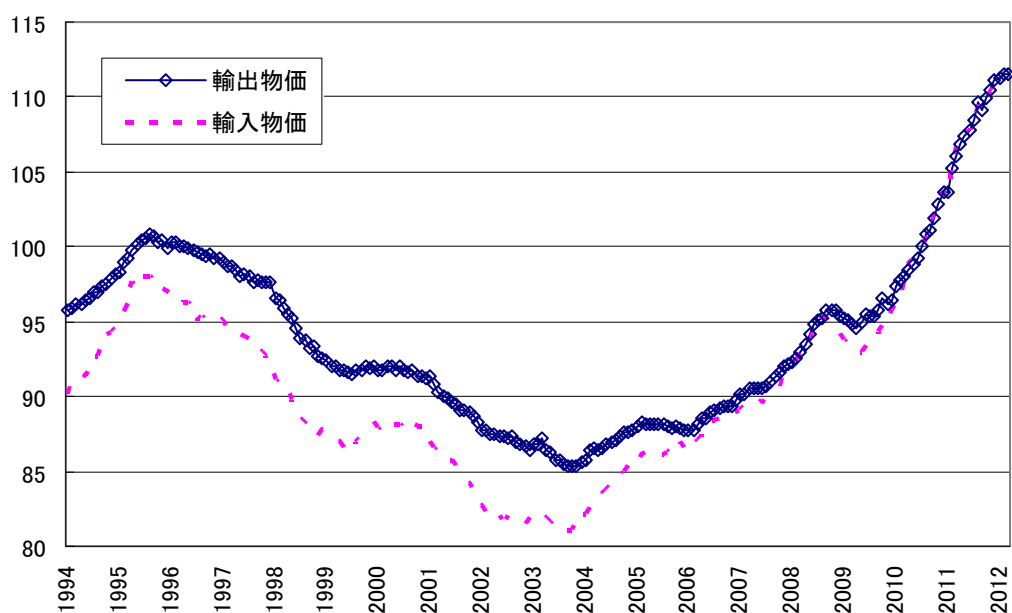
ユーロ残留ケース＝
香港

後者（＝ユーロ残留）のケースの参考になるのは、アジア通貨危機下でもカレンシー・ボード制を維持した香港だろう。アジア各国の通貨価値が大幅に下落する中、香港ドルが相対的に割高となったことで、香港の消費者物価は1999年から2004年までの6年間にわたり下落を続けた。他方、この間の実質GDP成長率はITバブル崩壊の影響を受けた2001-2年を除き平均5.0%を超えており、必ずしも低いとは言えない。香港の経験はデフレの主因がアジア各国の為替制度変更という

対外要因にあり、国内経済の減速にはなかつたことを示唆している。逆に香港がデフレから脱することができたのも、アジア通貨危機から立ち直った各国の通貨が対ドルで増価し、香港の輸入物価と輸出物価が上昇に転じたことが影響している⁵。6年にわたるデフレの進行で香港の実質実効為替レートは十分に切り下がり、中国を中心としたアジア経済の好調に乗ることができたのである。

ギリシャでも2012年の消費者物価は下落を避けられまいが、こちらの主因はギリシャ自身が負った重い債務負担と、その不履行を避けるための総需要抑制政策である。名目賃金の引き下げが十分でない場合、デフレは実質賃金の上昇を通じて企業収益を圧迫し、失業を発生させる。アジア通貨危機後の香港はジョブレス・リカバリー（雇用拡大を伴わない景気回復）だったが、失業率が既に20%前後のギリシャで同様の政策を志向する余裕はなさそうだ。ギリシャ以外のユーロ圏諸国はこうしたギリシャのデフレ・コストを和らげるべく、インフレを甘受しなければならない。ギリシャのユーロ残留ケースでは、ユーロ圏内の統合をより深化させ、各国の政策調整を進めやすくすることが鍵となろう。

図表 13 香港の輸入物価と輸出物価（2010年平均＝100）



出所：BISより大和総研作成

⁵ 輸入物価の変動は川下の消費者物価にも波及する。輸出物価の変動は輸出企業の国内販売価格にも影響を与える点で消費者物価の変動に関係している。

⑤ 欧州銀行セクターの健全性

(鈴木 利光)

よく言われているように、欧州ソブリン問題と欧州銀行セクターの健全性との間には密接な関連性がある。それは、欧州の銀行がユーロ圏のソブリン債に対して大きなエクスポージャーを保有しているためである。とくに、スペインの銀行はスペイン国債を、イタリアの銀行はイタリア国債というように自国の国債を多く保有している。このような状況は、純粋なポートフォリオの構成という観点からは、非常に偏った姿といえる。このため、欧州ソブリン問題は、欧州銀行セクターの健全性に対する直接的なリスクとなっている⁶。

欧州銀行の資本増強に関するEBAレコメンデーション

こうした状況にかんがみ、EBAが、2011年12月8日に、(同年10月26日のEU首脳会議の決定に基づく) 欧州銀行の資本増強に関する正式なレコメンデーション(以下、「EBAレコメンデーション」)を公表したことは記憶に新しい。

EBAレコメンデーションは、EU域内の主要銀行に対し、2012年6月末までに、自己資本比率を「一時的に」、ソブリン債のエクスポージャーを2011年9月末時点の時価評価に基づいて織り込んだ上で、普通株等Tier1(CT1比率)9%まで引き上げることがを要求するものである。

資本不足額=CT1不足額+ソブリン資本バッファ

これは、CT1比率を9%に引き上げると同時に、ソブリン債の保有がもたらしうる潜在的な損失を吸収するための資本バッファ(以下、「ソブリン資本バッファ」)を上乗せすることを要求するものである。そのため、資本不足額は、CT1比率9%を達成するためのCT1不足額とソブリン資本バッファの合計である(2011年9月末時点の統計に基づき算出)⁷。

71行を対象としたEBAレコメンデーションの“capital exercise”(以下、「EBAエクササイズ」)を実施した結果、資本不足額は、全体で約1,147億ユーロであった(図表14)。

資本不足銀行は、EBAレコメンデーションに基づき、2012年1月20日までに、規制管轄当局宛に、資本不足額をゼロにするというタスクを達成するための方法に関するアクション・プランを提出し、その承認(EBAとの協議を要する)を得ることが義務付けられている。

EBAは、2012年2月9日、提出されたアクション・プランの内容を分析し、資本不足解消のためのメソッドをタイプ別に集計した結果を公表している(個別行のアクション・プランの公表はなし)。

先述のとおり、EBAエクササイズでは、資本不足額は全体で約1,147億ユーロとされていた。しかし、EBAは、提出されたアクション・プランの集計結果の公表においては、実際にレビューの対象となる資本不足額を約780億ユーロとしている。

ギリシャ銀行(6行)と再編3行が免除

これは、EU/IMFによる融資が行なわれるギリシャの銀行(6行)、そして再編が決定しているDEXIA(ベルギー)、Österreichische Volksbanken AG(オーストリア)、およびWestLB AG, Düsseldorf(ドイツ)の3行が、EBAレコメンデーションに基づく資本不足解消を免除されていることによる。

⁶ FSA “Financial risk and regulation: do we need more Europe or less?” [2012年4月27日]参照

⁷ EBAレコメンデーションの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「EBA、欧州銀行のデレバレッジ防止は困難か」(鈴木利光)[2011年12月19日]

図表 14 EBA エクササイズ：対象行および資本不足額（2011年9月末時点の統計に基づき算出）

国	銀行	CT1比率	資本不足額（単位：百万ユーロ）			国別
			銀行別			
			(a)CT1比率9%への不足額	(b)ソブリン資本バッファ	(c)計	
1	Erste Group Bank AG (EGB)	8.40%	743	0	743	3.923
	Raiffeisen Zentralbank Österreich AG (RZB)	7.04%	2,127	0	2,127	
	Österreichische Volksbanken AG (ÖVAG)	5.48%	942	112	1,053	
4	DEXIA	7.77%	1,539	4,774	6,313	6.313
	KBC BANK	10.08%	0	0	0	
6	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	8.15%	238	1,733	1,971	3.531
	BANK OF CYPRUS PUBLIC CO LTD	5.82%	837	724	1,560	
8	DANSKE BANK	13.84%	0	0	0	0
	Jyske Bank	12.49%	0	22	0	
	Sydbank	12.78%	0	0	0	
10	Nykredit	14.04%	0	0	0	0
	OP-Pohjola Group	11.11%	0	0	0	
13	BNP PARIBAS	9.16%	0	2,478	1,476	7.324
	CREDIT AGRICOLE	9.23%	0	67	0	
	BPCE	8.34%	2,750	967	3,717	
	SOCIETE GENERALE	8.42%	2,131	0	2,131	
17	EFG EUROBANK ERGASIAS S.A.					30.000
	NATIONAL BANK OF GREECE					
	ALPHA BANK					
	PIRAEUS BANK GROUP					
	AGRICULTURAL BANK OF GREECE S.A. (ATEbank)					
	TT HELLENIC POSTBANK S.A.					
23	DEUTSCHE BANK AG	8.32%	2,851	388	3,239	13.107
	COMMERZBANK AG	8.85%	393	4,911	5,305	
	Landesbank Baden-Württemberg	9.11%	0	0	0	
	DZ BANK AG Dt. Zentral-Genossenschaftsbank	9.21%	0	557	353	
	Bayerische Landesbank	10.00%	0	0	0	
	Norddeutsche Landesbank -GZ	6.01%	2,489	0	2,489	
	Hypo Real Estate Holding AG, München	27.86%	0	1,616	0	
	WestLB AG, Düsseldorf	8.54%	224	0	224	
	HSB Nordbank AG, Hamburg	9.56%	0	0	0	
	Landesbank Hessen-Thüringen GZ, Frankfurt	6.33%	1,473	24	1,497	
	Landesbank Berlin AG	13.78%	0	0	0	
	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt	9.59%	0	0	0	
34	WGZ BANK AG Westdt. Geno. Zentralbk. Ddf	10.24%	0	0	0	0
	OTP BANK NYRT.	13.86%	0	33	0	
37	ALLIED IRISH BANKS PLC	20.11%	0	713	0	0
	BANK OF IRELAND	12.85%	0	93	0	
	IRISH LIFE AND PERMANENT	23.87%	0	9	0	
40	INTESA SANPAOLO S.p.A	10.03%	0	2,712	0	15.366
	UNICREDIT S.p.A	7.78%	5,741	2,233	7,974	
	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A	9.20%	0	3,487	3,267	
	BANCO POPOLARE - S.C.	6.47%	2,357	374	2,731	
44	UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA (UBI BANCA)	8.44%	526	868	1,393	0
	BANQUE ET CAISSE D'EPARGNE DE L'ETAT	13.76%	0	0	0	
46	BANK OF VALLETTA (BOV)	10.54%	0	1	0	0
	ING BANK NV	9.21%	0	0	0	
48	RABOBANK NEDERLAND	12.32%	0	0	0	159
	ABN AMRO BANK NV	10.59%	0	0	0	
	SNS BANK NV	9.12%	0	183	159	
51	DnB NOR Bank ASA	7.82%	1,520	0	1,520	1,520
52	POWSZECHNA KASA OSZCZĘDNOŚCI BANK POLSKI S.A. (PKO BANK POLSKI)	11.16%	0	0	0	0
53	CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS, SA	8.02%	762	1,073	1,834	6.950
	BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, SA (BCP OR MILLENNIUM BCP)	7.33%	965	1,165	2,130	
	ESPÍRITO SANTO FINANCIAL GROUP, SA (ESFG)	6.84%	1,476	121	1,597	
	Banco BPI, SA	8.88%	30	1,359	1,389	
57	NOVA LJUBLJANSKA BANKA D.D. (NLB d.d.)	6.78%	320	1	320	320
	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR D.D. (NKBM d.d.)	9.39%	0	3	0	
59	BANCO SANTANDER S.A.	6.77%	12,878	2,424	15,302	26.170
	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A. (BBVA)	7.79%	4,016	2,313	6,329	
	BFA BANKIA	8.61%	763	566	1,329	
	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA	8.83%	272	358	630	
62	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	7.13%	1,681	900	2,581	0
	Nordea Bank AB (publ)	10.87%	0	2	0	
65	Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) (SEB)	13.59%	0	0	0	0
	Svenska Handelsbanken AB (publ)	14.74%	0	0	0	
	Swedbank AB (publ)	13.35%	0	0	0	
68	ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP plc	10.54%	0	0	0	0
	HSBC HOLDINGS plc	10.03%	0	0	0	
	BARCLAYS plc	9.76%	0	0	0	
	LLOYDS BANKING GROUP plc	10.09%	0	0	0	
					計	114,685

注1：(c) = (a) + (b)；数値が(a) + (b)を下回る場合は、0表記の(a)が実際はマイナスのケース（CT1比率が9%を上回るケース）

注2：赤字表記は資本増強が必要な金融機関

出所：EBA資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

実際にアクション・プランを提出した銀行は27行か

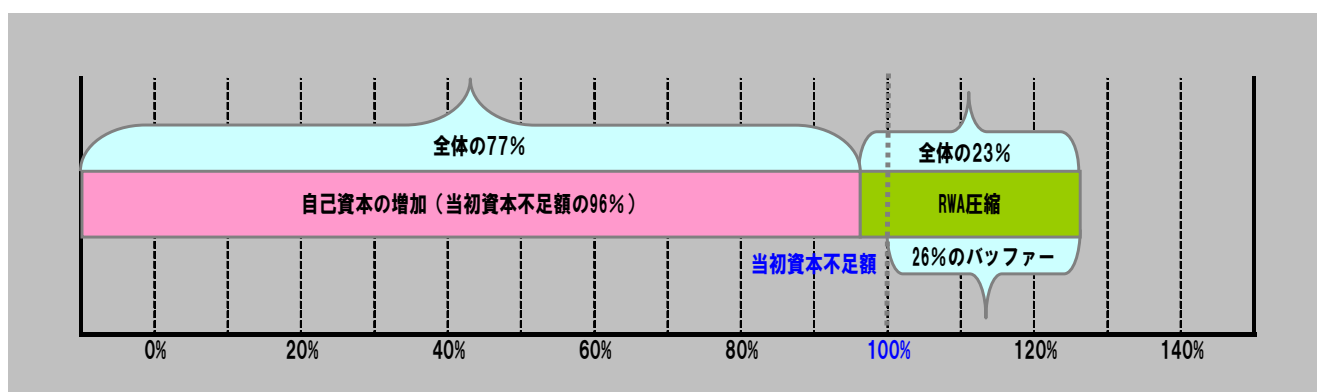
従って、EBA は明らかにしていないが、アクション・プランを提出した資本不足銀行は、EBA レコメンデーションで資本不足と認定された 31 行（ギリシャの銀行を除く）から、再編中の 3 行および DnB NOR Bank ASA（ノルウェー）を除いた 27 行であることが想定される⁸。

EBA の集計結果によると、アクション・プランは、それがすべて実現した場合、当初の資本不足額（約 780 億ユーロ）を 26% 上回る資本増強が可能であるという結果が出ている。

77%が自己資本の増加、23%がRWA圧縮

提出されたアクション・プランのメソッドの内訳を見ると、全体の 77%（当初資本不足額の 96%）が自己資本の増加、23%がリスク・アセット（RWA: Risk Weighted Assets）の圧縮となっている（図表 15）⁹。

図表 15 アクション・プラン：資本増強の見込みとメソッドの内訳



出所：EBA 資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

実際にアクション・プランを提出した（ことが見込まれる）資本不足銀行 27 行における資本不足解消の進捗（本稿執筆時点）を、決算資料等からわかる範囲で確認すると、図表 16 のようになる。

順調な進捗⇒6月末に向けて大規模なデレバレッジが行われる可能性は小さい

これによると、2012 年 3 月末時点で、10 行はすでにタスクを達成済みであることが明らかになっている（「備考」参照）。この 10 行以外にも、6 行は少なくとも CT1 比率 9% をクリアしている（「CT1 比率」参照）。このため、欧州銀行の資本不足解消は概して順調な進捗を見せているということが可能である。従って、ここから 2012 年 6 月末のデッドラインに向けて、マクロ経済全体の観点から見たデレバレッジ、すなわち貸出減少が大規模に行われる可能性は小さいといえよう。

スペインとイタリアの銀行におけるソブリン・リスクは不透明

もっとも、ソブリン資本バッファが 2011 年 9 月末時点の数値に固定されていることから、その後に ECB が二度にわたり実施した総額 1 兆ユーロを超える 3 年物資金供給（LTRO）により自国のソブリン債を買い増し続けたスペインとイタリアの銀行におけるソブリン・リスクが、EBA レコメンデーションの進捗には厳密に反映されていない可能性が否めない¹⁰。

⁸ ノルウェーは EU 加盟国ではないことから、EBA は DnB NOR Bank ASA に資本不足の解消を要求することができない。

⁹ EBA によるアクション・プランの集計結果の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「欧州資本不足銀行、資産圧縮は 23%のみ？」（鈴木利光）[2012 年 2 月 13 日]

¹⁰ Bloomberg “Rising Italy-to-Spain Yields Keep Banks on Life Support” [2012 年 4 月 24 日] 参照

そうした可能性への懸念もあってか、ここ最近、市場はスペインの銀行セクターの健全性を著しく不安視している。

1,840億ユーロ相当の不良債権（不動産関連）

スペイン中央銀行によると、銀行セクターは、2011 年末時点で、不動産関連の不良債権を 1,840 億ユーロも抱え込んでいるという。これは、銀行セクターの不動産関連ポートフォリオの 60%に相当するボリュームであるという¹¹。

そして、報道によると、この 1,840 億ユーロのうち 320 億ユーロを、BFA BANKIA の保有が単独で占めているという¹²。

このため、スペイン政府は、今年 2 月、銀行セクターに対し、不動産関連の不良債権がもたらしうる膨大な損失をカバーすべく、500 億ユーロの資金調達を命じている¹³。

IMF提言：不良債権処理を優先事項に

しかし、今年、2月と4月の二度にわたってスペインに調査団を派遣した IMF は、不動産バブルの崩壊が銀行セクターに重大なリスクをもたらしている状況にかんがみ、さらなる銀行セクター改革が必要であるとしている。具体的には、公的資金注入の必要性を示唆するとともに、不良債権処理を優先事項とすべき旨提言している。そして、不良債権処理にあたっては、独立の資産管理会社に不良債権を移転させる、いわゆる「グッドバンク・バッドバンク」構想もひとつのオプションとなり得るとしている¹⁴。

BFA BANKIAの45%を国有化

これを受けてか、スペイン政府は、まず、5月9日に、BFA BANKIA の要請に基づき、政府が設立した銀行再建基金（FROB）が保有する BFA BANKIA の優先株、約 44.7 億ユーロ分を普通株式に転換する旨決定している。これにより、BFA BANKIA の 45%が事実上国有化されることになる¹⁵。

さらに続けて、スペイン政府は、5月11日に、銀行セクターに対し、追加で 300 億ユーロの資金調達を命じている。自力での資金調達が不可能な銀行は、政府からの高金利での借入を強いられる。そして、銀行は、2012 年 12 月 21 日までに、（不良債権に限定されない）不動産関連資産を独立の資産管理会社に移転しなければならない¹⁶。

IMF のラガルド専務理事は、IMF の提言に沿ったものであるとして、スペインの政策決定を歓迎している¹⁷。

10年債の利回りは6%を突破

しかし、スペイン政府の政策に対する市場の反応は芳しいものではなく 5 月 11 日の政策公表を境に、スペイン 10 年債の利回りは 6%を上回っている（Bloomberg 調べ）。

11 スペイン中央銀行 “FINANCIAL STABILITY REPORT” [2012 年 4 月]参照

12 CBC News “Spain unveils new bank reforms” [2012 年 5 月 11 日]参照

13 スペイン政府 “El Gobierno aprueba la reforma del sistema financiero” [2012 年 2 月 3 日]参照

14 IMF “Financial Sector Assessment, Preliminary Conclusions by the Staff of the International Monetary Fund” [2012 年 4 月 25 日]参照

15 スペイン政府 “El Ministerio de Economía impulsa la entrada del FROB en BFA” [2012 年 5 月 9 日]参照

16 スペイン政府 “El Gobierno eleva las provisiones de la banca para asegurar la solidez del sistema financiero” [2012 年 5 月 11 日]参照

17 IMF “IMF Managing Director Welcomes Spain’s Measures to Strengthen the Banking Sector” [2011 年 5 月 11 日]参照

図表 16 資本不足解消：決算資料等からわかる進捗

	国	銀行 ※1	CT1比率	備考 ※2
1	オーストリア	Erste Group Bank AG (EGB)	9.7%	タスク達成済み(2012年1Q中間報告)
2		Raiffeisen Zentralbank Österreich AG (RZB)	?	優先株等の普通株転換によりタスク達成予定(4月20日プレス)
3		Österreichische Volksbanken AG (ÖVAG)	-	-
4	ベルギー	DEXIA	-	-
6	キプロス	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	?	ライツ・イシュー(18億ユーロ)、劣後債等の普通株転換(6億ユーロ)、資産圧縮(4億ユーロ)によりタスク達成予定(2011年アニュアル・レポート、5月17日プレス)
7		BANK OF CYPRUS PUBLIC CO LTD	?	3月末時点で資本不足額は2億ユーロにまで減少→資産圧縮等によりタスク達成予定(2012年1Q報告)
13	フランス	BNP PARIBAS	10.4%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q中間報告)
15		BPCE	9.25%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q報告)
16		SOCIETE GENERALE	9.4%	タスク達成済み(2012年1Q報告)
17	ギリシャ	EFG EUROBANK ERGASIAS S.A.	-	-
18		NATIONAL BANK OF GREECE		
19		ALPHA BANK		
20		PIRAEUS BANK GROUP		
21		AGRICULTURAL BANK OF GREECE S.A. (ATEbank)		
22		TT HELLENIC POSTBANK S.A.		
23	ドイツ	DEUTSCHE BANK AG	10%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q報告)
24		COMMERZBANK AG	11.3%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q報告)
26		DZ BANK AG Dt. Zentral-Genossenschaftsbank	8.9%	(2011年アニュアル・レポート)
28		Norddeutsche Landesbank -GZ	?	2011年末までに17億ユーロの資本増強を実施済み→普通株転換や利益留保により、6月末までにCT1比率9.5%まで調達する予定(1月20日プレス、2011年アニュアル・レポート)
30		WestLB AG, Düsseldorf	-	-
32		Landesbank Hessen-Thüringen GZ, Frankfurt	?	2011年末までにCT1資本19億ユーロの資本増強を実施済み=タスク達成済み(2011年アニュアル・レポート)
41	イタリア	UNICREDIT S.p.A	10.31%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q報告)
42		BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A	?	普通株転換や資産圧縮等によりタスク達成予定(2012年1Q中間報告)
43		BANCO POPOLARE - S.C.	7.4%	(2012年1Q報告)
44	UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA (UBI BANCA)	9.01%	残るソブリン資本バッファは、2Qの利益留保や資産圧縮等によって調達予定(2012年1Q報告)	
50	オランダ	SNS BANK NV	9.4%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q報告)
51	ノルウェー	DnB NOR Bank ASA	-	-
53	ポルトガル	CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS, SA	9.6%	(2012年1Q報告)
54		BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, SA (BCP OR MILLENNIUM BCP)	9.2%	(2012年1Q報告)
55		ESPÍRITO SANTO FINANCIAL GROUP, SA (ESFG)	9.4%	CT1比率9%を超える部分をソブリン資本バッファに充当することでタスク達成済み(2012年1Q報告)
56		Banco BPI, SA	9.4%	(2012年1Q報告)
57	スロベニア	NOVA LJUBLJANSKA BANKA D.D. (NLB d.d.)	?	(明確な進捗報告なし)
59	スペイン	BANCO SANTANDER S.A.	9.11%	(2012年1Q報告)
60		BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A. (BBVA)	9%	(2012年1Q報告)
61		BFA BANKIA	?	(明確な進捗報告なし)
62		CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA	?	(明確な進捗報告なし)
63		BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	8.7%	(2012年1Q報告)

注1：EU/IMFによる融資が行われるギリシャの銀行（6行）、再編が決定している Österreichische Volksbanken AG (ÖVAG)、DEXIA、および WestLB AG, Düsseldorf の3行はタスク免除。EU加盟国ではないノルウェーの DnB NOR Bank ASA にはタスクなし。

注2：特に記載がない場合、CT1比率9%に達していたとしても、ソブリン資本バッファの調達まで含めたタスク達成の有無は不明。

出所：各行公表資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

また、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク¹⁸は、5月16日、BANKO SANTANDER や BBVA をはじめとするスペインの銀行16行の格付けを、最大で3ノッチ格下げしている¹⁹。

スペイン政府の銀行
セクター改革は不十分か

こうした反応は、スペイン政府による政策が銀行セクターの健全化を保障するものではなく、巨額の公的資金注入が必要となるという予想に裏付けられたものといえよう。

なお、フィッチ・レーティングス²⁰の予想によると、スペインの銀行セクターは、追加の300億ユーロのうち、少なくとも150億ユーロにつき、公的資金注入に依存することになるという²¹。

ECBは銀行の資本不足
解消の手助けをしない

欧州銀行の資本不足解消の方法は、民間による資本増強、公的資金注入（加盟国単位）、欧州安定メカニズム（ESM）の順に検討することとされている。ECBのドラギ総裁は、欧州議会（2012年5月31日）にて、「銀行の資本不足を解消するのはECBの役目ではない」旨証言している²²。

スペインの銀行をはじめとする資本不足銀行が、2012年6月末までに、EBAレコメンデーションに基づく資本不足解消を達成できるか否かは、ギリシャの経済情勢とともに重要なトピックとなるだろう。

⑥ 日本経済への影響

（小林 卓典）

景気後退はグローバルな
ショックが起点

1990年代後半からの日本の景気サイクルは、ある意味で非常に単調なものであった。金融危機のようなグローバルなショックが発生すると、これを起点に輸出が減少し、まもなく景気後退が不可避の情勢となってゆく。財政・金融政策による景気刺激策が試みられるものの、ショックは内需に急速に波及し、結局、日本経済は深い景気の谷を刻むというのが過去の経験的な事実である。

危機の震源地よりも
大きな打撃を受ける

1997年のアジア通貨危機、2000年のITバブル崩壊、2008年のリーマン・ショックは、いずれも日本経済を深刻な景気後退に引きずり込んだが、図表17のように、通貨危機に見舞われた国、金融危機の震源地となった国と同等か、あるいはそれ以上に日本の輸出は減少し、不況は厳しいものとならざるを得なかった。極めつけはリーマン・ショック後の2009年の景気後退であり、危機の震源地となった米国よりも大幅なマイナス成長を記録することとなった。

18 ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インクは金融商品取引法上の無登録格付機関。末尾の「無登録格付に関する説明書」を参照されたい。

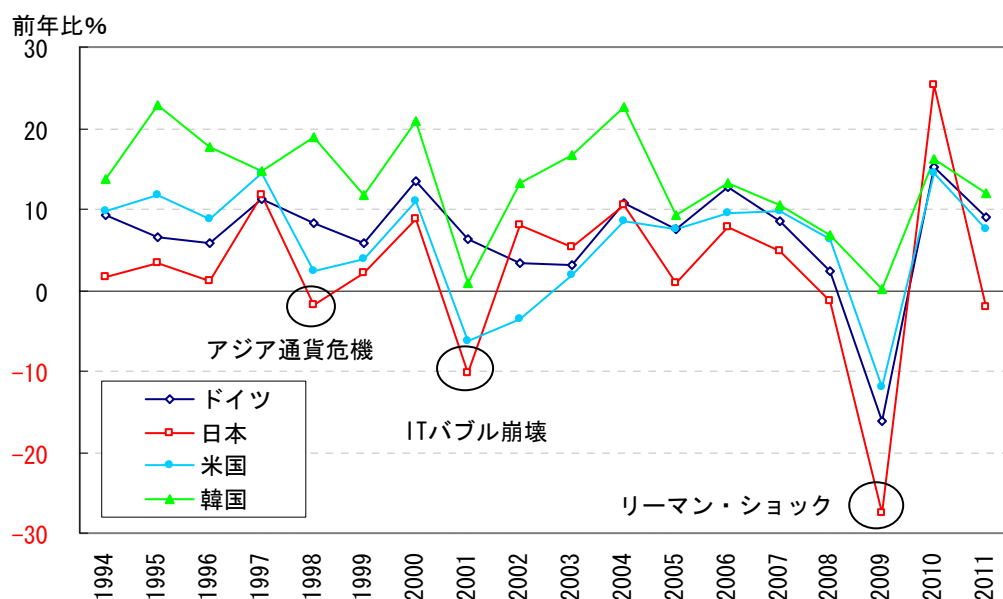
19 ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク “16 Spanish banks and Santander UK Plc downgraded as part of wider review of European banks” [2012年5月17日]参照

20 フィッチ・レーティングスは金融商品取引法上の無登録格付機関。末尾の「無登録格付に関する説明書」を参照されたい。

21 フィッチ・レーティングス “Fitch: Spanish Banking Reform Will Require State Assistance” [2012年5月15日]参照

22 欧州議会 “Banks and governance top debate with Mario Draghi” [2012年5月31日]

図表 17 過去 3 度の危機における実質輸出の推移

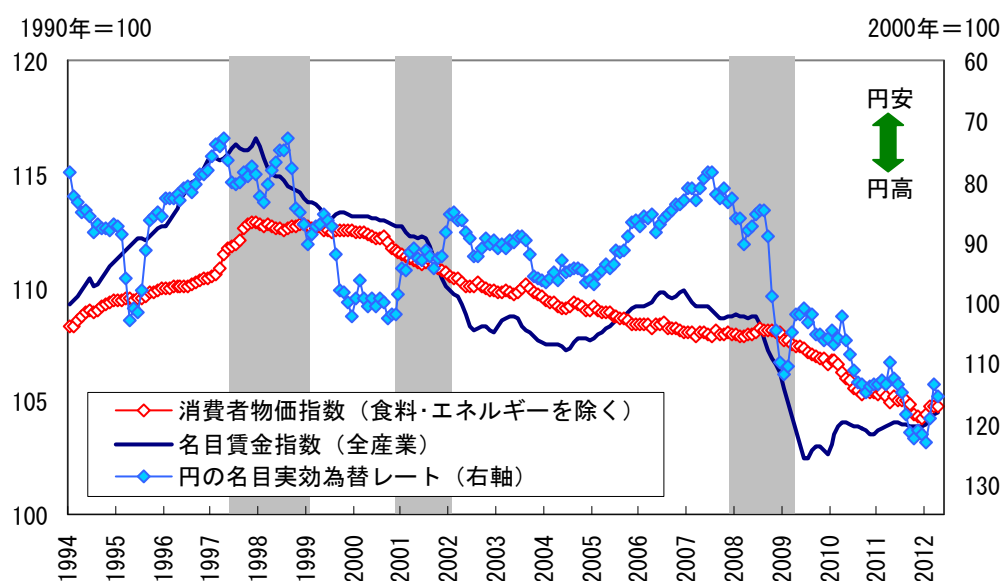


出所：IMF より大和総研作成

賃金減少、デフレ、円高の悪循環

こうした景気後退を経るごとに、国内では賃金減少と物価下落が並行して進み、デフレ予想を払拭することが難しくなり、長期停滞からの脱却が一段と困難になるという悪循環に日本経済は陥っている。特にリーマン・ショック後は、過度の円高によって輸出競争力が急速に低下し、国内産業の空洞化が加速している。自律的な景気回復の力が徐々に失われているのが実態であり、金融危機の嵐が過ぎ去った後も実感に乏しい景気回復が繰り返されることになる。

図表 18 賃金減少、デフレ、円高の悪循環



注：名目賃金指数は現金給与総額、影の部分は景気後退期

出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省より大和総研作成

不況を経るごとに財政破綻リスクは高まる

また名目成長率が伸び悩む中では当然のことながら財政収支の改善は難しい。むしろ景気後退を経るごとに税収減と歳出増加によって財政収支が悪化するため、財政再建は遅れ、プライマリー・バランス均衡の目標は遠ざかる。比較的安定した経済成長が続いた2000年代前半の一時期を例外とすれば、政府債務は拡大の一途をたどっており、財政破綻リスクは不況を経験するごとに高まっているといわざるを得ない。

このような過去の経験に照らせば、不況期における景気安定化策が、中長期の日本経済の再生にとって非常に大きな意味を持つということになる。欧州情勢の不確実性が強まっている現状で、すでに日本経済のダウンサイドリスクは相当程度高まっていると見るべきであり、欧州債務問題が深刻化することを想定した政策対応の準備がなされるべきである。

もはやユーロ圏危機に想定外はない

今後、ユーロ圏危機がどのような展開を見せるのか、まったく予断を許さない。ユーロ圏が安定を取り戻し、財政統合を進めるのが最善のシナリオだが、ギリシャがユーロ圏を離脱、ギリシャの離脱がスペイン、ポルトガルなど他のユーロ参国の離脱を誘発、ドイツなど中核国でユーロ圏を再構築、あるいはユーロ圏が崩壊するなど様々なシナリオがありうる。ただ、欧州情勢がどのような展開を見せることになったとして、もはや不測の事態あるいは想定外というべきものはないのではないかと。

ユーロ圏危機は3つのルートを通じて日本経済へ影響

ユーロ圏危機の日本に与える影響を考える上で次の3つのルートが重要である。

第一のルートは貿易に与える影響である。欧州の景気後退は日本の欧州向け輸出を減少させると同時に、欧州向け輸出のウエイトが高い国、特に中国経済の減速を通じて日本に間接的な影響を与える。すでに欧州と中国向け輸出はともに不振に陥っている。対中輸出の減少は、今のところ中国の過去の引締め政策の累積効果による影響が大きいと思われるが、欧州の景気後退の影響がさらに強まってくる可能性がある。

現状では米国向け輸出の回復が、欧州と中国向け輸出の不振を補う形になっているが、雇用増加ペースの鈍化によって米国の景気回復そのものが懸念される状況となりつつある。また中国、インド、ブラジルなど主要新興国の経済成長も鈍化傾向にあり、日本の輸出環境を楽観的に捉えることはできない状況にある。

第二のルートは、信用収縮の世界的な伝播である。各国の企業が国境を超えた相互依存関係を形成しているため、金融危機によって一部の企業に対する与信が停止すると、国境を越えて他の企業に次々と危機が伝播することになる。グローバル経済の深化そのものが、信用収縮と実体経済悪化の相乗効果を通じて世界貿易を急激に減少させる背景となりうる。リーマン・ショック時は、貿易信用が極度に混乱したこともあり、短期間で需要が消滅するという異常事態が生じた。

第三のルートは、世界的な金融市場の不安定化により安全資産としての円買いが加速し、円高が輸出企業を中心とする企業収益に打撃を与えることである。世界的な需要減少下で過度の円高が進めば、リーマン・ショックの経験を振り返るまでもなく、日本経済を非常に厳しい不況に追い込むことになる。当初は対岸の火事であったはずの海外の金融危機が、日本経済に大きな打撃を与えるのは、やはり円高にも大きな原因がある。リーマン・ショック後、日米欧の中央銀行の緩和姿勢の違いが過度の円高を生み出すことになったという事実は、ユーロ圏危機を前にして、金融危機の衝撃を如何に緩和するかという点で大きな示唆を与えるものである。

日本の景気回復は壊れやすい

今のところ日本経済は、東日本大震災による復興需要によって緩やかな回復をたどるとするのが基本的な当社の見方である。しかし、ユーロ情勢が極度に不安定化すれば日本の景気回復は簡単に崩れ去るだろう。仮にギリシャのユーロ圏離脱がトリガーとなって日本の景気後退が不可避となった場合には、2014年に想定される消費税率の引上げにも影響を与えざるを得ないだろう。日本経済は外部ショックに対して非常に脆弱であった過去の経験を政策対応の全てに生かすべきであり、特に円高圧力を緩和する金融緩和政策が最重要である。

⑦ ユーロ維持に向けた財政統合への動き

(児玉 卓)

新財政協定の登場

2011年12月のEU首脳会議で打ち出され、今年3月にEU加盟27カ国の内、英国、チェコを除く25カ国が署名した「新財政協定」は、単年の均衡予算（構造的財政収支赤字の許容範囲がGDP比0.5%以内）を憲法、ないしは同等の国内法に明記することを各国に義務付けており、事実上、批准国に一段の緊縮財政を求めるものである。

昨年12月といえば、イタリア、スペインの国債利回りが急上昇し、ユーロ圏崩壊論が噴出した時期である。当時、多くの観察者に共有された危機の処方箋は、ECBの介入によりイタリア等の国債利回り上昇を食い止めること、もうひとつは財政統合の道筋をつけることであった。そして、後者のさしあたってのツールとして、ユーロ共同債の発行、少なくとも発行スケジュールの市場への提示を不可欠とする声が高まった。

このような危機下で打ち出された「新財政協定」は、当初、繰り返されてきた失策の上塗りを受け止められることが多かった。ファンロンパイ欧州理事会常任議長は、同協定を「債務危機再発防止に貢献」と自賛したが、金融市場や観察者の多くは、進行中の危機克服には無力、むしろ劇薬ですらあると受け止めたのである。

実際、「新財政協定」が謳う財政規律の強化と財政統合はまったくの別物である。ユーロ圏危機は競争力やその背後にある労働生産性の異なる国が同じ通貨を使うことの矛盾の表出に他ならないが、財政規律の強化が目指しているのは、財政政策を通じた競争力格差の縮小という側面を持つ。それはギリシャ等の財政懸念により厳しい財政政策の遂行を求め、財政収支赤字の削減と平行した賃金等の生産コストの低下を通じて、域内の競争力を平準化しようという試みだからである。

一方、財政統合は、格差の解消を目指すのではなく、格差の存在を前提として、ユーロ圏諸国が共存するための唯一の手段とあってよい。財源を統合体にプールし、財政懸念国に所得再分配を行う。平たく言えば、ギリシャ等に金を貸すのではなく、金を与える仕組みである。ユーロ圏トータルの財政収支赤字、政府債務は日米などよりも低水準であり、この仕組みが整えば財政危機は収束のめどが立つ。そして、各国個別の国債発行をやめ、共同債に移行することは、その第一歩となりえる。

財政規律強化中心の危機対応が対象国の成長可能性を圧殺することにより機能しないことが、ギリシャ等の経験から示された以上、危機対応の戦略を財政統合に転換すべしというコンセンサスは昨年後半時点ですでに出来上がりつつあった。そうした中での「新財政協定」の登場だった。

財政統合のためのステップ

ただし、新財政協定を含め、EU の政策を主導しているドイツにせよ、不況下の緊縮財政が劇薬であることを承知していないはずはない。また同国のメルケル首相は 3 月に新財政協定を「EU の安定化と政治統合に向けた第一歩」とであると発言している。であれば、同首相をはじめとした政治リーダーにとって、財政規律強化と財政統合は対立する概念ではなく、前者は後者に必要不可欠なステップと位置づけられているとも考えられよう。昨年 12 月という危機深刻化の中で打ち出された同協定も、このように捉えれば説明が付きやすい。

分かりやすい例がユーロ共同債である。ユーロ共同債は、究極的にはギリシャやスペイン、イタリアの国債を消滅させるのだから、それらにかかわるリスクプレミアムにギリシャ等が悩まされる必要はなくなる。というよりも、資金調達において個別国が市場と向き合う必要がなくなる。当然だが、ここで生じるギリシャにとっての最もはっきりしたメリットは金利水準の低下である。一方、ドイツから見れば、資金調達がドイツ国債から共同債に変わることによってコストが増加する。この段階でドイツからギリシャへの所得移転が発生するのだが、それは財政統合の目的そのものであるから、ドイツとしてもこれは容認する他はない。

問題は、市場の脅威に曝されることなくなったギリシャ等財政懸念国においてモラルハザードが生じる可能性があることだ。失業率が 20% を超える中で、ギリシャが緊縮財政を継続せざるを得ないのは、それが EU 等による資金支援の条件となっているからだ。同じく失業率 20% 超のスペインでは、被支援国の仲間入りを避けるため、緊縮財政を続ける必要がある。緊縮姿勢の後退は国債利回りの上昇をもたらし、自力調達の道が閉ざされるきっかけになる可能性があるからだ。

一方、最近のギリシャの状況を見るまでもなく、財政懸念国とすれば、このような高失業率を一段と上昇させる可能性の高い緊縮策を放棄、せめて緩めたいという誘因は常にある。ユーロ共同債が導入され、各国が市場のプレッシャーから解放されれば、そうした誘因は容易に表面化しよう。それはギリシャなりスペインなりの歳出拡大バイアスを生むが、ユーロ共同債の発行という財政統合の深化が実現した時点の歳出拡大は、ギリシャのみならず、ユーロ圏全体の財政状況が悪化することを意味する。それは共同債の発行利回りを上昇させ、ドイツの負担を一段と拡大させてしまう。

財政規律強化を旨とする「新財政協定」をドイツが打ち出してきたのは、自国からの所得移転を増幅させるモラルハザードを封じ込め、共同債の発行を含む財政統合を進めるに当たってのコストを最小化することに目的があったと解釈できよう。それは当然、ドイツ国民の合意形成の地ならしでもある。財政統合への意思があるからこそ、一見迂遠な財政緊縮というステップを踏むということだ。

ギリシャの条件闘争が財政統合を遠のさせる

もちろん、以上のような筋書きがドイツにあったとして、それがうまくいくという保証は全くない。財政緊縮が特に周縁国にとって劇薬であることには変わりはないからだ。実際、この春以降のギリシャの混迷は、この構想が頓挫する可能性を示唆しているように見える。財政規律強化を経て財政統合へというシナリオから、「開き直り国」対策が抜け落ちているのである。

6 月 17 日の再選挙でどのような枠組みの政権が生まれるにせよ、ギリシャが財政緊縮策をめぐる条件闘争を EU 等と始めることはほぼ間違いない。ギリシャの無秩序なデフォルトやユーロ離脱に伴う甚大な被害が予想される EU としても、とりあえずはテーブルに着く他はないだろう。

しかし上の文脈に照らせば、ギリシャの当面の破綻（無秩序なデフォルト、ユーロ圏離脱）を回避すべく、資金支援（3月に合意された第2次支援の未実行分の実行）に伴う条件を緩和すれば、財政統合の深化への歩みは滞ることになる。財政統合へのただ乗りは容認できないというドイツの意思は強いと考えられるからだ。

一方、ギリシャをはじめとした財政懸念国が、「新財政協定」を尊重し、粛々と緊縮政策を実行するのであれば、ドイツとしてもユーロ共同債容認をはじめとする財政統合に舵を切りやすくなる。しかし、緊縮財政を国民が受け入れず、頻々と政権交代が繰り返されるのであれば、新財政協定も画餅に過ぎなくなる。であれば、財政規律の強化を経た財政統合というプラン自体に無理があったといわざるを得ないかもしれない。フランスのオランド新大統領の登場などを機に、盛んに議論され始めた「成長戦略」が、この行き詰まり打開の特効薬になるとみるのは、いささか楽観的に過ぎよう。そもそも、成長戦略をめぐる議論自体が、財政統合深化に向けたドイツの動きを停滞させる可能性が高い。

財政統合に向けた3つにシナリオ

財政統合深化にかかわる、比較的短期のシナリオとしては、おおむね以下の3つが考えられよう。

一つは、モラルハザードに目を瞑り、ドイツが財政統合深化の象徴であるユーロ共同債採用に容認姿勢を見せることだ。昨年後半の危機深刻化（イタリア、スペインの国債利回りの急上昇）が背中を押す格好で、12月に新財政協定が打ち出され、ECBによるLTROが実施された経緯を踏まえれば、ユーロ離脱論に代表されるギリシャの混迷、スペインの市場資金調達困難化が、一段の危機対応策に踏みこむきっかけにならないとは言い切れない。

しかし、ドイツとすれば、危機に背中を押された譲歩こそが、財政統合に伴う所得移転の被害を際限なく拡大させるものと認識するかもしれない。いずれにせよ国内政治的なリスクは極めて大きなものとなる。

また、仮にユーロ共同債の発行が動き出すにせよ、数ヶ月の単位で可能なことは、実際の発行ではなく、発行スケジュールを提示することにとどまろう。それが市場との格闘を続けているスペインを救う可能性は高いが、ギリシャ情勢の改善には貢献しない可能性がある。遠くない将来に、スペインが自力資金調達の必要から解放され、調達コストが低下することがアナウンスされれば、政府債務の維持可能性にかかわる市場の疑念は薄らぎ、足元のリスクプレミアムも低下することになる。一方、自身での資金調達をすでに断念しているギリシャの問題の根幹は、緊縮政策を国民が受け入れるかどうかであり、共同再発行のスケジュールの提示がその構図を大きく変えるとは見込みにくい。

そこで考慮すべきが、ギリシャ抜きで財政統合という第二のシナリオである。実際、欧州のメディアなどでは、ギリシャのユーロ圏離脱を容認し、その後の経済破綻を他の財政懸念国に見せ付けることでモラルハザードの蔓延に封をすることが、「ギリシャ後」のユーロ圏の結束を固め、財政統合を進捗させるには有益という見方さえある。確かに、ギリシャ抜きの財政統合は、ドイツの原則との親和性においては、第一のシナリオよりも優れている。しかし、このシナリオは、ギリシャのユーロ圏離脱により他のEU、ユーロ圏諸国がこうむる被害が計りきれないという弱点がある。

第三のシナリオは、言わばこれまでの繰り返しである。総選挙後のギリシャの新政権との条件闘争において、EU等が妥協を余儀なくされ、第2次支援に伴う財

政緊縮策の緩和を容認し、ユーロ離脱、無秩序なデフォルトを回避すべく最低限の資金援助が小分けに実行されるというものである。財政統合をめぐる議論は停滞し、共同債実現は遠のくことになる。残念ながら、この第三のシナリオの蓋然性が最も高いと見ておくべきだろう。