

2017年7月4日 全23頁

債務危機からの回復過程のユーロ圏経済

歩き始めた緊縮的財政政策の一本道

経済調査部 主席研究員
金子実

[要約]

- ユーロ圏の債務危機が始まった後、ユーロ参加国の国債金利は、ソブリンリスクを反映するようになった。その結果、国債金利は、銀行への資本注入等によって増加した政府の債務残高の対 GDP 比と連動して、ユーロ参加国政府の債務返済負担に大きな影響を与えるようになった。
- ユーロが導入された後、債務危機が始まるまでの間には、政府の債務残高の対 GDP 比の大きい国に資金が流入したことがあった。しかし、これはユーロ圏内の為替リスクがなくなった後の一回性の現象と考えられ、同様のことが再度起こる可能性は低い。
- 以上のことから、ユーロ参加国の政府は、ユーロ参加国のユーロ建て国債の間に高い代替性がある中で、国際金融市場により、緊縮政策に成功すれば国債金利が下がり、緊縮政策を怠れば国債金利が上がるという動機づけを与えられつつ、長期間緊縮的財政政策を続ける可能性が高い。
- 緊縮政策により高まった失業率は、緊縮政策に反対する政治的な運動の背景の一つとなっているが、今後同程度の緊縮政策を継続することですむのであれば、労働市場の需給調整機能が働いて、少しずつでも通常の水準に戻っていく可能性が高い。
- 緊縮政策が始まった後ユーロ圏の経常収支黒字が拡大したが、これはユーロ圏における貯蓄と投資のバランスが貯蓄増・投資減の方向に変化した結果と考えられる。したがって、ユーロ圏における緊縮政策の長期化に伴って、経常収支の黒字傾向も長期化する可能性が高い。

1. はじめに

去る6月15日のユーロ圏財務大臣会合で、ユーロ参加国とIMFとの間でギリシャ支援についての一応の合意ができ、本年7月に償還期限が来るギリシャ国債についてのデフォルトは、避けられる見通しとなった。この合意は、2015年の、ギリシャのツィプラス政権とギリシャを支援する他のユーロ参加国やIMFとの間での、ギリシャは支援を受けるための緊縮政策を受け入れ、他のユーロ参加国とIMFはギリシャがデフォルトを起こすことを回避するために必要な支援を行うとの合意の延長線上のものである。ただし、ギリシャのツィプラス政権が2015年に緊縮政策を受け入れることとしたのは、自ら実施した国民投票の結果、緊縮政策の受け入れに対する反対票が6割以上に上った直後のことであった。

ギリシャの債務危機が終息する見通しは、まだたっていない。また、ギリシャの債務危機が飛び火したユーロ圏のいくつかの国々では、債務危機は一応沈静化しつつあるもののなお厳しい経済情勢が続き、ユーロに反対する政治勢力が注目を浴びている。しかし、2009年に財政運営に対する懸念が高まって以来7年以上にわたって続いているギリシャの債務危機の経緯は、ユーロからの離脱を主張する政治勢力が勢いを増しても、ユーロからの離脱を回避しようとする動機も強く働くことを示している。

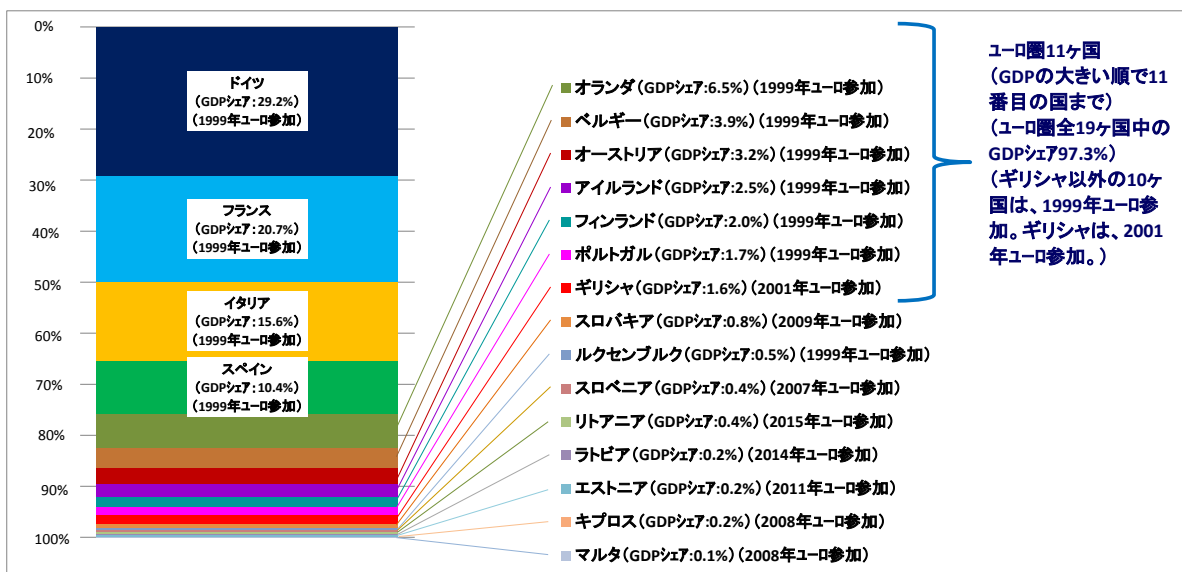
ユーロ圏の債務危機は、政府の債務返済が困難となるいわゆるソブリンリスクの高まりを中心として進展した。そして、ソブリンリスクを低下させるために緊縮政策をとることが必要となった国では、緊縮政策に反対してユーロからの離脱を主張する政治勢力が勢いを増した。しかしながら、そのような国でユーロからの離脱の可能性が具体的に検討されると、ユーロから離脱した後に使われる自国通貨の対ユーロの価値が極めて低くなって、ユーロ建ての過去の債務を長期間返済できなくなり、国際金融システムから長期間締め出されることを考えざるをえなくなる。他方、ソブリンリスクの問題が起こっていない国でも、他のユーロ参加国がユーロから離脱してユーロ建て債務を返済できなくなると、ユーロに参加し続ける自国の政府や、ユーロ建て国債の信用度で取引を行っている自国の銀行まで国際金融システムでその信用度が疑われる。したがって、通貨は共通化しても財政は共通化しない前提でユーロに参加した国でも、他のユーロ参加国がユーロを離脱しないように支援を行った方が、支援を行わずにユーロを離脱する国がでてくるより、自国の財政上安上がりとなると考えられるようになる。欧州連合（以下、「EU」という。）に加盟していてもユーロには参加していなかったイギリスは、国民投票でEUからの離脱が支持されると、本当にEUから離脱するための交渉を開始したが、ユーロに参加していたギリシャは、国民投票の結果を尊重せずに緊縮政策を受け入れ、これまでのところユーロから離脱していない。

本稿では、ユーロに反対する政治勢力が勢いを増しても、結局は今後もユーロから離脱する国がでてこない場合に、ユーロ圏経済の今後の回復過程がどのようなものになるかを考えるベースとなる、ユーロ圏の債務危機のメカニズムの検討を行う。また、その結果を前提として、回復過程における失業率及び経常収支についての検討を行う。ユーロ圏の債務危機は、ユーロという共通通貨が導入されてから約10年後に起こったもので、ユーロの導入と強い関連を持つ

ており、検討は、ユーロの導入前まで遡った時系列データを使って行う。

検討においては、国債の金利やその他の関連データをユーロ参加国間で比較等するが、その対象は、1999年にユーロが最初に導入された際の11のユーロ参加国から、国債の発行額が少なく国債の金利データを長期時系列でとることの難しいルクセンブルクを除き、2001年にユーロに参加したギリシャを加えた合計11のユーロ参加国とする。(以下、これら11ヶ国を、「ユーロ圏11ヶ国」という)(図表1参照)。

図表1 各ユーロ参加国のユーロ圏19ヶ国におけるGDPシェア(2016年)とユーロ参加年



(注) ポルトガルは、Eurostat 推定。

(出所) Eurostat データ、 ECB ウェブサイト より大和総研作成

今日ユーロには19ヶ国が参加しているが、ユーロ圏11ヶ国は、GDPの大きい順にユーロ参加国を並べた場合の上位11ヶ国であり、そのGDPの合計は、全ユーロ参加国のGDPの合計の97.3%に上る(2016年ベース)。また、ユーロ圏11ヶ国以外のユーロ参加国は、ユーロへの参加年が2007年以降で、ユーロ圏11ヶ国に対象を限定することにより、ユーロへの参加状況をほぼ揃えた時系列分析を行う。

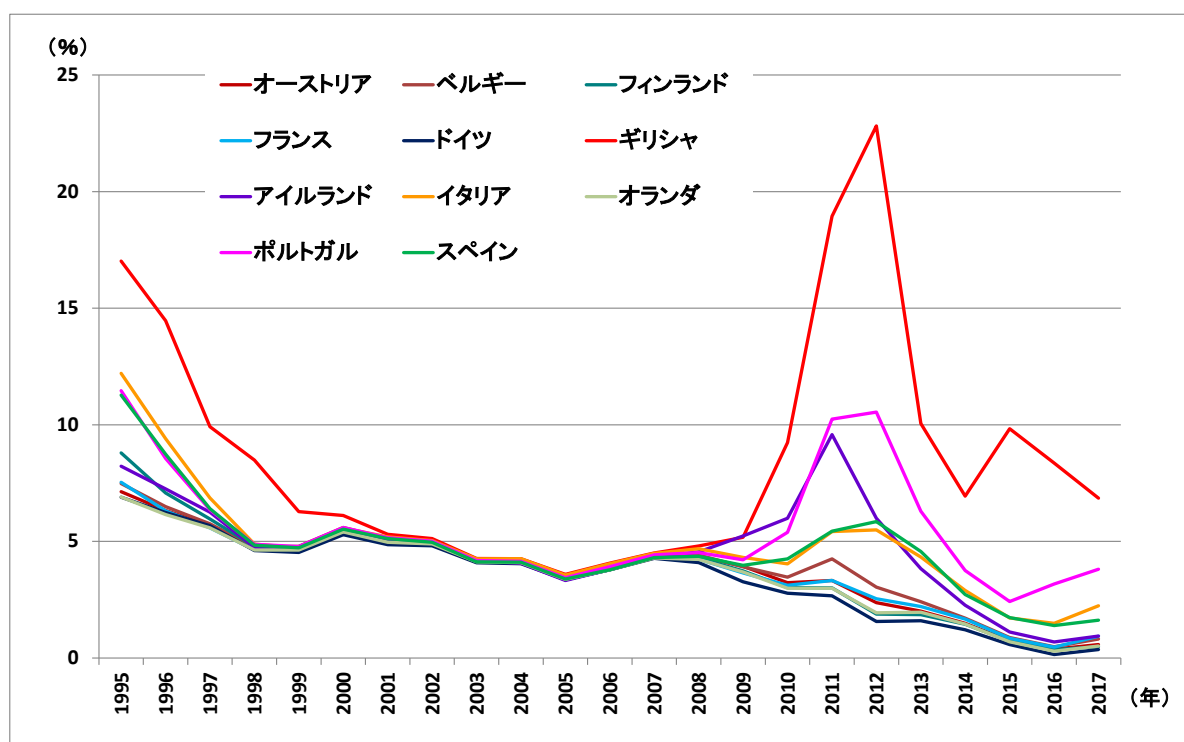
2. ユーロ圏の債務危機のメカニズム

2.1 ユーロ圏の債務危機発生後のユーロ参加国の国債金利差の拡大

図表2は、ユーロ圏11ヶ国の10年国債金利の1995年以降の推移を見たものである。図表2を見ると、1999年にユーロが導入され、2001年にギリシャもユーロに参加してユーロ圏11ヶ国すべてがユーロに参加してから2009年ごろにユーロ圏の債務危機が始まるまでの期間、ユーロ圏11ヶ国の10年国債金利の差は、ほぼゼロで推移したことがわかる。これは、通常ソブリンリスクは中央銀行を含めた政府のデフォルトリスクと考えられており、ユーロ参加国においては、中央銀行が共通のECBになったのだからソブリンリスクも同じになったと考えられた

めと思われる。自国の独自の中央銀行を持つ国では、政府が自国通貨建ての債務の返済を行うことができなくなった場合には、中央銀行が最後の貸し手としての機能を果たし、自国通貨を何らかの形で貸し出して政府を救済することが一般的であると考えられている。そのような救済が行われると、通貨発行量が増加してインフレが起こって自国通貨が減価するが、そのことにより返済が困難となるのは、政府の自国通貨建て債務ではなく、政府及び民間の外貨建て債務である。ユーロ参加国でこのようなメカニズムが働くとすれば、ユーロ参加国のある政府がユーロ建ての債務の返済を行うことができなくなった場合には、ECB が最後の貸し手としての機能を果たして何らかの形でユーロを貸し出して、その国の政府を救済する。そのような救済が行われた場合、ユーロ圏全体でインフレが起こったり、ユーロが減価したりするかもしれないが、救済された政府のユーロ建て債務のデフォルトは避けられる。

図表2 ユーロ圏11ヶ国の10年国債金利（名目）の推移



(注1) 各年の金利は、各年の各月の平均年率金利を1月から12月まで足して12で除して算出したもの。

(注2) 2017年の金利は、1月から5月までの平均年率金利を足して5で除して算出したもの。

(出所) Haver Analytics、CEICより大和総研作成

しかしながら、2009年にギリシャの財政運営についての懸念が高まると、ECBによるユーロ参加国政府への財政ファイナンスを禁止する規定が厳しく運用されることがわかり、ユーロ参加国政府のソブリンリスクの違いに応じて、10年国債金利の差が拡大した。インフレは、自国通貨建て資産に対する課税と同じ意味を持つことから、ECBが特定の国の政府を救済するためにユーロ圏全体のインフレ率を上昇させることは、ユーロ圏全体に課税して特定の国の政府を救済しているのと同じことになる。ユーロの導入にあたって、通貨を統一する合意はされていたが、財政を統一する合意はされていなかったため、このようなことは許容されず、ECBによるユーロ参加国政府への財政ファイナンスを禁止する規定は、厳しく運用されたと考えられる。ギ

リシャでは、国債金利が上昇することにより債務返済負担が重くなり、そのことがソブリンリスクを更に高めた。また、ギリシャ以外のソブリンリスクの高い国々でも、ギリシャと同じことが起こるのではないかとの懸念から、国債金利が上昇した。

このようにして拡大した10年国債金利の差は、ギリシャ国債がデフォルトとなった2012年前後に最も大きくなった後、ユーロ参加国間の協力やIMFの支援などの効果があがり、2014年前後から縮小傾向となった。そして、直近では、1999年にユーロが導入されて差がいったんなくなる前の1995年ごろの10年国債金利の差と同程度となった。しかし、ユーロ導入前には、国ごとに異なる自国通貨建てで国債が発行されており、通貨によって為替レートの動きも物価上昇率も異なっていた。したがって、名目で見た10年国債金利の差が1995年ごろと同程度まで縮小したからといって、10年国債の実質的なリスクプレミアムが、1995年と同程度まで縮小したわけではない。10年国債の実質的なリスクプレミアムを見るためには、10年国債金利を実質化した上で差を見る必要がある。

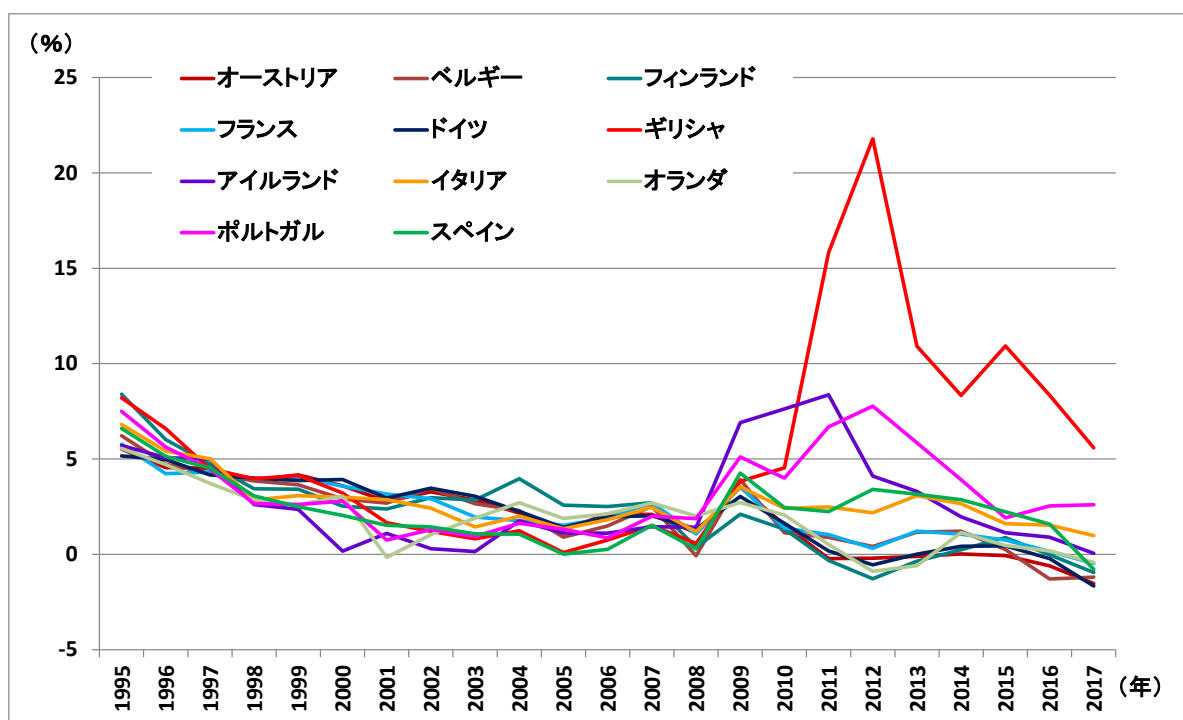
2.2 ユーロ導入前の10年国債の実質的なリスクプレミアム

図表3は、ユーロ圏11ヶ国の10年国債金利を実質化するために、各国の10年国債金利から各国のインフレ率を差し引いた値（以下、「10年国債の実質金利」という。）を算出して、その1995年以降の推移を見たものである。図表3を見ると、1999年にユーロが導入される前には、10年国債の実質金利の差は非常に小さい状態が続いており、10年国債金利（名目）の差のほとんどはインフレ率の差を反映したもので、実質的なリスクプレミアムはほとんどない状態が続いていたことがわかる。

図表4は、ユーロ圏11ヶ国のインフレ率の1995年以降の推移を見たものである。図表4を見ると、1995年ごろにインフレ率が高かった上位4ヶ国は、ギリシャ、イタリア、スペイン、ポルトガルであるが、1995年ごろに10年国債金利（名目）が高かった上位4ヶ国は、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペインで、順位は若干違うが、同じ国々である。その結果、10年国債金利（名目）からインフレ率を差し引いて算出した10年国債の実質金利においては、これら4ヶ国とその他の国々との差は、ほとんどない。

ユーロ導入前に10年国債の実質的なリスクプレミアムがほとんどなかったのは、当時は各国に独自の中央銀行があり、政府が自国通貨建ての債務の返済を行うことができなくなった場合には、中央銀行が最後の貸し手としての機能を果たして、自国通貨を何らかの形で貸し出して政府を救済すると考えられていたためと考えられる。ユーロ導入後各国の独自の中央銀行がなくなったことは、10年国債の実質的なリスクプレミアムを発生させ、ソブリンリスクの高い国の政府の債務返済負担を増大させたと考えられる。

図表3 ユーロ圏11ヶ国の10年国債の実質金利（名目の10年国債金利－インフレ率）の推移

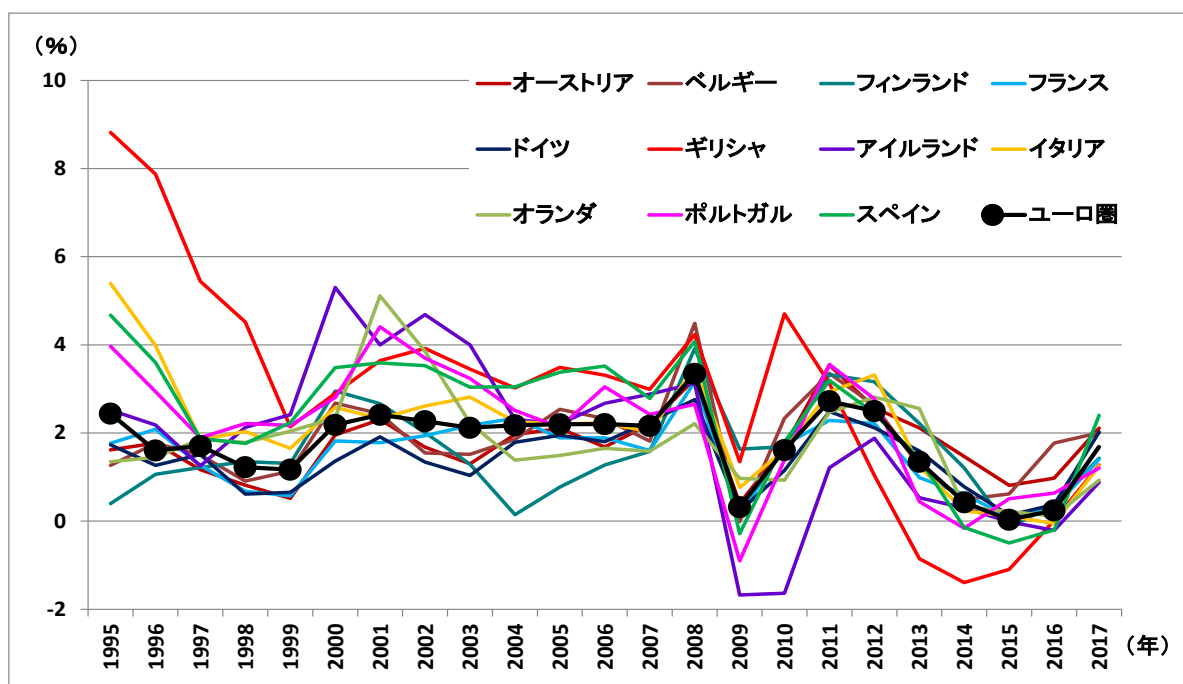


(注1) 名目の10年国債金利は、図表2で算出した値。

(注2) インフレ率は、消費者物価の年平均上昇率で、ベルギー以外の国の2017年及びベルギーの2016年以降は、IMF推定。

(出所) Haver Analytics、CEIC、IMF "World Economic Outlook Databases" より大和総研作成

図表4 ユーロ圏11ヶ国及びユーロ圏のインフレ率の推移



(注1) ユーロ圏は、ユーロ圏19ヶ国。

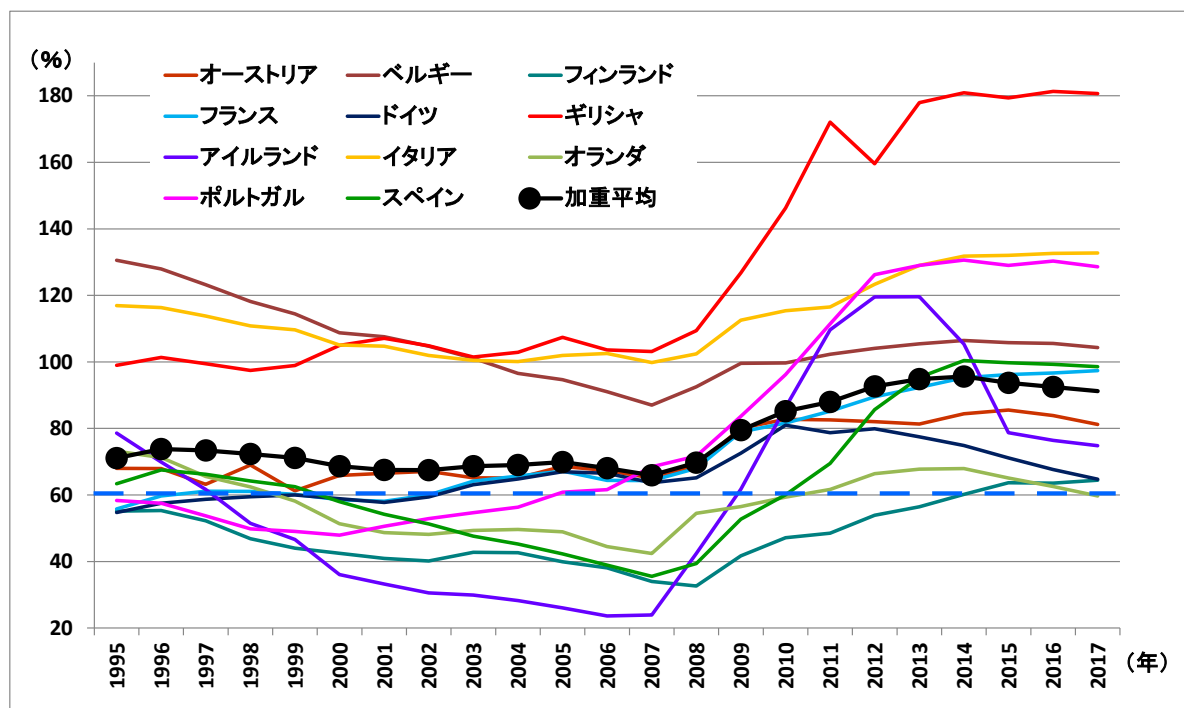
(注2) インフレ率は、消費者物価の年平均上昇率で、ベルギー以外の国の2017年及びベルギー、ユーロ圏の2016年以降は、IMF推定。

(出所) IMF "World Economic Outlook Databases" より大和総研作成

2.3 10年国債の実質金利と政府の債務残高の対GDP比との関係

政府の債務返済負担は、10年国債の実質金利が高くなるほど増大するとともに、政府の債務残高の対GDP比が増加するほど増大する。ユーロに参加するための条件を決めた欧州連合条約は、ユーロ参加国に、政府の債務残高の対GDP比を60%以下とすることを求めていたが、この基準値とともに、ユーロ圏11ヶ国の政府の債務残高の対GDP比とそれらを加重平均した値の1995年以降の推移を見たものが、図表5である。

図表5 ユーロ圏11ヶ国の政府の債務残高の対GDP比及びその加重平均の推移等



(注1) 政府の債務残高の対GDP比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての2017年及びそれら以外の国についての2016年以降は、IMF推定。

(注2) 加重平均は、ユーロ圏11ヶ国の政府の債務残高の対GDP比をUSドルベースのGDPで加重平均した値。USドルベースのGDPについては、ベルギー、ドイツ以外の国の2017年及びベルギー、ドイツの2016年以降は、IMF推定。

(注3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対GDP比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

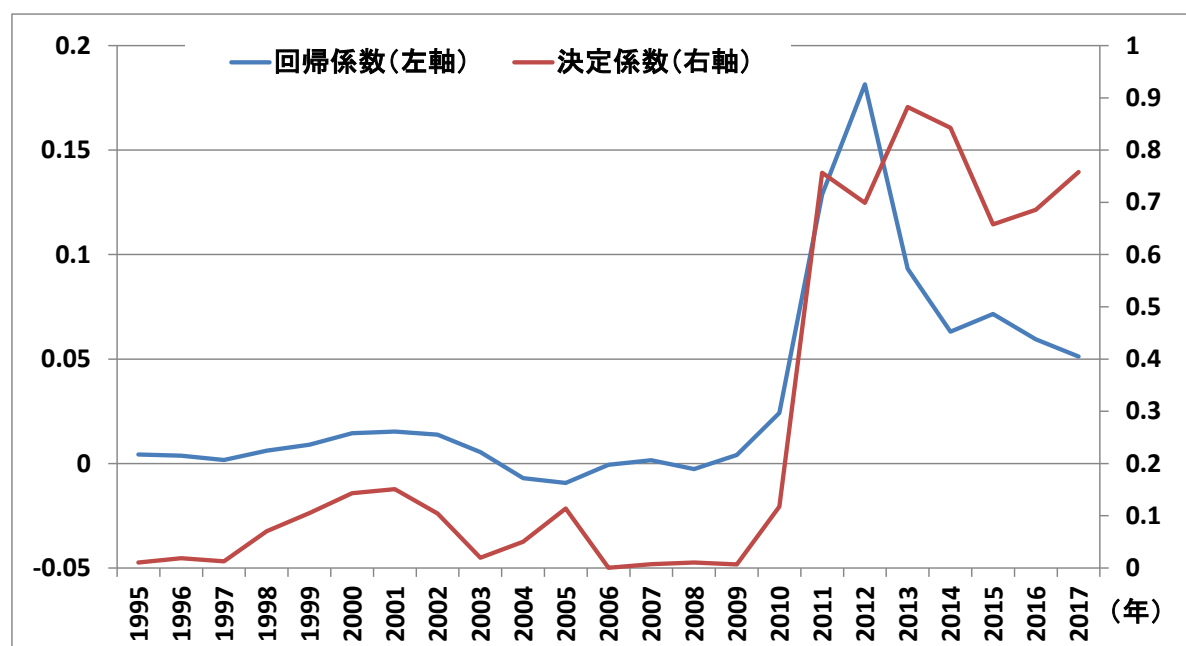
図表5を見ると、2009年ごろにユーロ圏の債務危機が始まって以降、政府の債務残高の対GDP比の加重平均が増加していることがわかるが、この主な原因は、債務危機により不良債権が増加した銀行への資本注入である。直近では、やや低下傾向となっているが、それでも債務危機が始まる前の水準よりかなり高い。

それでは、10年国債の実質金利と政府の債務残高の対GDP比は、どのような関係になっているのだろうか。政府の債務残高の対GDP比の高い国の方が、国民の生産活動から政府債務の返済のための税収を確保することが難しい傾向があることが考えられることから、政府の債務残高の対GDP比が増加するほど国債のリスクプレミアムが高まって、10年国債の実質金利が高くなる可能性が理論的に考えられる。実際にそうである場合には、10年国債の実質金利と政府の

債務残高の対 GDP 比は、相互に高め合ったり低め合ったりして、政府の債務返済負担を大きく変化させる。

そこで、1995年から2017年間の各年について、ユーロ圏11ヶ国における政府の債務残高の対 GDP 比と10年国債の実質金利の関係を見たものが、図表6-1～図表6-5である。このうち図表6-1は、年ごとに10年国債の実質金利を政府の債務残高の対 GDP 比で回帰し、各年の回帰係数と決定係数の時系列の推移を見たものであるが、ユーロ圏の債務危機が始まって以降、政府の債務残高の対 GDP 比が大きい国ほど10年国債の実質金利が高い国である傾向を示す回帰係数が高まっている。他方、ユーロ圏の債務危機が始まるまでは、回帰係数はゼロ近辺で推移し続けており、10年国債のリスクプレミアムが小さい状況が続いていたことに対応している。したがって、政府の債務残高の対 GDP 比が大きい国ほど10年国債の実質金利の高い国である傾向がでてきたのは、債務危機が始まって以降10年国債の実質的なリスクプレミアムが発生したためであり、債務危機が始まって以降、10年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比が相互に高め合ったり低め合ったりするようになったと考えられる。

図表6-1 ユーロ圏11ヶ国の10年国債の実質金利を政府の債務残高の対 GDP 比で回帰した結果



(注1) 「10年国債の実質金利」=「回帰係数」×「政府の債務残高の対 GDP 比」+「定数項」という単回帰式を、年ごとに、ユーロ圏11ヶ国の10年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比のデータを使って、最小二乗法で推定し、推定結果の回帰係数と決定係数を時系列でグラフ化した。

(注2) 回帰係数(左軸)は、各年において、ユーロ圏11ヶ国の10年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比のデータから、政府の債務残高の対 GDP 比が1%pt増加すると10年国債の実質金利が何%pt増加する傾向が観察されるかを示す。

(注3) 決定係数(右軸)は、各年のユーロ圏11ヶ国のデータにおいて、政府の債務残高の対 GDP 比が10年国債の実質金利を、推定された単回帰式によりどの程度説明するかを示す。

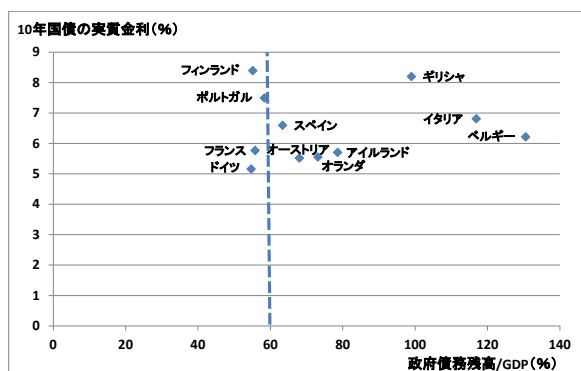
(注4) 10年国債の実質金利は、図表3で算出した値。

(注5) 政府の債務残高の対 GDP 比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての2017年及びそれら以外の国についての2016年以降は、IMF推定。

(出所) Haver Analytics、CEIC、IMF “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

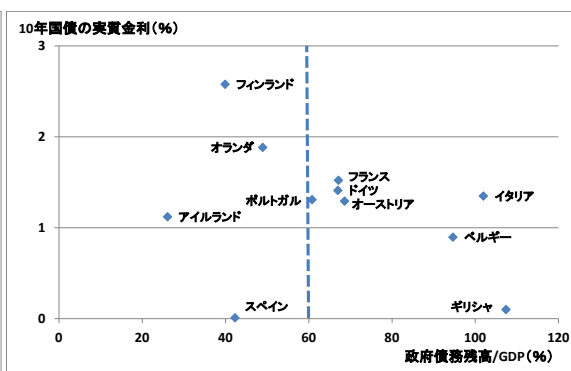
図表 6-2～図表 6-5 は、①ユーロが導入される前の期間を代表する時点として 1995 年(図表 6-2)、②1999 年にユーロが導入されてから 2009 年ごろにユーロ圏の債務危機が始まるまでの期間を代表する時点として 2005 年(図表 6-3)、③ユーロ圏の債務危機が深刻化した期間を代表する時点として 2013 年(図表 6-4)、④ユーロ圏の債務危機がある程度沈静化した直近の時点として 2016 年(図表 6-5) をとりあげて、10 年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比の相関を見たものである。

図表 6-2 1995 年における 10 年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



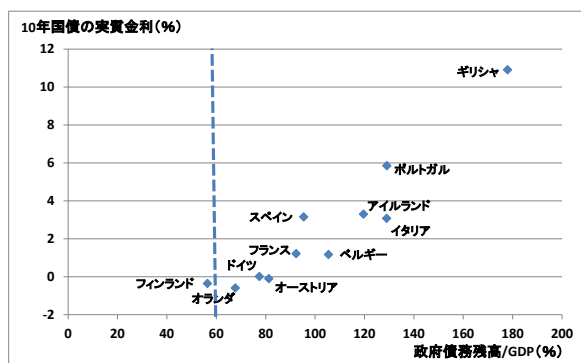
(注1) 10年国債の実質金利は、図表3で算出した値。
(注2) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対GDP比の上限の基準値。
(出所) Haver Analytics、CEIC、IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 6-3 2005 年における 10 年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



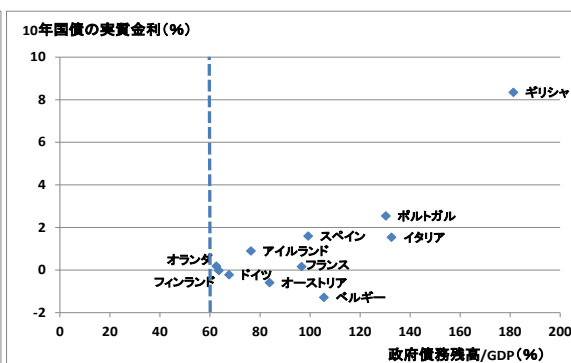
(注1) 10年国債の実質金利は、図表3で算出した値。
(注2) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対GDP比の上限の基準値。
(出所) Haver Analytics、CEIC、IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 6-4 2013 年における 10 年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注1) 10年国債の実質金利は、図表3で算出した値。
(注2) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対GDP比の上限の基準値。
(出所) Haver Analytics、CEIC、IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 6-5 2016 年における 10 年国債の実質金利と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注1) 10年国債の実質金利は、図表3で算出した値。
(注2) ベルギー、フランス、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スペインの政府の債務残高の対GDP比は、IMF 推定。
(注3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対GDP比の上限の基準値。
(出所) Haver Analytics、CEIC、IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

これらのグラフでは、原点から遠くにプロットされている国ほど、政府の債務返済負担が大きい。ユーロ圏の債務危機が始まった後の 2013 年と 2016 年においては、プロットされた点が

右上がりの方向に拡散しており、政府の債務返済負担の差が拡大していることを示している。具体的に債務返済負担が重い国は、2013年にはギリシャ、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインであったが、2016年にはアイルランドの政府の債務残高の対 GDP 比が縮小した。ギリシャについては、IMF が債務の減免が必要であるとみているが、2016年のグラフで他の国からかなり離れた右上の位置にプロットされており、IMF の見方と整合的である。

また、2013年の相関を見た図表 6-4 と 2016年の相関を見た図表 6-5 を見比べると、この間に実質金利が全般に低下したことがわかる。このことは、政府の債務返済負担の重い国にとって朗報になっていると考えられるが、これには、ECB が金融緩和策を強力に実施していることも寄与していると考えられる。実質金利は、名目金利が低下するほど低下する一方、インフレ率が上昇するほど低下する。図表 4 を見るとわかるとおり、2016年からインフレ率は上昇に転じているが、ECB は金融緩和策を強力に実施し続けることにより名目金利を下げようとし続けている。2017年にはインフレ率の上昇傾向がより顕著になっているが、政府の債務返済負担の重い国々にとっては、インフレ率が 2%をやや下回るという ECB の基準を超えることを予防するための金融緩和策の変更はぎりぎりまで行われたい方が、債務返済負担を軽減しやすい。

ユーロ参加国に政府の債務残高の対 GDP 比を 60%以下とすることを求めた欧州連合条約の基準値については、債務危機が発生した後は、銀行に対する資本注入が行われたことなどにより、ほとんどの国がクリアしていない。ただ、図表 6-2 や図表 6-3 を見ると、債務危機が始まった後には政府の債務残高の対 GDP 比や国債の実質金利が著しく高まったポルトガルやスペインでも、債務危機が発生する前の 1995 年と 2005 年における政府の債務残高の対 GDP 比は 60% 以下または 60% 近辺であったことがわかる。このことは、欧州連合条約の基準を守っていれば債務危機が起きないということは、必ずしもなかったことを示している。

2.4 今後インフレ率の差が拡大して政府の債務返済負担の差を縮小する可能性

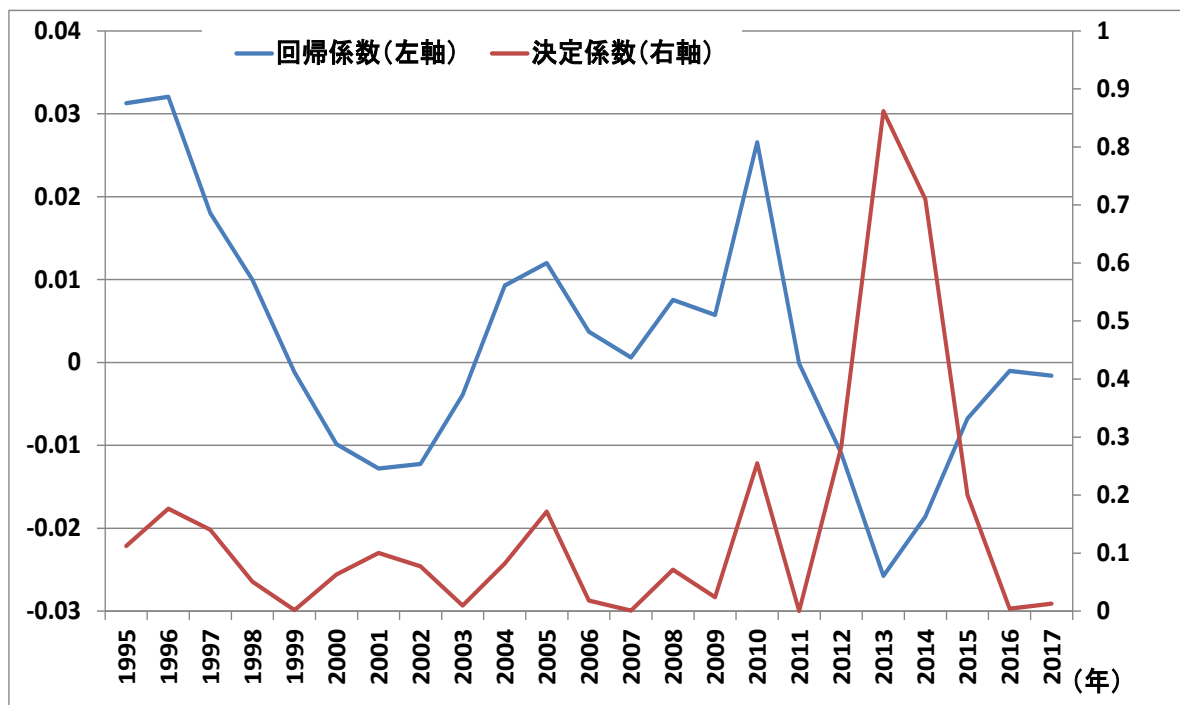
以上においては、ユーロ圏の債務危機が始まって以降、国債の実質的なリスクプレミアムの差が拡大し、それが上昇した国では、国債の実質的なリスクプレミアムと政府の債務残高の対 GDP 比が互いに高め合って、債務返済負担を重くしていることを見た。このような国では、政府の債務残高の対 GDP 比を低下させる必要性があり、そのための正攻法は、緊縮的な財政政策である。

しかしながら、過去においては、政府の債務残高の対 GDP 比が高い国でも、インフレ率が高く、国債の実質金利が相対的に高くない国もあった。図表 6-3 は、ユーロが導入された後でユーロ圏の債務危機が始まる前の 2005 年には、ギリシャの政府の債務残高の対 GDP 比が高かったにもかかわらず、ギリシャの 10 年国債の実質金利が低かったことを示している。図表 6-1 では、2005 年ごろに回帰係数が負となっており、政府の債務残高の対 GDP 比が大きい国ほど 10 年国債金利が低い国である傾向があったことがわかる。図表 2 で見たとおり、10 年国債の名目金利の差はこのころほぼゼロであったことから、このころにはギリシャのインフレ率が比較的高く、また政府の債務残高の対 GDP 比が高い国ほどインフレ率が高い国である傾向があったこ

となる。図表4を見ると、直近のユーロ参加国のインフレ率の差は縮小傾向となっているが、これが再び拡大して、政府の債務残高の高い国でインフレ率が高まることにより、債務返済負担の差が縮小する可能性はないのだろうか。

図表7-1～図表7-5は、この検討のために、図表6-1～図表6-5に対応する形で、1995年から2017年間の各年について、ユーロ圏11ヶ国における政府の債務残高の対GDP比とインフレ率の関係を見たものである。このうち図表7-3が図表6-3に対応しており、2005年には、ギリシャのインフレ率が比較的高かったことを示している。また、インフレ率を政府の債務残高の対GDP比で回帰し、回帰係数と決定係数の推移を見たものが図表7-1であり、2005年ごろに、政府の債務残高の対GDP比が大きい国ほどインフレ率の高い国である傾向があったことが示されている。

図表7-1 ユーロ圏11ヶ国のインフレ率を政府の債務残高の対GDP比で回帰した結果



(注1) 「インフレ率」=「回帰係数」×「政府の債務残高の対GDP比」+「定数項」という単回帰式を、年ごとに、ユーロ圏11ヶ国のインフレ率と政府の債務残高の対GDP比のデータを使って、最小二乗法で推定し、推定結果の回帰係数と決定係数を時系列でグラフ化した。

(注2) 回帰係数(左軸)は、各年において、ユーロ圏11ヶ国のインフレ率と政府の債務残高の対GDP比のデータから、政府の債務残高の対GDP比が1%pt増加するとインフレ率が何%pt増加する傾向が観察されるかを示す。

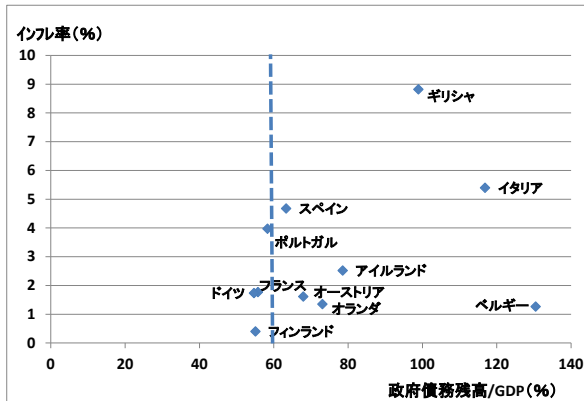
(注3) 決定係数(右軸)は、各年のユーロ圏11ヶ国のデータにおいて、政府の債務残高の対GDP比がインフレ率を、推定された単回帰式によりどの程度説明するかを示す。

(注4) インフレ率は、消費者物価の年平均上昇率で、ベルギー以外の国の2017年及びベルギーの2016年以降は、IMF推定。

(注5) 政府の債務残高の対GDP比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての2017年及びそれら以外の国についての2016年以降は、IMF推定。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

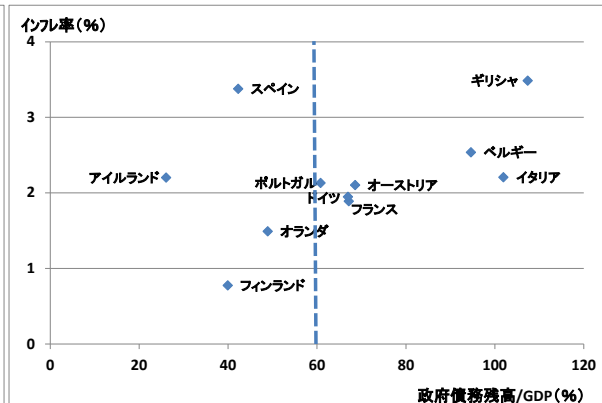
図表 7-2 1995 年におけるインフレ率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

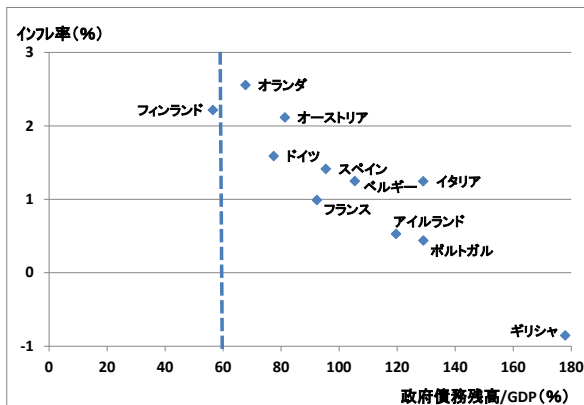
図表 7-3 2005 年におけるインフレ率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

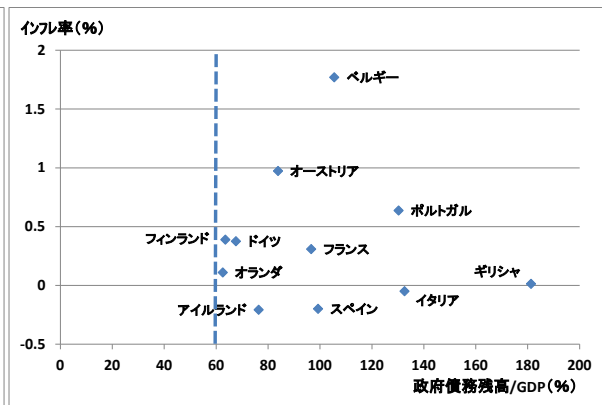
図表 7-4 2013 年におけるインフレ率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 7-5 2016 年におけるインフレ率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注 1) インフレ率は、消費者物価の年平均上昇率で、ベルギーのデータは、IMF 推定。

(注 2) ベルギー、フランス、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スペインの政府の債務残高の対 GDP 比は、IMF 推定。

(注 3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

このころには、金融政策は ECB による共通のものになっていたが、それにもかかわらずこのようにインフレ率に差があったのは、ユーロ圏内の国境を越えた資金移動のためである。ユーロが導入される前もユーロに参加する国々との間の資本取引の自由化が進んでおり、国によって貯蓄による資金供給と投資のための資金需要との間のバランスに違いがある場合には、供給超過の国から需要超過の国に資金が貸し出されていた。しかしながら、ユーロが導入される前には為替リスクがあり、その分、国ごとの資金の需給バランスの違いが残っていた。ユーロの導入により為替リスクがなくなり、資金の供給超過の国から需要超過の国に資金が更に貸し出さ

れ、資金の需要超過だった国でインフレが起こったと考えられる。

しかし、このようにして生じたインフレ率の差は、長期間は続かない可能性が高い。何故なら、ユーロ圏内では為替レートの変動がないため、あるユーロ参加国でインフレ率が高まると、その分他のユーロ参加国との関係において、価格競争力が低下するからである。いつかは起こる可能性の高かった国境を越えた資金移動の逆流が、ギリシャの財政運営に対する懸念を端緒とした債務危機とともに起こり、インフレ率の差は反転した。このことは、図表7-1において回帰係数が2013年前後に負となっていることや、図表7-4で2013年のインフレ率と政府の債務残高の対GDP比が負の相関になっていることにあらわれている。2014年以降図表7-1の負の回帰係数は少しずつゼロに近づき、2016年以降はほぼゼロとなっている。これは、図表4で、直近のユーロ参加国のインフレ率の格差が縮小傾向となっていることに対応していると考えられる。

以上のことから、ユーロが導入された後インフレ率の差が拡大し、その後その反転が起こったのは、ユーロの導入により為替リスクがなくなったことによる一回性の現象と考えられる。為替リスクがなくなったことにより発生した国境を越えた資金移動は、その後逆流し、既に大きな一方的資金移動はあまり起こらない安定的な状況に入っている可能性が高い。したがって、今後のユーロ参加国のインフレ率は、ECBの金融政策によるコントロールの下で、ほぼ連動し続ける可能性が高く、ユーロ参加国間でインフレ率差が大きく開くことは、もうない可能性が高い。

図表7-1を見ると、1999年にユーロが導入される前も、政府の債務残高の対GDP比が高い国ほどインフレ率の高い国である傾向があったことがわかる。ユーロが導入される前には、為替リスクがまだ残っていた一方、金融政策が国別のものであったので、この傾向があったのは、国境を越えた資金移動よりも、国別の金融政策の違いによるところが大きいと考えられる。したがって、金融政策がECBによる共通のものとなっている状況において、今後インフレ率の差が大きく開く可能性があるか否かの検討においては、1999年にユーロが導入される以前の状況は参考にならない。しかしながら、ユーロ導入前のインフレ率の差は、ユーロ導入前の国別の金融政策の違いもユーロ圏の債務危機の一因となっている等の意味において、ユーロ圏の債務危機に関係していると考えられる。

既に見たようにインフレは自国通貨建て資産への課税と同じ意味を持つが、インフレによって発生する自国通貨建て資産への課税による収入は、中央銀行の通貨発行収入として財政収入を補てんする。ユーロが導入されると、通貨発行収入はECBのものに共通化されるので、ユーロ導入前にインフレ率が高かった国ほど、ユーロ導入後には通貨発行収入の減少を補う必要性が高いと考えられる。ユーロ導入前にインフレ率が高かった上位4ヶ国がギリシャ、イタリア、スペイン、ポルトガルであったことを既に見たが、これらはすべてユーロ圏の債務危機が深刻化した国である。

また、図表7-2と図表7-3を見ると、ユーロ導入前にインフレ率が高かった国では、ユーロ導入後も、債務危機が始まる前までは、インフレ率が高かった傾向があることがわかる。

既に見たように、ユーロ導入後インフレ率が高まった国は、為替リスクがあったユーロ導入前には、貯蓄による資金供給と投資のための資金需要との間のバランスが、比較的需要超過であった国であり、貯蓄と投資をバランスさせる均衡実質金利が比較的高かった国であると考えられる。インフレは、中央銀行が政策金利を均衡実質金利より低くすることにより起こると考えられているが、均衡実質金利が高いほど政策金利を均衡実質金利より低く設定しやすいと考えられる。実際に、ユーロ導入前には、均衡実質金利の高かった国で、政策金利が均衡実質金利より低く設定される傾向があったことから、インフレ率が高い傾向があったと考えられる。

ユーロ圏の債務危機の前に国境を越えて資金が流入してインフレ率が比較的高かった国では、債務危機が始まった後には、資金が逆流して国境を越えて流出し、インフレ率が比較的低くなった。インフレ率が低下すると、債務の返済負担が大きくなって債務危機が深刻化しやすくなることが考えられる。このことも、債務危機が始まる前やユーロの導入前にインフレ率が高かった国に債務危機が深刻化した国の多い、理由の一つと考えられる。

2.5 ユーロ参加国の国債の代替性の高まりと緊縮的財政政策の長期化の可能性

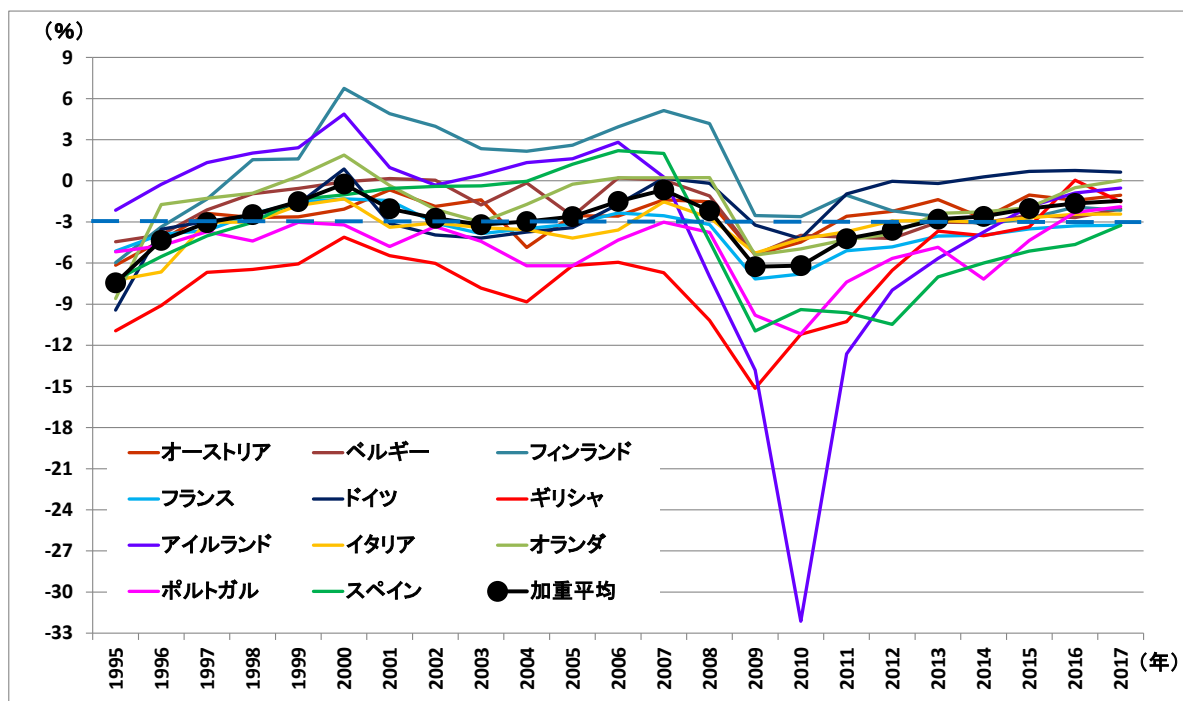
ユーロの導入後為替リスクがなくなったことによる重要な変化の一つには、ユーロ参加国の国債の代替性が高まったこともある。国債は、金融システムにおいて担保に使われる等の重要な役割を果たすが、ユーロが導入された後、ユーロ参加国の発行する国債はすべてユーロ建てとなり、しかも債務危機が始まるまでは、金利までほぼ均等化して、代替性が極めて高くなった。債務危機が始まった後、参加国ごとのソブリンリスクの違いにより国債に金利プレミアムがつくようになり、その点では代替性が低下したが、為替リスクがゼロになったことによる代替性の向上はなお存続している。ユーロ圏の国際金融市場において、ユーロ参加国の国債の間の乗換を為替リスクなくできることが、国債金利のソブリンリスクへの反応を敏感なものとしている。

ユーロ圏の債務危機が深刻化した国では、国債の金利と政府の債務残高の対 GDP 比がスパイラル的に高まったことに加え、銀行の資本注入によっても政府の債務残高の対 GDP 比が高まった。この状況に対応するためには、緊縮的な財政政策により政府の債務残高の対 GDP 比を低下させる必要があり、その必要性は広く理解されていると見られる。図表 8 は、ユーロ参加国の単年度の財政収支の対 GDP 比とそれらを加重平均した値の 1995 年以降の推移を、欧州連合条約がユーロ参加国に求める 3%以内の赤字という基準値とともにグラフ化したものであるが、2013 年以降財政赤字の加重平均が 3%以下に減少し、直近ではほとんどの国の財政赤字が 3%以下に減少している。

ただ、債務危機が深刻化した国々では、政府の債務残高の対 GDP 比が欧州連合条約の基準値である 60%を大幅に上回っている。また、債務危機が始まる前にはこの基準値をクリアしていたことのあるポルトガルやスペインでも債務危機が深刻化したという経験があり、この基準値をクリアできたとしても、それで債務危機はもう起こらないという保証があるわけでもない。したがって、今後長期にわたって、緊縮的な財政政策が必要であると考えられ続ける可能性が

高い。

図表8 ユーロ圏11ヶ国の政府の単年度財政収支の対GDP比及びその加重平均の推移等



(注1) 政府の単年度財政収支の対GDP比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての2017年及びそれら以外の国についての2016年以降は、IMF推定。

(注2) 加重平均は、ユーロ圏11ヶ国の政府の単年度財政収支の対GDP比をUSドルベースのGDPで加重平均した値。USドルベースのGDPについては、ベルギー、ドイツ以外の国の2017年及びベルギー、ドイツの2016年以降は、IMF推定。

(注3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の単年度財政赤字の対GDP比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

そして、為替リスクがなくなりユーロ参加国の国債の代替性の高まったユーロ圏の国際金融市場は、ユーロ参加国政府が緊縮政策に向けて努力をするとすぐに国債金利低下という報奨を与え、緊縮政策の努力を怠るとすぐに国債金利上昇という罰を与える。このような国際金融市場に常に監視され、緊縮政策へのインセンティブを常に与えられているユーロ参加国政府は、緊縮政策への反対やユーロからの離脱を主張する政治勢力を横目で見ながらも、緊縮的な財政政策を実際に長期間継続する可能性が高い。

3. ユーロ圏の債務危機からの回復過程

3.1 回復過程における失業率の高まり

ユーロ圏の債務危機が深刻化した国では失業率が高まったが、政府の債務残高を減らすための緊縮的な財政政策がその一因になっていると考えられ、そのことが、緊縮政策に反対したり、ユーロからの離脱を主張したりする政治的な運動の背景の一つにもなっている。

図表9は、ユーロ圏11ヶ国の失業率とそれらを加重平均した値の1991年以降の推移を見たものであるが、図表9を見ると、2009年ごろユーロ圏の債務危機が始まって以降、ギリシャ、

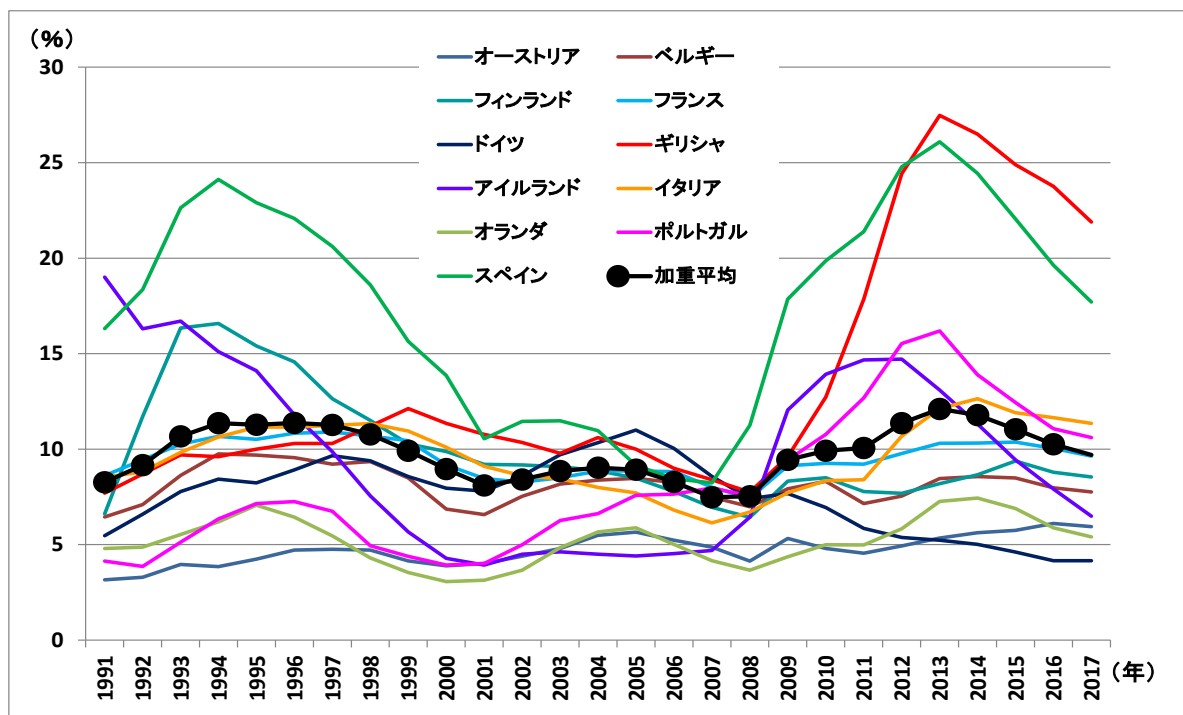
スペイン、ポルトガル、アイルランド、イタリアといった債務危機の深刻化した国で、失業率が上がったことがわかる。

また、図表10-1～図表10-5は、1995年から2017年の間の各年について、ユーロ圏11ヶ国における政府の債務残高の対GDP比と失業率の関係を見たものである。このうち図表10-1は、年ごとに失業率を政府の債務残高の対GDP比で回帰し、各年の回帰係数と決定係数の時系列の推移を見たものであるが、ユーロ圏の債務危機が始まって以降、政府の債務残高の対GDP比が大きい国ほど失業率の高い国である傾向を示す回帰係数が高まり、直近まである程度は低下したものの、なお債務危機が始まる前より高い。

緊縮的な財政政策が今後長期間実施される場合に、高まった失業率がどうなっていくのかは、緊縮政策への反対やユーロからの離脱を主張する政治勢力が今後どの程度強まるのかを左右する。また、緊縮的な財政政策により失業率が高まった状況が続くと、GDP成長率を低下させて、政府の債務残高の対GDP比をかえって高めてしまうのではないかとの見方もある。

図表9を見ると、ユーロ圏の債務危機が深刻化した国々の失業率は、2013年前後をピークとして低下傾向となったが、それでも直近の失業率は、ギリシャ、スペインで20%前後、イタリア、ポルトガルで10%強と、かなり高い水準となっている。特に債務危機の前には、ユーロ圏11ヶ国すべてで失業率が10%以下となっていた時期があるので、それに比べれば、直近の失業率の水準は、かなり高い。

図表9 ユーロ圏11ヶ国の失業率及びその加重平均の推移

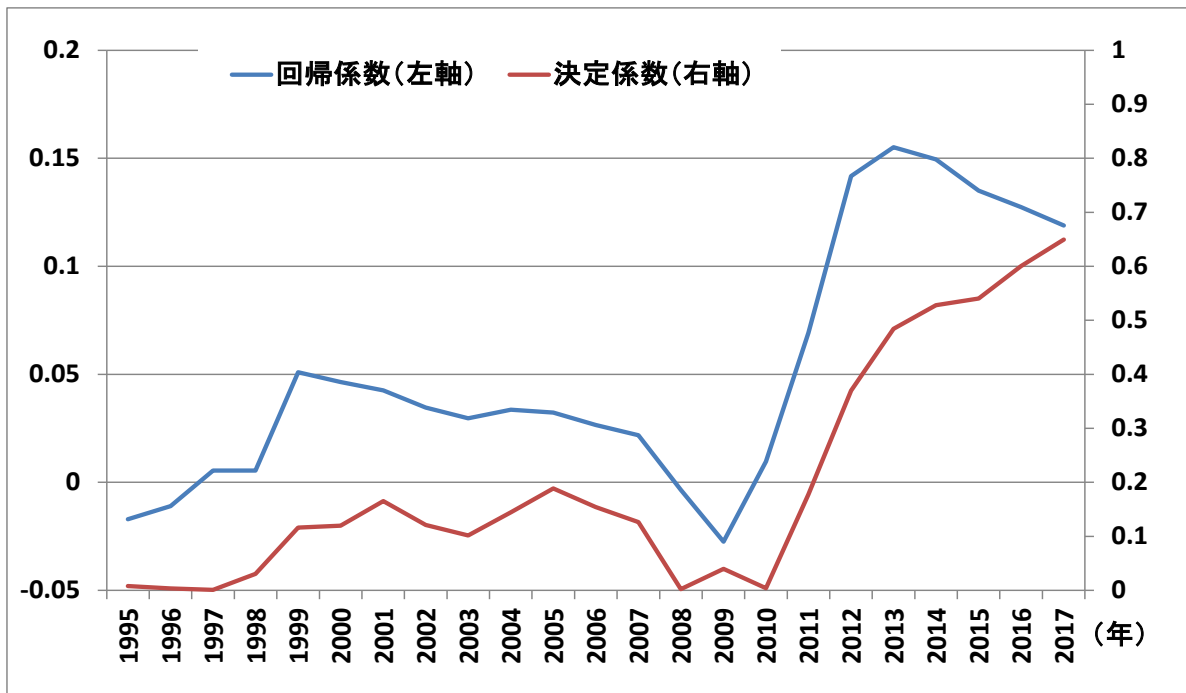


(注1) 失業率については、オーストリア、フィンランド、フランス、ギリシャ、オランダ、スペインについての2017年及びそれら以外の国の2016年以降は、IMF推定。

(注2) 加重平均は、ユーロ圏11ヶ国の失業率を人口で加重平均した値。人口については、ベルギー、フィンランド、ドイツ、ポルトガル以外の国の2017年、ベルギー、ドイツ、ポルトガルの2016年以降及びフィンランドの2015年以降は、IMF推定。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”より大和総研作成

図表 10-1 ユーロ圏 11 ヶ国の失業率を政府の債務残高の対 GDP 比で回帰した結果



(注 1) 「失業率」= 「回帰係数」× 「政府の債務残高の対 GDP 比」+ 「定数項」という単回帰式を、年ごとに、ユーロ圏 11 ヶ国の失業率と政府の債務残高の対 GDP 比のデータを使って、最小二乗法で推定し、推定結果の回帰係数と決定係数を時系列でグラフ化した。

(注 2) 回帰係数 (左軸) は、各年において、ユーロ圏 11 ヶ国の失業率と政府の債務残高の対 GDP 比のデータから、政府の債務残高の対 GDP 比が 1%pt 増加すると失業率が何%pt 増加する傾向が観察されるかを示す。

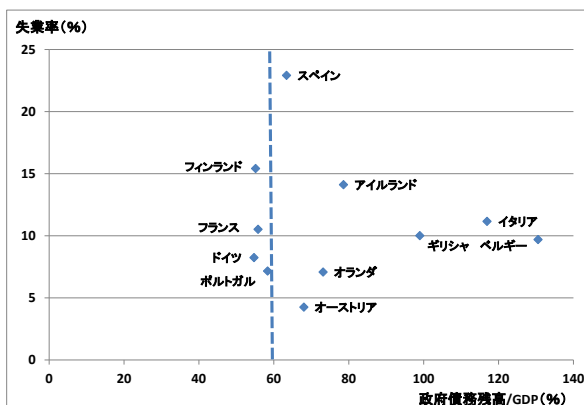
(注 3) 決定係数 (右軸) は、各年のユーロ圏 11 ヶ国のデータにおいて、政府の債務残高の対 GDP 比が失業率を、推定された単回帰式によりどの程度説明するかを示す。

(注 4) 失業率については、オーストリア、フィンランド、フランス、ギリシャ、オランダ、スペインについての 2017 年及びそれ以外の国の 2016 年以降は、IMF 推定。

(注 5) 政府の債務残高の対 GDP 比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての 2017 年及びそれ以外の国についての 2016 年以降は、IMF 推定。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

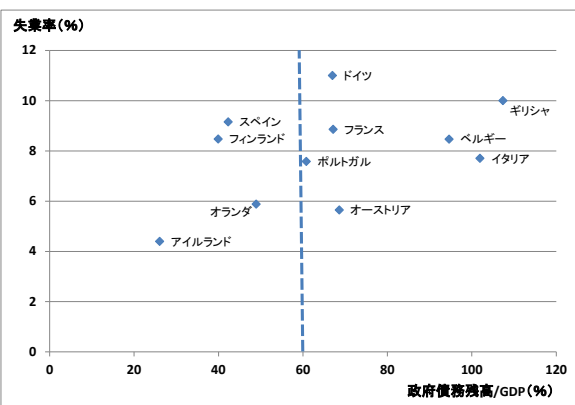
図表 10-2 1995 年における失業率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

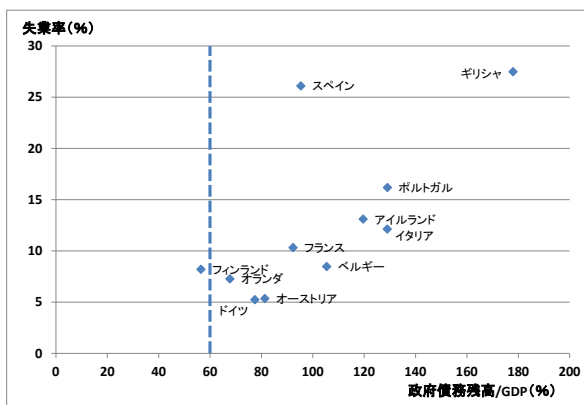
図表 10-3 2005 年における失業率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

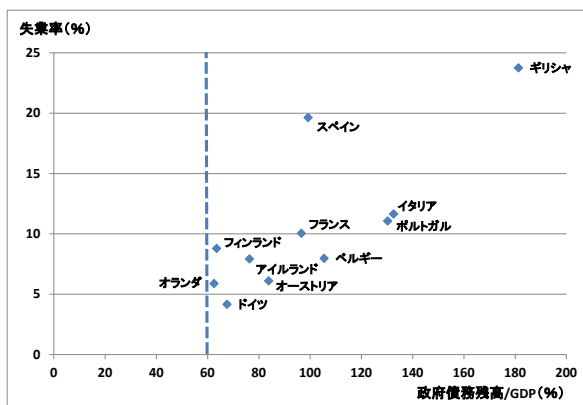
図表 10-4 2013 年における失業率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 10-5 2016 年における失業率と政府の債務残高の対 GDP 比の相関



(注1) ベルギー、ドイツ、アイルランド、イタリア、ポルトガルの失業率は、IMF 推定。

(注2) ベルギー、フランス、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スペインの政府の債務残高の対 GDP 比は、IMF 推定。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

ただ、ユーロが導入された後ユーロ圏の債務危機が発生するまでの間は、後にユーロ圏の債務危機が深刻化した国々に資金が流入して、それらの国々の国内需要を拡大させていた時期であったことも考慮する必要がある。ユーロが導入される前には、失業率を加重平均した値が、債務危機の発生後と同じ程度であった時期がある。債務危機が深刻化した国々の中では、ギリシャとポルトガルではユーロが導入される前の失業率は、債務危機が始まった後の失業率に比べて低かったが、スペインとイタリアでは、ユーロ導入される前の失業率は、債務危機が始まった後の失業率と同程度であった。

財政政策と失業率との関係については、労働市場で賃金による需給調整メカニズムがどの程度働くとみるかによって、短期的な関係にすぎないという見方と、長期的に続いてしまう関係だという見方があるが、現実の労働市場では、これら両極端な見方の間のいずれかの程度で賃金による需給調整メカニズムが働くと考えることが自然だと思われる。そうだとすれば、長期間緊縮政策がとられたとしても、一定の緊縮政策を維持することにより債務残高の対 GDP 比が低下するという状況が続くのであれば、緊縮政策がとられている間も、少しずつでも失業率は低下する可能性が高いと思われる。

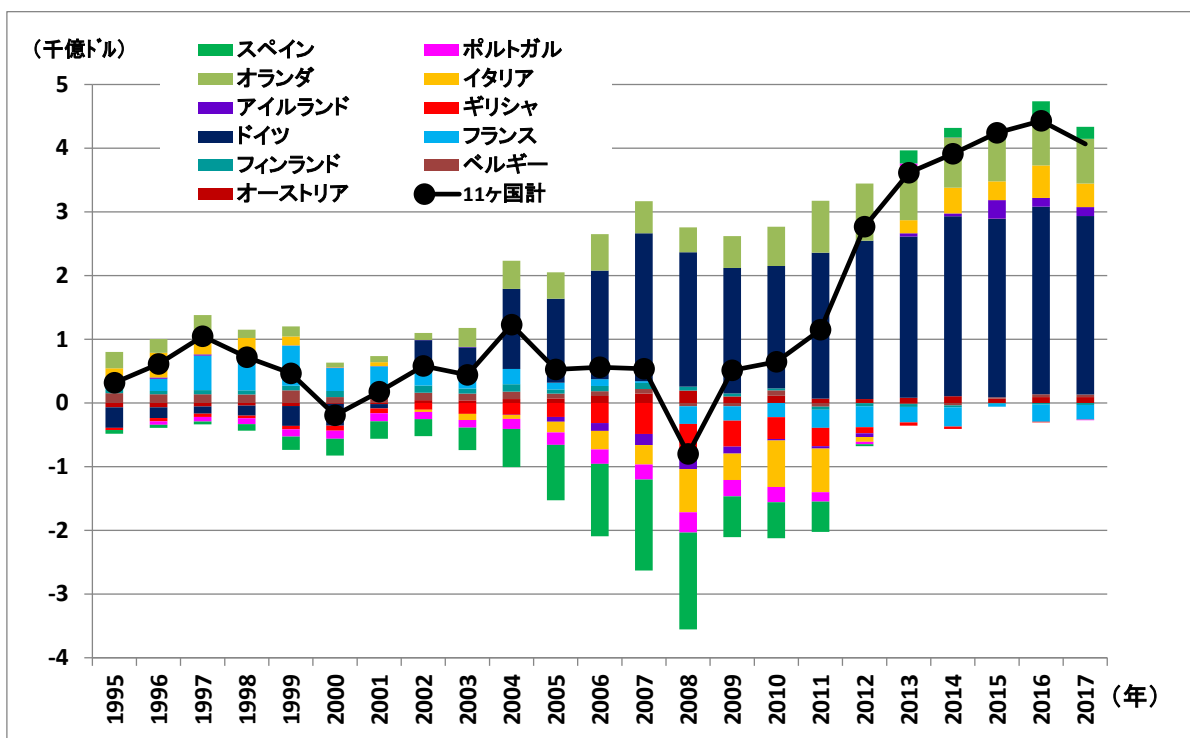
3.2 回復過程における経常収支黒字の拡大

緊縮的な財政政策がとられると、国全体の貯蓄と投資のバランスが貯蓄増・投資減の方向に変化して、経常収支が改善することが多い。アメリカでレーガン政権の時代に財政赤字と経常収支赤字が同時に増加して双子の赤字と呼ばれたのは、その逆のメカニズムが働いたためと考

えられる。

ユーロ圏の経常収支黒字の過半はドイツの経常収支黒字であることから、ドイツは経常収支黒字を減らすべきだとアメリカから批判されている。しかしながら、近年の増減ベースでは、債務危機が深刻化したスペイン、イタリア、ポルトガル、アイルランド、ギリシャが、ユーロ圏の経常収支黒字の増加に大きく寄与している。図表 1 1 は、ユーロ圏 11 ヶ国の経常収支とその合計を 1995 年から時系列で見たものであるが、これら 5 ヶ国は、2011 年までは経常収支赤字であったが、2012 年には経常収支赤字がほとんどなくなり、2013 年以降は、イタリア、スペイン、アイルランドが経常収支黒字となっている。

図表 1 1 ユーロ圏 11 ヶ国の経常収支及びその合計の推移



(注) オーストリア、フィンランド、フランス、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルについての 2017 年及びそれらの国以外の 2016 年以降は、IMF 推定。

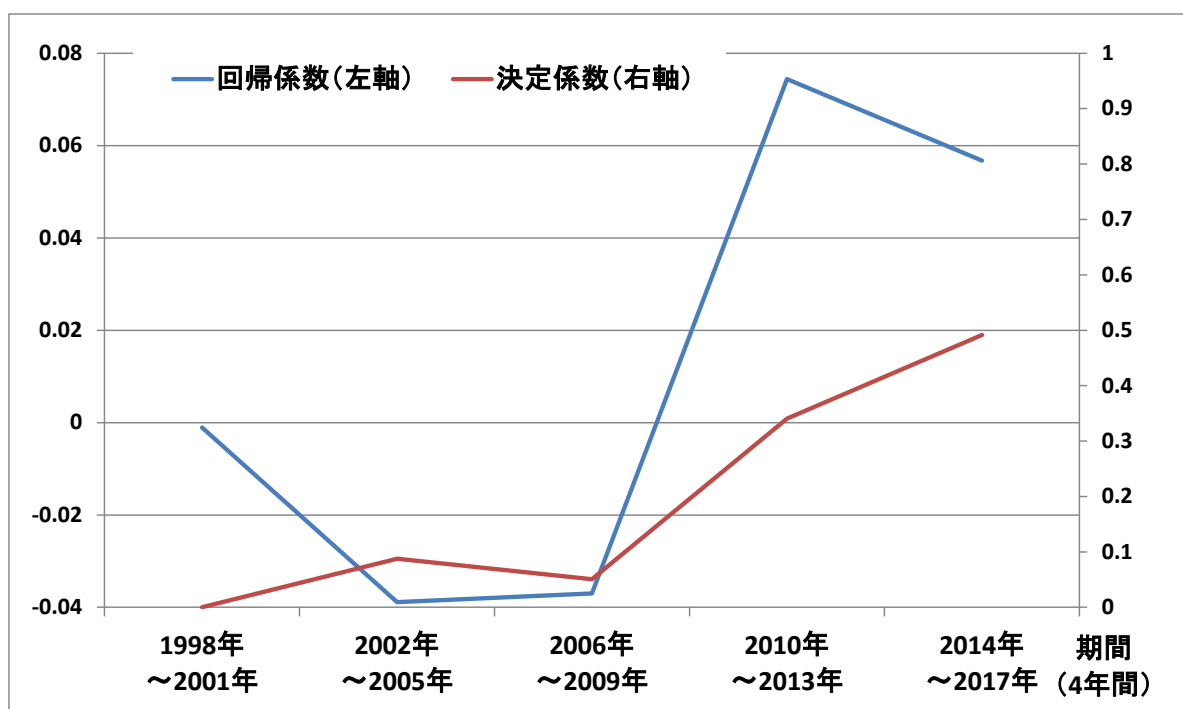
(出所) IMF “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

他方、ドイツの経常収支黒字が増えたのは、主にユーロの導入後、債務危機の始まる前の時期で、スペイン、イタリア、ポルトガル、アイルランド、ギリシャの経常収支赤字が増えた時期である。この時期には、これら 5 ヶ国で、海外から資金が流入して、国内の貯蓄と投資のバランスが、投資増の方向に変化したと考えられるが、ドイツの経常収支黒字の増加は、この変化に対応したものであったと考えられる。

図表 1 2 - 1 ~ 図表 1 2 - 5 は、1998 年から 2017 年の期間を 4 年ずつに分け、ユーロ圏 11 ヶ国における政府の債務残高の対 GDP 比と 1 期間前の 4 年間の期間（1998 年～2001 年の 1 期間前の 4 年間の期間は 1994 年～1997 年）との経常収支の変化額の対 GDP 比の関係を見たものである。このうち図表 1 2 - 1 は、4 年間の期間ごとに 1 期間前の期間に比べての経常収支の変化額

の対 GDP 比を政府の債務残高の対 GDP 比で回帰し、各 4 年間の期間の回帰係数と決定係数の時系列の推移を見たものである。ユーロが導入されて以降、ユーロ圏の債務危機が始まるまでの期間である 2002 年～2005 年と 2006 年～2009 年には、回帰係数が負で、政府の債務残高の対 GDP 比が大きい国ほど経常収支が減少した国である傾向が見られたが、ユーロ圏の債務危機が始まって以降の期間である 2010 年～2013 年と 2014 年～2017 年には、回帰係数が正となり、政府の債務残高の対 GDP 比が大きい国ほど、経常収支の黒字が増加または赤字が減少した国である傾向が見られたことを示している。このことは、債務危機が始まって以降、政府の債務残高の大きい国ほど、緊縮的な財政政策がとられ、貯蓄と投資のバランスが貯蓄増・投資減の方向に変化し、経常収支の黒字が増加または赤字が減少したことを意味している。

図表 1 2 - 1 ユーロ圏 11 ヶ国の経常収支の 4 年間ごとの変化額の対 GDP 比を政府の債務残高の対 GDP 比で回帰した結果



(注 1) 経常収支の 4 年間ごとの変化額の対 GDP 比は、各 4 年間の期間における経常収支のその前の 4 年間の期間の経常収支と比較しての変化額を 4 で除して年当たりとした値の、年当たりの GDP (経常収支の増減を見た合計 8 年の GDP の平均) に対する比率 (経常収支も GDP も US ドルベースのデータを使って算出)。

(注 2) 各 4 年間の期間の政府の債務残高の対 GDP 比は、各 4 年間の期間に含まれる各年における政府の債務残高の対 GDP 比の平均。

(注 3) 「経常収支の変化額の対 GDP 比」= 「回帰係数」× 「政府の債務残高の対 GDP 比」+ 「定数項」という単回帰式を、4 年間の期間ごとに、ユーロ圏 11 ヶ国の経常収支と GDP と政府の債務残高の対 GDP 比のデータを使って、最小二乗法で推定し、推定結果の回帰係数と決定係数を時系列でグラフ化した。

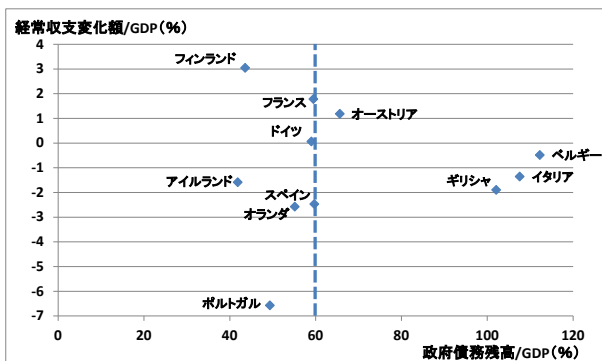
(注 4) 経常収支については、オーストリア、フィンランド、フランス、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルについての 2017 年及びそれらの国以外の 2016 年以降は、IMF 推定。

(注 5) GDP については、ベルギー、ドイツ以外の国の 2017 年及びベルギー、ドイツの 2016 年以降は、IMF 推定。

(注 6) 政府の債務残高の対 GDP 比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての 2017 年及びそれら以外の国についての 2016 年以降は、IMF 推定。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

図表 1 2 - 2 1998 年～2001 年の経常収支の変化額対 GDP 比と政府の債務残高の対 GDP 比との相関



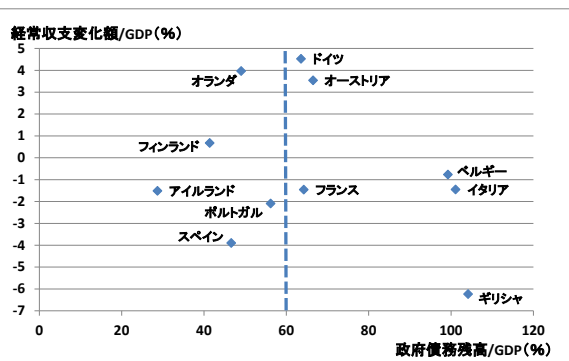
(注 1) 経常収支変化額/GDP は、1998 年～2001 年の経常収支合計額の 1994 年～1997 年に比べての増減額を 4 で除して年当たりとした値の、1998 年～2001 年の GDP の平均に対する比率。

(注 2) 政府債務残高/GDP は、1994 年～2001 年の政府債務残高/GDP の平均。

(注 3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 1 2 - 3 2002 年～2005 年の経常収支の変化額対 GDP 比と政府の債務残高の対 GDP 比との相関



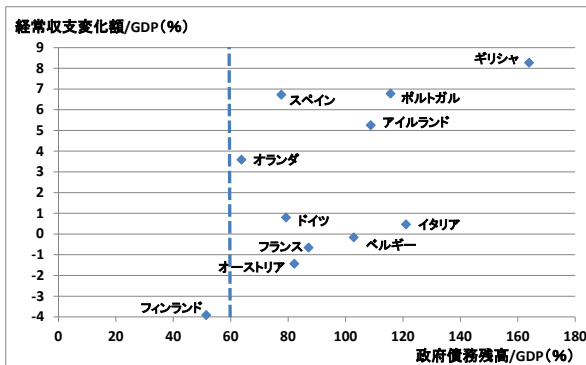
(注 1) 経常収支変化額/GDP は、2002 年～2005 年の経常収支合計額の 1998 年～2001 年に比べての増減額を 4 で除して年当たりとした値の、2002 年～2005 年の GDP の平均に対する比率。

(注 2) 政府債務残高/GDP は、1998 年～2005 年の政府債務残高/GDP の平均。

(注 3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 1 2 - 4 2010 年～2013 年の経常収支の変化額対 GDP 比と政府の債務残高の対 GDP 比との相関



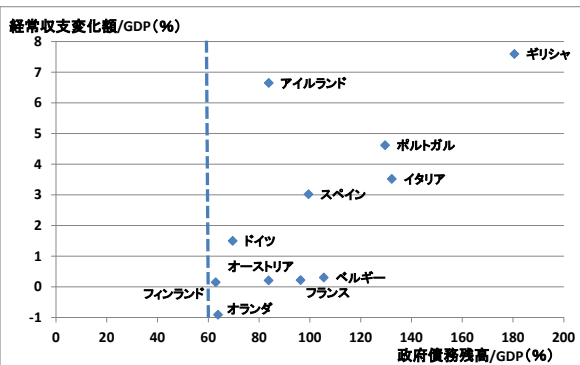
(注 1) 経常収支変化額/GDP は、2010 年～2013 年の経常収支合計額の 2006 年～2009 年に比べての増減額を 4 で除して年当たりとした値の、2010 年～2013 年の GDP の平均に対する比率。

(注 2) 政府債務残高/GDP は、2006 年～2013 年の政府債務残高/GDP の平均。

(注 3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

図表 1 2 - 5 2014 年～2017 年の経常収支の変化額対 GDP 比と政府の債務残高の対 GDP 比との相関



(注 1) 経常収支変化額/GDP は、2014 年～2017 年の経常収支合計額の 2010 年～2013 年に比べての増減額を 4 で除して年当たりとした値の、2014 年～2017 年の GDP の平均に対する比率。経常収支については、オーストリア、フィンランド、フランス、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルについての 2017 年及びそれらの国以外の 2016 年以降は、IMF 推定。GDP については、ベルギー、ドイツ以外の国の 2017 年及びベルギー、ドイツの 2016 年以降は、IMF 推定。

(注 2) 政府債務残高/GDP は、2010 年～2017 年の政府債務残高/GDP の平均。オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての 2017 年及びそれら以外の国についての 2016 年以降は、IMF 推定。

(注 3) 青の点線は欧州連合条約がユーロ参加国に求めていた政府の債務残高の対 GDP 比の上限の基準値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、欧州連合条約より大和総研作成

先に見たように、緊縮的な財政政策がとられると失業率が高まるという関係は、労働市場における需給調整メカニズムの不完全性によるものであり、いったん高まった失業率も、その後一定の緊縮政策が維持されれば、時間の経過とともに市場メカニズムがある程度は働いて少しずつでも低下する可能性が高い。しかしながら、緊縮的な財政政策がとられると貯蓄と投資のバランスが貯蓄増・投資減の方向に変化して経常収支の黒字が増加または赤字が減少するという関係は、国内の実質金利が海外の実質金利に比べて相対的に下がることにより資本が流出するという形で、国際資本市場において需給調整メカニズムが働いた結果のものと考えられ、緊縮的な財政政策がとられ続けている間は、経常収支の黒字傾向が続くという関係であると、理論的に考えられる。

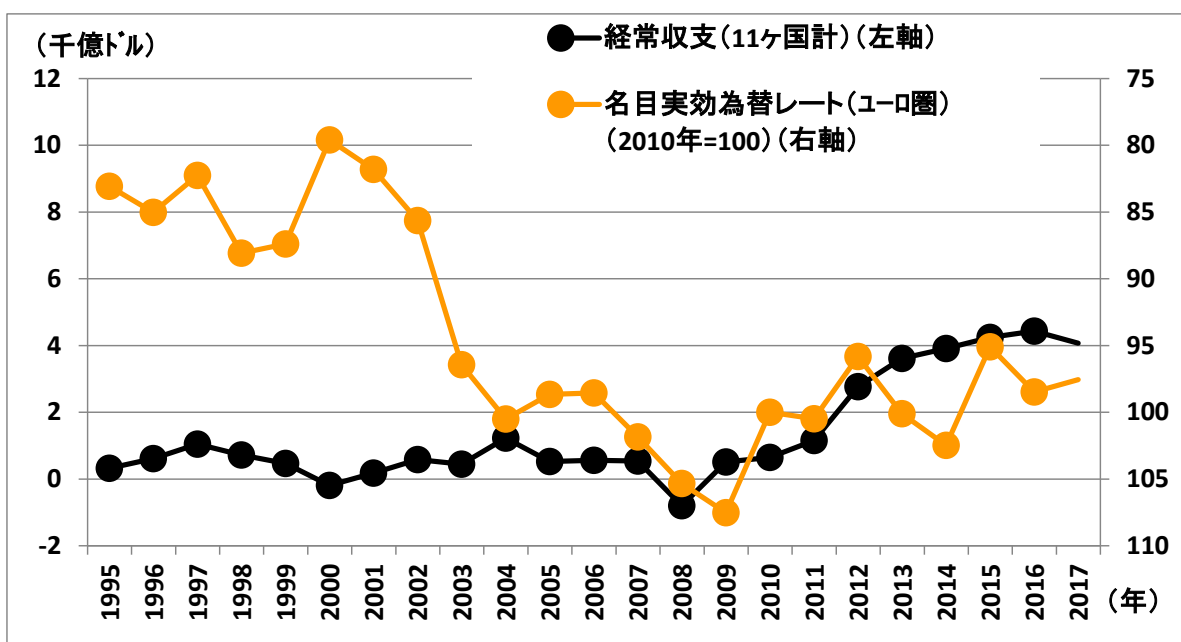
去る5月下旬、ドイツのメルケル首相は、「ECBの金融緩和による弱すぎるユーロと原油安がドイツの貿易黒字につながっている」と発言した。G7（先進7ヶ国）首脳会合が開催される直前のタイミングでの発言ということもあり、G7でアメリカからドイツの貿易黒字を批判されることを回避するための予防線ではないかと報じられた。しかし、この発言は、ドイツの経常収支黒字の推移の実績と整合的でない。ドイツの経常収支黒字が増えたのは、主としてユーロ圏の債務危機の発生する前のことで、このころは比較的ユーロ高だった。

では、ユーロ圏全体で見れば、経常収支黒字の増加の主たる要因は、ユーロ安なのだろうか。図表13は、ユーロ圏11ヶ国の経常収支の合計とユーロ圏の名目実効為替レートの1995年以降の推移を重ね合わせたものである。2009年ごろユーロ圏の債務危機が始まって以降、ユーロ圏の名目実効為替レートにはある程度の低下傾向が見られ、確かにユーロ圏11ヶ国の経常収支黒字の合計の増加傾向とある程度対応している。しかし、2003年以前にはユーロ圏の名目実効為替レートは直近よりかなり低かったが、このころにはユーロ圏11ヶ国の経常収支黒字は、直近ほど大きくなかった。したがって、ユーロ圏全体で見ても、経常収支の動きがユーロ圏の為替レートの動きと長期的に連動しているとは言い難い。

むしろユーロ圏全体についての長期のデータは、経常収支は、貯蓄と投資のバランスを反映するので、財政政策のスタンスの影響を受けるという理論と整合的である。図表14は、ユーロ圏11ヶ国の経常収支の合計と、政府の債務残高の対GDP比を加重平均した値の1995年以降の推移を重ね合わせたものだが、全期間にわたって似た動きをしている。

今後、ユーロ圏では、インフレ率が上昇して、ECBが金融政策を緩和から引き締めの方角に変更する可能性があり、そうなった場合には、ユーロの金利が他国通貨の金利より相対的に上昇して、ユーロが増価する可能性がある。しかし、ユーロ参加国の多くでとられている緊縮的な財政政策は、ユーロが増価しても継続する可能性が高く、ユーロ圏の経常収支黒字は、長期的にあまり減少しない可能性が高い。ユーロ圏経済の規模は、GDPベースで世界経済の7分の1強あり、ユーロ圏経済の緊縮的な財政政策は、世界経済にも長期にわたってデフレ圧力を与え続ける可能性が高い。

図表 1 3 ユーロ圏 11 ヶ国の経常収支計とユーロ圏の名目実効為替レートの推移

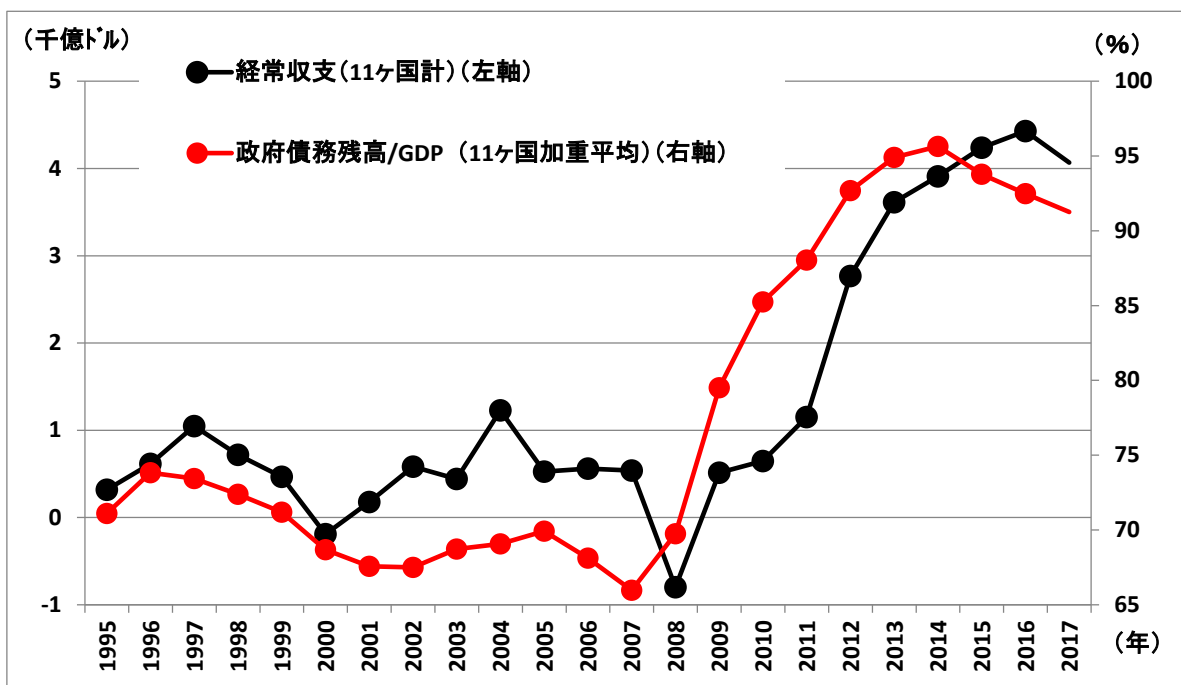


(注 1) 2016 年以降の経常収支 (11 ヶ国計) は、IMF 推定。

(注 2) 名目実効為替レートは、ユーロ圏全体についての月次指数を年ごとに平均した値の推移。2017 年は、5 月までの月次指数を平均。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases”、BIS 統計より大和総研作成

図表 1 4 ユーロ圏 11 ヶ国の経常収支計と政府の債務残高の対 GDP 比の加重平均の推移



(注 1) 2016 年以降の経常収支 (11 ヶ国計) は、IMF 推定。

(注 2) 政府の債務残高の対 GDP 比の加重平均は、ユーロ圏 11 ヶ国の政府の債務残高の対 GDP 比を US ドルベースの GDP で加重平均した値。政府の債務残高の対 GDP 比については、オーストリア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、イタリアについての 2017 年及びそれ以外の国についての 2016 年以降は、IMF 推定。US ドルベースの GDP については、ベルギー、ドイツ以外の国の 2017 年及びベルギー、ドイツの 2016 年以降は、IMF 推定。

(出所) IMF “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成