

2011年11月18日 全17頁

# 日本経済見通し：「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響を検証する

経済調査部

チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

最悪のケースでは、わが国の実質 GDP を 4%以上押し下げるリスク

## [要約]

- 2012年度の経済見通しを大幅に下方修正：2011年7-9月期 GDP 一次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2011年度が前年度比+0.5%（前回予想：同+0.1%）、2012年度が同+1.8%（同：同+2.6%）である。2011年度については、過去の実質 GDP 成長率が遡及改訂（上方修正）されたことなどを受け、経済見通しを上方修正したものの、2012年度に関しては、海外経済の減速などを勘案し、見通しを下方修正した。今後の日本経済は、メインシナリオとして、東日本大震災発生に伴う「復興需要」に支えられて緩やかな景気拡大が続く見通しである。ただし、日本経済のリスク要因としては、①原発停止に伴う生産の低迷、②世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ、③円高の進行、などに留意が必要である（→詳細は、熊谷亮丸他「第171回 日本経済予測（2011年11月17日付）」参照）。
- 「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響を検証する：今回のレポートでは、「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響について定量的に検証した。具体的には、欧州諸国の国債のヘアカット率に関する3つのシナリオを設定した上で、日本経済に与える影響を算定した。当社のシミュレーションによれば、最悪のケースでは、わが国の実質 GDP は4%以上押し下げられる可能性がある。試算結果については、相当程度の幅を持って見る必要があることは言うまでもないが、今後の「欧州ソブリン危機」の展開次第では、日本経済が「リーマン・ショック」並の打撃を受けるリスクが生じよう。さらに、「欧州ソブリン危機」が深刻化すると、グローバルなマネーフローが「逆流」し、アジアを中心とする「新興国」の株価が暴落する可能性もある。こうした事態を回避する為に、欧州諸国には、「ポピュリズム」の風潮に流されることなく、財政規律を着実に回復させることが強く望まれる。

## 第171回日本経済予測（2011年11月17日）

	2010年度 (実績)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)	2010暦年 (実績)	2011暦年 (予測)	2012暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	0.4	-1.5	1.4	1.8	-2.3	1.2
実質GDP成長率（2000暦年連鎖価格）	2.4	0.5	1.8	4.1	-0.3	2.0
内需寄与度	1.5	1.1	1.6	2.2	0.4	2.1
外需寄与度	0.9	-0.5	0.3	1.8	-0.6	-0.1
GDPデフレーター	-2.0	-1.9	-0.4	-2.2	-2.0	-0.9
全産業活動指数増加率	2.1	-0.3	1.3	3.2	-0.9	1.6
鉱工業生産指数増加率	9.0	-1.8	5.3	16.5	-3.1	5.3
第3次産業活動指数増加率	1.1	0.1	0.3	1.4	-0.2	0.6
国内企業物価上昇率	0.7	2.2	1.2	-0.1	2.3	1.1
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.9	-0.1	-0.3	-1.0	-0.2	-0.3
失業率	5.0	4.5	4.4	5.1	4.5	4.5
10年物国債利回り	1.26	1.08	1.27	1.11	1.11	1.20
マネーストック(M2)増加率	2.7	2.8	2.3	2.8	2.7	2.4
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	6.5	-1.3	0.9	8.0	-0.4	0.5
経常収支（億ドル）	1,882	1,098	1,172	1,956	1,228	1,091
経常収支（兆円）	16.1	8.6	9.1	17.2	9.8	8.5
対名目GDP比率	3.3	1.8	1.9	3.6	2.1	1.8
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2000年暦年連鎖価格）</b>						
民間消費	1.0 (0.5)	0.5 (0.3)	0.6 (0.3)	2.0 (1.2)	-0.1 (-0.1)	0.9 (0.5)
民間住宅投資	-0.2 (-0.0)	4.9 (0.1)	3.5 (0.1)	-6.2 (-0.2)	5.5 (0.1)	3.0 (0.1)
民間設備投資	4.2 (0.5)	-0.1 (-0.0)	2.9 (0.4)	2.1 (0.3)	-0.0 (-0.0)	2.3 (0.3)
政府最終消費	2.3 (0.4)	2.3 (0.4)	1.2 (0.2)	2.3 (0.5)	2.4 (0.5)	1.5 (0.3)
公共投資	-9.8 (-0.5)	0.5 (0.0)	13.1 (0.5)	-3.3 (-0.1)	-6.4 (-0.3)	14.9 (0.6)
財貨・サービスの輸出	17.1 (2.3)	0.2 (0.0)	4.0 (0.6)	24.1 (3.0)	1.1 (0.2)	4.1 (0.6)
財貨・サービスの輸入	10.9 (-1.4)	5.2 (-0.6)	3.3 (-0.4)	9.8 (-1.2)	5.8 (-0.8)	4.4 (-0.7)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	5.2	3.5	3.7	5.7	3.8	3.6
原油価格（WTI、\$/bbl）	83.5	93.0	90.0	79.6	94.1	90.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率	3.0	1.7	2.4	3.0	1.8	2.3
米国の消費者物価指数上昇率	1.6	3.4	2.1	1.6	3.2	2.3
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	-9.0	1.6	13.8	-3.6	-5.0	15.5
為替レート（円/ドル）	85.7	78.9	78.0	87.8	79.9	78.0
（円/ユーロ）	112.6	109.3	105.0	115.1	111.5	105.0
無担保コール翌日物（期末、%）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 特に断りのない場合は%表示。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

## 前回予測との比較

	今回予測 (11月17日)		前回予測 (9月9日)		前回との差	
	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	-1.5	1.4	-1.6	2.6	0.1	-1.2
実質GDP成長率(2000暦年連鎖価格)	0.5	1.8	0.1	2.6	0.3	-0.8
内需寄与度	1.1	1.6	0.8	2.3	0.3	-0.6
外需寄与度	-0.5	0.3	-0.6	0.4	0.1	-0.1
GDPデフレーター	-1.9	-0.4	-1.8	-0.1	-0.2	-0.4
全産業活動指数増加率	-0.3	1.3	-0.1	1.6	-0.2	-0.3
鉱工業生産指数増加率	-1.8	5.3	2.0	5.6	-3.8	-0.3
第3次産業活動指数増加率	0.1	0.3	-0.7	0.6	0.8	-0.3
国内企業物価上昇率	2.2	1.2	1.7	1.3	0.5	-0.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.1	-0.3	-0.5	-0.4	0.4	0.1
失業率	4.5	4.4	4.8	4.7	-0.3	-0.3
10年物国債利回り	1.08	1.27	1.14	1.33	-0.06	-0.06
マネーストック(M2)増加率	2.8	2.3	2.5	2.2	0.3	0.1
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-1.3	0.9	-2.8	-1.5	1.4	2.4
経常収支(億ドル)	1,098	1,172	992	1,084	106	88
経常収支(兆円)	8.6	9.1	7.8	8.5	0.8	0.7
対名目GDP比率	1.8	1.9	1.6	1.7	0.2	0.2
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (2000年暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	0.5	0.6	-0.2	0.9	0.6	-0.3
民間住宅投資	4.9	3.5	2.1	4.9	2.8	-1.4
民間設備投資	-0.1	2.9	-0.4	5.3	0.3	-2.4
政府最終消費	2.3	1.2	2.7	1.6	-0.4	-0.4
公共投資	0.5	13.1	3.5	9.2	-3.0	3.9
財貨・サービスの輸出	0.2	4.0	-0.6	7.2	0.8	-3.2
財貨・サービスの輸入	5.2	3.3	4.7	6.7	0.5	-3.4
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.5	3.7	3.6	4.0	-0.1	-0.3
原油価格(WTI、\$/bbl)	93.0	90.0	85.6	80.0	7.4	10.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率	1.7	2.4	1.6	2.6	0.1	-0.3
米国の消費者物価指数上昇率	3.4	2.1	3.2	2.1	0.2	0.0
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	1.6	13.8	4.6	10.1	-3.0	3.6
為替レート(円/ドル)	78.9	78.0	78.9	78.0	-0.1	0.0
(円/ユーロ)	109.3	105.0	112.1	110.0	-2.8	-5.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00

(注1) 特に断りのない場合は%表示。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

## 1. 2012 年度の経済見通しを大幅に下方修正

### 経済見通しを改訂

2011年7-9月期GDP一次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2011年度が前年度比+0.5%（前回予想：同+0.1%）、2012年度が同+1.8%（同：同+2.6%）である。2011年度については、過去の実質GDP成長率が遡及改訂（上方修正）されたことなどを受け、経済見通しを上方修正したものの、2012年度に関しては、海外経済の減速などを勘案し、見通しを下方修正した。今後の日本経済は、メインシナリオとして、東日本大震災発生に伴う「復興需要」に支えられて緩やかな景気拡大が続く見通しである。図表1に示した通り、当社は、今回の予測の前提条件として、①ユーロ圏の景気は「欧州ソブリン危機」の影響などから大幅に減速、②米国経済は総じて底堅く推移、③中国経済は政治指導者交代を控え、「政治的ビジネスサイクル」にも支えられて高めの経済成長が続く、と想定している。ただし、日本経済のリスク要因としては、①原発停止に伴う生産の低迷、②世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ、③円高の進行、などに留意が必要である（→詳細は、熊谷亮丸他「第171回 日本経済予測（2011年11月17日付）」参照）。

図表1：世界経済の見通し

(実質GDP成長率、%)

(暦年)	2008	2009	2010	2011	2012
先進国					
米国	-0.3	-3.5	3.0	1.8	2.3
ユーロ圏	0.4	-4.3	1.8	1.7	0.7
英国	-0.1	-4.9	1.4	0.8	1.2
日本	-1.2	-6.3	4.0	-0.3	2.0
香港	2.3	-2.7	7.0	4.0	2.0
韓国	2.3	0.3	6.2	3.9	4.7
シンガポール	1.5	-0.8	14.5	4.6	3.9
台湾	0.7	-1.9	10.9	4.4	3.6

(実質GDP成長率、%)

(暦年)	2008	2009	2010	2011	2012
新興国					
ブラジル	5.2	-0.6	7.5	4.1	5.2
ロシア	5.2	-7.8	4.0	4.2	5.7
インド	6.2	6.8	10.1	7.9	8.6
中国	9.6	9.2	10.3	9.3	10.0
インドネシア	6.0	4.6	6.1	6.5	6.7
マレーシア	4.8	-1.6	7.2	4.9	4.8
フィリピン	4.2	1.1	7.6	3.5	4.1
タイ	2.6	-2.4	7.8	2.5	4.8
ベトナム	6.3	5.3	6.8	5.8	5.3

世界(市場為替レート、USD)	1.5	-2.2	4.4	2.9	3.3
世界(購買力平価、USD)	2.5	-0.7	5.3	3.8	4.3
世界(USD、除く中国)	0.8	-3.0	3.4	2.1	2.4
世界(PPP、除く中国)	-0.3	-4.2	2.0	0.8	1.0

(注1)2011~12年は大和総研の予測。

(注2)世界の実質GDP成長率は、各国成長率を10年の名目GDP(USドル、PPPベース)で加重平均したものの。

(出所)各国統計より大和総研作成

## 2. 「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響を検証する

### 2.1. 「欧州ソブリン危機」と「リーマン・ショック」の比較

「欧州ソブリン危機」と「リーマン・ショック」の比較

本章では、今後の日本経済の鍵を握る「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関する定量分析を行いたい。最初に、**図表 2**に、今回の「欧州ソブリン危機」と、2008年9月に発生した「リーマン・ショック」の比較を示した。

図表 2 : 「欧州ソブリン危機」と「リーマン・ショック」の比較

#### ●好材料

- ①国債の保有先は判明⇔「毒まんじゅう」問題
- ②ドイツ、フランスなどによる救済姿勢

#### ●悪材料(リスク要因)

- ①民主主義の壁(ポピュリズム)
- ②「財政危機」と「金融危機」の悪循環
- ③新興国のインフレ懸念

(出所) 大和総研作成

「欧州ソブリン危機」の方が良い点

最初に、今回の「欧州ソブリン危機」の方が、「リーマン・ショック」より良い点は2つある。

①国債の保有先は判明⇔「毒まんじゅう」問題

第一に、「リーマン・ショック」の際には、「サブプライムローン商品(=まんじゅう)」の一部に「不良資産(=毒)」が紛れ込んだことから、いわゆる「毒まんじゅう」問題が発生した。投資家は、疑心暗鬼からパニックに陥り、「サブプライムローン商品」全体が投げ売りされることとなった。これに対して、今回は、欧州で一応「ストレステスト」が実施されており、南欧諸国を中心とする欧州国債の保有先は概ね判明している。

②ドイツ、フランスなどによる救済姿勢は明確

第二に、ドイツ、フランスなどによる、ギリシャなどに対する救済の姿勢は明確である。

そもそも欧州連合(EU)とは、一義的には「経済」的な観点から発生したものではなく、過去100年間にドイツとフランスが幾度か戦火を交えたことへの反省を基点とする「政治」的な枠組みである。ドイツやフランスは、「政治」的な観点から、ユーロが瓦解する事態だけは何としても避けたいと考えている。

「経済」的な側面でも、ギリシャをはじめとする南欧諸国の経済が回復すれば、独仏両国にとってもメリットをもたらす筈である。特に、ドイツにとっては、経済基盤の弱い南欧諸国が加盟する「ユーロ」の為替相場が低位に据え置かれることで、輸出競争力が保たれることには大きな意味がある。さらに、フランスやドイツの金融機関がギリシャ、アイルランドなどに貸し込んでいることを勘案すると、ユーロが崩壊すれば自分の首を絞めることになりかねない。

他方で、ギリシャにユーロからの離脱を勧める論調もあるが、現実的な議論とは思われない。ここまで、曲がりなりにもギリシャがやってこられたのは、ユーロの一員であることで、財政赤字拡大に一定の歯止めがかかってきたからである。

もしギリシャがユーロから離脱すれば、財政赤字の拡大、インフレ圧力の昂進、通貨の急落などが懸念される。ギリシャがユーロから離脱し、新たな通貨が導入されれば、その通貨は暴落するだろう。通貨が暴落すれば、ギリシャの実質的な対外債務負担は急増する。ギリシャが行うべきは、増税、徴税の強化、年金制度改革、労働市場改革といった地道な財政再建策であることは疑う余地がない。

#### 「欧州ソブリン危機」の方が悪い点

次に、今回の「欧州ソブリン危機」の方が、「リーマン・ショック」より悪い点は3つある。

#### リスク①：民主主義の壁（ポピュリズム）

第一に、「欧州ソブリン危機」の解決には、「民主主義の壁」が立ちふさがる。世界の政治情勢は、わが国や米国を含め「ポピュリズム」の悪しき潮流に翻弄されている。ユーロ圏の構造問題の本質である「財政政策が各国ばらばらであるのに対して、金融政策のみを一本化した」という矛盾を解決するには、各国の財政主権をある程度制限する形で、ユーロ圏が従来以上に政治的な統合を強めることが欠かせない。

しかしながら、厳しい財政再建策を掲げる政権が選挙で負けてしまえば、現実問題として財政再建は達成できない。2011年10月下旬以降のギリシャの混乱が象徴する様に、「民主主義」が壁となり、各国の「財政主権」を尊重する限りにおいて、「欧州ソブリン危機」は永久に解消しない可能性があるのだ。

#### リスク②：「財政危機」と「金融危機」の悪循環

第二に、欧州では、「財政危機」と「金融危機」の悪循環の発生が懸念される。すなわち、南欧諸国の「財政危機」は、国債価格の値下がりなどを通じて、「金融危機」を発生させる可能性がある。「金融危機」の発生に伴い、信用収縮が加速すると、欧州諸国の実体経済はより一層悪化し、税収が減少する。この結果、「財政危機」が深刻化し、更なる「金融危機」が進行するリスクが生じるのだ。今回のレポートでは、後程、欧州での信用収縮などが日本経済に与える影響に関する定量的なシミュレーションをお示ししたい。

#### リスク③：新興国のインフレ懸念

第三に、「リーマン・ショック」が発生した後、世界経済の底割れを防ぐ「アンカー役」となったのは、新興国における「大型景気対策」の発動であった。特に、中国では、約4兆元（現在の為替レートでは50兆円程度）の経済対策が発動された。しかしながら、現状、多くの新興国では「インフレ懸念」がくすぶっており、当時の様な「大型景気対策」の発動は期待しづらい状況にある。

#### 欧州は「金融危機」突入の瀬戸際

以上の議論を総括すると、欧州は「金融危機」突入の瀬戸際にあると考えられる。そもそも、当社は、「欧州ソブリン危機」に関して、①「ユーロ崩壊」、②「財政統合」、③「キック・ザ・キャン (kick the can)」、という3つのシナリオを想定してきた。この中で、当社のメインシナリオは、「第三の道」とも言える「キック・ザ・キャン (kick the can)」シナリオであった。これは国際金融市場で使われている「隠語」で、道端に転がっている缶を何度も蹴飛ばす様に、問題の先送りを続けるシナリオである。具体的には、欧州の政策当局は、欧州金融安定化基金 (EFSF) に巨額の「見せ金」を積むこと、加盟国への一定の財政規律を課すことなどを併用して、5～10年ぐらい経ったところで「気がついたら問題が収まっている」というような状況を目指している——いわば「薬でちらす」様なやり方で時間を稼ぐことによって「自然治癒」を狙っている、との見立てであった。しかしながら、現状では、「民主主義の壁」に翻弄され、欧州は「金融危機」突入の瀬戸際にあると考えられる。最悪の事態を回避する為に、欧州諸国には、「ポピュリズム」の風潮に流されることなく、財政規律を着実に回復させることが強く望まれる。

## 2.2. 「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関するシミュレーション

### グローバルな「金融危機」発生懸念

以下では、「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関する定量的なシミュレーションをお示ししたい。

最初に指摘しておきたいのは、今後、最も警戒すべきは、グローバルな「金融危機」の発生だという点である。世界の实体经济に占めるユーロ圏のシェアは決定的に大きなものではないが、欧州の金融面でのプレゼンスは極めて大きい。図表3は、BISの統計を用いて各国銀行の与信残高（クロスボーダー）を見たものである。欧州の銀行がギリシャ・アイルランド・イタリア・ポルトガル・スペインの5カ国に対して有する債権は合計2.2兆ドルに達する。また、欧州銀行は国際的な債権（貸出）のうち70%、また、欧州（政府等含む）は債務（借入）のうち45%のシェアを占めている。

図表3：各国銀行の与信残高（クロスボーダー）

10億ドル		債権国（銀行）							借入割合（%）
		欧州	フランス	ドイツ	日本	イギリス	アメリカ	BIS調査国	
債務国	ギリシャ	121	56	21	1	13	8	131	0
	アイルランド	380	32	111	21	141	54	467	2
	イタリア	837	416	162	44	74	47	939	3
	ポルトガル	197	26	36	2	25	5	204	1
	スペイン	643	151	177	27	101	67	742	3
	5カ国合計	2,178	681	507	95	354	181	2,484	9
	欧州	9,338	1,870	1,903	706	1,157	1,824	12,345	45
世界計	18,949	3,285	3,144	2,661	4,180	3,508	27,255	100	
貸出割合（%）		70	12	12	10	15	13	100	

(注1) BIS調査国：オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、チリ、台北、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、インド、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ノルウェー、ポルトガル、シンガポール、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、イギリス、アメリカの24カ国。

(注2) 欧州銀行：BIS調査国に含まれる国の銀行のみ。

(注3) 貸出・借入割合はBIS調査国の額に占めるそれぞれの国の割合。

(注4) 2011年6月末のデータ。

(出所) BISより大和総研作成

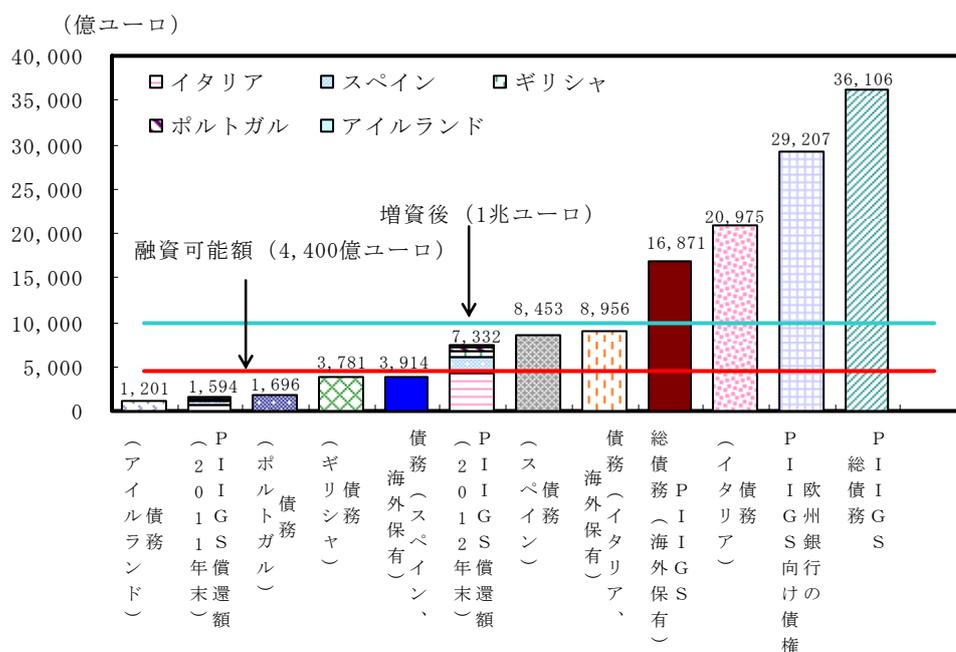
## ユーロ圏の「包括対策」の問題点

2011年10月下旬に、ユーロ圏首脳が策定した「包括対策」は、大きな問題点を抱えている。

### ①「欧州金融安定化基金（EFSF）増強」には疑問が残る

第一に、「包括対策」の大きな柱である、「欧州金融安定化基金（EFSF）増強」の実現性・実効性には疑問が残る。欧州金融安定化基金（EFSF）は、現状では4,400億ユーロの融資能力しか有していないが（一部はギリシャなどへの支援策に充当されることが決まっているため、実際の追加的な資金負担能力は2,500億～3,000億ユーロ程度との見方が多い）、「包括対策」では、資金量を1兆ユーロまで増強することが掲げられている。しかしながら、中国をはじめとする海外主要国などが、追加的な資金提供に応ずるか否かは、依然として不透明である。さらに、**図表4**に示した通り、仮に欧州金融安定化基金（EFSF）の資金量が1兆ユーロまで増強した場合でも、スペインの債務危機にある程度対応するのが精一杯である。ベルルスコーニ首相の退陣で混乱が続く、イタリアにまで債務危機が「飛び火」すれば、この程度の資金量では「焼け石に水」とは言わざるを得ない。

図表4：欧州金融安定化基金（EFSF）のカバレッジ



（注1）債務の海外保有額は、2009年（アイランド、スペイン、ポルトガル、イタリア）、2004年（ギリシャ）のデータ。

（注2）欧州銀行の P I G S 向け債権は、対民間も含む。その他は政府債務のみ。

（注3）融資可能額は4,400億ユーロ。増資後は1兆ユーロ。

（出所）Bloomberg, Eurostat, BIS, 新聞報道より大和総研作成

②「金融システム不安」は解消せず

第二に、「包括対策」では、欧州の金融機関の必要自己資本比率を9%まで引き上げ、1,000億ユーロ程度の自己資本増強を実施する方向性が示されたが、「金融システム不安」は依然として解消していない。金融市場では、金融機関の自助努力による自己資本増強の実現性には懐疑的な見方も多く、さらに「自己資本増強額は1,000億ユーロでは不十分で、2,000億~3,000億ユーロ程度は必要」との観測が根強い。

日米両国の金融危機の教訓

欧州の「金融システム不安」について考察する上では、日米両国の経験が参考になる。当社は、従来、米国の金融危機は、1990年代以降のわが国の金融危機と似通った展開を辿っているとの見方を採ってきた(⇒詳細は、熊谷亮丸「日米金融危機の『デジャヴ(既視感)』~この道はいつか来た道?」(2008年10月10日付)参照)。

日米金融危機の「ベア(BEAR)・サイクル」

すなわち、図表5に示した通り、日米両国の金融危機解決には「ベア(BEAR)・サイクル」とでも呼ぶべきサイクルが存在する。「ベア(BEAR)・サイクル」とは、当社が命名したもので、「ステップ(1):金融システムの動揺(Bedlam in financial system)に対して対症療法(Emergency measures)を講じる⇒ステップ(2):金融機関の自己資本不足の解消(Address undercapitalization)⇒ステップ(3):不良資産の減少(Reduce NPAs)」というサイクルの頭文字を集めたものである。

米国のスピード感は「桁違い」

日本の事例では、「金融システム不安」の抜本的な解消には「ステップ(1):金融システムの動揺に対して対症療法を講じる」のみでは不十分であり、「ステップ(2):自己資本不足の解消」、及び、「ステップ(3):不良資産の減少」が必要であった。「リーマン・ショック」発生後、米国は、しばらく上記(1)の段階に留まっていたが、2009年5月に実施した「ストレステスト」で、いち早く(2)の段階へと踏み出した。わが国がこのステップに達したのは2003年なので「バブル」崩壊から10年を大きく上回る時間を要したのと比べ、米国の問題解決に向けたスピード感は「桁違い」であった。

欧州金融機関にも、厳格な資産査定が必要

今後は、欧州金融機関についても、厳格な資産査定に基づいた、自己資本の充実が望まれるところである。欧州は、わが国の経験を「他山の石」として、いち早く「(2)金融機関の自己資本不足の解消」のステップへと踏み出した、米国から多いに学ぶべきである。

図表5:日米欧の金融危機とその後の対応

	日本		米国		欧州		
	出来事	日付	出来事	日付	出来事	日付	
I. 金融システムの動揺・対症療法 ↓	(1) 金融緩和	日銀利下げ開始(6%→0.5%)	1991/7	FRB利下げ開始(5.25%→ゼロ金利へ)	2007/9	ECB利下げ開始(4.25%→1%へ)	2008/10
	(2) 不良資産の買取等	共同債権買取機構発足 整理回収機構発足	1993/1 1999/4	金融安定化法成立 ⇒不良資産買取は一時休止	2008/10	IMF ギリシャへの財政支援開始 EU、IMF等によるアイルランド支援実施	2010/5 2010/11
	(3) 住宅金融問題	住専に公的資金 三洋証券破綻	1996/7	米住宅金融公庫救済 BNPパリバが傘下ファンド凍結	2008/9 2007/8	-	-
	(4) 初期の金融機関経営破綻	北海道拓殖銀行破綻 山一証券破綻	1997/11	ベア・スターズ実質破綻 リーマン・ブラザーズ破綻	2008/3 2008/9	デクシアの解体、一部国有化	2011/10
	(5) 問題金融機関の処理	長銀・日債銀を一時国有化	1998/10-12	(FRBがAIG救済)	2008/9	-	-
	(6) 横並びの公的資金注入	大手15行に資本注入	1999/3	-	-	-	-
	(7) 金融再編	大手行経営統合	1999/12	バンク・オブ・アメリカがメリルリンチを救済合併 ワコビアに買取提案	2008/9 2008/9	-	-
	(8) 非伝統的金融政策	量的金融緩和政策導入	2001/3	事実上の量的緩和政策を実施	2008/10	カバードボンドの買い入れ、無制限資金供給オペを開始 ギリシャ、ポルトガル国債の買い入れを実施 スペイン、イタリア国債の買い入れを実施	2009/6 2010/5 2011/8
II. 自己資本不足の解消 ↓	(1) 自己資本の増強	三井住友・みずほ増資	2003/1-3	ストレステスト実施	2009/05	ストレステスト実施	厳格性に疑問 2010/07 2011/07
	(2) 公的資金注入	りそな銀行を公的支援	2003/5	-	-	ストレステスト第2回実施	
III. 不良資産の減少	産業再生機構設立 景気回復	2003/4 2002/2	?	?	?	?	

(出所) マスコミ報道等より大和総研作成

「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関するシミュレーション

図表6に、「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関する、当社のシミュレーション結果を示した。具体的には、欧州諸国の国債のヘアカット率に関する3つのシナリオを設定し、それぞれのケースについて欧州主要銀行の「必要自己資本額」を計算した。その上で、信用収縮が世界経済に与える影響を測定した後、消去法的な円高進行の可能性などを勘案し、最終的にわが国の実質 GDP に与える影響を算出した。当社のシミュレーションによれば、最悪のケース（下記「ケース3」）では、わが国の実質 GDP は4%以上押し下げられる可能性がある。試算結果については、相当程度の幅を持って見る必要があることは言うまでもないが、今後の「欧州ソブリン危機」の展開次第では、日本経済が「リーマン・ショック」並の打撃を受けるリスクを否定し得ない。こうした事態を回避する為に、欧州諸国には、「ポピュリズム」の風潮に流されることなく、財政規律を着実に回復させることが強く望まれる。

図表6：「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響

	各国のヘアカット率						必要自己資本額 (億ユーロ)	リスク資産 圧縮割合	世界の銀行 貸出(ドル) 変化率	世界の名目 GDP(ドル) 変化率	日本の実質 GDP(円) 変化率
	ベルギー	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン					
ケース1	0%	60%	40%	10%	40%	10%	1,274	7.0%	-1.7%	-1.6%	-0.6%
ケース2	15%	80%	50%	30%	50%	30%	2,233	13.9%	-3.4%	-3.2%	-2.2%
ケース3	30%	100%	60%	50%	60%	50%	3,240	24.9%	-6.0%	-5.7%	-4.1%

(注1) 試算にあたっての主な仮定は以下の通りである。

- ① 不足するコアTier1比率の半分をリスク資産の圧縮で対応。
- ② リスク資産圧縮割合と同じ比率で欧州銀行の貸出が減少。
- ③ 円ドルレートは、ケース1では変化なし、ケース2では5%円高、ケース3では10%円高と想定。

(注2) 弾性値から試算していること等から、試算結果は一定程度の幅を持って見る必要がある。

(出所) 世界銀行、EBA、内閣府統計より大和総研作成

### 2.3. グローバル・マネーフローの「逆流」に要注意

グローバル・マネーフローの「逆流」に要注意

さらに、「欧州ソブリン危機」が深刻化すると、グローバルなマネーフローが「逆流」し、アジアを中心とする「新興国」の株価が暴落する可能性があり要注意である。以下では、2008年9月に発生した「リーマン・ショック」後の、グローバルなマネーフローの変化を検証することなどを通じて、今後のリスクシナリオについて考察したい。

①2007年：「リーマン・ショック」発生前

**図表7**に「リーマン・ショック」発生前のグローバルなマネーフローの動向を示した。2007年当時のグローバル・マネーフローには、以下の2つの特徴があった。第一に、米国への資金流入という面では、英国、アジア、中南米という3地域からの主に米国の債券に対する投資が、米国の経常赤字のファイナンスを支えていた。第二に、特に2006年以降、米国から出入りする資金が両建てで増加していた。また、海外資本による対米投資が債券投資中心であったのに対して、米国の対外投資は株式投資や直接投資のウェイトが相対的に高いという特徴があった。具体的には、米国の対外投資は、中南米、アジア、オセアニアなどに、株式投資や直接投資という形で、大量のリスクマネーを供給していた。すなわち、当時の国際金融市場では、米国の債券市場が「扇の要」のような役割を果たす形で、グローバルな過剰流動性が両建てで米国に出入りしていたのである。

②2008年4Q：「リーマン・ショック」発生直後

**図表8**に「リーマン・ショック」発生直後のグローバルなマネーフローの動向を示した。結論をあらかじめ述べれば、「リーマン・ショック」のような巨大な地殻変動が生じると、国際金融市場におけるグローバルなマネーフローは「逆流」を起こす傾向がある。実際、「リーマン・ショック」直後も、以下の4つの「逆流」が確認された。第一に、米国への資金流入という点では、英国、アジアから米国への資金流入ペースは大きく減速し、対中南米では米国から中南米に資金が「逆流」した。第二に、米国資本の動きを見ると、対アジアの株式投資、対英国の債券・株式投資、対オセアニアの株式投資などが売り越しとなった。第三に、米国とユーロ圏の間のマネーフローも「逆流」を起こした。2007年時点では、米国からユーロ圏に向けてネットベースで1,705億ドルの資金が流出していたが、「リーマン・ショック」直後の2008年4Qには、ユーロ圏から米国に向けてネットベースで1,282億ドルの資金（年率換算）が流出した。第四に、英国と日本との間のマネーフローも「逆流」を起こした。2007年時点では、英国から日本に向けてネットベースで1,585億ドルの資金が流出していたが、「リーマン・ショック」直後の2008年4Qには、日本から英国に向けてネットベースで1,014億ドルの資金（年率換算）が流出した。

③直近（2011年2Q）の状況

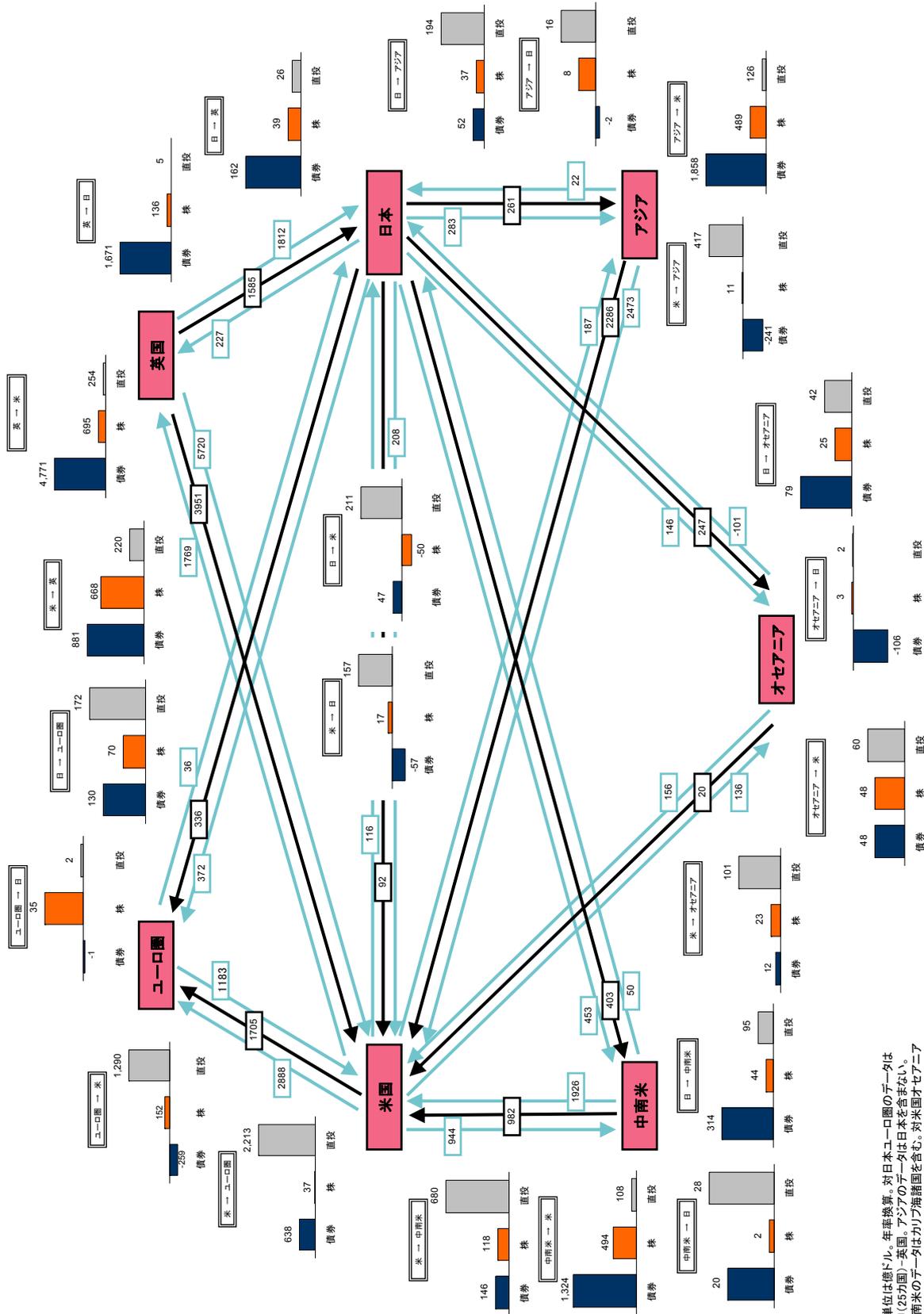
「リーマン・ショック」の経験は、国際金融市場で巨大な地殻変動が起きた場合、グローバルなマネーフローは「逆流」を起こす傾向があることを示唆している。だとすれば、今後のリスクシナリオを検証する上で、直近のグローバルなマネーフローの特徴を押さえておくことが必要だ。**図表9**に直近（2011年2Q）のグローバルなマネーフローの動向を示した。その特徴は、以下の4点に集約できる。第一に、米国への資金流入という面では、中南米、アジアという2地域からの主に米国の債券に対する投資が、米国の経常赤字のファイナンスを支えている。これに対して、2007年時点では、米国の経常赤字ファイナンスに主導的な役割を果たしていた、英国から米国への資金流入は、現状、非常に細っている。第二に、英国を中心とするマネーフローの動向を見ると、英国から日本に対する巨額の資金流出（ネットベースでは年率換算で7,211億ドル）が確認できる。英国資本に

よる対日投資の内訳を見ると、そのほとんどが、わが国の債券市場（年率換算の資金流入額は7,196億ドル）に流入している。第三に、2007年当時と同様に、米国から出入りする資金は両建てで高水準に達している。2007年当時同様、海外資本による対米投資が債券投資中心であるのに対して、米国の対外投資は株式投資や直接投資のウエイトが相対的に高い。すなわち、米国の対外投資は、中南米、アジア、オセアニアなどに、株式投資や直接投資という形で、大量のリスクマネーを供給している。第四に、米国とユーロ圏間のマネーフローを見ると、2007年当時を上回る規模で、米国からユーロ圏への資金流出が起きている。

今後、警戒すべきは、  
①米債券安、②日債券安、③新興国株の下落、④ユーロ安？

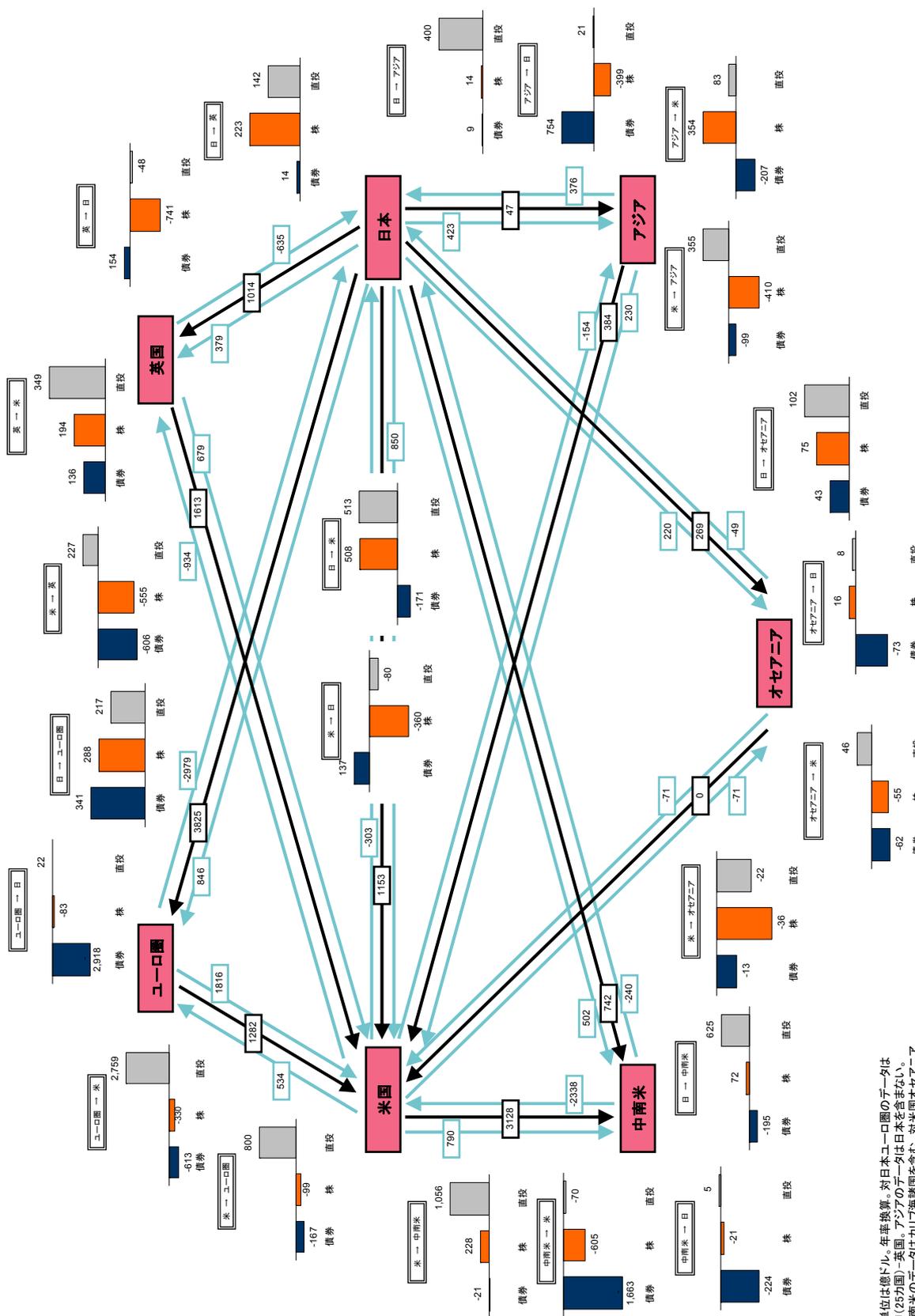
すでに指摘した通り、国際金融市場で巨大な地殻変動が起きた場合、グローバルなマネーフローは「逆流」を起こす傾向があることを勘案すると、今後警戒すべきは、①米債券安、②日債券安、③新興国株の下落、④ユーロ安、の4点かも知れない。第一に、中南米、アジアの2地域を中心に米国への資金流入が細れば、「米債券安」のリスクが生じる。第二に、英国から日本への巨額のマネーフローが「逆流」を起こすと、「わが国の債券相場下落」が懸念される。第三に、対米債券投資の減少は、結果として、「コインの裏表」の関係にある、米国からの対外株式投資の急速な巻き戻しを惹起する可能性がある。具体的には、米国から中南米、アジア、オセアニアなどに向けたリスクマネーが収縮すると、「新興国株の下落」が懸念される。第四に、米国とユーロ圏間のマネーフローが「逆流」すると「ユーロ安」が進行する可能性がある。何れにしても、「欧州ソブリン危機」の展開次第では、グローバルな金融市場が大混乱に陥る可能性があり、要注意であるといえよう。

図表7：グローバルマネーフロー（2007年）



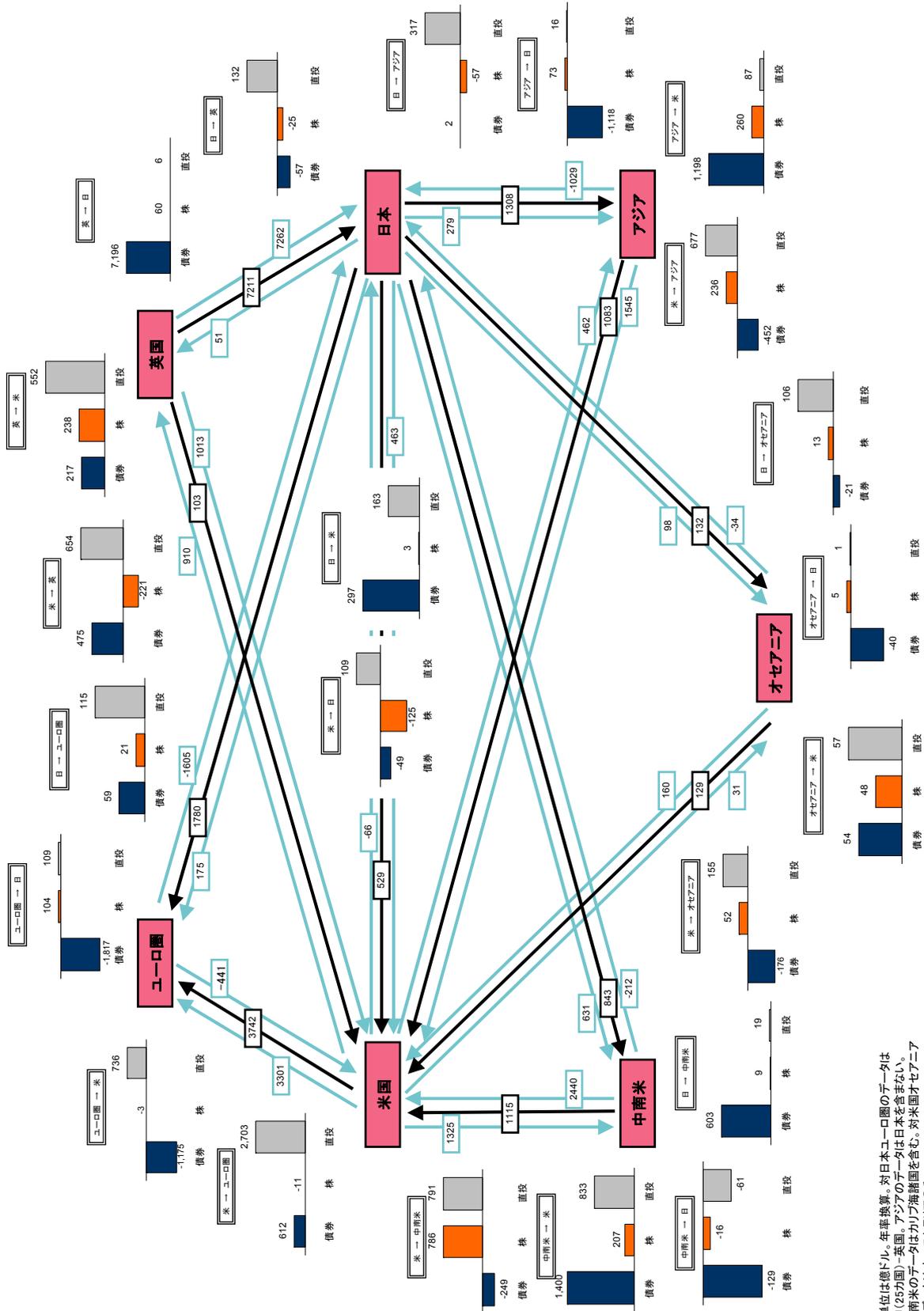
(注)単位は億ドル。年率換算。対日本ユーロ圏のデータはEU(25カ国)、英国。アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。(出所)米財務省、米商務省、財務省、大和総研

図表8：グローバルマネーフロー（2008年4Q）



(注) 単位は億ドル、年率換算。対日本・ユーロ圏のデータはEU(25カ国)・英国。アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。(出所)米財務省、米商務省、財務省、大和総研

図表9：グローバルマネーフロー（2011年2Q）

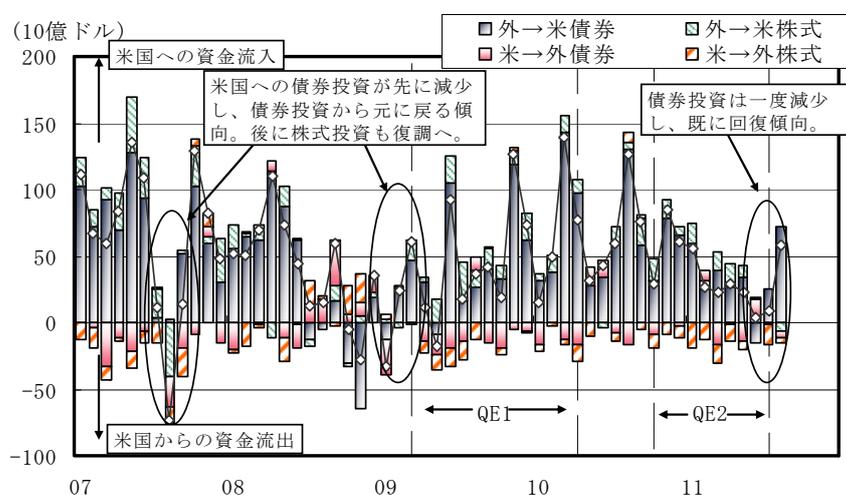


(注) 単位は億ドル、年率換算。対日本ユーロ圏のデータはEU(25カ国)、英国。アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。  
(出所) 米財務省、米商務省、財務省、大和総研

## 米国の債券相場に細心の注意を払う必要

ここまで指摘してきた通り、国際金融市場では、米国の債券市場が「扇の要」のような役割を果たす形で、グローバルな過剰流動性が両建てで米国に出入りしている。その意味で、今後のグローバルなマネーフローの変化をいち早く察知するには、米国の債券相場の動向に注意を払う必要があるだろう。図表10は、米国のマネーフローの動向を月次で見た図表である。2007年夏場の「BNPパリバ・ショック」の前後では、最初に対米債券投資が減少した。その後、対米債券投資が回復した後に、ようやく対米株式投資が回復に向かった。現状は、対米債券投資は一旦減少した後、既に回復傾向にあるものの、今後も、グローバルなマネーフローの「扇の要」である、米債券市場の動向は注視し続ける必要があるだろう。

図表10：米国のマネーフロー（月次）



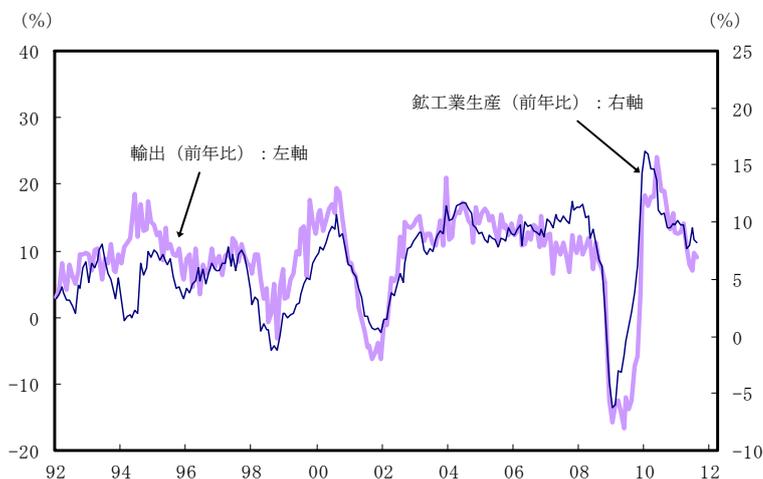
(出所) 米財務省、米商務省より大和総研作成

(年)

## 新興国の鉱工業生産は輸出次第

最後に、実体経済面でも新興国の鉱工業生産は輸出次第であるという点を指摘しておきたい。図表11に示した通り、新興国の鉱工業生産は、輸出との連動性が非常に強い。今後の「欧州ソブリン危機」の展開次第では、新興国経済は大きく下振れするリスクを抱えているのである。

図表11：新興国の輸出と鉱工業生産



(出所) オランダ経済政策分析局統計より大和総研作成

(年)

図表 12 : 日本経済・金利見通し

	(予) →				(予) →				
	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	4-6	2010年度	2011年度	2012年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-2.7 -1.0	-1.3 -1.1	6.0 -0.0	1.2 0.9	1.8 2.1	2.0 2.8	2.4	0.5	1.8
経常収支 (季調済年率、兆円)	13.0	7.6	10.4	8.3	7.8	8.2	16.1	8.6	9.1
失業率 (%)	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5	5.0	4.5	4.4
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2005=100) [前年比%]	-0.8	-0.3	0.2	-0.0	-0.1	-0.5	-0.9	-0.1	-0.3
	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	4-6	2010年度	2011年度	2012年度
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債長期物) (期中平均、%)	1.24	1.18	1.05	1.00	1.05	1.10	1.15	1.07	1.20

(注1) 予測値は原則として大和総研・第171回日本経済予測による。

(注2) 2011年3月以降の失業率は被災3県(岩手県、宮城県及び福島県)を除く失業率。

(出所) 各種統計より大和総研作成