

戦略研レポート

2012.4.17

ユーロ圏の行方 —欧州ソブリン債務危機の展望—

CONTENTS

I. 欧州ソブリン債務危機の現状と展望

1. 債務危機の経緯
2. 危機長期化の背景にある3つの悪循環
3. 危機収束のために必要な3つの課題の達成とEUの危機対応策の評価
4. 今後の展望

II. 欧州ソブリン債務危機が世界経済へ及ぼす影響

1. ユーロ圏経済
2. ユーロ圏外への影響

ユーロ圏の行方 —欧州ソブリン債務危機の展望—

欧米室 平石隆司

I. 欧州ソブリン債務危機の現状と展望

1. 債務危機の経緯

欧州ソブリン債務危機の端緒となった2009年末のギリシャにおける財政赤字の過少計上判明から2年以上が過ぎた。

1999年のユーロ圏発足以来の最大の危機に対し、EUおよびIMFは、2010年5月に1,100億ユーロの対ギリシャ第一次支援を決定、同時に他国への危機波及を阻止するために7,500億ユーロの規模を持つ「緊急支援制度」を設立し、同年11月にはアイルランド、2011年5月にはポルトガルへの支援を決定した（図表1）。

2011年10月には、①民間投資家の関与を前提とした1,300億ユーロの対ギリシャ第二次支援策、②EUの金融機関に対し、増資等によりコア Tier1 比率（普通株と内部留保のリスク資産に対する比率）9%の達成を義務

付ける金融システム安定化策、③セーフティーネットであるEFSF（欧州金融安定ファシリティー）の支援可能額の拡大、④中長期的対策である経済・財政政策の協調と監視の強化、等からなる危機封じ込めの「包括戦略」（図表2）が決定され、一部修正を加えながら、まだ道半ばではあるものの徐々に実行へと進みつつある。

加えて、2011年12月および12年2月のECB（欧州中央銀行）による合計1兆ユーロの3年物の資金供給等、世界的に金融緩和が進展したこともあり、金融市場は足下で小康状態にある（図表3、4）。しかし、問題が抜本的に解決されたわけではなく、貿易・金融を通じた欧州ソブリン債務危機の影響の伝播は世界経済の最大の懸念材料である。

図表1 欧州ソブリン債務危機の経緯

2009年	10月20日	ギリシャの財政赤字の過小計上判明。
2010年	5月2日	ギリシャに対し1,100億ユーロの第1次支援決定。内訳はユーロ圏800億ユーロ、IMF300億ユーロ。
	5月10日	7,500億ユーロの緊急支援制度設立。内訳はEU5,000億ユーロ（EFSF4,400億ユーロ、EFSM600億ユーロ）、IMF2,500億ユーロ。
	11月28日	アイルランドへ850億ユーロの支援決定。内訳はEU450億ユーロ（EFSM225億ユーロ、EFSF177億ユーロ）、英国38億ユーロ、スウェーデン6億ユーロ、デンマーク4億ユーロ）、IMF225億ユーロ、アイルランド年金基金175億ユーロ。
2011年	5月17日	ポルトガルへ780億ユーロの支援決定。内訳はEU520億ユーロ（EFSM260億ユーロ、EFSF260億ユーロ）、IMF260億ユーロ。
	7月21日	ギリシャへの第二次支援（ユーロ圏とIMFによる1,090億ユーロの支援と、民間金融機関が保有するギリシャ国債の自主的な21%の減免）とEFSFの機能強化で合意。
	10月26日	ユーロ圏首脳会議が、①対ギリシャ第二次支援策（ユーロ圏およびIMFによる支援額を1,300億ユーロへ拡大。民間金融機関によるギリシャ国債減免率も5割へ拡大）、②金融システム安定化策、③EFSFの支援可能額の拡大策、④中長期的対策としての経済・財政政策の協調と監視の強化策、等からなる、「包括戦略」で合意。
	12月8-9日	欧州理事会で、「包括戦略」の欠点を補うべく、①恒久的危機対応組織ESMの稼働前倒し（2012年7月から）、②IMFの資金基盤強化（ユーロ圏が1,500億ユーロ、その他EU諸国が500億ユーロ拠出）、等で合意。
	12月21日	ECBが4,892億ユーロの3年物の資金供給オペ（LTRO）を実施。2012年2月29日の5,295億ユーロと合わせ、1兆ユーロ以上の流動性供給を実施。
2012年	3月1-2日	①財政均衡の憲法への規定、②違反した場合の自動的制裁措置の発動、③ユーロ圏のガバナンスの強化、等からなる「安定・調整・統治に関する条約」をEU25カ国（英国、チェコを除く）が締結。
	3月12日	①ギリシャが民間投資家が保有する国債の1,000億ドル以上の減免を実施（最終的減免率は53.5%へ拡大。一部は集団行動条項の発動による強制削減）、②ユーロ圏財務相会合がIMFと合計で1,300億ユーロの対ギリシャ二次支援実施を最終決定。
	3月30日	ユーロ圏財務相会合で、セーフティーネットの規模拡大で合意（EFSFとESM合計で7,000億ユーロへ拡大。既に2,000億ユーロを使用しており、新規支援可能額は約5,000億ユーロ）。

出所：欧州委員会

図表 2 欧州ソブリン債務危機封じ込めの「包括戦略」

1. 短期的対策

(1) 対ギリシャ第二次支援策

- ・ユーロ圏および IMF がギリシャに対し、1,300 億ユーロの第二次支援を実施する。
- ・民間投資家が保有するギリシャ国債 2,060 億ユーロのうち、1,970 億ユーロに対し 53.5% の減免を実施（250 億ユーロ分は債権者の同意が無かったが、ギリシャ政府は CAC（集団行動条項）を発動し、減免を強制）。

(2) 金融システム安定化策

- ・国債価格を市場価格で評価した上で、銀行へコア Tier1 比率（普通株と内部留保のリスク資産に対する比率）9% の達成を求める。
- ・銀行は、2012 年 1 月 20 日までに各国銀行監督当局および EBA へ提出した資本増強計画に基づき、2012 年 6 月までに計画達成の義務を負う。各国監督当局は、デレバレッジによる実体経済への悪影響を防ぐため、適切な監視を行う。
- ・資本調達には、①民間調達、②各国政府による公的資金注入、③当該国政府による資金注入が不可能な場合 EFSF の資金活用、の 3 段階を踏む。

(3) EFSF の支援可能額の拡大

- ・EFSF の支援可能額を、①新発国債への部分的保証付与、②SPV を活用した民間・公的金融機関、および投資家資金の活用、により EFSF の残枠（対ギリシャ第二次支援策実施後は 2,500 億ユーロ弱）にレバレッジをきかせ拡大を狙う。

2. 中長期的対策

(1) 経済・財政政策の協調と監視の強化

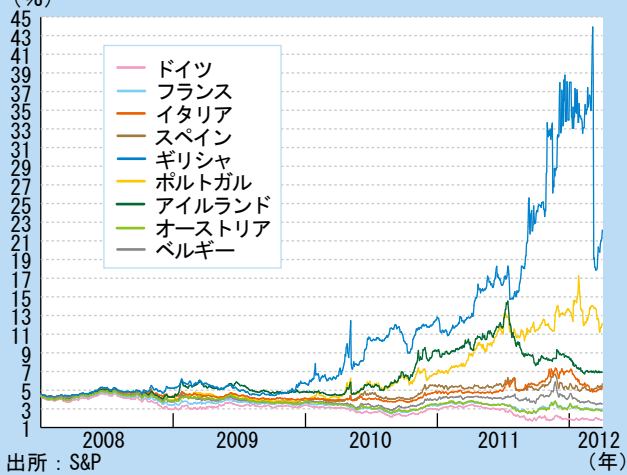
- ・①財政均衡（構造的財政赤字を GDP 比 0.5% 以下に抑制）の憲法へ規定、②違反した場合の自動制裁措置の発動等からなる「安定・調整・統治に関する条約」を、英国とチェコを除く EU25 カ国が締結。ユーロ圏 17 カ国のうち、12 カ国の批准で成立し、2013 年 1 月の発効を目指す。

(2) ユーロ圏のガバナンス構造の強化

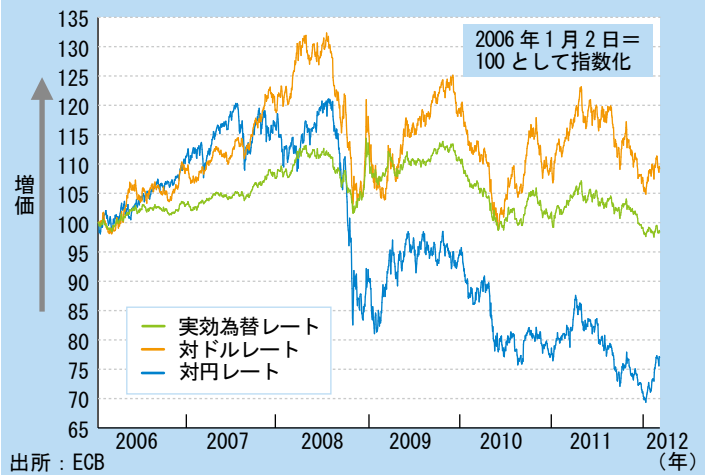
- ・同じく、同条約において、ユーロ圏首脳会議の定例化（最低年 2 回）を決定。

注：2011 年 10 月 26 日決定の「包括戦略」に記述された項目のうち現在までに実行に移されつつある政策を記述
出所：欧州委員会

図表 3 ユーロ圏の長期金利（10 年物国債）



図表 4 ユーロの対ドル、対円、実効為替レート



2. 危機長期化の背景にある 3 つの悪循環

危機が長期化している背景には、以下の 3 つの悪循環が存在する。

(1) 財政緊縮と景気悪化

ユーロ圏の財政危機国は、厳しい財政緊縮策を余儀なくされているが、過度の緊縮策が景気の予想以上の落ち込みを引き起こし、税収減等から逆に財政赤字の拡大を招いている。通常、財政危機国は通貨の大幅安による輸出増により内需低迷の影響を相殺できるが、ユーロ圏の財政危機国は共通通貨ユーロを採用しているため、為替調整手段を利用できない。

(2) ソブリン債務危機と金融システム不安

欧州の銀行は、ユーロ圏の財政危機国に対し、国債

保有や民間への貸し出し等を通じ大きなエクスポージャーを持っており（次ページ図表 5）、ソブリン債務危機は、保有国債の価格下落を通じ当該国にとどまらず、他の欧州諸国の銀行のバランスシートをも悪化させる。こうしたチャネルを通じ生じた金融不安の伝播は、銀行の貸出抑制による欧州景気の悪化と、域内政府の税収減を引き起こすことに加え、銀行経営が悪化すれば、公的資金の注入を通じ財政赤字の一層の拡大につながる。

(3) 政策協調の乱れとソブリン債務危機の悪化

EU 諸国、ECB、そして欧州委員会の間、危機対策をめぐる不協和音が存在し、常に対策が後手に回る結果、株価の下落や財政危機国の国債金利の上昇等、市場の混乱が増幅され、そうした状況の悪化がさらに政策協調を乱れさせている。

図表 5 欧州の銀行の南欧諸国向け与信

(2011年9月末残高、金額：億ドル)

	オーストリア	ベルギー	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	スウェーデン	スイス	英国	ギリシャ	スペイン	日本	米国
①対外貸出金額 (GDP比%)	5,005 (117.7)	3,627 (68.5)	30,501 (108.6)	30,353 (83.6)	8,881 (39.5)	13,627 (158.8)	8,264 (144.6)	17,733 (266.3)	41,253 (166.3)	1,260 (40.4)	14,367 (93.5)	27,148 (46.4)	31,655 (21.0)
②対南欧貸出金額 (GDP比%) (②/①、%)	338 (7.9) (6.8)	714 (13.5) (19.7)	6,196 (22.1) (20.3)	4,557 (12.6) (15.0)	520 (2.3) (5.9)	1,334 (15.5) (9.8)	63 (1.1) (0.8)	644 (9.7) (3.6)	3,264 (13.2) (7.9)	13 (0.4) (1.1)	1,240 (8.1) (8.6)	833 (1.4) (3.1)	1,354 (0.9) (4.3)
ポルトガル 金額 GDP比%	12.2 (0.3)	32.4 (0.6)	257.6 (0.9)	299.9 (0.8)	34.7 (0.2)	52.3 (0.6)	3.3 (0.1)	20.3 (0.3)	234.0 (0.9)	0.3 (0.0)	788.1 (5.1)	14.4 (0.0)	49.7 (0.0)
アイルランド 金額 GDP比%	23.8 (0.6)	233.6 (4.4)	290.3 (1.0)	1,015.7 (2.8)	158.5 (0.7)	158.9 (1.9)	17.8 (0.3)	146.1 (2.2)	1,370.9 (5.5)	5.2 (0.2)	86.0 (0.6)	196.4 (0.3)	436.6 (0.3)
イタリア 金額 GDP比%	213.7 (5.0)	222.2 (4.2)	3,724.0 (13.3)	1,446.9 (4.0)		381.5 (4.4)	7.4 (0.1)	240.7 (3.6)	612.7 (2.5)	4.6 (0.1)	355.1 (2.3)	364.3 (0.6)	330.1 (0.2)
ギリシャ 金額 GDP比%	26.2 (0.6)	13.5 (0.3)	479.0 (1.7)	186.4 (0.5)	31.6 (0.1)	41.5 (0.5)	3.5 (0.1)	24.7 (0.4)	115.5 (0.5)		10.5 (0.1)	11.7 (0.0)	60.1 (0.0)
スペイン 金額 GDP比%	62.0 (1.5)	212.3 (4.0)	1,445.2 (5.1)	1,608.7 (4.4)	295.2 (1.3)	699.7 (8.2)	30.7 (0.5)	212.2 (3.2)	930.8 (3.8)	3.3 (0.1)		246.8 (0.4)	477.5 (0.3)
(参考) フランス 金額 GDP比%	116.6 (2.7)	623.7 (11.8)		2,170.0 (6.0)	480.2 (2.1)	862.0 (10.0)	119.7 (2.1)	739.8 (11.1)	2,760.1 (11.1)	18.8 (0.6)	294.2 (1.9)	949.6 (1.6)	2,009.3 (1.3)
(参考) ドイツ 金額 GDP比%	522.4 (12.3)	164.0 (3.1)	2,456.3 (8.7)		2,449.6 (10.9)	1,901.3 (22.2)	709.9 (12.4)	956.1 (14.4)	2,303.4 (9.3)	18.8 (0.6)	600.4 (3.9)	1,392.1 (2.4)	2,173.7 (1.4)

注：ultimate risk basis
出所：BIS、OECD、IMF

3. 危機収束のために必要な3つの課題の達成とEUの危機対応策の評価

こうした悪循環を断ち切り、「今そこにある危機」を封じ込めるには、EU内、そしてG20の政策協調を立て直し、①財政危機国による赤字削減計画の着実な履行、②セーフティーネットの強化、③金融システムの安定化という3つの課題を達成する必要がある。

前述したとおり、EUは、危機封じ込めの「包括戦略」を2011年10月に決定し、実行に移しつつあり、この間、ECBも金融緩和への転換や大量の流動性供給を行ったが、これによって3つの課題は達成されつつあると評価しているのだろうか。

(1) 財政危機国による赤字削減計画の着実な履行

「課題」

財政危機国は、強力な指導力を持つ政権の下で、赤字削減計画を着実に履行する必要がある。一方支援国側にも、財政危機国に厳しい財政緊縮策を課す一方、持続的赤字削減を可能にするため、成長力強化のためのEU予算の活用や、ドイツ等財政健全国による景気下支え策の実施等、柔軟な対応が求められる。財政危機国には、支援国と一体となった成長戦略の確立が必要であろう。

「決定事項と進展状況」

ギリシャとイタリアでは、2011年11月にそれぞれパパデモス前ECB副総裁、モンティ前欧州委員を首相とする危機管理型のテクノクラート政権が成立し、それぞれ財政緊縮策への取り組みを開始した。

イタリアのモンティ政権は、財政再建とともに、規制緩

和等の構造改革を矢継ぎ早に打ち出し、市場の信認を得つつあり、2012年初に7%を超えていた10年物国債金利は足下では5%台で推移している。

また、ギリシャは、民間投資家の国債保有分2,060億ユーロのうち、1,970億ユーロに対し(250億ユーロは集団行動条項=CACの発動による強制)、53.5%の減免を適用し、債務残高を1,000億ユーロ強削減することに成功、2011年末にGDP比160%以上に達していた政府債務残高を2020年に同120%程度まで縮小することを目指している。

集団行動条項の発動により、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の決済が発生したが、ネットの残高が小さかったこともあり、幸い影響は限定的なものにとどまった。

「残る問題点」

ギリシャの財政赤字削減の行方だが、取りあえず当面の「無秩序なデフォルト」懸念は後退したが、2012年まで5年連続のマイナス成長が続く失業率が20%超に達するなかで、厳しい緊縮政策を続けることができるかどうかの実行リスクが依然として残る。計画を遂行できなければEUおよびIMFによる支援策打ち切りの恐れもある。

イタリアでは、これまで順調に改革を進めてきたモンティ政権が、足下で労働市場の改革をめぐって与党内の対立に直面しており、今後の展開次第では改革が後退する恐れが出てきた。

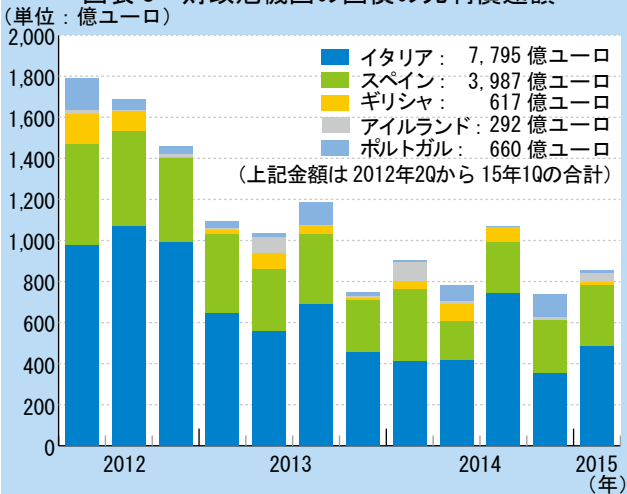
また、EUの政策は依然として財政危機国の成長力強化のための具体策に欠けている。例えば2012年1月30日の欧州理事会でEUの成長戦略の一環として米国とのFTAの検討等、通商戦略の強化が提唱され注目を浴び

図表6 7,500億ユーロの緊急支援制度

合計	7,500億ユーロ
1. EU	5,000億ユーロ
(1) 'EFSM' (欧州金融安定メカニズム)	600億ユーロ
・ 欧州委員会が EU 予算の保証の下、債券発行により資金調達。 ・ 融資の可否は、EU 財務相理事会が特定多数決で決定。	
(2) 'EFSF' (欧州金融安定ファシリティ)	4,400億ユーロ
・ ルクセンブルクに設立した SPV が債券発行により資金調達。 ・ ユーロ圏諸国が ECB への拠出額に応じて保証 (ただし、金融支援を受けた国を除く)。 ・ 支援の可否は、ユーログループ (ユーロ圏の財務相会合) の全会一致の決議が必要。 ・ ①被支援国への融資、②被支援国以外の国に予防的クレジットライン (銀行の資本増強に利用可能)、③発行市場および流通市場における国債の購入、を行う。	
2. IMF	2,500億ユーロ

注：金額は支援可能規模
出所：欧州委員会

図表8 財政危機国の国債の元利償還額



出所：Bloomberg

だが、これはドイツ等強い輸出競争力を持つ国の成長力強化や EU 全体の成長戦略にはなり得るが、輸出産業に乏しい南欧の財政危機国の成長力の強化に必ずしもつながるわけではない。EU 内の成長力格差を一層拡大させる恐れもあろう。

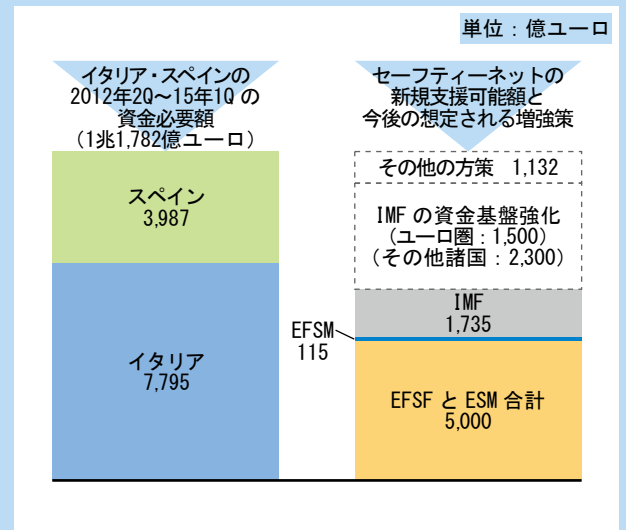
(2) セーフティーネットの強化

「課題」

2010年5月に設立された7,500億ユーロの緊急支援制度(図表6)は、対アイルランド、対ポルトガル融資、そして対ギリシャ第二次支援策を考慮すると残枠は4,330億ユーロにすぎない(中核であるEFSFの残枠は2,480億ユーロ)。

スペイン(2012年4-6月~15年1-3月の国債の元利償還額3,987億ユーロ)および、イタリア(同7,795

図表7 増強を迫られるセーフティーネット



注1：資金必要額は国債償還額(元利)
注2：IMFの資金基盤強化は、5,000億ドルを4月初のレートで換算
出所：三井物産戦略研究所作成

図表9 ESM (欧州安定メカニズム)

2013年6月に新規支援を停止する期限付きの支援組織である'EFSF'を引き継ぐ常設の恒久的支援組織。

当初予定より1年前倒して2012年7月から稼働。

支援可能額はEFSFと合計で7,000億ユーロ。

債券の発行により資金調達を行う(資本金/資金調達額の比率を15%とする)。

EFSFの全ての機能を継承する。

応募資本金7,000億ユーロ(払込資本800億ユーロ。請求払い資本6,200億ユーロ)。資本金の払い込みは2012年7月から2014年前半まで、5回(毎回160億ユーロ)に分けて行う。

2013年1月以降に発行されるユーロ圏の国債の全てにCAC(集団行動条項)を導入する。

出所：EFSF

億ユーロ)の被支援国入りまで想定した場合(合計1兆1,782億ユーロ)、規模は不十分であり、何らかの方法でセーフティーネットの大幅な強化が必須である(図表7、8)。

「決定事項と進展状況」

① EFSFの支援可能額の拡大

新発国債への部分的保証付与やSPVを活用した民間・公的金融機関、および投資家資金の活用により拡大を狙う。

② ESMの稼働前倒しと支援能力や機能強化

EFSFの後継組織である恒久的危機対応組織ESM(欧州安定メカニズム。図表9)を2012年7月から前倒し稼働し(当初予定より1年前倒し)、EFSFと並走させる。EFSFとESM合計で5,000億ユーロという当初設定された支援可能額上限の7,000億ユーロへの引き上げを2012

年3月末のユーロ圏財務相会合で決定した（新規支援可能額は5,000億ユーロ）。

③ IMFの資金基盤の強化

EUはIMFに2,000億ユーロを融資し（ユーロ圏が1,500億ユーロ、その他EUが500億ユーロを想定）、IMFの資金基盤を強化することを決定した。

「残る問題点」

① EFSFの支援可能額の拡大

レバレッジをきかせた支援可能額の拡大については、民間投資家の投資意欲が冷え込んでおり、より高い保証比率が求められる可能性があること、2011年11月のG20首脳会議ではSPVに対し賛同が得られなかったこと、等の問題が存在し、少なくとも当初想定したような4～5倍のレバレッジをきかせることは不可能な状況にある。

② ESMの稼働前倒しと支援能力や機能強化

ドイツは、ソブリン債務危機に際し、EUでの強力なリーダーシップを期待されているが、メルケル首相は連立政権内での意見対立に苦しんでいる。メルケル首相の出身政党であるCDU/CSUと連立を組むFDPが支持率の低下に苦しんでおり、党勢を挽回すべく、国民の間で不評なEFSFへの保証額の拡大や、ESMと合わせた支援可能額の拡大に反対を続けているのだ。

ドイツを懐柔すべく、「包括戦略」を基に、2012年3月初の欧州理事会で、財政均衡（構造的財政赤字をGDP比0.5%以下に抑制）の憲法への規定、違反した場合の自動的制裁措置の発動、ユーロ圏のガバナンスの強化、等からなる「安定・調整・統治に関する条約」を、英国、チェコを除くEU25カ国が締結した。

しかし、足下で市場が小康状態にあることもあって、ドイツから十分な譲歩は引き出せず、結果として今回の拡大を織り込んででも現在のセーフティーネットの規模では、スペインを支援することは可能だが、イタリアを支援することは不可能である。

③ IMFの資金基盤の強化

ユーロ圏からの1,500億ユーロの拠出は決定したが、その他EU諸国からの500億ユーロは、中心となる英国がG20の枠組での拠出にこだわり、先行き不透明である。

IMFはユーロ圏の提案を受け、2012年1月に5,000

図表10 欧州の銀行が必要な増資額

国	金額（億ユーロ）	各目 GDP 比率（%）
ギリシャ	300	13.6
スペイン	262	2.4
イタリア	154	1.0
ドイツ	131	0.5
フランス	73	0.4
ポルトガル	70	4.1
ベルギー	63	1.7
オーストリア	39	1.3
キプロス	35	19.4
ノルウェー	15	0.4
スロベニア	3	0.9
オランダ	2	0.03
合計	1,147	1.3

注：コア Tier1 比率 9%達成に必要な増資額。71行中、31行に増資が必要
出所：EBA(2011年12月8日発表)

億ドル（3,800億ユーロ程度。EUからの拠出分を含む）の基盤強化策を発表した。しかし、2月のG20財務相・中央銀行総裁会議では、ユーロ圏の自助努力が不十分だとして、ユーロ圏のセーフティーネット強化の状況を見た上であらためて4月のG20でIMFの資金基盤強化の是非を判断することが決定された。

（3）金融システム安定化

「課題」

欧州の銀行は、リーマンショック前の過度のリスクテイクによる不良債権問題と、ソブリン債務危機による保有国債価格の下落等に苦しんでおり、バランスシートの内容に対する金融市場の不安を招いている。厳格なストレステストの実施と資本の増強が必須である。

バランスシート改善のための貸し渋りが懸念されるなか、公的資金の強制注入も視野に入れた資本増強計画の厳格な査定と、実行に際しての監視が求められる。

さらに、金融市場の安定化のためには、ECBによる強力な金融緩和が必要である。

「決定事項と進展状況」

EBA（欧州銀行監督機構）による査定では、EUの銀行が、EBAが健全性の基準としたコア Tier1 比率 9%を達成するには1,147億ユーロの増資が必要である（図表10）。銀行は、各国監督当局およびEBAへ提出した自己資本比率改善計画について、2012年6月末までに達成の義務を負う。

ECBは、2011年末以降、2度の利下げにより政策金利を0.5%ポイント引き下げた（2012年4月現在政策金利は1.0%）。

また、ECBは、①2012年に大量の社債の償還を控える銀行の資金調達環境の改善、②銀行による家計および企業への貸し出しの促進、③銀行による自国国債の購入

促進、等を目指し、2011年12月と12年2月にバズーカと呼ばれる3年物の資金供給オペ（LTRO）を合計1兆ユーロ実施した。

「残る問題点」

銀行は自己資本比率の基準達成を目指し、資本増強のほか、資産圧縮を進めており、ECBの調査では既に2011年10－12月の時点でユーロ圏の銀行は企業向け貸し出しおよび住宅ローンの融資基準を厳格化させている。特に自国外からの資本の引き揚げが他地域の経済へ及ぼす影響が懸念されている。銀行が監督当局に提出した自己資本比率改善計画には資産の圧縮はそれほど深刻化しないとされているが、ユーロ圏景気がリセッションに

苦しむなかで、2012年6月末の期限に向けて貸し渋りがさらに激化する恐れも残る。

ECBによる機動的対応の結果として、①銀行は流動性危機を免れ、大手銀行の突発的破綻の可能性が遠のいたこと、②銀行がECBから低利で調達した資金で自国国債を購入した結果として財政危機国の国債金利が低下したこと、等のプラスの効果が現れたが、一方、ECBの資金供給は、家計および企業への貸し出しには回っておらず、実体経済への波及という点で限定的である。

ECBは、LTROについては2月で打ち止めとし、追加の利下げについても慎重姿勢を見せているが、金融市場と実体経済の安定に向けて引き続き強い関与が望まれる。

4. 今後の展望

(1) どうにか2012年前半に方向が見え、ユーロ圏は危機をMuddle-throughする

難航の末、ギリシャが、民間投資家が保有する国債の減免に成功し、ユーロ圏とIMFによる1,300億ユーロの第二次支援も決定したことで、懸念された3月20日の大型国債償還を乗り切り、取りあえずギリシャの「無秩序な」デフォルトは回避された。

世界的金融危機発生の懸念はEU以外の国・地域の政府にも共有されており、これを受け、IMFの資金基盤強化についての合意もかろうじて成立すると予想する。

この間、ECBが大量の流動性供給を続け、場合によっては財政危機国の国債購入拡大に踏み込むことにより、金融市場が大混乱し、世界的金融危機が勃発することはどうか回避されるのではないかと。紆余曲折は経つつも欧州ソブリン債務危機収束に向けた方向性が見えてくることにより、金融市場は安定し、世界経済は2012年後半から回復に向かうと予想する。

ただし、取りあえずECBによる「時間稼ぎ」で金融市場が小康状態にあるなか、前述したドイツの対応に表れるように、中核国、周辺国を問わずユーロ圏各国において危機収束に向けたモーメントの低下が見られるのが気がかりである。欧州ソブリン債務危機収束に向けて越えなければならないハードルは以下のとおり2012年後半までにまだ数多く残っているのだ（次ページ図表11）。

(2) 4つのリスクファクター

① 「政権交代や政治的混乱」

ギリシャでは2012年5月に総選挙が実施されるが、PASOK（全ギリシャ社会主義運動）やND（新民主主義党）等、第二次支援策合意の過程でEUに財政緊縮策の遂行を約束した政党の支持率は急低下し、緊縮策に反対する政党への支持が上昇している。選挙結果次第では支援の前提となる財政緊縮策が順調に進まなくなる恐れがある。

また4月にはフランスで大統領選挙が実施されるが、サルコジ大統領への支持率は、景気の伸び悩みや失業率の高止まりを背景に低迷が続き、17年ぶりの政権奪還を狙う社会党のオランド候補の後塵を拝している。

オランド候補は、「安定・調整・統治に関する条約」の見直しのほか、退職年齢の引き下げや教員の増員等を公約、サルコジ大統領が進めてきた財政緊縮策の見直しを訴えている。サルコジ大統領が敗北した場合、曲がりなりにもユーロ圏内の欧州ソブリン債務危機対応を牽引してきたいわゆる「独仏枢軸」がぎくしゃくし、同問題への対応に悪影響を及ぼすことが懸念される。

② 「ユーロ圏の景気後退の深刻化」

前述のECBの調査では、欧州の銀行の融資基準は急速に厳格化しており、民間企業の資金繰りへ悪影響を与えている。貸し渋りが景気を悪化させ、それが銀行の

図表 11 欧州ソブリン債務危機をめぐる今後の重要日程

日程	イベント	
4/20	G20 財務相・中央銀行総裁会議	2月のG20では、IMFの5,000億ドルの資金基盤強化は、ユーロ圏による自助努力の結果を見た上で判断するとされたが、3月30日のユーロ圏財務相会合で決定されたEFSFとESM合計で5,000億ユーロへの新規支援可能額の拡大が、G20で十分と判断されるか。
4/22	フランス大統領選挙	過半数を取る候補がない場合、5月6日に決選投票。サルコジ大統領は社会党のオランド候補に遅れをとっているが、同候補は「財政・調整・統治に関する条約」の見直し等を主張しており、同候補が当選した場合、ユーロ圏の危機対応に遅れが出る可能性も。
5/6	ギリシャ国民議会選挙（一院制）	EUに対し緊縮策実行の約束をしたPASOK（全ギリシャ社会主義運動）およびND（新民主主義党）の支持率が低下し、緊縮策遂行に反対する政党の支持率が上昇しており、選挙結果如何では、財政赤字削減が滞る恐れ。
5/31	アイルランドで「財政・調整・統治に関する条約」に関する国民投票	ESMの支援対象となるには、同条約の批准が条件となるため、国民投票で否決された場合、ユーロ圏から二次支援を受けることが不可能となる。
6/18-19	G20 首脳会議	4月20日のG20財務相・中央銀行総裁会議で議論が決着しなければ、IMFの資金基盤強化をめぐる議論は首脳会議に持ち越される恐れあり。
6/28-29	欧州理事会	EU全体およびユーロ圏周辺国の成長力強化のための戦略について議論が進展するか。
6月末	欧州の銀行のコア Tier1 比率 9%達成期限	達成の過程でいかに貸し渋りを防ぎ、景気への悪影響を最小限にとどめるか、また公的資金の注入が必要な場合にはいかに迅速に実行できるかが鍵。
7/1	ESM 稼働	ESMは、ユーロ圏諸国から払い込まれた資本金を基に債券を発行して資金調達するが（資本金の債券発行額に対する比率は15%）、迅速に十分な支援可能額を確保するには、2012年に2回、2013年に2回、2014年に1回、合計5回に分けて拠出される各国の資本金拠出ペースを加速する必要あり。
9月	ポルトガルへの第二次支援の検討	ポルトガルは2013年9月に97億ユーロの大型償還があるが、現在の金利では市場復帰は困難であり、第二次支援策で合意が必要（IMFが融資を継続するには最低1年間の資金繰りが保証される必要あり）。

出所：三井物産戦略研究所作成

不良債権の増加とさらなる貸し渋りの悪循環を招き、ユーロ圏のリセッションを長期化させる恐れがある。

財政危機国における景気後退のさらなる深刻化・長期化は社会混乱の激化につながり、独仏等ユーロ圏中核国の景気悪化は、支援国の国民の財政危機国に対する支援への反発を激化させ、適切な政策の遂行を妨げるリスクがある。

③「ユーロ圏主要国の格下げ」

S&Pは、2012年1月13日に景気悪化や政策協調の乱れを理由に、AAAを保持していたフランス、オーストリアを含むユーロ圏9カ国の長期国債の格付け、および主要国の保証に依存するEFSF債を格下げした。現在のところ三大格付け機関によるフランス、オーストリアおよびEFSF債の格下げはS&Pにとどまっている。しかし、他の格付け会社がS&Pの動きに追随すれば、「包括戦略」の中心にあるEFSFの支援能力が大きく損なわれるため（フランス、オーストリアで1,801億ユーロを保証）、要注意である。

④「ポルトガルやスペインへの懸念の高まり」

比較的着実な改革の遂行を背景にイタリアやアイルランドに対する懸念が緩和しつつあるのに対し、成長基盤の

弱さや高水準の債務残高というギリシャとの類似性（図表12）を背景にポルトガルへの懸念が高まりを見せている。国債金利（10年物）は12%程度で高止まりを続けており、このままでは2013年9月に予定される97億ユーロの大型償還までに中長期の国債市場で調達を再開することは不可能である。ギリシャに続きポルトガルに対する第二次支援策が秋口までに検討されることになるが（IMFが融資を継続するには1年後までの資金繰りが保証される必要あり）、ユーロ圏中核国の追加支援への消極的態度が市場の混乱を引き起こす恐れが残る。

スペインは2011年末に誕生したラホイ政権の下で財政緊縮への取り組みを積極化しているが、①中央政府のコントロールがききにくい州政府の財政赤字が拡大を続けていること、②地価の下落を背景に不動産関連の不良債権が拡大していること、③24%弱に達する高失業率に表れるようにリセッションが深刻化していること、等から財政赤字の見通しを計画比上方修正しており、市場の懸念が高まっている。

(3) 当面ユーロ圏からの離脱国が出る可能性は小さい

欧州ソブリン債務危機による金融市場の混乱を背景に、2012年中にもユーロ圏から離脱国が出る可能性が高いと

図表 12 欧州のソブリンリスク比較

	一般政府の財政収支 (GDP比%)			一般政府のプライマリバランス (GDP比%)			一般政府総債務残高 (GDP比%) 2011年	海外投資家による政府債務保有割合 (%)	経常収支 (GDP比%) 2011年	実質GDP成長率 (年平均) 10-16年	名目GDP成長率 (年平均) 10-16年	名目GDP (億ユーロ) 2011年	ソブリン格付 (自国通貨建) (長期) (S&P)
	11年	12年	13年	11年	12年	13年							
ベルギー	-3.5	-3.4	-3.3	-0.3	0.0	0.1	94.6	61.5	0.6	1.9	4.3	3,744	AA/Negative
ドイツ	-1.7	-1.1	-0.8	0.4	0.8	1.2	82.6	50.1	5.0	1.6	2.5	25,682	AAA/Stable
アイルランド	-10.3	-8.6	-6.8	-6.8	-4.4	-1.5	109.3	55.6	1.8	2.2	3.6	1,573	SD
ギリシャ	-8.0	-6.9	-5.2	-1.3	0.8	3.3	165.6	55.1	-8.4	0.5	1.0	2,209	CC/Negative
スペイン	-6.1	-5.2	-4.4	-4.4	-3.1	-2.1	67.4	42.1	-3.8	1.6	3.3	10,875	A/Negative
フランス	-5.9	-4.6	-4.0	-3.4	-2.1	-1.4	86.8	57.9	-2.7	1.9	3.6	19,876	AA+/Negative
イタリア	-4.0	-2.4	-1.1	0.5	2.6	4.1	121.1	42.4	-3.5	0.8	2.6	15,894	BBB+/Negative
キプロス	-6.6	-4.5	-4.1	-4.3	-2.2	-1.9	64.0	NA	-7.2	1.9	4.5	182	BB+/Negative
ルクセンブルク	-0.7	-1.2	-1.4	-1.7	-2.2	-2.4	19.7	NA	9.8	3.0	4.7	445	AAA/Negative
マルタ	-2.9	-2.9	-2.5	0.2	-0.2	-0.4	66.3	NA	-3.8	2.3	5.2	66	A-/Negative
オランダ	-3.8	-2.8	-2.3	-2.2	-1.2	-0.5	65.5	57.9	7.5	1.6	3.1	6,075	AAA/Negative
オーストリア	-3.5	-3.2	-2.7	-1.3	-0.9	-0.3	72.3	76.8	2.8	2.1	4.1	3,009	AA+/Negative
ポルトガル	-5.9	-4.5	-3.0	-1.9	0.1	1.9	106.0	50.3	-8.6	0.6	2.0	1,712	BB/Negative
スロベニア	-6.2	-4.7	-3.8	-4.8	-3.2	-2.2	43.6	68.1	-1.7	2.1	4.3	371	A+/Negative
スロバキア	-4.9	-3.8	-3.1	-3.3	-1.9	-1.1	44.9	38.1	-1.3	3.9	5.8	688	A/Stable
フィンランド	-1.0	0.3	0.3	-1.5	-0.2	-0.1	50.2	77.9	2.5	2.3	4.8	1,915	AAA/Negative
エストニア	-0.1	-2.3	-1.1	1.0	-1.6	-0.6	6.0	NA	2.4	4.2	5.9	160	AA-/Negative
ユーロ圏	-4.1	-3.1	-2.5	-1.5	-0.3	0.5	88.6	NA	0.1	1.6	3.1	94,475	NA
英国	-8.5	-7.0	-5.1	-5.6	-4.1	-2.2	80.8	23.1	-2.7	2.2	5.2		AAA/Stable
参考													
米国	-9.6	-7.9	-6.2	-8.0	-6.3	-4.6	100.0	29.6	-3.1	2.6	3.9		AA+/Negative
日本	-10.3	-9.1	-7.8	-8.9	-7.7	-6.2	233.1	6.5	2.5	1.4	1.1		AA-/Negative

出所：IMF 'World Economic Outlook, September 2011'、キプロス、マルタ、エストニアの構造的財政収支は欧州委「2011年秋季見通し」、海外投資家による政府債務保有割合はIMF 'Global Financial Stability Report, September 2011'、S&Pの格付けは2012年4月初時点

ような見方も多い。しかし、以下の理由により、当面ユーロ圏から離脱国が出る可能性は小さいだろう。

① 「法的側面」－EU条約にユーロ圏からの脱退規定は存在せず－

EU条約にはEUからの脱退規定は存在するが、ユーロ圏からの脱退に関する規定は存在しない。欧州委員会、ある国がユーロ圏から離脱するためにはEUから脱退しなければならないとの公式見解を示している。ユーロ圏加盟国による一方的離脱とともに、欧州委員会や、その他の加盟国が、ある国をユーロ圏から強制的に離脱させる権利もない。

ユーロ圏からの脱退に関する規定を作るには、EU条約の改正が必要となるが、それには全加盟国による批准が必要となる。

② 「政治的側面」－ユーロ誕生の背景には中核国の強い政治的意思あり－

統一通貨ユーロは、1969年のハーグの欧州理事会における提案に端を発する。現在のような形での提案が1989年のドロール委員会で作成されてから数えても20年以上の歴史を持つ壮大なEU統合深化のプロジェクトである。

また、ユーロ誕生の背景には、1990年に、強大な統一ドイツ誕生の亡霊に怯える当時のミッテラン仏大統領が、コール独首相との取引で、東西ドイツの統一を認め

る代わりに単一通貨ユーロを作ることにより、ドイツの力のEU内・ユーロ圏内での封じ込めを狙ったものという側面もある。

③ 「各国の国内政治の側面」－主要国の政党は現在の形でのユーロ圏維持を支持－

ギリシャのPASOK、ND、ドイツのCDU/CSU、FDP（以上現政権）、SPD、緑の党等、どちらの国でも、自国がユーロ圏から脱退すべきであると主張する主要政党は存在しない。国民の間でも、ギリシャ国民のさらなる緊縮策への反対やドイツ国民のギリシャ支援策拡充への反対等はあるが、自国がユーロ圏から離脱すべきという国民は少数派である。

④ 「経済的側面」－大きなユーロ圏離脱のコスト－

ギリシャ等、市場の攻撃を受けている国が、ユーロ圏からの離脱を仮に選択した場合、旧通貨再導入のコスト、ユーロ建て契約の再導入通貨への見直し、等の膨大な問題に直面することになる。ユーロの傘に守られていた国が旧通貨を再導入すればその瞬間に旧通貨の急落およびユーロ建て債務の自国通貨建てでの急膨張等の問題や、輸入物価の上昇によるインフレ率の急騰に苦しむことになろう。

一方、ユーロ圏中核国にとっての打撃も深刻だ。例えばギリシャの離脱が検討され始めた瞬間にポルトガル等その他の財政危機国の金融市場へも混乱が伝播するはず

であり、ユーロ圏の金融機関への打撃は大きい。また、ユーロ圏から脱落する国が出れば、ユーロ圏への信認の暴落（出入り自由のいいかげんなシステムということ）が生じるだろう。

逆に、ギリシャ救済に疲弊したドイツがユーロ圏を脱退した場合は何が生じるであろうか。ドイツが再び導入するマルクは、急激に増価し、ドイツの国際競争力は大幅に低下、ドイツの貿易収支は悪化し、現在のような輸出主導型の成長を続けることは困難となる。

（４）中長期的に想定される 3つのシナリオ

ユーロ圏がソブリン債務問題を端緒に金融危機に陥った背景には、単一通貨を導入し、一元的金融政策を導入する判断基準となる「最適通貨圏の条件」¹を満たしていない、という構造的問題がある。

ユーロ圏が中長期的に安定的に存続するためには、財政ガバナンスの強化、各国の経済ファンダメンタルズの収束、各国の競争力および成長力の強化、財政移転の拡大等の課題を達成する必要があり、EUも遅ればせながら、危機が表面化して以来、①財政均衡と自動的な修正条項の各国憲法への規定や、対応が不十分な場合の制裁措置の発動からなる「安定・調整・統治に関する条約」の締結、②各国のファンダメンタルズ収束のための監視制度の導入（経常収支、実質実効為替レート等の対外指標と民間債務、公的債務等の国内指標から構成される合成指標を基にインバランスを抱える国を特定、是正勧告に従わない場合は罰金を科す）、③競争力・成長力強化のための「ユーロ・プラス協定」締結（生産性に基づいた賃金の決定、労働市場の柔軟化、人口動態に即した年金制度の調整等を目指す。制裁措置なし）等、さまざまな改革を進めつつあることは事実である。

ユーロ圏が中・長期的にいかなる方向へ向かうのかはこうした改革の達成如何であり、以下のような3つのシナリオが想定される。

①「危機を端緒に財政統合が一気に進み3～4年で安定したユーロ圏が確立される」

2012年3月にEU25カ国（英国およびチェコを除く）

により厳格な「安定・調整・統治に関する条約」が締結されたことに代表されるように、欧州ソブリン債務危機を契機に財政統合へ向けた流れが加速している。各国の財政主権の移譲や財政移転の仕組み作りも迅速に進み、ユーロ圏は安定した通貨圏の地位をそれほど遠くない将来に獲得する。

②「改革の進展は緩やかで、問題再発を経て中長期的にどうにかユーロ圏の安定確立」

足下では、金融市場の混乱等の危機に背中を押され、ユーロ圏の財政統合へ向けた取り組みは順調に進みつつある面もあるが、取りあえず足下の危機をどうにか回避してしまえば、その後は改革のモーメンタムが急速に弱まってしまう恐れがある。

また、現在論議されている改革は、あくまでドイツが主張する財政統合への規律強化が中心であり、経済の縮小均衡に苦しむ財政危機国を浮上させる明確な「成長戦略」や「財政移転の仕組み」が欠けている。こうした点が補われ、再び強いモーメンタムによりユーロ圏が安定へ向かうには今回の危機のみでは十分ではないかもしれない。

③「ユーロ圏から離脱する国が出現」

ギリシャやポルトガルに厳しい財政緊縮策のみが課され続け、リセッションが中長期的に続いた場合、失業率の上昇等を背景に国民の不満が極限まで高まり（ギリシャの失業率は現在20%超、25歳以下の若年失業率は50%近い）、主要政党の政策も変化、ユーロ圏からの脱退を選択する恐れがある。大規模な支援が長期化した場合、ユーロ圏主要国側でも、国民の支援疲れにあらがえず、離脱国やむなしとの政策が選択され、EU条約の改正を経て（EUから脱退せずにユーロ圏からのみ脱退できるような規定整備）、ユーロ圏周辺国の一部がユーロ圏から離脱する可能性がある。

ユーロ圏維持への中核国の強い政治的意思を考慮すれば、③のシナリオの可能性は小さいと考える。

しかし、2010年以降、政策協調の乱れにより危機への対応が後手に回った背景には、「EU統合」の最終的

1. 共通の金融政策を導入し、為替相場の変動による不均衡の調整を放棄するため、「経済構造が同質な国で形成するか、そうでない場合には、①労働・資本の移動が自由である、②賃金、金利が伸縮的である、③各国間の公的所得移転による調整が可能である、との条件を満たす必要がある」というもの。条件を満たされていない場合は、何らかのショックが起きた場合、厳しい経済調整を強いられる。

り姿や、そこに至るまでのスピードをめくり加盟国間に向向性の違いや逆方向のベクトルが存在しており、十分に意見が収束しきっていないという現実が存在する。「安定・調整・統治に関する条約」締結時に再認識された「英国対大陸諸国」、ドイツの台頭とともに激化している「南

対北」、そして「西対東」という何重もの対立軸が危機への対処をめぐるあぶりだされてきていることを考えると①のシナリオの可能性も小さく、ユーロ圏の安定を目指した模索は中長期的に続くとする。

II. 欧州ソブリン債務危機が世界経済へ及ぼす影響

1. ユーロ圏経済

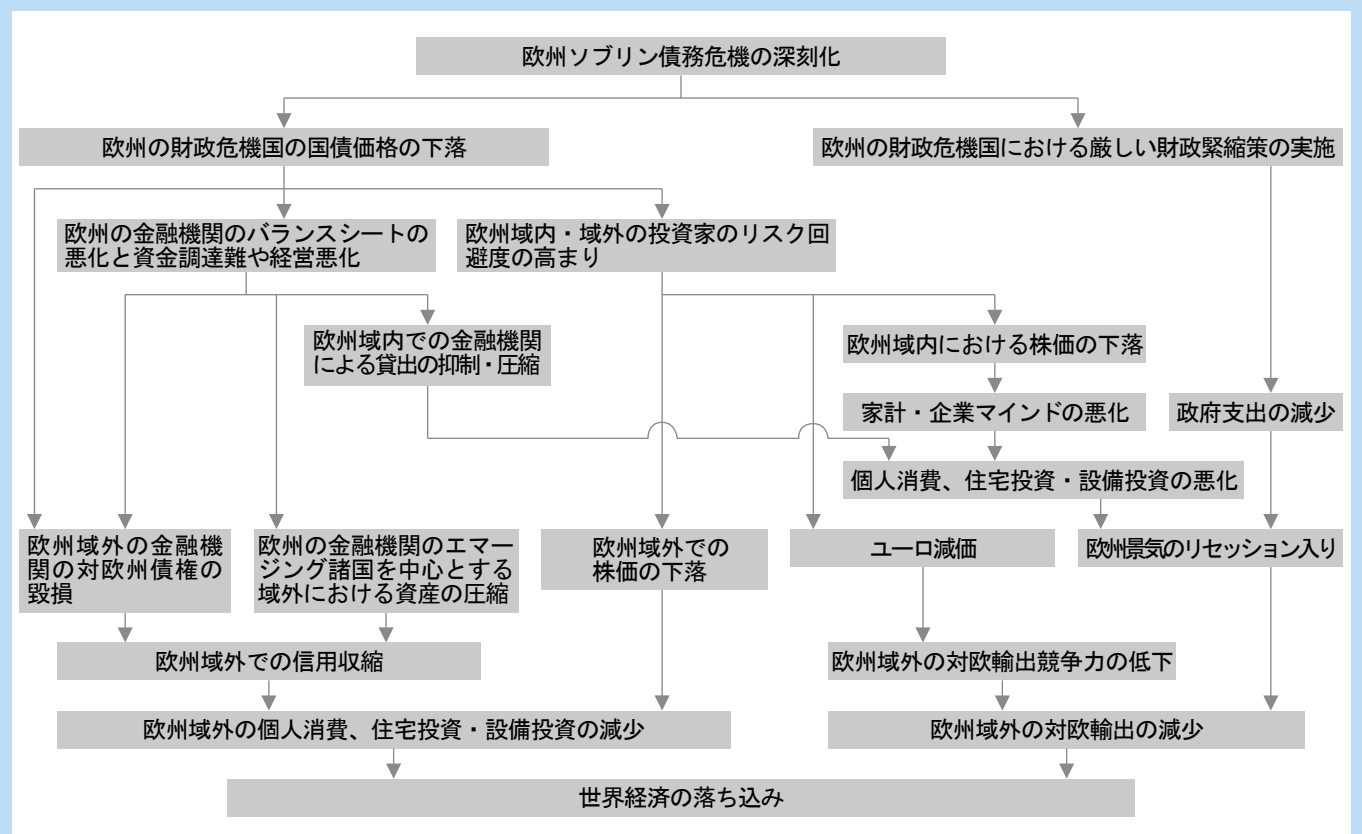
(1) ユーロ圏経済はリセッション入り

欧州ソブリン債務危機の長期化は、ユーロ圏経済に対し、①銀行のバランスシートの悪化と資金調達難による貸し出しの抑制・圧縮、②危機長期化による消費者・企業マインドの悪化、③財政危機国における財政緊縮策の実施、等のチャンネルを通じて悪影響を及ぼしている（図表 13）。

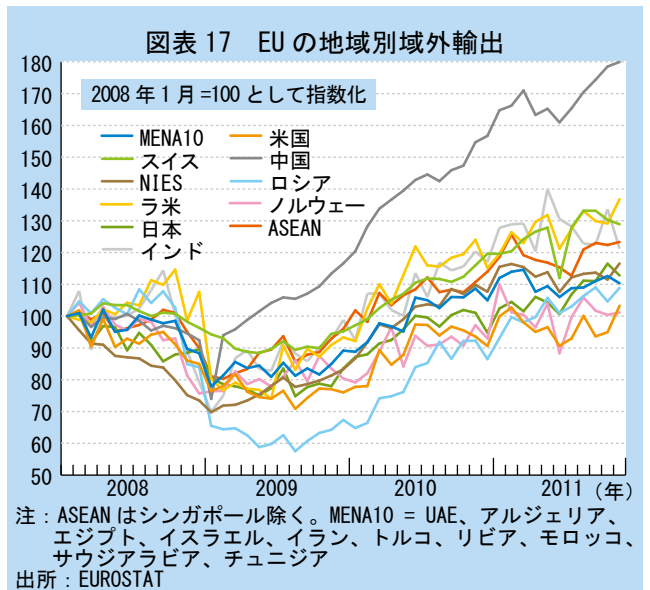
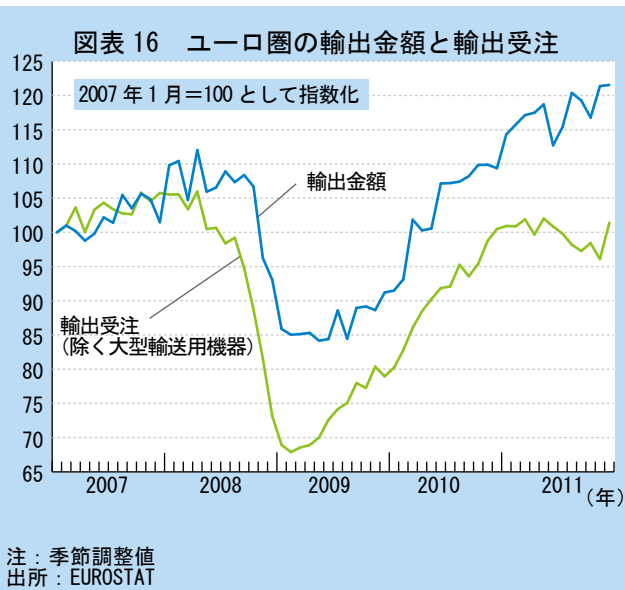
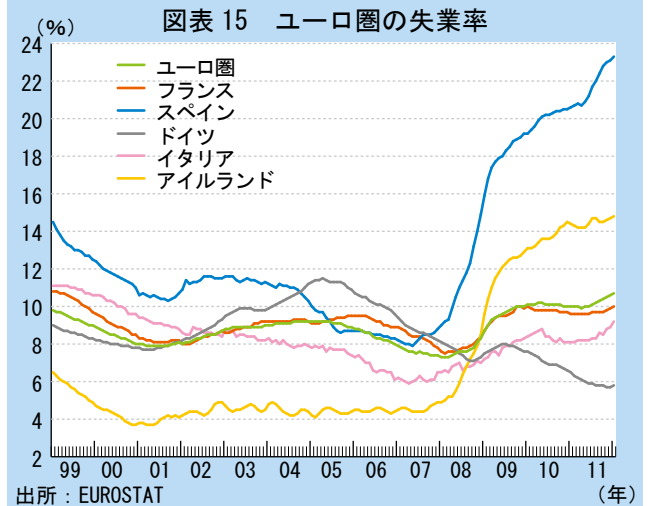
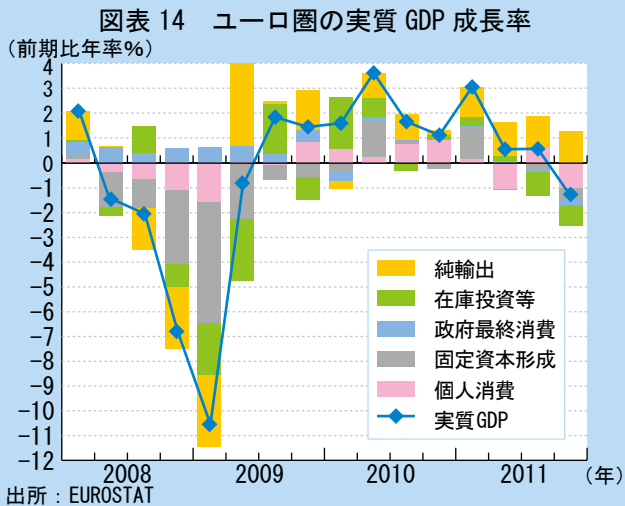
ユーロ圏経済は、個人消費、設備投資および政府

支出等の内需が落ち込み、2011年10－12月の実質GDP成長率は前期比年率▲1.3%と、2009年4－6月以来10四半期ぶりのマイナス成長に沈んでおり（次ページ図表14）、リセッション入りが確実である。同期の実質GDPで純輸出が前期比年率1.3%のプラスの寄与を示しているが、これは輸出が好調であったわけではなく、内需の低迷により輸入が大幅に減少したためであり、内

図 13 欧州ソブリン債務危機が世界経済へ及ぼす影響



出所：三井物産戦略研究所作成



外需総崩れの厳しい状況にある。

ユーロ圏全体としては景気が失速しているが、その中でも比較的底堅いドイツ経済等と、リセッションに苦しむイタリア、スペイン、ギリシャ等南欧の財政危機国の景気の跛行性が顕著である。

まず、ドイツだが、2011年10 - 12月は前期比年率▲0.7%と若干のマイナス成長となった。しかし、輸出の増加を起点に生産や収益が底堅く、雇用や賃金の増加（失業率はドイツ統一boom以来20年ぶりの低水準。図表15）が個人消費の増加につながり、自律的回復局面が続いており、2012年1 - 3月にはプラス成長へ回復するだろう。

一方、南欧諸国は、不動産バブル崩壊の後遺症や厳しい財政緊縮策の影響に加え、長期金利の上昇により設備投資や個人消費が抑制され厳しい景気後退が続いている。

(3) 今後の展望

ユーロ圏経済は、① 2012年2月の失業率が10.8%と、1999年のユーロ導入以来の最高水準を更新し、雇用・

所得の低迷が続くと予想されること、② ECBによる大量の流動性供給により銀行の資金調達環境が好転したのは事実だが、自己資本比率の改善を求められるなかで（2012年6月末までにコア Tier1 比率9%の達成）そうした資金が融資に円滑に向かうとは考え難いこと、等を背景に内需の低迷が続く、2012年央までゼロ～マイナスの成長が続くだろう。

「包括戦略」が今後も着実に実行に移され、年央までに欧州ソブリン債務危機に一定の方向性が見えてくることを前提とすれば、海外景気の回復による輸出の拡大（図表16、17）を背景にユーロ圏景気は年後半から持ち直してくるだろうが、内需に勢いがなく、回復ペースは非常に緩やかなものになるだろう。2012年通年の実質 GDP 成長率は前年比マイナスとなるだろう。ドイツの回復が続くのに対し、南欧の財政危機国は厳しいマイナス成長局面が続く、大きな域内格差が残存することになるだろう。

(4) 欧州ソブリン債務危機が悪化した場合のリスクシナリオ

「I . 欧州ソブリン債務危機の現状と展望」で検討した

図表 18 IMF の世界経済見通し (実質 GDP)
(前年比%)

	2010年	2011年	2012年	2013年
米国	3.0	1.7	1.8 (0.0)	2.2 (-0.3)
ユーロ圏	1.9	1.5	-0.5 (-1.6)	0.8 (-0.7)
英国	2.1	0.8	0.6 (-1.0)	2.0 (-0.4)
EU	2.0	1.6	-0.1 (-1.5)	1.2 (-0.7)
日本	4.4	-0.7	1.7 (-0.6)	1.6 (-0.4)
中国	10.4	9.2	8.2 (-0.8)	8.8 (-0.7)
インド	9.9	7.1	7.0 (-0.5)	7.3 (-0.8)
NIEs	8.4	4.2	3.3 (-1.2)	4.1 (-0.3)
ASEAN5	6.9	4.8	5.2 (-0.4)	5.6 (-0.2)
ブラジル	7.5	2.7	3.0 (-0.6)	4.0 (-0.2)
ロシア	4.0	4.3	3.3 (-0.8)	3.5 (-0.5)

注：() 内は 2011 年 9 月の世界経済見通しからの修正幅。2011 年の値は一部実績
出所：IMF 'World Economic Outlook Update, January 2012'

リスクファクターが顕在化した場合、①信用収縮の激化による民間需要の減少、②長期金利の上昇等、市場に促

2. ユーロ圏外への影響

欧州ソブリン債務危機の影響は、金融および貿易のチャネルを通じ、ユーロ圏外の国・地域へ波及する。欧州、特にユーロ圏との貿易・金融面の関係が強いほどインパクトは大きいと考えられるが（次ページ図表 19）、そうした影響が実際にいかに顕在化するかは、①実体経済の状況、②財政・金融政策発動の余地、③地域的なセーフティネットの状況、④欧州の金融機関の資産圧縮の影響を代替し得る地域金融機関の存在の有無、等に依存する。

「金融面」

- ①ユーロ圏の金融機関の域外における資産の圧縮
- ②ユーロ圏外の金融機関のユーロ圏向け債権の毀損
- ③投資家のリスク回避度の高まりによる株価等の下落や新興国からの資金の流出

「貿易面」

- ①ユーロ圏景気の悪化とユーロ安を背景とした対ユーロ圏輸出の鈍化
- ②欧州ソブリン債務危機伝播を背景とした世界景気の減速による輸出全般の鈍化

(1) 中東欧、トルコ、ロシア

欧州ソブリン債務危機は、貿易・金融面でユーロ圏と極めて密接な関係を持つ中東欧経済の先行きに暗い影を投げかけている。

中東欧にとってユーロ圏は短期資金にとどまらず直接投資等の長期資金において非常に重要な資金供給源である。西欧の銀行は中東欧の金融システムの中核を担っ

された財政緊縮策の強化等の結果、IMF の試算によれば（2012 年 1 月の世界経済見通し。図表 18）、2013 年時点のユーロ圏の実質 GDP は同見通し比約 4%ポイント押し下げられる。また、貿易・金融のチャネルを通じユーロ圏外国・地域へ影響が伝播する結果、世界の実質 GDP 成長率は同 2%ポイント押し下げられ、世界経済は失速すると予想される。

ているが（中東欧諸国の全銀行貸し出しの 6～9 割強は西欧の銀行の子会社または支店による）、EBRD（欧州復興開発銀行）によれば、西欧の銀行による資金回収の動きは 2011 年秋から顕著化している。また、中東欧地域は外需依存度が高く、しかも輸出仕向け先としてユーロ圏に大きく依存しており、ユーロ圏景気がリセッション入りした影響を強く受けている。

トルコ経済は、個人消費と設備投資の大幅な伸びにより 2010～11 年に前年比 8～9%の高成長を遂げたが、主力輸出市場であり、対外ファイナンスを依存するユーロ圏景気の失速を背景に 2012 年は前年比 2～3%の成長に大幅鈍化するだろう。

ロシア経済はユーロ圏への輸出依存度は高いが、輸出に占めるエネルギーの比率が高いため、今のところ輸出への影響は限定的である。ロシアは、IMF を通じた対ユーロ圏支援に積極的な姿勢を示す一方、中東欧諸国の港湾などの重要インフラを取得すべくしたたかな攻勢に出てくる可能性もある。

(2) アジア

中国経済への影響は貿易面を通じて表れている。中国にとって EU は総輸出の 19%程度を占める最大の輸出相手国だが、2012 年 1～2 月の対 EU 輸出は、前年同期比 1.1%の減少と、2011 年通年の同 14.4%増から失速しているのだ。

一方、中国の金融システムにおける海外の金融機関の比重および、中国の金融機関の海外資産はともに小さいため、金融面から見た悪影響は軽微にとどまるとみられている。仮に何も政策面からの下支え策が打たれなければ、

図表 19 欧州ソブリン債務危機への脆弱性

	経常収支	対 EU 輸出		欧州の銀行による与信		財政収支	政府債務残高	CPI 上昇率
	(GDP 比%)	(GDP 比%)	うち EU 圏	(GDP 比%)	うち英国	(GDP 比%)	(GDP 比%)	(前年同期比%)
英国	-2.7	8.9	8.3	73.9		-8.5	80.8	3.6
ロシア	5.5	12.4	9.0	9.0	0.6	-1.1	11.7	3.7
トルコ	-10.3	7.2	5.0	20.6	3.6	-0.9	40.3	10.4
ポーランド	-4.8	26.9	19.0	45.1	1.2	-5.5	56.0	4.1
チェコ	-3.3	58.2	45.9	86.9	2.1	-3.8	41.1	3.5
ルーマニア	-4.5	22.1	16.8	56.0	1.1	-4.4	34.4	3.4
ハンガリー	2.0	56.5	41.3	71.2	1.7	2.0	76.1	5.5
米国	-3.1	1.7	1.2	24.9	7.5	-9.6	100.0	2.9
ブラジル	-2.3	2.1	1.8	14.4	3.3	-2.5	65.0	6.2
カナダ	-3.3	2.1	1.0	12.8	5.2	-4.3	84.1	2.5
メキシコ	-1.0	1.4	1.2	17.6	3.8	-3.2	42.9	3.9
アルゼンチン	-0.3	3.0	2.5	7.5	1.5	-2.0	43.3	9.7
サウジアラビア	20.6	4.2	4.1	12.7	2.5	9.4	7.1	5.3
南アフリカ	-2.8	5.9	4.2	23.5	19.8	-4.2	36.1	6.3
中国	5.2	5.3	4.0	3.8	2.2	-1.6	26.9	3.2
日本	2.5	1.6	1.2	7.8	2.4	-10.3	233.1	0.1
インド	-2.2	2.5	2.0	8.4	4.7	-7.7	62.4	6.6
豪州	-2.2	1.4	0.7	18.5	5.4	-3.9	22.8	3.1
韓国	1.5	5.3	3.8	13.9	8.0	2.1	32.0	3.1
インドネシア	0.2	2.4	2.0	4.2	2.2	-1.8	25.2	3.6
台湾	11.0	6.4	4.7	16.3	10.2	-4.3	38.5	0.2
タイ	4.8	6.8	4.5	6.6	4.1	-2.6	43.0	3.4
シンガポール	19.8	15.8	11.8	66.1	32.4	3.2	93.5	4.8
マレーシア	11.3	9.0	7.4	21.7	16.9	-5.1	55.1	2.7
香港	5.4	19.5	13.8	145.3	114.2	2.7	33.8	6.1
フィリピン	1.7	3.7	3.3	7.6	3.6	-2.9	44.4	2.7
ベトナム	-4.7	11.0	8.4	7.3	3.1	-4.0	50.3	16.4
上記中央値	-0.3	5.9	4.2	16.3	3.6	-3.2	43.0	3.6

注1：欧州各国の「欧州の銀行による与信」は、本国以外の欧州の銀行からによるもの
 注2：CPI 上昇率は 2012年2月。ただし英国、ポーランド、チェコ、ハンガリー、米国、ブラジル、カナダ、アルゼンチン、サウジアラビア、南アフリカ、日本、インド (WPI 上昇率)、シンガポール、マレーシア、香港は 2012 年 1 月。ルーマニア、豪州は 2011 年 12 月
 注3：経常収支、欧州の銀行による与信、財政収支、政府債務残高、GDP は 2011 年、対 EU 輸出は 2010 年
 出所：IMF、BIS、Bloomberg、JCIF、Datastream

中国の実質 GDP はメインシナリオ比で 4%ポイント下押しされると試算している。しかし、中国の財政状況は良好であり、政策発動の余地は大きく、適切な景気刺激策が打たれば悪影響の多くは緩和可能だと判断している。

一方、企業買収の加速等により中国の対 EU 直接投資が、2011 年に前年比 94%増と大幅に増加していることは注目される。

NIES、ASEAN の対 EU 輸出は、韓国、台湾、タイ等で、2011 年末以降前年同月比で大幅なマイナスに転落している。また、ユーロ圏の銀行はアジア地域の貿易金融およびプロジェクトファイナンス分野で 30%のシェアを占めており、資金の引き揚げ等金融面の影響が懸念される。今のところ、ユーロ圏の銀行に比べバランスシートが健全な日本および一部の地場の金融機関がユーロ圏の銀行が売却した資産の受け皿となっていることに加え、アジア危機以降、チェンマイ・イニシアチブをはじめ、多国間や二国間の通貨スワップ協定が日本のイニシアチブで強化されていることはアジア経済の危機への抵抗力を高めていると考えられる。しかし、欧州ソブリン債務危機がさらに深刻化し、アジア地域からの資本流出圧力がさらに強ま

った場合には、シンジケートローン等長期金融の分野では悪影響は避けられないとみられ、長期的な成長力が下押しされる恐れがある。

(3) 米州

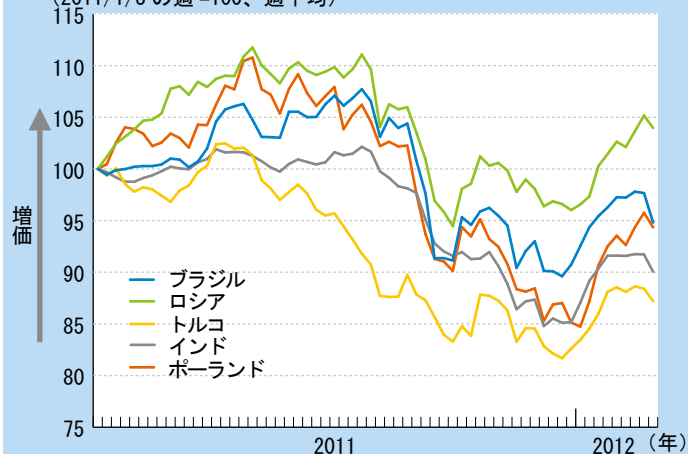
欧州の国債投資に失敗した MF グローバル・ホールディングスの破たんに代表されるように、金融面を通じたユーロ圏と米国の関係は深い。米国の金融機関は、欧州の金融機関に対して欧州の国債の CDS の売り手となっており、直接的な与信ポジションで見ると以上に危機連鎖のリスクは高いといわれている。

一方、貿易金融やシンジケートローンの分野でユーロ圏の銀行が退潮を示すなか、米国と日本の銀行がシェアを拡大しており、悪影響は今のところ限定的である。

ブラジルやメキシコ等のラテンアメリカ諸国にとって、EU との貿易関係はそれほど強くないが、スペイン系等ユーロ圏の銀行の活発な事業展開を通じ、金融面での関係は非常に強く、ユーロ圏の銀行が大幅な業務の縮小に動くことになった場合の実体経済への悪影響は大きい。

図表 20 新興国通貨の対ドルレートの推移

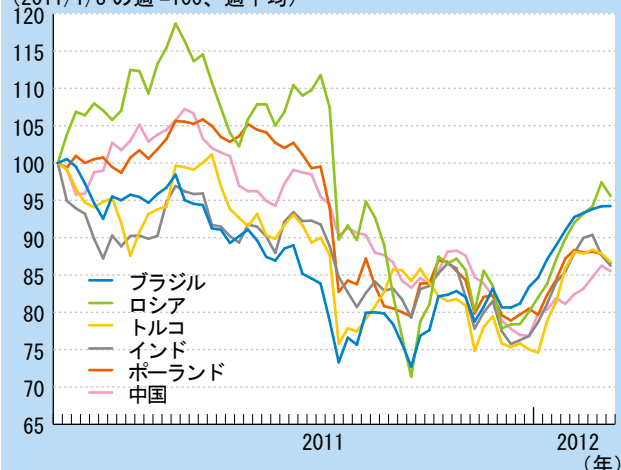
(2011/1/3の週=100、週平均)



出所：Datastream

図表 21 新興国の株価の推移

(2011/1/3の週=100、週平均)



出所：Datastream

(4) 日本

日本経済は、金融機関のユーロ圏の財政危機国へのエクスポージャーは大きくないが、円高・ユーロ安が自動車、電機等輸出産業に重くのしかかる。

ユーロ圏諸国がセーフティーネットの強化に苦しむなか、EFSF 債の積極的な購入や、IMF の資金基盤強化へのイニシアチブ、アジア地域でのセーフティーネットのさらなる強化、そして民間企業による欧州企業の買収や新興国での欧州企業からの事業取得等の M&A 戦略展開等、官民ともしたたかな戦略が期待される。

ユーロ圏の財政危機国以上に日本の財政状況は深刻だが、大幅な経常黒字を背景に国債の 9 割以上が国内で消化されるため、これまでは長期金利の大幅な上昇等の問題に直面することはなかった。しかし、急速に進む高齢化と貯蓄率の低下を背景に経常黒字が今後急速に減少し、2010 年代後半に赤字に転落するとの見方もあり、日本の財政再建も待たなしである。

しかし、日本にとって重要なのは「成長戦略なき財政再建は成功しない」という欧州ソブリン債務危機の教訓であり、歳出への切り込みと歳入の改革（増税等）、そして成長力の強化が三位一体となった財政再建が必要である。

以上のとおり、欧州ソブリン債務危機のユーロ圏外の「貿易面」での悪影響は本格化しているが、世界的な金融緩和が急速に進展したことにより投資家のリスク選好が

回復したため新興国からの資本流出圧力等は緩和し、「金融面」からの悪影響は当初予想されたよりも限定的なものにとどまっている（図表 20、21）。しかし、副作用も大きい世界各国の中央銀行の金融緩和の強化によって「買われた時間」内に問題を収束の方向へ向かわせることができなければ、再び「リスクオフ」へと流れが変わり「金融面」を通じた欧州ソブリン債務危機の世界経済への悪影響が深刻化するリスクが残っており、今後の動向を注視する必要がある。