

### ユーロ圏民間部門の金融負債水準について

荒木 謙一

#### 世界同時不況の中での欧州経済

世界同時不況の中、欧州経済も極めて厳しい状況である。08年10～12月期のユーロ圏実質GDP速報値は前期比1.5%、年率換算すると5.8%のマイナス成長となった。年率12.7%の日本ほどではないが、同3.8%の米国より悪い結果で、景気後退の長期化が懸念されている。

3四半期連続のマイナス成長に示される欧州の景気悪化に対しては、とりわけ08年9月以降に急展開した世界的な金融危機による影響が大きいと考えられる。欧州では08年10月第2週が短期金融市場における緊張のピークとなったが、欧州中央銀行等による潤沢な流動性供給や、各国政府による銀行間取引の保証、金融機関への公的資金注入策が相次いで実施されたため、金融危機はひとまず小康状態を保っている。ただし一方で、金融機関の貸出基準厳格化の動きが強まり、消費者や企業のマインドは急速に悪化、世界経済の悪化に伴う輸出減も相まって、未曾有の経済危機の様相を急速に深めている。

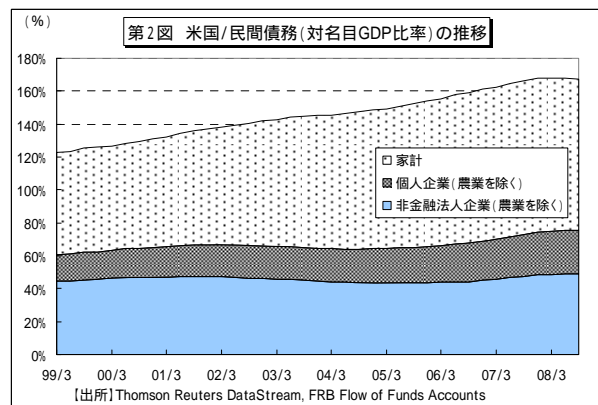
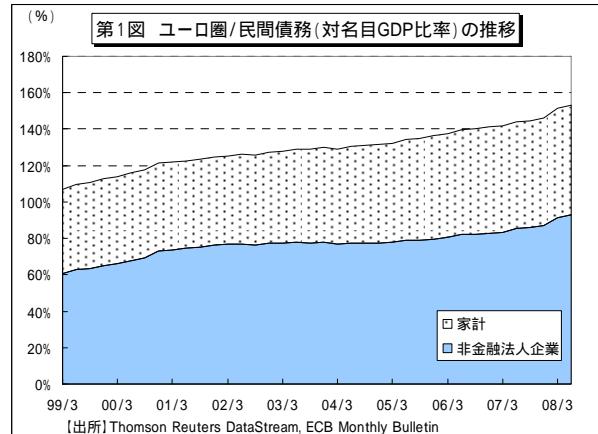
しかし、以上のような米国発の金融危機の悪影響に加え、欧州地域自体が抱えている過剰債務問題とも言うべき、金融面での内在的問題にも注意すべきであろう。本レポートでは欧州民間部門、とりわけ企業部門の負債水準に着目し、詳しく見ていきたい。

#### 高いユーロ圏企業債務の水準

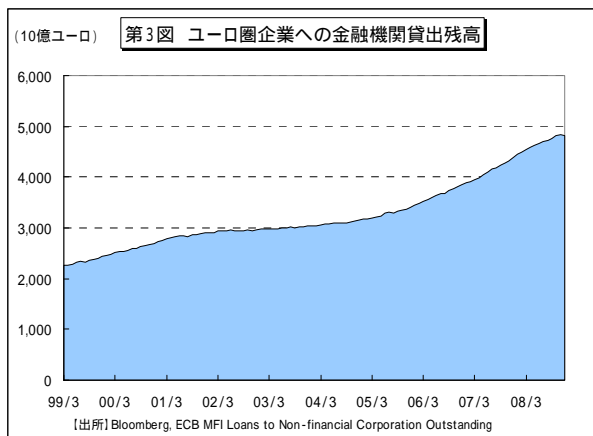
第1図、第2図は、ユーロ圏と米国の民間金融負債残高の名目GDPに対する比率を示したものである。家計部門と企業部門（金融機関を除く）をあわせた比率は、ユーロ圏、米国とも、過去10年ほどの間は上昇の一途を辿っており、

現時点での比率はユーロ圏が153%、米国が168%と、ユーロ圏の方が15ポイント低い。統計上の部門分類方法や、比率計算上金融負債に含めた金融商品の種類に違いがあるため、厳密な比較ではないものの、この指標に限れば、ユーロ圏は米国より金融負債の負荷は小さいといっている差し支えないかもしれない。

しかし、両者の内訳を見ていくと、ユーロ圏では企業部門の積み上がりが顕著であり、家計部門の積み上がりが目立つ米国とは対照的である。直接金融のシェアが高く、株式発行による資金調達にかなりの程度を依存している米国企業に比べ、ユーロ圏企業は間接金融が主体であり銀行からの借入りに多くを依存している。



ユーロ圏企業は共通通貨ユーロの導入以降グローバル展開を進め、事業成長のための資金を金融負債という形で取り込んできた。金融サイドから見た場合、特に05年以降は好況に伴う資金需要とともに、M&Aのための資金需要にも応える形で銀行貸出残高が伸長してきたと考えられる(第3図)。貸出残高は99年末に2.4兆ユーロ、05年末に3.4兆ユーロであったのが08年末には4.8兆ユーロまで増大した。



### 景気後退下のユーロ圏企業

08年12月に欧州中央銀行(ECB)が発表した、ユーロ圏の金融システムに関するレポートでは、ユーロ圏企業のバランスシートについて、「前回の景気後退期の直前の状況よりは概して財務体質が強化されてはいるものの、経済環境の悪化に伴う収益力の低下と負債の増加により、ショックに対してより脆弱になってきており、先行き一層のバランスシートの悪化が見こまれる」としている。またこのような判断の前提となる見方として、企業の収益力が過去数年間の非常に力強い収益増加基調からスローダウンしていること、ユーロ圏企業の財務レバレッジ(自己資本比率の逆数)の水準が高く、マクロ経済面の悪化に対して脆弱になってきていること、

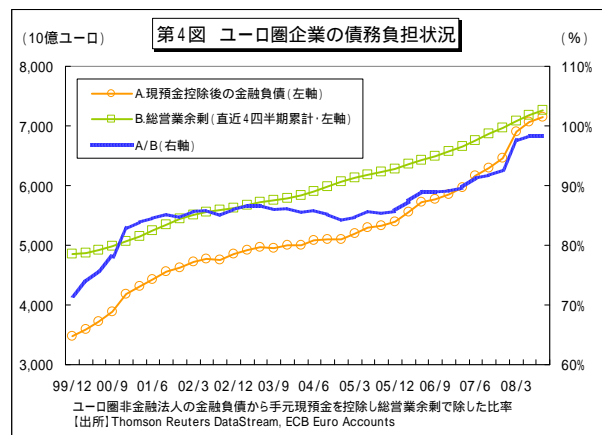
企業の資金調達コストは08年前半には上昇しており、銀行の貸出抑制姿勢と相まって、高めの金利が企業の資金調達環境をより厳しいものにしようとしたこと、などの認識を示している。

なお、ユーロ圏金融機関の企業向け貸出金利

(2年以内)は、08年9月に4.75%まで達した後12月には4.0%まで低下したが、政策金利が09年1月の利下げ後と同じ2.0%であった05年の貸出金利が2.1%台で安定的に推移していたことを考えれば、借入者側から見た場合になお高コスト感があるのは否めない。

ユーロ圏企業(金融機関を除く)の金融負債から手元現預金を差し引いた額、総営業余剰(注)、および前者を后者で除した比率(以下、債務負担比率)を示したものが第4図である。ユーロ圏企業の金融負債は近年、総営業余剰の増加を上回るペースで拡大してきたことが分かる。債務負担比率はユーロ導入後の1999年末には71%であった。01年から05年までは84~86%程度で安定的に推移した後上昇し、08年9月には98%に達しており、ユーロ圏企業の債務負担が増していったことがうかがわれる。

(注)総営業余剰 = 非金融法人企業の総付加価値 - 雇用者報酬  
- (間接税 - 補助金)



日本ではバブル景気の頃に企業がバランスシート規模を膨張させた後、バブル崩壊に伴い資産価値が劣化する中で、負債整理を余儀なくされてバランスシート調整型の不況に陥った。ユーロ圏でも資産価格や企業価値の下落が今後長期化すれば、かつての日本と類似した状況に陥る懸念があることを以上の分析は示唆している。

(09.2.19)

<参考文献>

・ European Central Bank (2008), *Financial Stability Review*, June, December