

ユーロ圏の危機は終わったのか？

～市場の沈静化の背後に残る様々な懸念～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では各国で国債利回りの低下が進むなど、財政危機は既に過去のものとなったかの感がある。しかしながら、現在の環境下では当面市場波乱は見込みにくいものの、今後クレジットスプレッドが一転して拡大に向かう可能性は決して小さくはないものと考えられる。

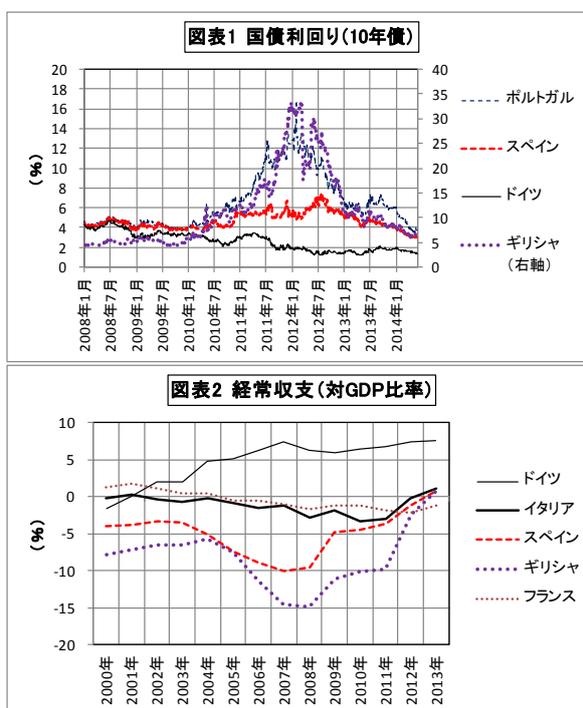
はじめに

ユーロ圏では各国で国債利回りの低下が進むなど、財政危機は既に過去のものとなったかの感がある（図表1）。

この危機は2009年秋にギリシャにおける財政粉飾の表面化により始まったが、アイルランドやポルトガル等を金融支援に巻き込み、その後12年初にかけて銀行の財務悪化を通じた広い範囲への波及懸念等で危機感がピークに達した。これに対し、欧州中央銀行（ECB）による11年12月と12年2月の長期リファイナンスオペ（LTRO）を通じた大規模な資金供給や、さらには12年9月の無制限の国債購入策（OMT）の導入等を通じたユーロを守るとの強いコミットメントを主要な契機として、危機は沈静化に転じた。また、この間に経済の構造改革とともに内需の停滞を背景にして財政悪化国の経常収支の改善が進んだことも、市場波乱の懸念の低下に寄与することとなった（図表2）。

以上の結果、アイルランドとスペインは昨年12月に金融支援からの離脱を果たし、またポルトガルも本年5月に同様の離脱の決定を行っている。加えてこの4月には、ギリシャさえも4年ぶりに国債の新規発行を実現させるに至った。

しかしながら、これらをもってユーロ



（資料）図表1はBloombergの、図表2はEurostatのデータから農中総研作成。

圏の危機は既に終了済みとすることはできそうにはない。現実には、国家財政は健全性を回復したとは言えず、また企業や家計でも債務の削減が課題として残されている。景気回復の緩慢さは国家・民間双方の財務改善の障害となるほか、継続するデフレーションが債務負担を高めるなどの懸念も生じている。

以下、本稿では、財政危機に関連してユーロ圏に残されたリスクの所在について検討するものである。

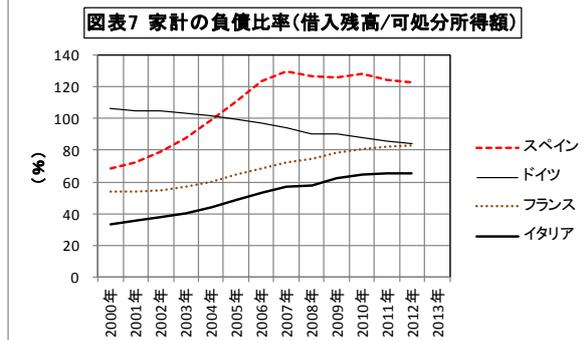
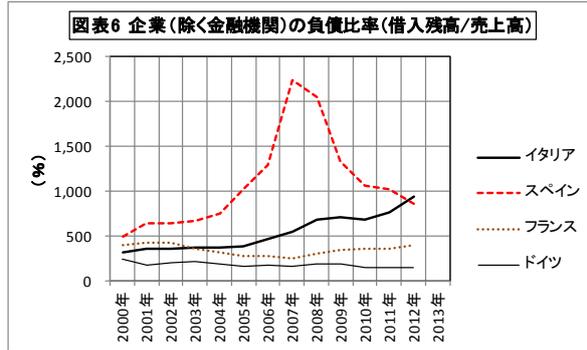
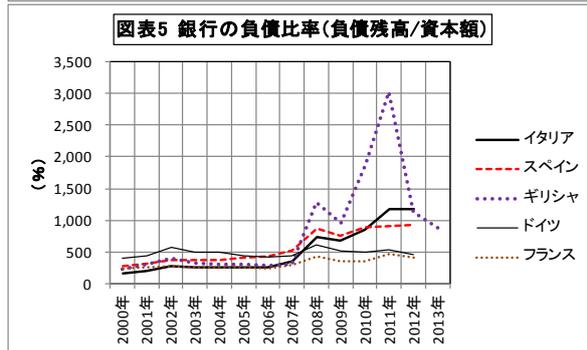
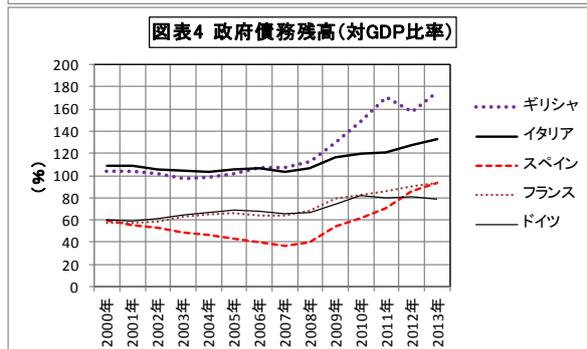
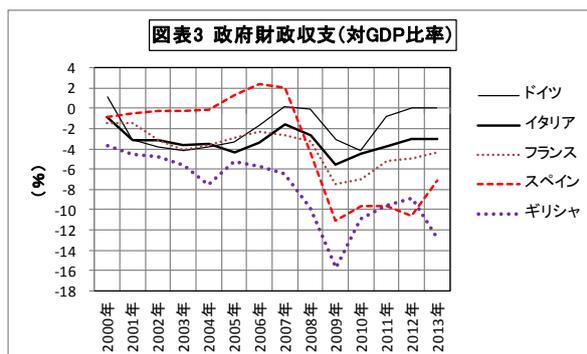
道半ばの国家・民間の財務改善

まず国家財政の状況を見ると、財政収支は対GDP比率で▲3%以内、債務残高は同60%以内とするとのユーロ圏の基準に対し、その達成に向けた足取りは極めて鈍い(図表3, 4)。ユーロ圏の経済規模上位4ヶ国の中では、わずかにドイツにおいて財政改革の成果が認められるほかは、全般に財政赤字の改善は途上であり、債務残高はむしろ増加傾向にある。ドイツとともに主導的な取組みが期待されるフランスでは、イタリアと同様に諸改革の遅延が明らかとなっており今後も多難な推移が見込まれている。また、財政危機の発端となったギリシャでは、財政赤字は増加し、債務残高はその持続可能性が疑われる高い水準にとどまっている。

次に、民間においても財務改善は道半ばである(図表5~7)。銀行については資産査定(AQR)等を控え最近時点ではやや改善の可能性はあるもののイタリアやスペインで負債比率が高く、その他の企業についても同様の状況にある。また、家計でも不動産価格の低迷が続くスペインで、特に負債比率が高止まっている。

こうしたなか、ECBは6月には民間銀行が中央銀行に預け入れる余剰資金の金利をマイナスとし、また企業融資の増加を図る銀行に対し低利資金を供給する仕組み(TLTRO)を導入したが、内需の停滞で需資が限られるとともに不良資産の増加が懸念され、一方では企業や家計の財務改善が課題として残されている現在の状況の下では、銀行融資を促す効果には限界があるものと考えられる。

これらの結果、景気回復の緩慢さが国家財政の改革を遅延させ、今後も危機の根源が温存されることが考えられる。



(資料) 図表3~7は、Eurostatのデータから農中総研作成。
(注) 図表6, 7については、ギリシャはデータを公表していない。

依然として厳しいギリシャの状況

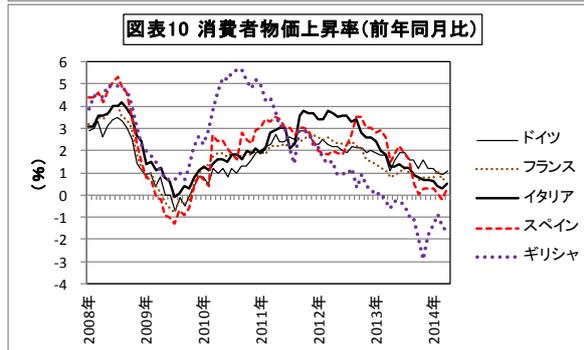
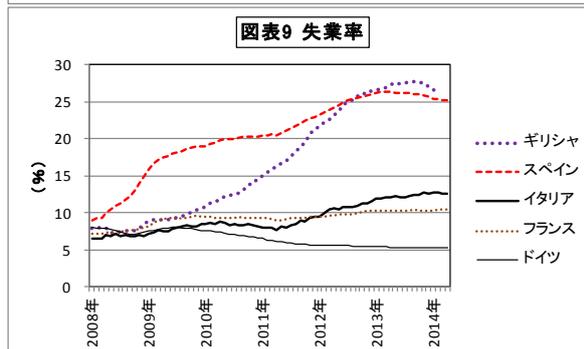
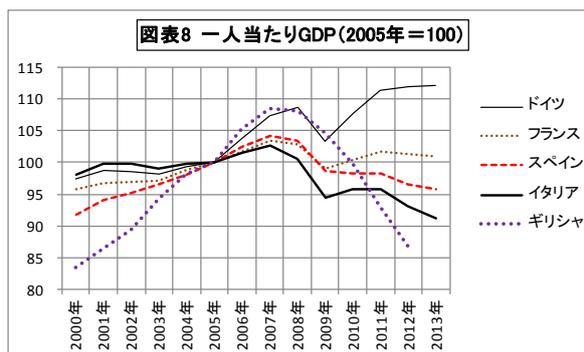
さて、国家財政について引続き大変厳しい状況に置かれているギリシャであるが、その改革に向けた環境は非常に困難なものとなっている。

まず同国のマクロ経済情勢については、GDP の水準は危機後大きく落ち込み、今後の回復には多難な道のりが予想される

(図表 8)。特に全体で約 27% である失業率は 25 歳未満の若年層では約 57% に達しており (14 年 2 月)、スペインを上回る高い水準にある (図表 9)。他のユーロ圏の国々では弱い内需に対して外需の取込みを図る動きも認められるが、ギリシャでは輸出額に伸びは見られず景気回復に向けた見通しは明るくはない^(注1)。このようなもとの、消費者物価上昇率は既に 13 年 3 月以降 1 年以上にわたりマイナスに沈んでおり、実質金利の上昇に伴う投資の抑制、消費の先延ばし、債務負担の増大等が懸念される状況にある (図表 10)。

加えて政治情勢を見れば、現在の連立与党の国会における議席数は 300 議席中 152 議席にまで減少しており、綱渡りの政局運営が続いている。折から 5 月に実施された欧州議会選挙では、過去に金融支援の条件受入れを拒否した野党シリザ (SYRIZA) が第 1 党になるなどの動きもあり、政権の基盤は引続き脆弱である。

これらを背景にした諸改革の遅延等により、欧州委員会や国際通貨基金 (IMF) ではそれぞれ 100 億ユーロを超える、現行の金融支援でカバーできない追加的な資金不足の発生を見込んでいる (図表 11)。この結果、10 年 5 月の第 1 次支援、12 年 3 月の第 2 次支援に続き、第 3 次支援の取りまとめが必要となるとみられているが、その具体的な検討は今年の夏以降に



(資料) 図表 8~10 は Eurostat のデータから農中総研作成。

図表11 ギリシャの追加資金不足見込み

(単位: 億ユーロ)

		2014年	2015年	合計
欧州委員会	資金不足額 A.	233	195	428
	金融支援実行額 B.	207	72	279
	追加資金不足額 B. - A.	-26	-123	-149
国際通貨基金 (IMF)	資金不足額 A.	208	197	405
	金融支援実行額 B.	208	71	279
	追加資金不足額 B. - A.	0	-126	-126

(資料) <参考文献>①p72、および同②p56から農中総研作成。

開始される見込みである^(注2)。

市場の追い風のもとで今では自力調達
の道も開かれているギリシャではあるが、他の国々においても欧州議会選挙で反欧州連合 (EU)・反ユーロ勢力が躍進し追加支援に対する抵抗感が高まるなか、以上のようにギリシャの先行きは決して楽観できない点には注意が必要とみられる。

おわりに

こうしたなか、ドイツ国民を対象とした世論調査の結果が報じられている。

- ・ 「ユーロ圏の危機は終了した」との回答が7%に対し、「終了していない」との回答が81%
- ・ 「ギリシャは改革の正しい道筋を辿っている」との回答が34%に対し、「改革は不十分である」との回答が39%との内容である^(注3)。

確かに、足元ではユーロ圏の解体等のテールリスクが大幅に低下していることは事実である。また一方で、リーマンショック後の世界的規模での金融緩和に伴う潤沢な流動性等を背景とした市場の反転上昇が、リスクの所在を極めて曖昧なものとしている。しかしながら、実際にはこれまでに見たように、①国家財政の改革遅延、②改革の障害となる景気回復の緩慢さ、③デフインフレ進行に伴う債務負担の増加、④政治面での反EU・反ユーロ勢力の躍進、などの懸念点が存在しており、これらからすれば、「ユーロ圏の危機は未だ終了していない」とする見方がやはり妥当ではないかと考えられる。

また、加えて次の点にも留意が必要である。

- ⑤ 国債利回りの急低下などの良好な市場環境に安住し、改革を怠るリスク (complacency risk) があること
- ⑥ 今回のECBによるマイナス預金金利の導入は銀行の国債投資を促す結果となり、銀行リスクと国家リスクの連鎖を一層強化する可能性があること
- ⑦ 銀行同盟については、今年5月にEU理事会がこれに関連する指令や規則を最終採択したが、単一の監督の対象が大規模銀行に限られる点、破綻処理

基金の規模が約550億ユーロと必ずしも十分とは言えない点、統一された預金保険制度の構築が見送られた点、などで機能上の制約があること

- ⑧ 今後、景気が回復に向かう過程で輸入が増加すること等を通じ、財政悪化国の経常収支が再び赤字となる可能性があること
- ⑨ ECBの政策については、財政ファイナンスの禁止や金融市場の制約等で米国型の量的緩和政策の採用は困難であることなどにより、その手詰まり感が表面化する可能性があること
- ⑩ 各国での量的緩和政策が出口に近付き政策金利の引上げに移るタイミング等において、世界的に資金の流れが急変するリスクがあること

以上の諸点を考慮すれば、現在の環境下では当面のところ市場波乱は見込みにくいものの、今後、ユーロ圏でクレジットスプレッドが一転して拡大に向かう可能性は決して小さくはないものと考えられる。(2014年6月23日現在)

<参考文献>

- ① European Commission (April 2014) "The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Forth Review - April 2014"
- ② IMF (June 2014) "Greece: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion and Rephasing of Access; Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Greece"

(注1) 山口勝義「ユーロ圏で見込まれる経済情勢の新たな分化～ドイツ・スペインの回復継続とフランス・イタリアの出遅れ～」(『金融市場』2014年5月号)を参照されたい。

(注2) 支援実行額の実績は、第1次支援で730億ユーロ、第2次支援(2013年12月までのデータ)で1,419億ユーロ、合計2,149億ユーロである(〈参考文献〉①p69による)。

(注3) Frankfurter Allgemeine Zeitung (23 April 2014) "Deutsche glauben nicht an das Ende der Eurokrise"による。