分析レポート

欧州経済金融

新型肺炎の感染拡大と債務問題への飛び火の懸念

～財政危機後のユーロ圏に今も残る高債務の問題～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では、財政危機後も政府部門に限らず債務残高の高止まりが続いている。今や新型肺炎の感染拡大を巡っては、実体経済への直接的な影響のみならず、経済情勢に多大の負担を及ぼす債務問題への飛び火を通じた影響拡大にも、注意が必要になっている。

はじめに

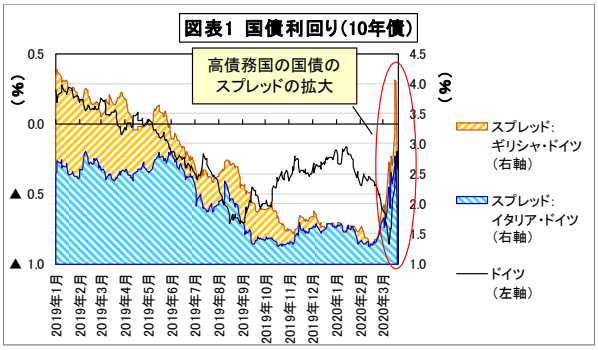
世界の多くの地域で、新型コロナウイルス感染症（Covid-19、以下「新型肺炎」と表記）の拡大が続いている。最近では欧州を中心にその勢いは強まっており、実体経済への深刻な影響が懸念されている。

その影響の第一は、感染拡大の震源地となった中国を中心に、世界で張り巡らされた製造業企業のサプライチェーンの寸断による、生産の縮小である。既に2018年以降、強まる貿易摩擦の下で世界貿易は停滞し、欧州の製造業は低迷を余儀なくされているが、これに今回、新たな負担が加わったことになる。また第二には、観光客の減少や大規模イベントの中止などに伴う、消費の落ち込みである。堅調なサービス業による欧州経済に対するこれまでの下支え効果が、今後は大幅に後退する可能性を想定する必要がある。

このように新型肺炎の感染拡大につれ、供給側（生産）と需要側（消費）の両面で、実体経済への影響が強まることが懸念されている。また、治療薬の開発などで感染が収束に向かうとしても、需要側の消費は比較的早期に回復する一方で供給側の問題は長い期間残存し、成長の回復を阻害し続ける恐れがある。というのも、サプライチェーンの問題に対しては、中国への過度の依存を見直し、一部は国内回帰も含めその再編が加速すると予想されるためである。これにより脱グローバル化の動きが強まり、企業のコストの上昇や生産性の低下は不可避になるとみられる。そしてまた、このような環境下で発動される金融政策や財政政策は、資金の流動性確保や業績悪化企業への支援の上では意味があるとはしても、経済の刺激策としての効果は限定的であると考えられる。

こうして実体経済が今回の新型肺炎の影響を払拭するまでには相応の時間を要することになり、この間は世界的に成長が抑制される可能性が大きい。ここで特に負担が増すのは、製造業依存国であり、資源国や高債務国である。欧州の金融市場ではこうした見通しを織り込む動きも現れており、今後の市場波乱の拡大について点検が必要になっている（図表1）。

図表1　国債利回り（10年債）



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ユーロ圏が経験した財政危機

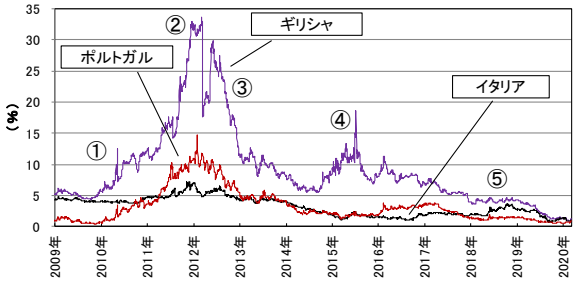
足元の、ドイツなどの主要国と高債務国との間での国債の利回りスプレッドの拡大で念頭に浮かぶのは、ユーロ圏の財政危機である。われわれは同種の危機の再発を想定する必要があるのであろうか。

この財政危機の発端は、ギリシャで09年10月の政権交代を機に発覚した、政府財政の粉飾であった。小国の、しかも同国固有の問題が、支援対応が後手に回る間に、他の財政悪化国を巻き込みながら域内全体の危機に発展していった(注1)。その後、11年末にはイタリアなどの経済規模が大きい国々への連鎖や、銀行財務の悪化を通じたさらに広い範囲への危機の拡大が懸念されるに至り、市場波乱はピークに達した。これに対し、欧州中央銀行(ECB)は11年に長期資金供給オペ(LTRO)による大規模な資金供給を開始するとともに、12年7月にドラギ総裁(当時)がユーロを守るためには必要なあらゆる措置を講じると言明したうえで、9月には無制限の国債購入策(OMT)の導入を決めた。他にも財政ガバナンスの改革、銀行同盟の具体化、欧州安定メカニズム(ESM)の構築などの対策が取られたが、危機が鎮静化に向けて動き出す決め手となったのは、このECBの対応であった(図表2)。

以上の財政危機の背景を探れば、まず、ユーロの導入を機に南欧諸国では金利水準の低下が生じた点がある(注2)。投資機会に恵まれ資金需要が旺盛なこれらの国々での金利低下は投資や消費を国内貯蓄の水準以上に促すことに繋がり、経常収支の悪化が進行した(図表3)。また、折から直前の世界金融危機に伴う経済対策で、各国では政府債務が増大した悪条件も重なった。こうしたなか突発したのが、09年のギリシャの財政粉飾の発覚である。同国の財政不安は、経常収支赤字国からの海外資金の急速な流出という形で、危機を連鎖させ拡大させる結果をもたらした。

その後は、経済の構造改革への取り組みの過程で内需が抑制されたことも働き、経常収支は改善の道を辿ってきている(注3)。この点からすれば危機の再来は見込みにくいが、これをもって市場波乱のリスクは小さいと見ることはできそうにはない。

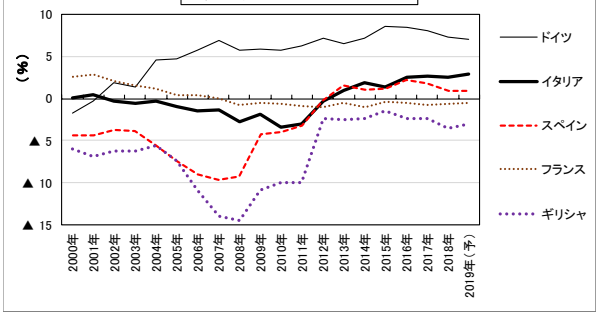
図表2-1 国債利回り(10年債)



図表2-2 ユーロ圏の財政危機の主要経緯

①危機の発生・連鎖	09年10月	ギリシャで財政の粉飾が発覚
	10年5月	対ギリシャ金融支援(1,100億ユーロ)
	10年11月	対アイルランド金融支援(850億ユーロ)
	11年5月	対ポルトガル金融支援(780億ユーロ)
②危機の質的拡大懸念	11年秋～冬	イタリア等の大規模国への危機波及懸念 銀行の財務悪化を通じた更なる危機波及懸念
	12年3月	対ギリシャ第2次金融支援(1,300億ユーロ)
	12年6月	スペインの銀行向け金融支援(最大1,000億ユーロ)
③危機の鎮静化	12年9月	ECBが国債購入策(OMT)の導入を決定
	12年10月	ユーロ圏が「欧州安定メカニズム(ESM)」設立
	13年3月	対キプロス金融支援(100億ユーロ)
④ギリシャ懸念の再燃	15年1月～夏	総選挙でギリシャで急進左派連合(SYRIZA)が勝利 対ギリシャ第3次支援を巡り緊迫
	15年8月	対ギリシャ第3次支援(860億ユーロ)
⑤危機の収束	18年8月	ギリシャに対する第3次支援の終了

図表3 経常収支の対GDP比率



(資料) 図表2-1はBloombergの、図表2-2は欧州委員会やECBなどの、また図表3はIMFの、各データや資料から農中総研作成
(注) 図表3の(予)はIMFによる予測値である。

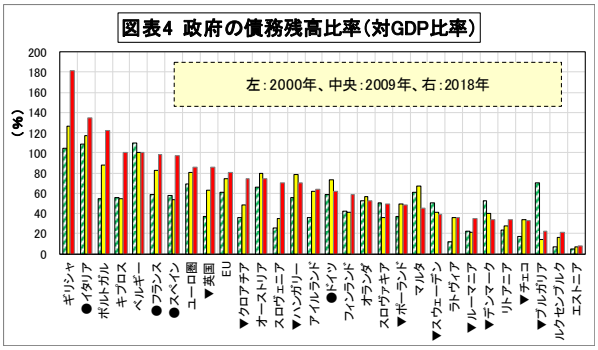
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

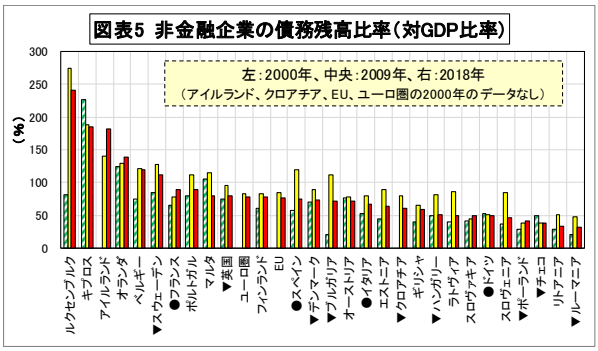
財政危機後にも残る高債務の問題

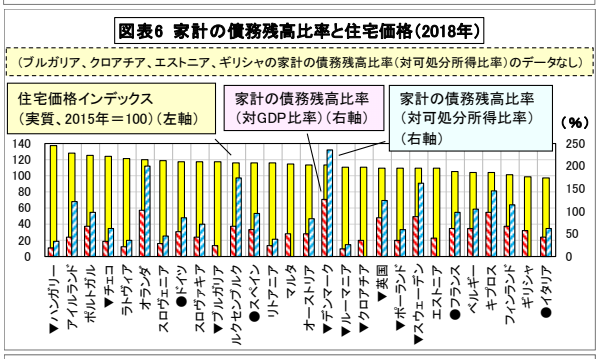
その主たる根拠は、以下に見る、「超金融緩和」とも呼ばれる ECB の政策の下で、財政危機後も続く、債務残高の高止まりである。安全資産への逃避の強まりや低成長の継続などの条件が重なった場合には、高債務の経済主体からの資金の流出が加速することが考えられる。

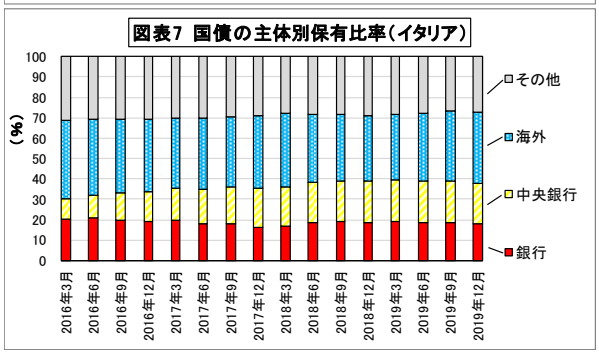
まず政府部門で、財政危機時の被支援国を含め、状況の悪化が確認できる。ユーロ圏の経済規模 4 大国の中でも、債務残高比率が低下傾向にあるのはドイツのみである（図表 4)。次に民間部門であるが、非金融企業ではユーロ圏全体として 15 年にピークをつけた債務残高比率がその後もほぼ横ばいで推移している。各国別には一部の国が特に高い水準に留まるほか、フランスでは着実に比率の上昇が見られている（図表 5)。一方の家計を巡っては、特に注意を要する姿が現れている。それは資産価格と債務残高の歩調を合わせた上昇という、投機的な動きの気配である。近年、住宅価格は多くの国々で上昇が加速しているが、同時にオランダやルクセンブルクなどで債務残高比率の上昇が顕著になっている（図表 6)。

最後に金融機関については、確かに財政危機後には概ね不良債権比率は低下し、全般に財務内容の改善が認められている。しかし一方で、マイナス金利政策の下での金融機関の体力消耗という新たな要素が加わっている。またイタリアなどで、銀行による国債の保有比率が引き続き高い水準にある（図表 7)。この点では、国債リスクが銀行リスクと不可分なものとなり、銀行システムを介した危機の拡大懸念が強まった、かつての財政危機時の構図には今も変化がないことになる。









（資料）図表 4～6 は Eurostat の、図表 7 はイタリア銀行（中央銀行）の、各データから農中総研作成
（注）図表 4～6 で、●はユーロ圏の経済規模 4 大国を、▼はユーロ圏外の EU 加盟国を示す。

こうしてユーロ圏では、政府部門に限らず、高債務の問題が広く残されている。むしろ、資産価格と家計の債務残高の同時上昇などの新たな懸念点も加わり、市場波乱の芽は増大していることになる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まとめ

折から 3 月に入り、産油国による減産継続協議の決裂に端を発して商品市場で原油価格の急落が生じている。これを受け、エネルギー企業や資源国の信用悪化懸念から、もともと新型肺炎に対する警戒で混乱のさなかにあった金融市場は、その度合いを一層強める結果となった。

あわせて市場では、新興国からの資金流出が生じるとともに、ドルの調達難も強まっている。特に資源国や、ドル建て債務が膨らんだ新興国は、今後、重いストレスに直面する可能性がある。そしてここで生じた混乱が、ユーロ圏が抱える高債務の問題に容易に連鎖する可能性も否定できない。かつてギリシャという小国の、しかも同国固有の問題が大規模な危機勃発のトリガーとして働いた経緯を考慮すれば、ユーロ圏内に限らず、混乱のトリガーとなりかねない諸情勢に広く目を配る必要があるように考えられる。

そして、こうして市場の焦点が、これまでの単なる新型肺炎の感染拡大による景気への影響から高債務の経済主体の信用懸念に移った場合の市場の混乱は、現状を超えて激しさを増すものと予想される。それは、第一に高債務の問題が、住宅市場のバブルの気配という新たな懸念点も含めて、むしろ状況は悪化しているためであり、また第二には、海外資金の急速な流出の可能性は低下した一方で、「超金融緩和」下での利回り追求によりクレジット・スプレッドが過度に縮小しており、その反転の余地は大きいためである。

ユーロ圏では今では政策余地は限られ、そもそも実体経済の、ショックへの耐性は強くはない。そのうえ高債務の問題ばかりか米中間の貿易摩擦、また米欧間で同様の摩擦が表面化する可能性や英国の欧州連合（EU）からの離脱に伴う混乱の可能性など、懸念材料には事欠かない。ここで今回の新型肺炎により、景気後退の可能性に加えてマネーの逆回転が強まれば、高債務の経済主体の金利水準の上昇がその債務負担を増大させ、両者の間で悪循環を生じつつ、ただでさえ厳しい経済情勢に、新たに多大な負担を及ぼす結果に繋がりかねない。今や新型肺炎の感染拡大を巡っては、実体経済への直接的な影響のみならず、債務問題への飛び火を通じた影響拡大にも、十分な注意が必要になっている。（20.3.19 現在）

（注 1）ギリシャに対する当初の支援に当たっては、フランス（サルコジ大統領）が緊急時における柔軟な支援対応の必要性を主張したのに対し、ドイツ（メルケル首相）は自然災害などの例外的な場合を除き国家への支援を禁ずる『EU 機能条約』122 条および 125 条の規定に基づき支援に消極姿勢を示し、両大国の見解が対立した。ようやく EU および IMF がギリシャに対し 1,100 億ユーロの金融支援策を取りまとめ、またユーロ圏が財政悪化国への支援の仕組みとして 4,400 億ユーロの欧州金融安定ファシリティー（EFSF）の構築を決定したのは、ギリシャ国債のデフォルトがいよいよ現実味を帯びた、10 年 5 月になってからであった。

また、その後も財政健全国では財政悪化国に対する終わりの見えない支援継続への有権者の反発もあり、国内事情を重視する政治的な動きがユーロ圏の足並みの乱れを助長した。

このようにユーロ圏では、重要な意思決定を迫られる局面で関係国の考え方の対立が事あるごとに際立ち、市場に意思決定の遅さを印象付けるとともに、実際に模様眺めのその時々の小出し対応に留まることが多かった。これに対して、市場はその都度、国債利回りの上昇で反応した。

（注 2）ユーロは、99 年にまず決済用通貨として導入された後、02 年に現金通貨の流通が開始された（ギリシャについては、これらはそれぞれ 01 年、02 年）。

（注 3）財政危機時にユーロ圏では、社会保障費の縮小等を含む財政改革に加え、労働コストの削減などを通じ競争力強化を図る経済の構造改革への取り組みが強く求められた。これらは必要不可欠な危機対策であったが、一面では失業率の上昇や所得格差の拡大を招き、内需の抑制を通じて長引く景気低迷をもたらす結果に繋がった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます