

ECB の引き締め策が炙り出すユーロ圏の債務問題

～財政余力による経済格差拡大や財政統合深化の方向へ～

山口 勝義

要旨

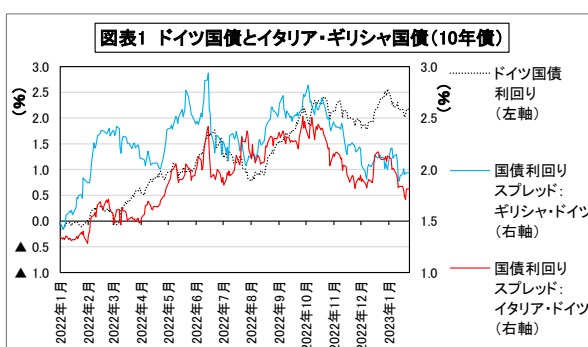
ユーロ圏は ECB の引き締め策が長期化するなか、スタグフレーション入りや債務問題の顕在化のリスクに直面している。今後は財政余力により経済格差が拡大するとともに、財政危機の再来ではなく財政統合の深化に向けて進む可能性がより大きいものと考えられる。

はじめに

ユーロ圏の経済情勢を特徴づける材料として何より注目されるのは、そのインフレの特性である。つまり、ユーロ圏では着実な賃金上昇などを通じて需要に支えられた米国のインフレとは異なり、新型コロナウイルスの感染拡大や気候変動対策、ロシアのウクライナ侵攻に伴い生じた供給面の制約がインフレの主要な要因となっている点である。この結果、需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融政策の効果は限られることから、欧州中央銀行（ECB）の利上げ対応はインフレ期待の動向や経済情勢を確認しながらの段階的なものにならざるを得ず、かつ政策金利はより長い期間にわたり高い水準に留まる可能性が大きいことになる。

こうした中で ECB は 2022 年 12 月に、前回の 75bp から 50bp に縮小したものの 4 理事会連続となる政策金利の引き上げを行い、また同時に、過去に景気刺激を目的に購入した債券の残高圧縮を 23 年 3 月に開始することを決定した。ラガルド総裁はこの時の記者会見で、インフレの沈静化のために同様の利上げがしばらく続くと言明し、実際に、インフレとの戦いは長期戦になるとの見通しを示している。

このため、この間、ユーロ圏ではインフ



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

レが高止まるまま景気回復が腰折れしスタグフレーションに陥るリスクを抱え続けることになる。またこれに加えて、高い債務残高を巡る問題が表面化するリスクも増すことになる。ECB のタカ派的な姿勢に反応して、12 月に国債市場では一時、神経質な動きが生じている（図表 1）。

折からユーロ圏では、コロナ危機後の様々な政策対応により広く政府債務残高が増加しているが、そのみならず、輸入に依存するエネルギーなどの価格高騰を受けて多くの国で経常収支の黒字幅が縮小し、赤字に転じる国も現れている。この高い政府債務残高と経常収支赤字の組み合わせは、ユーロ圏の財政危機時と類似の状況である。このようにユーロ圏では、供給制約下の ECB の引き締め策に応じて、スタグフレーションばかりか債務問題に関わるリスクも強まりを見せてきている。

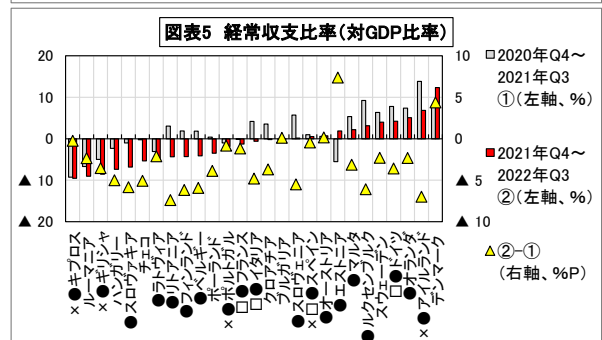
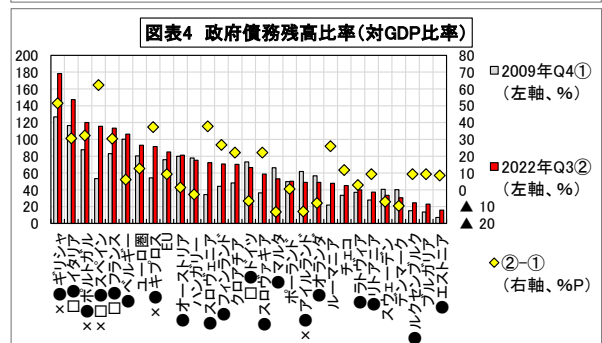
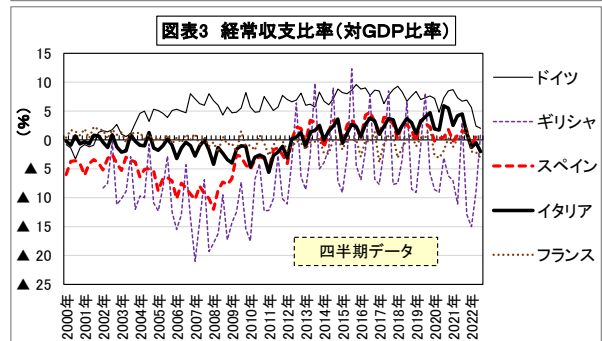
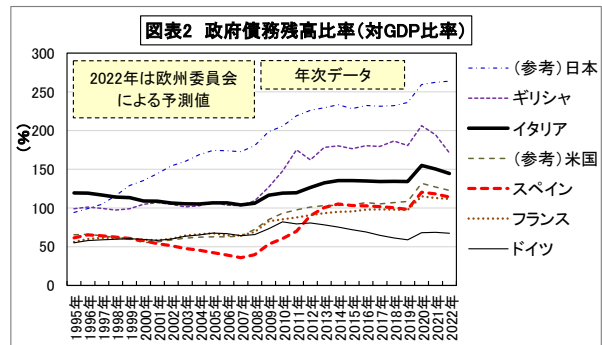
財政危機時と現在の類似点

ユーロ圏の財政危機は、09年10月の政権交代を機にギリシャで発覚した財政粉飾を発端として始まった。南欧を中心に支援要請が連鎖していったが、統一通貨の制約の下で厳しい改革を迫られた被支援国では、ユーロ圏離脱も現実味を帯びることになった^(注1)。さらにイタリア等の経済規模の大きい国々への危機の波及や銀行の財務悪化を通じた広範囲にわたる問題拡大の懸念が強まり、12年にかけて金融市場の混乱は深まった。これに対し、ドラギ総裁(当時)が12年7月に「ECBはユーロを守るためには何でもやる用意がある」と表明し、その後9月にはECBが無制限の国債買い取り策である OMT の導入を決定したことが転機となり、ようやく市場は鎮静化に向けて動き始めた^(注2)。

この際、ユーロ圏では財政危機に先立ち世界金融危機により政府債務が増加していたが、同時に特に南欧諸国では、ユーロの導入を通じて下方に収斂した金利水準の下で内需が刺激され、経常収支の悪化も進行していた(図表2、3)^(注3)。こうした中で高債務かつ経常収支赤字の国々からの急速な資金流出が生じ、これが市場波乱を増幅させる結果に繋がった^(注4)。

翻ってユーロ圏の現状を点検すれば、コロナ危機に加え生活費危機やエネルギー危機への対応により政府財政は悪化し、債務残高比率が財政危機時を上回る国も少なくはない(図表2、4)。また合わせて、輸入に依存する天然ガスなどの価格上昇が要因となり、経常収支の黒字幅の縮小や赤字化が広範に現れている(図表3、5)。

ECBは昨年7月、一部の国の国債利回りの上昇で市場が分断化され政策効果の浸透が阻害される事態を防止することを目



(資料) 図表2は欧州委員会の、図表3~5はEurostatの、各データから農中総研作成

(注) 図表4、5で、「Q」は四半期を示す。また、●はユーロ圏加盟国を、□はうち4大国を、×は財政危機時に金融支援を受けた国を示す。

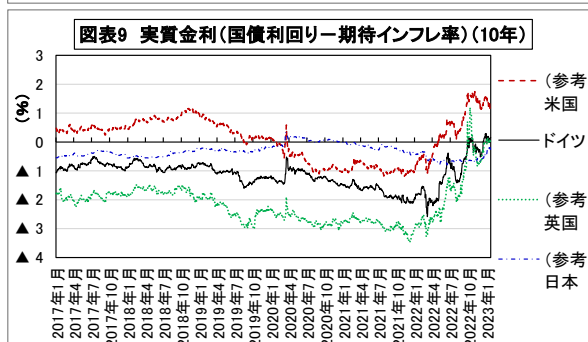
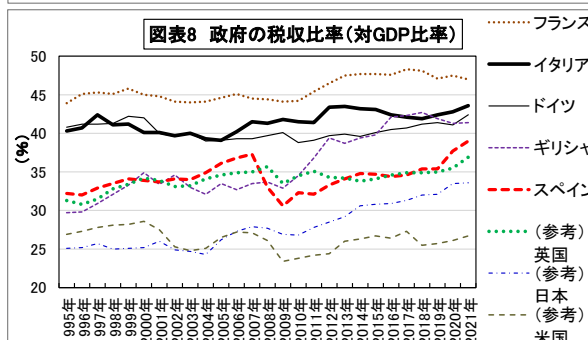
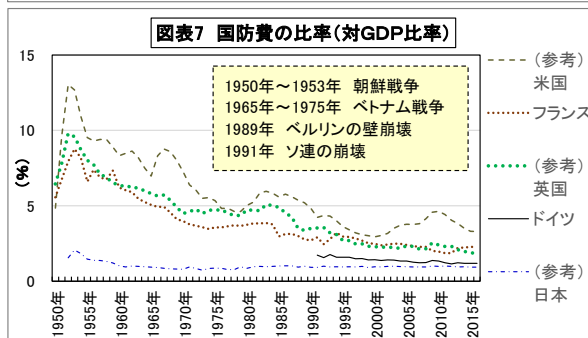
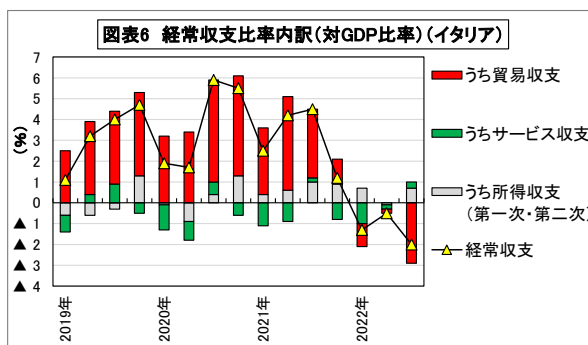
的に、新たな債券買い入れ策(TPI)の導入を決定した^(注5)。これらの対応もあり金融市場は比較的冷静に推移しているが、潜在的には経済情勢の不均衡が徐々に蓄積されてきていることになる。

厳しい環境の継続と金融政策の影響

このように現在のユーロ圏には財政危機時と類似の状況が生じているが、今後についても政府財政や経常収支を巡る環境は厳しく早期の好転は見込み難い。

まず経常収支については、イタリアを例に財貨の貿易が赤字化の主要因であることが確認できる（図表 6）。確かに足元では天然ガスの価格には落ち着きが現れているが、ガス備蓄の順調な進捗には暖冬が寄与したところが大きく、また 8 月まではノルドストリームによるロシアからのガス供給が維持されていた 22 年に対し 23 年には必要量の確保が一層困難になるものとみられている。このため、特に安定的な供給確保のためのインフラ整備に必要な先行き 3 年から 5 年の間は、ガス価格の反転上昇の可能性が小さくはない。そしてこの間は家計や企業への支援が継続し、政府財政に負担がかかり続けることが見込まれる^(注 6)。しかも、これまで各国が享受してきた国防費の漸減などの「平和の配当」は反転が避けられず、この他に気候変動対策関連の政府支出増なども加わり、今後は歳出圧力が一層高まることが予想される（図表 7）。これらの財源確保に当たっては、多くの国では増税余地が限られることから国債の増発が必至となり、政府財政の悪化が進行する可能性が大きいものと考えられる（図表 8）。

これに対し、供給面の制約を主な要因とするインフレの下では金融引き締め効果は限られスタグフレーションに陥るリスクを抱えるものの、ECB はインフレ期待の繋ぎ止めのために引き締め策を堅持せざるを得ない。この結果、供給制約が継続する当面の間は政策金利が高い水準に留まる可能性が大きく、高止まる名目金



(資料) 図表 6 は Eurostat の、図表 7 は Our World in Data の、図表 8 は欧州委員会の、図表 9 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

利や実質金利が国債費の増加や税収の減少をもたらすことが予想される（図表 9）。

このようにユーロ圏では高い政府債務残高と経常収支赤字が併存する下で、ECB の引き締め策が債務を巡るリスクの蓄積を一層押し進める可能性が強まっている。

おわりに

こうしてユーロ圏では、政府財政や経常収支を巡る厳しい環境が継続する中で、ECB の引き締め策が債務問題を炙り出しつつある。しかし危機対策の整備もあり、これは直ちに財政危機の再来リスクの高まりを意味するものではない。むしろ、今後のユーロ圏経済の推移を考察する上で、次の点が重要ではないかと考えられる。

その第一は、財政余力に左右された経済格差の拡大である。例えばドイツは、昨年 9 月にエネルギー危機対策として 2,000 億ユーロ規模の支援策を発表した。これは既存分と合わせて GDP の 8%に上る、突出した規模の支援策であったため、欧州連合 (EU) 内では摩擦が生じた。公平な競争条件確保の原則に抵触するとの反発のほかドイツ国内のエネルギー需要が刺激され EU 内では価格上昇を招く恐れや、物価上昇率の格差拡大で ECB の政策の難易度が増すなどの懸念である。しかし結

局は、財政余力の潤沢なドイツが、それによる恩恵を享受する結果となっている。

第二は、仮に市場波乱が強まった場合には、債務の共有化が進む可能性である。既に EU は 20 年 7 月に創設を決めたコロナ危機からの復興基金の財源調達のため、EU 復興債により共同で資金調達を行った実績がある。また現在、本年内の法制化を目指し、財政ルールである「安定成長協定」の柔軟化へ向けた検討も進めている^(注7)。このため今後の緊急時においても臨機応変の姿勢で対応が検討されることとなり、採られる対策は EU の財政統合に向けた新たな一歩となる可能性が考えられる。

以上のようにユーロ圏は引き締め策の長期化でスタグフレーション入りや債務問題の顕在化のリスクに直面しているが、今後は財政余力により経済格差が拡大するとともに、財政危機の再来ではなく財政統合の深化に向けて進む可能性がより大きいものと考えられる。(23. 1. 25 現在)

(注1) 自国の経済情勢に見合った通貨の減価が期待できない統一通貨の下では、被支援国は社会保障の縮小などによる財政改革や、労働コストの削減などを通じた供給面の競争力強化を図る経済の構造改革の取り組みが強く求められた。これらの危機対策は、失業率の上昇や所得格差の拡大により内需を抑制する結果をもたらした。これは経常収支の改善に繋がる一方で、国民の負担を高め長らく景気低迷の要因ともなり、改革で疲弊した被支援国のユーロ圏からの離脱が現実味を帯びることになった。

(注2) OMT は Outright Monetary Transactions の略。その発動は、当該国が欧州安定メカニズム (ESM) による支援を受け、その下で財政健全化や経済の構造改革などの支援条件を遵守していることが条件となる。なお、OMT はこれまでに発動された実績はない。また、こうした危機対策の整備のほか、機を見ての財政改革のスピード調整や、原油価格下落の追い風などが市場の安定の回復に寄与することになった。

(注3) ユーロの導入は 99 年 1 月 1 日であり、02 年 1 月 1 日に実際に通貨の発行・流通が開始された。財政危機時の被支援国であるスペインやアイルランド、ポルトガルは 99 年 1 月、ギリシャは 01 年 1 月、キプロスは 08 年 1 月に、それぞれユーロ圏に加盟した。

(注4) 経常収支は「貿易収支＋サービス収支＋所得

収支(第一次、第二次)」として定義されるが、国内景気の過熱時や輸入物価の上昇時などには輸入の拡大により赤字に転じやすい。この場合には、「輸出－輸入＝生産－消費－投資」の関係から、国内でネット貯蓄がマイナスであり海外からの資金導入が必要となることを意味している。海外からの資金はしばしばより高い利回りを要求し、また逃げ足が速く不安定でもあるため、経常収支が赤字である状態は金融市場の波乱を増幅する結果を招きやすいことになる。

(注5) TPI は Transmission Protection Instrument の略。その発動は、当該国が健全な経済や財政の状態を維持していることを前提として、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。

(注6) Bruegel のデータでは、家計や企業に対するエネルギー危機への支援策として、EU 加盟国では 21 年 9 月～22 年 11 月の間に GDP 対比で 2～5%に上る規模の支援を行っている(ただし 7%台のドイツもあれば、0.5%程度のスウェーデンもある)。次による。

・ Bruegel (20 Nov. 2022) “National fiscal policy responses to the energy crisis”

(注7) 欧州委員会は 22 年 11 月、「安定成長協定」の改革案を示した。対 GDP 比率で 60%や▲3%の債務残高や財政収支の基準は維持しつつ、財政改革への取り組みの柔軟性を増すなどの内容となっている。