

不安要因が残存するユーロ圏経済

【ポイント】

1. 欧州各国の財政赤字が拡大している。特に、ギリシャは財政悪化が顕著であり、市場ではギリシャ問題の帰趨に注目が集まっている。
2. 銀行セクターの経営環境は徐々に改善しているものの、景気低迷による不良債権の増加や金融規制の強化の動きなどがあり、健全化には時間がかかる見通し。
3. 2010年のユーロ圏経済は、ギリシャ問題に象徴されるように、財政再建が急務なことや金融機関の調整が続くことなどの要因が重しになると見込まれる。

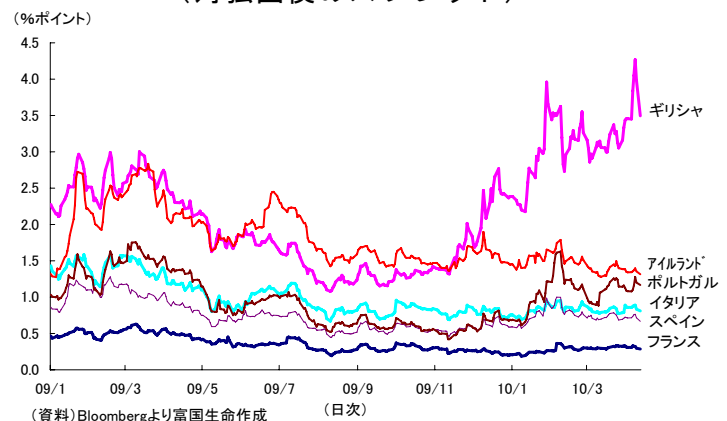
リーマンショック後の世界的な景気の大規模悪化により、世界各国で大規模な財政出動が行われたことで財政規律は緩み、各国の財政赤字が拡大している。その中でも、ここ数ヵ月、市場で注目されているのが、南欧諸国の財政赤字拡大である。特に、ギリシャは、10月の政権交代を契機に、財政赤字が一段と拡大していることが露見し、財政問題の帰趨が焦点となっている。

3月下旬（3月22日～24日）に、欧州の金融市場の中心であるロンドンにおいて、金融機関などでヒアリングを行う機会をもった。現地での情報などを踏まえて、ギリシャ財政問題を含む欧州の経済、金融市場の現状や先行きについて概観する。

1. ギリシャの財政問題

以前よりギリシャの財政赤字が不安視されていたが、市場に動揺が広がりはじめたのは、2009年10月の総選挙で政権が交代し、統計上の財政赤字が下方修正（2009年の財政赤字がGDP比12.7%）されたことが最大の要因である。従って、ギリシャ問題の根源は、統計の信頼を毀損した統計改ざん問題であるとの指摘も多く聞かれる。EU加盟国では、マーストリヒト条約で物価の安定、長期金利の安定、財政規律の遵守などが求められ、ユーロ加盟国では、1997年の安定・成長協定によって、一般政府の財政赤字をGDP比3%以内、一般政府の債務残高を同60%以内との基準が設けられている。足元では、ギリシャはそれを大幅に逸脱する水準となる中、これまでの幾度の財政収支の下方修正に対し、意図的なものではないかとの疑念も広がっている。こうした状況下、市場においては、ギリシャの10年国債利回りが上昇し、ドイツのそれに対するスプレッドが拡大するなど、ソブリンリスクも浮上している

図表1. 欧州各国の10年国債利回り
(対独国債のスプレッド)



(図表 1)。

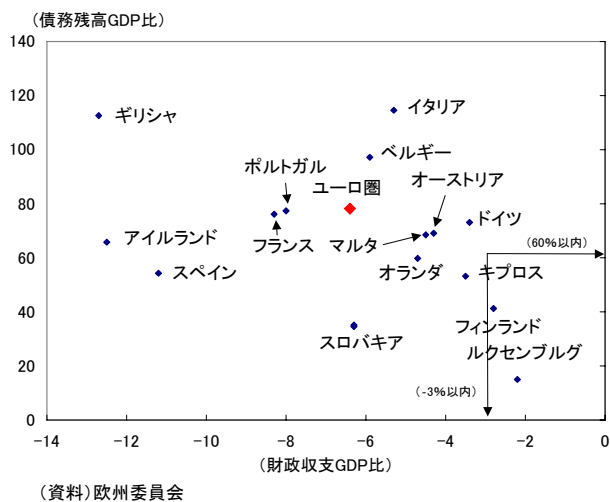
また、ギリシャがユーロを離脱する、もしくはユーロ圏側がギリシャを救済しないのではとの思惑も広がった。そもそもユーロ圏の一員となることで、各国のマクロ政策は自由度が制限されている。財政政策については、各国政府がおのおの実施することが容認されているものの、当然、通貨が統一されることで、為替介入や口先介入などで通貨安を実現することができなくなり、金融政策も ECB (欧州中央銀行) で決定され、政策金利もユーロ圏では同一となる。財政再建が急務となる現状において、ギリシャが独自に実行できるマクロ政策は殆どない。このような制約下、ギリシャ及びユーロ圏側がどのような選択肢をとるのかヒアリングしたところ、「ギリシャについては、構成国であるが故に、金融政策の信認が高まることにより、資金調達コストを軽減するなどのプラスの面がある一方、離脱のデメリットとしては、ユーロ建て債務の負担コスト増や信認低下による資金流出リスクがあるため、離脱を選択する可能性は低い。他方、ユーロ圏側については、他の国への悪影響の拡大などが懸念され、ギリシャをユーロの枠組みにとどめるだろう」との見方が現地のコンセンサスとなっていた。

今後、ギリシャは公務員給与の引下げや社会保障費削減などにより、早急に財政再建を図ることになるが、喫緊の課題は、国債のリファイナンスなどの資金調達である。ギリシャは、国債の大量償還を間近に控え、その金額は 4 月 22 日に 10 年債で 82.2 億ユーロ、5 月 19 日に 80.9 億ユーロが予定されている。既に 4 月分の国債償還分の資金には目処がついたという報道があるものの、3 月 29 日に 7 年物国債 50 億ユーロの発行に踏み切った際には、表面利率が 5.9% と高い利払い負担が求められた。このような金利上昇は、調達コストが増大することになり、財政再建を図る上での足枷になる。

このギリシャ問題によって、前述した 10 年国債利回り以外にも為替市場にも影響があらわれている。ユーロ売りが進み対円では 2 月下旬に 1 ユーロ 120 円と約 1 年振りの円高水準となった。3 月 25 日には、EU 首脳会の会合で、IMF (国際通貨基金) とともにギリシャが支援を必要な状況となった場合に金融支援措置を行う旨の声明を発表したことで一定の安心感が広がり、若干ユーロ安が修正された。ところが、支援するとの声明でも実効性が担保されなかったことから、市場は懐疑的な見方を崩しておらず、為替の方向感はまだ定まっていない。

また、ユーロ加盟国においては、ギリシャ以外にもアイルランド、ポルトガル、スペインなども財政赤字が深刻である。図表 2 は、欧州各国の財政収支と債務残高について GDP 比をプロットしたものであるが、殆どの国が財政赤字 3% 以内、債務残高 60% 以内の安定・成長協定の数値を大幅に上回っている。中でも、ギリシャの悪化が抜きん出ているが、他の南欧諸国も急速に悪化している。格付会社による格付けをみると、上記に挙げた南欧諸国は、ギリシャと比較すると概ね 3 ノッチ以上上回っており、現時点では、他の南欧諸国に飛び火するリスクは小さいだろう。ただし、今回のヒアリング先では「ギ

図表 2. ユーロ圏の財政状況



リシャ問題を要因としたユーロ安は、「市場が過剰に反応しすぎ」との見方が大勢であったことを鑑みると、ギリシャ問題の解決に目処がつかず、いつまでも火種が残る状況になると、市場の過剰反応によって、ギリシャ以外の国にも火の粉が飛ぶリスクもあると思われる。ギリシャ問題の早急な解決が不可欠である。

2. 悪化に歯止めが掛かるも、好転が見込みにくい金融セクター

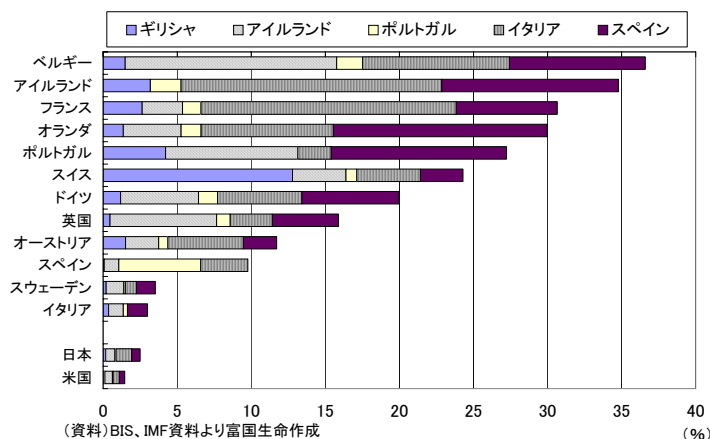
金融危機によって損失が拡大した金融セクターは、公的資金を用いた資本注入や市場の落ち着きを映して、徐々に経営環境が改善している。欧州の大手金融機関の約半分が資本注入を受けて政府関与の下になったものの、民間部門での資金調達が可能となり、一部の金融機関では、国の経営関与を避けるために公的資金を全額返済する動きもみられる。その一方で、資本劣化によって公的資金を返済できない金融機関は、事業売却などのリストラを強いられている。このように個別の金融機関では明暗が分かれているが、現地の見方では、「政府関与の下、再び金融機関が破たんするような事態は避けられる」が大半であり、個別金融機関の破たんが金融危機の再発の引き金になるリスクは小さい。

しかし、欧州の金融機関は、自国の GDP 規模を大きく上回る水準までバランスシートを拡大させているところも多く、その調整には時間がかかる見通しである。特に、海外向けの与信比率が高く、国内要因ではなく与信先である海外の景気動向次第で大きな損失を抱えるリスクがある。IMF による 2010 年までの累計損失見積もり（2009 年 10 月時点）は、欧州の銀行では、貸出と有価証券を合計した海外向けの損失見積もりは 4,000 億ドル弱と損失全体の約半分を占めている。また、図表 3 は、欧州銀行の国別の与信金額（GDP 比）をまとめたものであるが、南欧諸国（ギリシャ、

アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペイン）向け与信は、日米と比較すると極めて大きくなっている。そのため南欧の景気動向次第では、他の国の金融機関に悪影響を及ぼすことになり、負の連鎖が広がる懸念される。ギリシャ向け与信については、スイスを除くと GDP 比で 3%を下回っており、ギリシャ問題が欧州銀行の経営を揺るがすリスクは小さい。

しかし、経済規模が比較的大きいイタリア、スペイン向け与信は大きく、それらの地域における不良債権が拡大すると欧州銀行に与える悪影響は大きくなる。既に欧州の主要銀行は海外向け与信を圧縮し、市場の安定とともに貸倒損失の拡大に歯止めが掛かりつつある。しかし、景気低迷や不動産価格の下落によって不良債権が増大する中、それに対応する引当金の計上が追いついておらず、カバー率（貸倒引当金／不良債権）は低下傾向となり、健全化に向けた歩みは道半ばである。また、今後、金融機関には規制強化という逆風が予想される。金融危機が発生したことを省みて、バーゼル銀行監督委員会において金融規制を強化する動きがみられ、自己資本の増強や自己勘定のトレーディングに係る規制などにより、収益環境は金融危機の前と大きく異なることになる。

図表 3. 南欧諸国向け与信（対 GDP 比）



3. 欧州経済は持ち直すものの、低空飛行が続く見通し

2009年10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比+0.0%となった。前期(同+0.4%)の伸びを下回るなど、景気回復の足取りは力強さを欠いている。ユーロ圏の名目GDPの各国別割合(2008年)をみると、図表4のように、ドイツ、フランスが半分弱を占め、次に、イタリア、スペインと続いている。なお、財政悪化が顕著なギリシャは2.6%、ポルトガルは1.8%と相対的に経済規模は小さい。また、2009年の実質GDP成長率の前期比伸び率の推移をみると、ユーロ圏のそれは、2009年7～9月期にプラスに転じているが、財政悪化が顕著な南欧諸国の足取りは重く、依然としてマイナス成長を続けている国が散見される。

図表4. ユーロ圏のGDP

	GDPシェア (名目GDP)	実質GDP成長率(前期比)			
		2009年			
		2008年	1～3月	4～6月	7～9月
ユーロ圏	100.0	-2.5	-0.1	0.4	0.0
ドイツ	27.0	-3.5	0.4	0.7	0.0
フランス	21.1	-1.3	0.3	0.2	0.6
イタリア	16.9	-2.7	-0.5	0.5	-0.3
スペイン	11.8	-1.7	-1.0	-0.3	-0.1
オランダ	6.4	-2.3	-1.1	0.5	0.2
ベルギー	3.7	-1.7	-0.1	0.7	0.3
オーストリア	3.0	-2.2	-0.5	0.5	0.4
ギリシャ	2.6	-1.0	-0.3	-0.5	-0.8
フィンランド	2.0	-5.2	-0.3	0.3	0.0
アイルランド	2.0	-2.0	-0.7	-0.1	-2.3
ポルトガル	1.8	-1.9	0.6	0.5	-0.2
スロバキア	0.7	-8.1	1.2	1.6	2.0
ルクセンブルグ	0.4	-1.3	-1.6	4.8	-0.2
スロベニア	0.4	-6.8	0.3	0.6	0.1
キプロス	0.2	-0.6	-1.2	-0.8	-0.3
マルタ	0.1	-1.0	-0.5	0.6	0.9

(資料)EUROSTAT、Bloomberg

今後の欧州経済については持ち直すものの、低空飛行にとどまると予想している。経済規模の大きいドイツが、海外需要の回復やユーロ安を映して外需主導によって持ち直し、フランスも手厚い社会保障のもと内需が底堅く推移することで、ユーロ圏全体の景気が失速することは避けられるだろう。しかしながら、各国独自の金融・為替政策ができない中、財政政策も財政再建に向けた動きが急務であり、短期的には景気の下押し要因になる。また、前述した通り、金融セクターは最悪期を抜けているものの、実体経済の低迷に伴う不良債権の増加見込みや規制強化の動きにより、金融セクターによるけん引は当面期待できない。

4. まとめ

4月11日のユーロ圏財務相会合において、ユーロ圏が最大300億ユーロ(約3兆8,100億円)、期間3年の融資を今年提供することで合意した(これとは別にIMFが150億ユーロを融資)。融資金利は5%であることから既存の3年物国債利回りを下回ることになる。今回救済フレームが示されたことで、ギリシャ問題はひとまず沈静化する可能性は高いが、現時点では、ギリシャは支援を要請せずにいるし、2011年以降のユーロ圏の支援が決定されていない等の不安材料も残る。また、ギリシャを支援することは、ユーロ圏各国にとっては、自国の税金を投入することで世論の反対の声も多く、国内政治、選挙との板ばさみになることが予想される。この困難な状況下、ギリシャ問題が他の南欧諸国、特に、経済規模がユーロ圏の一割に達するスペインに波及することを何としても阻止することで、ユーロへの信認を高めていくことになるだろう。

この長引くギリシャ問題が象徴的であるが、2010年の欧州を取り巻く状況は、財政再建が急務である国が多いことや金融機関の調整が続くことなど、厳しさが残る1年になるだろう。

(財務企画部 森実 潤也)