

## 債務増減要因からみた欧州債務問題の行方

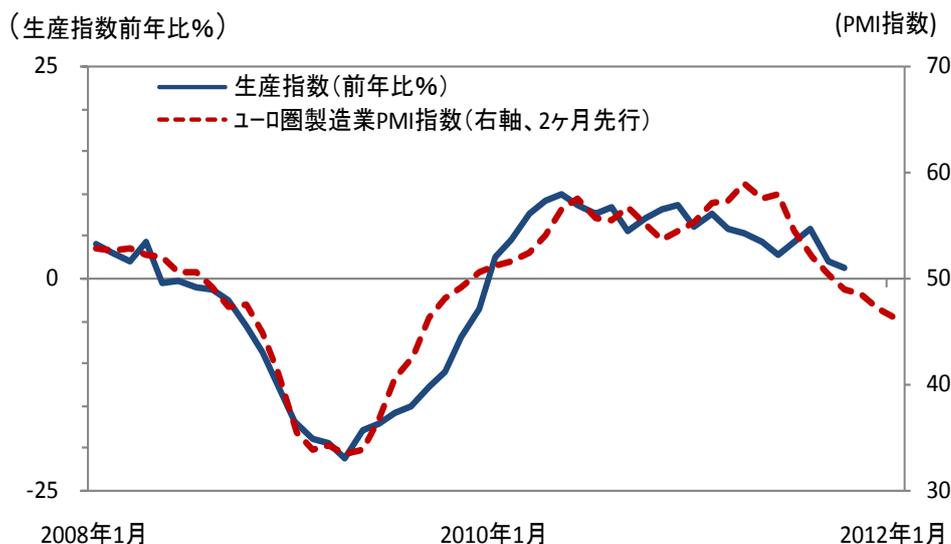
将来の債務水準を左右する要因に焦点をあて、欧州債務問題の行方を考察した。GDP比で見た各国債務は、①過去の債務水準、②成長率と債務金利の大小、③利払いを除いた財政収支、の3つに左右される。細かく見れば各国それぞれ要因は異なっているが、短期的には成長率の低下と金利上昇の組合せが将来の債務水準を膨らませ返済能力を損ねる。欧州経済全体が景気後退に陥り、かつ大量の満期償還を控え金利が高止まり易い2012年は、欧州各国いずれも負債金利が成長率を大きく上回るため、格下げリスクに晒され易い状況が続こう。

### 1. 景気後退に向かう欧州経済

ここ数ヶ月間に公表された欧州の各種経済指標は、ユーロ圏経済の悪化がこれから本格化し、来年は景気後退に陥ることを示している。既にユーロ圏全体の生産指数は10月前年比1.3%まで鈍化しているが、前月比で見れば2ヶ月連続のマイナスが続いている。先行性に優れるユーロ圏製造業PMI指数は景気拡大と後退の境目である50を既に割り込み、来年1月にかけて生産指数が前年比5%減の水準まで落ち込むことを示唆している(図1)。

欧州各国の国債市場に目を転じれば、2012年は国債の満期償還が集中するため需給面で資金が逼迫しやすく、金利に上昇圧力がかかり易い年でもある。とりわけ、2012年1～3月期は2012年の中でも満期償還が集中しており、実体経済(景気後退)と金融市場(国債金利の上昇)の両面で欧州にとり厳しい局面が続く。

図1 先行指標から見た欧州景気後退の深さ



(資料) Bloombergより住友信託銀行調査部作成

表1 欧州主要国の2015年までの国債満期償還規模

(10億ユーロ)

	ドイツ	フランス	イタリア	ギリシャ	アイルランド*	ポルトガル	スペイン	GIIPS計
2011年	0.0	13.5	11.3	3.7	0.0	2.3	0.0	71.1
2012	218.1	281.2	327.4	47.9	5.9	24.7	151.4	515.1
2013	153.0	126.2	157.1	27.9	6.0	10.8	86.2	282.2
2014	85.0	97.1	124.2	31.8	11.9	15.9	78.6	254.1
2015	96.0	113.7	141.1	22.0	0.2	12.0	47.2	219.1
2013年迄累積	115.5	103.8	85.9	15.9	10.2	10.2	49.0	868.4
2014年迄累積	39.0	71.6	87.8	76.8	0.0	7.1	34.3	1122.6
2015年迄累積	46.0	47.1	63.0	30.9	25.1	7.1	17.3	1341.6

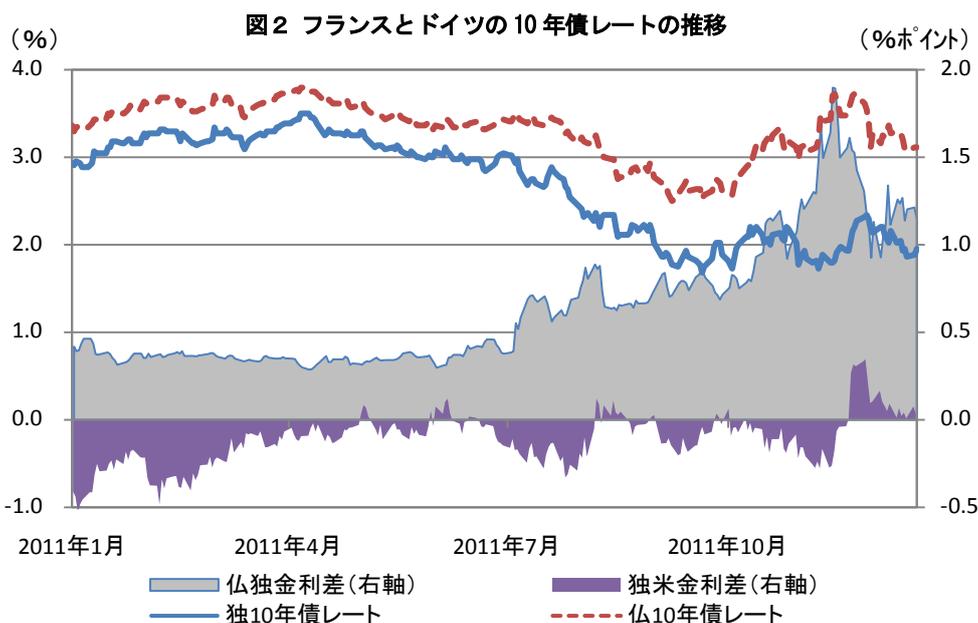
(資料) Bloombergより住友信託銀行調査部作成

2015年までの満期償還分布に注目すれば、GIIPS諸国（ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン）の2012年における満期償還額は5,151億ユーロにのぼり、欧州金融安定基金（EFSF）の現時点での融資可能な金額4,400億ユーロを優に上回っている（表1）。

こうした将来の環境を先取りし、2011年も終わりに近づくにつれ、当初の懸念先であったギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガルといった欧州周縁国のみならず、イタリア、フランスといったコア諸国の長期金利も上昇傾向にある。

例えば、フランスとドイツの10年国債レートの金利差は7月まで0.5%ポイント未満で推移していたが、10月以降はフランス10年債レートがドイツのそれを1%ポイント超上回り、フランスの格下げを徐々に織り込みつつある（図2）。

加えて、ユーロ圏で最も安全とされるドイツ10年債自身のレートも、11月以降はソブリン信用格付けがドイツよりも低い米10年債レートを上回って推移する局面が増えており、もはや個別国の懸念からユーロ圏全体に対する懸念へとリスクレベルが上がってきている。



(資料) Bloombergより住友信託銀行調査部作成

## 2. 債務増減を左右する3つの要因

このように今や、欧州全体へと債務問題が広がってきた背景には、現在の債務返済状況はもちろんのこと、将来の債務規模と政策対応を含めた返済能力に対する懸念がある。将来の債務水準と返済能力に焦点を当てると、予想される債務や返済能力は次のように、①過去の債務規模、②成長率と債務金利の大小、③利払いを除く財政収支（プライマリー収支）、の3つに左右される。

$$\text{債務増減} = (\text{債務金利} - \text{名目成長率}) \times \text{債務規模} - \text{プライマリーバランス}$$

この3つの要因を通じて債務が悪化していく状況を順に整理すれば、①過去の債務水準が大きければ返済負担が大きく、ひとたび金利が急騰すれば返済力に支障をきたす、②債務削減を急ぐあまり大規模な政府支出の削減を実施すると成長率が低下し、債務金利が成長率を上回り短期的には債務が増加する、さらに、③中期的な財政支出削減を目的に年金や社会保障費の削減まで手を付けると政治的な緊張が高まり易い、というケースが考えられる。いずれのケースも、欧州債務問題そのものが抱える状況（金利上昇と金融危機、成長危機の組合せ）に相当している。

実際に2010年時点の各国の状況をこの3要因で比較すると、債務水準の点では、イタリアが名目GDP水準を超えて最も規模が大きく、他国もスペインを除きGDPの8割前後に膨らんでいる（表2）。つぎに、名目成長率と債務金利を比較すれば、フランスも含めて多くの国で債務支払い金利が名目成長率を上回る。支払い金利より成長率が高いのは、欧米ではドイツ、イギリス、米国に限られる。そして、かかる金利支払いを除く財政収支（プライマリー収支）はすべての国で赤字となっている。なお、イタリアは2010年時点でほぼプライマリー収支がバランスしているものの、債務規模そのものが高いため金利上昇に脆弱で債務が減りにくい。

表2 将来の債務規模を左右する各要因の2010年時点の水準

(%、%ポイント)

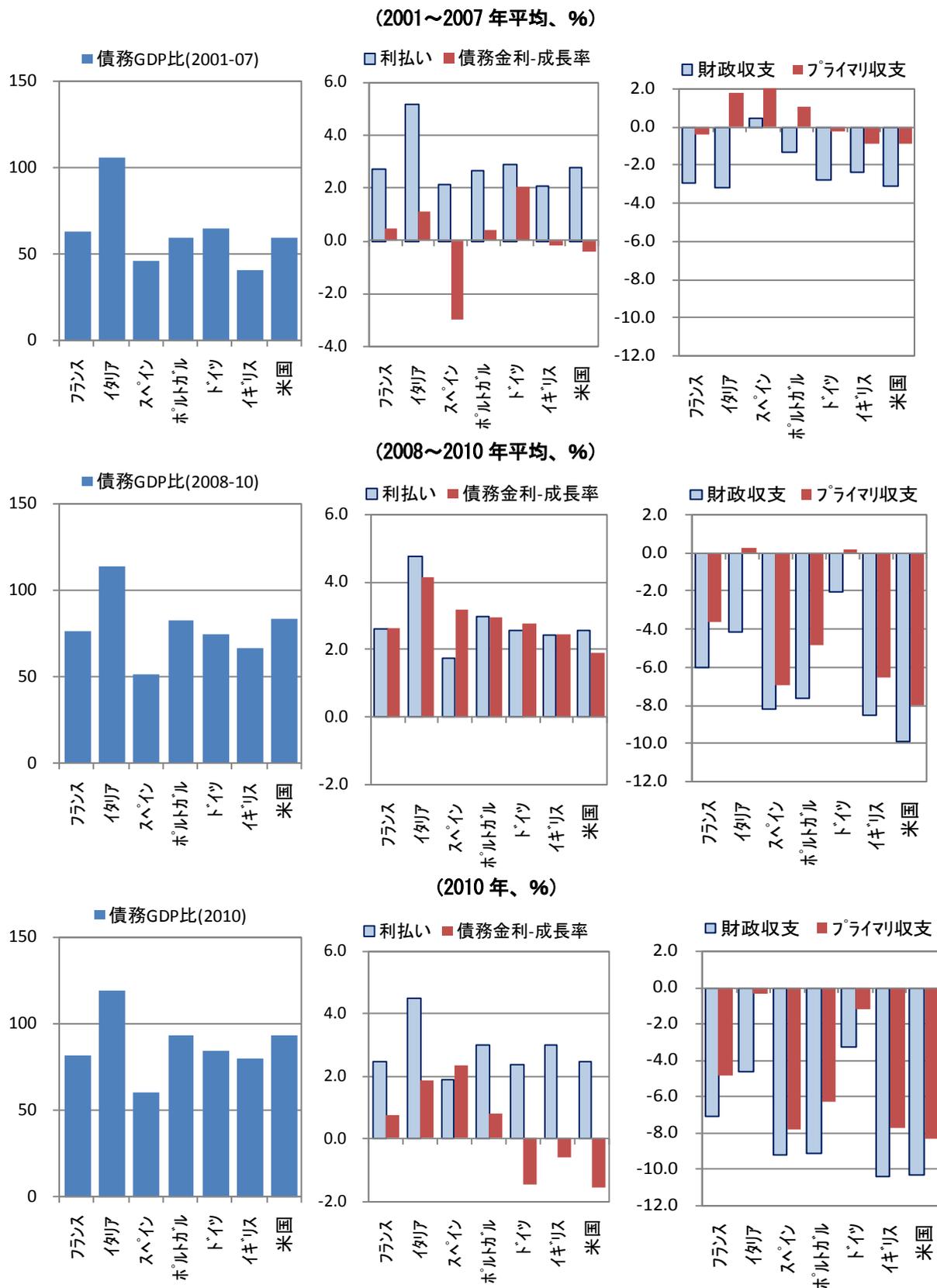
	債務 GDP比	財政収支 GDP比	プライマリー収支 GDP比	利払い費 GDP比	債務金利	名目成長率	債務金利- 名目成長率
フランス	82.3	-7.1	-4.9	2.5	3.1	2.3	0.8
イタリア	119.0	-4.5	-0.3	4.5	3.8	1.9	1.9
スペイン	60.1	-9.2	-7.8	1.9	3.2	0.8	2.3
ポルトガル	92.9	-9.1	-6.3	3.0	3.2	2.4	0.8
ドイツ	84.0	-3.3	-1.2	2.4	2.9	4.3	-1.4
イギリス	75.5	-10.2	-7.7	3.0	3.8	4.3	-0.6
米国	93.6	-10.3	-8.4	2.5	2.7	4.2	-1.5

(資料) IMF、各国統計より信託銀行調査部作成。金利-名目成長率は%ポイント。それ以外は%

こうした状況が如何にして生じたのかを3つの要因毎に過去に遡ることで、どの要因が重要であったかという点から逆に、将来を見通すことができよう。取り上げた各国推移を、リーマン・ショック前の2001～2007年、直後の2008～2010年、

結果としての2010年単年と、3期間に分けて比較してみた(図3)。

図3 債務規模を左右する各要因の時系列推移



(資料) IMF、各国統計より信託銀行調査部作成。金利-名目成長率は%ポイント。それ以外は%

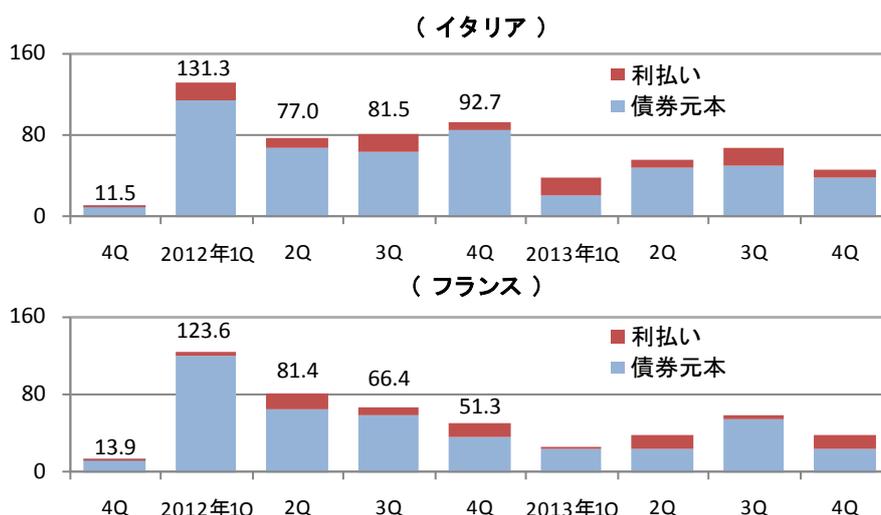
債務 GDP 比の変遷をみると、全ての期間を通じて債務規模が名目 GDP 比 100% を上回るイタリアを除けば、リーマン・ショック前の 2001～2007 年の債務規模は概ね GDP の半分に抑えられていた。ところが、リーマンショック後は各国とも成長率が債務金利を大きく下回り、財政赤字が拡大することで債務規模が膨らんでいった経緯が窺える。各国の債務利払い水準についても、債務そのものの規模が大きく利払い費が GDP 比の 4% を上回るイタリアを除き、各国とも GDP の 2～3% で概ね安定していたが、債務金利から名目成長率を差し引いた水準は、リーマン・ショック後拡大し、成長に比べて金利負担が大きくなった国が多い（図 3 第 2 列）。

こうした欧州各国の債務規模の変遷から読み取れるのは、細かく見れば各国それぞれ要因は異なるものの、短期的には成長率の低下と金利上昇の組合せが将来の債務水準を膨らませ返済能力を大きく損ねるといえる点である。

### 3. 正念場となる 2012 年前半

欧州全域が景気後退に陥る可能性が高い 2012 年は、成長率低下と大量の満期償還に伴う需給逼迫による金利上昇という最悪の組合せが生じやすい年となる。とりわけ、2012 年前半はイタリア、フランスなど経済規模に伴い償還額が大きい国の償還が集中する（図 4）。将来の債務を左右する要因からみても、来年 2012 年は欧州全体として格下げに晒され易く、格下げ可能性が金利上昇をもたらす悪循環が生じやすい点で、政策対応と経済金融環境いずれの点でも正念場の年となろう。

図 4 イタリアとフランスの四半期別にみた利払い込みの満期償還額（10 億ユーロ）



(資料) Bloomberg より住友信託銀行調査部作成。2011 年 10～12 月期より 2013 年 10～12 月期まで

(木村俊夫 : [kimurato@sumitomotrust.co.jp](mailto:kimurato@sumitomotrust.co.jp))

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。