欧州政府債務危機の背景と行方
―『世界経済の潮流 2011Ⅱ』より―

内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）付　伊藤 靖晃

ヨーロッパ経済をみると、2008 年９月の世界金融危機がもたらした実体経済の悪化に歯止めをかけるために各国政府が打ち出した景気刺激策は、景気を下支えする一定の役割を果たしたものの、各国政府における財政赤字の拡大を余儀なくさせた。特に、財政状況の悪化から抜け出せない一部の国に対しては、財政の持続可能性に対する市場の懸念が高まり、金融不安の火種となっている。

○国ごとにばらついているヨーロッパ経済

ヨーロッパ経済をみると、08 年の世界金融危機の発生後、09 年７～９月期からユーロ圏全体の実質経済成長率はプラスに転じている。しかしながら、各国ごとの経済状況をみると、国ごとにばらついている。

まず、実質経済成長率をみると、ドイツ、フィンランド、オーストリア等では大きく回復している一方で、ギリシャやポルトガル等では回復が遅れている。次に、失業率についてみると、実質ＧＤＰの回復が遅れているギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインでは 10%以上の高水準となっており、実質ＧＤＰの回復が遅れている国ほど失業率が高いという相関がみられる。

また、10 年の一般政府財政赤字ＧＤＰ比をみると、実質ＧＤＰが大きく回復しているドイツやフィンランド等では、安定成長協定の基準である３％の近傍にあるなど財政状況は比較的良好な水準まで戻っている。これに対し、実質ＧＤＰの回復が遅れているアイルランドでは財政赤字ＧＤＰ比は 30%を超え、ギリシャ、スペイン、ポルトガル等でも 10%前後にあるなど、安定成長協定の水準を依然大きく上回る状況に陥っている。このことから実質ＧＤＰの回復に見られる経済状況の改善が遅いほど、財政状況の改善が順調に進んでいないという関係が窺われる。

○輸出主導で回復を遂げる経済大国ドイツ

ヨーロッパにおける最大の経済大国であるドイツは、世界金融危機の発生後、輸出主導により景気後退を脱すると、好調な輸出が個人消費や投資等の内需に波及することで、フランス、英国、イタリアと比べて、自律的な景気回復をいち早く達成している。

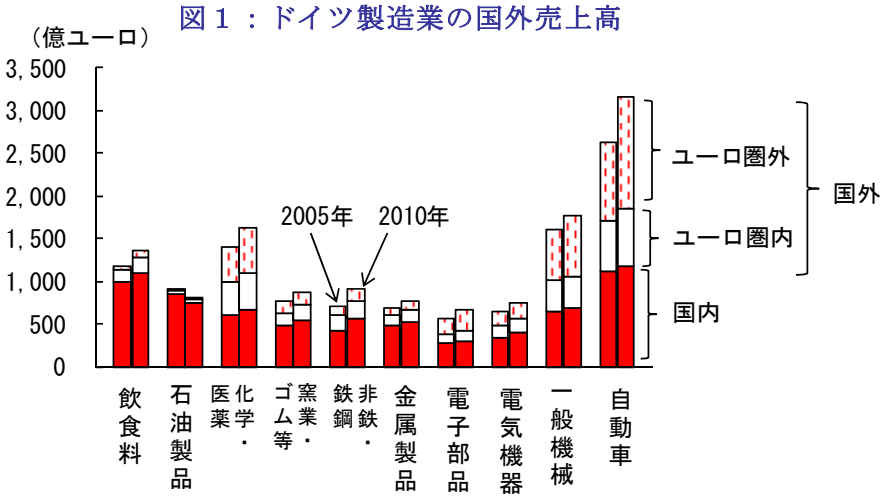
ドイツが自律的な景気回復をいち早く達成した要因としては、１）輸出環境の優位性、２）高い企業収益力、３）労働市場改革が挙げられる。

輸出環境の優位性についてみると、ユーロ導入による域内向け為替リスク消滅と通貨安の恩恵享受、従来から国際競争力が強い業種や企業の存在、コスト面で優位な生産構造、さらに世界金融危機後に世界各国で実施された景気支援策等の効果が重なったことが挙げられる。

域内共通通貨であるユーロ導入前は、ドイツ･マルクの増価は輸出競争力の低下につながったが、ユーロ導入によりドイツのユーロ域内向け輸出は為替変動リスクから免れ、国内価格水準がストレ

ートに域内での価格競争力に反映されるようになった。ユーロ圏域外への輸出についても、09 年後半以降ユーロの減価が急速に進んでおり、価格競争力の面で有利な環境となっている。また、ユーロ安に加え中国を中心とするアジア諸国の旺盛な需要も追い風となった。さらに、国内・国外別の売上高を業種別にみると、売上高の高い「自動車」、「一般機械」、「化学・医薬品」で約６割、「電子部品」、「電子機械」でも約５割を国外売上高が占めており、国際的に競争力のある産業や企業の存在が確認される（図１）。

図１：ドイツ製造業の国外売上高



（備考）ドイツ連邦統計局より作成。

ドイツの労働市場についてみると、00 年代前半のハルツ委員会報告等に基づく一連の労働市場改革を機に、失業給付制度の改革や職業紹介・就労支援体制の強化、労働市場の柔軟化が実施され、手厚い社会保障から就労促進へと転換させる仕組みが整備された。

失業給付制度の改革では、問題となっていた重複支給を統合した「失業給付Ⅱ」の創設や、失業給付期間の短縮等により、失業者が就労意欲を低下させる「失業の罠(Unemployment Trap)」に陥る状況が大きく改善された。また、ミニジョブ・ミディジョブの導入や解雇制限法の改正等の規制緩和により、未熟練労働や単純労働を活用出来る労働市場が広げられ、雇用形態の多様化や就労機会を拡大させる条件が整えられた。

さらに、世界金融危機による景気後退期では、03 年から 05 年に実施された一連の労働市場改革の成果に加えて、「労働時間貯蓄制度」や「操業短縮手当制度」の活用により、操業時間を短縮してワークシェアを行うことで雇用を維持し、世界金融危機後の失業者増加を最小限に抑えることができた。雇用喪失を緩和し、熟練労働力や技能労働力といった人的資本の維持によって、景気回復期に入ってからの人材需要に即応できたことは、10 年後半からのドイツの急速な景気回復に寄与したものと考えられる。

ただし、ドイツ経済の先行きについてみると、他のヨーロッパ主要国と同様、世界的な景気の下振れ懸念に巻き込まれており、不透明感を増していることに留意する必要がある。

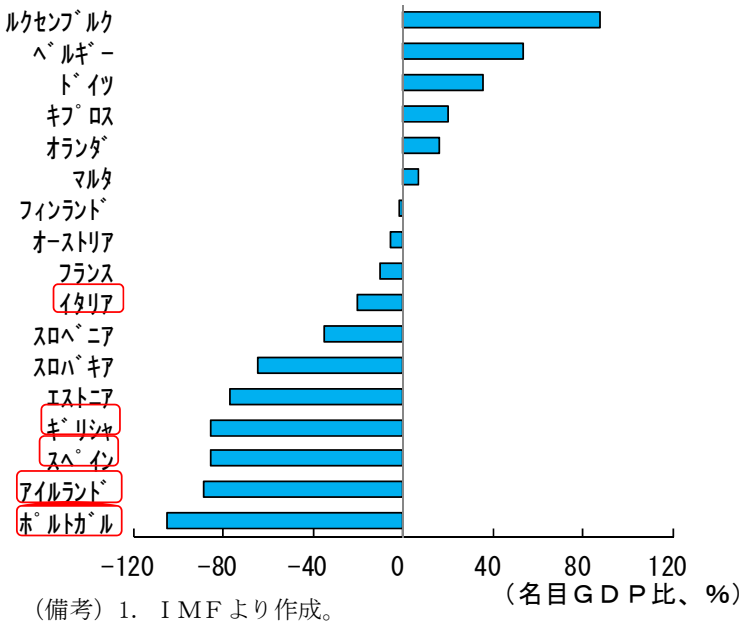
○景気が低迷している南欧諸国等

ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアの南欧諸国等では、00 年以降、個

人消費や固定投資の増加によって、内需主導の経済成長を続けた。しかし、その内需主導の経済成長は海外からの借入れに支えられた面も大きかったため、世界金融危機後に海外資金が引き揚げられると、その成長パターンは持続不可能となった。そうした中でソブリン問題が深刻化し、南欧諸国等では厳しい財政再建の実行を迫られ、景気回復は一段と遅れることになっている。

南欧諸国等では、ユーロ参加で域内投資の際の為替リスクが消滅したことなどから、南欧諸国等に対する資本流入が 00 年から 08 年半ばにかけて加速した。南欧諸国等の家計や企業は資金を調達しやすくなり消費や投資が増加したほか、スペインやアイルランドといった一部の国では住宅バブルが生じた。しかし、その結果、資本流入の裏側で対外債務が積み上がることとなった（図２）。そして、世界金融危機後に海外からの資金が引き揚げられると、南欧諸国等の実質ＧＤＰ成長率は内需が押し下げる形で大きく落ち込んだ。南欧諸国等の内需主導型成長は、海外からの資金引き揚げに脆弱という構造的に問題を抱えた成長であったとみられる。

図２：ヨーロッパの対外純資産

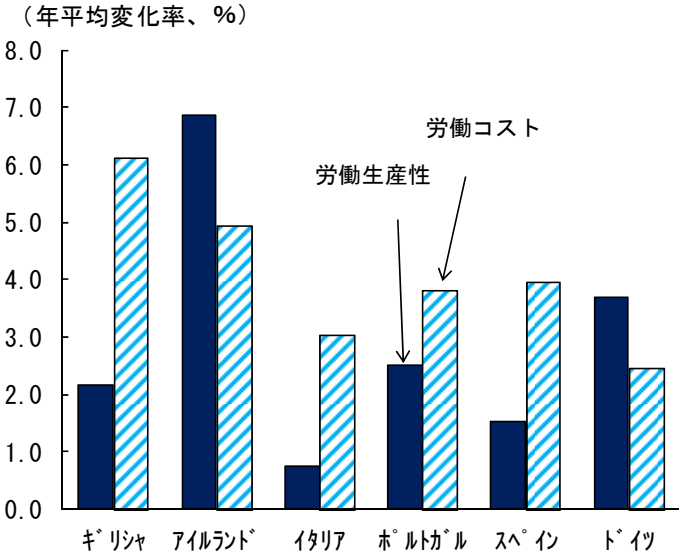


（備考）1. ＩＭＦより作成。
2. 2008年～2010年の平均値（一部2009年まで）。

また、南欧諸国等では、アイルランドを除き、農林漁業や個人向けサービス・運輸業のシェアがユーロ圏平均と比べて高くなっている。内需依存型の業種のシェアの高さは、輸出関連業種のシェアの低さ、ひいては輸出競争力の低さを示唆している。南欧諸国等は財政緊縮の影響で内需が低迷する中で外需にも期待することが出来ず、景気低迷を余儀なくされている。

さらに、アイルランドを除く南欧諸国等では労働コスト上昇率が生産性上昇率を上回っており、ドイツとは対照的な構図となっている（図３）。南欧諸国等では、ユーロ圏に参加したことで自国通貨の減価を通じて競争力を高めることが事実上不可能となり、競争力向上には賃金の引下げが必要であった。しかし、資本流入の影響等からインフレが続く中、一部の国では物価連動型の賃金決定メカニズムとなっていたこともあり、生産性を反映した賃金決定を行うことが難しかった。

図３：南欧諸国等の生産性と労働コスト



（備考）1．ＥＵ　KLEMS databaseより作成。
2．2000年～07年の年平均変化率（一部は06年まで）。

南欧諸国等の先行きについてみると、財政の持続可能性が保たれないままでは、債務危機が金融危機に波及し、世界金融危機のように実体経済に大きなショックを生じさせるリスクがある。一方で、南欧諸国等は自身が抱える構造的な問題を解決して競争力を向上させ、持続的な経済成長を実現しなければならない。経済に構造的な弱さを抱えたままであれば、景気低迷が長期化して財政赤字の削減が進みにくい。ソブリン問題に未だ沈静化の兆しはみえないが、南欧諸国等は中期的な成長ビジョンを持ち、財政再建と構造改革を着実に両立させていくことが求められている。

○財政危機と金融システムの動揺

10 年５月以降、財政状況の悪化が著しいギリシャ、アイルランド、ポルトガルへの支援が合意されたものの、南欧諸国等における財政持続可能性に対する市場の懸念はなかなか払拭されていない。さらに、これまでギリシャ、アイルランド、ポルトガルの小国にとどまっていた市場の懸念は、経済規模が大きなイタリアやスペイン、さらにはフランスにも波及することとなった。

こうした背景には、１）ギリシャのソブリン問題を契機として財政が悪化した国の国債の利回りが上昇（価格が下落）し、それらを大量に保有するヨーロッパの銀行の経営に対する懸念が強まったこと、そして、２）銀行の経営危機を防ぐためには公的資本注入を求められる可能性があるため、イタリアやフランスといった大国における財政状況を悪化させる懸念が高まったことなどが考えられる。

また、ソブリン問題は、ヨーロッパの金融システムと密接に関わっている。ヨーロッパの銀行は南欧諸国等向けの与信を多く抱えており、ギリシャ国債がデフォルトになれば、直接的に損失が銀行の収益を圧迫する。ギリシャ国債のデフォルトによって同国の銀行や民間企業が倒産に至れば、同国に債権を保有するヨーロッパの銀行も損失を拡大させるリスクとなる。さらに、銀行が損失を拡大させて資本増強を迫られた際、公的資金が注入されることになれば、各国政府の財政赤字が膨らみ、一段とソブリン問題が深刻化するとみられる。

そうしたことを背景に、銀行間でも貸倒れリスク（カウンターパーティー・リスク）が意識され、

銀行の資金調達環境は、11 年７～９月期に急激に厳しさを増している。特に、南欧諸国等の銀行に対する見方は厳しく、これらの国の銀行は資金調達をＥＣＢ（欧州中央銀行）に頼っている面も大きい。ギリシャやポルトガルの銀行によるＥＣＢからの資金調達額は依然として増加傾向が続いているほか、スペインやイタリアの銀行も 11 年半ば以降は増加に転じつつある。また、ヨーロッパの銀行の収益悪化によるヨーロッパ全体の金融システム不安は、銀行の株価下落や貸出抑制を通じて、実体経済の悪化に繋がるおそれもある。

こうした中、ヨーロッパの銀行に対するストレステストが実施されるとともに、銀行の資本増強への対応が急がれることになった。ただし、銀行の資本増強のプロセスにおいて、コア Tier 1 比率の分子（普通株・内部留保等）を増やすのではなく、分母（リスク資産）を減らして資本比率の引上げが図られれば、貸出等が抑制されて信用収縮を招き、実体経済へのダメージとなるリスクがある。また、分子を増やして資本増強をする際にも、利益率を高めようと貸出金利が引き上げられれば、企業の資金調達コストが増加する可能性もある。

○ヨーロッパ経済の先行き

ヨーロッパ経済の先行きについてみると、リスクのバランスは依然として下方に偏っており、特にソブリン問題の深刻化は極めて大きな下振れリスク要因となっている。

ヨーロッパにおけるソブリン問題は、ギリシャやポルトガルといった小国に留まらず、大国であるイタリアやスペインにも及んでいる。そうした国々における財政状況の悪化の影響は、ユーロ圏及びＥＵ全体に波及するとともに、特にフランス等に影響が及ぶと、ソブリン問題解決に向けた枠組みや取組の実効性を損なう可能性もある。また、ヨーロッパ経済全体に対する不確実性を高め、企業や消費者における先行き見通しの悪化等を通じて、景気に対する大きな下押しリスクともなる。さらに、ヨーロッパ経済では、金融システム不安の再拡大、財政赤字拡大による長期金利上昇、過度な財政再建による景気の下押し、雇用情勢の想定以上の深刻化といった下振れリスクがあることから、今後の動向に一層留意する必要があると考えられる。

（いとう・やすあき）