

複合危機に見舞われる欧州経済

発表日：2011年9月7日(水)

～ソブリン危機、銀行危機、景気悪化懸念、政治対立～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 欧州の財政危機は2つの悪循環に陥っている。1つは財政緊縮による景気下押しから、財政赤字がさらに拡大するという悪循環で、世界的な景気減速懸念が負の連鎖に拍車を掛けている。もう1つは銀行危機と財政悪化の悪循環で、国債を大量に保有する銀行の損失懸念と銀行救済費用の膨張が、不安心理を相互に増幅し合っている。こうした2つの悪循環に、財政危機をきっかけに改めて浮き彫りとなったユーロ圏の抱える構造問題や銀行問題、各国政府間や政府内部の不協和音と政策決定までのゴタゴタ、世界的な景気減速懸念とリスク回避姿勢の高まりも加わり、複合危機の様相を呈している。
- ◇ ユーロ崩壊の第1歩となりかねないイタリアやスペインの財政救済を阻止することが当面の至上命題。ギリシャの担保問題を巡るフィンランド・ドイツ・オランダ政府による6日の協議が不発に終わり、スロバキアの連立与党の一部に議会承認を引き延ばそうとする動きもあり、ギリシャ二次支援やE F S Fの機能拡充の行方は予断を許さない。政治的な反発にもかかわらず、イタリア政府が追加緊縮策を発表、ギリシャ政府がE UとI M Fの求めに応じ追加緊縮策の導入に傾くなど、一部に前向きな動きも見られる。だが、市場の不安心理払拭には不十分で、金融市場の動揺はしばらく続く公算が大。

■ 欧州財政危機は2つの悪循環に陥っている

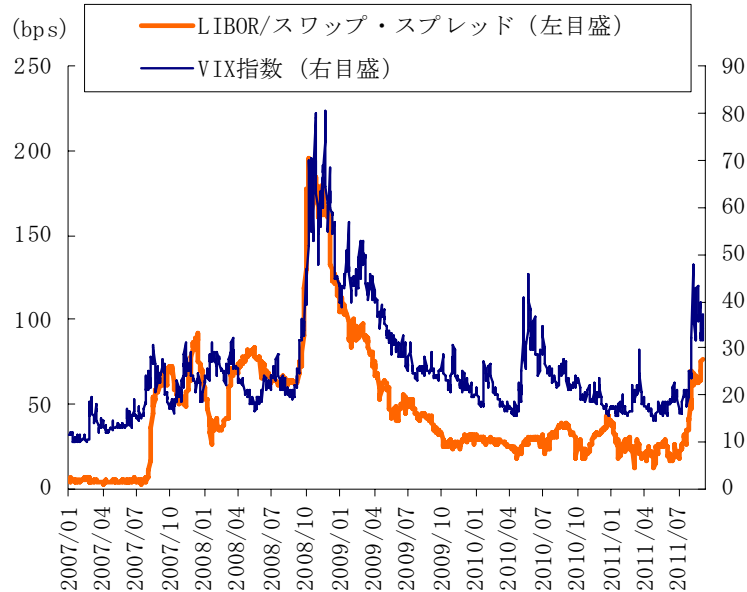
1つの問題が解決したと思ったら、また新たな問題が出てくる。終わりの見えない欧州の財政危機は、まるで“もぐら叩き”のようだ。ギリシャの融資打ち切りと債務不履行懸念、イタリアの財政再建・構造改革の行方、ギリシャ二次救済の各国議会の承認、フィンランドの担保要求問題、ギリシャ救済に対するドイツの憲法裁判所の判断、銀行の資本不足懸念、アイルランドやポルトガルの市場復帰の行方、支援をする側の支援疲れ・される側の改革疲れなど、あちこちに火種を抱えており、息も付けない状況にある。

現在、危機は2つの悪循環に陥っている。1つは財政緊縮と景気悪化の悪循環。財政危機国は厳しい緊縮策を進める一方、政治的な反発の強い構造改革には及び腰か、或いは、構造改革に取り組んだとしても、成果が出るまでには時間が掛かる。結果的に、歳出削減や増税による景気下押しから、財政赤字がさらに拡大するという悪循環に陥っている。財政危機国は総じて景気が低迷しているが、辛うじてプラス成長を維持している国も外需が牽引役となっているに過ぎない。世界的な景気減速懸念が高まるなか、その牽引役である外需の勢いにも翳りが出ている。

もう1つは銀行危機と財政悪化の悪循環。ソブリン危機は、国債を大量に保有する銀行の損失懸念を生んでいる。そして銀行の資本悪化懸念は、公的資金による銀行救済の思惑から財政のさらなる悪化懸念を引き起こすことになる。こうしたなか、欧州の銀行株は2009年3月以来の安値を記録しているほか、銀行債の保証コストも過去最高水準に上昇している。株式市場のボラティリティーを表すV I X指数や、信用

市場の逼迫状況を示すLIBOR-ONSスプレッドも、昨年のギリシャ救済前後と匹敵する水準に上昇している（図表1）。今のところリーマンショック時に見られた全面的な流動性の逼迫には至っていないが、一部の銀行が市場調達に支障を来し始めており、銀行危機に陥るリスクが高まっている。

（図表1）LIBORスプレッドとVIX指数



出所：EcoWin

■ 早期解決は困難で、市場の動揺は当面続く公算が大きい

今回の危機を整理すると、財政危機をきっかけにユーロ圏の抱える構造問題や銀行問題が改めてクローズアップされ、そこに世界的な景気減速懸念も加わり、複合危機の様相を呈している。ユーロ圏は17ヶ国の寄り合い所帯のため、各国間の利害対立が表面化することや、最終的な意思決定までに時間が掛かることも投資家の不安心理を増幅させる一因となっている。そして、イタリアやスペインなど域内の大国にも危機波及が懸念されるなか、単一通貨ユーロは存亡の危機に直面している。

イタリアやスペインといった域内で第3位・第4位の経済規模を誇る大国を現行の財政支援の枠組みで救うことは不可能だ。救済するには財政救済基金の融資能力を現在の3倍や4倍に拡充する必要がある。その場合、支援を提供する側の財政負担が意識され、危機が中核国に波及する恐れがある。既にフランス国債の格下げ懸念が取り沙汰され、同国債のCDSスプレッドが過去最高を更新するなか、こうしたリスクは冒しにくい。ひとまずは7月末の首脳会議で合意したEFSFの機能拡充に関する各国議会の承認作業を優先することになる。だが、ギリシャ支援の担保問題を巡るフィンランド・ドイツ・オランダ政府による6日の協議が不発に終わったほか、スロバキアの連立与党の一部には議会承認を出来る限り引き延ばそうとする動きもあり、ギリシャ二次支援やEFSFの機能拡充の行方も予断を許さない。

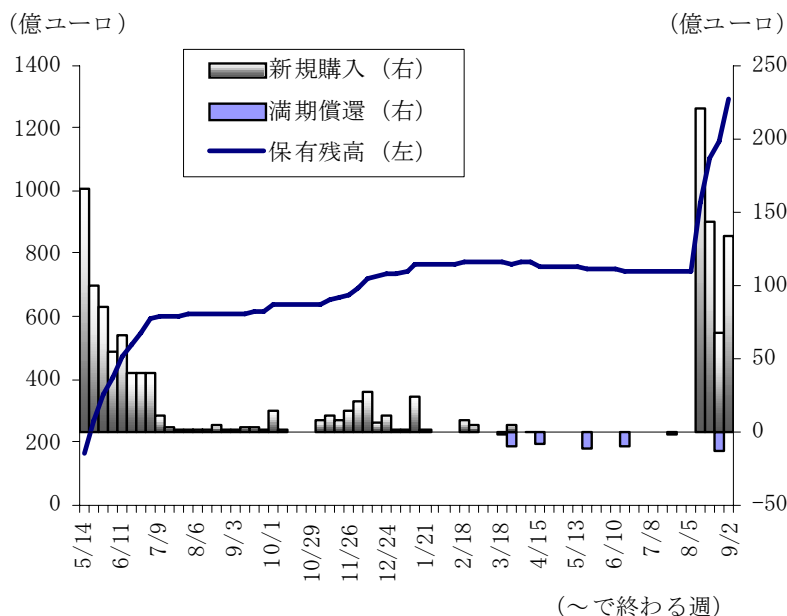
ユーロ崩壊の序章ともなりかねないイタリアやスペインの財政救済を阻止することが、当面の至上命題となる。既にECBはイタリア・スペイン国債の購入を開始しているが、今後も大規模な購入を続ける必要に迫られよう。また、各国政府はさらなる政策対応を求められる可能性が高い。金融株の空売り規制の継続で市場の動揺を無理やり抑え込む必要も出てこよう。

こうしたなか、①ECBは先週、国債購入額を再び拡大し、今後も継続的にイタリアやスペインの国債利回りの低下を促す決意を示したほか（図表2）、②イタリア政府は6日、財政緊縮・構造改革に反対す

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

る市民の抗議行動が激化する状況下にもかかわらず、連立パートナーからの反対に遭い、一旦は取り下げた高額所得者への増税措置などを盛り込んだ追加の財政緊縮措置を発表した、③財政赤字の穴埋めを巡って融資交渉が決裂したギリシャでは、EUとIMFが支援継続の条件とする追加緊縮策の導入に傾くなど、一部に前向きな動きも見られる。こうした一連の動きは、欧州の政策当局や各国政府がかなり追い詰められていることを示唆すると同時に、政治的な反発があったとしても、最後の最後には必要な措置を取らざるを得ない現実を表している。だが、市場の不安心理払拭には不十分で、金融市場の動揺はしばらく続く公算が大きい。

(図表2) 証券市場プログラムによるECBの国債購入額



出所：European Central Bank

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。