

欧州財政問題の域内外経済への影響

国際局 大澤直人、嶋谷毅、西田寛彬  
中谷亮太、渡辺真吾

Bank of Japan Review

2010年8月

ユーロエリア経済は、輸出の増加に牽引されて持ち直している。先行きも景気回復に向けた動きを続けるとみられるが、民間部門のバランスシート調整が続くもとの、財政再建の影響が域内外の経済にどのような影響を及ぼすかについて関心が高まっている。財政再建は、将来の財政負担に関する不確実性を払拭させ、特に経済の生産性や効率性を高める構造改革が同時に実施されれば、コンフィデンスの改善を通じた民間支出の増加を誘発する可能性がある。一方、緊縮財政が予想以上に景気を下振れさせるリスクを指摘する向きもある。すなわち、今次局面では、ソブリンリスクを背景に周辺国の長期金利が高止まるもとの、緊縮財政が景気の下押し圧力を強め、金融と実体経済の間の負の相乗作用を増幅する可能性が考えられる。また、ユーロ安は対域外での経常収支を改善させ、景気回復を下支えするとみられるが、ユーロ域内は貿易・金融両面で強く結びついており、財政再建による需要減少が相互に乗数効果を伴って伝播することも考えられる。今後、ユーロエリア各国が財政問題の解決に取り組むもとの、これらのプラス・マイナス双方の効果がどのように作用していくかは、ユーロエリア経済だけでなく世界経済を展望するうえでも注目される。

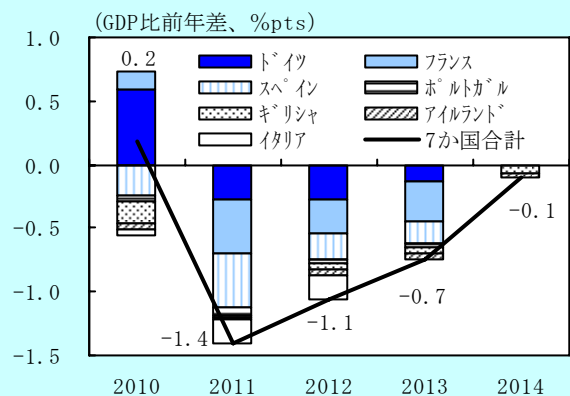
はじめに

ユーロエリア経済は、海外経済の回復とユーロ安を背景とした輸出の増加に牽引され持ち直している。先行きも、輸出が増加基調を辿るもとの、雇用所得環境や収益環境も徐々に改善し、景気回復に向けた動きが続くと考えられる。本年6月に公表されたECBによるユーロエリアの実質成長率の見通しでは、2010年+1.0%、2011年+1.2%とプラス成長が見込まれている。

もっとも、回復ペースは緩やかなものに止まるとみられる。この背景としては、バランスシート問題を抱えた民間部門が支出増加に慎重であることに加え、政府部門もソブリンリスクを巡る懸念の高まりを受けて、大規模な財政再建へと舵を切り出したことが挙げられる。ユーロ域内の財政赤字削減計画をみると(図表1)、欧州周辺国が2010年から緊縮を進める一方で<sup>1</sup>、独仏は同年中まだ赤字幅を拡

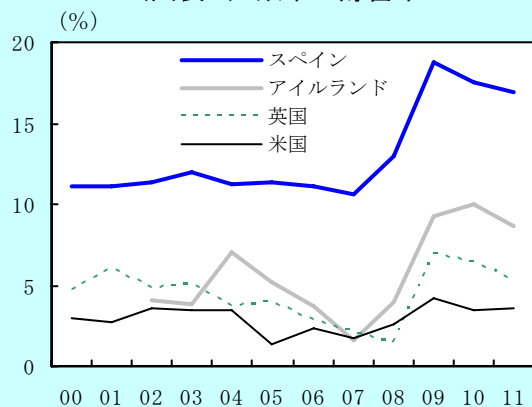
大する見通しにある。しかし、2011年以降は、独仏も財政再建を進めるため、ユーロ域内全体では2013年頃までGDP比で0.7~1.4%のフィスカルドラッグが逆風となって吹き続けることが見込まれている。ECBの6月時点の経済見通しでは、こういった緊縮財政の影響

(図表1) ユーロ圏の財政赤字の削減計画



(注) 各国の財政赤字のGDP比をGDPウェイトで加重平均。イタリアは2012年まで、ドイツ、フランス、スペイン、ポルトガルは2013年まで、ギリシャ、アイルランドは2014年までの数値。  
(出所) 各国政府、IMF

(図表 2) 欧米の貯蓄率



(注) 英国とスペインは総貯蓄率、米国とアイルランドは純貯蓄率。2010、11年は予測値。

(出所) OECD

を踏まえ、3月時点よりも、2011年の実質成長率を0.3%ポイント下方修正している。

以下では、ユーロエリアの財政再建が域内外経済に及ぼす影響について、主に、波及ルートや債務構造に焦点をあてながら整理する。

## 財政再建の域内経済への影響

### (財政再建の影響：3つの見方)

財政再建が景気に与える影響については、①下押し圧力が相応に発生するというケインジアン的な見方、②それとは逆に、回復を後押しするという非ケインジアン的な見方、③そして、両者の中間的な見方として、景気に中立的であるというリカーディアン的な見方の3つがある。これらのうち、どの見方が当てはまるかは、各国の経済構造やその時々の経済環境などに依存するとみられるが、欧州内の識者からは、現在のユーロエリア経済では、非ケインジアン的な見方やリカーディアン的な見方が妥当との指摘が少なからず聞かれる。

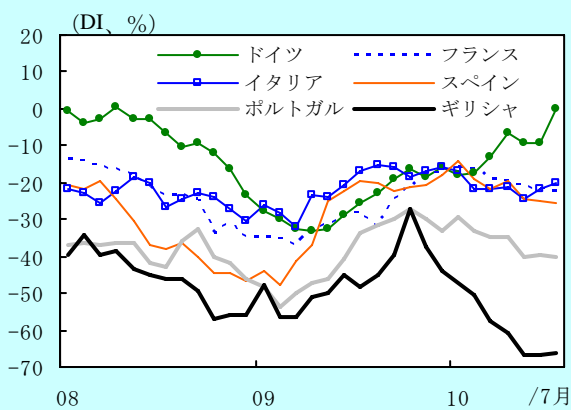
非ケインジアン的な見方は、財政再建が民間部門のコンフィデンスの改善につながり、財政赤字削減による下押し圧力以上に民需が増加するため、景気を押し上げると考える。例えば、財政状況が極端に悪化した状況において、大胆な財政再建の実施が、将来の財政負担に関する不確実性を払拭し、民間の支出増加を誘発するケースが考えられる。特に、潜在成長率の押し上げに繋がるような構造改革が同時に実施されている場合などに、そうした

効果が期待される。過去においては、デンマーク(1983~86年)やアイルランド(1987~89年)、スウェーデン(1994~98年)といった国々で、対GDP比10%程度の大幅な財政赤字削減にも拘らず、経済成長率が上昇しており、これには非ケインズ効果が作用したと指摘されている。欧州周辺国の今般の財政再建策については、財政が危機的な状況のもとで実施されるケースや、年金支給開始年齢の引上げといった年金制度改革や労働市場改革などの構造改革が盛り込まれるケースもみられ、非ケインズ効果が作用するという見方につながっているものと考えられる。

次に、リカーディアン的な見方は、消費者が「今日の減税は明日の増税」と予想するという考え方に基づいている。今回の欧州のケースで言えば、リーマン・ショック後に財政刺激策が実施された際に、欧州の消費者は「今日の財政赤字拡大は、将来の増税によって穴埋めされる」と予想し、貯蓄を増やしている。これから実際に増税が行われても、蓄えた貯蓄を取り崩して納税に充てるだけで、個人消費には影響が生じないと考える。リーマン・ショック後の貯蓄率の上昇幅が、実際に米国よりも欧州において大きいのは、こうしたリカーディアン的な見方をサポートしているようにもみえる(図表2)。

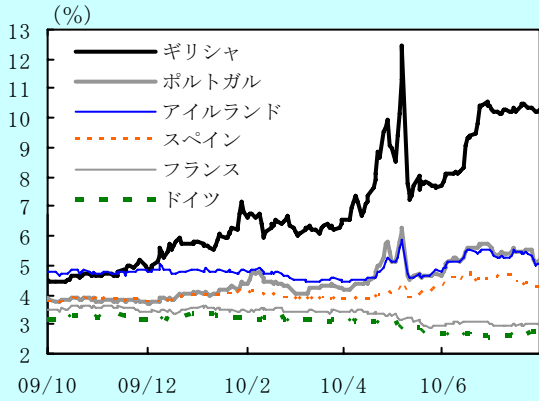
もっとも、リーマン・ショック後の貯蓄率の上昇に関しては、将来の増税に備えた行動というよりも、バランスシート問題を抱えた家計が、先行きの不確実性——将来所得の減少や住宅価格の更なる下落、また、それに伴

(図表 3) 消費者コンフィデンス



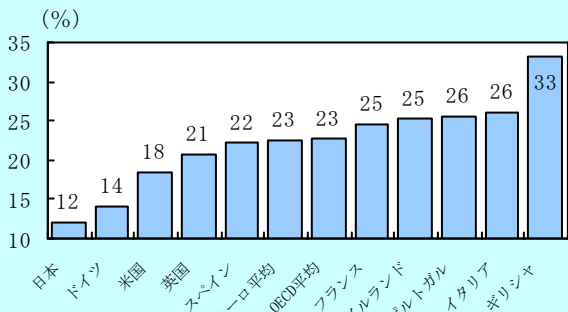
(出所) 欧州委員会

(図表 4) 欧州の長期国債利回り



(注) 直近は7月30日。  
(出所) Bloomberg

(図表 5) 雇用者報酬に占める政府部門のシェア



(注) 日本は2007年、その他は2008年。  
(出所) OECD

う銀行の貸出態度の厳格化などのリスク——を意識し予備的に貯蓄を増やした側面が強いという見方も可能であろう。また、一般には、流動性制約に直面した家計の割合が多くなるほど、マクロの消費支出は可処分所得の動向に左右されるため、増税による可処分所得の

減少が消費を相応に下押しする。バランスシート問題の重しは同制約を受ける家計の割合を増やしていると考えられ、実際、消費者コンフィデンスが欧州周辺国を中心に悪化している状況は、そうしたケインジアン的な効果が作用している証左とみることもできよう(図表 3)。

(財政再建の景気下押し：4つのルート)

さらに、今次局面における欧州の財政再建は、以下に指摘する4つのルートを経由して、上述のケインジアン的な景気下押し効果を強める可能性が考えられる。

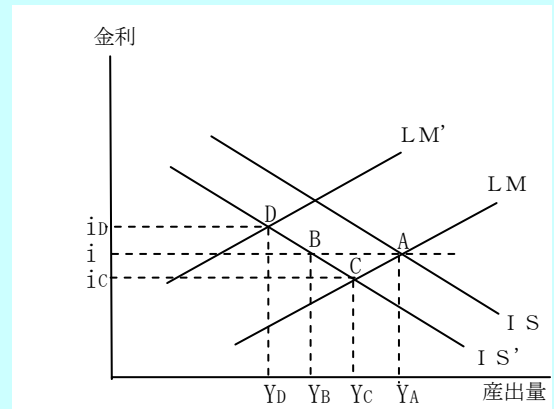
[1] 金利低下効果無しの財政再建

政府支出の減少や増税による財政再建は、乗数効果を伴って景気を下押しするが、通常、その下振れの影響は金利低下による民間支出の増加によって、ある程度相殺されることが期待できる。しかし、財政再建が市場の十分な信認を得られなければ、ソブリンリスクは払拭されず、長期金利も低下しないため、景気の下振れ幅が大きくなる可能性がある。実際、2010年入り後の欧州周辺国の長期金利の推移をみると、緊縮財政政策への転換にもかかわらず、長期金利はむしろ上昇している(図表 4)。なお、財政再建と金利の関係についての整理は、BOX1を参照。

BOX 1 財政再建と金利の関係

IS-LM 分析によれば (BOX 図表 1)、金利一定のもとで財政再建が実施されると (IS→IS'), 経済の均衡は点 A から点 B へとシフトし、総需要 (生産) は乗数効果の分だけ減少する (Y<sub>A</sub>→Y<sub>B</sub>)。しかし、点 B は貨幣市場で需給が均衡していないため、総需要の減少に見合う分だけ貨幣需要も減少し、金利の低下 (i→i<sub>c</sub>) を伴いながら、経済の均衡は点 C へと移動する。当初の総需要の減少幅 (Y<sub>A</sub>−Y<sub>B</sub>) は、金利低下効果によって、Y<sub>C</sub>−Y<sub>B</sub> だけ縮小することになる。しかし、ソブリンリスクの高まりによって、国債需要が低下し貨幣需要が高まると、LM 曲線も左方にシフトするため (LM→LM'), 最終的に経済の均衡は点 D にシフトし、金利の上昇と総需要の大幅な減少が発生する。つまり、財政再建にもかかわらず、ソブリンリスクの高まりによって、民間投資がクラウド・アウトされる。

(BOX 図表 1) 財政再建の影響：IS-LM 分析



## [2] 公務員給与の削減とデフレ圧力

各国の財政再建策には、公務員数ないし公務員給与の削減を通じた政府部門の雇用者報酬削減が盛り込まれている。欧州各国では、雇用者報酬に占める政府部門のシェアが、ギリシャの33%を筆頭に軒並み20%を超えており、日米などに比べ高い（図表5）。加えて、欧州では、公務員給与と民間給与の変動が、それぞれお互いに影響を及ぼし合う傾向があることが指摘されている<sup>2</sup>。このため、今回の公務員給与の削減は、マクロ全体の雇用者報酬を下押しする可能性が高く、周辺国を中心に消費者コンフィデンスが悪化する一因になっているとみられる（前掲図表3）。

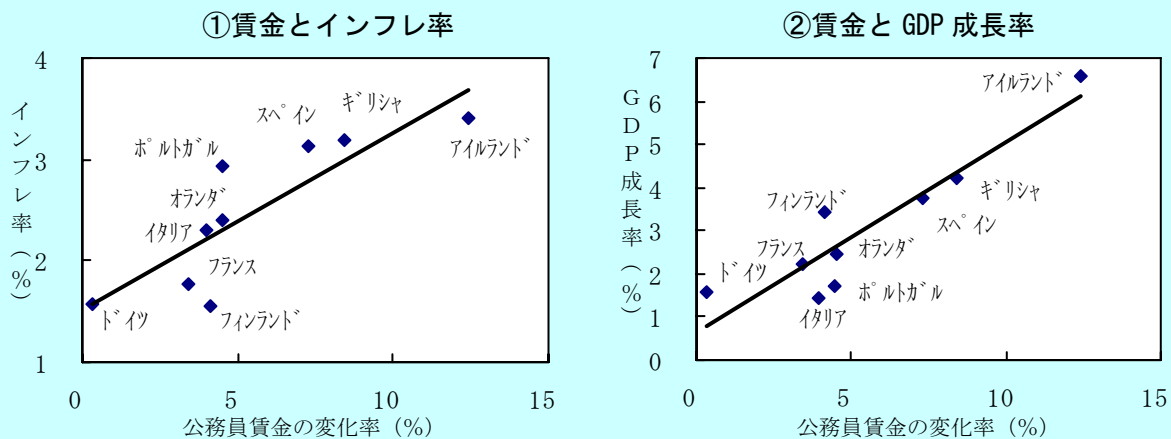
実際、今次危機前までの期間において、ユーロ各国における公務員給与の伸び率とインフ

レ率や実質成長率との関係を見ると、正の相関が確認される（図表6）。今般の欧州周辺国における公務員給与の大幅な削減は、ソブリンリスクの払拭や経済全体の競争力回復にとって必要な措置である一方、過剰債務を抱えた家計部門の支出を抑制することで、（少なくとも短期的には）景気の下振れとデフレ圧力を大きくする面もあると考えられる。

## [3] 金融と実体経済の間の負の相乗作用

緊縮財政による景気の下押しは、銀行貸出資産の劣化圧力を強めるとみられる。足もとにかけて上昇している銀行の不良債権比率は、緊縮財政の影響で更に上昇する可能性がある（図表7）<sup>3</sup>。また、ECBの金融緩和策にもかかわらず、カバード・ボンドの対独国債スプレッドが拡大するなど（図表8）<sup>4</sup>、欧州系金

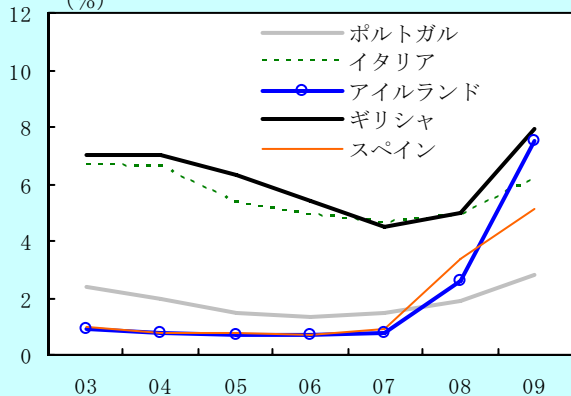
（図表6）公務員賃金と景況感



（注）1999～2007年の平均値。

（出所）OECD

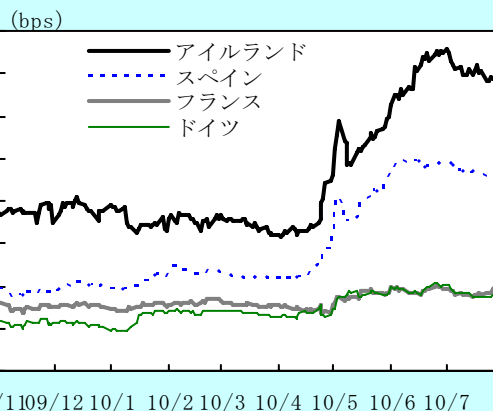
（図表7）欧州周辺諸国の不良債権比率 (%)



（注）2009年の値は、ポルトガル、イタリアが6月、アイルランドが9月、スペイン、ギリシャが12月末時点。

（出所）IMF GFSR (10/4月)

（図表8）カバード・ボンドの対独国債スプレッド

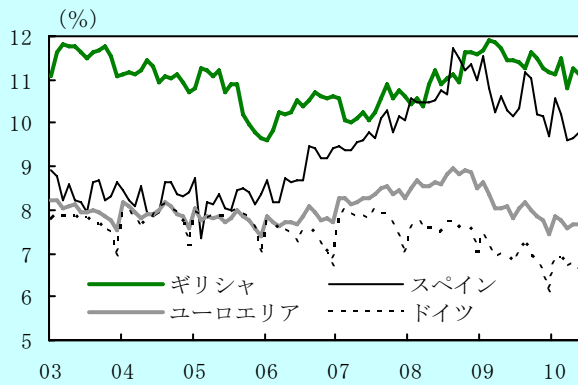


（注）直近は7月30日。

（出所）Bloomberg

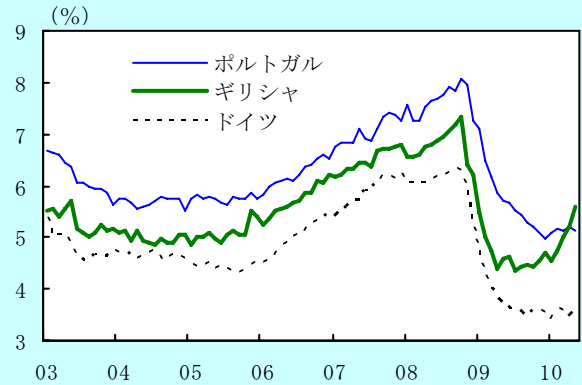
(図表 9) 欧州周辺諸国の貸出金利

①新規消費者信用向け



(注) 直近は10/5月。  
(出所) ECB

②新規企業貸出 (百万ユーロ以下)



貸出金利との乖離幅が広がっている(図表 9)。このように、銀行の財務内容の悪化を背景に、銀行が厳格な貸出態度を維持すれば、企業のタイトな資金繰りは改善せず(図表 10)、実体経済を一層下振れさせることになる<sup>5</sup>。

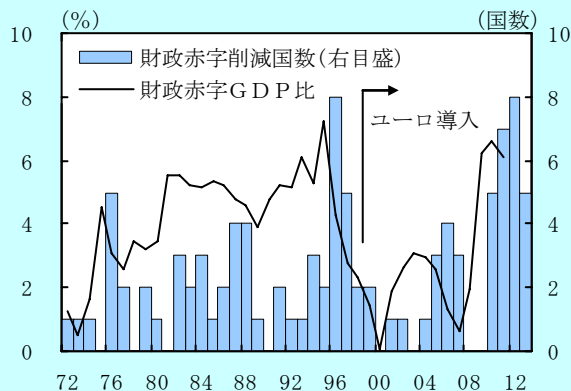
金融部門と実体経済間の負の相乗作用が強まり、名目 GDP が収縮すれば、政府にとっての課税対象所得は減少し、財政赤字削減が困難になる。同時に、民間部門にとっての債務返済原資である名目 GDP の縮小は、民間部門の過剰債務問題の解決を困難なものとする。その結果、ソブリンリスクと民間部門のクレジットリスクの双方を相乗的に高めることになる。

(図表 10) スペインの企業の資金制約



(注) 直近は10/2Q。  
(出所) スペイン商工会議所

(図表 11) ユーロエリアの財政赤字



(注 1) 財政赤字 GDP 比の 2010~11 年は、欧州委員会見通し。1994 年以前は、利用可能な国のデータを GDP で加重平均して算出。  
(注 2) 財政赤字削減国数は、OECD 加盟ユーロエリア主要 11 か国のうち、財政赤字 GDP 比を前年から 1% 以上削減した国の数。2010~13 年は、各国が欧州委員会に提出した計画に基づく。  
(出所) OECD、ECB、欧州委員会、各国政府

#### [ 4 ] 貿易・金融取引を通じた域内でのリパーカッション

2011~12 年において、財政赤字を名目 GDP 比で前年差 1%ポイント以上削減することを計画している国の数は、ユーロエリア加盟に向けて欧州各国が財政赤字を削減した 1996~97 年頃に匹敵する規模となる(図表 11)。ユーロ域内各国が一斉に財政再建に乗り出すと、貿易取引や銀行貸出などを通じて需要減少が伝播し合い、各国で引き締め効果が予想以上に大きくなる可能性がある。ユーロエリアでは、貿易・金融両面で域内取引が盛んなため——例えば、ユーロ各国の輸出に占める域内輸出の割合は 40~60%と高く(図表 12)——、景気が下振れた場合、域内で負の相乗作用が生じやすいと考えられる。

融機関の資金調達コストが上昇する中で、銀行の貸出金利は下げ渋っており、足もとでは、周辺諸国における銀行の貸出金利とドイツの

**(財政再建の道のり)**

以上の点を踏まえると、ユーロ各国の緊縮財政の景気下押し効果は相応に大きくなる可能性も考えられる。このため、財政再建の成否は、景気回復が持続するほど輸出が増加するかどうか、また、金融市場の安定化や構造改革によって民間部門のコンフィデンスが回復するかどうかにかかっている。

この点、IMF は、ギリシャ経済の先行きに関して、2011 年までマイナス成長を続けた後、2012 年からプラス成長に転じる姿を想定している (図表 13)。プラス成長への転換は、民間部門のコンフィデンスや金融市場環境の改善、構造改革の効果を前提としており、財政再建の道筋も、同前提に伴う民間需要の増加に大きく依存したものとなっている。

仮に、民間部門のコンフィデンスが十分に改善しなかったり、あるいは構造改革が進展しなければ、名目成長率は IMF の見通しのようには上昇せず、したがって、ドーマーの条件 (名目成長率が名目金利を上回るという条

**(図表 12) 欧州各国の輸出先ウエイト**

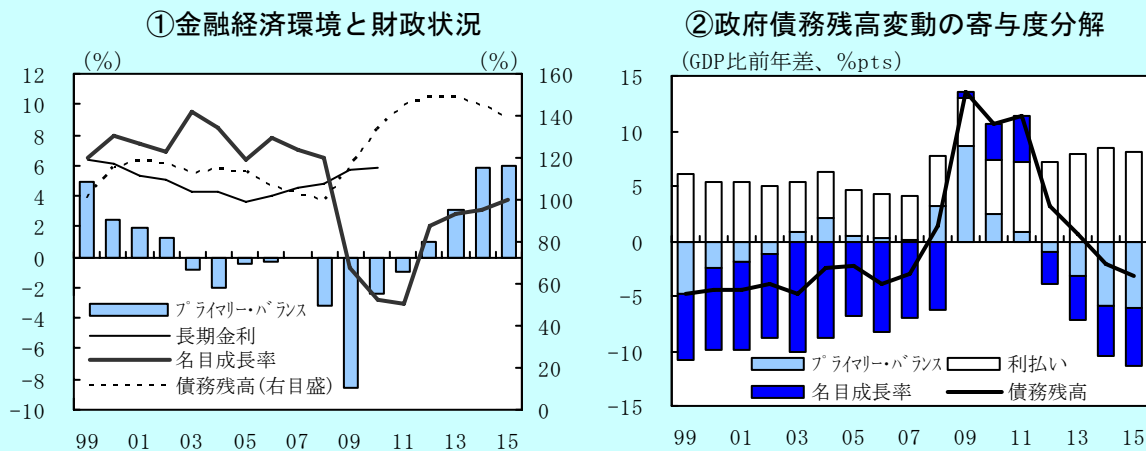
輸出先	輸出国						
	スペイン	イタリア	アイルランド	ギリシャ	ポルトガル	ドイツ	フランス
ユーロ圏	56	44	41	43	61	43	49
周辺国	19	10	9	15	30	13	20
非周辺国	37	34	32	28	31	30	29
中東欧	6	11	3	25	3	13	6
アジア	4	7	8	3	5	9	8
ラ米	4	3	1	1	2	2	3
米国	4	6	19	5	4	7	6
世界計	100	100	100	100	100	100	100

(注) 2008 年の輸出国毎 (列) の輸出先別 (行) に対するウエイト (%)。  
(出所) IMF

件) は満たされず、政府債務残高の増加が続く可能性もある。こうしたリスクは、程度の差こそあれ、ギリシャに限らず、周辺諸国共通に当てはまり、各国の政府はこの種の懸念を払拭すべく、財政再建策と構造政策に取り組んでいるものと理解できる。

なお、BOX2 では、過去に財政再建に成功したスウェーデンを取り上げ、その再建の道筋について比較整理している。

**(図表 13) ギリシャの財政再建**



(注) プライマリーバランスと政府債務残高は名目 GDP 比。先行きは、財政再建計画を支援する IMF の試算 (2010 年 6 月)。2010 年の長期金利は 3 月時点の値。  
(出所) OECD、IMF

**BOX 2 スウェーデンの財政再建との比較**

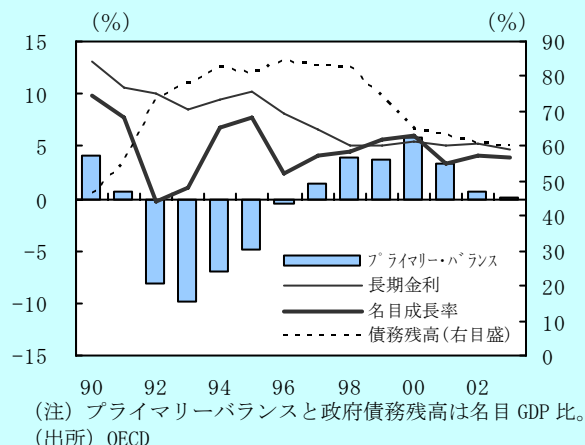
スウェーデンは、1990 年代初頭に金融危機に直面し、政府債務残高の名目 GDP 比率は急上昇した (BOX 図表 2)。その後、財政再建に乗り出し、プライマリーバランスの大幅改善により、政府債務の削減に成功したが、これには、①リクスバンク (中央銀行) の利下げによって利払い費の累増を免れたこと、②既述の非ケインズ効果に加え、通貨安など金融緩和による景気浮揚効果から名目で 5% 前後の高成長を達成できたことが寄与している。

現在の欧州周辺国についてみると、ユーロ安は域外輸出を刺激しても、全輸出の 4~6 割を占めるユーロ域内輸出に対しては直接的な効き目を持たないほか (前掲図表 12)、ECB による利下げの

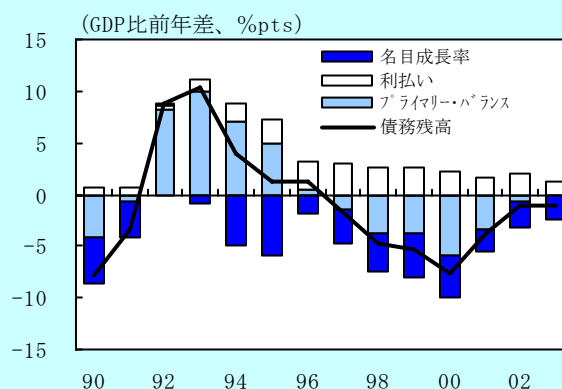
余地も限られている。それだけに、財政再建を成功に導くためのハードルは、(スウェーデンの事例に比べ) 高く、民間部門のコンフィデンスの改善や構造改革の効果を如何にしてあげていくかが重要なポイントとなる。

(BOX 図表 2) スウェーデンの財政再建

①金融経済環境と財政状況



②政府債務残高変動の寄与度分解



欧州周辺諸国の債務構造と経常収支不均衡

財政問題が深刻化している欧州周辺国は、経常収支の赤字国でもある。双子の赤字を抱え、対外債務を増やしてきた結果、ソブリンリスクが拡大したと言ってもよいであろう。財政再建の成否は経常収支赤字の削減（対外債務の抑制）と表裏一体の関係にあることから、以下では、周辺国の債務構造を整理したうえで、最近のユーロ安が周辺国の経常収支に与える影響について簡単に考察する。

(民間部門と政府部門の債務)

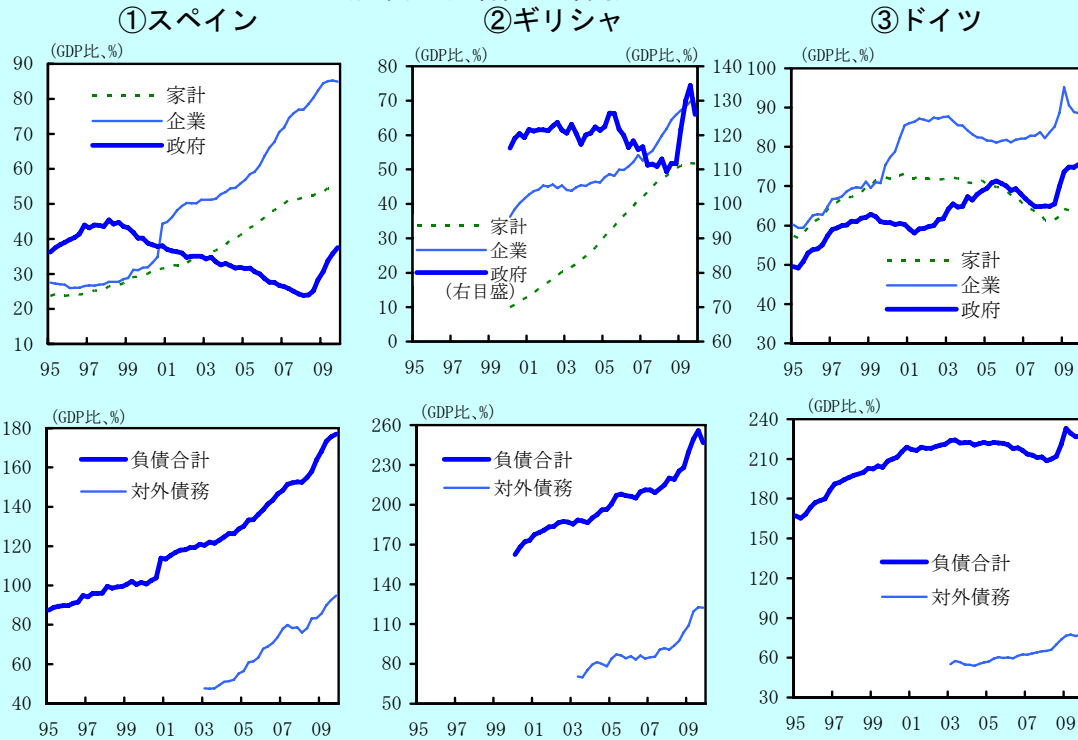
欧州周辺国の債務構造について、スペインを例にとって考察しよう。部門別（政府、家計、企業）に債務残高の推移をみると、スペインでは、2000年代入り後、まず、民間部門（家計、企業）の債務残高が顕著に増加していった（図表 14）。その後、不動産バブル崩壊を機に、民間部門はデレバレッジを進め債務残高の増勢は鈍化した。かわりに、政府部門が景気悪化を抑制するために大型の景気刺激策を打ち出したことから、政府債務残高が急増した。この結果、両部門を合わせたマクロ経済全体の債務残高は、足もとまで大幅な増加を続け、同時に、対外債務残高も増加傾向を辿った。こうした構図は、スペインに限らず欧州周辺国共通にみられる。

これに対して、ドイツでは、民間部門も政府部門も危機前に債務をさほど増やしてこなかった。GDP 比で見れば、民間部門の債務残高はむしろ低下傾向にあった。危機後は、景気刺激策を打ち出した政府部門の債務残高が増加したが、周辺国とは異なり、対外債務残高は低水準で推移した。

このように危機以前の時期において、ユーロ域内で債務の動きに違いが発生した要因の 1 つとしては、単一政策金利のもとで各国の金融環境にばらつきが発生したことを指摘できる。政策金利の水準が、ユーロエリア平均の景況感に照らし——あるいはドイツなど主要国にとって——適切な水準であっても、高成長・高インフレを続けた周辺国にとっては緩和的であるという状況が長期にわたって続いた。このため、これらの国々では、過度の信用拡張が不動産市場のバブルや過剰な民間支出を促し、債務拡大にもつながっていった。

また、2007 年までの時期において、金融資本市場におけるリスクのミスマッチングが発生したことも、ギリシャなど周辺国の債務拡大を後押ししたと考えられる。すなわち、ギリシャはユーロ加盟国であることを理由にドイツとほぼ同じ調達金利で債務を発行し続けることができたが、(事後的にみれば) ギリシャのクレジットリスクに対する市場のプライシングが歪んでいたことは否めず、このこ

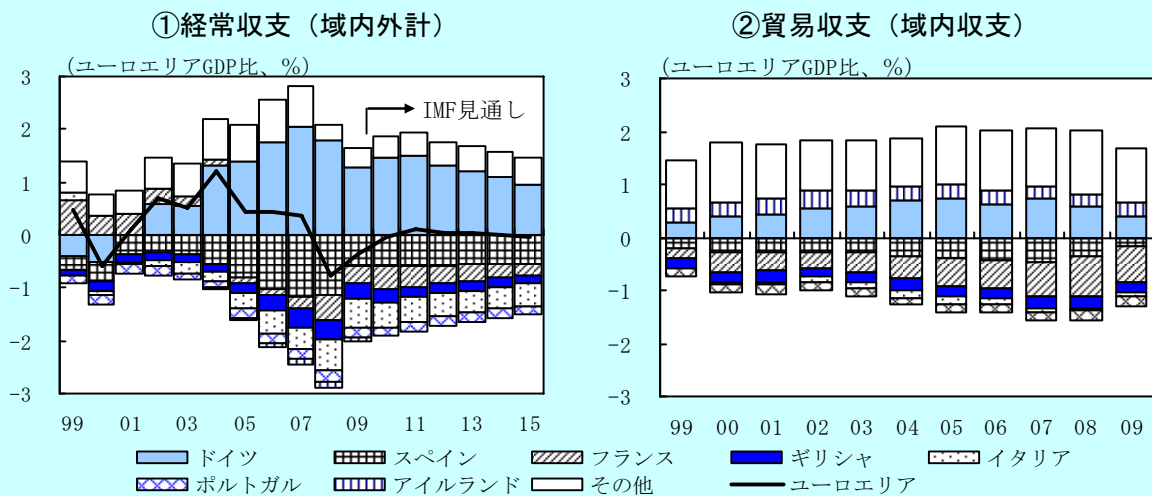
(図表 14) 各国の部門別レバレッジ



(注 1) 負債合計は、家計、企業（金融を除く）、政府の負債の合計。なお、負債、対外債務はすべてグロスベース。  
 (注 2) 対外債務は銀行部門を除く。

(出所) Banco de Espana, IMF, Eurostat, Joint External Debt Hub, Bloomberg, Bank of Greece, Deutsche Bundesbank

(図表 15) ユーロエリアの経常収支と貿易収支



(出所) IMF, Eurostat

とが、ギリシャの財政規律を緩め、債務拡大を許した側面があったといえる。

(欧州不均衡)

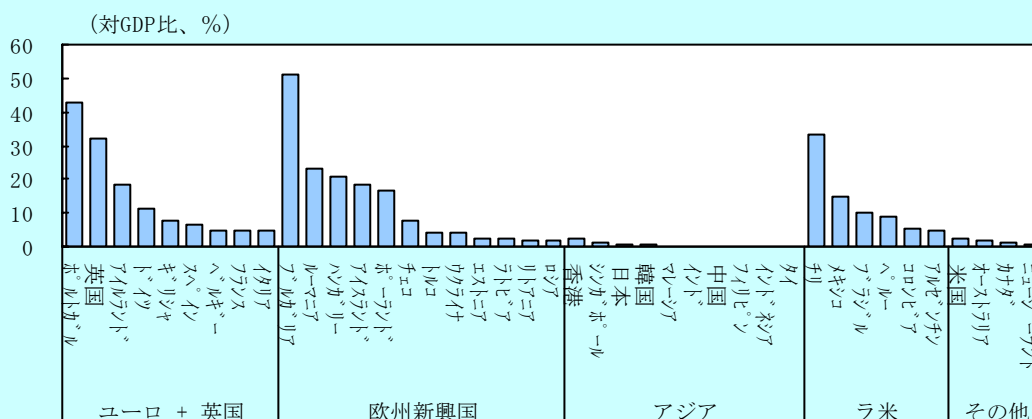
こうした域内の債務の状況は、経常収支の動きにも明確な違いとなっており、ユーロエリアの経常収支は、全体で見るとほぼ均衡しているが、ユーロ各国間ではかなりの不均衡状態にある (図表 15)。すなわち、債

務拡大を伴いながら支出を増やしてきたスペインなど周辺諸国の経常収支は、危機前まで赤字が拡大する一方、債務拡大に抑制的だったドイツの経常収支は黒字幅が拡大していった<sup>6</sup>。

2010 年上期に、欧州信用不安の影響からユーロの実質実効レートが大幅に下落したことは、ユーロエリア経済にとって追い風となる。ユーロ安 (currency devaluation) が進む



(図表 16) 各国における欧州周辺国系銀行の対外与信規模



(注) 与信統計は2009年12月末時点。名目GDPは2009年。なお、アイルランドとイタリアの一部の国向けの与信については、データが公表されていない。

(出所) BIS、IMF

ことで、域外輸出は増加し、現在ほぼ均衡しているユーロエリア全体の経常収支も黒字化に向かっていくものと考えられる。ただし、言うまでもないが、域内単一通貨のユーロには、域内各国間の経常収支不均衡を調整する機能は無い。大規模な財政再建の必要に迫られている欧州周辺国では、その輸出の4~6割がユーロ域内向けであり(前掲図表12)、域内収支の不均衡を改善するには、賃金・物価の切下げ(internal devaluation)によって対独競争力を改善する必要がある。しかし、賃金・物価の切り下げはデフレ圧力を伴うほか、黒字国のドイツも同時に財政再建を進める計画にあることから(前掲図表1)、域内不均衡を解消し、欧州周辺国が財政再建を成功させるための道のりは必ずしも平坦ではないだろう。

### 欧州財政問題の域外への影響

最後に、欧州の財政問題が域外経済に及ぼす影響について、簡単に整理する。今般の欧州の財政問題は、金融取引と貿易取引の2つのルートを通して、域外経済に影響を及ぼす。

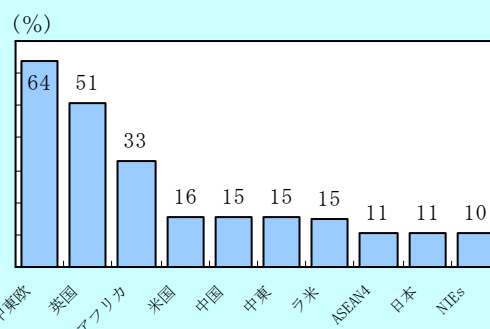
まず、金融取引についてみると、既に明らかかなように、欧州の財政問題に端を発した信用不安は、グローバル投資家のリスク回避の強まりを通じて、株価など資産価格に対して世界的な影響を及ぼす。また、欧州金融機関の対外与信の慎重化は、借入国の経済に対して下押し圧力となって作用する可能性がある。欧州周辺国の金融機関からの借入規模をみる

と、中東欧諸国で特に大きいほか、歴史的につながりが深いラ米でも大きめであり(図表16)、これらの地域に対して金融面で影響が及ぶ可能性がある。一方、アジアの借入規模はかなり小さい。

次に、貿易取引の面では、欧州における緊縮財政が、他地域の欧州向け輸出を押し下げる可能性がある。地域別に輸出に占めるユーロエリア向けのウエイトをみると、中東欧諸国でやはり64%と高く、英国でも約50%となっている(図表17)。他の主要地域では10~20%程度となっている。

こうした点を踏まえれば、中東欧諸国や英国は、貿易・金融両面でのつながりの強さから、欧州経済の下振れの影響を受けやすく、次いで、ラ米も何某か影響を受ける一方、アジアの受ける影響は小幅なものに止まる可能性が高いと言えよう。

(図表 17) 各国・地域のユーロエリア向け輸出シェア



(注) 中東欧、NIEs、ASEAN4、ラ米、中東、アフリカについては、地域内貿易を除くベースで算出。

(出所) IMF

## おわりに

今般の金融危機を受けて、欧米諸国では、民間部門のバランスシート問題が政府の財政問題に発展していった。政府債務の持続可能性を懸念する向きからは、早急な財政再建が必要との声が聞かれる。一方、景気回復の基盤が脆弱なもとでの緊縮財政が景気の下押し圧力を高めることを懸念する向きからは、性急な財政再建は控えるべきとの声が聞かれる。

欧州周辺諸国では、ソブリンリスクが急激に意識されるようになったことから、市場の信認を回復するために大規模な財政再建へと早急に舵を切らざるを得なかったが、本稿で指摘したように、財政再建は相応の景気下押し効果をもたらす可能性も考えられる。そうした中であって、景気回復を持続させるには、財政再建の道筋を明確にし、年金制度・労働市場などの構造改革を推し進めることにより、将来の財政破綻リスクを低めるとともに、経済の生産性や効率性を高めていく努力が重要である。国民や市場の信認を得られれば、コンフィデンスの改善を通じた民間支出の押し上げ効果も期待できるようになる。

この点、ギリシャの財政再建プログラムの実施状況に関して、欧州委員会と ECB、IMF が 6 月中旬に行った中間評価では、これまでのところ概ね予定通りに歳入が確保され、予算も厳格に管理されているほか、年金制度などの構造改革にも進展がみられている模様である。また、EU は、域内金融機関を対象に、景気悪化に対する金融システムの頑健性とソブリンリスクを含む信用リスクと市場リスクに関するショックの吸収力を評価するため、ストレステストを実施し、7 月下旬に結果を公表した。公表後の市場の動きをみると、概ねポジティブに受け止められているようであり、こうした金融面での不確実性を払拭する試みも、民間コンフィデンスの改善を後押しするものと期待される。

欧州が財政再建に取り組むもとで、本稿で考察したようなプラス・マイナス双方の効果がどのように作用していくかは、ユーロエリア経済だけではなく世界経済を展望するうえでも注目される。

<sup>1</sup> 本稿では、欧州周辺国は、ギリシャ、イタリア、アイルランド、ポルトガル、スペインの 5 カ国を指す。

<sup>2</sup> 具体的には、下記文献を参照。

J. Pérez and A.J. Sánchez, "Is There a Signaling Role for Public Wages? Evidence for the Euro Area Based on Macro Data," European Central Bank Working Paper Series 1148, 2010.

<sup>3</sup> ECB の Financial Stability Review (2010 年 6 月) では、失業率がさらに上昇するという見通しのもとで、「家計の返済延滞の割合は、1996 年に記録した既往ピーク (5%強) に近づくか、これを上回る水準まで一段と上昇する可能性も否定できない」としている。また、商業用不動産価格に引き続き下落圧力がかかるもとで、予想以上に貸倒損失が膨らむ可能性があることも指摘している。

<sup>4</sup> スペインのカバード・ボンドの裏付資産の大部分が不動産向け貸出であるが、財政再建に伴う景気下振れによって貸出が劣化する懸念が投資家の間で高まっている。

<sup>5</sup> 先行きを展望すると、企業の資金調達環境だけではなく、銀行の資金調達環境に関しても、不安定要因がある。前述の ECB の Financial Stability Review によれば、欧州の大手複合銀行グループは、2010 年 5 月から 2012 年末までの期間に、長期債務残高の約半分に相当する 8,000 億ユーロの債務のリファイナンスを迎える。この中には、政府保証債の償還も含まれており、そのリファイナンス・コストは高くつくと考えられる。また、今後のユーロ各国政府による財政ファイナンスのニーズの高まりは、銀行の債務発行をクラウド・アウトする可能性があり、このことが銀行のロールオーバーリスクと調達コストを高めるとみられる。

<sup>6</sup> 図表 15 (右②) において、「その他」の域内収支が大幅に黒字になっているのは、オランダが域外と域内の中継貿易の拠点となっているためである。

[謝辞] 本稿作成にあたっては、データ収集において、青木里恵、長谷川達也、尾島麻由実の協力を得た。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局 大澤直人 (E-mail: [naoto.oosawa@boj.or.jp](mailto:naoto.oosawa@boj.or.jp)) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。