

## 緊縮財政路線に反応しないマーケット

## － EU諸国が抱える4つの問題

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

ギリシャ危機をきっかけに EU 諸国は財政拡大路線から緊縮財政路線に大きく舵を切ったが、マーケットでは未だ緊張状態が続いている。EU 諸国が直面する問題は複雑であり、財政問題から対外債務問題、金融システム問題、経済体制問題まで広範に及ぶ。EU 諸国の多くはギリシャのような財政規律の乱れはなく、危機対応による支出拡大で拡大した財政赤字がそのままソルベンシー・リスクにつながる可能性は低い。一方、金融システムが「too big to fail」から「too interconnected to fail」の世界へ移行する中で、欧州金融機関が抱えるシステムック・リスクは深刻である。我が国の財政再建の議論を多様な問題に直面している EU 諸国と単純に同じ軸で捉えるべきではない。

## 緊縮財政路線へ大きく舵を切る EU 諸国

EU 諸国はリーマン・ショック後の危機対応として積極的に財政出動を行ってきたが、ギリシャ危機を契機として各国は財政出動路線から緊縮財政路線へと大きく舵を切っている。IMF もまた金融危機以降、世界経済の失速回避のために大規模な財政出動を促してきた。しかし6月5日に韓国釜山で開かれた G20 財務相・中央銀行総裁会議に、IMF は「金融市場の変動の高まりは欧州の財政問題への懸念を反映したものである」との報告書を提出している。これに準じてドイツは6月7日に戦後最大の歳出削減案を発表、英国も付加価値税の税率を11月1日に17.5%から20%に引き上げることを柱とする財政緊縮策を発表した。

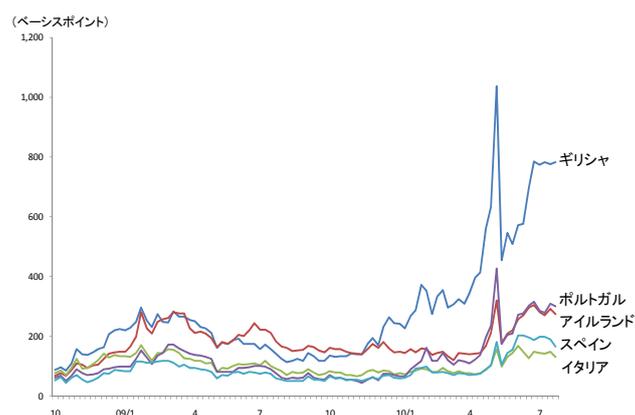
こうした財政緊縮路線への転換は、当初は危機後の出口戦略として想定していたものだったが、ギリシャ危機によって期せずしてソブリンリスク鎮静化のための対応策となってしまった。

## 緊縮財政路線に反応しないマーケット

財政再建に向けた各国の努力にも拘らず、金融市場では未だ緊張状態が続いている。PIIGS 諸国の国債スプレッドは高止まりが続いており（図表1）、インターバンク市場はタイトな状態が続いている（図表2）。

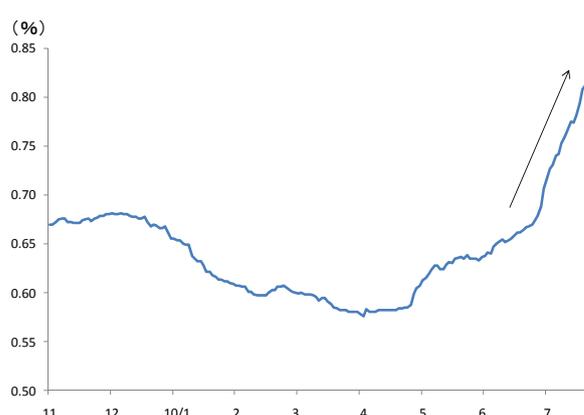
財政再建努力を示すだけで市場が納得しない理由が存在する。日本の財政問題を考える上でもこの点について今一度整理しておく必要があるようである。

図表1 PIIGS 諸国の10年国債スプレッド（対独国債）



(出所) Bloomberg

図表2 ユーロ Libor3 カ月の推移



(出所) Bloomberg

様々な問題に直面している  
EU 諸国の現状

財政拡大路線から財政緊縮路線への方向転換を図る EU 諸国は現在様々な問題に直面している。その問題とは、①財政問題、②対外債務問題、③金融システム問題、④経済体制問題の4つが指摘できる。これら4つの問題を各国毎にリスクの観点から整理したのが図表3である。同表から、EU 諸国は財政問題だけでなく金融システムや経済体制まで含んだ広範な問題に直面していることがわかる。後述するように、財政問題にはギリシャのようなもともと財政規律や支払能力（ソルベンシー）に問題がある国から、スペインやアイルランドのように危機後の支出拡大によって収支が赤字となった国もある。EU 諸国の財政問題はそれ単独の問題ではなく、対外債務問題から金融システム問題まで含む複合的問題のなかの一つとして捉えるべきであろう。これに対して日本が直面しているのは純粋に財政のソルベンシー・リスクであるため、採るべき政策は必ずしも EU 諸国と同じレベル・速度である必要はない。

EU 諸国が財政再建を急ぐ  
3つの理由

以上の点を踏まえると、EU 諸国が財政再建を急ぐ理由には、①次のギリシャとにならないよう財政規律を回復させる、②金融システムリスクを防止する、③ユーロ体制の崩壊を防ぐ、の3つに整理できる。

財政規律を回復させる

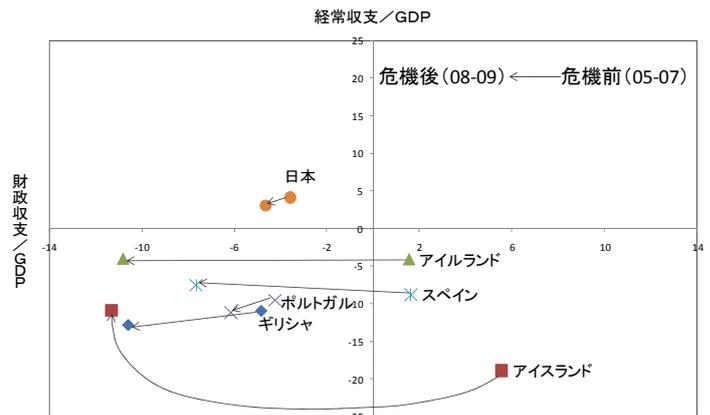
①については、各国の財政赤字拡大の要因として、「危機対応に伴う暫時的な支出拡大や景気循環によるもの」、「財政規律の脆弱さに起因する構造的なもの」の2つを峻別して考える必要がある。前者の国は、リーマン・ショック後の危機対応としての支出拡大が主因であるため、危機後の出口戦略を適切に行えば大きなリスクに発展する可能性は低いのに対し、後者の財政赤字は構造的な問題であるためソルベンシー・リスクにそのまま直結する。図表4はリーマン・ショック前後の財政収支と経常収支を示したものだが、EU 諸国の殆どはリーマン・ショック後に財政赤字が拡大しており、前者の暫時的要因が強いことがわかる。特にアイルランド、スペイン、アイスランドは危機前は財政黒字国であった。一方、後者の典型はギリシャであり、同国はリーマン・ショック前でも景気循環の動きに関係なく常に5%近辺の財政赤字を垂れ流すという構造的な問題があった。このため、通貨切り下げという選択肢がない中で、ギリシャは真正面から財政規律・ソルベンシーの回復に向けた政策を取らざるを得ないことになる。

図表3 EU 各国の直面する問題とリスク

	財政問題	対外債務問題	金融システム問題	経済体制問題
ドイツ			✓	✓
フランス	✓		✓	✓
イタリア	✓	✓	✓	✓
スペイン	✓	✓	✓	✓
ポルトガル	✓	✓	✓	✓
ギリシャ	✓	✓	✓	✓
アイルランド	✓	✓	✓	✓
日本	✓			

- リスク
- ソルベンシー・リスク ✓
  - リクイディティ・リスク ✓
  - システムリスク ✓

図表4 危機前と危機後の財政・経常収支の変化



(出所) 筆者作成

(出所) 欧州委員会

金融システミック・リスク  
 に対処する  
 ~EU 間で拡大するインバ  
 ランス

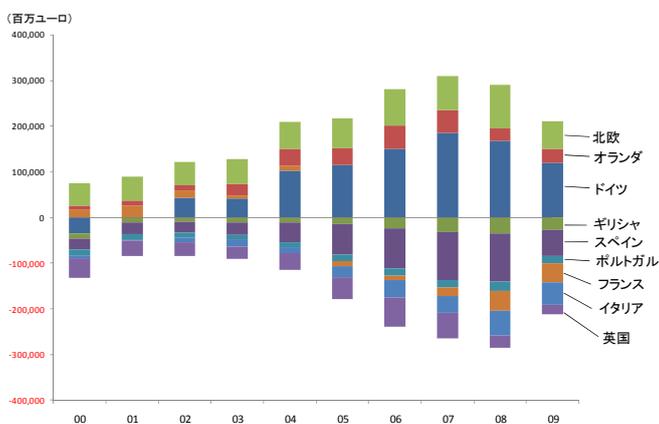
「too big to fail」から  
 「too interconnected to fail」  
 の世界へ

多くの国はギリシャほどの財政規律の乱れはないため、危機対応によって拡大した財政赤字がそのままソルベンシー・リスクにつながる可能性は低い。欧米諸国がバランスシート調整下にある中、①を根拠に財政再建を急ぎすぎるのはかえってマイナス影響のほうが強いのではないかと。

筆者は財政再建を急がせる理由として②の問題が最も大きく関連していると考え。危機対応型の暫時的な財政赤字増であればソルベンシー問題に発展することはない。それでも金融市場の緊張が収まらないのは、財政問題の本質が対外債務問題、延いては金融システムの問題であることに気付いているからであろう。それを端的に示すのが EU 各国の経常収支バランスを時系列で比較したものである（図表 5）。04 年頃からスペインやギリシャ、イタリアといった国で経常収支赤字が急激に拡大しており、それをドイツやオランダ、北欧諸国などがファイナンスするという EU 版グローバル・インバランスが発生している姿がみてとれる。堅実な財政運営を誇るドイツもグローバル・インバランス問題の当事者であることがわかる。

周知のように、スペインやポルトガル、ギリシャなどに流れ込んだ EU マネーは不動産バブルなどの信用膨張を引き起こし、結果として欧州金融機関の不良債権問題につながっている。上述の EU 版グローバル・インバランスの拡大によって欧州金融機関の対 EU 諸国向けエクスポージャーは増加傾向にあり、リーマン・ショック時のようなシステミック・リスクが再燃する可能性が強まっている<sup>1</sup>。ECB では直近の報告書<sup>2</sup>の中で金融システミック・リスクについて踏み込んだ分析をしており、金融システムは「too big to fail」から「too interconnected to fail」の世界に既に移行していることをうかがわせる。同レポートでは、個別行のショック→インターバンク市場のカウンターパーティ・リスクに波及→貸出市場の収縮→グローバルな金融システムに波及、という経路でシステミック・リスクが顕在化する様子が分かり易く描かれている。

図表 5 EU 諸国の経常収支の推移



(出所) 欧州委員会

図表 6 ストレステストの結果

国		対象行	不合格
ユー ロ 圏	スペイン	27	5
	ドイツ	14	1
	ギリシャ	6	1
	イタリア	5	0
	フランス	4	0
	オランダ	4	0
	ポルトガル	4	0
	オーストリア	2	0
	ベルギー	2	0
	キプロス	2	0
	アイルランド	2	0
	ルクセンブルグ	2	0
	フィンランド	1	0
	マルタ	1	0
スロベニア	1	0	
ユー ロ 未 導 入	スウェーデン	4	0
	イギリス	4	0
	デンマーク	3	0
	ハンガリー	2	0
	ポーランド	1	0

(出所) CEBS

<sup>1</sup> 金融経済レポート No.21 参照

<sup>2</sup> Financial Stability Review, June 2010

<p>ストレステストの結果 ～システミック・リスクの 把握にはつながらず</p>	<p>今月 23 日に公表された EU のストレステストは、対象 91 行中 7 行が不合格となった（図表 6）。不合格は再編途上のスペイン貯蓄銀行 5 行、ドイツのヒポ・リアルステート、ギリシャ農業銀行であった。「ストレス・シナリオ」自体の甘さや国債のヘアカットの適用がトレーディング勘定のみである点など、必ずしも十分といえる内容ではなかったが透明性の向上には寄与したと考えられる。もっとも、冒頭に示したように、PIIGS 諸国のスプレッドやユーロ Libor は依然高止まったままで、金融市場の緊張状態はまだ続いている。背景には「too Interconnected to fail」の状況が今回のテストでは全く見えてこないことが一因であろう。金融システム全体が抱えるシステミック・リスクを個別行自身が把握することは困難であるため、同リスクについては当局による評価が強く求められる。</p>
<p>ユーロ解体を防止する ～「成長・安定協定」路線 への回帰</p>	<p>「ユーロ体制の崩壊を防止する」という 3 番目の理由は①と関連している。周知のように、ユーロ加盟国は「通貨・金融政策は共通、財政は各国独立に決定」という独自の取り決めになっている。この仕組みにより、財政運営に問題のある国でもユーロ体制のもとで低金利を享受することが可能となる。上述のように PIIGS 諸国にはユーロ圏内から大量の資金が流入し経常赤字の拡大とともに信用膨張が引き起こされた。</p> <p>このような事態を防ぐために財政規律は不可欠とされ、91 年のユーロ創設時には、ユーロ圏諸国の財政状況を相互に監視する「成長・安定協定」が採用され、財政赤字対 GDP 比 3%以内、政府債務対 GDP 比 60%以内といった条件が課せられた。しかし、01 年にユーロ加盟するギリシャの 00 年の財政赤字対 GDP 比は 3.7% であり、成長・安定協定は事実上骨抜きに近いかたちになっていた。</p> <p>今回ドイツが財政緊縮に向けて強硬な態度を表している背景には、ユーロ体制の規律を「成長・安定協定」の時代に戻すことを意図しているように感じる。</p>
<p>日本にとっての財政再建を 再考すべき</p>	<p>上述のように、EU 諸国にとって財政緊縮路線とは、財政赤字という問題以上に金融システムやユーロ体制の維持という広範な問題に対する一つの象徴的な意味合いを持っている。この点において、我が国の財政再建の議論を EU 諸国が直面している問題と同じ軸で語るべきではない。むろんギリシャの問題を対岸の火事とすべきでないのは言うまでもない。我が国の財政問題は実際かなり深刻な状況にあり、それ故に他国の動きに惑わされることなく、自国の財政再建という目的のみに集中した政策実行が求められる。</p>