

欧州債務問題の現状とグローバル経済への影響

松 宮 基 夫

1. はじめに

欧州の政治経済の混迷が、止まらない。当初はユーロ圏 GDP 全体の僅か 2% 弱を占めるに過ぎない一小国の問題だったはずが、今やユーロ圏 GDP の合わせて 3 割を占める大国イタリア・スペインにまで動揺が波及。欧州債務問題は、2009 年秋の端緒から既に 3 年弱が経過するにもかかわらず、当局関係者を中心とする懸命の努力もむなしく、事態は収束に向うどころかむしろ混迷の度合いを深めているように見える。

本稿では、今日のグローバル経済の成長を大きく阻害する最大の要因となつてしまった欧州政治経済の将来が、今後どのように進んでいくのかを考える上での縁（よすが）とするため、欧州債務問題の本質は一体何なのか、複雑に絡み合う事象を統計データによって客観的かつ丹念に解き明かしていくことで、考察してみたい。

先ず、第 2 章で、欧州債務問題のこれまでの経緯を、主要イベントや当局の対応、金融市場の反応などを中心に振り返ることで、債務問題の全体観を一旦整理する。その後、第 3 章、第 4 章で、欧州債務問題の中核を成している「同時進行する 2 つの危機」、すなわち「財政危機」と「金融危機」の実情を、ユーロという枠組みが根源的に持つ問題点とそれに起因する南欧周縁国経済の成長行き詰まり、そして、欧州金融機関が歴史的に直面することとなった困難に力点を置いて、それぞれ詳細に掘り下げる。最後に、第 5 章で、欧州債務問題がグローバル経済に与える影響のインパクトを、我々日本経済にとってとりわけ関心が高いアジア経済への影響に焦点を当て考察していくこととする。

2. 欧州債務問題の現状

(1) これまでの経緯

振り返れば、欧州債務問題の始まりは、現在(2012年5月)から2年半前の2009年10月に遡る。同月、ギリシャにパンドレウ新政権が誕生。政権発足後程なくして唐突に、「前政権時代に財政統計に不正があり、2009年の財政赤字見込みは従来のGDP比3.7%から同12.5%に上方修正する必要がある」との発表がなされた(図表1)。相場形成の大前提となる財政統計の数字が根底から覆されてしまい、ギリシャ国債への信認は失墜、ギリシャ国債相場は急落した(国債利回りは急上昇した)。

ギリシャ国債急落は直ちに他のユーロ各国の国債市場にも波及し、特に財政

図表1：欧州債務問題のこれまでの主要イベント

2009年	10月	ギリシャにパンドレウ新政権誕生、財政統計の不正発覚。2009年の財政赤字見込みは、GDP比3.7%から同12.5%(最終的に同13.6%)へと大幅上方修正。
2010年	5月	ギリシャ、EU/IMFに金融支援を要請(ギリシャ向け第1次金融支援：1.100億ユーロ) ECBがギリシャ、ポルトガル、アイルランドの国債購入を開始
	11月	アイルランド、EU/IMFに金融支援を要請 EFSF債の初発行
2011年	4月	ポルトガル、EU/IMFに金融支援を要請
	7月	ユーロ圏各国、ギリシャ向け第2次金融支援の大枠に合意
	8月	ECBがイタリア、スペインの国債購入を開始
	10月	ユーロ圏/EU首脳会議にて、ギリシャ向け金融支援での民間負担増、欧州銀行の資本増強、などの「包括戦略」に合意 EFSFの融資可能枠を増額(2,560億ユーロ→4,400億ユーロ)
2011年	12月	ECBが3年物の大量資金供給オペを実施(4,892億ユーロ) EU首脳会議にて、財政規律を強化する「新財政協定」の導入、ESM(欧州安定メカニズム)の設立前倒し、IMF向け2,000億ユーロ融資に合意
2012年	2月	ユーロ圏首脳会議にて、ギリシャ向け第2次金融支援に合意(1,300億ユーロ) ECBが3年物の大量資金供給オペ第二弾を実施(5,295億ユーロ)
	3月	民間保有のギリシャ国債の債務交換を実施(実質減免率：7割強) EU/IMFが第2次金融支援の第一件融資75億ユーロを実行。ギリシャは47億ユーロ(減免前は144億ユーロ)の国債償還を無事完了
	4月	G20財務相・中銀総裁会議にて、IMF融資枠の拡大(4,300億ドル以上)に合意
	5月	フランス大統領選挙で、オランド候補が当選 新大統領就任 ギリシャ総選挙で、連立与党敗退 組閣断念 再選挙へ
	6月	ギリシャ総選挙の再選挙実施(6/17)

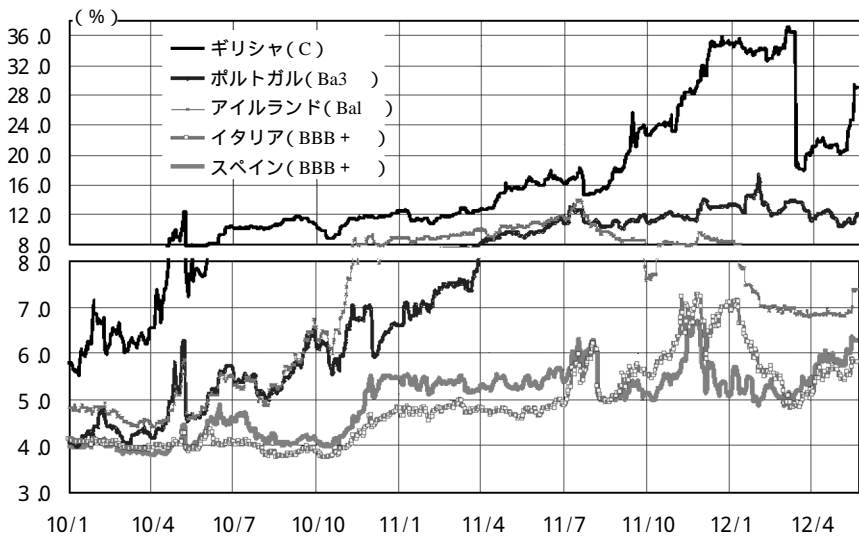
状況に不安を抱えていたアイルランド，ポルトガルの国債が大きく売り込まれることとなった。

国債市況急落を背景に，3ヶ国は国債発行による市場からの資金調達に支障が生じることとなり，財政の資金繰りに窮することとなった。結果，2010年5月にギリシャが，次いで11月にアイルランドが，さらに翌2011年4月にポルトガルがEU・IMFに金融支援を要請する事態に至った。

3カ国の国債利回りはEU・IMFの金融支援実施後も高止まりが続き，むしろスペイン・イタリアといった大国の国債利回りまでもが上昇し始めるなど，欧州周縁国の債務危機はより状況を悪化させていった（図表2）。

こうした事態に直面し，EU各国は，2011年7月にギリシャ向け第2次金融支援の大枠に合意，8月にECBがスペイン・イタリアの国債購入（買い支え）を開始，10月にユーロ圏およびEU首脳会議が債務危機克服の「包括戦略」を合意，同じく10月に欧州金融安定ファシリティー（EFSF）の融資可能枠を増額（2560億ユーロ→4400億ユーロ），12月にEU首脳会議が「新財政協定」の導入や欧州安定メカニズム（ESM）の設立前倒しに合意，12月と翌2012年2月の2回にわたりECBが3年物の大量の資金供給オペを実施

図表2：欧州周縁国の国債10年物利回り



（注）（ ）内は格付け，大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見通し。 （年/月）

アイルランドのみ2011年10月12日以降，9年金利。

（資料）Blombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

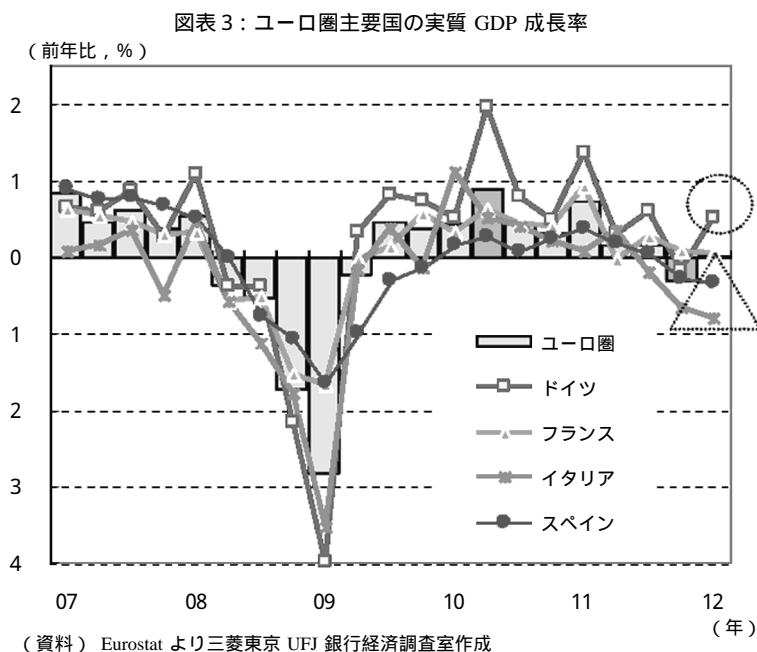
(4,892億ユーロ, 5,295億ユーロ), 2012年2月にユーロ圏首脳会議がギリシャ向け第2次金融支援(1,300億ユーロ)に合意, 3月に民間保有のギリシャ国債の債務交換を実施(実質減免率7割強)などの対策を断続的に実施することとなった。

しかしながら, これらの対策だけでは, 欧州債務不安を終息させることはできず, 足元に至るまで国債利回りの高止まりが続いている(図表2)。

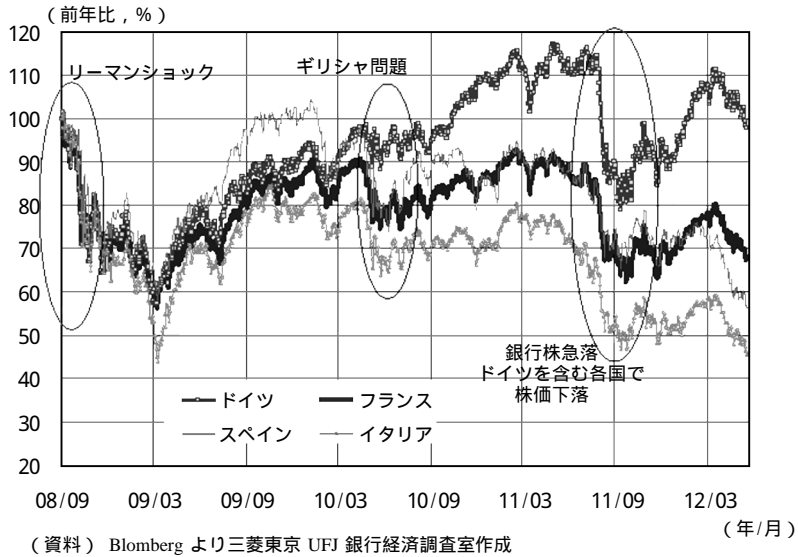
(2) 悪影響は实体经济などに幅広く波及

周縁国財政への信認失墜に伴う国債利回りの急騰は, 各国財政ファイナンスの資金繰りを破綻させたのみならず, 金融市场・金融システム・实体经济などへも幅広く負の相乗作用をもたらした。

ユーロ圏の実質GDP成長率は, 債務問題を背景にジリジリと勢いを鈍化させてきたが, 11年10~12月期には遂にマイナス成長に落ち込んだ(図表3)。特に, 周縁国での景気悪化度合いが強く, 例えば, スペイン・イタリアはともに数四半期にわたりマイナス成長が続いており, 直近12年1~3月期の段階で既に後退局面入りしている。



図表 4：ユーロ圏主要国の株価



金融・為替市場への悪影響も顕著に現れており、例えば各国株式相場は、財政の健全度が高いドイツをも含めて、域内全体で大きく下落している（図表4）。

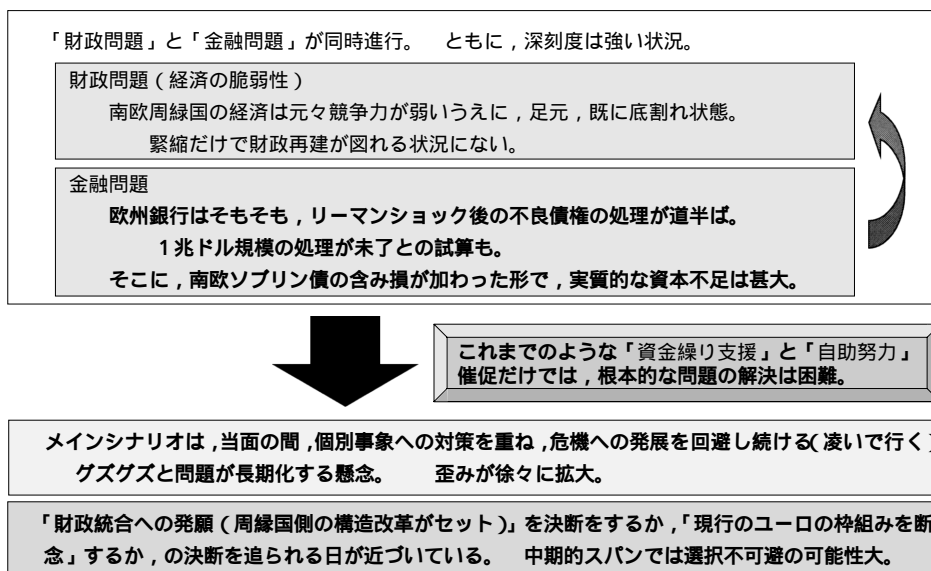
(3) 欧州債務問題の本質

欧州債務問題の特徴は「財政危機」と「金融危機」が同時進行している点にあり、これが事態をより深刻化している（図表5）。

政府債務残高の増嵩は先進国経済共通にみられる悩みであるが、特にユーロ圏においては、各国の経済力に大きな格差がある中で通貨統合がなされているというユーロ圏の構造そのものが、問題の解決をとりわけ難しくしている。グローバル経済の歴史をみても、重債務国は通常、大幅な金融緩和を行い、大きく通貨を切り下げることで、企業の体力を回復させ、輸出競争力の改善を梃子に成長を促進し、経済を立て直してきた。ところが、ユーロ圏は、統一通貨・一つの中央銀行の体制が確立しており、経済力の弱い南欧国縁国はいわば金融・為替政策の手足を縛られた状態にある。財政政策・金融政策・為替政策という経済政策の伝統的手段を全て封印されている格好で、各国独自の努力だけでは、なかなか苦境を抜け出す方法が見えない状況である。

苦境に拍車をかけているのが、欧州金融機関の体力低下である。欧州金融機関はそもそもリーマンショック後の不良債権処理が道半ばの状態にあった。米

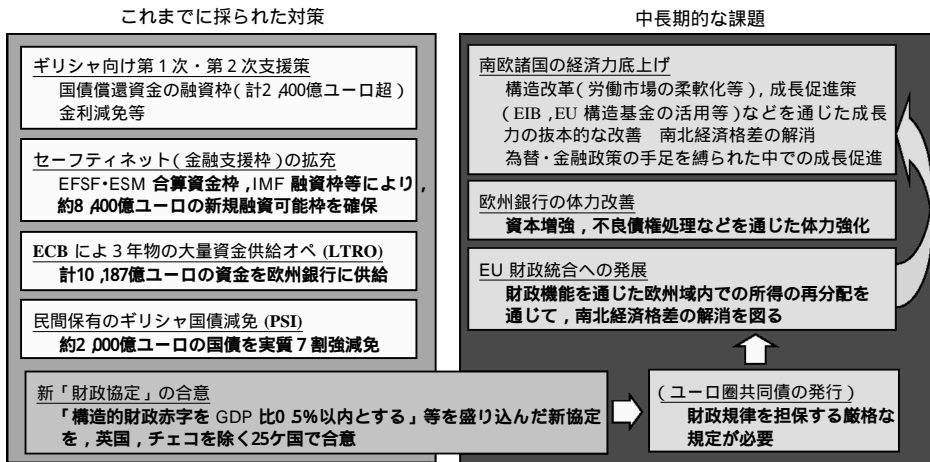
図表5：欧州債務問題の全体観



国金融機関が大型破綻や業界再編・公的資金の注入などの荒療治を経て短期間で処理を終えたのとは対照的に、長い時間をかけて毎年の利益で少しずつ処理を進めていく戦略を取ったためである。しかしながら、結果として、リーマンショック後の不良債権の処理負担を大量に残すなかで、欧州債務問題が発生。リーマンショック後の不良債権の処理負担に加えて、さらに保有周縁国国債の評価損や周縁国向け貸出関連の新たな不良債権を抱え込むこととなってしまったわけである。この結果、欧州金融機関の健全性は大きく低下することとなり、欧州銀行監督機構(EBA)が2011年12月に発表した数値では、欧州銀行の資本不足額は実に1,147億ユーロに達していると試算されている。

このような深刻な危機に直面しつつも、欧州当局がこれまでに採ってきた対策は、ECBの積極的な金融緩和を除けば、南欧周縁国の資金繰り支援が中心となっており、問題の根源に迫る抜本策は未だ本格的な手が打たれていない状況にある(図表6)。現在のユーロ圏の枠組みを維持した上で、足元の危機的状況を迅速に短期間で打開するためには、やはりEU財政統合へ向けた前進、すなわち財政機能による欧州域内での所得再配分を通じた南北経済力格差の解消促進が必要と言わざるを得ない。事態はそこまで進展してしまっている可能性が高い。逆に、このまま欧州各国の足並みが揃わず、財政移転を伴う施策に踏

図表 6：これまでに採られた対策と中長期的な課題



みだめない状況を打開できない場合には、欧州経済は中長期にわたり、根底に問題を残したままの不安定な推移を続けることが避けられないであろう。

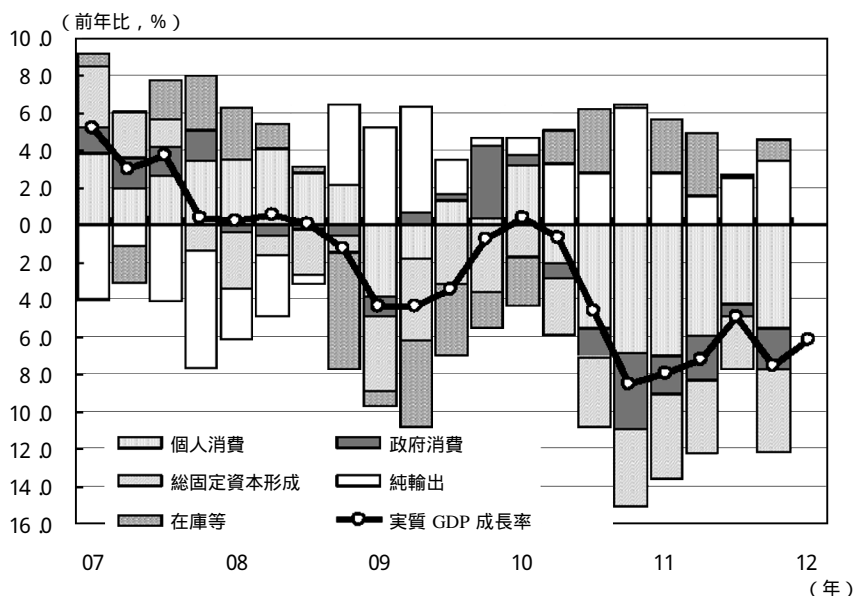
3. 財政問題の実情～南欧周縁国経済の成長行き詰まりの実態

以降では、同時進行する「財政問題（経済の脆弱性）」と「金融問題」のそれぞれについて、欧州経済が実際にどのような困難に直面しているのか、その実態を順に確認してみたい。まずは、財政問題（経済の脆弱性）について、特に事態が深刻で金融市場における懸念も強いギリシャとスペインを取り上げる。

(1) ギリシャ

ギリシャ経済は、リーマンショック後のマイナス成長からようやく回復した矢先に、政府債務危機を背景に再びマイナス成長に転じ、2010年4～6月期以降、既に8四半期連続のマイナスを続けている（図表7）。リーマンショック後とあわせてみると、2010年1～3月期にわずか1四半期だけプラス成長となったのを挟んで、実に3年半にわたりマイナス成長が続いていることとなる。しかも、政府債務危機を背景とする今回のマイナス成長はマイナス幅が1割弱に達しており、リーマンショック後の景気後退を大きく上回る大幅な落ち込みとなっている。失業率も2割弱と5人に一人が失業している状態で、特に25歳以下の若年層に限ってみると失業率は実に50%を上回る。まさに経済が底割

図表7：ギリシャの実質 GDP 成長率推移



図表8：第2次金融支援プログラムにおけるギリシャ財政計画(2012年3月)

(単位：億ユーロ)

	2009年	2010年	2011年 見込み	2012年 計画	2013年 計画	2014年 計画	2015年 計画	2016年 計画
歳入	881	898	883	860	857	875	866	902
税収(生産・輸入)	262	273	272	255	255	259	266	277
税収(所得・資産)	191	175	178	193	188	193	202	211
社会保障収入	295	298	267	255	255	264	270	281
歳出	1,127	1,010	934	880	898	898	883	920
公務員賃金	310	275	258	241	231	230	229	239
社会保障支出	490	472	465	430	441	442	441	460
物品・サービス	171	140	117	112	114	114	110	115
未決定の追加的緊縮策 (GDP比, %)					78 (3.8)	117 (5.6)	114 (5.3)	119 (5.3)
プライマリーバランス	247	113	51	20	37	94	97	101
利払い	119	132	149	128	130	138	133	144
財政収支 (GDP比, %)	366 (15.8)	245 (10.8)	200 (9.3)	148 (7.3)	94 (4.6)	44 (2.1)	36 (1.6)	43 (1.9)

(資料) IMF より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

れしてしまっている状態であり、財政緊縮策だけで財政再建が図れる状況ではもはやない。

こうした厳しい経済情勢を背景に、ギリシャでは肝心の財政再建が計画通り進展していない。2011年の財政赤字の計画値はGDP対比7.6%であったが、実際の着地は同9.1%と計画比大幅な未達となった。

財政再建の先行きについても、明るい見通しを描きづらい状況である。先日2012年2月に開催されたユーロ圏首脳会議で合意されたギリシャ向け「第2次金融支援プログラム」(1,300億ユーロ)の前提となるギリシャ政府の財政計画では、2013~2014年に実施される予定の年間117億ユーロ(GDP比5.6%)分の財政赤字削減策の中身が未決のままとなっている(図表8)。ギリシャ政府は2013~2014年の2年間で財政赤字のGDP比を7.3%から2.1%へ引き下げを計画しているが、財政赤字圧縮予定額を上回る規模の緊縮プランの具体的な中身が未だ決まっていないという、実効性に疑問を抱かざるを得ない心許ない状況である。

(2) スペイン

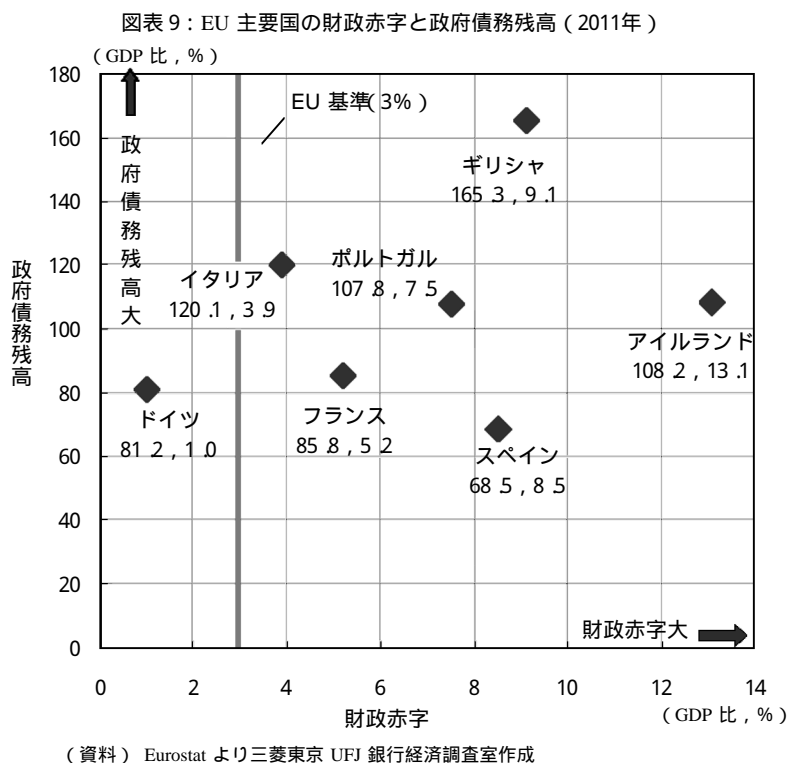
スペインは直近2011年の政府債務残高の対GDP比率が68.5%と、ドイツ(81.2%)やフランス(85.8%)よりも低位に止まるなど、歴史的には財政の健全度が相対的に高い国であった。スペインの財政赤字(対GDP比)は、リーマンショック発生までは、2000年代を通じて、ドイツをも上回る健全度を誇り、2005~2007年の3年間には財政収支は黒字を確保していた程である。

こうした健全な財政事情がリーマンショックを機に一変することとなった。スペインはグローバルに見ても、リーマンショックによる景気の落ち込みが大きく現れてしまった国である。機を同じくして不動産バブルの崩壊に見舞われたこともあり、世界経済の収縮を背景に輸出が大幅に減少し、製造業がGDPを大きく落としたことに加え、不動産バブルの崩壊を受け、金融機関・建設業がGDPを大幅に減少させることとなったためである。こうした景気の落ち込みを補うべく大規模な財政政策が発動された結果、2009年の財政赤字の対GDP比率が11.1%と実に2桁に達するなど、足元の財政事情は急速に悪化することとなったわけである(図表10)。

金融市場でスペインの政府債務に対する不安がとりわけ強い背景には、スベ

インが「州政府の財政赤字改善の遅れ」と「金融機関の不良債権」の2つの大きく困難な問題を抱えていることがある。

先ず、州政府の財政赤字改善の遅れについては、スペインは州政府の独立性が強く、中央政府が州政府の財政再建にあまり積極的に関与できない立場に置



図表10：スペインの財政収支，政府債務残高

(GDP比, %)

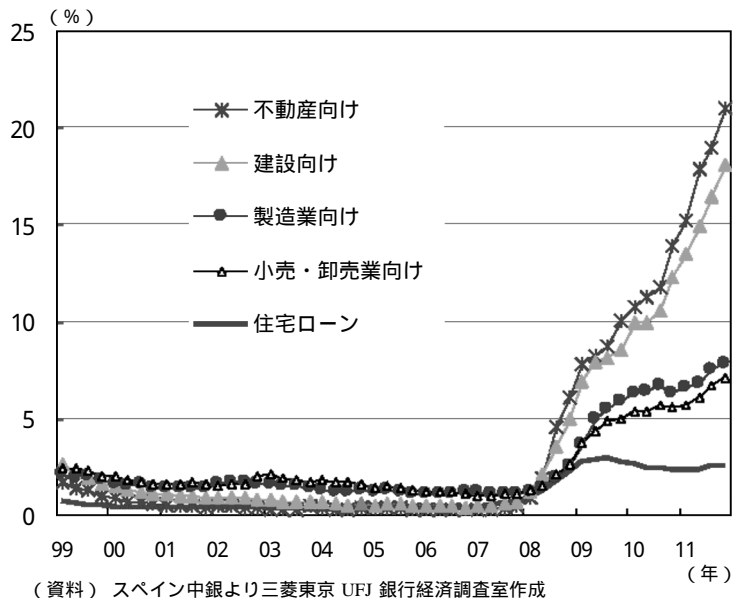
	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年			2012年 (目標)	2013年 (目標)
			(目標)	(実績)	(超過幅)		
財政収支	11.1	9.3	6.0	8.5	2.5ポイント	5.3	3.0
中央政府	9.3	5.7	4.8	5.1	0.3ポイント	3.5	n.a.
州政府	2.0	2.9	1.3	2.9	1.6ポイント	1.5	n.a.
地方自治体(県以下)	0.6	0.5	0.3	0.4	0.1ポイント	0.3	n.a.
社会保障基金	0.8	0.2	0.4	0.1	0.5ポイント	0.0	n.a.
政府債務残高	53.2	64.9	67.3	68.5	1.2	79.8	n.a.

(資料) スペイン財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

かれていることが、その背景にある。こうした特性も色濃く影響し、スペインの財政再建の実績をみても、実際に州政府で計画の未達が大きくなっている。図表 10 で、2011 年の政府の財政計画と実績の乖離の状況をみると、スペイン全体で財政赤字額の対 GDP 比率を 6.0% まで削減する計画だったものが、実績値は 8.5% と、2.5% ポイントの赤字上振れで終わっている。このうち、中央政府の計画と実績の乖離が 0.3% ポイントに止まっているのに対して、州政府のそれは 1.6% ポイントに達しており、州政府が全体の足を引っ張っている構図がはっきりと確認される。スペインは歴史的に分離・独立志向が強い州政府を多数抱えており、この点も州政府に緊縮財政を徹底する上での制約となっている。

次に、より大きな問題である金融機関の不良債権について、みてみたい。スペインではリーマンショックを機に不動産バブルが崩壊、スペイン商業銀行の不良債権比率は急上昇することとなり、足元でもなお上昇が続いている状況である（図表 11）。不良債権比率は不動産業向けで 20% を超え、建設業向けでも 20% 弱の水準にある。こうした事態に対処するため、銀行監督当局であるスペイン中銀は、「カハ」と呼ばれる貯蓄銀行の再編・資本増強を促進した。この結果、2009 年 9 月には 45 行あった貯蓄銀行は 2012 年 3 月末時点で 13 行に

図表 11：スペイン商業銀行の国内貸出の不良債権比率

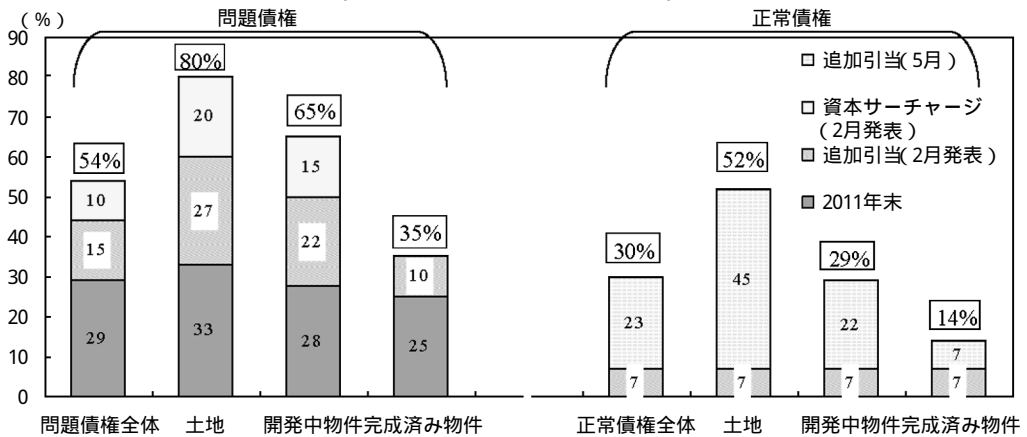


まで集約されることとなった。

さらに、スペイン中銀は、2012年の2月と5月の2回にわたり、不動産関連と信に対する引当率の引き上げを銀行に命じた。具体的には、まず2月には、不動産関連の問題債権に対する引当率を平均29%から同54%に引き上げ(追加引当は総額500億ユーロ規模)、自力での引当強化が困難な銀行には、他行との合併・統合を前提条件に、引当期限(2012年末)の1年間猶予や政府傘下の銀行再編整理基金(FROB)からの金融支援を行うこととした(図表12)。さらに、驚くべきことに、5月には、不動産関連と信については正常債権に分類されているものであっても、引当率を平均7%から同30%へと上げるとの方針を示した。30%の引当が必要ということは一般常識では既に正常債権とは言えないレベルにあるということであり、スペイン銀行が抱える不動産関連融資が全体として相当に中身が傷んでいることを想起させる結果となった。

こうした政府債務危機と金融危機の同時進行は、実体経済にも着実に陰を投げ掛けている。直近2012年1~3月期の実質GDP成長率は前期比0.3%と、2四半期連続のマイナス成長を記録し、景気は既に後退局面入りしている。失業率の急上昇も続いており、足元の失業率は既に25%弱に達しており、国民の4人に一人が失業者という状況である。若年層(25歳以下)に限ってみれば、失業率は50%を超えており、2人に一人が失業者という過酷な状態にある。

図表12：スペインの銀行部門の不動産関連と信の引当率
(2月、5月の追加引当の発表以降)



(資料) スペイン中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 金融問題の実情～欧州金融機関が直面する苦境の実態

続いて、欧州債務問題の中で同時進行する「財政問題（経済の脆弱性）」と「金融問題」のうち、後者の「金融問題」について、その実情を確認する。

「財政問題」はもっぱら経済力の弱い南欧周縁国の問題であったが、「金融問題」はドイツ・フランスといった経済強国の金融機関を含めた欧州金融機関全体の問題である点が、ひとつの大きな特徴である。これは、経済・通貨統合の中で欧州域内各国の相互依存関係・緊密性が強まり、例えば、フランスの銀行がギリシャに対して、またドイツの銀行がアイルランドに、それぞれ大きなエクスポージャーを持つといった構造が出来上がっていることによる。南欧周縁国の経済悪化は、貸出資産の劣化という形で、直ちに、欧州全体の銀行に悪影響を及ぼす構図となっているわけである。

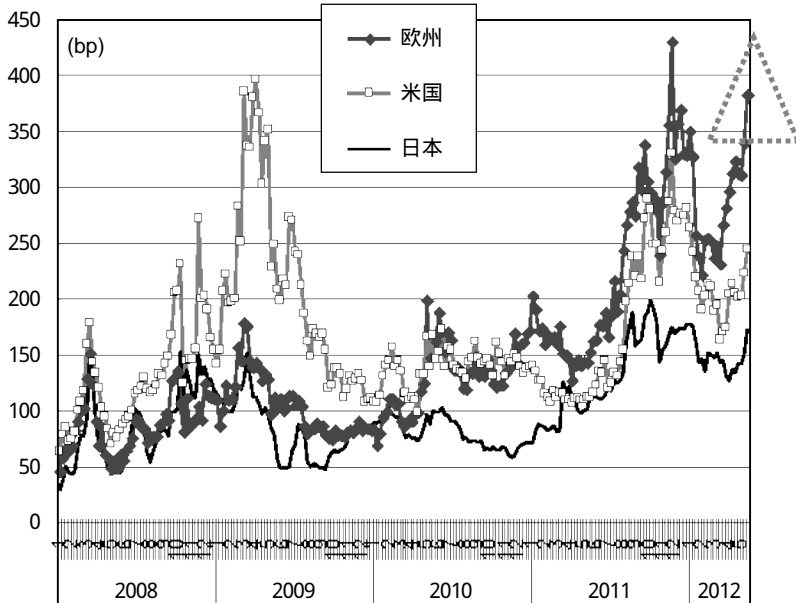
欧州金融機関が困難な状況にあることは、金融機関の信用度を示す指標である CDS スプレッドの動きに端的に現れている。主要欧銀の CDS スプレッドは、足元、リーマンショック時をも大きく上回る高水準（信用度が低い状態）にある（図表 13）。2011 年 12 月と 2012 年 2 月の二度にわたり実施された ECB による 3 年物の大量資金供給オペ（LTRO、資金供給額は計 1 兆 187 億ユーロ）を受けて、2011 年末から 2012 年初頭にかけて、欧銀の CDS スプレッドが大きく低下（欧銀の信用不安が沈静化）した局面もみられたが、足元では再び急上昇しており、2011 年秋の最も高かった時期の水準を窺う勢いである。

また、2011 年秋頃から、スペインやイタリアの銀行から預金の流出が始まっている点も、これらの国の銀行の信用度が低下していることを物語っている（図表 14）。

欧州の金融機関が体力を大きく低下させ、信用度を著しく落とした背景には、リーマンショックにより発生した不良債権の処理と、南欧周縁国の財政問題に伴う保有国債評価損や周縁国向け貸出関連の新たな不良債権の処理という、2 つの大きな負担を同時に抱え込んでしまったことがある。

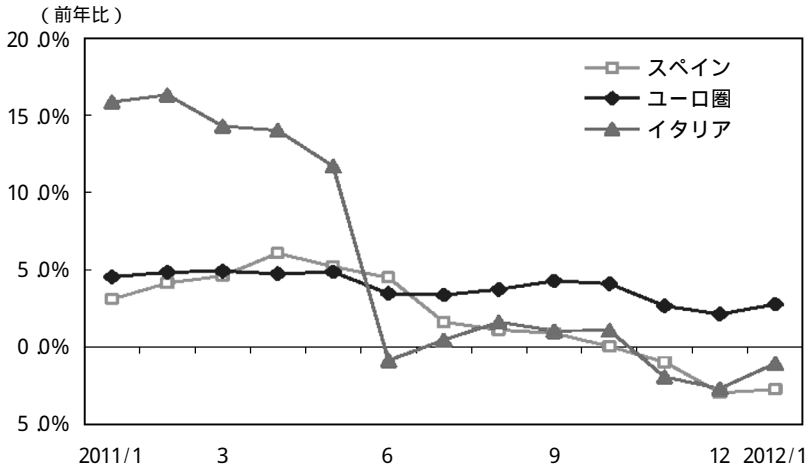
先ず、欧州の金融機関にとって、リーマンショック後の不良債権処理が未だ道半ばであるという点について、その実態を確認したい。図表 15 の A 列は、IMF がリーマンショックからおよそ 1 年後の 2009 年 10 月に推計したリーマ

表13：主要日米欧銀のCDS スプレッド(5年)の推移



注) 日本.....3メガの平均値, 米.....シティ, JPモルガン, バンカメの平均値, 欧州.....伊(ユニクレディト, インターサ), 仏(BNP, ソクジェン, アグリコル), 独(ドイツ, コメルツ), 英(パークレイズ, RBS), スペイン(サンタンデル, BBVA)の平均値
 (資料) ブルームバーグより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表14：各国銀行のユーロ圏内の預金残高



(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表 15：世界の銀行の損失処理進捗状況（2011年末現在，億ドル）

	潜在損失額 (09年10月) (A)	累積損失 処理 (B)	損失処理 進捗率 (B/A)	要償却額 (C = A - B)	実質業務純益 (2010年, D)	処理年数 C/D
銀行潜在損失額	28,100	19,500	69%	8,600	10,100	0.9年
うち米銀	10,300	10,300	100%	0	2,500	
うち欧州銀	16,200	7,600	47%	8,600	4,000	2.2年
うち主要邦銀	820	820	100%	0	600	

注1) 実質業務純益は、証券化減損分を加算。

注2) 米銀の実質業務純益は、大手投資銀行の分も含む。

注3) 欧州は、EU、英国、スイス、北欧諸国を含む

(資料) IMF, OECD, Bloomberg, The Banker 誌, 各行決算資料等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

ンショックに伴う世界の銀行の潜在損失額を示したものである。世界の銀行全体で2.8兆ドルにおよぶ巨額の潜在損失が発生したと試算されている。損失処理の大よその進捗状況を把握するために、各国の銀行がリーマンショック後に行ってきた損失処理の累積額を集計したものがB列である。この2つの数字から算出された「損失処理進捗率(B/A)」をみると、米銀・邦銀は既に累積損失の処理を概ね終わらせているのに対し、欧州銀行の処理は未だ50%未滿に止まっているとの試算結果となる。進捗率の数字自体については相当な幅を持ってみなければならぬごくラフな推計ではあるが、欧州の銀行の損失処理が米国に比べ大幅に遅れており、未だ道半ばである、というビッグ・ピクチャーの確認はできよう。

次に、南欧周縁国の財政問題発生がどのように欧州金融機関全体の健全性低下に波及していったのか、その実情を確認する。図表16で、欧州主要国の銀行の南欧周縁国各国への国際与信残高をみると、欧銀が南欧周縁国でいかに広くかつ深くビジネスを展開していたかがはっきりと読み取れる。まず、ギリシャ向けは、フランスの銀行の国際与信残高が479億ドルと大きい。フランスの銀行はギリシャに子銀行を持っているため、民間企業向けと信が多いことも特徴である。また、ドイツの銀行も186億ドルと巨額のエクスポージャーを有している。政府向けと信の残高は113億ドルと、むしろフランスの銀行を上回っており、ギリシャの財政問題のまさに直撃を受けた格好である。次に、ポルトガルやアイルランド向けについては、ポルトガル向けはスペインの銀行、アイルランド向けはドイツの銀行の与信残高が頭一つ抜け出して大きな額となって

図表16：欧州周縁国向け銀行与信残高(2011年9月末)

(単位：億ドル)

		BIS 報告銀行 (24カ国)					
		欧州銀行					
			ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	
ギリシャ向け	国際与信残高	1,124	1,047	186	479	32	10
	政府向け	322	306	113	72	14	4
	民間銀行向け	57	41	10	6	2	0
	民間企業向け	744	700	64	401	16	6
	その他	1	1	0	0	0	0
ポルトガル向け	国際与信残高	1,826	1,758	300	258	35	788
	政府向け	277	264	79	54	5	65
	民間銀行向け	297	278	87	63	16	47
	民間企業向け	1,252	1,216	134	141	14	676
	その他	0	0	0	0	0	0
アイルランド向け	国際与信残高	4,325	3,576	1,016	290	159	86
	政府向け	165	136	28	26	5	1
	民間銀行向け	726	608	200	98	45	8
	民間企業向け	3,424	2,821	788	166	108	77
	その他	10	10	0	0	0	0
スペイン向け	国際与信残高	6,670	5,903	1,609	1,445	295	
	政府向け	956	790	264	271	64	
	民間銀行向け	1,957	1,714	627	354	66	
	民間企業向け	3,753	3,395	718	821	166	
	その他	4	4	0	0	0	
イタリア向け	国際与信残高	8,124	7,358	1,447	3,724		355
	政府向け	2,211	1,816	445	823		101
	民間銀行向け	1,313	1,172	402	372		28
	民間企業向け	4,591	4,361	600	2,529		277
	その他	9	9	0	0		0

(注) 国際与信 = 各行国際部門の貸出 + 有価証券(債券・株式)等
 (資料) BIS 統計より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

いる。さらに、スペイン向けとイタリア向けについては、ドイツ・フランス両国の銀行のエクスポージャーが大きく、かつその額もギリシャなど3カ国と比べ一段と大きくなっている。南欧周縁国の財政問題の悪化を受けて、周縁国向け与信の中身が、国債であれば値崩れに伴う評価損拡大、民間企業向け貸出であれば不良債権化、などの経路を通じて質的に悪化、フランスの銀行などを中心に欧州全域の金融機関の体力を大きく低下させることに繋がった訳である。

こうした周縁国向け資産等の劣化を受けて、欧州の銀行は大幅な資本不足に陥った。欧州銀行監督機構(EBA)が2011年12月に実施し公表された試算によれば、欧州銀行は71行で自己資本不足が発生、その不足額の合計は1,147

図表 17：欧州銀行の自己資本不足額（EBA 試算値）

（単位：100万ユーロ）

国名	自己資本不足額 (10月26日発表)	自己資本不足額 (12月8日発表)	増減額
ギリシャ(6行)	30,000	30,000	0
スペイン(5行)	26,161	26,170	9
イタリア(5行)	14,771	15,366	595
ドイツ(13行)	5,184	13,107	7,923
フランス(4行)	8,844	7,324	1,520
ポルトガル(4行)	7,804	6,950	854
ベルギー(2行)	4,143	6,313	2,170
オーストリア(3行)	2,938	3,923	985
キプロス(2行)	3,587	3,531	56
カレウエー(1行)	1,312	1,520	208
スロベニア(2行)	297	320	23
オランダ(4行)	0	159	159
スウェーデン(4行)	1,359	0	1,359
デンマーク(4行)	47	0	47
フィンランド(1行)	0	0	0
英国(4行)	0	0	0
ハンガリー(1行)	0	0	0
アイルランド(3行)	0	0	0
ルクセンブルク(1行)	0	0	0
ポーランド(1行)	0	0	0
マルタ(1行)	0	0	0
合計(71行)	106,447	114,685	8,238

（注）ギリシャの数値は、現行の EU/IMF によるギリシャ支援計画における公的資金注入枠の金額。EBA による自己資本不足額の試算値を超過している。

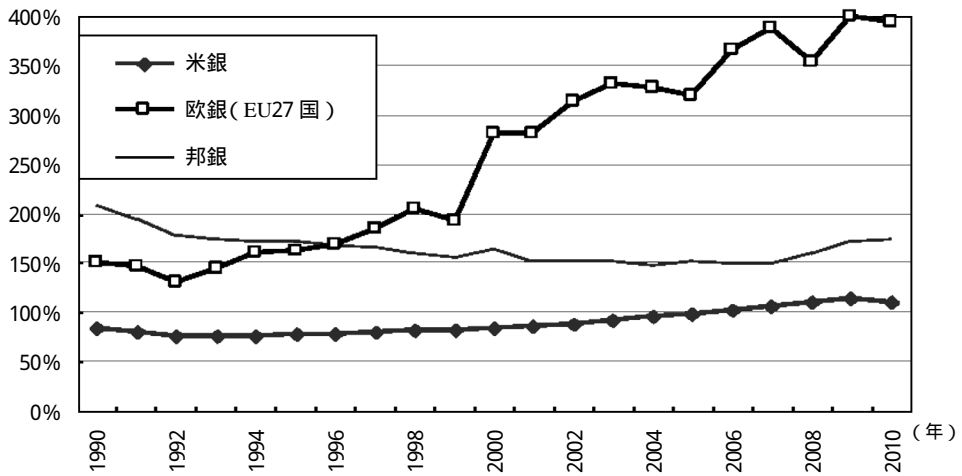
（資料）EBA より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

億ドルに達するとされている。

このように、欧州の金融機関は、リーマンショックに伴う不良債権処理と、南欧周縁国の財政問題に伴う国債評価損や新たな不良債権の処理という、2つの大きな負担を、同時に抱え込んでしまったことにより苦境に立たされることとなった訳であるが、その背景として、欧州金融機関が2000年代を通じて採った総資産拡大戦略があったことを、最後に付言しておきたい。

欧銀は、2000年代に入り総資産を急速に拡大させた（図表18）。総資産の対名目GDP比率は10年間で200%から400%まで倍増している。日米両国の銀行がほぼ一定の水準を保っているのと対照的である。結果として、世界の総資産ランキングでも、欧銀が上位を席捲することとなった。欧銀の総資産拡大

図表 18：日米欧銀行の総資産（対名目 GDP 比）の推移



(資料) FDIC, EBF, 全銀, IMF 資料をもとに三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

図表 19：世界の銀行の総資産ランキング

< 1990年末 >

< 2007年末 >

順位	銀行名	総資金 (10億ドル)
1	第一勧業	428
2	住友	409
3	太陽神戸三井	408
4	三和	402
5	富士	399
6	三菱	391
7	クレディアグリコル	305
8	BNP	291
9	興銀	290
10	クレディリヨネ	287

➔

順位	銀行名	総資金 (10億ドル)
1	RBS	3,801
2	ドイツ銀行	2,973
3	BNP パリバ	2,494
4	パークレイズ	2,454
5	HSBC	2,354
6	シティグループ	2,183
7	クレディアグリコル	2,081
8	UBS	2,022
9	ING	1,932
10	三菱 UFJ	1,726

(資料) American Banker, 各行決算資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

は、全方位的な業容拡大を図るグローバル戦略の影響によるものと考えられる。欧州域内や米国、さらには新興国を対象に積極的な買収を重ねて事業を拡大していった結果、体力に比し過大なリスクを負うことになってしまったのである。

5. 覚悟が必要なグローバル経済への影響

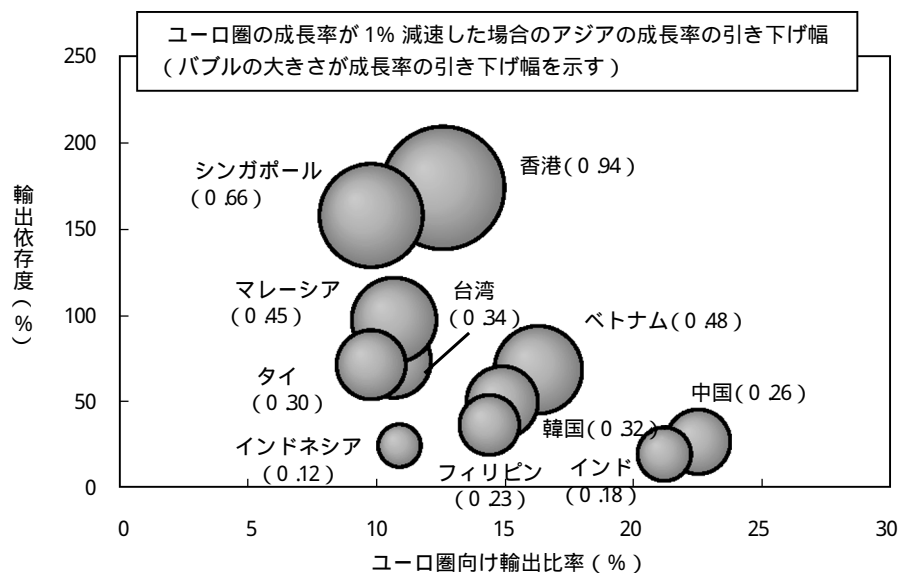
グローバル経済は、2011年後半以降減速に転じ、今日（2012年5月）に至るまで、多くの国や地域において、製造業部門を中心にズルズルと成長率が落ちていく混沌とした状況が続いている。その主たる要因が、欧州債務問題の影響の広がりによるものであることで識者の見解が一致していることも示すとおり、欧州債務問題は単に欧州域内の景気後退をもたらすにとどまらず、欧州向け輸出の減少という直接的なルートに加え、不確実性の増大に伴う企業行動の慎重化や、欧州域内資産の価格下落による損失の発生など、様々なルートを通じてグローバル経済の下押し圧力となっている。

本章では、わが国企業の主戦場であり、また、わが国経済の持続的成長にとって重要性が一段と高まっているアジア経済への影響をテーマに、特にネガティブ・インパクトが大きいと懸念されている「輸出」と「欧州銀行のデレバレッジ」を通じた影響に焦点を当てて考察してみたい。

先ず第一に、欧州向け輸出減速がアジア経済成長に与える影響についてみてみたい。アジア経済にとって輸出は内需と並ぶ最大の成長率引役であり、GDPに占める輸出の割合が高く、輸出環境の変化の影響を受けやすい体質にある。加えて、アジアは歴史的に欧州との関係が深く、輸出に占めるユーロ圏向けのウェイトも総じて高くなっている。結果、欧州向け輸出の減速が、各国の成長率に与えるダメージも総じて大きい傾向にある。図表20は、縦軸に輸出依存度を、横軸に輸出全体に占めるユーロ圏向けのウェイトを取り、各国のそれぞれの欧州輸出との関係性の深さを示すとともに、「ユーロ圏の実質GDP成長率が1%減速した時に、各国の実質GDP成長率がどれだけ鈍化するか」を手元のマクロ経済モデルで算出し、バブルの大きさを示したものである。

国・地域別の特徴をみると、輸出依存度の高い香港・シンガポールや、両軸が揃って高めとなっているベトナム・マレーシアなどで影響が大きく出るとの試算結果となっている。一方で、中国・インドは、欧州向け輸出の比率は群を抜いて高いながらも、大きな内需を抱え、輸出依存度が低いために、影響は相対的に軽微という試算結果となっている。このように、各国・地域別に影響の大きさに濃淡はあるものの、アジア11カ国・地域全体で、ユーロ圏の実質GDP

図表 20：ユーロ圏の成長減速がアジアの経済成長に与える影響



(資料) FDIC, EBF, 全銀, IMF 資料をもとに三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

成長率が1%減速した場合、アジアからユーロ圏への輸出は4%程度減少し、アジアの実質GDP成長率は0.3%押し下げられる見込みであり、輸出のルートを通じたアジア経済へのネガティブ・インパクトは、全体として、やはりかなりのマグニチュードになると覚悟しておく必要があるようだ。

次に、欧州銀行のデレバレッジの動きが顕在化した場合の影響について、考察してみたい。前章で確認したとおり、欧州の銀行は深刻な資本不足に陥っており、その解消を当局より強く求められている。欧州銀行が、資本不足解消を進める手段として、2000年代を通じて膨らませた資産の大幅な圧縮に踏み切るのではないかと懸念が広く憂慮されている。

ユーロ圏の銀行が実際に資産圧縮に動いた場合、どの地域が影響を受けることになるのかを推定するために、ユーロ圏銀行の地域別対外与信残高の分布状況を纏めたものが図表21である。これをみると、ユーロ圏銀行の対外与信は、米国向けと並び、新興国向けが多いことがわかる。新興国向けの与信残高は、英銀・スイス銀や日米の銀行と比べても突出して多い。特に、中東欧向けが頭一つ抜け出して多く、中南米向けも他国の銀行と比べて多くなっている。これは、中東欧にはユーロ圏銀行全般が、中南米にはスペインの銀行が、それぞれ第二のマザーマーケットとの位置付けで積極的に進出したことが背景にある。

図表 21：各国銀行の地域別対外与信残高（2011年12月末時点）

（単位：10億ドル）

（与信対象）						← 9月比増減 →				
	ユーロ圏銀行	英銀	スイス銀	米銀	邦銀	ユーロ圏銀行	英銀	スイス銀	米銀	邦銀
先進国	7,840	2,505	1,447	2,005	2,035	928	134	28	113	11
米国	1,620	1,090	763	/	1,207	175	44	32	/	8
欧州	5,756	1,100	553	1,423	651	698	84	51	132	28
日本	195	137	80	361	/	35	4	4	22	/
豪州	149	78	31	107	116	9	3	5	0	6
新興国	2,097	910	140	704	320	124	18	6	4	4
中東欧	1,008	59	17	68	24	71	4	4	4	1
アジア	285	485	64	326	212	29	11	3	17	6
中南米	576	152	40	255	54	2	2	1	14	3
中東アフリカ	228	214	18	55	30	21	9	0	3	0
オフショア・センター	354	513	130	294	352	19	7	1	15	1
合計	10,291	3,928	1,717	3,003	2,707	1,070	159	50	132	8

（注）与信対象は最終リスクベース。

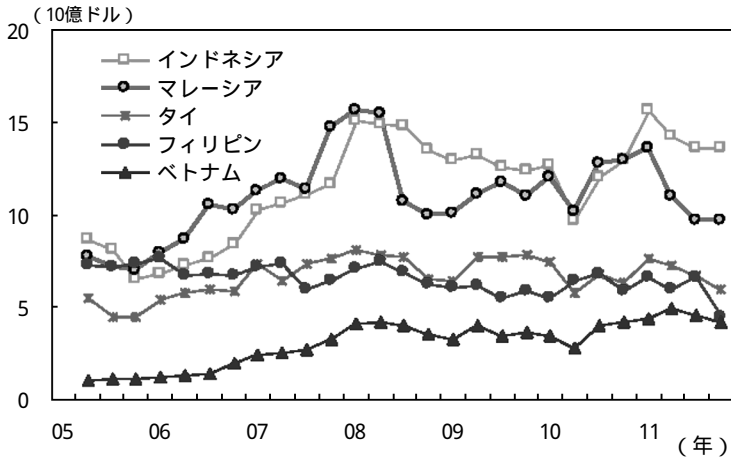
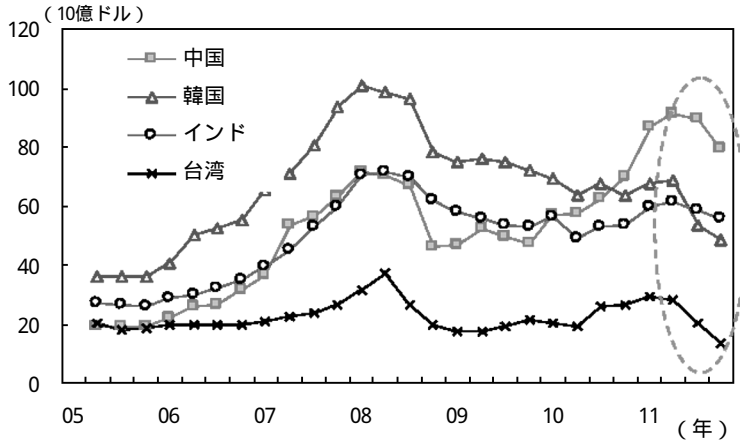
データの都合上、ユーロ圏銀行にノルウェーの銀行も含む。

（資料）BIS 資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

また、表の右半分で、欧州債務問題が厳しさを増した昨年10～12月期の与信残高の増減をみると、ユーロ圏銀行は、先進国の与信残高を1割強と大幅に削減していることが目を引く。先進国の中では、欧州域内向けと米国向けをともに1割前後減少させている。新興国向けは、全体としてみれば、先進国向けに比べれば減少幅が小幅にとどまっているものの、アジア向けだけを取り出してみれば、欧米向け並みの1割弱の大幅な残高減少となっている。特に、フランスの銀行によるアジア向け与信残高の削減幅が大きくなっている。与信残高の減少が大きかったアジアの国をみると、中国向けの減少幅が100億ドルと大きく、フランスの銀行による圧縮幅が49億ドルと大きかった。また、台湾向け、韓国向けも減少幅が大きくなっている。一方、インドやインドネシア向けなどは比較的減少幅が小さい。

ユーロ圏銀行がこうした行動を取った背景としては、先ず、欧米向けの与信残高圧縮幅が大きかった背景には、代替調達手段が新興国に比べ豊富に存在し、取引先との関係を維持しながらの残高圧縮が進めやすかった点があるように思われる。また、新興国向けで、中東欧・中南米向けの圧縮が比較的小幅だった背景には、第二のマザーマーケットとして根を張ったビジネスを展開しており、与信残高の圧縮が必ずしも容易ではないという特性があるように思われる。こ

図表 22：ユーロ圏銀行のアジア各国向け対外与信残高



(資料) BIS 資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

うした意味では、ユーロ圏の銀行にとって、インフラ関連のプロジェクトファイナンスなど、比較的流動性の高い貸出資産のウェイトが高いと推測されるアジア地域は、新興国の中ではむしろ与信残高圧縮を進めやすい地域と位置付けられている恐れがある。

アジア経済は現在、旺盛なインフラ投資需要や家計消費需要を支える資金を安定的に調達することが重要な時期にある。そうした意味で、これまで積極的にアジアの資金需要に応えてきた欧州銀行が、デレバレッジまではいかないまでも、仮に積極的な与信スタンスを変化させるだけでも、アジア経済に与えるネガティブ・インパクトは相応に大きいものと警戒しておく必要があるだろう。

加えて、欧州の退いた穴を積極的に埋める役割を、我々日本経済はアジア各国から求められているということも、しっかりと胸に刻んでおく必要があるだろう。日本経済が、今後、安定的に成長を続けていくためには、世界の成長センターであるアジア経済に積極関与していくことが極めて重要であることは論を待たない。欧州の関与低下によりあいた穴を積極的に埋めていく役割を担うことで、アジア域内にしっかりとした足跡を残していくことは、日本経済自身のためにも極めて重要な機会となり得ると考えられる。

(まつみや・もとお 株式会社三菱東京 UFJ 銀行 企画部経済調査室長)

<参考文献>

- IMF (2012) "Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility," *IMF Country Report No. 12/57*
- BIS (Bank for International Settlements) (2012) *Quarterly Review March 2012*
- European Commission (2012a) "The Second Economic Adjustment Programme for Greece," *Occasional Papers 94*
- European Commission (2012b) "European Economic Forecast –Spring 2012," *EUROPEAN ECONOMY* |2012,
- IIF (Institute of International Finance) (2012a) *Euro Briefing*, April 13
- IIF (Institute of International Finance) (2012b) "Italy: A Correction and an Update," *IIF Research Note*, April 27
- ECB (European Central Bank) (2012) *Monthly Bulletin April*
- Banco de Espana (2012) *The Spanish Banking Sector*, April 17
- EBA (European Banking Authority) (2011) *2011 EU-wide stress test aggregate report*
- Kingdom of Spain (2012) *Stability Programme Update – 2012-2015*
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2012) "Section I: Italy's Stability Programme," *2012 Economic and Financial Document*