

# 情勢判断

## 海外経済金融

# 落ち着きを取り戻したユーロ圏の市場と財政危機の今後

## ～足元で高まるキプロスを巡る不透明感～

山口 勝義

### 要旨

ユーロ圏の金融市場は落ち着きを取り戻しているが、市場の安定をもたらした諸要因は今後もこれまでと同様に安定化に資するとは限らない。ユーロ圏にはキプロス情勢を始めとして様々なリスクが残されており、市場急変の可能性を意識しておく必要があるものとみられる。

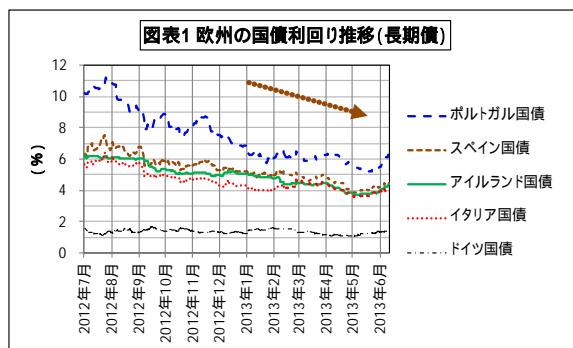
### はじめに

ユーロ圏の金融市場が落ち着きを取り戻している（例えば図表1のとおり）。

2013年2月から4月にかけてのイタリアでの政治空白やその後の連立政権の不安定さにかかる懸念、また、3月のキプロス支援策を巡る混乱に際しても、一時的な国債利回りの上昇等は見られたものの、かつてのような大きな市場波乱へ拡大することはなかった。また、ユーロ圏は景気下振れリスクのほか、様々な潜在的なリスク要因（図表2）を抱えているものの、これらについても市場の搅乱要因として意識されることは少なくなっている。

1年前に5月の総選挙後のギリシャの政局混迷やスペイン情勢等で揺れ動いていた市場からは様変りであるが、こうした市場安定化の背景には様々な要因が複合して働いているものと考えられる。

まず第1の要因は、ドラギ総裁が「ユーロ防衛のためにあらゆる措置をとる」とコミットし、欧州中央銀行（ECB）が昨年9月に無制限の国債購入策（OMT）の導入を決定したことである。これにより、ユーロ圏解体等のテールリスクは大幅に縮小した。第2の要因として注目されるのは、財政悪化国の経常収支の傾向的な改善である。これまで経常収支赤字が



（資料）Bloombergのデータから農中総研作成。

図表2 ユーロ圏を巡る潜在的なリスク要因(例)	
イタリア(16.0%)	・連立政権の不安定化 ・財政改革の頓挫
スペイン(11.9%)	・自治州の財政改革遅延 ・銀行の経営悪化
オランダ(6.3%)	・不動産価格の下落継続 ・銀行の経営悪化
ギリシャ(1.9%)	・連立政権の不安定化 ・社会不安の顕在化 ・経済縮小の継続
ポルトガル(1.8%)	・財政改革の遅延 ・与野党協調体制の弱体化
スロベニア(0.3%)	・銀行の経営悪化
キプロス(0.2%)	・資金流出の継続と銀行機能の弱体化 ・大幅な経済縮小の進行

（資料）農中総研作成。

（注）かっこ内は、ユーロ圏17ヶ国中の12年GDPシェア。IMFのデータによる。

膨らみ海外資金への依存が大きな問題点であった財政悪化国の姿が変わりつつあり、これも市場の安定化に寄与している一要因と考えられる。さらに第3点としては、日本も含め世界的に進む金融緩和に伴い、相応の利回り水準を求めるマネーの流入が結果的に欧州の市場を安定化させている点もあるものと考えられる。

## 財政悪化国の経常収支の改善

このうち 2 点目の経常収支の改善については、より詳細な検証が必要である。

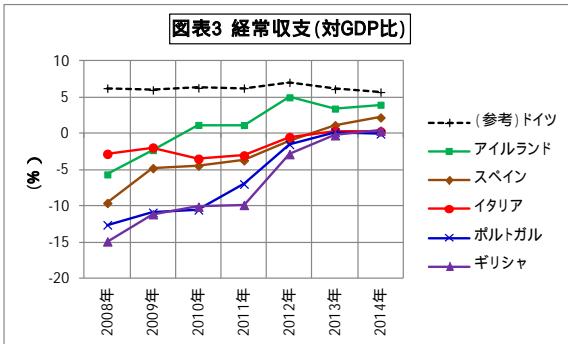
貿易収支のほか、サービス収支、所得収支等の総和である経常収支は、貯蓄と投資の観点からは国内総貯蓄から国内総投資を差し引いたものに等しく、これはまた政府収支と民間収支の合計となる。

こうしたことから、ユーロ圏での経常収支赤字は経済競争力の弱さを示すとともに、政府部門や民間部門が赤字を抱え、そのファイナンスには海外資金に依存せざるを得ない状況を示している。

ところが、ユーロ圏の財政危機が顕在化した 09 年当時には財政悪化国はそれぞれ大幅な経常収支赤字を抱えていたものの、その後の推移を見れば傾向的な改善が認められる（図表 3）。こうした変化は逃げ足の速い海外資金への依存の低下を示しており、市場安定化をもたらす一要因となっているものと考えられる。

しかし、財政悪化国でこうした改善をもたらした要因を点検すれば、必ずしも構造改革が進捗し経済が競争力を回復した結果という望ましい姿は見えてこない。

輸出入額の動向からは、概して輸出の伸びは低下傾向にあること、また輸入はそれ以上に伸び悩み、あるいは縮小していることが見て取れる（図表 4）。このように、最近の経常収支の改善は、厳しい緊縮財政のもと、主として経済活動の停滞・縮小によってもたらされた結果であるとみることができる。実際に単位労働コストについては、一部にはその着実な低下が見られ競争力の改善が窺われる国がある一方で、これが横ばい、ないしは依然として上昇傾向が認められる国もあり、経済構造の改革を通じた財政悪化



図表4 輸出入額の前年比伸び率

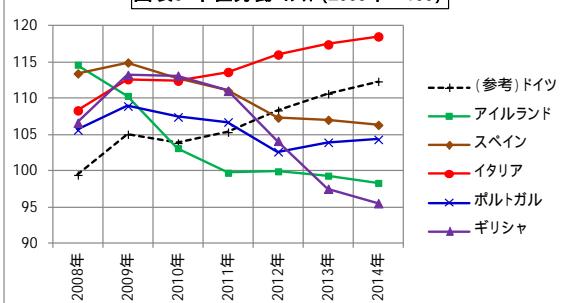
（単位：%）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
(参考)ドイツ	輸出 13.7	7.8	3.7	2.3	3.7
	輸入 11.1	7.4	1.8	2.0	3.9
アイルランド	輸出 6.2	5.1	2.9	3.0	4.0
	輸入 3.6	0.3	0.3	1.7	3.5
スペイン	輸出 11.3	7.6	3.1	3.3	4.2
	輸入 9.2	0.9	5.0	4.7	1.5
イタリア	輸出 11.4	5.9	2.3	2.4	2.4
	輸入 12.6	0.5	7.7	2.5	1.6
ポルトガル	輸出 0.9	8.7	2.6	0.9	4.3
	輸入 2.4	4.5	11.8	3.8	3.1
ギリシャ	輸出 5.2	0.3	0.3	2.8	3.7
	輸入 6.2	7.3	14.3	5.8	1.7

（資料）図表 3 および 4 は、IMF(13 年 4 月) "World Economic Outlook (WEO)" のデータから農中総研作成。

（注）アイルランドは 12 年以降、その他については 13 年以降は、IMF による予測値。

図表5 単位労働コスト(2005年 = 100)



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

（注）13 年以降は Eurostat が公表する予測値。

国の経済競争力の強化は概して道半ばであると考えられる（図表 5）。

このため、今後経済成長が底打ちに入る局面では、輸入が回復することにより経常収支が再度悪化に転じる可能性が否定できない。従って、財政悪化国が構造改革を着実に進捗させ輸出競争力を改善しない限り、経常収支の改善は一時的なものに止まり、再度市場波乱の原因となることにもなりかねない。

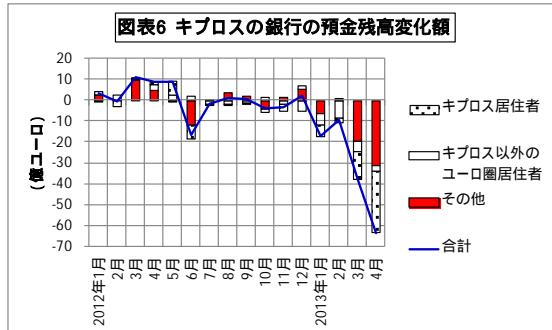
## キプロスを巡る不透明感の高まり

こうしたなか、市場の潜在的なリスク要因の中でも注意が必要なのはキプロス情勢<sup>(注1)</sup>ではないかと考えられる。特に足元では、同国に対する総額100億ユーロの支援策が4月2日に最終合意された後も、銀行の預金残高の減少が継続している点が注目される。

具体的には、12年12月末預金残高合計702億ユーロに対し、13年1~4月累計でその18%に当たる128億ユーロが減少した(図表6)。このうち4月の減少額には、危機対策の負担を担う大口預金の中からまず第1回目の措置として37.5%が銀行株式へ振り替えられた結果として28億ユーロの預金減少を含んでいるが、これで除いても預金流出には止まる気配がない。

この間の貸出残高の推移を見れば、一般企業、家計に対し、13年1~4月累計で、12年12月末残高対比それぞれ7%、5%の減少となっている<sup>(注2)</sup>。このように、資本規制のもとでも預金流出が継続しているキプロスでは、金融機能の縮小が実体経済に及ぼす負の影響がこれまでの想定以上に拡大する可能性が強まっている。

一方、5月には国際通貨基金(IMF)および欧州委員会が、キプロスの金融機関や政府財政、マクロ経済等にかかる精査結果を公表した<sup>(注3)</sup>。今回示された見通しでは、キプロスは15年には実質GDPの前年比成長率がプラスに転じ、政府債務残高も同年をピークに減少に転じるなどとしているが(図表7)、これまでのギリシャ等での経緯を踏まえればこれらはかなり楽観的な見方と考えざるを得ない。IMF自身も、銀行危機や緊縮財政の影響を受けるキプロスのマクロ経済のリスクは極めて大きいとし、追加支援が必要とな



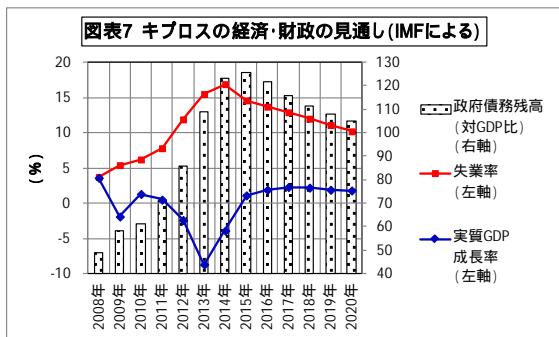
(資料) キプロス中銀のデータから農中総研作成。

る可能性を否定できないとしている。

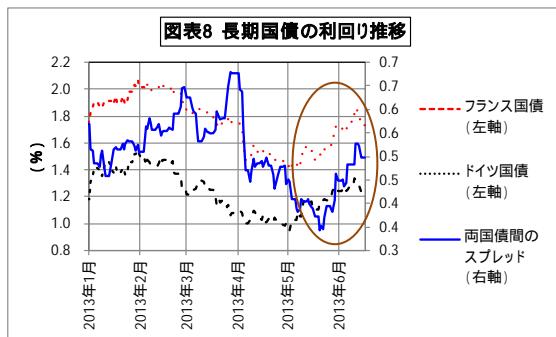
以上に加えて、キプロス経済に関しては、グローバル企業による節税策とそれへの対策に向けた最近の国際的な協調の動きにも注意が必要となっている。

5月20日に米上院の報告書で低税率国アイルランドを活用したアップルによる租税回避が指摘されたことを契機に、国民の改革疲れが強まる欧州では、改めて「税の公平性」が注目されている。5月の欧州連合(EU)首脳会議では銀行の口座情報を共有する制度の導入を含む租税回避対策を強化する方針で合意したほか、経済協力開発機構(OECD)も、5月の閣僚理事会で、今後、租税回避を防止する行動計画を取りまとめることとした。

税負担の低さを武器に外国の資金や資本を誘致するビジネスモデルを採用する国には、欧州にはアイルランドやキプロスの他にもオランダやルクセンブルク等があり、また英国もバージン諸島等を抱えている。このため、各国の利害を超えて実効性のある租税回避対策の合意を形成することは容易ではないが、キプロスについてはマネロン疑惑が燻ぶっていることもあり、同国に対する国際的な視線は一層厳しいものになることが考えられる。管理策強化はキプロス経済を一層縮小させ、ユーロ圏の財政危機の解決を困難化させる方向に働くことになる。



(資料) <参考文献> のデータから農中総研作成。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

## おわりに

市場の安定化に寄与してきたと考えられる3要因のうち2点目の経常収支の改善については上に見たとおりであるが、一方で他の2要因の今後の市場安定化効果はどのように評価できるであろうか。

このうち、1点目のドラギ総裁のユーロ防衛に向けた強いコミットメントについては、財政改革や銀行改革、財政統合へ向けた取組みなどユーロ圏の財政危機を終息させるための直接的な対策を具体化するまでの時間稼ぎ策でしかない<sup>(注4)</sup>。しかし現実には、市場が安定すればそれに応じて気の緩みから政治指導者である欧洲委員会や各政府による取組みが遅延するリスク（complacency risk）が常に存在している。また、通貨価値の安定というECBの本来の使命に抵触する政策にはドイツ等の反発は根強く、「あらゆる措置」にはそもそも限界がある。一方でOMTについても、その発動の前提条件となる厳格な財政改革の実行が最近の政治情勢等で危うくなりつつある。

また、市場安定化の3点目の要因としての世界的な金融緩和に伴うマネーの流入についても、環境変化により容易にリスクオフに転じる可能性がある。現に、5月22日にバーナンキ米FRB議長が資産購入の早期縮小の可能性を示唆したこと

世界の市場は一転して神経質な動きを示し、ユーロ圏でも国債利回りの上昇やそれまで縮小傾向で推移していた独仏国債のスプレッドの反転（図表10）等、調整の動きが生じている。

このように、経常収支の改善同様これらの点についても、必ずしも今後も変わらずに市場安定化に資するとは限らない。このため、依然としてキプロス情勢を始めとして様々なリスク要因が残されているユーロ圏では、市場の急変の可能性を常に意識しておく必要があるものと考えられる。（2013年6月19日現在）

### <参考文献>

- Central Bank of Cyprus (13年5月29日)  
“Monetary Financial Institutions (MFIs) Loans and Deposit Statistics”
- Central Bank of Cyprus (13年5月31日)  
“Developments in deposits and loans”
- IMF (13年5月) “Cyprus: Request for Arrangement under the Extended Fund Facility”
- European Commission (13年5月) “The Economic Adjustment Programme for Cyprus”
- European Commission (13年5月) “Assessment of the 2013 National Reform Programme for Cyprus”

(注1) 次を参照されたい。

・山口勝義「キプロスがユーロ圏に投げかけた波紋～様々な影響拡大の可能性～」（『金融市場』13年5月号）

(注2) 以上の預金、貸出にかかるデータは、<参考文献>による。

(注3) <参考文献>、を参照されたい。

(注4) 次を参照されたい。

・山口勝義「ECBの新たな国債購入策と今後のユーロ圏～危機対策のボールは政治指導者の手に～」（『金融市場』12年10月号）