

Weekly
エコノミスト・
レター

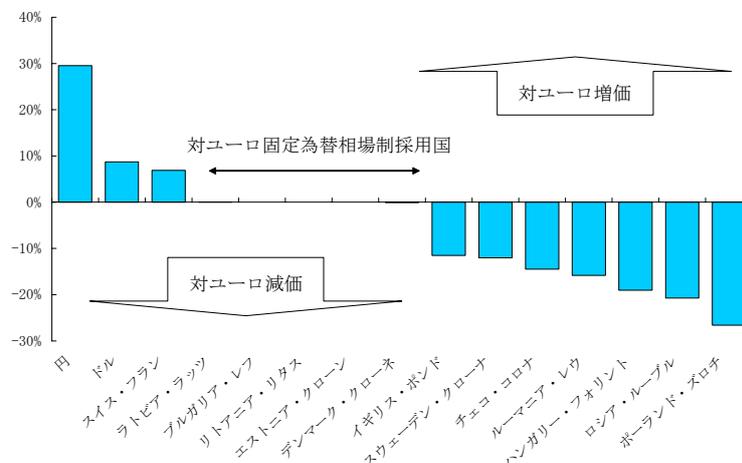
金融危機下のユーロとポンド

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 欧州では、統合の進展で相互補完型の関係緊密化が進んでいたため、相互に悪影響を及ぼし合って、揃って景気が大幅に悪化している。
2. 公的負担の増大への懸念から、ユーロ圏内ではドイツ国債とスペイン等とのスプレッドが拡大している。信用力の低い国にとってユーロの恩恵は明らかであり、ユーロ離脱は考えづらい。しかし、ユーロ圏は単一通貨圏として不完全な状態にあることは確かであり、危機の克服には政策面での協調と補完が不可欠であろう。
3. ユーロ未導入のEU加盟国では、金融混乱の長期化・深まりとともに、ユーロ導入の機運が高まっているが、イギリスは深刻な状態にありながらも消極姿勢を変えていない。
4. しかし、ポンドの信認低下、EUの金融規制・監督体制の見直しに対する影響力が限定される状況が続けば、イギリスもユーロ未導入のコストを意識せざるを得なくなる。逆に、大胆な金融政策と大幅な為替調整に、効果的な不良資産対策で対外的な信認回復とユーロ圏よりも早い経済の建て直しに成功する可能性もある。その場合、ユーロからの距離は一段と遠のくことになるだろう。

リーマン・ショック後のドル、円、欧州通貨の対ユーロ相場変動率

～為替変動除去のベネフィットを享受するユーロ参加国、為替減価圧力に悩む未参加国～



(注) 2008年9月12日～2月11日までの騰落率 (資料) 欧州中央銀行

(相互補完型の関係が緊密な欧州諸国の景気は揃って悪化)

欧州主要国の 2008 年 10~12 月期の成長率は出揃い始めており、イギリスが前期比マイナス 1.5%、フランスが同マイナス 1.2%、スペインが同マイナス 1.0%と大きく落ち込んだことが確認されるようになった。13 日公表のユーロ圏、ドイツの成長率も大きな落ち込みは確実である。

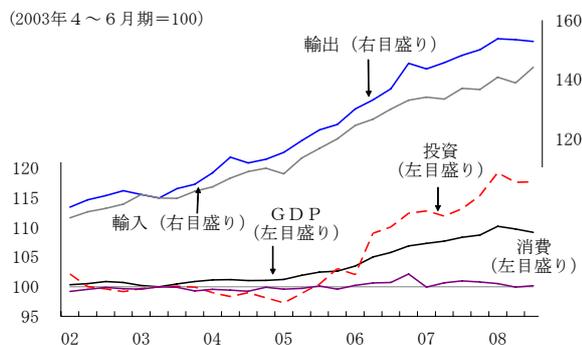
金融危機以前の経済のあり方の違いから、欧州各国の景気後退の主要因や調整のピッチ、金融システムが直面している問題、そして財政の余力やユーロ導入の有無により政策の選択の幅は国ごとに異なる。しかし、統合の進展で相互補完型の関係の緊密化が進んでいたため、モノや資本の流れを通じて相互に悪影響を及ぼし合って、揃って景気が大幅に悪化している。

1. 金融危機下のユーロ

(ドイツの景気急減速の主因は輸出の腰折れ、域内景気悪化の影響も大きい)

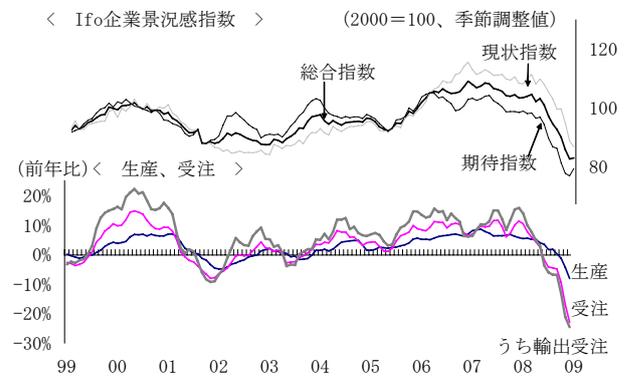
ユーロ圏内ではドイツとスペインの状況は対照的だ。ドイツの場合、長く個人消費がふるわず、もっぱら輸出と設備投資が牽引する成長パターンを辿ってきた (図表 1)。このため景気後退の主要因は、域内外の需要の急減速による輸出の腰折れ、設備投資の抑制にある (図表 2)。金融面では、いわゆる住宅バブルの問題はなく、サブプライム関連証券などでの多額の損失の問題、これに伴う債券発行を通じたホールセールでの資金調達の困難化、そして足もとでは域内外向けの債権の不良化がさらに進み、実体経済との負の連鎖が続く懸念が広がっている。

図表 1 ドイツの需要項目別 GDP



(資料) ドイツ連邦統計局

図表 2 ドイツ Ifo 指数と生産、受注



(資料) Datasterem

(景気対策、金融安定化策の強化に動く)

ドイツ政府は、第二次世界大戦後最悪とされる景気の悪化に対処するため、1月13日に第二次景気対策を打ち出した。08年11月に公表された第一次対策は、政府系金融機関による融資の比重が高く景気刺激効果が小さいと批判された。これに対し、第二次対策は金額自体も総額 500 億ユーロと第一次対策 (320 億ユーロ) を上回り、教育・交通インフラなどへの投資 (180 億ユーロ)、低所得者の所得税負担の軽減 (90 億ユーロ)、健康保険負担率の引き下げ (90 億ユーロ) など、内需の刺激による一定の景気下支え効果が期待されている。金融システム安定化のために不良資産対策も、他の EU 加盟国と

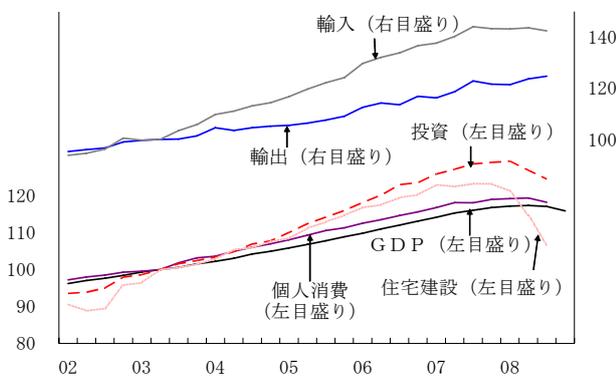
足並みを揃える形で動きだそうとしている。

ドイツ経済は、域内向けの輸出依存度が高く、金融機関の対外債権も多い。それだけに、近隣諸国経済の悪化に歯止めが掛からなければ、景気の回復は見込めない状態にある。

(輸出面での影響よりも、資金調達環境変化の影響が大きいスペイン)

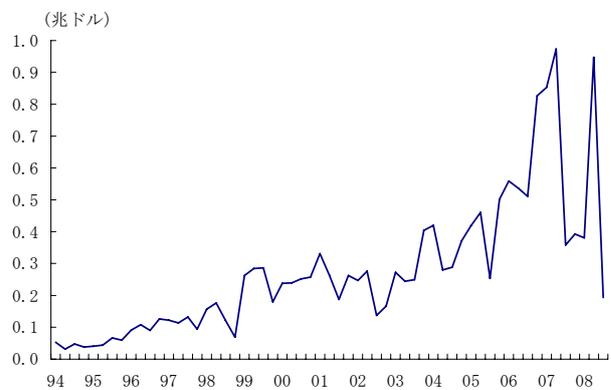
スペインでは、住宅投資と個人消費を両輪とする内需主導の成長を続けてきた (図表3)。景気拡大のペースは、欧州中央銀行 (ECB) の利上げ効果が波及し 2007 年には鈍り始め、世界的な金融危機の広がりとともに、金融機関による債券を通じたクロスボーダーな資金調達が難しくなり融資余力が低下している。昨年 4 月以降、3 次にわたる景気対策を実施しているが、住宅市場の調整加速には歯止めは掛からず、二期連続のマイナス成長に追い込まれた。

図表3 スペインの需要項目別 GDP



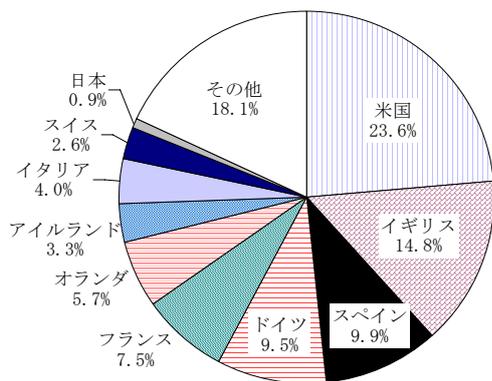
(資料) スペイン統計局

図表4 金融機関の国際債券の純発行額の推移



(注) 国際債券の定義は p4(注1)参照 (資料) BIS

図表5 金融機関の国際債券の純発行額 (国籍別内訳)

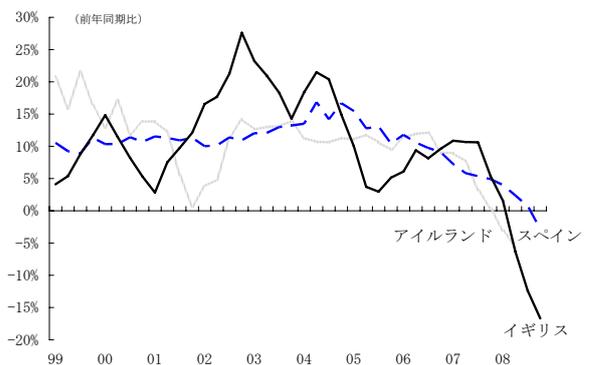


(注) 2003 年から 2007 年 6 月末までの純発行額の累計

国際債券の定義は p4(注1)参照

(資料) BIS

図表6 スペイン、イギリス、アイルランドの住宅価格の騰落率



(資料) スペイン中央銀行ほか

単一市場を形成しているEUの財・サービス輸出の比率は、27カ国平均でおよそ名目GDP比40%と高い。ドイツの場合、この比率が46.9%と平均以上で、輸出環境の悪化に弱い、スペインは26.5%と相対的に低く、輸出面では外部環境変化の影響を受けにくい。

他方、経常赤字は高水準で、国外からの潤沢な資本流入によって成長を維持してきたために、金融面での外部環境変化の影響を受けやすい。国際決済銀行（BIS）統計では、超金融緩和局面の2003年から2007年のパリバ・ショック前まで増大していた金融機関による国際債券^(注1)の発行が金融危機の広がりとともに急速に縮小した様子が確認できる（図表4）。この期間の累計の債券の純発行額の内訳を国籍別に見ると、米国の23.6%、イギリスの14.8%に続いて、スペインが9.9%、ドイツ9.5%、フランス7.5%、オランダ5.7%となっている（図表5）。

ユーロ圏内でのクロスボーダーなホールセールでの資金調達は、単一通貨圏の形成で為替リスクが除去されたことで拡大したが、金融機関間の疑心暗鬼の広がりや収縮に転じた。その打撃は、恩恵を最も受けてきたスペインに大きく影響していると考えられよう。

（注1）国際債券は国内債券に対する分類としてBISが採用しているものであり、①居住者による外貨建て債、②当該市場の非居住者が発行した債券、③非居住者を対象に発行された自国通貨建ての債券からなる

（スペインの景気失速は住宅部門の調整には拍車）

住宅市場の調整が加速しているとは言え、スペインの住宅価格は、10～12月期に前年比でマイナス3.2%（名目ベース）と下落に転じたばかりで、同じように住宅市場の調整過程にあるイギリスやアイルランドに比べると価格調整のテンポはマイルドである（図表6）。

また、リーマン・ショック後、ドイツやイギリス、オランダ、ベルギーなど多くの国で金融機関に対する公的支援の動きが広がったのに対し、スペインでは、これまでのところ公的資本を受け入れた銀行は現れていない。金融監督権限を持つスペイン中央銀行の指導が厳しかったことが、景気の急減速の中でも金融システムが一定の安定を保っている理由とされている。

ただ、価格調整の緩やかさの背景には、①住宅ローンが米国のように返済責任を不動産担保の範囲に限定したノンリコース型ではないため、売却後にローンが残ることを嫌って手放さないこと、②価格指数が成約ベースであるため、取引の停滞は価格に反映されない、といった事情もある。住宅市況自体は在庫が100万戸まで積みあがり、在庫調整には少なくとも3年は掛かるといふ深刻な状況にあって、不動産会社の破綻が懸念されている。

また、家計の債務は可処分所得比110%で、英（186.1%）、米（141.6%）よりは低いものの、ドイツ（105.0%）、フランス（98.8%）など欧州大陸諸国の中では高い水準に達している。また、建設部門を中心とする雇用調整で、失業率はユーロ圏内でも群を抜くスピードで上昇しており（図表7）、家計の返済能力は低下しつつある。

こうした事情を踏まえると、住宅ローンの大半が変動金利であるために、金融緩和の効果が効きやすい構造であるとは言っても、2008年11月時点で3.1%とされる不良債権比率の上昇が続くことは避けられないだろう。

（拡大するユーロ圏内のスプレッド）

金融危機が引き金となった景気の大幅な悪化が明確になり、先行きも金融システムと実体経済、

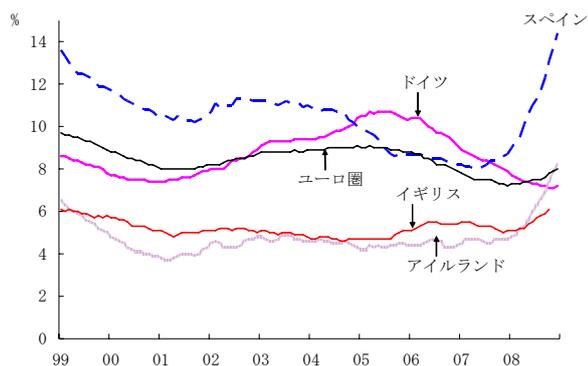
域内諸国間での負の連鎖が続く懸念が強まっている。金融安定化対策としては、昨年の10月中旬にかけて公的資本注入と政府による銀行債務の保証を柱とする対策がまとめられたが、根本の問題である不良資産への対策に踏み込まざるを得なくなっている。

財政赤字と政府債務残高の増大は避けられない中、ユーロ参加国でもギリシャ（A→Aマイナス、1月14日）、スペイン（AAA→AAプラス、1月20日）、ポルトガル（AAマイナス→Aプラス、1月21日）などに格下げの動きが広がった（米格付け会社S&Pによる長期ソブリン格付け）。財政悪化が目立つアイルランドもS&P、ムーディーズがAAAの見直しを検討している。

国債市場では、ユーロ圏内では最も信用力のあるドイツ国債とのスプレッドがユーロ導入以来の水準に拡大しており（図表8）、一部にはユーロ離脱に追い込まれるのではないかと懸念が広がっている。

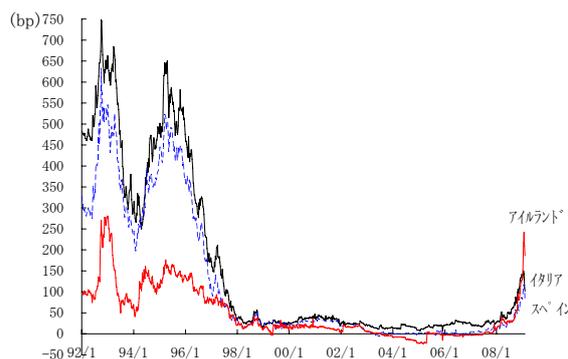
この問題を考える時に注意しなければならない点が2つある。1つは、危機以前の段階から存在したユーロ圏内の信用力（格付け）の格差、国債市場の規模の相違からくる流動性のリスクが従来は軽視されすぎていたことだ。特に、超金融緩和局面にあった2000年代の半ばが異例の状態、現状は正常化の過程と見ることができる。

図表7 ス페인とユーロ圏の失業率



(資料) 欧州委員会統計局

図表8 対ドイツ国債スプレッド



(資料) Datastream

もう1つは、スプレッドが拡大しているとは言っても、為替リスクが存在したユーロ導入前に比べれば小幅であるということだ。スペインの場合、イギリスとイタリアがERM（欧州通貨制度参加国通貨間の変動を一定範囲に抑えるためのメカニズム）を離脱した92年9月に5%、11月に6%、93年5月に8%、そして95年3月には7%のペセタの切り下げと基準レートに対する変動幅の拡大（±6%→±15%）を余儀なくされた。為替切り下げ懸念がくすぶり続けた期間の対ドイツ国債のスプレッドは、現在の水準よりも遥かに大きかった。

（ 信認維持のための協調体制強化が不可欠 ）

同じ経常赤字国で国外からの借入れでファイナンスを行っていたとしても、ユーロ圏内とユーロ未導入国の間には債務が自国通貨建てであるか、外貨建てであるか、という決定的な違いがある。ユーロ圏外の中東欧（表紙図表参照）が悩まされているのは、対ユーロなどでの通貨下落に伴う外貨建て債務の返済負担の増大である。

危機下では貯蓄不足国、低信用国、小国などがユーロから受ける恩恵は大きく、ユーロ離脱は考えづらい。とは言え、スプレッドの拡大は、財政の分散というユーロ圏の単一通貨圏として不完全さの象徴であることも事実だ。単一通貨圏内では、景気が過熱し、経常赤字が拡大、インフレが高進した国での長期金利の上昇には、景気格差とインフレ格差を是正する効果も期待される。しかし、現在のような不安定な環境では、こうしたメカニズムが上手く働かず、景気の悪化が深刻化するリスクも高い。民意の反発が強まり統合を支えている政治的な意志を挫くことにもなりかねない。政策対応力が限られる国が、他国の回復を阻害し、欧州全体の信用不安と景気低迷が続く状況に陥らないよう、政策の協調・補完を強化することが必要だ。

政策の協調・補完は、昨年10月の金融安定化策、11月のEUレベルでの景気対策、さらに9日開催されたユーロ圏財務相会議における共通原則に基づく不良資産対策の強化に関する合意など危機の進行スピードに遅れをとっている感は否めないが進展はしている。3月1日に開催される緊急首脳会議の成果は大いに注目されよう。

2. 金融危機下のポンド

(クローズアップされたEU域内の為替の障壁、統合の実態と制度の乖離)

金融危機でクローズアップされた問題はユーロ圏の単一通貨圏として不完全さだけではない。①単一市場であるはずのEUの中にユーロ圏と非ユーロ圏があり、通貨の障壁が残っているということ、②クロスボーダーなM&Aなどを通じた金融機関の汎EUビジネスの拡大を促がす一方、金融監督体制やセーフティーネットについては汎EU体制が構築されていないことも、欧州の問題が深刻で、解決が容易ではない原因となっている。

通貨の障壁の問題は、既述のとおりユーロ建て借入が定着していたユーロ未導入の中東欧における返済負担の増大として表面化している。こうした問題を抱える国では、為替相場の安定のために、金融緩和ペースの調整や、財政拡張を見合わせざるを得ない状況にあり、改めてユーロ導入の機運が高まっている。

(景気悪化は深刻だが、ユーロ導入には消極的なイギリス)

金融危機をきっかけにユーロ未導入のEU加盟国でユーロ導入機運が高まる中、今のところイギリスの消極姿勢に変化はない。しかし、イギリス経済、金融市場も危機で大きく揺さぶられ、矢継ぎ早の対応を迫られている。イギリスとユーロの距離にも何らかの変化が生じるだろう。

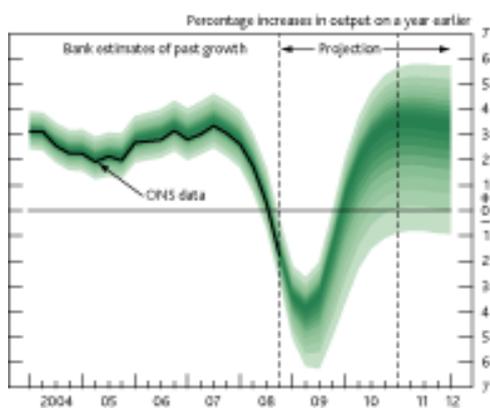
イギリスはユーロ圏外に留まりながら、ヨーロッパの国際金融センターとしての地位を高めて、長期にわたる景気の拡大を実現してきた。それだけに産業構造、雇用構造上、金融業の比重が高く、銀行総資産の規模はGDPの5倍に達していることから、主要国の中では政府による金融機関の救済能力が最も懸念される国である。ホーム・エクイティ・ローン（住宅価格の上昇分を担保にしたローン）が広範に普及していたため、家計の債務残高の可処分所得比での水準は主要先進国の中でも突出して高く、信用収縮による住宅価格下落の逆資産効果も大きくなりやすい。景気の落ち込みは主要国で最も深いものになりかねず、不良資産問題は一段と拡大するおそれがある。

イギリス政府は、想定以上の景気悪化、金融機関の損失拡大に対して、1月19日に不良資産対

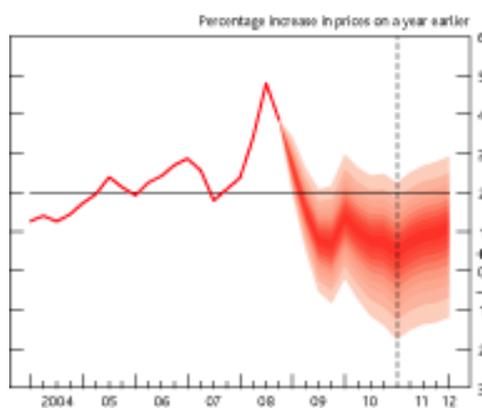
策を含む第二弾の金融対策を欧州主要国の中でいち早く打ち出した。また、イングランド銀行（BOE）の政策金利は、2月には1%まで引き下げられ、ECBの2%を下回っている。さらに、今月11日に公表された「インフレ報告」では、追加で0.75%まで利下げを行った場合でも09年中のプラス成長の回復は難しく（図表9）、物価は中期的に2%という政策目標を下回るリスクが高いという見通しが示されている（図表10）。この見通しに基づき、キング総裁は、「(マネーサプライを増やす手法も含む)あらゆる手段を用いインフレ目標への回帰と潜在力に見合った成長を回復する」と述べており、3月4日～5日の金融政策委員会（MPC）など近い将来に量的緩和^(注2)に踏み切る見通しが強まった。

(注2) 第二弾の金融安定化策を受けて創設した社債、CPなど優良資産の買い取りを行う「資産買い取りファシリティー（Asset Purchase Facility ; APF、当初500億ポンドが対象）」は政府が短期国債を発行してマネーサプライに影響を及ぼさないものとなっている。BOEの資金による直接買い入れに踏み切れれば量的緩和への移行となる。

図表9 BOEの成長率見通し



図表10 BOEのインフレ見通し



(注) 予測は市場が織り込んでいる政策金利（09年半（注）及び（資料）図表9と同じ

ばに0.75%）を前提とするもの

(資料)BOE「インフレ報告」（2月号）

（危機はイギリスとユーロ圏との距離をどう変えるのか？）

このようにイギリスは金融危機対策の発動では欧州大陸に先行しており、BOEの金融政策はECBよりもアグレッシブである。自国の事情に対応した弾力的な金融政策運営というユーロ未導入のベネフィットを享受していると言えよう。しかし同時に、財政赤字と経常赤字拡大への懸念が強く、ポンド相場は対ドル、対円だけでなく、対ユーロでも減価している。一連の政策対応の成果が挙げられず、ポンドの信認回復が遅れ、長期金利が高止まるという事態になれば、イギリスもユーロ未導入のコストを意識せざるを得なくなるだろう。

もう1つ、イギリスでユーロ未導入のコストと捉えられているのは、金融危機を教訓とするEUの金融規制・監督体制見直しの議論が、ユーロシステム（ECBとユーロ参加国中央銀行）やユーロ参加国主導で動き、イギリスの影響力が制限されることである。この点は、ロンドンが自由な規制環境を強みとして国際金融センターとしての地位を高めてきただけに、存亡に関わる重要な問題と認識されている。

実際には、EUの新たな金融体制を巡る議論は、欧州の金融センターであるイギリスの意向を無視しては成り立たないだろう。また、イギリスは、大胆な金融緩和と大幅な為替調整に加えて、効果的な不良資産対策を打ち出すことで、ユーロ圏よりも早く対外的な信認の回復と金融システムの建て直しに成功する可能性もある。その場合、イギリスとユーロとの距離は一段と広がることになるだろう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。