

欧州発金融危機再燃 のリスク

くすぶる後発国への不安と伝播のリスク



経済調査部門 伊藤 さゆり

ito@nli-research.co.jp

1—はじめに

米国の大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破たんから1年が経った。この間、政策総動員の危機対応が講じられた結果、深刻な混乱に陥った世界の金融市場は落ち着きを取り戻し、戦後最大の落ち込みとなった世界経済も最悪期を脱しつつある。

欧州では、リーマン・ショック以降、欧州中央銀行（以下、ECB）などによる潤沢な流動性供給と大幅な利下げ、金融システム対策、景気対策、さらに欧州連合（以下、EU）と国際通貨基金（以下、IMF）、世界銀行、欧州復興開発銀行など国際機関との連携による中東欧の支援体制強化と矢継ぎ早の対策が講じられた。その結果、金融市場は徐々に安定し、今年4～6月期の成長率は独仏が揃ってプラス成長に転じるなど、景気後退にも歯止めが掛かりつつある。

欧州が、急激、かつ、全面的な悪化という局面を過ぎたことで目立ち始めたのが、一部の後発国の立ち遅れである。立ち遅れが懸念されるのは、対外的な競争力が弱く、経常収支の赤字幅が大きく、財政の悪化が目立つ、あるいはそもそも財政基盤が脆弱な国である。ユーロの導

入、あるいは対ユーロでの固定為替相場制を採用してきたことが不均衡拡大の原因となり、為替相場の調整による対外競争力の回復が制度的、あるいは構造的にできないために調整に時間を要する見通しだ。

以下では、こうした域内経済の回復力の差が欧州発の金融危機再燃につながるリスクと、再燃を防ぐための課題について、EU加盟国を中心に考えてみたい。

2—ユーロ圏内の格差

EUに加盟する27カ国は、単一通貨導入の有無によって二分できる。うち、ユーロを導入している国は99年の発足時の11カ国から、現在は16カ国まで拡大している。その中心は第二次世界大戦後、欧州統合の原動力となってきたドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルグの6カ国である。人口が50万人に満たないルクセンブルグを除いて、それぞれ、東西、南北の経済格差の問題などを抱えてはいるが、相対的に同質で、より長い統合の経験を持つ国々である。

ユーロ圏の核をなすこれら6つのコア国に対して、1970年代にEUに加盟したアイルランド、1980年代に加盟したスペイン、ポルトガル、ギリシャは、加盟当時、コア国との所得格差が大きかった国々である。ユーロ圏内の格差の焦点といえるこれらの国々を、ここではコア国に対して周辺国と呼ぶ。このほか、冷戦構造の終焉を受けて1990年代にEUに加盟した中立国のオーストリア、フィンランドは、コア国と比較的同質な国々で、第1陣としてユーロを導入した。さらに、2004年5月に新たにEUに加盟した国からもキプロス、マルタ、スロベニア、スロバキアがユーロに参加している。

1 | 最適通貨圏に適合しないユーロ圏

「最適通貨圏」の理論^(註)では、構成国の構造的な同質性を単一通貨圏として成立しうる範囲を判断する条件の1つとしている。

ユーロ圏は発足の段階から、経済の規模や所得水準、産業構造などが多様で同質性の条件は満たしていなかったが、その後の拡大で体制移行国も加わったことで、一段と多様化が進んだ。

「最適通貨圏」の理論では、ユーロ圏のように構成国が同質でなくても、労働や資本など生産要素の移動や物価や賃金の調整による自律的な調整のメカニズムが備わっている場合や、拡大した景気格差を調整するための公的な所得移転の仕組みが備わっていれば、単一通貨圏として存続は可能とみなす。域内の不均衡の拡大が抑えられるからだ。

しかし、この点でもユーロ圏は最適通貨圏としての条件を満たしているとは言えない。ユーロ圏は、財・サービス・ヒト・カネの「4つの自由」を原則とするEU加盟国で構成されており、本来、生産要素の移動による調整はスムーズであるはずだ。だが、実際には、ヒト、特に労働力の移動は限界的だ。制度や言語の違いなど様々な要因が障壁となっているためだ。物価や賃金の柔軟性という面でも、競争圧力や改革の進展で方向としては改善しているが十分とは言えず、国ごとのばらつきも目立つ。

自律的な調整を補完するための加盟国間の公的な所得移転の機能にも限界がある。ユーロ導入後も財政の主権は各国にある。EU共通財政は、共通関税と加盟国からの付加価値税（VAT）と総所得からの一定割合の拠出を財源とするが、そのシーリングは国民総所得（GNI）の1.24%で、歳出の重点は所得格差の是正と農業分野にある。規模と用途の両面で制約が強いため、域内の景気格差を調整する機能はないと言えよう。さらに周辺国や中東欧など所得水準

の低い国の場合は、好況期の景気拡大を増幅する面もあった。

このように構造的に景気やインフレの格差が広がりやすい上に、格差を調整するメカニズムが十分に備わっていないユーロ圏に対しては、導入前の段階から、その先行きを危ぶむ見方が根強く存在した。「単一通貨を導入することで最適通貨圏の条件は事後的に成立するようになる」というユーロ推進派との間で、意見の対立が見られた。

今回の金融危機とユーロの関係についても評価は割れている。「ユーロがなければ欧州の危機はより深刻化していた。政策面で足並みを揃えることはより難しかった」という積極的評価の一方、ユーロ圏の構造的・制度的欠陥が金融危機の原因とする厳しい見方もある。これは、自律的調整メカニズムを欠くためコア国と周辺国の間で成長とインフレの格差が固定化し、実質実効為替相場で見えた対外的な競争力や経常収支の不均衡が拡大し続けたことが金融危機の原因であり、危機対応の枠組みが備わっていなかったことが問題を大きくしたという考えである。

2 | 進展した周辺国のキャッチ・アップ

実際、この間、どの程度域内の不均衡が拡大したのかを確認しておこう。

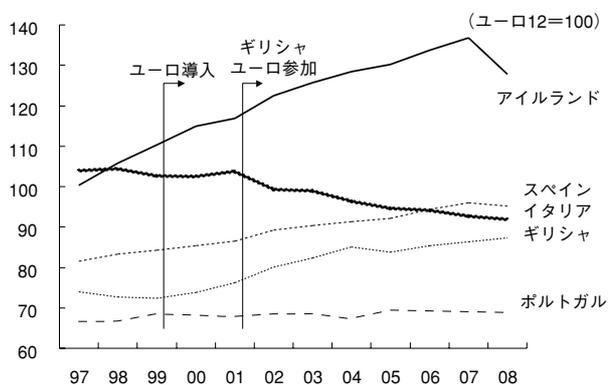
成長率については、ユーロ導入後、周辺国ほどユーロ導入による金利低下、潤沢な資本流入の効果が強く働いたため、コア国を周辺国が上回る構図が続いた（図表-1）。

例えば、アイルランドの場合、ユーロ発足前の97年には購買力平価ベースによる一人当たりGDPが2004年5月以降のEU新規加盟国を除くユーロ圏12カ国とほぼ同じ水準であったが、ピークの2007年には平均の100に対してアイルランドは137まで上昇した。アイルランドは、ユーロ圏の中で、一人当たりGDPが世界一の金融

立国・ルクセンブルグに次ぐ豊かな国となったのである。

スペインの場合は、2007年の一人当たりGDPは96とユーロ圏の平均水準にほぼ並ぶまでキャッチ・アップを実現した。スペインの人口は4500万人あまりで、8千万人を超えるドイツや6千万人台のフランス、イタリアより少ない。しかし、ギリシャ、ポルトガルは人口およそ1千万人、アイルランドはおよそ450万人であり、周辺国の中ではスペインの規模は突出して大きい。スペインの一人当たりGDPは、ユーロ導入の追い風を受けてイタリアを逆転、経済規模(名目GDP)もユーロ・スタート時はイタリアの5割程度だったが、2008年には7割にまで拡大、存在感を高めた。

【図表-1】 ユーロ圏の周辺国の一人当たりGDP



(注) 購買力平価ベース
(資料) Eurostat

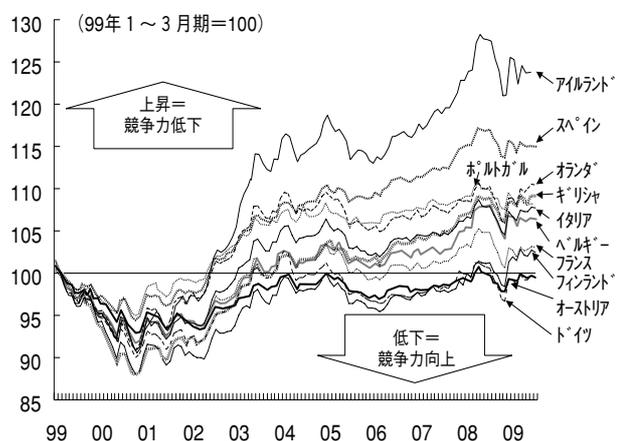
ただ、周辺国のすべてがキャッチ・アップを実現できた訳ではない。2001年に第一陣に一足遅れてユーロに参加したギリシャのキャッチ・アップのペースはスペイン以上だったが、4カ国中最も所得水準が低いポルトガルは「所得水準が低い国ほど成長率が高く、所得水準の高まりに連れて、成長率は低下する」という理論(所得収斂仮説)に反して成長の加速は見られなかった。他の周辺国の成長加速に加えて、新規加盟国からの追い上げも受けて、ポルトガル経済は相対的に地盤沈下した。

3 | 実質実効為替相場で見えた競争力の乖離

ユーロ導入後、為替相場は一本化されたが、インフレ率は国ごとに異なるため、内外のインフレ格差で調整した実質実効為替相場で見えた対外競争力は国ごとに違った動き方をする。

消費者物価指数を用いた指数で見ると、ユーロ圏の最大の輸出国ドイツの対外競争力は発足当時の水準に保たれている(図表-2)。ユーロの為替相場は発足時に比べて対ドル、対円で増価しているが、ドイツから見れば発足時と比べて割高になってはいないのである。オーストリア、フィンランド、フランスなどもほぼ同様だ。

【図表-2】 ユーロ圏の実質実効為替相場



(注) 2004年5月以降EUに新規加盟した4カ国を除く
CPIにより実質化した44通貨とユーロ圏の他の国に対する実効為替相場
(資料) ECB

これに対してアイルランド、スペインの実質実効為替相場は大きく上昇しており、ポルトガル、ギリシャの競争力も低下している。より高い経済成長と単一通貨導入による価格水準の収れんの圧力が働いて、賃金と物価の高めの伸びが続いたことが、周辺国の価格競争力低下の原因である。

但し、アイルランドの場合、輸出物価で調整した実質実効為替相場は消費者物価ベースとは違って上昇しておらず、財の輸出価格競争力は維持された。その他の周辺国は輸出価格競争力についても低下が観察される。

4 | 拡大した経常収支の不均衡

ユーロ圏内での対外的な価格競争力の乖離と表裏一体で、域内の経常収支の不均衡は拡大した。不均衡の大きさはユーロ導入前も含めて過去最高の水準に達した。

ユーロが導入された99年と2008年の域内各国の経常収支を比べると不均衡の拡大ぶりがはっきり現れる（図表-3）。金額面で目を引くのはスペインの赤字とドイツの黒字の大きさである。

ドイツの経常収支は、90年代は赤字基調で推移していたが、2000年代に入って黒字に転じ、高い輸出価格競争力と周辺国、中東欧などの旺盛な需要を背景に黒字の増加が続き、2007年のピークには2000億ユーロに迫った。2008年の黒字は対GDP比で6.6%に相当する。この他、コア国では貿易センター機能を持つオランダと金融センターのルクセンブルグがGDP比で大幅な黒字を計上、イタリア、フランス、ベルギーは、2008年は原油価格高騰の影響もあって経常赤字が拡大したが、不均衡の度合いは比較的小さい。

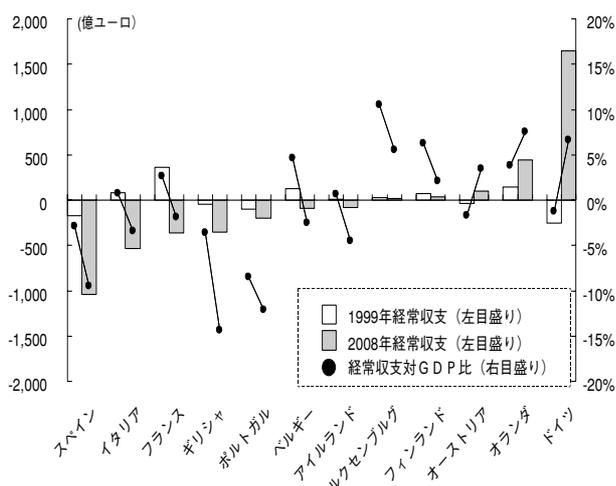
一方、ユーロ圏最大の赤字国スペインの赤字は2007年のピークは対GDP比で10%、2008年でも9.5%であった。輸出競争力を保ってきたアイルランドの不均衡は比較的小さいが、それでもピークの2007年には5.4%、2008年は4.4%となっていた。ギリシャ、ポルトガルはともにユーロ導入前からGDP比で見てかなり大きな経常赤字があったが、2008年のピークにはそれぞれ14.4%、12.1%まで拡大した。仮に単一通貨圏に属していなければ、過大とみなされ、通貨危機が起こりかねない水準と言えよう。

ユーロ導入前にも域内の経常収支の不均衡が拡大することはあったが、一定水準以上に広がると為替調整が加わり、不均衡が拡大し続けることはなかった。

しかし、ユーロ導入後は、域外との為替相場

は変動するものの、域内の為替相場は消滅し、（図表-2）で見たとおり、対外的な競争力の格差は広がり続けた。域内の経常収支不均衡の拡大は、まさに単一の為替相場と政策金利の下で、景気とインフレの格差が固定化したことの結果なのである。

〔図表-3〕ユーロ圏の経常収支の変化



（注）2004年5月以降にEUに新規加盟した4カ国を除く
ベルギー、ルクセンブルグは02年と08年の比較
（資料）Eurostat

ユーロ圏のように域内に所得水準や発展段階の格差があって補完関係が成立する場合、経常収支の不均衡自体は容認できる。キャッチ・アップの過程にある国は、投資に対する期待収益率が高いため、資本が流入しやすい。経常赤字拡大が続いて、対外債務が累積しても、債務がユーロ建てである限り、通貨価値の減価による返済負担の増大という問題に悩まされることはない。ユーロの導入の狙いの一つは、域内全体として資本の効率的利用を促すことにあり、資本移動拡大の裏返しである経常収支の不均衡は「成果」と見ることもできる。

ただ、経常赤字のファイナンスのニーズが大きいほど、金融環境変化の影響を受けやすくなる。実際、リーマン・ショックという急激な金融環境の変化で不均衡の拡大を伴う域内の成長には急ブレーキが掛かってしまった。

より本質的な問題は、流入した資本が有効に活用されていなかったという点だ。アイルランド、スペインの成長の加速ぶりは、(図表-1)で見たとおり目覚しかったが、成長は潤沢で低コストの資本流入を背景とする住宅ブームに嵩上げされたものだった。金融環境の変化によって、住宅バブルが崩壊した両国では、建設投資と雇用の大幅な調整に見舞われ、資本流入のパイとなった金融機関の不良債権が増大している。

経常赤字の周辺国の成長失速は、これらへの輸出と投資を通じて恩恵を受けてきたドイツに代表される経常黒字国にとっても成長戦略の見直しを迫る問題である。

5 | 国債スプレッドの拡大

財政を統合していないユーロ圏の国債市場では、格付けや市場規模の異なる国債が発行・流通している。コア国の中で特に信用力と市場の厚みを兼ね備えたドイツの国債はユーロ市場のベンチ・マーク(基準)として機能している。

ドイツ国債とユーロ圏の他国の国債の利回り格差(スプレッド)は、ユーロ導入から金融危機まで極めて狭い範囲で推移してきた。ユーロの導入で為替リスク・プレミアムは消滅したが、本来はスプレッドに反映されるべき信用リスクや流動性リスクは軽視されてきたのである。

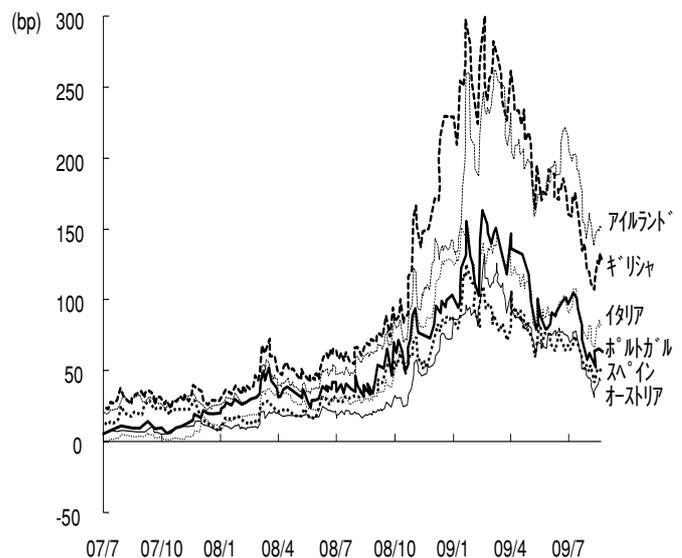
しかし、リーマン・ショック後、リスクの再評価の局面に入ると、スプレッドは一気に拡大、その後、ECBによる流動性供給体制の強化などにより市場の緊張が緩和するに連れてスプレッドは縮小に転じたが、改善の度合いには国ごとに差がある(図表-4)。

金融危機前との比較でスプレッドの高止まりが目立つのはアイルランドとギリシャである。アイルランドの高成長は「ケルトの虎」と異名をとるほどであったが、住宅バブルの崩壊と金

融特区を設置して急成長を遂げた金融業の失速で、景気は深く落ち込んでいる。黒字基調が続いた財政収支は2009年にはGDP比で二桁の赤字と、EU基準(同3%)を大きく超える水準に悪化する見通しである。ドイツ、フランスなどと並ぶ最上位に位置づけられていた格付けも、2009年に入ってムーディーズが1段階、S&Pが2段階引き下げている。スプレッドの面で、アイルランドに対してユーロ圏で最も厳しい評価が下されているのは、事態の悪化のスピードの速さと大きさによるものと言えよう。

一方、ギリシャは、財政構造改革の遅れと対外的な競争力の弱さが問題視されている。そもそもギリシャは財政基準が満たせず、ユーロの参加が第1陣から2年遅れの2001年となったが、2004年に政権が交代したことで、ユーロ参加審査時の財政データに粉飾が疑われるような誤りがあったことがわかっている。修正されたデータによれば、ユーロ導入以来、ギリシャの財政赤字がGDP比3%以内というEU基準を満たしたのは2006年のわずか1年という惨状だ。S&Pは財政悪化と対外的な競争力の低さを理由に、今年1月、ギリシャの格付けをAマイナ

[図表-4] 対ドイツ国債スプレッド



(注) 各国とドイツの10年国債利回りの格差
(資料) Datastream

スに引き下げている。これは、ギリシャよりも後にユーロに参加したスロベニア、マルタ、キプロス、スロバキアの4カ国を下回るユーロ圏で最も低い水準である。

6 | 周辺国にとってのユーロのコストと

ベネフィット

ユーロへの参加によって周辺国は域内における為替調整と外貨建て債務の返済負担の増大という問題から解放されたものの、国債スプレッドの拡大という形で市場の圧力は及ぶ。信用力の回復には、財政の緊縮に取り組まねばならない。ユーロ導入後も財政の主権は残っているとは言っても、独自の裁量の余地は狭いのが実情だ。

持続不可能な不均衡の原因となった対外競争力の回復には、ユーロ圏内に留まる限り、賃金と物価を通じた調整によらざるを得ず、低成長に甘んじざるを得ないことを意味する。

現段階では、周辺国でも「ユーロ導入以前よりも現在の方が良い」、「ユーロ導入のベネフィットはコストを上回る」という論調が主流だ。しかし、今後、回復の目処が立つまでに要する時間次第で論調が変化する可能性もあるように思う。

3——中東欧の格差

1 | 押しなべて高い金融面での西欧依存度

ユーロ未導入の中東欧のEU加盟国は、ユーロ圏の周辺国以上に欧州経済の不安定化要因と見られている。

中東欧のEU加盟交渉は90年代半ばに始まり、ポーランド、チェコ、ハンガリー、スロバキア、スロベニア、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）の8カ国は2004年5月、ブルガリア、ルーマニアは2007年1月に加盟が実現

した。EUの支援は、資金や技術の移転と制度構築という両面から、実際の加盟に先立つ中東欧の体制転換直後から始まった。

こうした経緯もあって、西側企業は民営化の受け皿などの形で積極的に資本参加し、銀行市場でも、中東欧では西欧資本が少なくとも過半、最も多いエストニアではほぼ100%を占めるほど結びつきが強い。

加えて、将来のユーロ導入への期待から、国内ではユーロを中心とする外貨建てのローンが普及していた。

金融システムの西欧依存、自国通貨よりも金利の低いユーロ建てなどのローンの普及（図表-5）は、中東欧の金融体制改革と金融の発展に大いに貢献したが、西欧の金融危機が伝播する原因ともなった。

[図表-5] 中東欧の銀行市場の西欧資本・ユーロ依存度

(単位：%)

	銀行総資産に占める EU金融機関の割合	国内銀行貸出に占める ユーロ建ての割合
ラトビア	62.5	85.2
リトアニア	83.7	60.8
エストニア	98.7	n.a.
ブルガリア	81.6	54.8
ルーマニア	82.1	49.0
ハンガリー	57.4	22.4
チェコ	91.5	12.0
ポーランド	70.5	7.8

(資料) ECB, “EU Banking Structure”, October 2008

ECB, “The International role of the euro”, June 2009

2 | 広がるファンダメンタルズの格差への認識

2009年初にかけて、ユーロ未導入の中東欧に対しては、ほぼ一律に資本流出と通貨減価の圧力が加わった。しかし、西欧での金融システム対応の前進や、EUとIMFなどとの連携による支援体制強化などで落ち着きを取り戻すに連れて、投資家には中東欧間でのファンダメンタル

ズの違いに対する認識が定着するようになった。

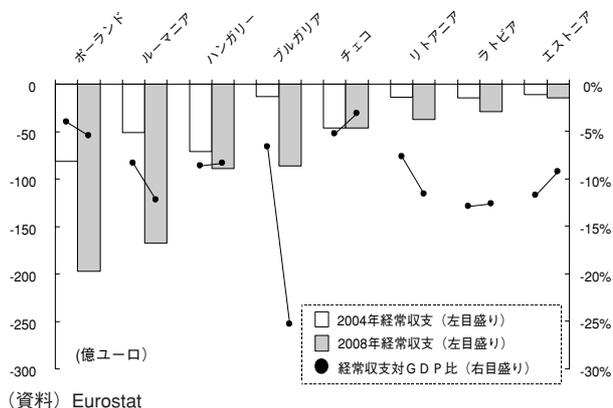
IMFは、今年3月、新興国危機への対応策として「政策運営とファンダメンタルズが健全な国」を対象に予め融資枠を確保して、問題が発生した際に無条件で融資を受けることができる新たな制度（FCL）を新設した。従来のスタンド・バイ融資は、厳しい条件が課され、定期的に条件の達成状況のサーベイランスを受けなければならない、「不名誉」なイメージがつきまとう。これに対してFCLは、適用対象となることがIMFから政策運営の健全性のお墨付きを得る意味合いを持つ点に大きな違いがある。

これまでにFCLの適用が認められたのはメキシコ、コロンビア、ポーランドの3カ国である。ポーランドはFCLの適用対象となることで、リーマン・ショックの後、スタンド・バイ融資に追い込まれたハンガリー、ラトビア、ルーマニアとは明確に区別された訳だ。

ポーランドは中東欧で最大の経済で、内需主導の経済構造も手伝って、金融危機後もEU加盟国で唯一マイナス成長を回避するなど、安定感を見せている。

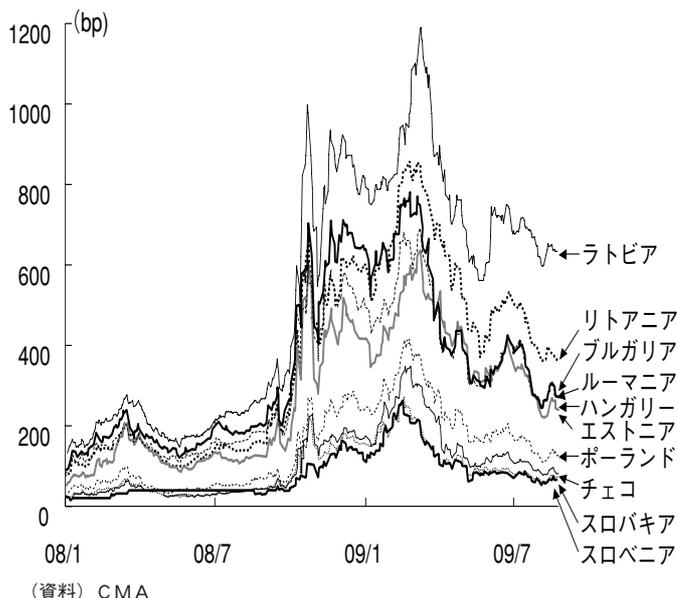
チェコは、ポーランドに比べ、輸出依存の度合いが高いため、世界同時不況下で二期連続のマイナス成長に陥った。しかし、対外的な不均衡はポーランド以上に小さく（図表-6）、金融面での影響は受けにくい構造である。ユーロ未導入の中東欧諸国で、ユーロ導入に対して最も

[図表-6] 中東欧の経常収支の変化



慎重な立場を採ってきたことや、ユーロとの金利差が殆どなかったことから、ユーロ建てローンの普及率も低く、金融危機後の通貨減価が対外競争力の強化というプラスの要因として働いた。

[図表-7] EU加盟中東欧諸国の5年国債CDSプレミアム



ポーランドとチェコは、リーマン・ショック後も格下げされておらず、国債に対する信用リスク・プレミアムを示すCDSプレミアムは、リーマン・ショック以前の水準が目前に迫るまで市場の評価は改善している（図表-7）。

IMFからスタンド・バイ融資を受けている3カ国でも評価は分かれつつある。ハンガリーは、中東欧で唯一政府債務残高がGDP比60%というEUのシーリングを超えるなど財政事情が最も厳しい。双子の赤字が原因となって、2008年11月とリーマン・ショック後、最も早いタイミングでIMFの支援を受けることが決まった。ただ、金融危機以前から財政の健全化に着手しており、IMFの支援が始まってからは、支援の条件である財政構造改革と金融システム対策が前進したことが好感、2009年7月には国際資本市場でのユーロ建て国債の発行を成功させ

るなど、信頼を取り戻しつつある。

他方、ラトビアには厳しい目が向けられている。ラトビアは今年4～6月期のGDP成長率は前年比マイナス18.2%と想定以上に景気が悪化している。財政赤字が、IMFの融資受入れに際して約束した目標を大きく上回る水準に拡大したことで、IMFからの第二弾の融資を巡る交渉が難航、6月にはラトビアへの不安が引き金となって、中東欧国債のCDSスプレッドが上昇、通貨が下落するという事態が起こった。その後、2009年の財政赤字対GDP比5%の目標実現のため思い切った緊縮財政を盛り込んだ補正予算案を可決したことでEU、IMFなどからの融資は実行に移されることになったものの、CDSスプレッドは相対的に高い水準で推移している。

ラトビアへの根強い不信感は、対ユーロの変動幅を±1%以内に抑制する固定為替相場制度からくるものだ。他に、ユーロ未導入のEU加盟国では、エストニア、リトアニア、ブルガリアの3カ国が、ユーロを裏づけとするカレンダー・ボード制度による最も強固な固定為替相場制を維持している。EU加盟前の所得水準は中

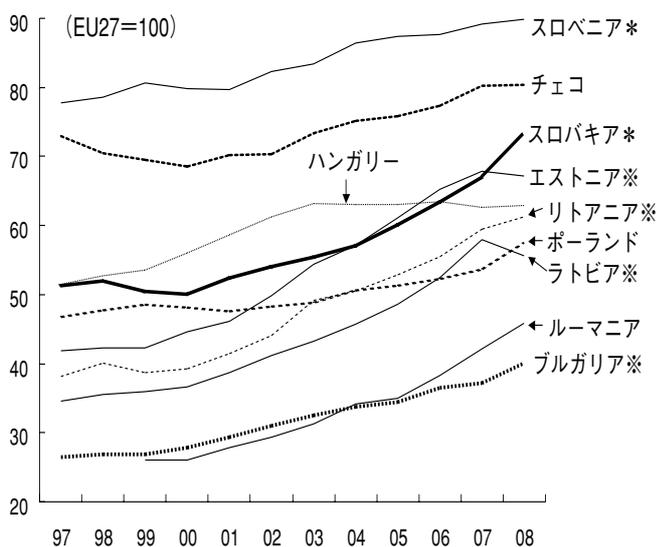
東欧の中で最も低かった国々だが、いずれも金融危機までは潤沢な資本の流入に支えられて、目覚ましいキャッチ・アップを実現していた(図表-8)。

その半面、固定為替相場制の下で、ユーロ圏の周辺国と同じように、経常収支の赤字拡大とインフレ率の格差からくる実質実効為替相場の割高化が進んだ。

EUやIMFのラトビア向けの支援の特徴は、割高化が進んだ対ユーロの固定為替相場制の維持を前提とする点である。ラトビアでは国内の融資総額の85%がユーロ建てとなっているため、切り下げた場合の影響が甚大であるというのが為替相場制度の維持をサポートする理由だ。他の固定相場制採用国でも「切り下げたくてもできない」事情は同じだ。

問題は、今年4～6月期のGDP成長率はリトアニアが前年比マイナス22.6%、エストニアが同マイナス16.6%とラトビアとともにEU加盟国で突出した落ち込みとなっており、固定為替相場制維持の代償も大きいことだ。それだけに「切り下げは時間の問題」という見方は根強いのである。

[図表-8] 中東欧諸国の一人当たりGDP



(注) 購買力平価ベース、*はユーロ導入国
※は対ユーロ固定相場制採用国
(資料) Eurostat

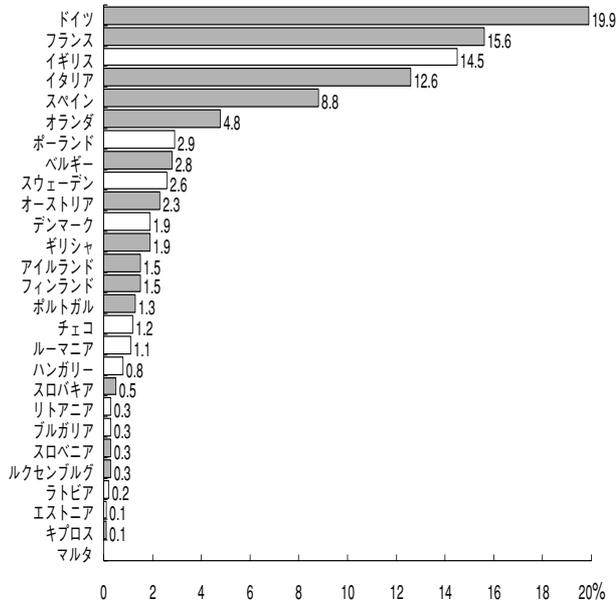
4—危機再燃の防止には何が必要か？

1 | くすぶる後発国発の危機再燃のリスク

ユーロ圏内の国債スプレッドや中東欧諸国の国債CDSプレミアムの最近の動きは、ユーロ圏や中東欧を一律に評価するのではなく、対外的な競争力や経常収支の不均衡の度合い、政策対応力などに応じて選別する傾向が強まっていることを示すものと言えよう。

これら後発国の立ち遅れは、EU経済全体に占める比重という観点から捉えると大きな問題ではないように思われる。ユーロ圏周辺国は、スペインを除けばEU経済に占める比重は2%

〔図表-9〕 E U加盟国の経済規模比較 (2008年)



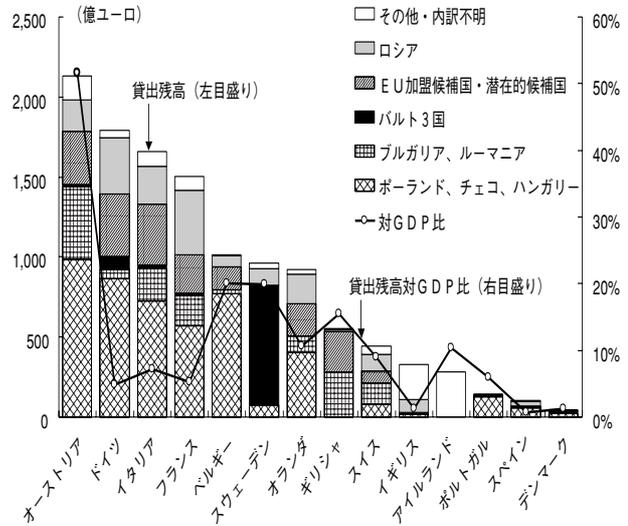
(注) E U全体のGDPに占める各加盟国のシェア
白抜きはユーロ未導入国であることを示す
(資料) Eurostat

以下に過ぎないし、先行き懸念が最も強いラトビアはわずか0.2%、リトアニア、エストニアという他のバルト諸国を合わせても0.6%に過ぎない(図表-9)。これらの国々がE Uや世界に及ぼす影響は本来限定的なはずだ。

だが、単一市場を形成するE U域内での伝播力の強さを考えれば楽観はできない。仮に、政府やE Uの意に反してラトビアがペッグ制の見直しなどに追い込まれた場合、ラトビアでは外貨建てローンの返済不能は増大し、不良債権問題が一段と深刻化する。ラトビアの切り下げは、同じく固定為替相場制度の下で苦しい運営を迫られている他のバルト諸国やブルガリアに波及するかもしれない。さらにラトビア危機の再燃によって、定着しつつある「ポーランドやチェコは健全」、「ハンガリーでは国際支援の下で順調な経済の立て直しが進展している」という認識が揺さぶられることになれば、西欧の銀行が受けるダメージはさらに大きくなる。

欧州新興国全体で見ると最大の債権者はオーストリアの銀行だが、バルト3国への融資残高

〔図表-10〕 西欧銀行の欧州新興国向け貸出



(注) 貸出残高は2009年3月末時点、GDPは2008年
銀行国籍は本店所在地による、支店・子会社を含む連結ベース
E U加盟候補国(トルコ、クロアチア、マケドニア)、潜在的加盟候補国(アルバニア、ボスニア・ヘルツェゴビナ、モンテネグロ、セルビア)
(資料) BIS

は少なく、リスクはもっぱらスウェーデンの銀行に集中している。危機がブルガリアに広がれば、財政基盤が脆弱で、自らの国債スプレッドの上昇に悩まされているギリシャが大きな影響を受けることになる(図表-10)。

E UやIMFなどによる金融支援にあたっては、支配的な地位を占める西欧銀とその母国政府との間で融資引き上げを回避し、必要な増資を行うという約束が交わされている。それでも、西側金融機関の損失拡大による一層の信用収縮と、中東欧の経済・金融情勢の悪化のスパイラルが一層深まる懸念は残るし、中小国発で欧州の金融不安が再燃して、世界経済・金融市場の回復の足かせとなるリスクは排除できないと言えよう。

2 | 金融健全化と慎重な出口戦略が必要

欧州発の金融危機再燃を回避するには、金融機関の経営の健全化を急ぎ、統合市場内でのシステミック・リスクの拡散を防ぐよう、制度を強化することが重要だ。

EUでは金融危機の反省に立って域内の金融監督体制の見直しを進めているが、「財政主権を侵害しない」ことを前提としており、どこまでクロスボーダーなリスクの早期発見、是正機能を発揮できるかは未知数だ。また、そもそも監督体制の見直しは、再発防止の対策であり、目下、一部の国や金融機関が直面している問題を解決し、金融危機の再燃のリスクに封じ込めるものではない。

金融機関の経営悪化が相次いだ2008年10月、ユーロ圏首脳会合は金融機関の「破綻回避」の方針を確認、続くEU首脳会談での合意に基づき、EU加盟国全体でGDPの3割相当の資金を用意するなど金融システム対策は一定の前進を見せている。

それでも金融システムへの不安は払拭されていない。大きな理由の1つは米国に比べ欧州の金融機関の情報開示が不十分であるために、金融機関の経営内容の不透明感が強いことにある。

本稿で見た不均衡が大きく、競争力が弱い後発国が震源地となって域内に伝播するリスクも深刻な懸念材料である。EUには、M&Aなどを通じてクロスボーダーな活動を拡大した結果、金融機関の規模が監督責任を持つ母国政府の規模に対し過大になっているケース、中東欧のように西側金融機関が優位な金融構造で受入国側の当局が自国市場の安定化のために出来ることが限られるケースなど、統合市場特有の問題がある。

金融の健全化にあたっては、「財政主権を侵害しない」を大前提とするにせよ、必要に応じて域内の対応力の格差を補完しつつ、情報の開示、金融機関の存続可能性の判断、金融再生の枠組み作りを進めることが望まれる。金融システム対策は、これからはまさに正念場である。

金融政策面では、コア国に対する後発国の立ち遅れという構図の中で「出口」の適切なタイ

ミングを見極める必要がある。ECBはユーロ圏の中央銀行であるとともに、中東欧の中央銀行の政策にも影響力を持つ。その判断は極めて重要だ。

(参考文献)

「ユーロ圏の最適通貨圏化は進んでいるのか—地域統合深化の過程と域内分業構造の変化について—」(基礎研レポート2004年10月号)

(注) ある地域が単一通貨を導入することができるかどうかを判断するための理論。Mundell, Robert A.(1961), "The Theory of Optimal Currency Area", American Economic Review, vol.51, pp.657-665が始まりで、時期や論者により重視する判断条件には差異がある。