

# 欧州危機とユーロ、ソブリンリスク

日本国際経済学会関東支部新春シンポジウム  
(2011.01.29.於日本大学)

田中 素香 (中央大学)

# 構 成

- I . 世界金融危機と欧州危機
- II . ギリシャ危機・南欧危機・ユーロ危機
- III . ソブリンリスクについて

# I -1. 21世紀初頭の世界好況

## (1) 世界好況の構図A [GIと世界資金循環]

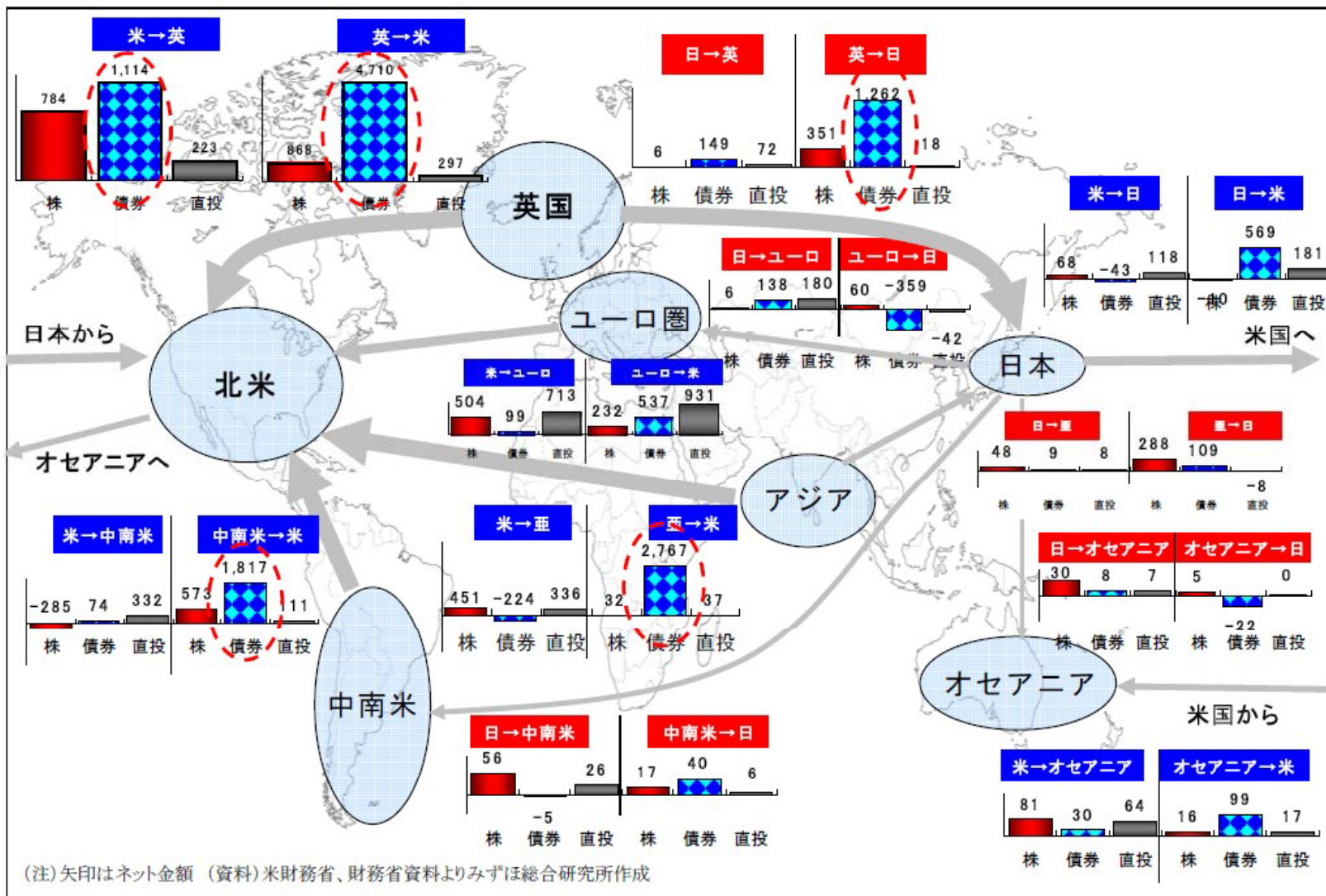
- 21世紀初頭の世界経済好況の構図: アメリカの膨大な輸入と**経常収支赤字の拡大**(「**グローバル・インバランス**」): アメリカの巨大需要と誘発需要→05年世界諸国ほぼすべてがプラス経済成長。新興諸国の台頭(企業グローバル化、輸出拡大、ドル獲得)
- 輸出主導の黒字国(中国、日本、東アジア諸国、産油国)の**対米公的投資**(ドル準備の膨張) = アメリカにとって資本流入→民間投資を含めて経常収支赤字を超えて流入(アメリカ = 世界最大の資本市場)。
- 流入資本: 米赤字のファイナンス、さらに米ヘッジファンドなどが世界投資へ(世界資金循環)

# I 21世紀初頭EUの経済成長

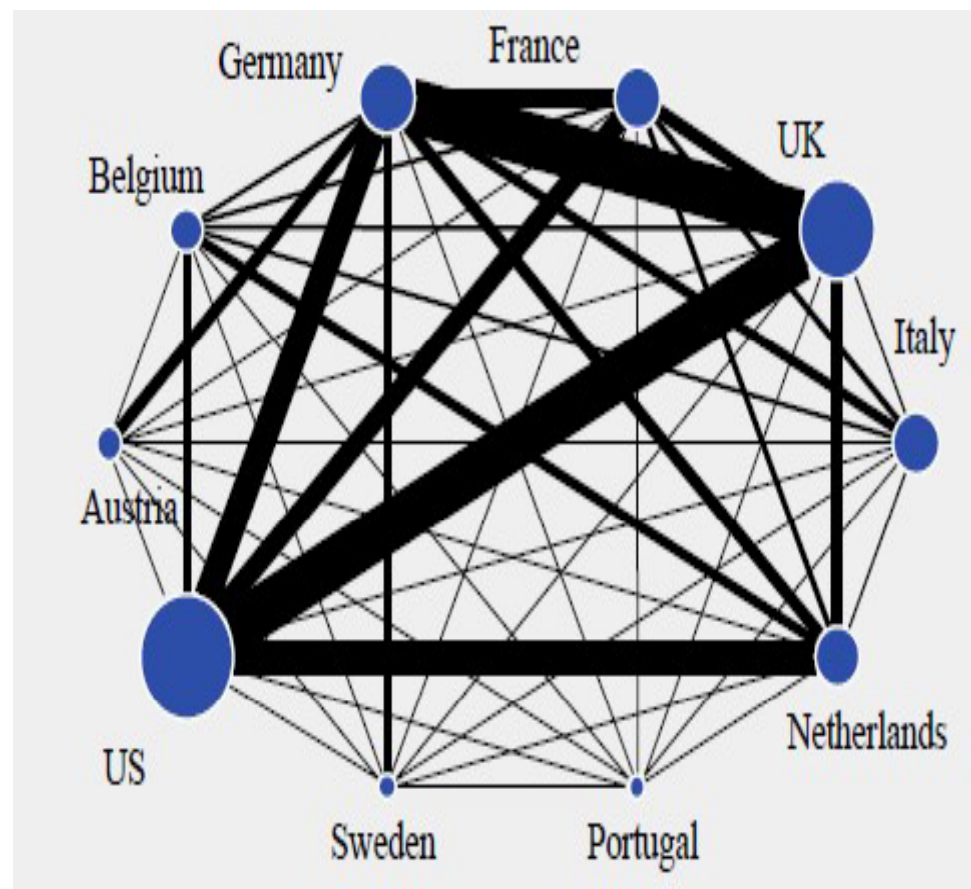
- EU=単一市場[27カ国すべて]+ユーロ[ユーロ圏+中・東欧+英国等・西バルカン諸国]
- **EU経済の新展開**: 単一域内市場に**ユーロ+東方拡大**
- **ユーロ**: ヨーロッパ全域で基軸通貨化
- **東方拡大[中・東欧統合]**: 中・東欧の「地方化」(単一市場)
- ①近隣低賃金生産基地[汎ヨーロッパ生産ネットワークの形成]→「西欧の限界」克服し国際競争力
- ②東欧キャッチアップ→成長市場へ→西欧の成長支持
- ③**ロシア、トルコ、ウクライナ等の高成長**
- **BRICsなど新興大国の興隆**[世界経済構造の転換]。ドルの容易な入手→外準拡大によりプレゼンス拡大。
- **EU**: ①在来型重化学工業(+情報産業)への世界市場需要増大[EU15世界市場輸出シェアの上昇、ドイツ復活]、②金融機関の証券化商品などへの投資増大、③南欧・アイルランド・イギリス: 不動産バブル

# 世界マネーフロー(2006年)

— 英→米、アジア→米、米→世界 —



# ドイツの銀行：アメリカからドル借り入れ、ロンドンに投資（証券化商品など）[グロス資金フロー]



[注]銀行の債権額・債務額の合計。円と線の太さは額に比例。  
[出所]ECB(2008)、FSReview、June。原資料：BIS。

# I 世界金融危機の展開：3段階

表1 世界金融危機発展と政策対応の3段階

段階	序曲段階	恐慌段階	不況段階
時期	パリバ・ショックからリーマン・ショックまで	リーマン・ショックから09年第2四半期まで	09年第3四半期以降
特徴	サブプライム危機	ソルベンシー危機	財政危機／地域危機
グローバル危機	米欧危機	グローバル危機	グローバル危機沈静化
グローバル危機対応	中銀流動性供給 中銀ドル資金供与 FRB スワップ協定〔ドル資金供与〕	中銀非正常措置 通貨スワップ協定 政府財政救済 IMF 資金援助	金融規制策定の国際協調（G20 など）
欧州地域危機	不動産バブル破裂	銀行倒産／銀行危機 中・東欧危機	南欧財政危機 ユーロ危機
欧州地域危機対応	ECB 流動性供給 中銀ドル資金供与	ECB 流動性供給 中銀ドル資金供与 EU・構成国政府の銀行支援／地域支援	財政再建計画 EU・ユーロ圏・ユーロ圏諸国政府の地域支援 EU 金融規制新枠組み

[出所] 筆者作成。

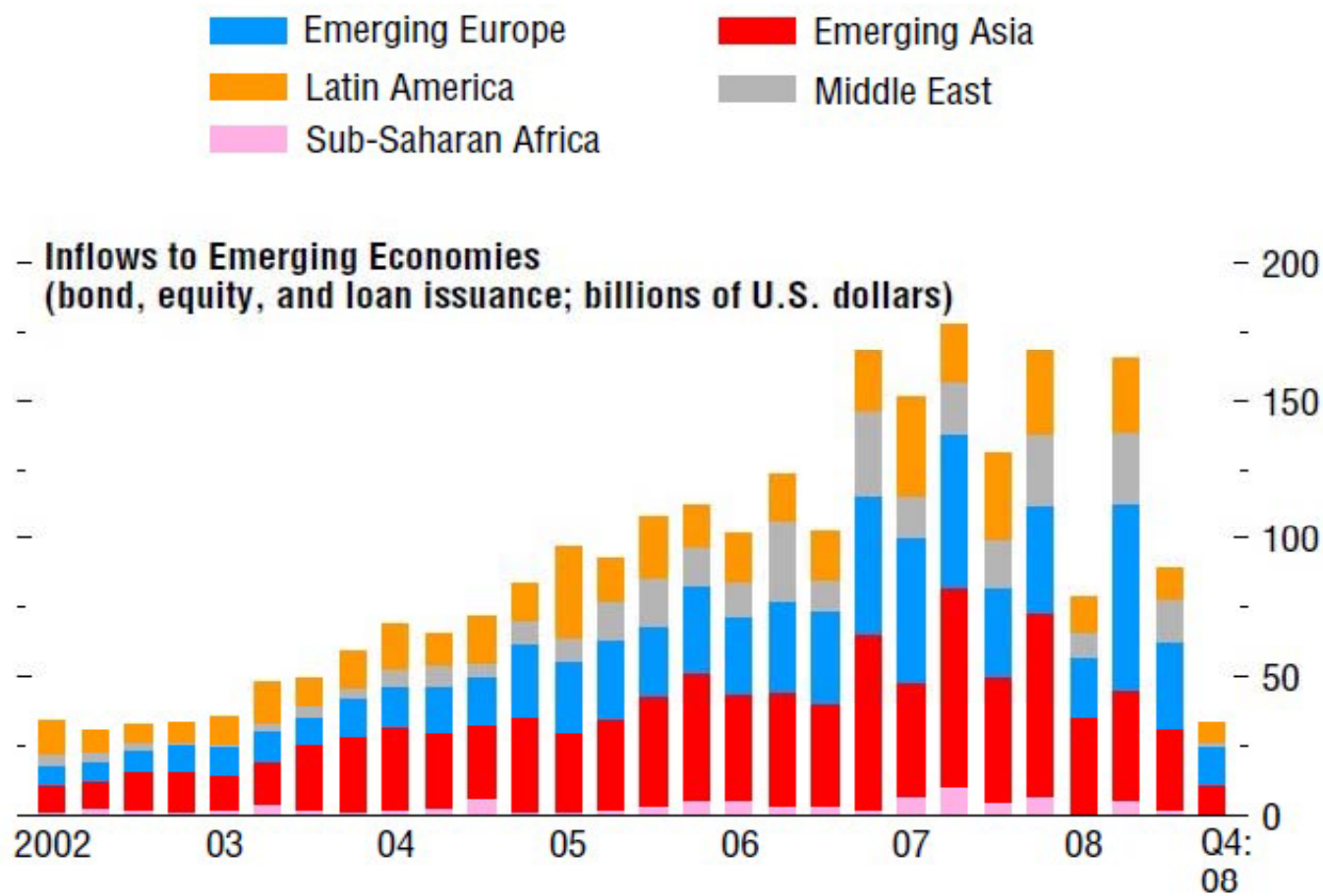
## (2) 世界金融危機→EU経済危機

- Decoupling論: 07年8月→リーマンショックで崩壊
- 08年9月リーマンショックから大銀行の危機: 米国サブプライム証券投資→焦げ付き→巨大な負債→一部銀行破綻、資本注入、預金保障、銀行国有化、M&A
- 同じく中堅銀行の危機: 住宅ローン供給→住宅バブル破裂→不良債権→破綻、国有化等
- 実体経済の恐慌状態
- 08年秋から09年初め: 中・東欧諸国の通貨危機
- 09年10月からギリシャ危機・ユーロ危機へ



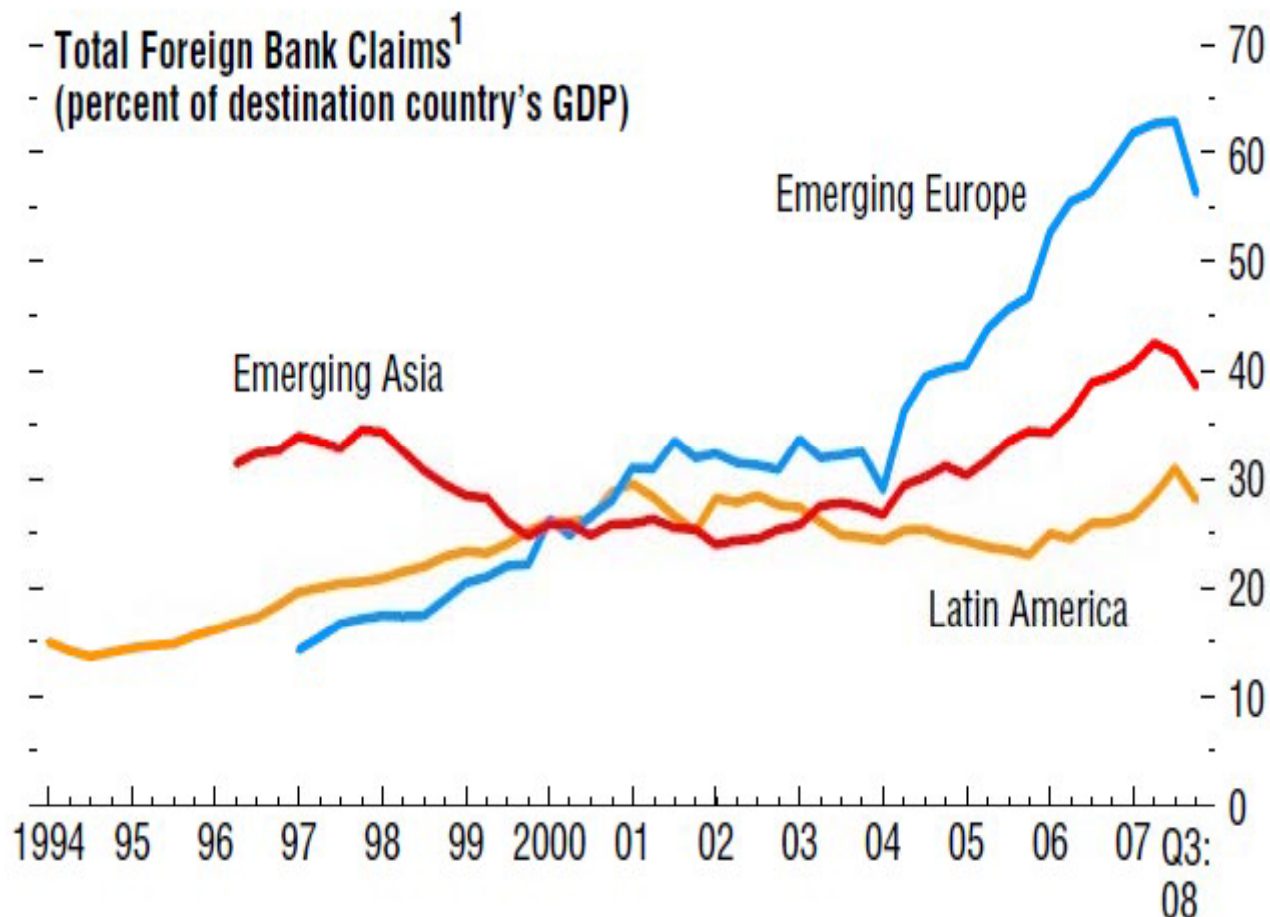
# 新興諸国への資本流入[債券・株式・貸付]

人口一人当たり: Eヨーロッパが最大



出所]IMF, World Economic Outlook, Apr. 09, p.135.

# 国民経済形成vs地方化

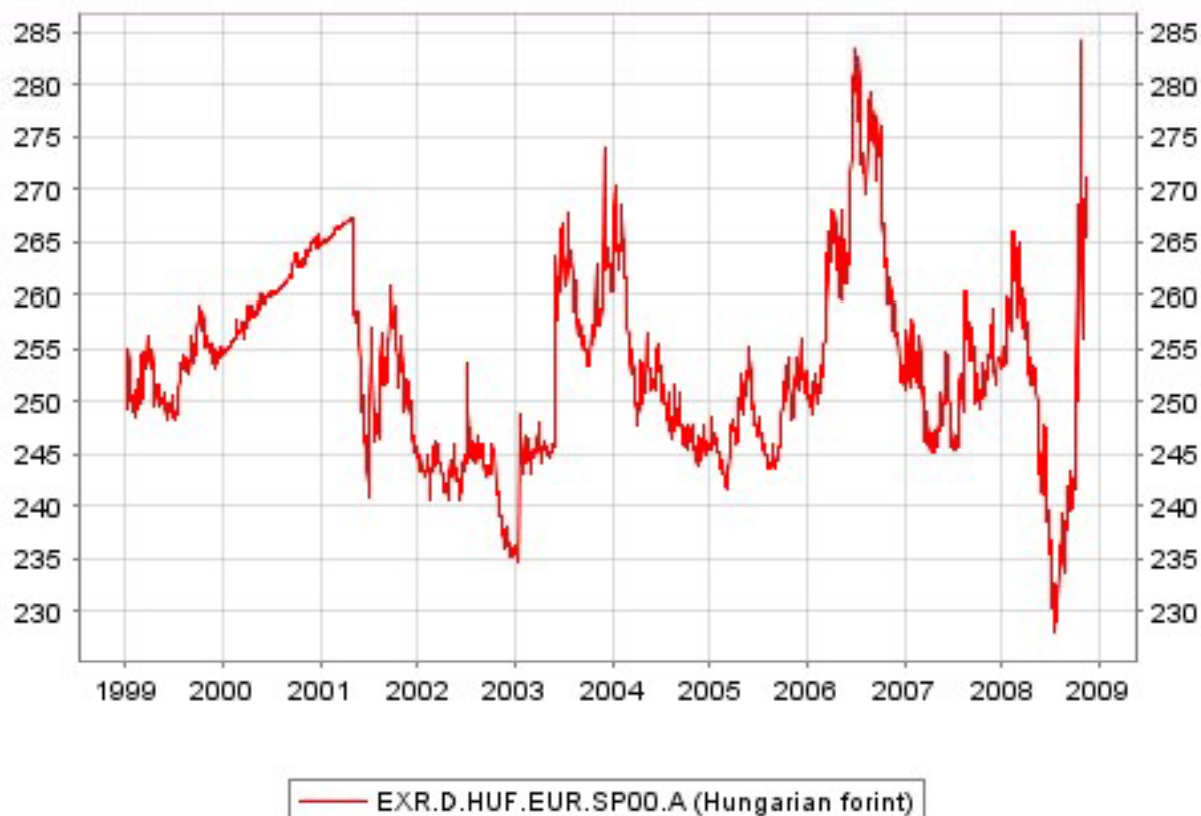


EU単一市場：中心・地方構造：相互依存増大→共同繁栄・共同崩壊。  
EヨーロッパはEU110+ロシア、トルコ。

[出所] IMF, WEO, April 2009, p.135.

# 中・東欧諸国の通貨危機： ハンガリーフォロントの対ユーロ為替相場

Data Chart



○危機時のデータ：GDP1975億ドル・対外負債1770億ドル、対外融資必要額450億ドル、外貨準備210億ドル

○ECB金利引下げに同調不可・09年不況へ

○08年10月22日政策金利3%引上げ、11.5%へ

## 世界金融危機とEU銀行監督制度改革など

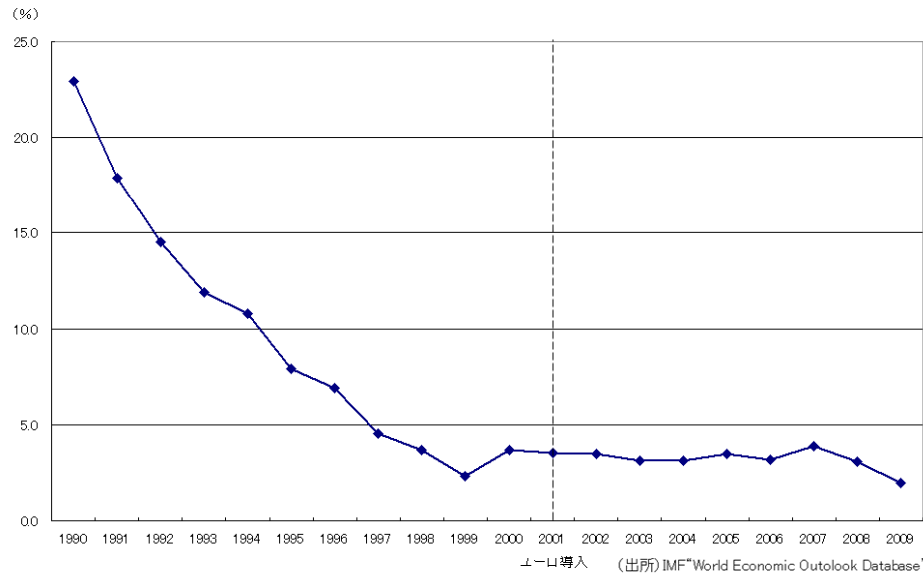
- EU銀行監督制度改革：マクロ・プルーデンスに **ESRB**、ミクロ・プルーデンスに **ESFS** (EBA欧州銀行監督当局、証券、保険にも。計3機関)。2011年1月より始動。
- EUレベルの経済復興計画：各国GDP比2% (09年から2年間)
- EU欧州国際収支ファシリティ：主として中・東欧支援に向けた資金援助機構500億ユーロ
- IMFとの協調支援：ハンガリー、ラトビア、ルーマニアなど

## Ⅱ．ギリシャ危機・南欧危機・ユーロ危機

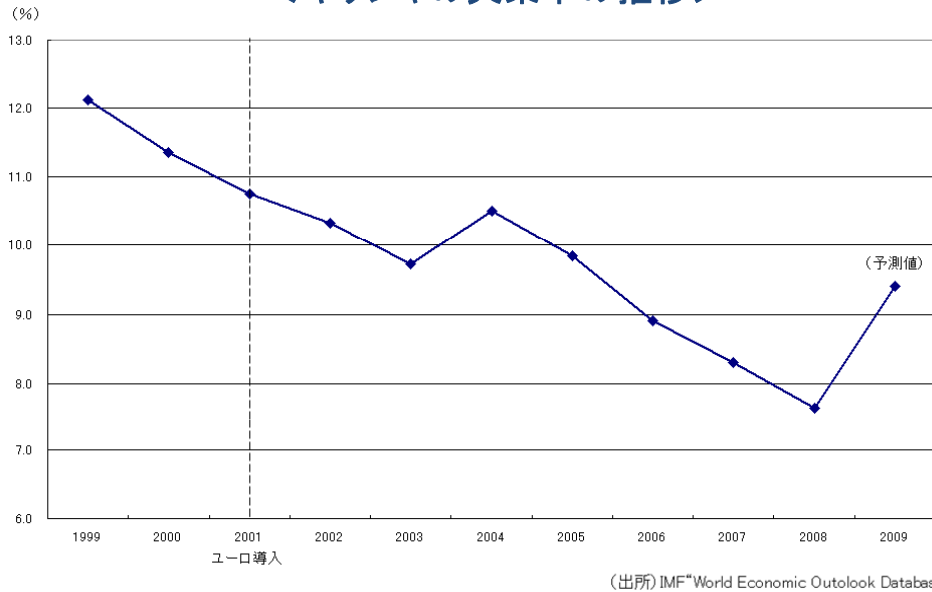
- ユーロの低金利と物価安定→長期の好況→放漫財政(ギリシャ)、不動産バブル破裂(アイルランド、スペイン)が世界金融危機と重合
- 2010年5月ギリシャ債務不履行(デフォルト)危機＋南欧波及の危機→世界株価暴落・ユーロ暴落→ユーロは導入後12年で最大の危機(戦後の欧州統合にとっても最大の危機)
- さしあたり、ギリシャ支援1100億ユーロ＋欧州金融安定化策7500億ユーロ
- 2010年代のEUの課題:世界金融危機対応＋ユーロ制度改革＋ソブリン・リスク対応
- EU・ECBの権限強化vs独仏主導(とりわけドイツ)

# ギリシャのGDP成長率・失業率・インフレ率の推移

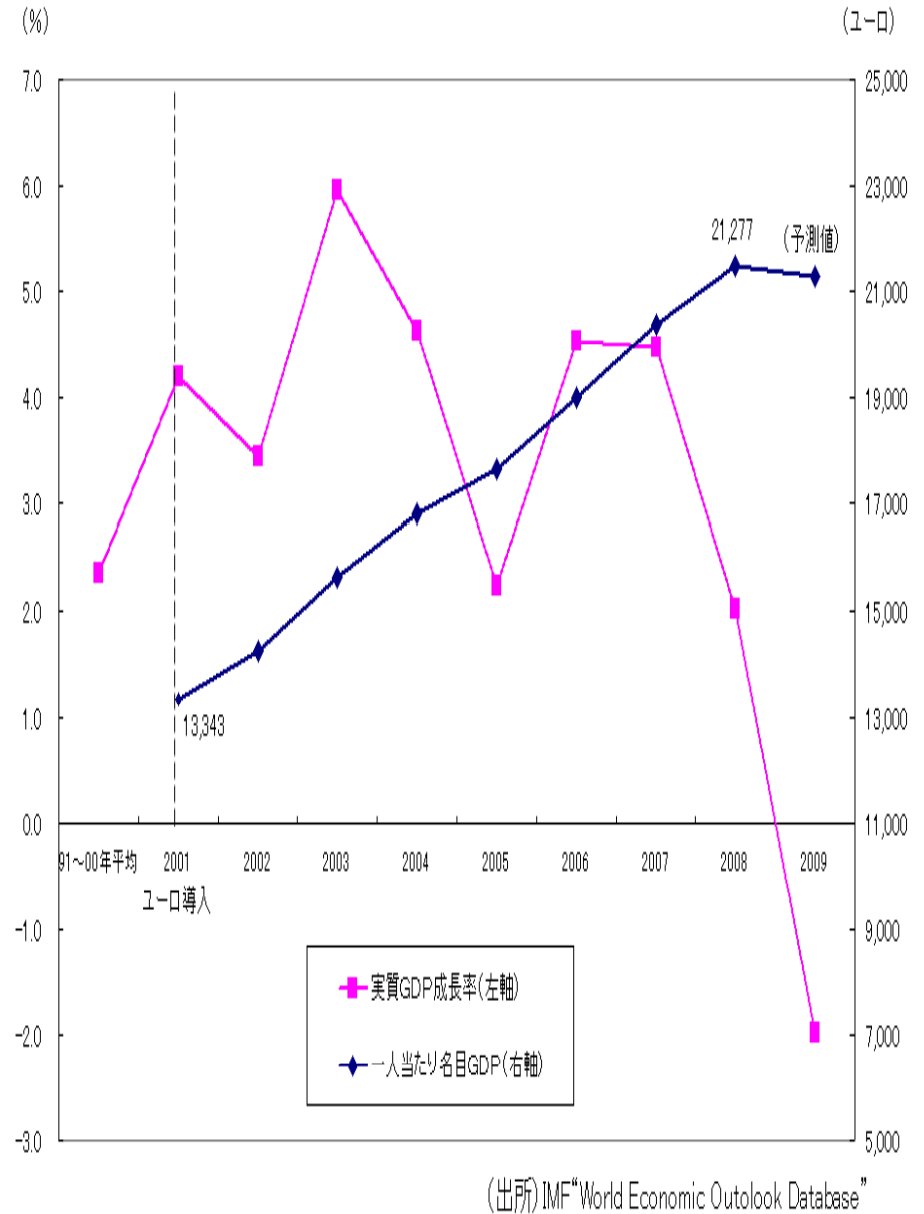
## ＜ギリシャの消費者物価指数(対前年比)の推移＞



## ＜ギリシャの失業率の推移＞



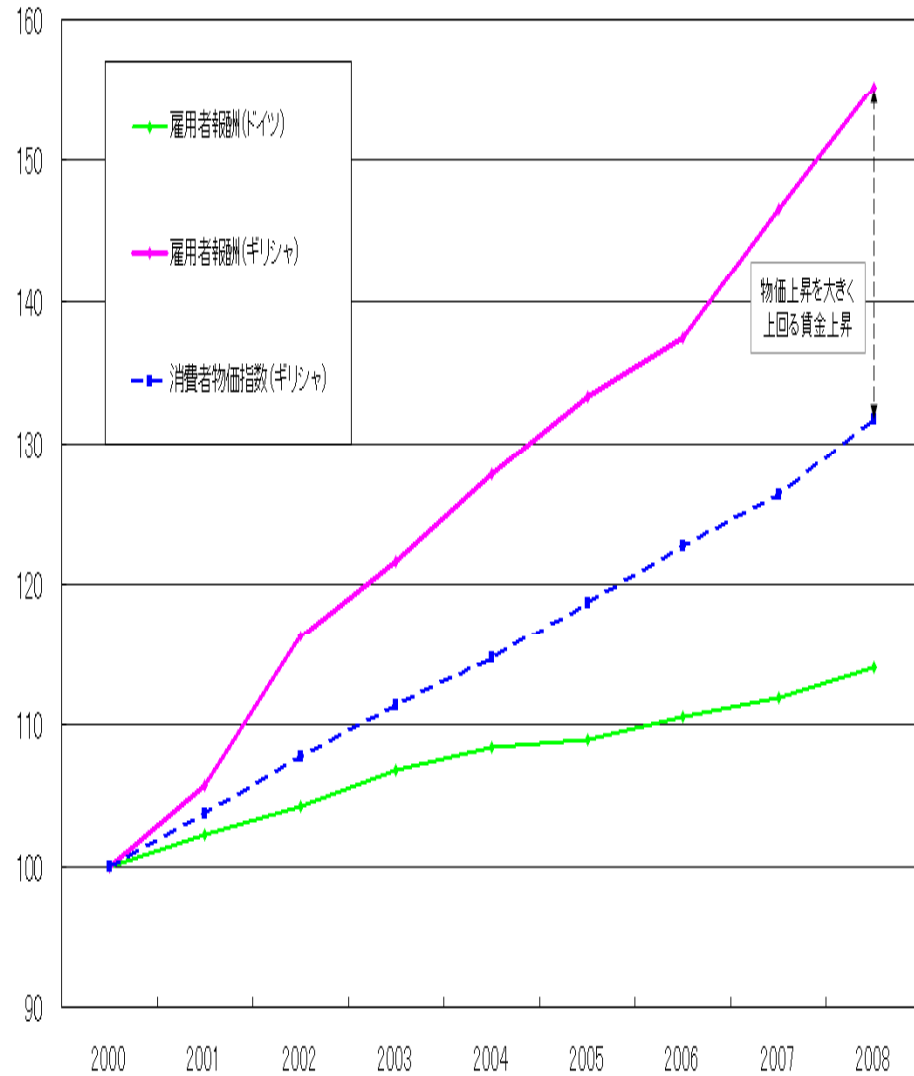
## ＜ギリシャの実質GDP成長率・一人当たり名目GDP＞



# ギリシャ等の競争力の低下

## ＜一人当たり雇用者報酬の推移＞

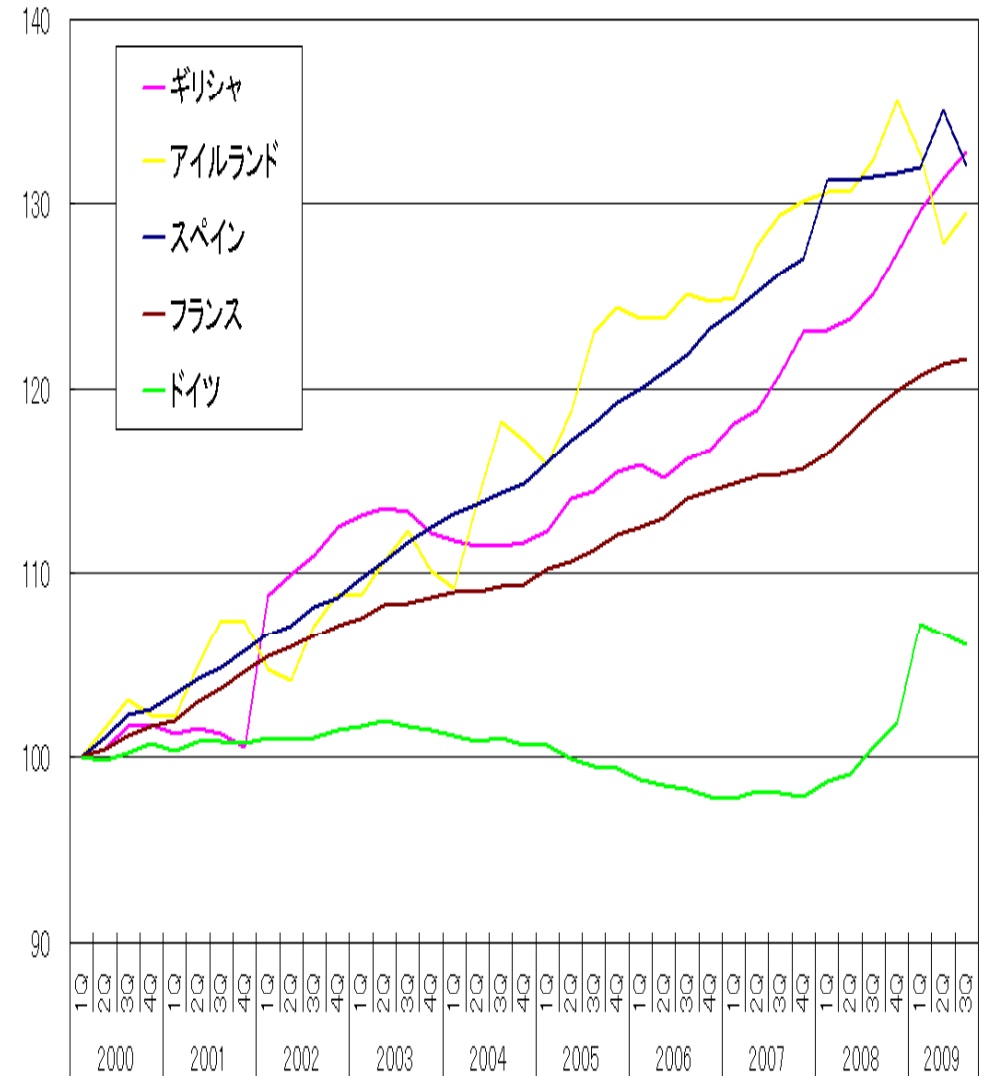
(2000年=100)



(出所)EUROSTAT、欧州委員会「2010年春の経済見通し」

## ＜単位当たり労働コストの推移＞

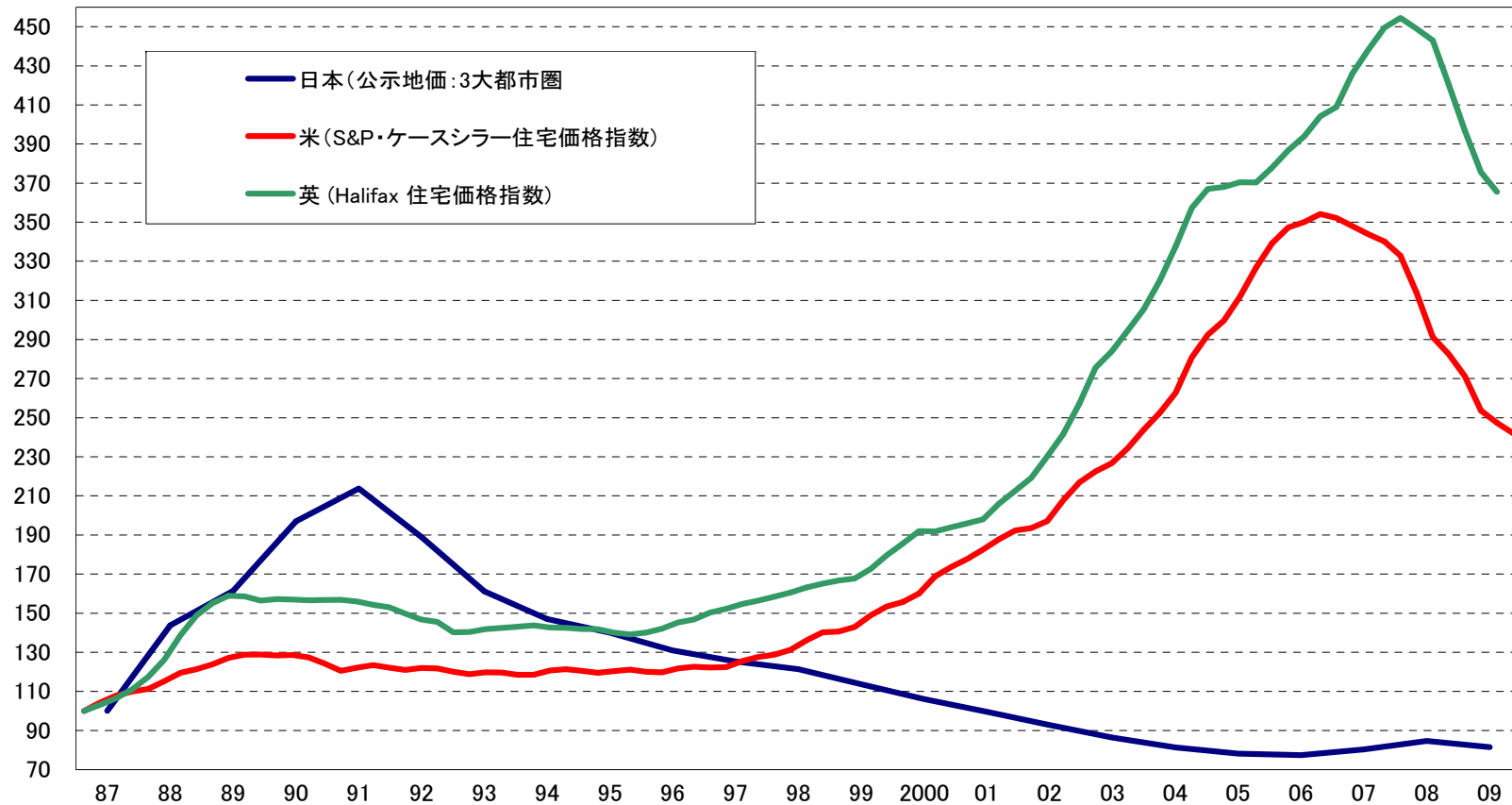
(2000年1Q=100)



(出所)OECDをもとに加工、作成

# 日米英の土地・住宅価格の推移

(1987=100)



(出所) 国土交通省 (日本), S&P・ケースシラー住宅価格指数 (米), Halifax 住宅価格指数 (英)

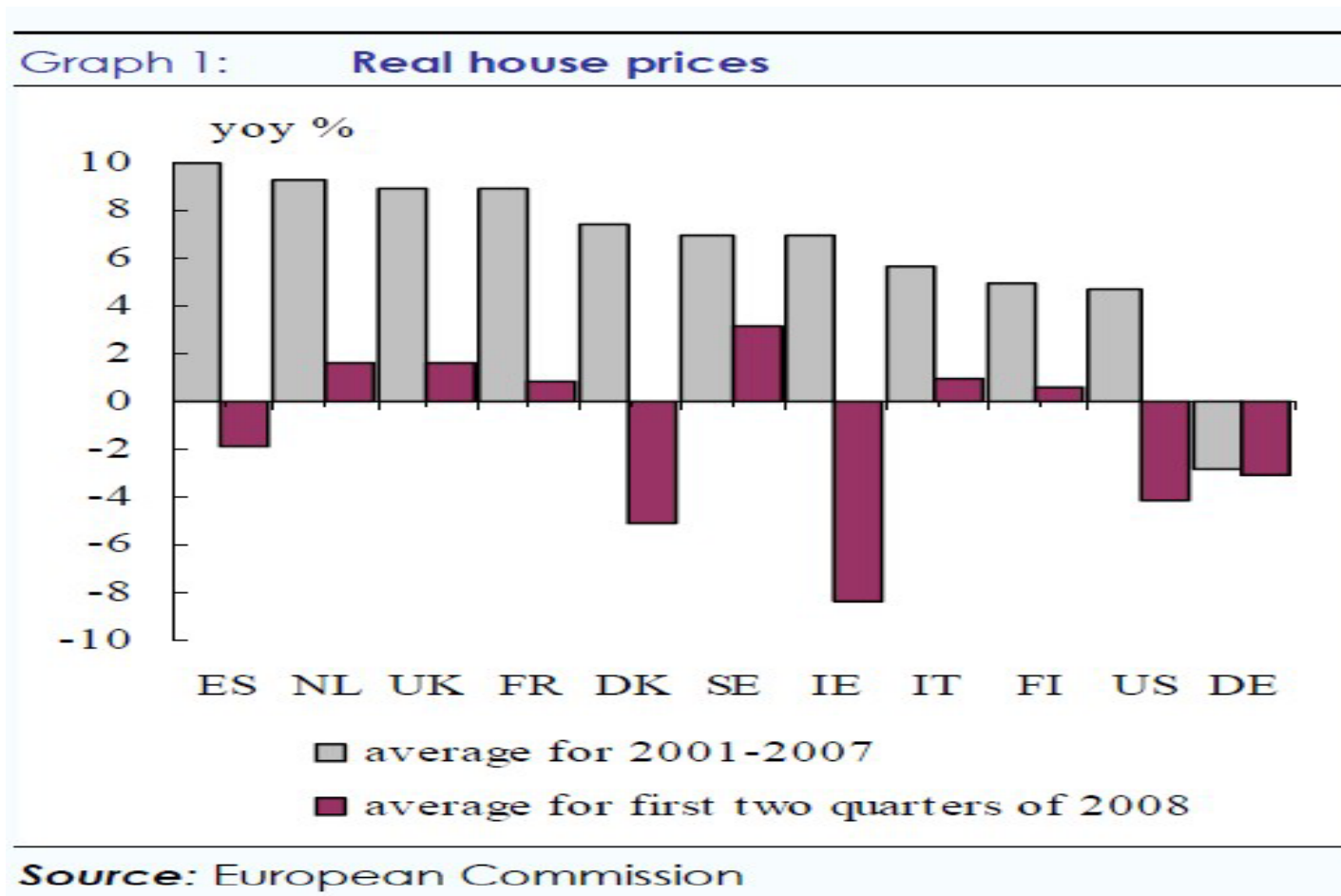
(注1) 日本の公示地価は三大都市圏(東京、大阪、名古屋)のものを使用

(注2) アメリカの住宅価格は10都市(ロサンゼルス、サンディエゴ、サンフランシスコ、デンバー、ワシントンDC、マイアミ、シカゴ、ボストン、ラスベガス、ニューヨーク)のものを使用

(注3) イギリスの住宅価格は全国の数値

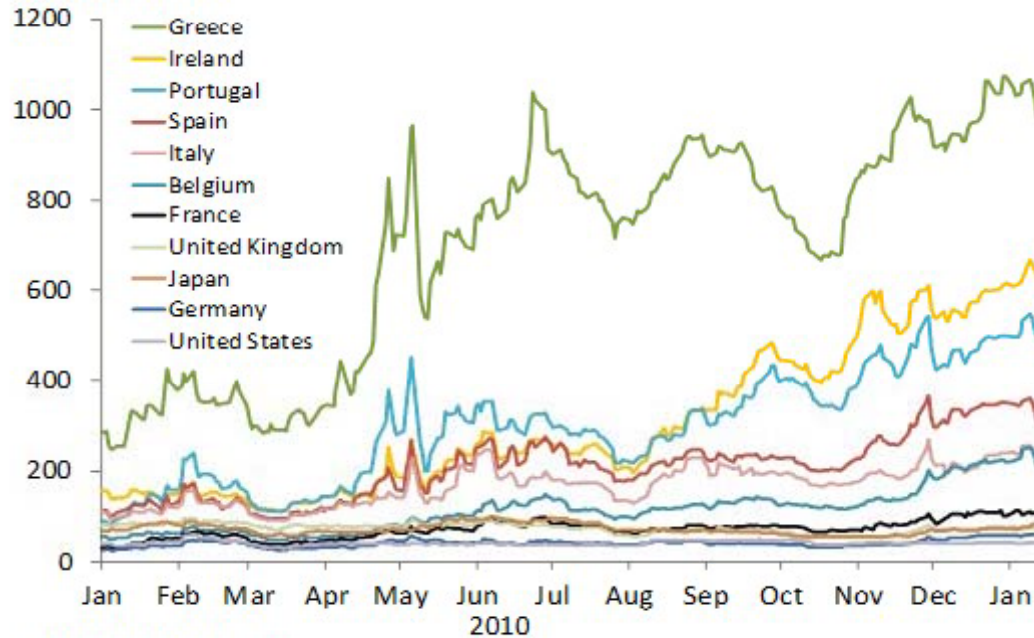


# 住宅価格の上昇率(2001-07 & 08年前半)



# ソブリンCDSスプレッド (bp)

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads  
(In basis points)



Source: Bloomberg L.P.

ギリシャ

アイルランド

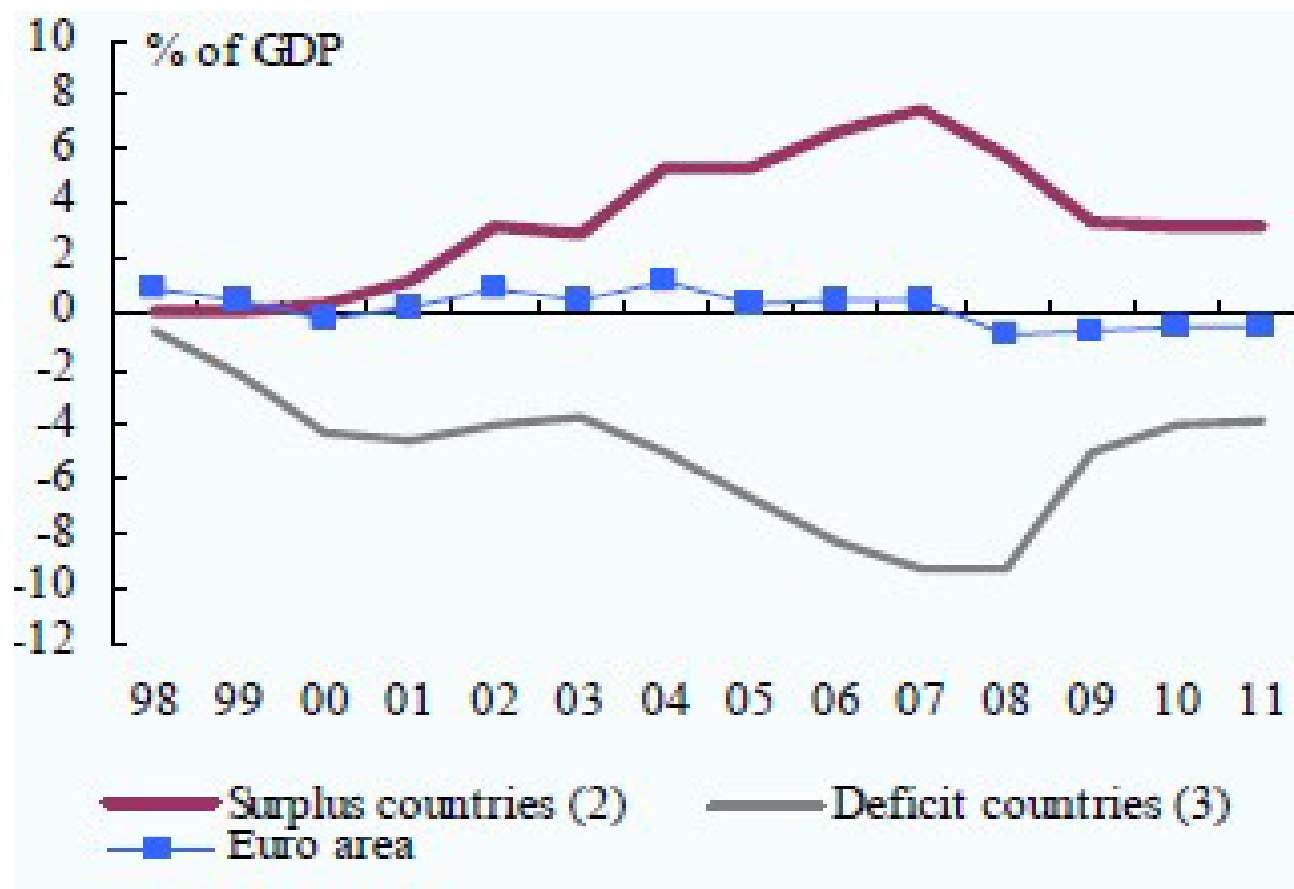
ポルトガル

スペイン

伊・ベルギー

仏・英・日・独・米

## II 構造問題 ユーロ圏諸国の「リージョナル・インバランス」 (経常収支の乖離→競争力乖離)



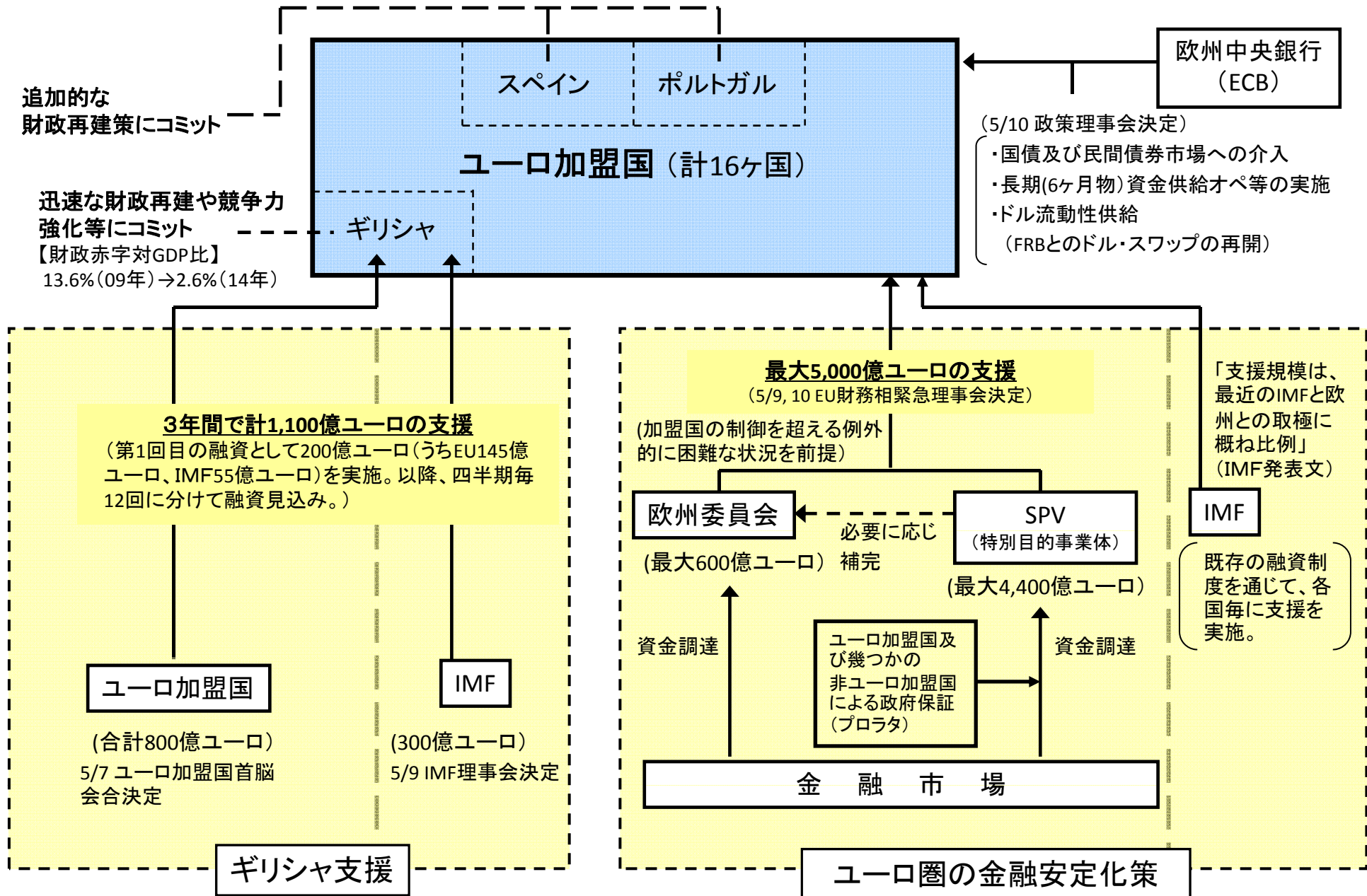
[注]1. 世界の諸国に対する経常収支

2. 黒字国は、ドイツ、ルクセンブルク、オーストリア、オランダ、フィンランド。

3. 赤字国は、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランド。

[出所] European Commission (2009), Autumn, p.28.

# ギリシャ支援及びユーロ圏金融安定化のための欧州・IMFの取組みのポイント



# ギリシャ危機、南欧危機：EU、ユーロ圏、IMF、EU諸国の対応

- ①ギリシャ支援：1100億ユーロ。金利5.2%、3年限度（→返済は7.5年後からに変更）。  
ユーロ圏800億ユーロ、IMF300億ユーロ。
- ②EU/ユーロ圏/IMF 7500億ユーロ支援措置：
  - (1) EFSF(欧州金融安定ファシリティ)4400億ユーロ→増額
  - (2) EU: EFSM(欧州金融安定メカニズム)600億ユーロ。
  - (3) IMF:2500億ユーロ[IMFの変貌]
- ③2013年EFSF→ESM(欧州安定メカニズム。「欧州版IMF」永続的機関)へ。
- ④その他のユーロ制度強化策(進行中):EU
- ⑤ECB:ソブリン・リスク諸国の国債の買い入れ(担保に取り銀行へ融資)
- ⑥南欧各国、アイルランド:財政支出緊縮、増税、経済成長、生産性引き上げ:4面作戦

●流動性支援・一時的支援の方針→構造問題への対処？

# Ⅲ ソブリン・リスクについて

- 金融危機救済・景気刺激コストが国家財政を痛める（危機は民間から国家へ。ただし銀行も快癒せず、悪循環の可能性は残る）
- ソブリン・リスクの由来：①世界金融危機型（米英）：**basic**、②不動産バブル破裂型（アイルランド、スペイン）、③慢性不況型（ポルトガル、日本：デフレ要因）、④放漫財政型（ギリシャ）

# 銀行部門への公的介入(EU27)

表3 銀行部門への公的介入(GDP比%, 2009年8月31日時点)

	Capital injections		Guarantees on bank liabilities		Relief of impaired asset and liquidity and bank support		Total for all approved measures	Total effective for all measures	預金保護 (ユーロまたは保護率)
	Total approved measures	Effective capital injections	Total approved measures	Guarantees granted	Total approved measures	Effective interventions			
BE	5.3	6.2	71.0	16.4	8.2	8.2	84.4	30.7	100,000
BG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50,000
CZ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50,000
DK	6.3	2.5	258.5	2.6	0.3	0.3	265.0	5.3	100%
DE	4.4	2.0	18.6	7.1	1.4	1.4	24.3	10.5	100%
EE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50,000
IE	6.7	6.6	167.5	167.5	0.0	0.0	174.2	174.1	100%
EL	2.1	1.6	6.2	1.2	3.3	1.9	11.6	4.7	100,000
ES	0.0	0.0	19.1	4.0	2.9	1.8	21.9	5.8	100,000
FR	1.2	1.2	16.5	5.4	0.2	0.2	17.9	6.8	70,000
IT	1.3	0.1	NA	0.0	0.0	0.0	1.3	0.1	約103 000
CY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100,000
LV	1.5	1.0	27.0	2.9	11.4	5.0	39.9	8.9	50,000
LT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100,000
LU	6.7	7.7	12.0	NR	0.9	0.9	19.5	8.5	100,000
HU	1.1	0.1	5.6	0.0	0.0	2.5	6.8	2.6	100%
MT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100,000
NL	6.4	6.9	34.8	7.8	11.5	5.6	52.8	20.3	100,000
AT	5.5	1.7	25.6	6.8	7.0	2.0	38.1	10.5	100%
PL	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50,000
PT	2.5	0.0	10.1	3.3	0.0	0.0	12.6	3.3	100,000
RO	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50,000
SI	0.0	0.5	33.8	6.5	0.0	0.0	33.8	6.9	100%
SK	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100%
FI	0.0	0.0	28.4	0.0	0.0	0.0	28.4	0.0	50,000
SE	1.6	0.2	46.8	10.6	12.1	0.0	60.5	10.8	50,000
UK	3.5	2.6	21.6	11.2	16.3	14.6	41.4	28.4	50 000
EA-16	2.7	1.7	20.5	8.0	2.1	1.4	25.3	11.2	
EU-27	2.7	1.7	24.6	7.9	4.1	3.0	31.4	12.7	

[注] NA=利用可能な指数なし。NR=報告無し。BE=ベルギー、DE=ドイツ、IE=アイルランド、EL=ギリシャ、ES=スペイン、FR=フランス、IT=イタリア、LU=ルクセンブルク、NL=オランダ、AT=オーストリア、PT=ポルトガル、SI=スロヴェニア、FI=フィンランド、MT=マルタ、CY=キプロス、SK=スロヴァキア、BG=ブルガリア、CZ=チェコ、DK=デンマーク、EE=エストニア、LV=ラトビア、LT=リトアニア、HU=ハンガリー、PL=ポーランド、RO=ルーマニア、SE=スウェーデン、UK=イギリス。英国の預金保護の単位は英ポンド。

[出所] European Commission, European Economic Forecast Autumn 2009, p.61 より抜粋。



# EU諸国の政府債務残高(GDP比)の悪化

表 今次危機における政府債務率(GDP比)と構成(%)

	政府債務率			債務率の変化	債務率変化への項目別貢献度(2007年1月から11年)						
	2007	2009	2011	07-11	プライマリー ・バランス	内訳		雪だるま(Snowball)			Stock- flow 調整
						循環的効果 (Cyclical effect)	利子支払い (Interest expenditure)	成長効果 (Growth effect)	インフレーション効果 (Inflation effect)		
BE	84.2	97.2	104.0	19.7	2.9	3.1	15.8	-0.2	-5.6	6.8	
DE	65.0	73.1	79.7	14.7	1.8	2.4	11.1	0.6	-2.5	3.7	
IE	25.1	65.8	96.2	71.1	38.4	8.2	10.6	3.2	1.1	17.8	
EL	95.6	112.6	135.4	39.9	24.2	1.0	21.2	-1.2	-9.2	4.9	
ES	36.1	54.3	74.0	37.8	25.8	3.5	8.8	1.0	-2.1	4.3	
FR	63.8	76.1	87.6	23.8	16.2	3.3	11.4	-0.9	-5.1	2.3	
IT	103.5	114.6	117.8	14.3	-1.4	4.0	19.8	3.9	-9.6	1.5	
LU	6.6	15.0	17.7	11.1	6.1	5.8	2.2	0.1	-1.1	3.9	
NL	45.5	59.8	69.7	24.2	6.3	2.8	9.4	0.7	-3.3	11.1	
AT	59.5	69.1	77.0	17.6	3.9	2.2	11.6	-0.6	-4.0	6.6	
PT	63.6	77.4	91.1	27.5	15.0	3.9	12.4	0.9	-3.5	2.8	
SI	23.3	35.1	48.2	24.8	15.5	1.8	6.6	-0.3	-2.7	5.8	
FI	35.2	41.3	52.7	17.6	1.5	4.6	5.7	1.0	-2.7	12.0	
MT	62.0	68.5	72.5	10.5	4.7	-0.1	13.2	-1.5	-5.7	-0.3	
CY	58.3	53.2	63.4	5.1	4.9	-0.2	9.3	-2.6	-6.2	-0.3	
SK	29.3	34.6	42.7	13.4	14.9	-1.0	5.3	-1.7	-4.1	-1.0	
EU-16	66.0	78.2	88.2	22.3	9.2	3.2	12.5	0.7	-4.4	4.2	
BG	18.2	15.1	15.7	-2.5	-3.0	3.0	3.4	-0.5	-3.0	0.5	
CZ	29.0	36.5	44.0	15.0	14.2	0.5	5.7	-0.4	-2.0	-2.5	
DK	26.8	33.7	35.2	8.3	0.9	8.1	5.9	0.7	-2.5	3.2	
EE	3.8	7.4	13.2	9.4	10.1	5.8	1.8	0.4	-0.2	-2.7	
LV	9.0	33.2	60.4	51.4	29.2	4.9	8.4	5.1	1.7	7.0	
LT	16.9	29.9	49.3	32.4	25.0	4.1	6.8	3.2	-0.9	-1.8	
HU	65.9	79.1	79.1	13.2	-0.4	3.6	16.4	2.6	-8.6	3.2	
PL	45.0	51.7	61.3	16.3	14.3	0.9	10.8	-5.4	-5.1	1.6	
RO	12.6	21.8	31.3	18.7	19.9	0.3	6.1	-0.4	-4.8	-2.1	
SE	40.5	42.1	44.1	3.6	0.2	6.4	5.5	0.4	-4.3	1.9	
UK	44.2	68.6	88.2	44.0	31.2	3.7	10.0	0.2	-4.5	7.3	
EU-27	58.7	73.0	83.7	25.0	12.0	3.3	11.7	0.4	-4.5	4.3	

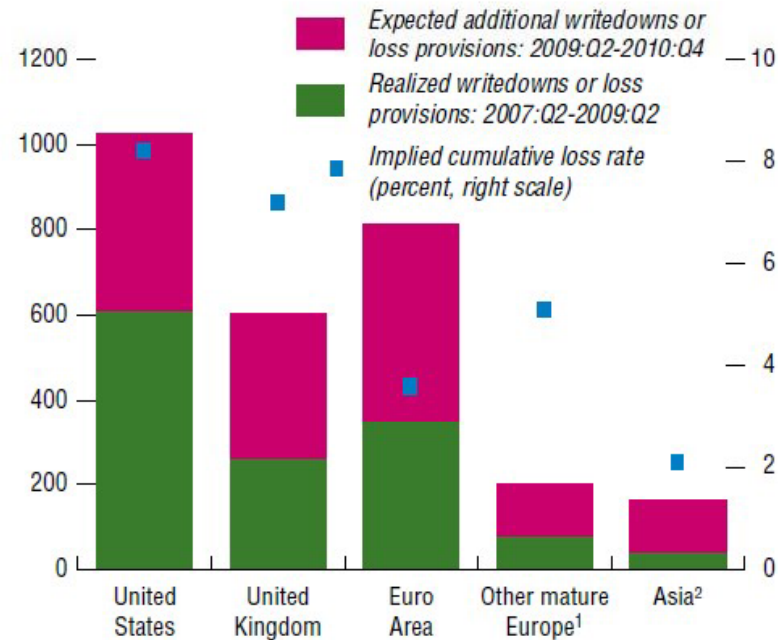
[注] BE=ベルギー, DE=ドイツ, IE=アイルランド, EL=ギリシャ, ES=スペイン, FR=フランス, IT=イタリア, LU=ルクセンブルク, NL=オランダ, AT=オーストリア, PT=ポルトガル, SI=スロヴェニア, FI=フィンランド, MT=マルタ, CY=キプロス, SK=スロヴァキア, BG=ブルガリア, CZ=チェコ, DK=デンマーク, EE=エストニア, LV=ラトビア, LT=リトアニア, HU=ハンガリー, PL=ポーランド, RO=ルーマニア, SE=スウェーデン, UK=イギリス。

[出所] European Commission, European Economic Forecast Autumn 2009, p.59 より一部抜粋。



# 銀行の損失(地域別): 09年2月時点

**Figure 1.9. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region**  
*(In billions of U.S. dollars unless otherwise shown)*



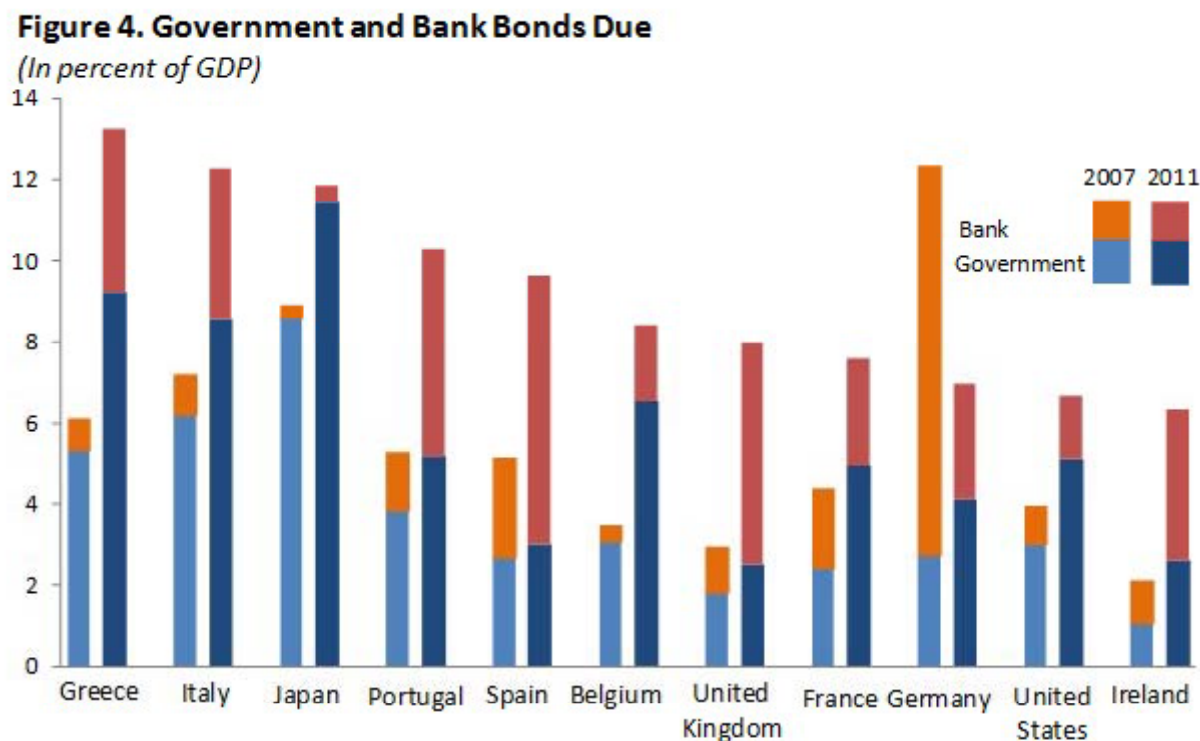
Source: IMF staff estimates.

<sup>1</sup>Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.

<sup>2</sup>Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

[出所] IMF, GFSR, October 2009, p.9.

# ソブリン・リスクと銀行リスクの相関：満期を迎える国債、銀行債券（GDP比、2007年と11年）



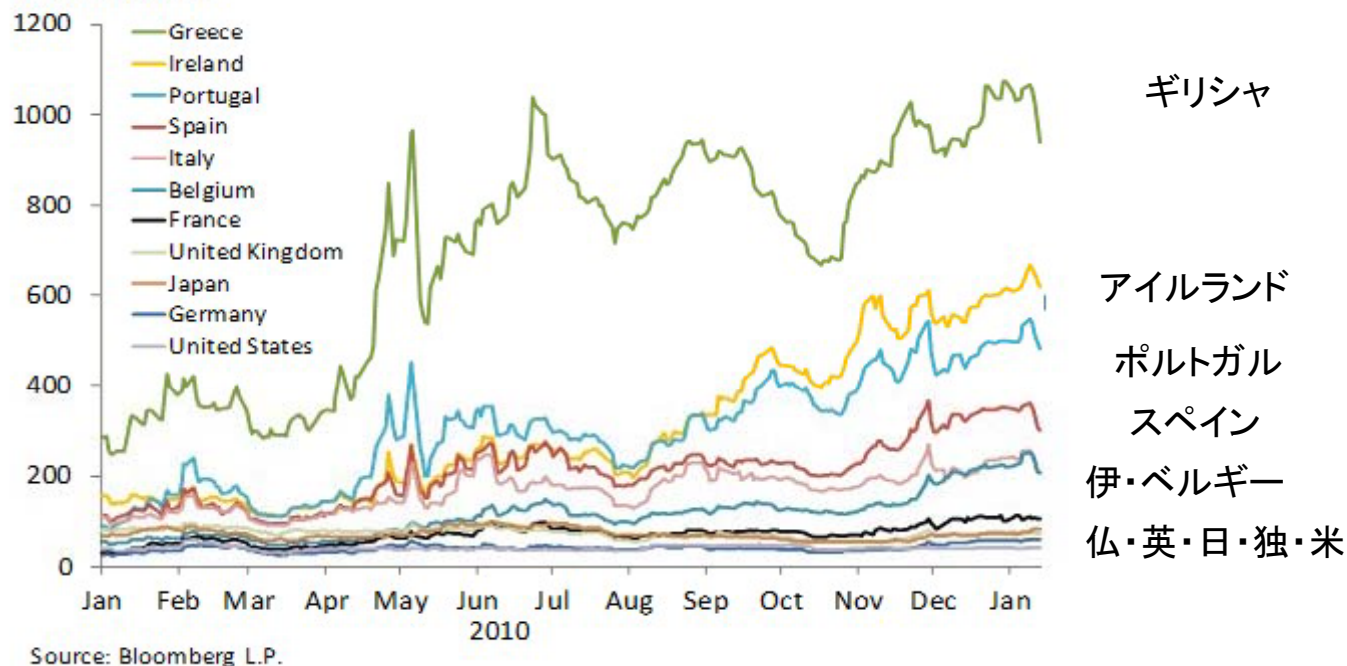
Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

[出所] IMF, GFSR, Market Update, January 2011.

銀行のCDSスプレッドの上昇幅はソブリンCDSスプレッドの高い国ほど大きい→銀行のホールセール市場へのアプローチ困難化→金融システム不安定

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads  
(In basis points)



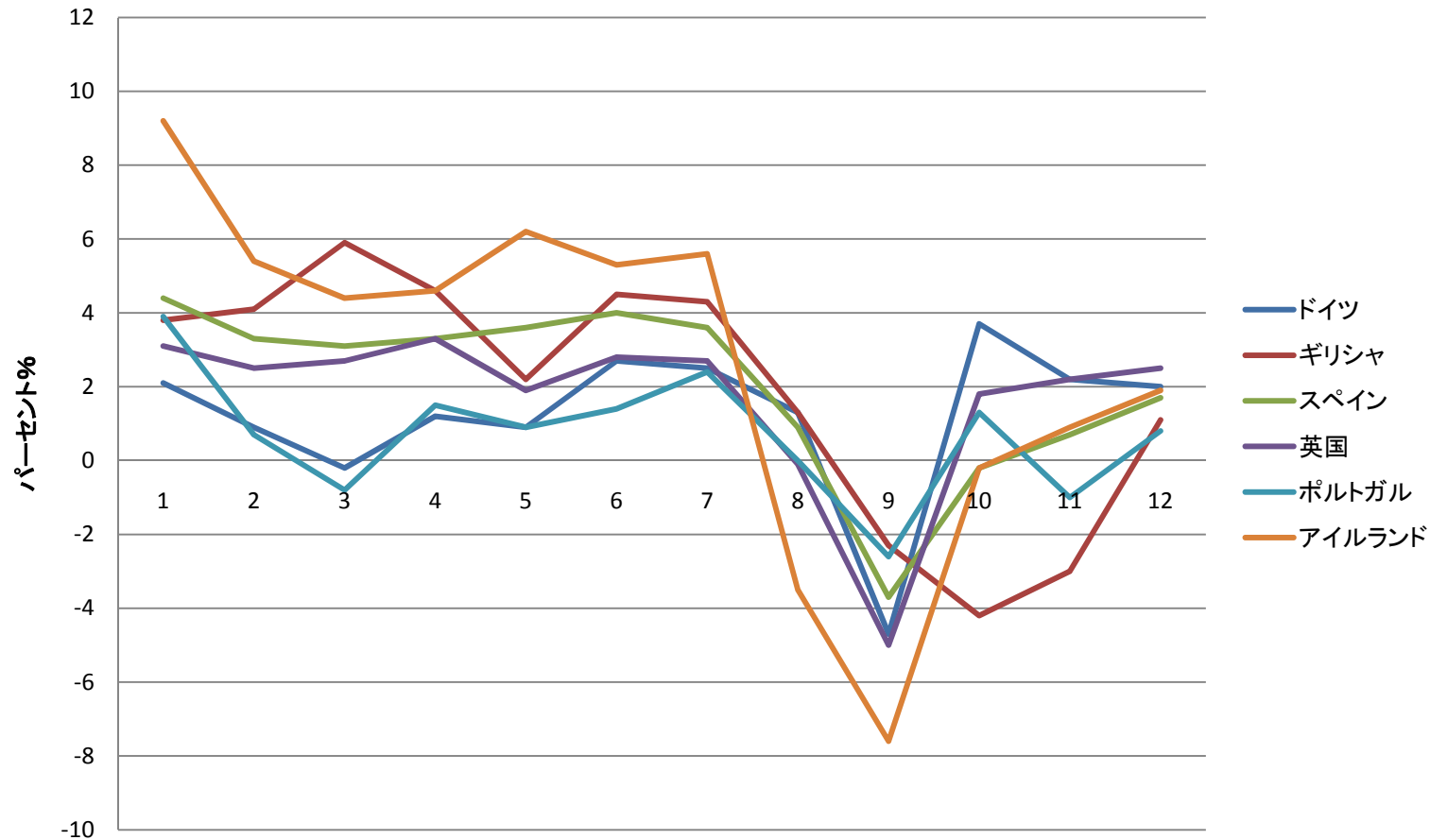
EU諸国では銀行リスク対応も必要→EBAによる第2回目のストレステスト

# 2010年11月アイルランド支援

- 2010年アイルランド財政赤字：国内銀行援助措置によりGDP比32%→金融市場動揺
- 850億ユーロ支援：[①アイルランド政府年金基金175億、②EU（EFSM225、EFSF177、英38、SW6、DM4）、③IMF225]。金利5.2%。7年半。
- 使途：財政赤字穴埋め500、銀行債券350（資本増強100、将来の支援250）

# ドイツ・英国と南欧諸国の成長率

EU諸国の経済成長率(1997-2012)



注]X軸: 1は92-96年平均、2は97-01年平均、3は03年、以下同様。

出所]European Commission, Autumn Forecast 2010-12, Nov. 2010.

英国: 現在、経済収縮しつつインフレ4%へ。

# ソブリン・リスクと名目経済成長率

- 名目経済成長率 > 名目国債利子率 →  $B/Y$  の低下へ: 高金利と低い名目成長率
- インプリシットなデフォルト (ID): インフレーションと通貨切り下げ [アメリカOK、英国インフレ]
- ユーロ圏諸国はID不可能: 2013年7月EFSF → ESMへ → 債権者負担 [CAC集団行動条項 → ケースバイケースでhaircut措置] による債務切り捨て。
- その他の救済措置: ユーロ債発行、財政移転措置。

# PIIGS諸国とドイツの経済指標

表 PIIGS諸国とドイツの経済指標 [単位：GDP比%、%]

	財政赤字			政府債務			経済成長率		
	10	11	12	10	11	12	10	11	12
ギリシャ	9.6	7.4	7.6	140.2	150.2	156.0	-4.2	-3.0	1.1
アイルランド	32.3	10.3	9.1	97.4	107.0	114.3	-0.2	0.9	1.9
ポルトガル	7.3	4.9	5.1	82.8	88.8	92.4	1.3	-1.0	0.8
スペイン	9.3	6.4	5.5	64.4	69.7	73.0	-0.2	0.7	1.7
イタリア	5.0	4.3	3.5	118.9	120.2	119.9	1.1	1.1	1.4
ドイツ	3.7	2.7	1.8	75.7	75.9	75.2	3.7	2.2	2.0

[出所] 欧州委員会、2010年11月段階の推計値、予測値。

# EU Economy in the Capitalism 4.0

- EU経済: 2極化(独仏蘭・北欧vs南欧) → 11年ギリシャ、ポルトガルがマイナス成長
- 英国の独自のポジション: 財政緊縮、増税、低成長、インフレ
- 南欧: ソブリン・リスクと銀行リスク → if信用危機 → 欧州全体に波及
- 中期的に低成長: 新興諸国・米・欧の3段階
- 単一市場巻き直し、欧州2020 → 実効性?
- ユーロ: "Germany for Europe" or "Europe for Germany"