

悪循環を断ち切れない欧州経済の現状

<要旨>

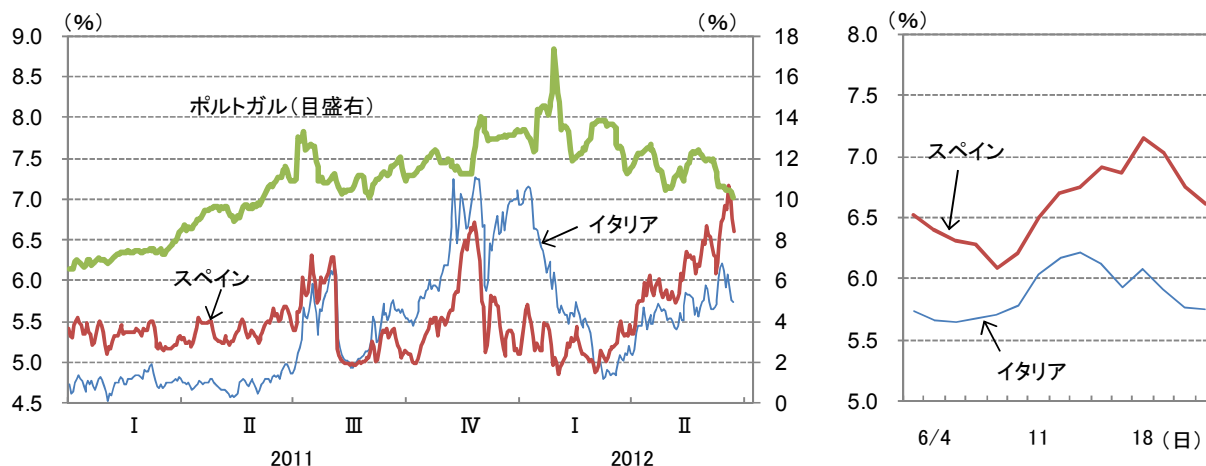
欧州経済はスペインの銀行救済、ギリシャ再選挙と懸念されたイベントを大過なくこなしたものの、マーケットでは依然緊張感の強い状況が続き、銀行・財政・実体経済の悪循環を断ち切ることができていない。とくに実体経済の悪化と銀行貸出額の減少は欧州の低迷を長期化させる可能性が高く、イタリアへの伝播も懸念されている。イタリアとスペインを比較すると、イタリアは不動産バブルの影響が少なかったことや単年の財政収支などは評価できる一方、銀行貸出が引き締め傾向にあることや、多額の累積政府債務の借り換えなどにリスクをもつ。国債利回りが高止まるなか、相応の国債償還を控える年内はイタリアへの懸念がくすぶり続けるとみる。

1. 欧州にある3つの悪循環の実態

(1) ソブリン懸念

欧州にある悪循環の第一はソブリン懸念の再燃である。欧州経済は6月に入り、スペインの銀行部門への支援決定、ギリシャ再選挙における新民主主義党(ND)の勝利と、懸念されたイベントを大過なく消化してきた。しかし、その一方でスペイン、イタリアをはじめとする周縁国の国債利回りは依然として高止まりした状況にある(図表1)。スペインの10年債レートの利回りは5%付近で落ち着いていたものの、2012年2月末にスペイン政府が財政収支赤字の削減目標未達を発表したことなどを契機に再び上昇し始めた。直近では、スペイン第三の規模を持つ銀行であるバンキアの救済をめぐり、一旦は6月9日の支援の決定により落ち着きを取り戻すかにみられたものの、支援方法や格下げなどを通じ、利回りの上昇は再加速し、一時危険水域といわれる7%を突破した。これら一連の市場の動きは、銀行救済策がまとまったとしても、銀行の経営支援と国の財政負担が切り離されない以上、単純に市場がリスクオンに転じることはないことを印象づけた。

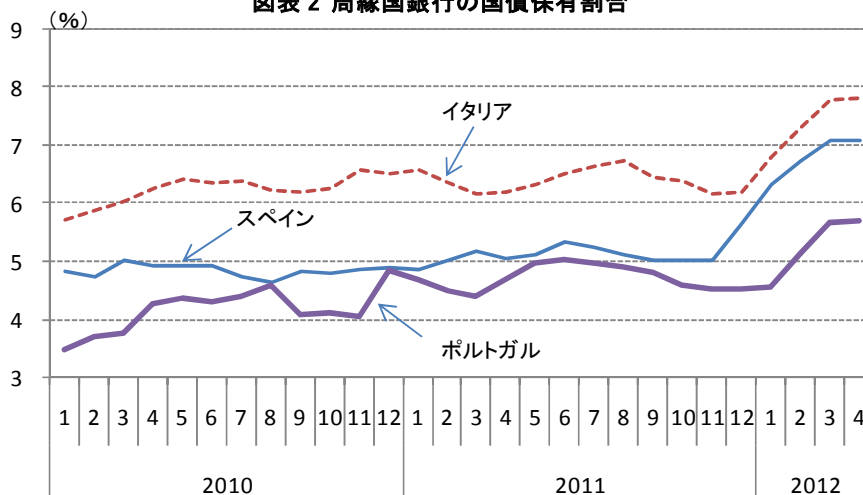
図表1 周縁国の10年債利回り



(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

とりわけ、銀行経営と財政の関係は欧州中央銀行(ECB)による3年もの長期資金供給オペ(LTRO)の実施に伴い強まったと考えることができる。周縁国の銀行バランスシートの推移を見ると、総資産額に占める国債の割合が2012年に入り急速に高まっており(図表2)、LTROにより周縁国銀行へ供給された資金は国債購入にあてられた可能性が高い。この結果、銀行と財政懸念の関係は、銀行救済が政府財政を圧迫するという一方向的な関係ではなく、財政懸念による国債の価格下落は銀行の経営を圧迫するという双方向の関係にあることを示す。

図表2 周縁国銀行の国債保有割合

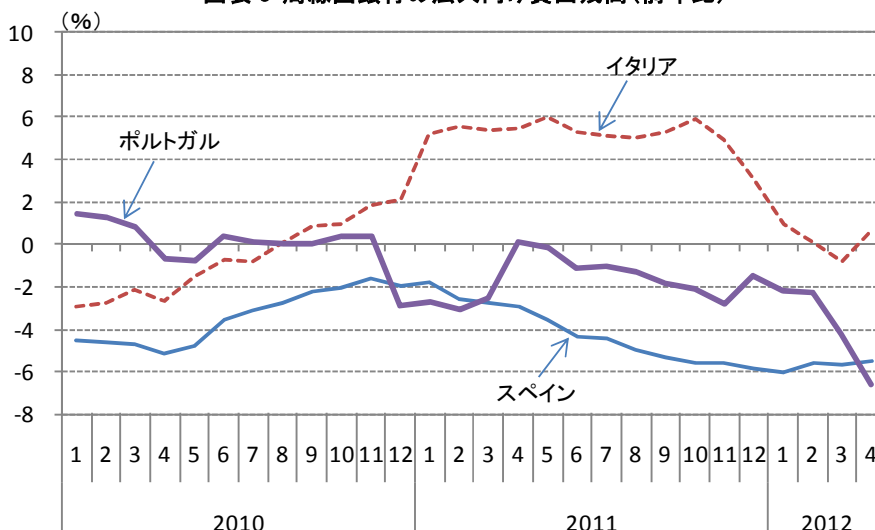


(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

(2)信用収縮の進行

第二は銀行による信用収縮が進行していることである。リーマン・ショック、欧州不動産バブルの崩壊により経営状況が悪化した欧州の銀行に対しては、信用回復のため当局により数次にわたるストレステストが実施された。昨年12月に欧州銀行監督機構(EBA)が公表したストレステストでは31行の資本不足が指摘されたが、指摘を受けた各行は今年6月末日をめどに資本改善に取り組むことになった。対象行によっては総資産の圧縮をはかるため貸出債権の縮小を余儀なくされており、周縁国それぞれの銀行を統合した国ベースの統計においても、銀行貸出減という形でその影響があらわれている(図表3)。

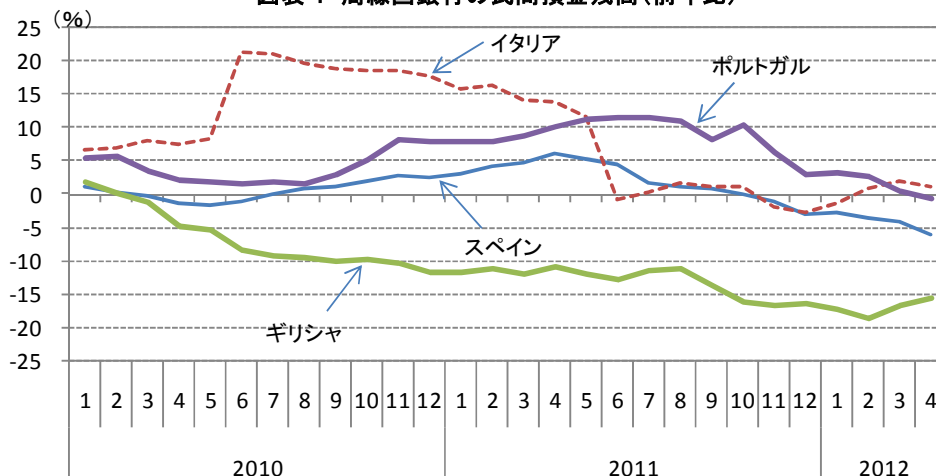
図表3 周縁国銀行の法人向け貸出残高(前年比)



(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

また、預金流出も顕著にみられる(図表4)。ユーロ離脱の懸念が高まったギリシャでは4月時点ですでにピーク時(2009年末)の30%の民間預金が流出しており、5月は報道ベースでさらに最大60億ユーロの流出がみられたといわれる。ギリシャ以外の周縁国においても緩やかながらも預金額は減少基調にある。イタリアはかろうじて前年比でプラスを維持しているものの、ポルトガル、スペインでは前年を下回る。貸出額と預金額の収縮は、銀行の経営基盤を弱体化させるだけでなく、企業活動を低下させる可能性が非常に高い。昨年から続く貸出額の減少がじわじわと実体経済を蝕みつつあると考えられる。

図表4 周縁国銀行の民間預金残高(前年比)

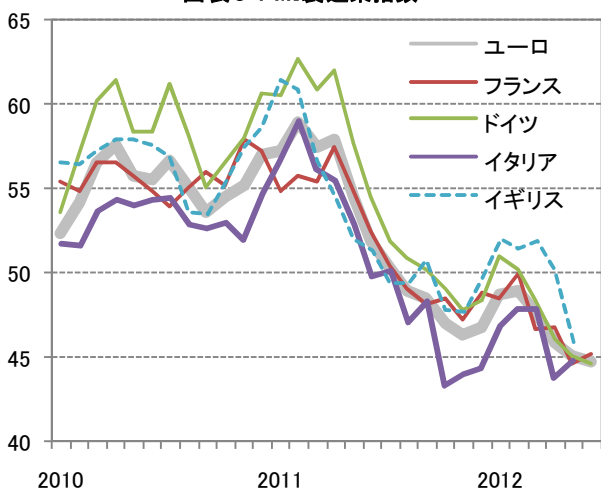


(資料)ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

(3)実体経済の悪化

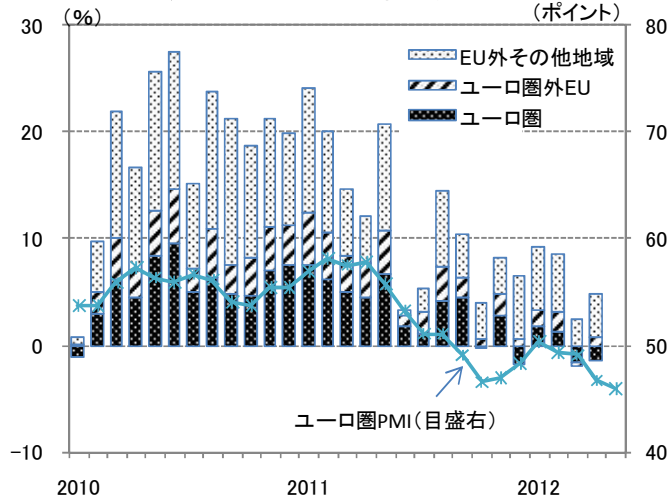
第三に、ここに来てより大きな懸念とみるのは、実体経済の落ち込みが明確になってきたことである。PMI 製造業指数をはじめとする先行指標は総じて50を下回り、欧州経済はすでに景気後退局面にあるものと考えられる(図表5)。ユーロ圏経済の悪化は、ユーロ圏のなかで一人勝ちを続けてきたドイツの成長にも影を落とす。足元のドイツの輸出額はEUその他地域向けの輸出に支えられて前年比プラスを維持しているものの、ユーロ圏向けが下押しした(図表6)。実体経済の悪化は、税収の減少により政府の財政再建計画を困難にするだけでなく、銀行の不良債権比率を高め、金融機関の経営圧迫にもつながる。このように、ソブリン懸念、銀行の信用収縮、実体経済の悪化が相互に悪影響を及ぼし合うスパイラルに陥っているのが、欧州経済の現状である。

図表5 PMI製造業指数



(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表6 ドイツの仕向先別輸出額(前年比)



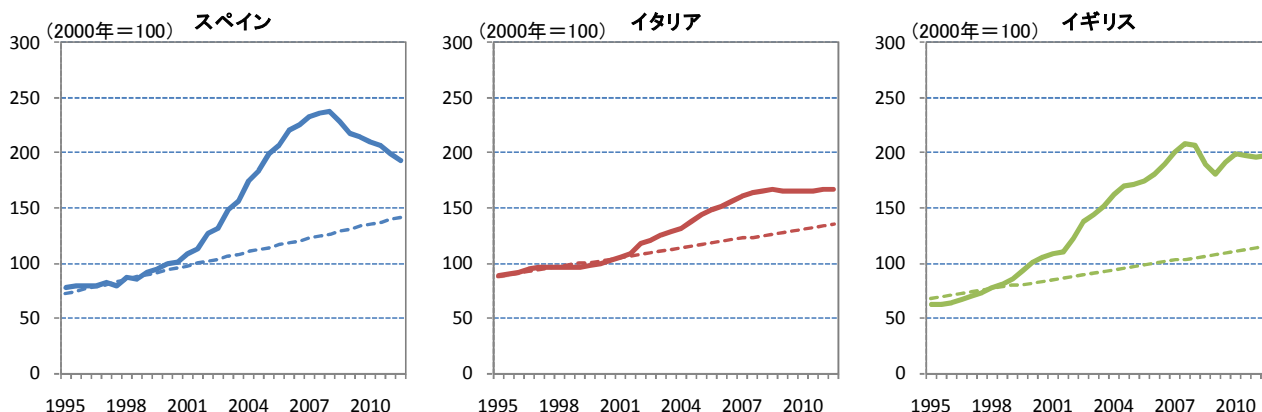
(資料)ドイツ連邦銀行、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

2. スペインとイタリアの比較

ところで、今後の欧州問題を見通す上で、当面のポイントとなるのが、イタリアへの伝播リスクであろう。スペインが支援を求めることにより連想されたのが、イタリアへ支援の必要が広がるのではないかと、との懸念だ。ただし、イタリアとスペインではその経済状況は必ずしも同様ではない。

最も大きな違いは、欧州問題の発端の一つである不動産バブルがイタリアでは比較的軽微な点である。スペインでは土地価格が2000年以降2.5倍近く上昇し、現在も調整(下落)局面にあるのに対し、イタリアは1.6倍程度の上昇にとどまった(図表7)。アイルランドとともに、不動産バブルを指摘されたイギリスと比較しても土地価格の上昇幅は緩やかである。また、スペインでは不動産バブル崩壊後の2008年より、土地価格の調整とともに、不動産業、建設業の不良債権比率が急速に高まったことに対し、イタリアではその兆候はみられない(図表8)。図表7では、欧州不動産バブル発生以前の価格傾向線を点線で示した。今後イタリアでも土地価格が下落すれば、スペイン同様の不良債権比率上昇も考えうるが、バブル期における上昇が小さかったことから、土地価格の下落も限定的と予測される。今回、スペインの銀行が支援を必要としたように、多額の引当金計上を余儀なくされるという事態はイタリアの銀行には想定しにくいとみられる。

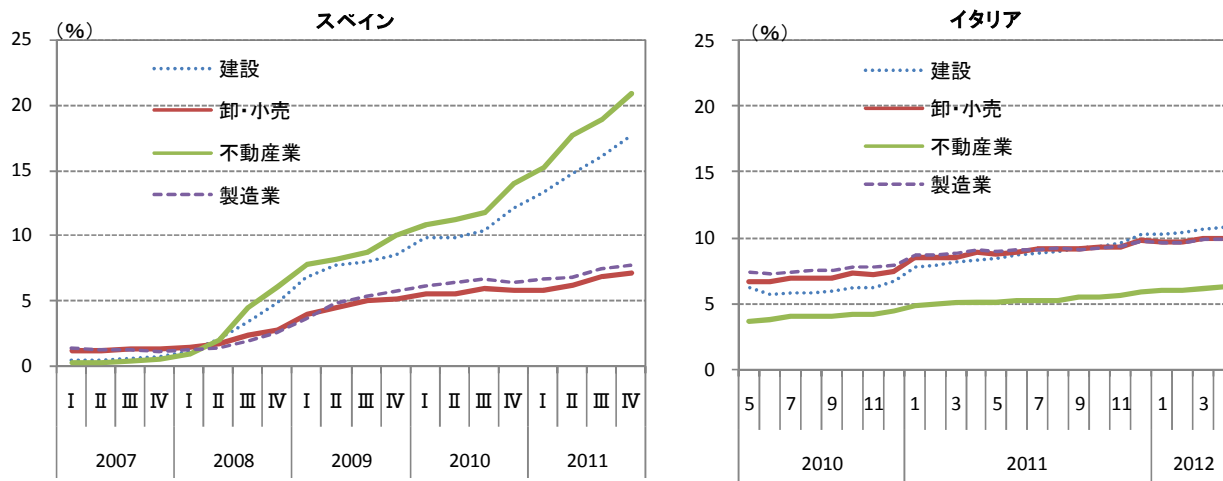
図表7 欧州の土地価格推移



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

(注1) 点線はスペインは1995～2000年、イタリア・イギリスは1990～2000年の傾向線。データ制約上スペインを5年分としたため、イタリア・イギリスと比べ傾向線が高めに示される可能性がある(スペインは図で示したよりも過去の傾向線からの乖離が大きい)

図表8 産業別不良債権比率



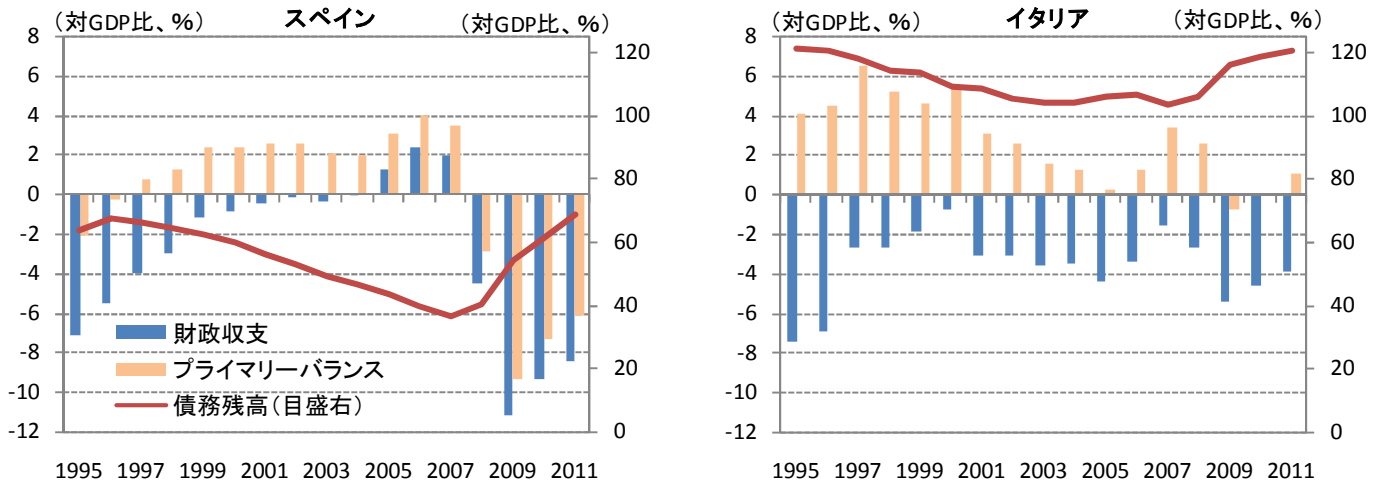
(資料) 各国中央銀行より三井住友信託銀行調査部作成

(注) データの制約により、スペインとイタリアではグラフ化した期間が異なる

また、2点目の違いは両国の財政状況である。図表9は、単年の財政収支から過去の債務にかかる元利払い支出と新たな公債発行による収入を除いた収支状況を示すプライマリーバランスである。スペインは2008年よりプライマリーバランスは赤字を続け2011年も対GDP比で6%程度の赤字であることに對し、イタリアは2011年にわずかながらも黒字を維持している。利払い等を含めた財政収支が赤字であり、財政の引き締めが求められる点は変わらないが、財政の継続性の観点からいけば、スペインと比べれば緊急性が幾分ゆるいといえる。

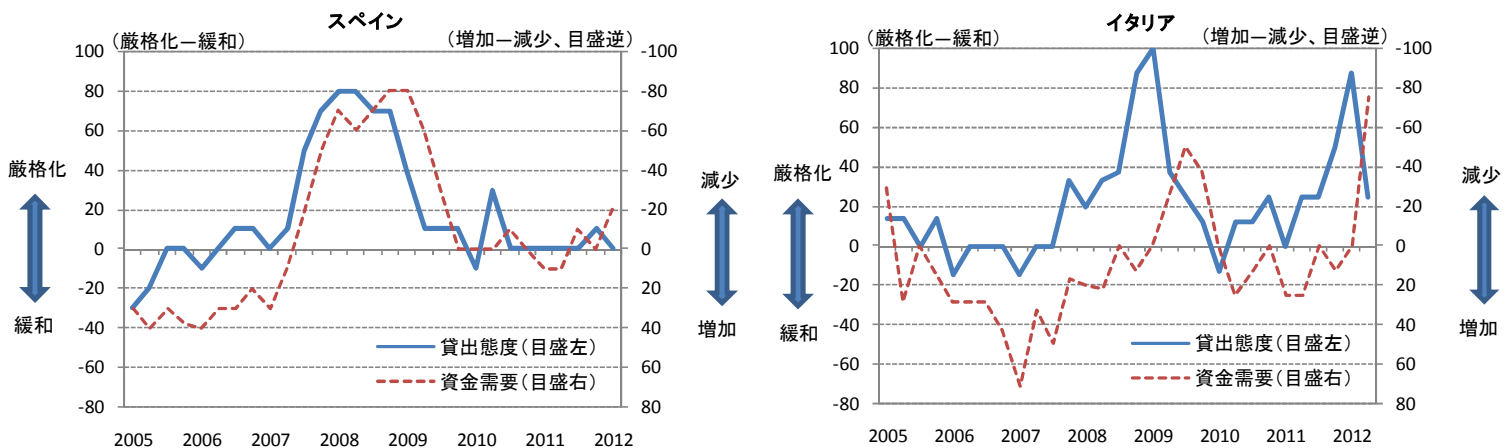
一方で、イタリアにとってのリスク要因と考えられるのが、銀行貸出のタイト化と今後の国債償還である。イタリアの銀行では、貸出態度を厳格化したと答えた割合から緩和したと答えた割合を差し引いたD.I.が2011年10～12月期に急上昇した(図表10)。その後低下したものの、実際に貸出額の伸び率は急速に鈍化しており、足元は依然として引き締め傾向にあることから、今後の信用収縮が懸念される。資金需要も低下していることから、必ずしも企業活動の抑制につながるとは言いきれないが、先のPMI指数でもイタリア経済は景況感悪化の幅が大きく、注意が必要とみる。また、GDPの120%を超えるこれまでの累積債務とその利払いは、今後も負担である。年内にかけては2,500億ユーロ近い国債償還も控えている(図表11)。足元の金利が高止まりした状況では、この借り換えをめぐり、当面懸念がくすぶり続けるだろう。

図表9 スペインとイタリアの財政状況



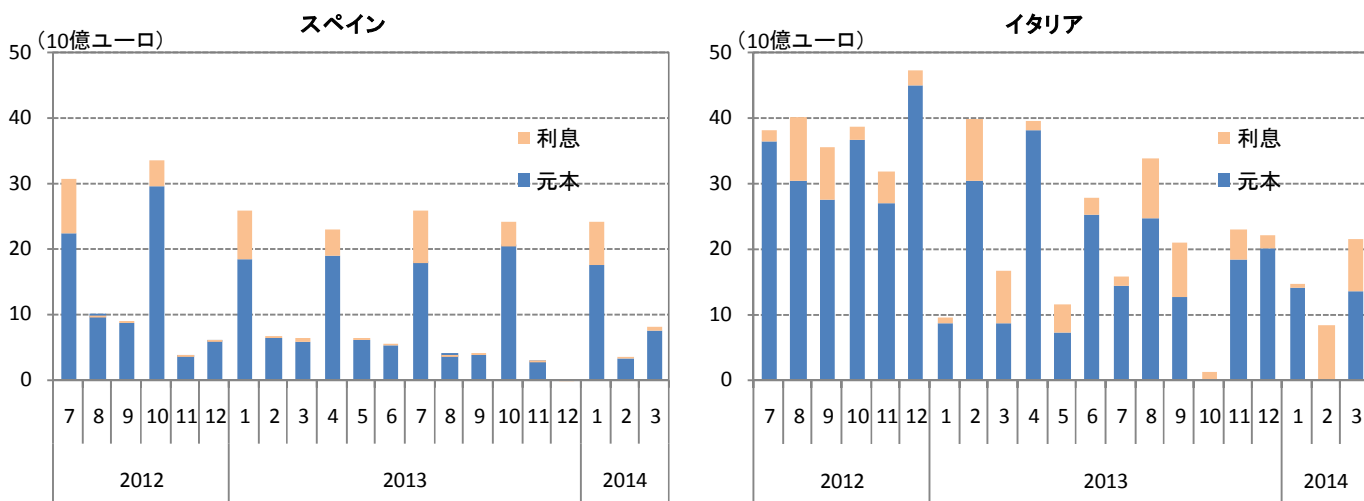
(資料)ユーロスタットより三井住友信託銀行調査部作成

図表10 スペインとイタリアの銀行貸出環境



(資料)各国中央銀行より三井住友信託銀行調査部作成

図表 11 スペインとイタリアの国債償還予定



(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

3. まとめ

以上、これまでみてきたように、スペイン銀行部門への支援決定やギリシャ再選挙における緊縮財政派の勝利など、金融市場にとって望ましい方向にイベントを消化しているにもかかわらず、リスクオフの局面が続いているのは、財政・金融・実体経済の悪化スパイラルが断ち切れていないばかりか、むしろ、実体経済や銀行貸出を中心に悪化が進行している点にあるといえよう。

次なる焦点はイタリアへの伝播がありえるかという点だが、金利上昇に弱いという特徴をもつため、マーケットの動き次第では悪循環がさらに強まるリスクがある。6月末のEU首脳会議に向けて、各国からは様々な思惑とともに様々な政策案が出されている。EFSFやESMなど欧州の救済基金による周縁国の国債買い入れなども、市場を落ち着かせる対応策の一つに考えられるものの、この対策もあくまで一時しのぎにすぎない。

欧州経済の今後を見通す上で重要となるのは、一時しのぎの小康状態の間に、悪循環を断ち切り、それぞれの悪化要因への処方箋を描けるかどうかだろう。ただし、今回のスペイン銀行救済に向けて議論されている銀行救済と政府債務の分離など、スパイラルを断ち切るような方策は、ドイツの譲歩に加え、最終的には各国議会の承認を必要とするケースが多く、首脳間で決定されたとしても実効性を持つまで相当の期間を要する。即効性のある解決方法がない以上、この悪循環は今後も長引く可能性が高い。

(経済調査チーム 松谷 克昭 : Matsutani_Katsuaki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。