

## 第2節 欧州政府債務危機の世界経済への影響

### 1. 金融システムを通じた影響

2011年後半の欧州政府債務危機の深刻化により、危機の震源地である南欧諸国等に対する債権（貸出や国債等）が大きいユーロ圏銀行に対する懸念が強まった。ユーロ圏銀行は、資金調達環境が悪化する中、国内向け与信だけではなく、国外向け与信を圧縮し、その動きは地理的に近い中東欧向け与信はもちろん、アジアや中南米向けにまで及んだ。以下では、11年後半にみられたユーロ圏銀行の対外債権圧縮が中東欧やアジア等にどのような影響を及ぼしたのかを概観する。

#### （1）厳しい環境下におかれたヨーロッパの金融機関

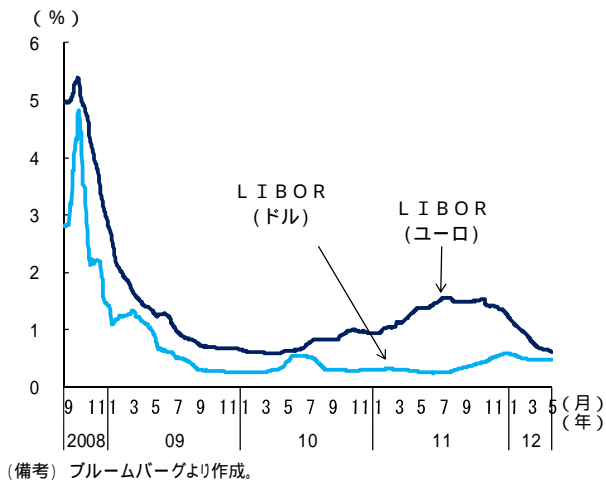
2011年の夏以降、第二次ギリシャ支援を巡る混乱やイタリアやスペインへの懸念の波及等、欧州政府債務危機は深刻化した。イタリアやスペインの国債（10年物）利回りは11年の夏には5%台であったが上昇を続け、11月には6～7%台に達した。また、同月にはギリシャでEU等からの支援受け入れの是非に関する国民投票の実施が突如表明（直後に撤回）され、市場が混乱した。

こうした動きに呼応する形で、11年半ばから年末にかけて、インターバンク市場金利は上昇を続けた（第1-2-1図（1））。ユーロLIBOR（London Interbank Offered Rate）は、10年5月のいわゆるギリシャ財政危機以降、上昇傾向にあった。南欧諸国等の国債価格の下落等により、これらの国々向けの与信が大きいユーロ圏銀行の損失が拡大し、貸し倒れリスクが高まると考えられたからであった。その後ユーロLIBORがECBの3年物LTROもあり低下に転じる中、欧州政府債務危機の深刻化を背景にMMFをはじめとする投資信託、アメリカや日本の銀行がユーロ圏銀行向け与信を圧縮したことから、ドルLIBORが11年末に上昇を続けたことにみられるようにドル資金の調達環境悪化が一層意識されることとなった（第1-2-1図（2）～（4））。

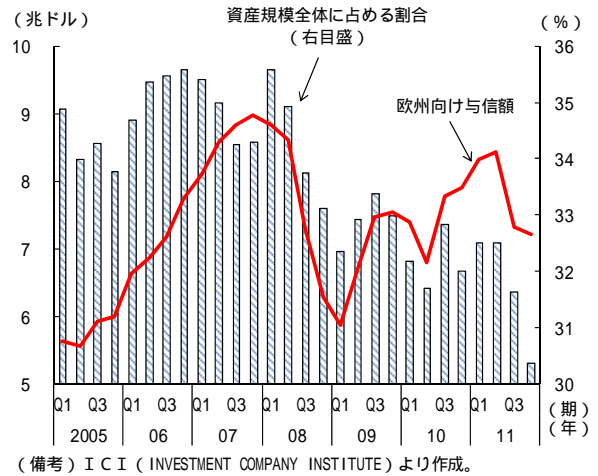
ユーロ圏銀行はアメリカや日本の銀行と比べ、預金よりもインターバンク市場での資金調達や銀行債発行による資金調達への依存度が高い（第1-2-1図（5））。インターバンク市場と債券市場における資金調達が大幅な「厳格化超」となる（第1-2-1図（6））など、ユーロ圏銀行の資金調達環境は急激に厳しくなった。特に11年4～6月期から同年7～9月期にかけては厳格化の度合いが大幅に拡大しており、資金調達環境の悪化が急速に進んだことがうかがえる。一部の国の銀行で預金残高が減少したことも資金調達環境の悪化に拍車をかけた。

## 第1-2-1図 ユーロ圏銀行の資金調達環境：悪化

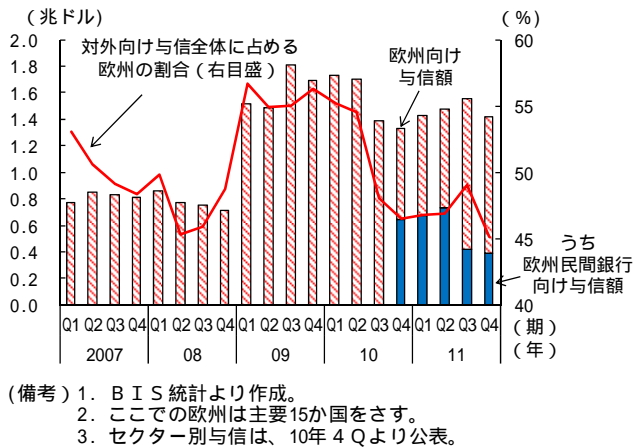
(1) LIBORの推移



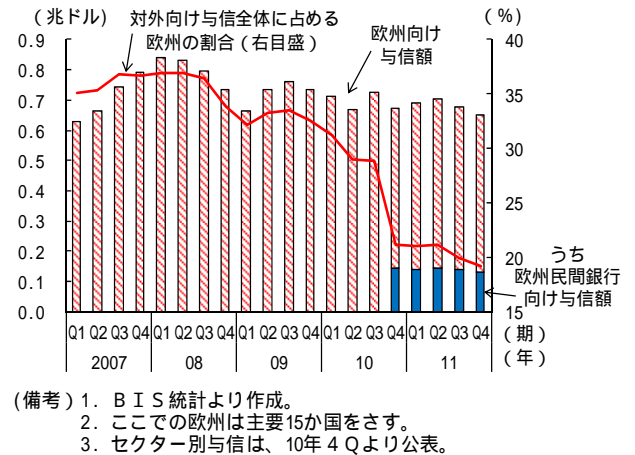
(2) 投信からの資金流出



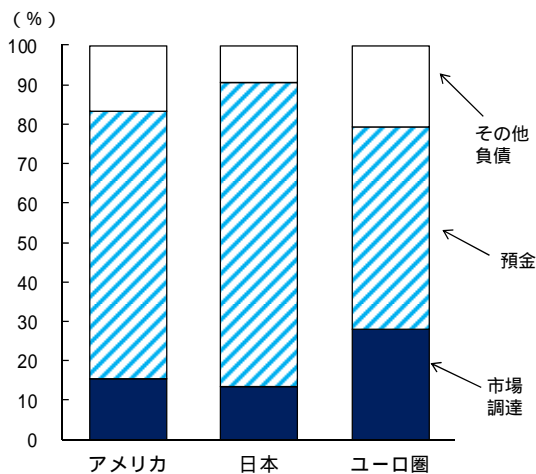
(3) 米銀の対欧州向け与信状況



(4) 邦銀の対欧州向け与信状況

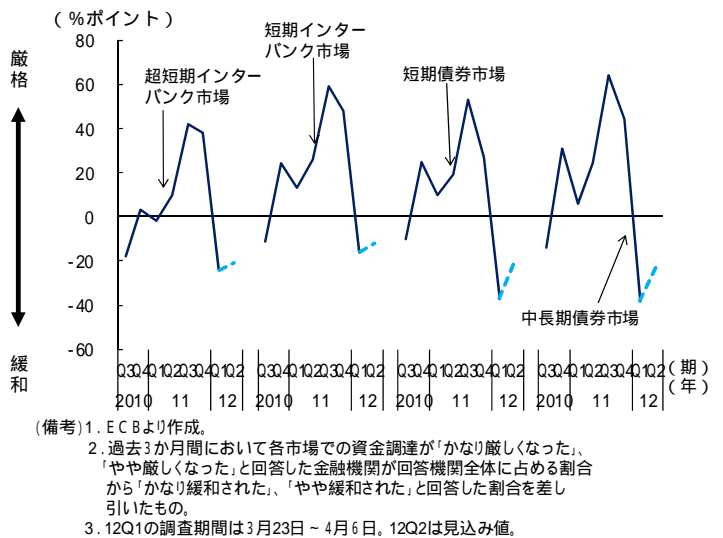


(5) ユーロ圏銀行の負債構造



(備考) 1. 各国・地域中央銀行より作成。  
2. 11年12月末の値。  
3. ユーロ圏の市場調達は対外債務を含む。

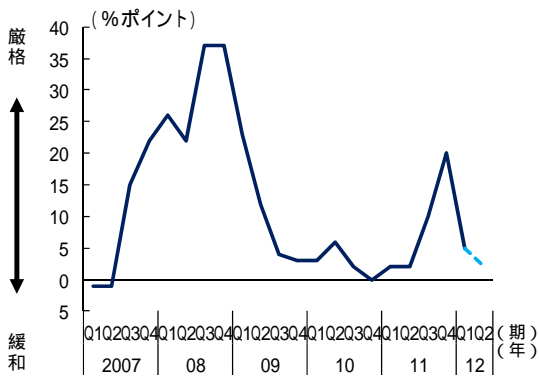
(6) 債券・インターバンク市場の動向



## (2) ユーロッパ金融機関によるデレバレッジ

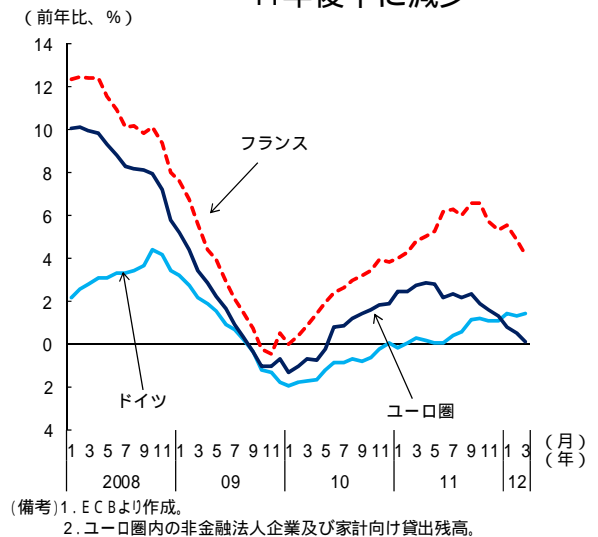
このように資金調達環境が急激に悪化したことで、ユーロ圏銀行の非金融民間部門向けの貸出スタンスも厳格化した。11年7～9月期と10～12月期におけるユーロ圏銀行の貸出条件をみると、08年の世界金融危機時と比べればその度合いは低い<sup>1</sup>ものの、大幅な「厳格化」超となっている（第1-2-2図）。こうした中、ユーロ圏銀行のユーロ域内向け貸出は、全体でみれば減少に転じた（第1-2-3図）。

第1-2-2図 ユーロ圏銀行の  
貸出スタンス：  
貸出条件は厳格化



(備考) 1. ECBより作成。  
2. 貸出条件は、過去3カ月間において企業向け貸出・信用枠の承認に対する基準が「かなり厳しくなった」との回答が全体に占める割合に1を、「やや厳しくなった」との回答割合に0.5を、「かなり緩和された」との回答割合に-1を、「やや緩和された」との回答割合に-0.5をそれぞれ乗じてから全ての回答割合を足し上げた。  
3. 11年Q4の調査時期は3月23日～4月5日。12Q2は見込み値。

第1-2-3図：ユーロ圏銀行の  
域内向け貸出：  
11年後半に減少



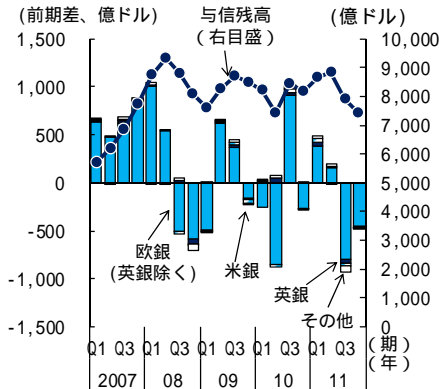
(備考) 1. ECBより作成。  
2. ユーロ圏内の非金融法人企業及び家計向け貸出残高。

ユーロ圏銀行は、域内向けだけではなく、域外向けの与信も圧縮した。中東欧、アジア及び中南米向けの与信の動きをみると、中東欧向け与信は11年7～9月期に前期比10.5%、10～12月期に同6.1%と半年で2割近くも減少した。アジア向け与信も7～9月期が前期比3.1%、10～12月期が同4.0%と2四半期連続で落ち込んだ。中南米向け与信は7～9月期に前期比7.6%と減少した後、10～12月期は同0.9%と減少に歯止めがかかったが、11年初めの水準を7%程度下回る低い水準にある。いずれの地域に関しても、与信減少の主因は欧銀（英銀除く）となっている。

<sup>1</sup> 08年の世界金融危機時と比して相対的に資金調達環境の悪化度合いが低い理由の一つとして、現下の欧州政府債務危機では損失とその理由が明確であったことが考えられる。世界金融危機では、住宅ローン等を裏付け資産とした証券化商品だけではなく、証券化商品を裏付け資産とした証券化商品など損失を正確に特定することが困難な資産が危機の根幹にあった。そのため、どのくらいの損失が誰から発生するかさえ分からず、資産の投げ売りのようなことが起きた。一方、現下の危機では問題となっているのが南欧諸国等の国債で、どのくらい発行されているか、どのくらいの損失が生じ得るかを特定することは可能であった。

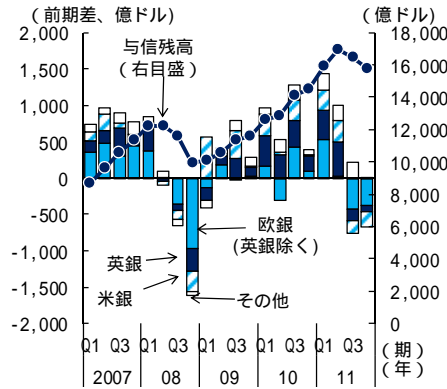
第1-2-4図 中東欧、アジア、中南米に対する与信の変化  
：ユーロ圏銀行が与信を減少

(1)中東欧向け



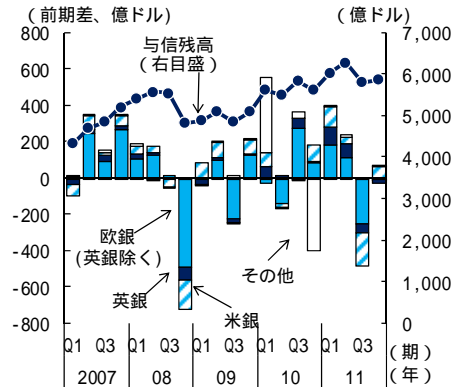
(備考)1. BISより作成。  
2. エストニア、ラトビア、リトアニア、チェコ、ハンガリー、ブルガリア、ポーランド、ルーマニアに対する与信の合計。

(2)アジア向け



(備考)1. BISより作成。  
2. 中国、インド、韓国、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシアに対する与信の合計。

(3)中南米向け

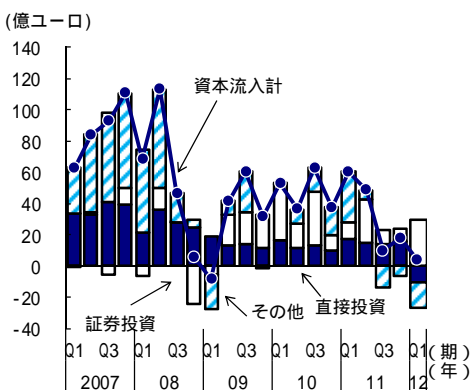


(備考)1. BISより作成。  
2. メキシコ、パナマ、コスタリカ、ベネズエラ、コロンビア、ペルー、ブラジル、アルゼンチン、チリに対する与信の合計。

また、これらの国々に向けた投資の動きをみると、銀行借入が含まれる「その他投資」が中心になって、後半に資本流入の減少ないし資本流出が起こったことがみてとれる(第1-2-5図)

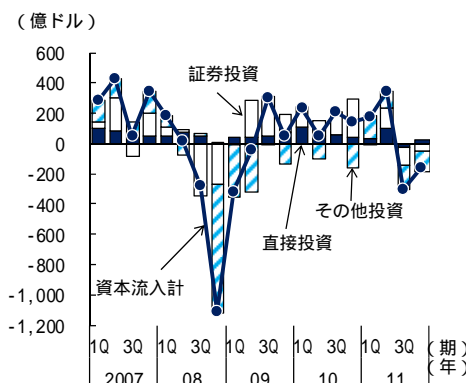
第1-2-5図 中東欧、アジア、中南米向け投資の動向  
：中東欧やアジアではその他投資（貸付・借入等）が減少

(1)中東欧向け



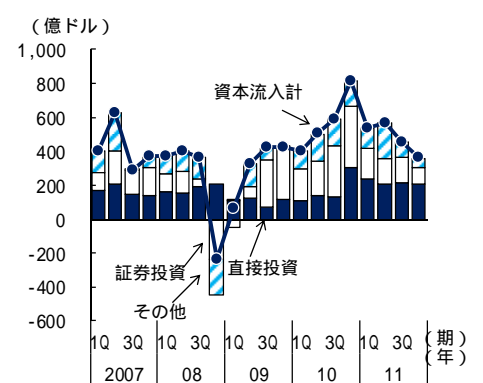
(備考)1. 各国中央銀行より作成。12年Q1は1～2月の平均。  
2. その他には直接投資と証券投資に計上されない全ての資本流入(銀行借入れ等)が含まれる。  
3. ラトビア、リトアニア、チェコ、ブルガリア、ポーランド、ルーマニアの合計。

(2)アジア向け



(備考)1. IMFより作成。  
2. その他には直接投資と証券投資に計上されない全ての資本流入(銀行借入れ等)が含まれる。  
3. 韓国、台湾、インドネシア、タイの合計。

(3)中南米向け



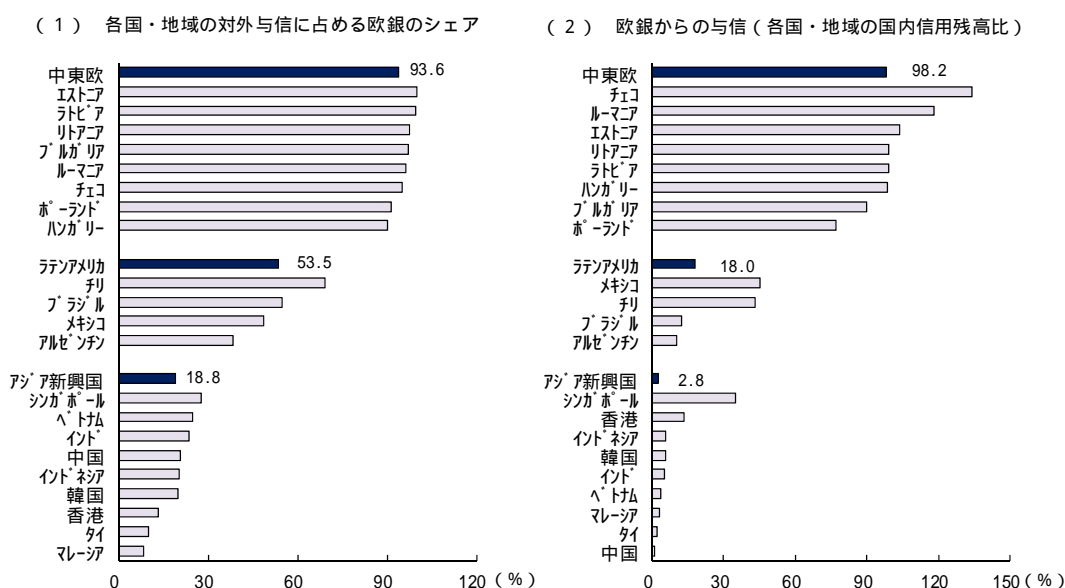
(備考)1. IMFより作成。  
2. その他には直接投資と証券投資に計上されない全ての資本流入(銀行借入れ等)が含まれる。  
3. メキシコ、ブラジルの合計。

これらの国々の対外与信に占めるユーロ圏銀行の存在感は大きい(第1-2-6図)。中東欧全体でみると対外与信の90%以上がユーロ圏銀行からであり、エストニアやラトビアではほぼ100%となっている。中南米でも5割程度、アジアでは2割弱をユーロ圏銀行が

占めている。

ただし、そもそも対外与信への依存度が低ければ、対外与信に占めるユーロ圏銀行の存在感が高くても、ユーロ圏銀行の資産圧縮が国内の信用供給へ与える影響は限定的なものにとどまるとも考えられる。ユーロ圏銀行からの与信の国内信用残高に対する割合をみると、中東欧では100%を上回る高水準であるが、中南米やアジアは割合が小さい。特にアジアでは、国内信用残高に対するユーロ圏銀行からの借入の割合はシンガポールや香港を除けば数%程度にとどまっている。

第1-2-6図 中東欧、アジア、中南米におけるユーロ圏銀行の存在感  
：特に中東欧で大きい



(備考) 1. IMF、BISより作成。  
2. 11年12月末の値。  
3. 欧銀は英銀を除いたもの。  
4. (1)は各国・地域の国外からの借入合計に占める欧銀(英銀除く)の割合。(2)は各国・地域の国内信用残高に占める欧銀(英銀除く)与信の割合。なお、国内信用残高は国内の金融機関(国外銀行の支店含む)が居住者に対して供給した信用であり、国外銀行が直接居住者に対して供与した信用は含まれない。  
5. 国内信用残高、対外与信はいずれも総額であり、民間部門向けだけでなく政府部門向け貸出等も含まれる。

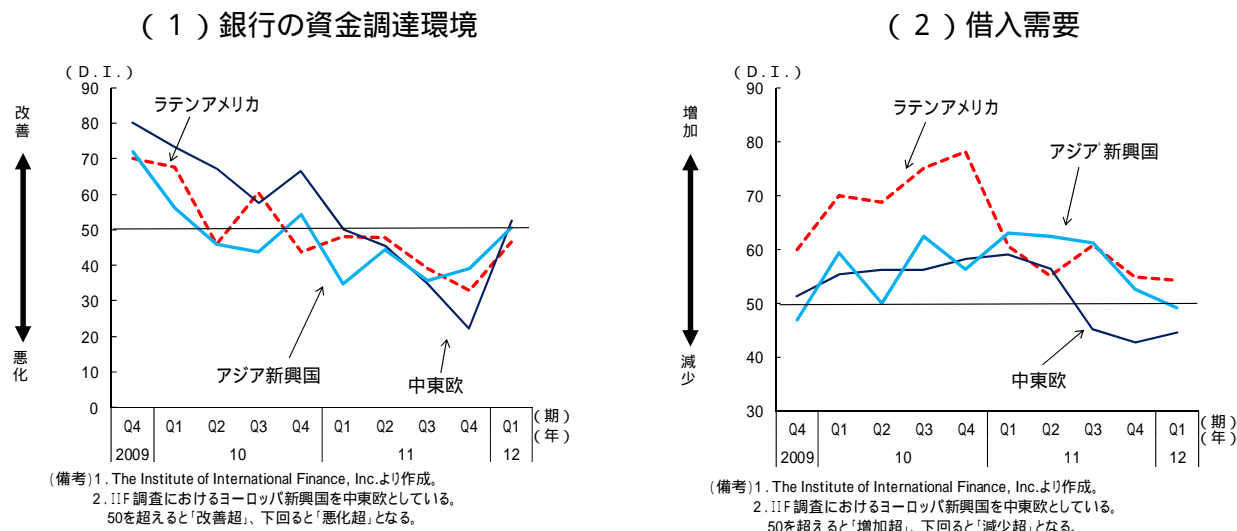
### (3) 中東欧・アジア・中南米への影響

こうしたユーロ圏銀行の対外与信の圧縮により、中東欧やアジア、中南米の銀行や企業の資金調達環境はどのような影響を受けたのだろうか。

これらの国々の銀行の資金調達環境をみると、11年10～12月期には、中東欧や中南米で悪化の度合いが前期より一段と強まり、アジアでも悪化が続いた(第1-2-7図)。一方、借入需要をみると、中東欧では減少超となっているほか、アジアや中南米でも増加幅が縮小している。銀行の資金調達環境の悪化を背景に銀行の貸出態度が厳格化されたと考えられるが、同時に借入需要も低下していたため、企業の設備投資等の実体経済に対し

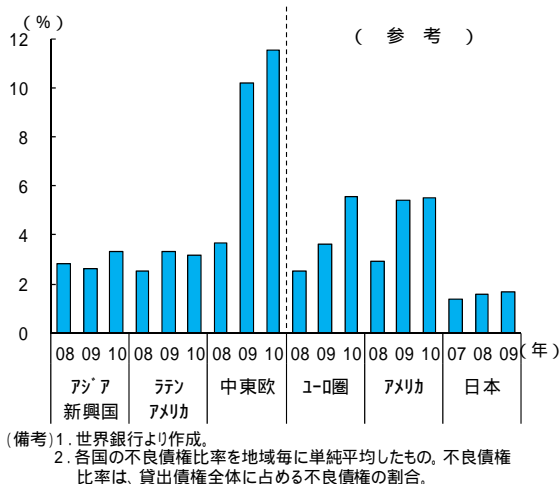
どれほどの制約となったかは必ずしも明確でない。

第1-2-7図 中東欧、アジア、中南米の金融環境：悪化



特に、国外からの借入に対する依存度が低いアジアや中南米では、ユーロ圏銀行の与信圧縮の影響は中東欧と比して相対的に軽微であったとみられる。また、アジアや中南米では不良債権比率が低く（第1-2-8図）、債権の貸倒れリスクが低いため、ユーロ圏銀行がこれらの地域向けの与信を圧縮しても、それ以外の国の銀行が代替しやすかったとみられる。IMF (2012a)によれば、08年の世界金融危機後において欧米銀行の対外与信の圧縮は新興国の銀行貸出に対して統計的に有意な影響を及ぼしたものの、アジアではその度合いが小さかったとされる。世界金融危機時と比べて欧州政府債務危機による対外与信圧縮の程度が小さいことを踏まえれば、やはりアジアはユーロ圏銀行の与信圧縮の影響を比較的受けにくいと考えることができよう。また、BIS (2011)もユーロ圏の銀行の与信がアジア域内の信用に占める割合が低いため、アジアにおけるユーロ圏銀行の重要性は中東欧と比して相対的に低いと指摘している。

第1-2-8図 中東欧、アジア、中南米の銀行の不良債権比率  
：中東欧で不良債権が多い



新興国経済の世界経済における存在感が高まる中、11年後半から12年初頭にかけては、欧州政府債務危機に起因するユーロ圏銀行の与信圧縮が中東欧やアジア、中南米の経済に悪影響を及ぼすことが懸念され、こうしたユーロ圏銀行の与信圧縮が世界経済にとって1つのリスクであったとされてきた<sup>2</sup>。

しかし、これまでみてきたとおり、ユーロ圏銀行の与信残高の圧縮はこれらの国々の経済に影響を及ぼした可能性はあるものの、地域によりその影響は一様ではなく、特にアジアや中南米ではその度合いは限定的であったと考えられる。また、欧州銀行監督機構（EBA）が求める自己資本増強のためにユーロ圏銀行が貸出債権を売却するとの懸念もあったが、12年2月にEBAが公表した資料によれば、資本増強予定額の約4分の3が自己資本比率の分子増（優先株の普通株への転換や内部留保の活用）によるものであり資産圧縮は資本増強予定額の3%を占めるに過ぎないことから、その影響は限定的なものにとどまる可能性が高い。

ユーロ圏参加国による危機解決に向けた動きや欧州中央銀行（ECB）による長期資金供給オペの効果もあって、金融市場の混乱は沈静化しつつある<sup>3</sup>。12年1～3月期の銀行の資金調達環境はいずれの地域でも改善しており（前掲第1-2-7図）、資金調達環境の悪化に歯止めがかかった様子がうかがえる。現時点でユーロ圏銀行の資産圧縮が新興国に及ぼす影響を過度に悲観視する必要はないとみられる。

## 2. 貿易を通じた実体経済面への影響

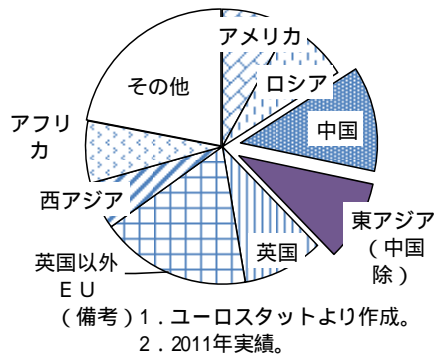
11年夏以降に再燃した欧州政府債務危機は、金融機関の資金調達環境の悪化、企業活動の低下、消費マインドの低下等により、ヨーロッパ諸国の内需を低迷させた。こうしたヨーロッパの内需低迷は、貿易を通じて他の国々の経済に影響を及ぼし、アジアを中心とする一部の国の景気減速の一因となったと考えられる。ここでは、欧州政府債務危機がアジアといったヨーロッパ域外の国々に貿易面で如何なる影響を及ぼしたのかを概観する。

ユーロ圏向け輸出シェアをみると、中国をはじめとしたアジア主要国が2割を超えており、中でも中国は、ユーロ圏にとっての最大の貿易相手先となっている（第1-2-9図）。

<sup>2</sup> IMF (2011)によれば、欧州政府債務危機による実体経済への影響として、ユーロ圏における銀行貸出条件その他の金融環境が08年の世界金融危機時の半分程度のショックを受ける場合には、12年の各国・地域のGDPが0.1～0.2%ポイント下振れすると推計されていた。

<sup>3</sup> 詳細は第2章第1節を参照。

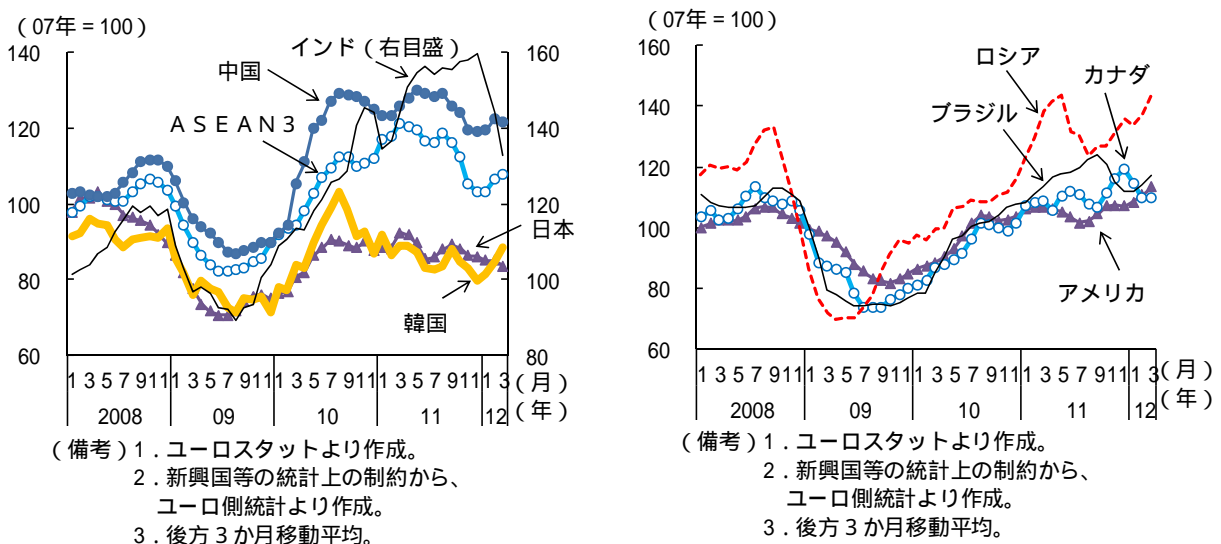
第1-2-9図 ユーロ圏向け輸出シェア：  
アジア主要国が2割を占め、中国が最大の貿易相手先



次に、ユーロ圏向け輸出の国別動向をみると、中国をはじめとするアジア諸国からユーロ圏への輸出が11年後半に減少しており、欧州政府債務危機を背景としたユーロ圏の需要低迷が、特にアジアからの輸出に影響を与えたことが分かる(第1-2-10図)。輸出依存度が高いアジア諸国ではとりわけヨーロッパ向け輸出の比重が高く、ユーロ圏向け輸出の減少がアジア諸国の輸出全体の減少をもたらしたものと考えられる。

このような輸出の伸びの鈍化を一つの重要な背景として、アジア地域諸国では成長率が鈍化し、台湾やシンガポールなど一部の国・地域においては11年10-12月期の実質経済成長率がマイナスとなった<sup>4</sup>。

第1-2-10図 ユーロ圏向け輸出：11年後半はアジアからの輸出が減少



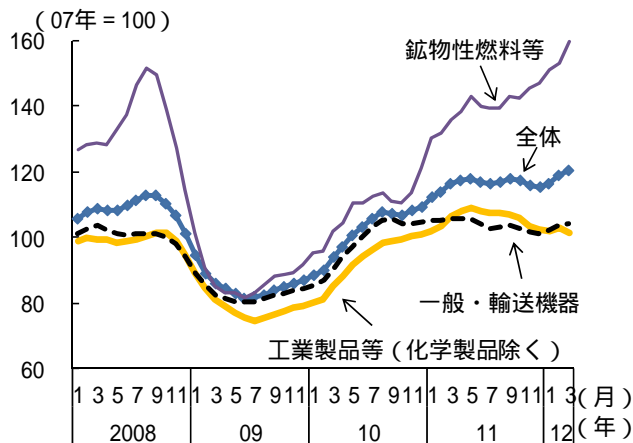
また、商品別のユーロ圏向け輸出動向をみると、11年秋以降の原油価格の高騰を背景に鉱物性燃料等のみが増加しており、アメリカ、カナダ、ロシアといった主に資源、燃

<sup>4</sup> 詳細は第2章第2節を参照。



料を輸出している国の輸出が減少していないことと整合的な動きとなっている（第1-2-11図）。一方、その他の品目は総じて低調な動きとなっており、とりわけ11年後半の電気製品等を含む一般・輸送機械の減少は、中国や韓国からのユーロ圏向け輸出全体の減少に大きく寄与していると考えられる（第1-2-12図）。ただし、12年に入るとこれら品目にも復調の動きがみられる。

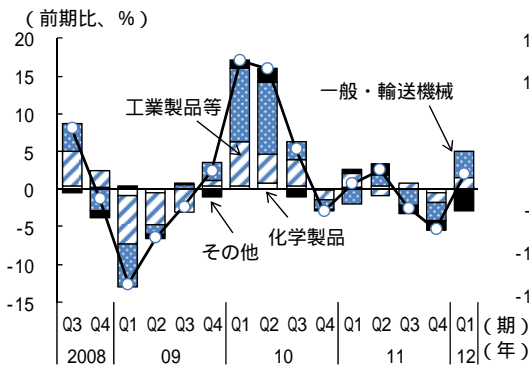
第1-2-11図 商品別ユーロ圏向け輸出：  
鉱物性燃料等のみ増加し、その他は低調



（備考）ユーロスタットより作成。

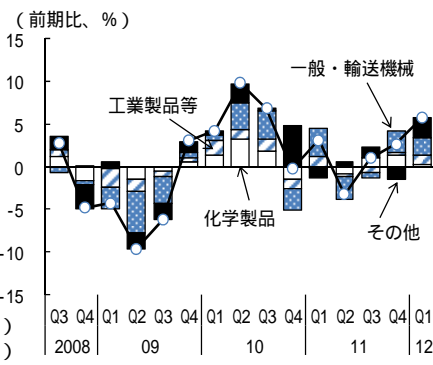
第1-2-12図 主要国のEU向け輸出：中国は最終製品が減少

（中国）



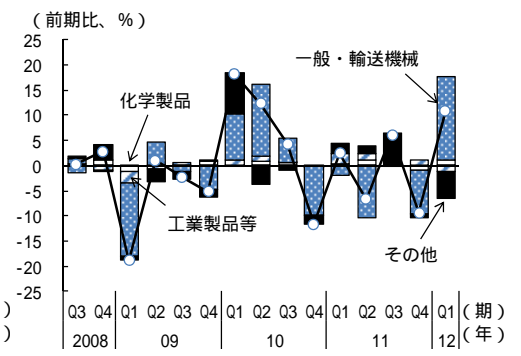
（備考）1. ユーロスタットより作成。  
2. 新興国等の統計上の制約から、ユーロ側統計より作成。

（アメリカ）



（備考）1. ユーロスタットより作成。  
2. 新興国等の統計上の制約から、ユーロ側統計より作成。

（韓国）



（備考）1. ユーロスタットより作成。  
2. 新興国等の統計上の制約から、ユーロ側統計より作成。

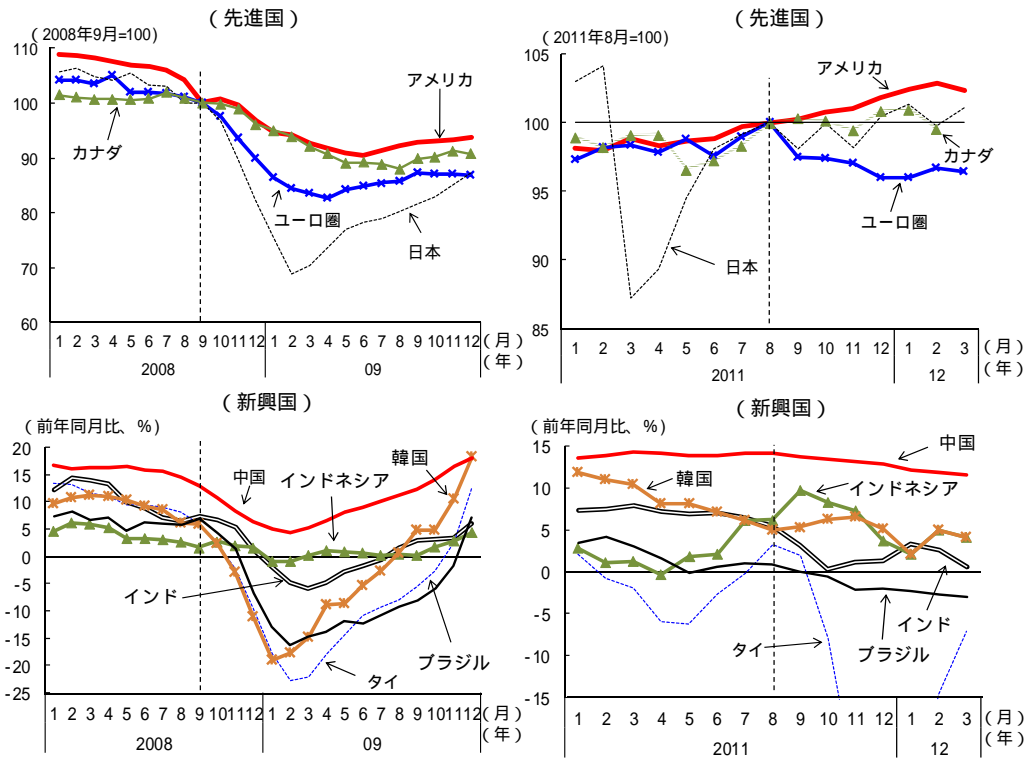
なお、輸出減少の生産への影響をみると、規模やスピードにおいて世界金融危機時ほどの深刻さはみられないが、11年末にかけて緩やかな減速を示している国が多い。タイの洪水といった他の要因の影響も関係している面はあるものの、欧州への輸出動向から

一定の影響を受けていることが推察できる（第1-2-13図）<sup>5</sup>。

第1-2-13図 各国生産動向：欧州政府債務危機再燃以降、減速

(1) 世界金融危機以降

(2) 欧州政府債務金融危機以降



(備考) 1. 各国統計より作成。  
 2. データの制約上、新興国については、原数値(3か月移動平均)の前年同月比で作成。  
 3. タイは洪水の影響を受けて、2011年11月に前年同月比 47.2%となった。

### 3. 新興国の政策対応の変化：金融政策に変化の兆し

欧州政府債務危機やヨーロッパの実体経済の悪化は、欧米に一層緩和的な金融政策を促すとともに、これまで引締め基調であった新興国等の金融政策をも緩和的なものへと転換させた。以下、この点について概観する。

#### (1) 世界経済の減速から一部の新興国は金融緩和へ転換

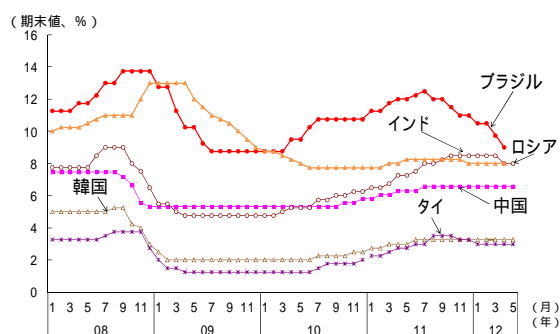
新興国等では、物価上昇を抑えるため10年半ばから利上げや預金準備率引上げといった政策が相次いで採られてきたが、11年半ば以降、政策スタンスが緩和的になりつつある(第1-2-14図)。この背景として、欧州政府債務危機を受けてヨーロッパ経済が減速し

<sup>5</sup> 例えば、インドネシアやインドは輸出依存度が低い(インドは15.6%(10年度)、インドネシアは24.7%(11年))、生産の低下は国内要因と考えられ、タイについては7月に発生した洪水の影響によるものと考えられる。

新興国等の景気も下押しされたことや、高まり続けてきた物価上昇率にやや落ち着きが出てきたこと、これまでの引締め政策が内需の鈍化につながってきたことなどが挙げられる。例えば、ブラジルやロシアでは、欧州政府債務危機による世界経済の減速の自国への影響が懸念され、利下げが実施された。中国では、物価上昇率が低下する一方で自国経済の拡大テンポが緩やかになっていることから、12年に入り預金準備率引下げが3回にわたり行われ、インドでも経済成長の鈍化を背景に12年4月に政策金利が引き下げられた。

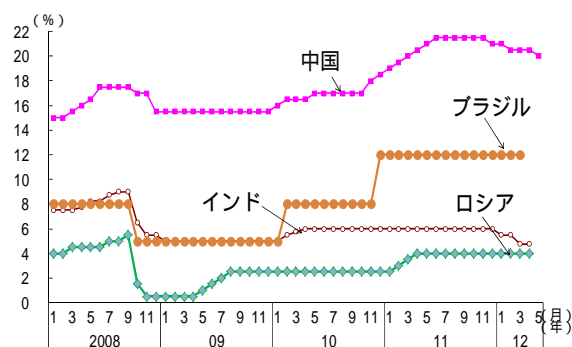
第1-2-14図 新興国における金融政策の動向：政策スタンスに変化の兆し

(1) 政策金利



(備考) 1. 各国統計より作成。  
2. 中国は貸出基準金利1年物、インドはレポレート、韓国は7日物レボ金利、台湾は中央銀行再割引率、タイは翌日物レボ金利、マレーシアは翌日物金利、ブラジルはSELIC、インドネシアはBレレート、ロシアはリファイナンスレート。

(2) 預金準備率

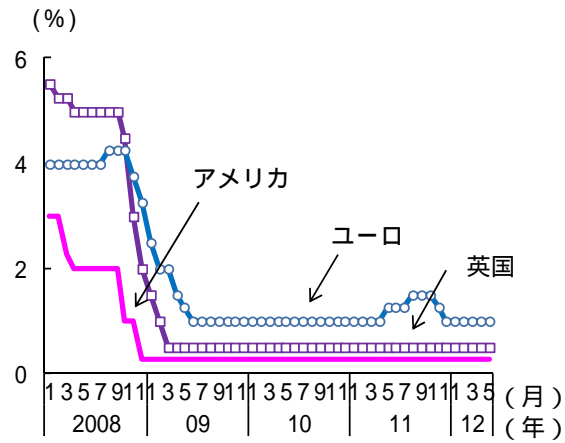


(備考) 1. 各国統計より作成。  
2. 中国は大宇金融機関の預金準備率、インドは現金準備率(CRR)、マレーシアは商業銀行の預金準備率、韓国は定期預金・積立定期・CDの預金準備率、台湾は普通預金の預金準備率、ロシアは非信用企業以外の預金準備率。  
3. 中国の預金準備率は、08年7月以前は、大手金融機関の預金準備率が公表されていないため全体の預金準備率としている。11年1月30日に中国人民銀行が発表した2010年第4四半期貨幣政策執行報告によると、マクロ・ブルーテンス強化及び貸出と流動性の総量調節のため、差別的な預金準備率が実施されている。

(2) 先進国は金融緩和を継続

欧米でも、欧州政府債務危機などを背景とする経済の現状ないし先行きに対する懸念から、緩和的な金融政策が継続している(第1-2-15図)。欧州中央銀行(ECB)は、物価上昇率が低下する以前から景気下振れ懸念を背景に金利を引き下げはじめ、11年12月には世界金融危機発生後に記録した過去最低水準の1%まで利下げを行った。また、11年12月と12年2月に、異例の長さである3年物の長期資金供給オペを行った。イングランド銀行(BOE)は、12年2月に国債の買取規模を3,250億ポンドに増額した。この結果、ECBとBOEのバランスシートは11年後半に急拡大した(第1-2-16図)。なお、アメリカ連邦準備制度理事会(FRB)も12年1月、異例の低金利が妥当となると見込まれる期間をそれまでの「2013年半ばまで」から「2014年遅くまで」に変更し、緩和的なスタンスを強めた。

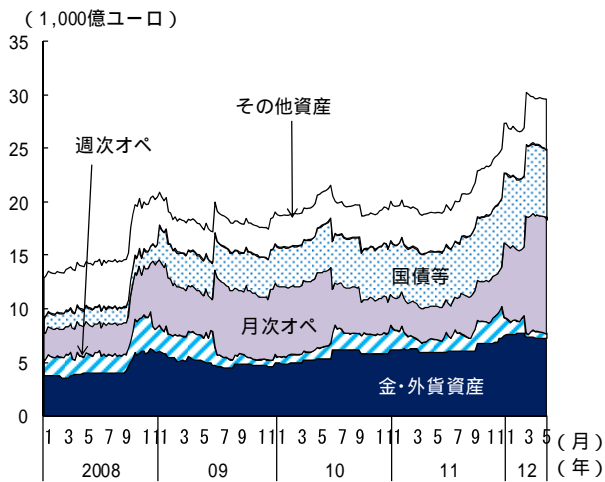
第1-2-15図 先進国における政策金利の動向：異例に低い政策金利が継続



(備考)各国資料より作成。

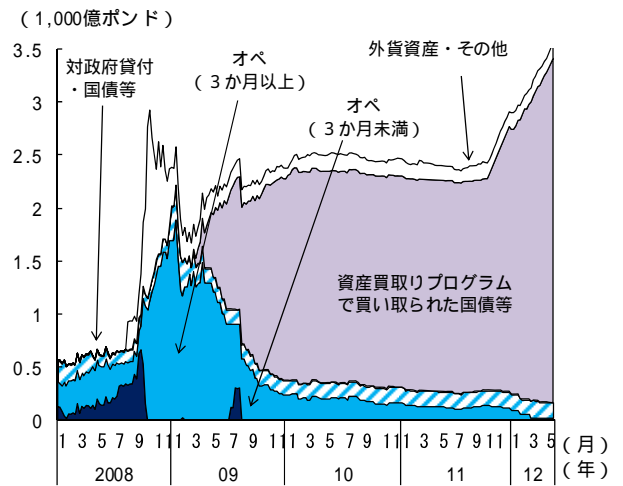
第1-2-16図 ECBとBOEのバランスシート：2011年後半に更に拡大

(1) ECB



(備考)欧州中央銀行より作成。

(2) BOE



(備考)イングランド銀行より作成。