

## 国際金融情勢と課題

加藤 隆俊

### はじめに

結構かたい話で申しわけないんですけども、ユーロというのは、なかなかそう簡単に理解できる話ではないので、制度的な仕組みを含めて、できるだけ御説明させていただきたいと思っております。

最近、ある日本の金融機関のトップの方にお目にかかって、そのとき教えていただいたジョークですが、世界で達成することが難しい三つのこと

がある。一番目は、中国人に契約という観念を行き渡らせることである。二番目は、日本人に英語をしゃべらせることである。三番目が、ギリシヤ人に納税意識を植えつけることである。二番目の英語の点は、日ごろ我々冷汗をかいて、いろいろな努力していることから言うと、やや違和感があるんですけども。

去年、ニューヨークタイムズの日曜版の記事を読んできましたら、ニューヨークタイムズの記者が村上春樹さんに会うために、わざわざアメリカから千葉県まで行った記事がありました、その記

者が書いたことで印象に残っていることが二つありました。一つは、実際の東京というのは、村上春樹さんの描いている世界とはかなり違った世界である。二番目は、日本でだれもかれもが英語をしゃべるといっわけじゃないけれども、ヨーロッパの大陸諸国ぐらいには英語が通じるだろうと思っていたところが、道を聞いてもなかなかわからないとか、交通機関もなかなかわからないということがある、日本というのはやっぱり独立した国なんだなという感じを持った。そういう感じで、日本人に英語をしゃべらせるというのが、二番目のなかなか難しいこととして挙がっているんじゃないかと思えます。

三つ目のギリシャ人の納税意識の話は、イタリア人に置きかえてもいいのかもしれませんが。私の家内のアメリカ人の友達がフィレンツェに別荘を持っておりまして、彼女がイタリア人と話をする

と、イタリアの税金というのは、納税当局とネゴするものであるとあっていて、かつ、税務当局に捕まると、運が悪いということであるというので、ヨーロッパの中で、北と南では相当デイバイドがあるという印象を受けました。ユーロ圏の問題はなかなか大変だなということが、何となくそういうことを通してにじみ出てくるんじゃないかなという気がいたします。

## 一、世界経済の見通し

それでは、本題に入らせていただきたいと思えます。

一月にIMFが世界経済見通しの改訂版を出しました(本文末資料参照)。毎年二回発表してあるんですが、九月に発表したものの中見直しです。二〇一二年をとってみますと、アメリカは成

長率見通しが多少下がってきていますが、そんなに極端なことではない。IMFが一月に出した、ことしのユーロ圏の成長率見通しはマイナス〇・五%になっております。日本は多少下がってきておりますけれども、まあまあそんな極端なことではありません。我々の受けた印象は、中国とカイノドについて、成長見通しをかなり下げたなどという感じを受けます。後で出てまいります、中国の貿易相手方として、EUというのは相当なウエートを占めておりますので、ユーロ圏全体がマインナスの成長率という状況では、中国の成長率そのものもある程度影響を受けることはやむを得ないという感じがいたします。

世界経済全体としては、ことし三・三%の成長率、来年が三・九%ということでありますので、世界経済全体としての平均的な成長率以下ということになりますし、IMFの見通しでは、ことし

の世界経済見通しは、さらなるダウンサイドリスクがある。ダウンサイドリスクの主な要因は、ユーロ圏の問題であるということをおっしゃる。

## 二、ユーロ圏の現状（国債利回りの推移）

足元の状況を見るとどうかということで、ユーロ圏の一〇年債の利回りの推移を表にしたものがあります。注目のイタリア国債あるいはスペイン国債一〇年債の利回りでは、イタリア債も七%まで行ったことがあります、それから見ますとかなり下がってきておりますし、スペイン債の利回りも、六%を超えたところからいくとかなり下がってきております。

あと、心理的に大きいと思えますのは、フラン

ス国債をとってみますと、一〇年五月七日というのは、ギリシャ向けの第一次支援策が採択された月であります。そのときと比較しましても、大体同じぐらいの水準にフランス国債の利回りがあつて、まずイタリアに累が及ぶと大変だし、フランスにさらにコンテージョンが広まってくると、フランス向けの日本のエクスポージャーが相当あると言われていますので、さらに大変だということですが、フランスの一〇年債の利回りは、S & Pの格下げにもかかわらず落ちついている。全体としては、このところのユーロの一〇年債の利回りは落ちついてきております。

これには、何といつてもECBの期間三年の上限なしの融資制度というのがかなり効いていると思います。その中で注目されるのが、ポルトガルの一〇年国債の利回りでありまして、ここでは一五%台になっておりますし、きのうのレートです

と一四・八%という利回りであります。マーケットでは、ギリシャの民間の債券保有者の債務削減が、恐らく何らかの形でまとまるだろう。ユーロの当局者は、ギリシャのケースは唯一例外的なケースである、ほかとは違うんだということを確立するために相当な努力をしておりますが、マーケットのほうは、本当にギリシャと違うということなのかどうかということについて、今のところかなり疑いの目で見ていることがあるように思います。

ECBの三年物の無制限の融資ということもありません、足元のユーロ債の利回りは落ちついてきておりますが、じゃ、これでユーロ圏の危機あるいは問題は収束の方向に向かうのかということ、我々が一番関心のあるところですが、それについてはまだこれからいろんな関門があるというのが、次の資料の3であります。

### 三、ユーロ圏の直面する課題

ちよつとテクニカルな話になりますが、まず、三つに分けております。ギリシャ問題、それから、ギリシャとその他のユーロ圏のファイアウォール、リングフェンスと言つてもいいかもしれませんが、それが、それをいかに設定するかということ、それから、ユーロ圏の危機が起きたときに、資金手当ての面で心配ないというための支援の資金手当てが十分あるかという三つの柱を立てております。

### 四、ギリシャ問題

#### (1) 民間債権者との債務削減交渉

ギリシャ問題から参りますと、一番目がP S I

(Private Sector Involvement) と言っております

が、民間のギリシャ国債保有者の債務削減を今鋭意交渉してきております。この民間の債券保有者の債務削減の問題の決着というのが、その次の第二次E F S F / I M F 支援策の取りまとめ。第一次の一一〇億ユーロという支援策が二〇一〇年五月にまとまりましたが、そのプログラムは、二〇一二年からは、ギリシャは民間市場から資金調達を行うというのが前提になっておりました。一ページ前のグラフでおわかりのように、一〇年債のギリシャ国債の利回りが三四%という禁止的な水準になっておりますので、ギリシャが民間から資金調達することはホープレスの状況にあります。ですがいまして、民間から資金調達を想定していた部分を公的な資金で補わなきゃいけないし、当初想定したよりも経済成長率がマイナスの度合いが大きいですし、財政赤字も当初想定した

よりも膨らんでいるということがあります。

## (2) ギリシャに対する第二次支援策

ともかく、第二次のユーロ圏とIMFの支援は、ギリシャの債権残高をサステイナブルなレベルにすることが前提になっておりまして、新聞紙上では、公債のGDP一二〇%というのがサステイナブルな水準かどうかという判断の分水嶺になつていようであります。そのためには民間の債券保有者の債務削減をやらないと、そこまでギリシャの債務残高を減らすことができないということですので。そういう意味におきまして、第二次支援策の前提が民間の債券保有者の債務削減であります。

新聞を見ておきますと、大体七〇%に近い債務削減というところで交渉がほぼまとまる、いいところまで来ているという報道になっております。

ただ、そういうことが言われてから、先々週のユーロ圏の財務相会議が一つのめどで、それまでにまとめるということであったんですが、それがまとまらなくて、次は、先週のユーロの首脳会議までにまとめるというのが一つのめどになっておりました。これもまとまらなくて、今は、来週月曜日（六日）のユーロ圏の蔵相会議までにまとめるというのが一つのめどになっております。もう二週間ぐらいずっと延びてきているということでありまして、新聞を読みますと、どうも受ける印象は、仮に七〇%に近いレベルまで債務削減をしても、なお財政赤字の穴が埋まらない。

## (3) 最終的な財政赤字への三つの対応策

それに対して、可能性としては三つ考えられます。一つは、公的な資金をより手厚くする。民間債務削減は限度があるとすれば、その分を公的

なニューマナーで補うという可能性が一つ。それから、ギリシヤにさらなる財政健全化策を求める。より深い歳出削減なり、新たな増税策を求める。これが二番目の可能性です。三番目の可能性は、民間の債券保有者に七〇%以上の債務削減に  
応じてもらう。三つぐらい考えられるんですが、

どうも新聞から受ける印象は、ドイツ初めほかのユーロ圏は、ともかく公的資金をふやすということとは応じられないということを言っているように  
思います。

それから、ギリシヤは今、パパデモスという前の欧州中銀の副総裁の方が暫定首相になっていますが、四月に選挙を控えていますから、パパデモスさんを支援している連立与党三党の中で、さらなる財政健全化策、歳出の削減は応じられないということ  
で足並みが乱れているんだという新聞報道が出ております。そこもなかなか紆余曲折があ

りそうである。三番目の民間債権者の債務削減については、七〇%よりさらに債務削減の幅が上回ることはできないことではないけれども、それ  
で自発的な債務削減と呼べるのかという問題もあるように思います。

#### (4) ECB（欧州中央銀行）との関係

もう一つの可能性としては、ECBが流通市場でギリシヤ国債を取得した部分があるんですが、  
今までのところ、ECBのギリシヤ国債保有分は債務削減の枠外という話になっておるんですが、  
流通市場でディスクアウントで買って、一〇〇%元本返済を期待するのはちょっと虫がいい話ではないか、民間の債券保有者は七〇%程度の債務削減に  
応じるんだから、それじゃ片手落ちであるという民間の債券保有者からの意見が出ております。  
どのような形でECBを巻き込むことが可能なの

かどうか、その辺をめぐって今いろいろ議論されている。公的な資金の出し手、ギリシャ政府、民間の債券保有者、ECB、多分四すみみたいな状態にあるんだろうと思います。だからこそまとまるのが難しいわけです。

(5) 本年三月のギリシャ国債の大量借りかえ問題

ただ、三月に一四四億ユーロという大量の借りかえが出てまいりますので、このときまでに新たなニューマネーが入っていかないと、そこでギリシャ政府がデフォルトを起こす可能性もあります。ここで一四四億ユーロはもちろん債務削減の対象になりますので、これが実現しないと、七〇%の債務削減をやっても、GDP比一二〇%までに債務が減らないという問題も出てくるように思います。そういうことで、今足元のユーロ市場全体は落ちついているんですが、ギリシャ問題が果

たしてうまくまとまって、第二次支援策が三月までにデイスバースできる状況までたどり着けるかどうかというのが、今一番ユーロ問題で関心を集めているところであります。

しかし、この問題についてリスクがないかということになりまして、いったいありまして、一つは新聞で読む限りですが、ヘッジファンドのたぐいが流通市場で相当ギリシャ国債を買いたたい、何十億ユーロを持っている。ヘッジファンドのほうはもちろん儲けなきゃいけないので、自発的な債務削減に応じるはずがないということでもあります。ただ、このヘッジファンドが債務削減のらち外になりますと、通してみても七〇%に近い債務削減というところまでたどり着けるのかというと、どうかなのというので、それに対してギリシャは、コレクティブ・アクション・クローズをギリシャ法で導入する意図のようです。

どうということかといいますと、債券保有者の三分の二なり四分の三の多数決があれば、その持っている債権の条件変更をすべての債券保有者に行き渡らせて、ヘッジファンドの持っている分も強制的に債務削減が及ぶようにしよう。しかし、今そういうものがないのを新たに立法して入れるというのは、かなり乱暴な話のように思いますし、それをやっちゃうと、CDSのクレジットイベントというか、CDSをトリガーする要因になる。そうになると、ヘッジファンドは万々歳であるけれども、CDSを売ったほうが損失をこうむるというところで、これもなかなか容易でないという問題があると言われております。

#### (6) ギリシャ問題の発生の原因

それから、一番基本的なこととしては、ギリシャの問題というのはなぜ出てきたかというところ、

ギリシャの公的債務がサステイナブルな水準を超えて、毎年の財政赤字もGDP比で二けたですし、債務残高も、ことしIMFの見通しで、GDP比で一六五%までいくという想定になっております。過剰債務である、財政収支の赤字が大き過ぎるということは何とか縮めていかなきゃということでプログラムが発したんですが、緊縮財政をとりますと、今起きていることですが、マイナス成長になって財政赤字がさらに膨らむというところで、締めれば締めるほど成長が下がるという悪循環に陥っている。それから抜け出すための展望、絵が描けるのか。常識的には、構造改革をやって成長率を上げていくことですが、ドイツと違って、ギリシャでそういうことができるのかということも考えるに思います。

それから、第二次支援策をまとめるということ、もちろん民間債券保有者は債務削減の被害を

こうむるんですが、現象的に見ると、ギリシャの国の債務が民間債権者から公的な債権者に移り変わる。公的な債権者がギリシャに対して信用を供与するということになるんですが、第一次支援策が一〇〇億ユーロ、第二次支援策が一三〇〇億ユーロ、ギリシャのGDP比がドルベースで見ると三〇〇億ドルぐらいですから、ともかく両方合わせるとギリシャのGDP一〇〇%に近い公的な債権ができちゃうので、これはIMFなりEFFの財政基盤から見て健全か。IMFから見ると問題だということになるように思います。じゃ、何らかの形でギリシャの難しい問題が決着して、ポルトガルも大丈夫だ、一件落着いたから、今度ポルトガルの一〇年債の利回りが下がっていくのかというと、今はむしろ逆の方向に行っておりまして、ギリシャ問題とほかは別だということで動いていくのかどうかというリスクがあるように

思います。

## 五、有効なファイアウォールの構築

### (1) イタリア

それから、二番目の点は、ギリシャとほかは違うんだということ、何とか有効なファイアウォールを立てたいということでありまして、そのための天王山と言われておりますのがイタリアです。なぜイタリアかといいますと、一つには、イタリアの債務残高のGDP比が一二〇%であります。それから、イタリアの国債の発行残高が、二〇一〇年末で一兆五〇〇〇億ユーロです。ギリシャの国債の発行残高が二八〇〇億ユーロです。で、けたが違うということで、イタリアまで累が及ぶと大変なことになるという問題があります。

したがいまして、一時7%まで行っていたイタリアの10年債の利回りを何とか下げていかなきゃいけない。今のところ下がってきておりますが、それをずっと続けていく必要があるということです。

どういうふうにして、イタリアには累が及ばないんだということをマーケットに信用させるかということですが、一番目の要素は、何といてもイタリアが民間のマーケット、民間の人が信用できるような財政健全化策をとり、成長率を高める施策をとるといことであります。この点につきましては、ベルスコニーの後任のモンテイさんという、学者でEC委員会の競争問題のコミッシヨナーをやった人ですが、非常によくやっているとという印象をみんな持っております。モンテイ内閣は非常に意欲的いろいろなことを実行しております。

一番目には、一二月に三〇〇億ユーロの財政緊縮策、増税とか歳出の削減で三〇〇億ユーロ（三兆円）ぐらいの新たな財政削減、財政健全策を実行中です。これに加えて、第二段として規制緩和とか、いろんな自由化、弁護士等費用の自由化、薬局の免許の自由化、銀行・保険セクターで複数の見積りを出させる、ガソリンスタンドの調達先の自由化、タクシー免許の数をふやす、こういった自由化、規制緩和を執行中であります。第三段目として、これからの予定として、雇用や労働市場改革の規制・構造改革を行っていく。まず第一段として緊縮財政策を打ち出して、それだけでは不足するので、いろんな面での自由化、それから雇用市場、労働市場にも手を入れて、非常に意欲的にやっていくということです。

この間、バルニエさんというEU委員会のモンテイさんの後任に当たるコミッシヨナーの方が東

京に來られました、晩めし会があつて私も出ていたんです。バルニエさんもフランスの外務大臣なんかをやった人で、政治家ですが、そのときに

「モンテイさんをみんなテクノクラートと言うが、テクノクラートで優秀なのはもちろんだけれども、やっぱり政治家である。アンチトラストのあれだけの実績を上げるためには、反対勢力を押し切る、なだめるといふこと。特にEU二七カ国をまとめるのは大変なことで、政治家の要素がないととてもできないことだ」と言っておりました。

私、一二月にワシントンに出張しまして、IMFのイタリアの理事に聞きますと、少なくとも第一段の緊縮財政策について、議会から反対が出ないようによく考へてある。反対しそうなところの議員さんのペットプロジェクトを一つ生かして、自分はこういう声を上げて、こういうところはちゃんと免除されているんだと言へる仕組みをい

ろいろつくつて、議会の人からそう強い反対が出てこないように非常によく考へているといふことを言っておりました。

モンテイさんは二〇一三年の前半あたりまで任期ですが、やっている間に第二段、第三段がうまく実行されていくことがはつきりしてくると、イタリア国債の利回りはだんだん下がっていく余地があるように思います。もともとイタリアは、プライマリーバランスが大体バランスに近いところですので、モンテイ内閣の信任が確立されてくれば、いい方向に動いていく可能性はあるように思います。

ただ、モンテイさんは、今政令でいろいろなことをやっております。その政令でやっていることは、六〇日以内に議会で承認を受ける必要があります。イタリアの理事に聞きますと、それは一二月ですが、今イタリアがこんな困難な局面にあつ

て、議員といえども緊縮財政策に反対するだけの勇氣はとも出てこないと言っています。そのとおり動いてきているんですが、ストライキとか、タクシーの話もいろんな反対の声が上がってくる、それから、労働市場になりますと労働組合から反対が出てくるということで、ずっとこれから第一段のようにうまく実施されていくかどうかというの、イタリアについてのリスク要因としてまだあるのかもしれない。

## (2) インターバンク機能の不全

それから、ファイアウォールとの関係でみんな一番心配したことは、今ユーロ圏でインターバンクマーケットが実際機能しない、リーマンショックの後に近い状況になっているようでありま

す。銀行はインターメデイエーションで短期の資金調達をし、長期貸しということですが、短期の資金

の借りかえがうまく回っていかない。そうやって一行がつぶれると、それが連鎖反動的に広がっていくことをみんな非常に心配して、特にことしの前半にイタリアとかスペインの借りかえが集中するというところで、それが国債の利回りが上がった原因だった。そのところは、ECBが三年物無制限の貸し出し、コラテラルがあれば応じるという仕組みをつくった。ドルについては、日銀でもそうですが、FedがECBとの間で無制限にドルを供給するということを一応まとめましたので、ECBから借りるとコスト高になるということはありますが、ドルの資金手当てのめどもついた。流動性の心配がなくなったというのは一つプラスであります。去年の十一月あたりまで非常に心配された、ことし上期の借りかえにちゃんと応じてもらって、デフォルトが起きなくて済むかということについては、大丈夫じゃないかという感

じがかなり出てきております。

ただ、そうはいつても、リスクはないのかということになりますと、資金繰りはうまく回って行くにしましても、銀行自身について、六月末までにティアIのコアキャピタルを9%に上げることを決めておりまして、実際に各行からその案を出させて、今EU銀行監督当局が中身を審査しているところなんです。民間から資金調達して増資というのがなかなか難しい状況ですので、えてして貸し渋り、貸しはがし的なこと、あるいは資産の売却ということが起こりがちですが、貸し渋り、貸しはがしになりますと、景気の足を引っ張っていくというリスクがあるように思います。

現におととい発表されましたECBによるヨーロッパの金融機関の貸し出し態度のアンケート調査によりますと、一月から二月の最新のアンケートで、「貸し出し態度が非常に硬化してきて

いる」から「緩くなってきた」を引いた結果では、「硬化してきた」というウエートが、前回調査よりむしろ二〇〇九年以降最も高い水準でできておりまして、二〇〇九年以降最も高い水準でありますので、融資態度が非常に厳しくなってきたということができる。そうなってきましたと、ユーロ圏の債務問題を好循環に変えていくためのプロセスから見ると、それがヨーロッパの経済活動の足を引っ張るリスクが相当あるように思います。モンテイさんがやりたいことが実現できるかということ、あるいは、景気が過度に冷え込むことにならないかということ、ギリシャとほかは別だということをみんなが信用するだろうかというリスクがあるように思います。

## 六、国際的な支援体制

(1) E F S F (欧州金融安定基金)とE S M (European Stability Mechanism) による支援

それから、イタリアの問題も、一つはイタリアの自助努力、二番目に、いざというときには国際的な支援体制が組めますというアシユアランスが望ましいように思いますが、イタリアの国債発行残高の規模がギリシャと一けた違いますので、資金手当てがさらに必要になってくるということだと思います。そのことに対して、今はE F S F (欧州金融安定基金) が受け持っていて、二〇一三年の下半期からE S M (European Stability Mechanism)、がバトンタッチしていくということでもともとできていたわけですが、それを並存

させる。E S Mの設立を一年前倒しして、ことしの七月までにつくっちゃおう。これもウェブを見ておきますと、これにユーロ圏一七カ国が参加するという前提ですが、きのうE S Mの設立条約に一七カ国の大使が署名したというのが最新時点です。ただ、これが発効するためには批准しなきゃいけないということで、この七月までに一七カ国の九〇%以上が批准する、そこまで持つていくということもそう容易でないと思います。

それから、今はE S MとE F S Fが一年間は二つ一緒に走るといっていますが、一緒に走っても、融資額の上限額は五〇〇億ユーロということになっております。実際E F S Fは、ポルトガル、アイルランド、ギリシャの第一次支援策、これから出てくる第二次支援策を使うと、あと二四〇〇億ユーロぐらいいか余裕がないんじゃないかと言われております。五〇〇億ユーロという上

限を何とか取り払ってもう少しそれを上げないと。今の仕組みでも、両方合わせると七五〇〇億ユーロぐらいまではいくので、そこまでたどり着けるかどうかということをとしの三月に見直すことになっております。

## (2) IMFからの支援

それから、EU諸国は、次の五〇〇〇億ドルのIMF資金力の増強のうち二〇〇〇億ドルを出すと言っております。そのうち一五〇〇億ユーロは、ユーロ圏の一七カ国で出す。これについては資金の割り振りもできておりますが、残りの五〇〇億ユーロについて、ユーロ圏でないEU諸国でうまくまとまることができるかどうかというのが問題の一つですし、仮にまとまって二〇〇〇億ユーロまでいって、さらにEU本体の資金力を今の五〇〇〇億ユーロから大きくすることができ

のかどうか。そういうことができれば、場合によってはほかのEU以外の国もIMFの五〇〇〇億ドルの資金調達に協力することを検討する。イギリスもそういう言い方をしておりますし、日本もそれに近い言い方をしております。今、ドイツのメルケル首相は中国を訪問しておりますが、けさの新聞で読みますと、中国の温首相も含みのある言い方をしているということでありますので、ベストケースシナリオは、三月のEUの首脳会議で五〇〇〇億ユーロの上限を取り払う。それから、EUとして自前で二〇〇〇億ドル分を耳をそろえてIMFに出す。そういうことがあって、その他のG20の国も残りの三〇〇〇億ドル部分を何とか手当てするというのがベストケースシナリオであります。

ただ、ここまでいくかということについては、まず、ESMの成立する条約は十七カ国の九〇%

で批准されなければいけませんし、ドイツがいろんなことの条件としておりますフィスカルコンパクト、財政面で財政収支をGDP比のマイナス〇・五%以内にとどめる。そういうことができない場合には罰金を科すことができる仕組みを先週のEU首脳会議でまとめて、今度の三月の首脳会議で、参加したい国がその条約案に署名することになっております。そのフィスカルコンパクトについては、署名した上で、憲法ないしそれに匹敵するような国内法制で、各国それぞれが取れ入れるといふことです。これは来年に発足することが期待されていますが、仮にフィスカルコンパクトの条約にイギリスとチェコが参加しなくて、残りの二五カ国でやることになった場合に、国内手続がみんなできるのかどうかという問題もあるように思えます。

それから、ギリシャの民間債務削減の問題にし

てもそうですが、みんな四すくみの状態。IMFへの資金貸し付けの問題にしましても、日本とかアメリカは、まずヨーロッパの努力が先決だと言っておりますし、ドイツは、フィスカルコンパクトがまとまって実施の方向に動くことが前提だと言っております。それから、ヨーロッパのほかの国は、EUとして自前の資金五〇〇〇億ユーロをさらに上回るためには、ドイツがもつと努力すべきだという反発が強いようであります。みんなすくみ合っている状態にあったときに、だれか強引に引つ張っていく人がいないと、まとまるのに相当時間がかかるということに陥りがちではないかと思えます。

結論的に申し上げますと、足元のところは一種の小康状態にあります。ただ、先行きを見ると、ユーロ圏のクライシスのトンネルの出口を展望するところまで行っているかというところ、到底行って

いない。それは人によっていろいろ見方は違うと思います。ドイツの人は行っていると言うと思いますが、小生なんかは、そこまでも行っていない、まだいろいろ紆余曲折があつて、うまくいかないときに大変なショックとなり得ることがいろんな局面で出てくる、要注意の状況がしばらくは続いていくんじゃないかという気がいたします。

次の資料4は、今お話ししたことをEU首脳会議で決めたということで、省略をさせていただきますと思います。

## 七、ユーロ問題が世界経済に及ぼしている影響

世界経済にどんな影響を及ぼしているのかということについては、世界経済全体の足を引っ張っていると言えますし、具体的には、地域ごとの濃

淡はどうなんだということを二つの切り口から見たいと思います。一つは貿易面であり、もう一つは金融面です。

### (1) 貿易面

貿易面の話ですが、輸出マーケットとしてのEUの占めているウエートであります。日本の輸出先として、EUのウエートは一一%です。小さくはないんですけども、極端に大きいというわけでもありません。ASEANもそうです。中国になりますと、輸出先としてEUのウエートが二二%であります。横から見ますと、ASEAN + 3、アメリカ、EUと大体二〇%台ですが、EU向けというのは、中国の輸出にはかなり影響を与えるように思います。アメリカの輸出相手先として、EUのウエートが一九%あります。アメリカから見ても、EU圏がマイナス成長ということ

は、アメリカの景気の足を引っ張る要因のように思います。それから、EUは当然のことながら六七%のウエートを占めるということで、ドイツもそう安閑としていられないということじゃないかと思っています。

日本は直接の影響はそれほどでないんですが、中国がEUのマイナス成長で影響を受ける。そうなってきましたと、ASEAN+3の韓国も影響を受けますし、日本も間接的にセカンドラウンドでやっぱり影響を受けますし、アメリカも、バーナシキさんが言うように影響を受けるということですよ。したがって、日本の立場から見ると、日本の景気を押し下げる、足を引っ張る要因として考えていかざるを得ないと思います。

## (2) 金融面

それから、金融面ではありますが、これはBIS

が一二月の四季報で出していた計算表です。①の与信シェアといいますのは、例えばポーランドにおいて、ポーランドの銀行からの融資に占めるユーロ圏の銀行のシェアが六三%ということであります。したがって、中東欧においてはユーロ圏の銀行がその国の与信に占めるウエートが非常に高いということが言えます。それから、中南米、中東・アフリカのウエートが結構高いと思います。

②の資本増強額勘案後の与信シェア。例えばルーマニアが一〇〇%を超えているんですが、どういうことかというところ、ルーマニアの信用に占めるイタリアとかギリシャの銀行のウエートが高い。資本増強をやらなきゃいけない国の銀行から借りている部分のウエートが多いということです。

③の国外からの資金調達比率というのは、その

国においてユーロ圏の銀行から受ける信用の中で、ユーロ圏の銀行が親元から引っ張ってきた資金のウエートということであります。例えばアジアの国を見てみますと、アジアの国の銀行からの与信全体に占めるユーロ圏の銀行のウエートというのは低いんですが、ユーロ圏の銀行自身にとってみますと、ユーロ圏の親元から資金を引っ張ってきているウエートが結構高い。中近東・アフリカもそうであります。一方、中南米を見ますと、与信に占めるEU系の銀行のウエートはそれなりに高いんですが、ユーロ圏の銀行はそれぞれ自前で、国内で資金調達をしている。現法がその国で資金調達する部分がかなりあるので、親元から引っ張ってくる資金の割合はそう高くないということですよ。

これを見て言えることは、ユーロ圏の銀行が資産圧縮をした場合に一番影響を受けやすいのは、

もちろん中東欧であります。ルーマニア、ハンガリー、ポーランド、こういったところですよ。アジアについては言えば、例えば韓国の与信に占めるユーロ圏の銀行のウエートはそれほど高くないけれども、ユーロ圏の銀行自身にとってみると、親元から資金を引っ張ってきているウエートが高いので、やっぱりそれなりの影響を受けます。現に韓国ウォンは、ユーロ圏の金融機関の資金の引き揚げ、あるいは韓国のポルトフォリオの売却ということを通して結構ウォン安になっております。韓国銀行はそれに対して、むしろウォン安にブレキをかける方向での介入もやってきていると言われております。これが金融面からの影響ということの簡略版ですよ。

### (3) 新興市場国・地域の対応

エマーGINGマーケットは、ユーロ圏の銀行の

資金の回収あるいはEUの投資家のポートフォリオの売却のために景気が悪影響を受けそうだといいうことに対して、いろいろ自衛策をとってきております。中国は預金準備率を引き下げ始めましたし、韓国は、日本と中国との通貨スワップ取り決めにさらに拡充しております。オーストラリアもインドネシアも政策金利を下げってきております。タイも政策金利を最近も下げました。インドはいろいろなことをやっております。ブラジルはかなり大胆に政策金利を引き下げってきております。これまで資本流入をチェックするために金融取引税をかけたということもあって、日本の投資家からのブラジル物への投資はかなりブレーキがかかったんですが、金融取引税の税率を下げるということをやっております。新興市場国はそれなりにいろいろ自衛策をとってきているということです。

#### (4) 今後の日程—ユーロ問題の解決に向けた

これからの日程ということですが、ギリシャの第二次支援協議を今集中的にやってきております。財政協定（フィスカルコンパクト）についてはほぼまとまった段階で、あとは署名、国内の法制化という手続きと思います。それから、イタリア、スペインの国債償還の山というのは何とかクリアできそうである。IMFの融資枠拡大の協議は、今月の二五、二六日にG20の財務相会議がメキシコで開催される予定になっております。このときまでにまとまるというのが、一番コンフィデンスを与える要因だろうと思います。ただ、G20のヨーロッパ以外の国が、ユーロ圏のさらなる努力が前提という言い方しております。先ほどのEFSFとESMの融資限度の見直しが三月になつておりますので、恐らく二月二五日、二六日という段階では、そこまでたどり着けないんじゃない

ないかという感じがします。そうなりますと、次が四月にIMFの一連の会議がありますから、このときまでにまとまるのか。あるいは、さらにもたましていると、六月にG20の首脳会議が 멕시코で開催の予定になっていますが、このときまでにまとまるかということでありませう。

それから、ギリシャの総選挙は四月に予定されておりませう。ギリシャの民間債権者の債務削減ということを申し上げましたが、連立与党の中から、さらなる緊縮財政策反対という声上がり始めております。選挙が近づいてくるとそういう声が出てくる。それから、フランスの大統領選が四月、五月。一回目の投票で一定のところまでいかないと、もう一回投票ということになります。実際に大統領が選出されれば変わるんじゃないかと思えますが、社会党のオランド候補は、フィスカルコンパクトの見直しを求めるみたいなきことを

言っております。社会党の大統領になった場合に、マーケットのほうは多少不安な要素があるように思えます。

#### (4) 日本経済に与える影響

日本経済に与える影響ということから考えますと、何とかユーロ危機の問題がうまいってもらわないと困るわけですが、マドルスルーといひますか。匍匐前進の状況といひのはまだこれからも続いていく。ユーロ圏の成長率が上がっていかないと、本質的な解決策にならないように思ひます。みんな財政赤字を絞ってきていますから、金融面ではいろんなことをやっても、ゼロ金利まで来ているので限界がある。構造改革を成長のかぎとしていひているんですが、構造改革で成長率のかさ上げといひるのは相当先の話であると思ひます。ユーロがもつと安定するところまでいくには相当

時間がかかるように思います。

ただ、一ページ目に戻りますが、IMFの見通しで、アメリカのことでし一月の成長率が一・八%。アメリカの平均的な成長率は二・五%前後と  
 言われておりますので、そんなにはかばかしい成長ではなくて、失業率も目立って下がることはいんでしようけれども、アメリカの足元のデータは比較的いいデータで、これより上に行く可能性もないとは言えない。Fedあたりは慎重な見方をしておりますが。アメリカ経済がいい方向に動いていくことが続いているければ、日本から見ると、アメリカの輸出相手先としてのウエートは相当ありますので、プラスになるように思います。

ただ、先進国はユーロ圏にしてもアメリカにしても、金融政策面では大体とれることはとってきている。財政面はみんな健全化の方向に行こうとしている。そうなって足元の景気を支えるために

は、えてして自国通貨安に赴きがちです。アメリカが低金利持続の時間軸を二〇一四年にまで延長したということの副次的効果として、ドル弱含みの方向に為替市場は動いておりますし、ECBも流動性をかなり潤沢に供給するということは、ユーロ安の方向に働くように思います。あるいは、アメリカの通貨当局、EUの通貨当局が意図的に自国通貨安を誘導しているかどうかはわかりませんが、自国通貨安は今の局面では悪くないと思っております。恐らく事実だろうと思えます。

そうなってくると、円に対しては円高方向に圧力が働きやすいので、日本としては必要なときには介入するという姿勢、そういう旗を立てておくことは必要ではないかと思えます。日本がまた単独でかなり大量に介入するというのがあれば、アメリカ、ヨーロッパから不人気、評判が悪いと思えます。アメリカは、この間発表された半年ご

との為替報告書で、円に対して相当はつきり歓迎しないということを書いております。そういったアメリカのスタンスは、これからもよりはつきりしてくる可能性があるかもしれません。それから、ヨーロッパの通貨当局は、日本の単独介入に對しまして、これまでも割合批判的なことをオン・ザ・レコードで言ってきておりますが、そういったレトリックがさらに強くなることも予想しておく必要があると思います。しかし、日本としては旗はちゃんと立てておく必要があるように思います。

日本として、ユーロ圏に対して何か対抗力があるのかということですが、日本はEFSF債を買っておりますので、それを引き続き買っていくのか、全体のどの程度のシェアで買っていくのか、ということの一つの交渉材料かもしれません、IMFの五〇〇億ドルの資金調達において、日

本がどんな役割を果たすかということも、ユーロ圏との間では一つの交渉材料になるかもしれません。日本としてEUとの関係でやる余地は、いろいろとまではいきませんが、ないわけではない。それを有効に使うということはみんな考えているんだろうと思います。

それから、これからのユーロ圏の危機の問題で、匍匐前進でじくじくしているけれども、大崩れしないで何とかもっていつてほしいというのが、当面期待できる一番大きなことに思えます。じゃ、リスクイベント、リスクシナリオとしてどういうことが考えられるかということになりますと、ギリシャが、例えば今の債務削減の交渉が三月までにまとまらなくて、一方的にデフォルトに追い込まれる。あるいは、失業率が二〇%近いところに来ていますから、選挙の結果、国民の意向で、こんなに切り詰める生活ばかりやって、こん

なことずっと続けられない、それだったらもうユーロ圏からおん出たほうがいいんだという声が強くなってくるということも、リスクとしてはあるかもしれません。

ギリシャに次いでポルトガルも低成長、公的債務の国ですから、債務削減という声があり、今の利回りはどっちかに行く岐路に立っているように思います。ベルギーもいろいろ話題に上っていますが、ギリシャも債務削減に追い込まれると、ほかのユーロ圏の国は本当に大丈夫かという話にもなつていきかねないというのが、またリスクとしてあるように思います。頼みの綱のイタリアで食いとめる。そのイタリアの議会が反乱を起こさなにかということもリスクとしては考えておく必要がある。日本の立場から見ると何とか歩いていってほしいと思いますけれども、上から何か落ちてくるようなリスクはいろいろあるなという感じは

いたします。

## 八、日本経済について

### (1) 経常収支の動向

最後に、日本のことを少しお話できればと思います。一九九〇年からのデータをとって見たところでは。

大勢観察すると、日本の経常収支そのものはGDP比ですと黒字で、二%とか三%の状況が続いてきているわけですが、中身は相当違ってきております。貿易収支の黒字は、九〇年代、二〇〇〇年代前半、後半と分けてならしてみると、貿易黒字幅がだんだん縮小してきていると思います。

一方において、サービス収支の赤字が縮小してきているということ、このところ特に所得収支の黒字がふえてきているということで、経常収支の

GDP比率はそんなに大きく変わっているわけじゃないんですが、中身が随分変わってきているということでもあります。

二〇一一年の通関ベースの貿易赤字は二・五兆円ということですが、これを国際収支ベースに直すと、大体二兆円強ぐらいの赤字になるんでしょうか。それにサービスマイクロ収支の赤字を加えても、所得収支の黒字を加えますと、経常収支自身も黒字になるということではないと思います。二〇一二年についても、貿易収支が黒字になるか赤字になるかは結構厳しいところ、予断を許さないところがあると思いますが、直ちに経常収支が赤字になるということは考えなくてもいいんじゃないかと思っています。

ただ、貿易収支の黒字幅が減ってきていることは、日本としても考えてなきゃいけないですし、特に円高ということもあって、海外生産比率も今

三五%に近いところまで来ております。これが上がっていくと、さらに貿易の黒字幅が減っていく。日本は海外でつくったものを輸入する、あるいは、今まで日本が輸出していたもの、例えば日産マーチをタイでつくったものをほかのアジアに輸出すると、それだけ日本からの輸出が落ちるということになりますから、海外で物をつくる度合いがふえてくると黒字幅が縮小していく方向に働くわけです。輸入面では、原発の関係でエネルギーの調達コストが、台が上がったという感じがします。貿易収支の黒字のほうはこれからいろいろな逆風が考えられる。

## (2) 実質実効為替レート

次は、BISの計算する実質実効為替レートといるのがあります。日本銀行でも同じことを計算していますが、これで見ると日本の円は切り上

がってきておりますが、一九九五年ほどには上がってない。水準からいくと確かにそうなんですけれども、二〇〇七年一二月、これはリーマンショック直前の一二月ということですが、これとの比較で見ますと、円は二四・九%の切り上げ、韓国ウォンについては二一・二%の切り下げ。韓国ウォンは、リーマンショックの後、極端にウォン安になりましたし、ユーロ危機でまたウォン安になっておりますので、二一・二%の切り下げ。中国は自分のペースで、ドルに対してかなり切り上がってきております。ドイツは、ユーロが弱いということの傘の中で八・二%の切り下げとなっております。したがって、日本の直接の競争相手であります韓国とかドイツの関係では、このところの円高が微妙にこたえることはあるように思います。先ほどの話に戻りますが、地合いとしてはまだこれから円高のプレッシャーの基調的

変化は簡単でないように思いますので、これ以上円高になるのを何とかブレーキをかけるといふ努力も、これからもさらに必要になっていくという感じがいたします。

ユーロの大変わかりにくい話で申しわけなかったんですけども、以上であります。

**東理事長** 加藤様、どうもありがとうございます。た。

ユーロの危機の現状あるいは安定化への方策等、大変包括的に細かく御説明いただき、また、ユーロ危機の先行きについては、かなり慎重なお見立てを伺ったというふうに感じております。

それでは、お時間もいただいておりますので、皆様からの御質問あるいは御意見を伺いたいと思います。おありの方は、お手をお挙げいただけますでしょうか。よろしく願います。

それでは、私から一つお伺いしたのですが、E

C Bの三年の融資が行われたことが、金融市場に対して大変効果的だったという印象を受けております。もともと欧州の政策当局というのは、アメリカに比べて市場との対話が下手だというのが一般的な認識だったものですから、多分市場のほうも驚いたのだらうと思うのですが、ECBがなぜああいう政策を打ち出したのでしょうか。つまり、ドラギ総裁の指導力という理解でよいのか、もう少しほかの背景があつて、従来に比べ積極的な金融政策、資金供給に踏み切ったと考えたほうがよいのか、そのあたりを教えてくださいませんか。

**加藤** 自信はありませんけれども、まず、インターバンクマーケットが機能しない、それから、ことしの前半に、特にイタリアの借りが集中するということを考えますと、銀行が流動性の心配なく国債の借りがえにも応じられる仕組みをつ

くることが必要だということがあつたように思いますが、そういう仕組みをつくるということには、ECBの考え方として当然出てくるように思います。

ただ、マーケットとの対話がうまいということについては、ドラギさんは、ゴールドマン・サックスで何年か実際にマーケットとのやりとりを実感してきたということ、その前にFSB (Financial Stability Board) の議長として、世界経済全体への影響ということをはっきり意識し、金融機関を通して影響を実感する立場にあつたということじゃないかと思えます。

**東理事長** そのほか御質問おありの方おられますか。——よろしゅうございますか。

それでは、改めて加藤様、本日は大変ありがとうございました。(拍手)

国際金融情勢と課題

(かとう たかとし・財団法人国際金融情報センター理事長)

(本稿は、平成二四年二月三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

加藤 隆俊 氏

略 歴

1941年生まれ

東京大学法学部卒業

プリンストン大学にて行政学修士号取得

主要職歴

1964年 大蔵省（現・財務省）入省

1985年～1987年 アジア開発銀行日本代表理事

1993年～1995年 大蔵省国際金融局長

1995年～1997年 大蔵省財務官

1998年～1999年 米国・プリンストン大学客員教授

1999年～2003年 東京三菱銀行顧問、早稲田大学客員教授

2004年2月～2010年2月 国際通貨基金（IMF）副専務理事

2010年9月15日 財団法人国際金融情報センター 理事長就任

## 国際金融情勢と課題

財団法人国際金融情報センター  
理事長 加藤隆俊



### 1. 主要国成長率見通しの下方修正トレンド

(単位:%)

	2012年			2013年	
	4月IMF <sup>(1)</sup>	9月IMF <sup>(1)</sup>	1月IMF <sup>(1)</sup>	9月IMF <sup>(1)</sup>	1月IMF <sup>(1)</sup>
米国	2.9	1.8	1.8	2.5	2.2
ユーロ圏	1.8	1.1	-0.5	1.5	0.8
日本	2.1	2.3	1.7	2.0	1.6
中国	9.5	9.0	8.2	9.5	8.8
インド	7.8	7.5	7.0	8.1	7.3
ブラジル	4.1	3.6	3.0	4.2	4.0
世界経済 <sup>(2)</sup>	4.5	4.0	3.3	4.5	3.9

注 (1) IMF World Economic Outlook の見通し

(2) 購買力平価ベースで計算したGDPの成長率見通し



## 2. ユーロ圏各国の10年債利回りの推移

	1月27日	1月20日	前週末比	前年比	10年5月7日	5月7日比
ドイツ10年国債	1.858	1.929	▲ 0.071	▲ 1.226	2.797	▲ 0.939
フランス10年国債	3.034	3.089	▲ 0.055	▲ 0.445	3.150	▲ 0.116
イタリア10年国債	5.898	6.247	▲ 0.349	1.524	4.268	1.630
スペイン10年国債	4.965	5.487	▲ 0.522	0.119	4.439	0.526
ポルトガル10年国債	15.220	14.617	0.603	7.569	6.285	8.935
ギリシャ10年国債	33.972	34.157	▲ 0.185	22.819	12.449	21.523
アイルランド10年国債	8.207	8.207	0.000	▲ 0.945	5.856	2.351
ハンガリー10年国債	8.770	9.310	▲ 0.540	1.990	7.470	1.300

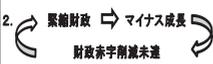
(出所) Bloomberg

(注) アイルランド10年国債、11年10月12日以降、残存10年の債券が存在せず価格更新を停止。11日の値を代用。

(注) ハンガリー10年国債はハンガリー・フォロント建て

## 3. ユーロ安定化のための主要な関門



I. ギリシャ問題	II. Firewallの設置	III. 支援のための資金手当て
1. PSI問題の決着 →3月 144億ユーロの既発債の償還 2. 第二次EFSF/IMF支援策の取りまとめ →PSIによる大規模な債務削減が前提 <b>リスク</b> 1. 自発的な債務削減に応じない 債権者(ヘッジファンド等)の取扱い 2.  の悪循環からの脱却(経済成長への復帰) 3. 更なる貸込み(債権者へのリスク) 4. ポルトガル問題	1. イタリアの財政健全化策の実行 2. 銀行の資本増強策 →8月末までにTier1 Core資本比率を9%に 3. 銀行のユーロ及びドル流動性の確保 →FRB/ECBスワップによるドル流動性の調達 →ECBの3年融資制度の導入 ↓ 伊、西の上半期大量借換えニーズへの対応 <b>リスク</b> 1. de-leveraging による経済の冷却 2. ギリシャの破綻でもfirewallは機能するか?	1. EFSF (2013年上期まで存続)と EMS (2012年7月にスタートを前倒し)の併存 →融資額の上限5,000億ユーロの見直し (2012年3月) 2. 5,000億ドルのIMF資金力の増強 <b>リスク</b> 1. EU27か国の国内手続の遅れ 2. G20、IMFのリーダーシップ不足



#### 4. ユーロ圏首脳による声明の概要 (2011年12月9日)

<p><b>【財政規律の強化】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>新たな財政協定 (fiscal compact) に合意。             <ul style="list-style-type: none"> <li>財政赤字対GDP比が3%を超えたと認定されれば、ユーロ圏諸国が他の決議をしない限り、自動的に制裁措置を発動。</li> <li>構造的財政赤字の上限を設定 (対GDP比0.5%)。これを憲法ないし同等のレベルで国内法制化。欧州司法裁判所が国内法制化をチェック。 (参考) 新たな取極への参加国等                 <ul style="list-style-type: none"> <li>財政規律の強化を含む政府間の取極は2012年3月末までに署名。</li> <li>EU加盟国27か国中、英国のみ不参加を表明。</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> <p><b>【ファイアウォール等】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESM (European Stability Mechanism: 欧州安定メカニズム。EFSFに代わる恒久的な緊急支援の仕組み) の発足を2013年半ばから2012年7月に前倒し。金融支援につき緊急を要する場合には85%の多数で決定可。</li> <li>現行のEFSF (4400億ユーロ) はESM (5000億ユーロ) 発足後もしばらくの間存続するが、その場合の両者を合わせた融資額の上限は5000億ユーロ。上限額の適切性は2012年3月に再評価。</li> <li>ユーロ圏と他のEU加盟国は、2000億ユーロ (報道によれば、ユーロ圏1500億、非ユーロ圏500億) までの追加的資金をIMFに供与することを10日以内に検討し、コンファーム。 (注) 12月19日のEU財務大臣会合において、ユーロ圏は1500億ユーロをコンファーム。非ユーロ圏については、額は発表されなかったが、チェコ、デンマーク、ポーランド、スウェーデンが資金供与の意向を表明。英国は、G20の枠組みで供与の是非を決定予定。</li> </ul>
--

#### 5. 国・地域別輸出入・輸入元



国・地域別輸出先 (%) (2010年)

相手国	対ASEAN	対日本	対中国 (含香港)	対韓国	対ASEAN+3	対アメリカ	対EU	対その他	合計
ASEAN	24.6%	9.4%	19.4%	4.0%	57.3%	9.7%	10.8%	22.2%	100.0%
日本	14.6%	—	24.9%	8.1%	47.6%	15.6%	11.3%	25.5%	100.0%
中国 (含香港)	10.2%	8.6%	—	4.7%	23.5%	20.5%	22.3%	33.7%	100.0%
韓国	11.2%	5.6%	30.6%	—	47.5%	10.0%	9.6%	33.0%	100.0%
ASEAN+3	15.2%	6.8%	13.9%	4.6%	40.5%	15.3%	15.4%	28.8%	100.0%
アメリカ	5.5%	4.7%	9.3%	3.0%	22.6%	—	18.8%	58.6%	100.0%
EU	1.5%	1.0%	3.3%	0.7%	6.4%	5.5%	67.2%	20.9%	100.0%

出典: IMF Direction of Trade Statistics

※NAFTAの域内輸出比率は48.1% (2010)

国・地域別輸入元 (%) (2010年)

相手国	ASEAN	日本	中国 (含香港)	韓国	ASEAN+3	アメリカ	EU	その他	合計
ASEAN	26.6%	11.7%	16.1%	5.4%	59.8%	8.1%	8.7%	23.3%	100.0%
日本	14.6%	—	22.3%	4.1%	41.0%	9.9%	9.6%	39.5%	100.0%
中国 (含香港)	13.3%	13.3%	—	9.6%	36.2%	7.7%	12.4%	43.7%	100.0%
韓国	11.9%	16.2%	19.6%	—	47.7%	10.1%	8.5%	33.7%	100.0%
ASEAN+3	17.0%	10.7%	10.7%	6.4%	44.8%	8.5%	10.4%	36.2%	100.0%
アメリカ	5.7%	6.3%	19.7%	2.6%	34.2%	—	16.6%	49.2%	100.0%
EU	2.1%	1.6%	7.4%	0.9%	12.0%	3.8%	62.9%	21.2%	100.0%

出典: IMF Direction of Trade Statistics

※NAFTAの域内輸入比率は34.8% (2010年)



## 6. 与信圧縮による地域別影響比較

- 隣接する中東欧地域における影響最大
- アジア、中東・アフリカの資金調達、借り換えリスクは高い
- 債券売却による急速な資金引揚げが中南米で発生しやすい

[各指標の意味]

- 国内信用市場におけるプレゼンス
- 与信圧縮の可能性
- 資金調達の安定性
- 借り換えリスク
- 急速な資金引揚げの可能性

(図表4)各地域／国におけるユーロ圏の銀行が占めるシェア(2011年8月時点) (単位: %)

	①与信シェア (市場占有率)	②資本増強前 罰案後の 与信シェア (与信圧縮 リスク)	③国外からの 資金調達比率 (資金調達 リスク)	④短期与信比率 (措換リスク)	⑤保有債券比率 (資金引揚げ リスク)
<b>中東欧</b>	<b>47.3</b>	<b>41.8</b>	<b>33.5</b>	<b>33.1</b>	<b>10.3</b>
ポーランド	63.2	41.1	23.1	21.6	17.5
ロシア	18.9	7.4	48.8	35.2	2.6
トルコ	20.6	36.1	37.0	46.3	5.7
ハンガリー	92.9	41.6	45.0	29.5	19.3
ルーマニア	99.4	162.2	35.7	36.6	7.2
<b>中南米</b>	<b>17.1</b>	<b>9.6</b>	<b>21.8</b>	<b>39.2</b>	<b>14.3</b>
ブラジル	10.9	6.1	24.1	30.7	28.5
メキシコ	35.9	20.4	17.4	30.9	7.0
チリ	43.5	25.6	18.7	50.4	1.8
ペルー	44.4	27.0	16.3	64.3	5.0
アルゼンチン	16.0	9.8	27.2	55.4	6.6
<b>アジア</b>	<b>2.3</b>	<b>0.5</b>	<b>67.6</b>	<b>51.8</b>	<b>7.9</b>
中国	0.9	0.2	61.1	61.7	1.2
韓国	5.7	1.2	71.6	53.1	24.7
インド	4.1	0.8	60.7	55.8	4.7
台湾	4.1	0.8	55.0	74.5	9.0
インドネシア	4.8	0.9	77.6	49.0	2.6
<b>中東・アフリカ</b>	<b>19.7</b>	<b>4.8</b>	<b>73.7</b>	<b>40.8</b>	<b>2.7</b>
アラブ首長国連邦	8.5	2.5	91.0	47.5	2.9
サウジアラビア	15.9	3.4	93.8	89.2	-
カタール	12.3	3.9	98.3	16.4	3.5
リベリア	55.7	80.2	99.9	14.3	2.2
南アフリカ	4.2	1.9	75.3	35.5	15.1

[網掛け] 0-25% 25-50% 50-75% 75-100%

(出所) BIS Quarterly Review, December 2011

7

## 7. 新興国は国内経済への影響を警戒



- 国内経済への影響懸念から、各国は景気刺激、資本流出回避策等を導入

(図表) 新興国における政策対応

国	政策対応	国	政策対応
中国	・預金準備率引き下げ(11年12月▲0.5%)	タイ	・政策金利引き下げ(11年11月及び12年1月各▲0.25%)
韓国	・日本、中国との通貨スワップ取極め拡充	インド	・一部小売業への直接投資を自由化(12年1月)
台湾	・一定規模以上の企業に対する新たな銀行融資制度設定(12年1月)		・外国個人投資家による個別株式投資自由化(同上)
オーストラリア	・政策金利引き下げ(11年11月及び12月各▲0.25%)	ブラジル	・11年8月以降、政策金利を4回連続引き下げ
インドネシア	・政策金利引き下げ(11年10月▲0.5%、同11月▲0.25%)	チリ	・ドル買プログラム終了(11年12月)

8

## 8. 当面の焦点

- ・ギリシャ2次支援協議(～12年3月)
- ・財政協定の詳細協議(～12年3月)
- ・財政協定の参加EU加盟国による署名(～12年3月)
- ・イタリア、スペインの国債償還(12年前半)
- ・IMFの融資枠拡大協議(～12年2月?)
- ・ギリシャ総選挙(12年4月)
- ・フランス大統領選挙(12年4、5月)

9

## 9. 日本の経常収支の推移

(単位: 兆円、%)

	貿易収支	サービス 経常移転	収 支	所得収支	経常収支	名目GDP	経常収支 名目GDP
							(%)
1990年	10.1	-6.9	3.3	6.5	442.8	1.4	
1991年	12.9	-7.2	3.5	9.2	469.4	2.0	
1992年	15.8	-6.1	4.5	14.2	480.8	3.0	
1993年	15.5	-5.3	4.5	14.7	483.7	3.0	
1994年	14.7	-5.5	4.1	13.3	488.5	2.7	
1995年	12.3	-6.1	4.2	10.4	295.2	2.1	
1996年	8.8	-7.4	5.8	7.2	505.0	1.4	
1997年	12.1	-7.4	7.0	11.7	515.6	2.3	
1998年	15.8	-7.4	7.1	15.5	504.9	3.1	
1999年	13.8	-7.0	6.6	13.1	497.7	2.6	
2000年	12.4	-6.0	6.5	12.9	503.0	2.6	
2001年	9.4	-6.1	8.4	10.7	497.7	2.1	
2002年	11.6	-5.8	8.3	14.1	491.3	2.9	
2003年	12.0	-4.5	8.3	15.8	490.3	3.2	
2004年	13.9	-4.6	9.3	18.6	498.3	3.7	
2005年	10.3	-3.4	11.4	18.3	501.7	3.6	
2006年	9.5	-3.4	13.7	19.8	507.4	3.9	
2007年	12.3	-3.8	16.3	24.8	515.5	4.8	
2008年	4.0	-3.4	15.8	16.4	504.4	3.2	
2009年	4.0	-3.0	12.3	13.3	470.9	2.8	
2010年	8.0	-2.5	11.7	17.2	479.2	3.6	
2011年	(注)				469.5	2.5	

(注) : 2011年の通関ベースの貿易収支=-2.5兆円

(出所) : 財務省 及び IMF WEO database (名目GDP 及び 経常収支 / 名目GDP)

10



## 10. 実質実効為替レートの動き(BIS算出)

(2010年=100)

	日本	韓国	中国	ドイツ	米国	スイス
2007年12月(A)	83.0	123.9	90.8	106.8	100.3	88.9
2010年12月(B)	101.4	101.2	101.7	98.8	96.9	105.6
2011年12月(C)	103.7	97.6	108.0	98.0	97.6	106.2 (8月120.3)
C/A-100(%)	24.9% 切上げ	21.2% 切下げ	18.9% 切上げ	8.2% 切下げ	2.7% 切下げ	19.5% 切上げ (8月35.3%切上げ)

(出所) BIS, effective exchange rates (Broad indices comprising 61 economies)