

欧州国債問題の構造要因はなにか ーギリシャ病と表裏の関係にあるドイツ病

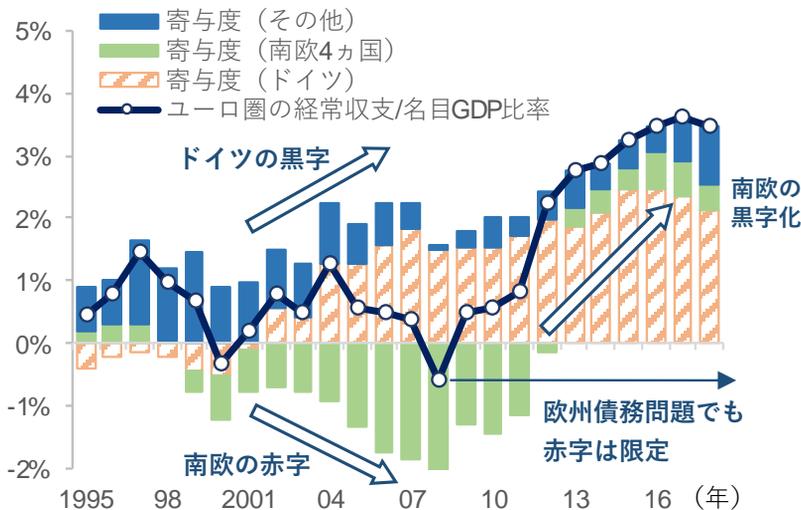
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ 経常収支の観点からみれば
欧州債務危機は回避できた
可能性も

欧州債務危機の構造問題とは

以下の図表はユーロ圏の経常収支の推移である。昨日の当 TODAY (6/22) の議論にもあるように、欧州各国の不均衡は、ドイツを中心とした黒字と南欧諸国の赤字の不均衡によって生じたものだった。今回は欧州の二極化、構造問題に焦点を当てることにする。以下の図表を見れば、欧州債務危機が生じた2000年代後半もユーロ圏全体の経常収支は概ね均衡しており、ユーロ圏全体で対応が円滑に行われれば、欧州債務危機を回避できた可能性もあったと考えられる。すなわち、欧州債務危機はあくまでも欧州域内の問題（コップの中の争い）であり、欧州債務不安で世界経済を道連れにすることは筋違いだ。

ユーロ圏の経常収支推移



(出所) IMF、直近は2018年
※南欧4カ国 = ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン

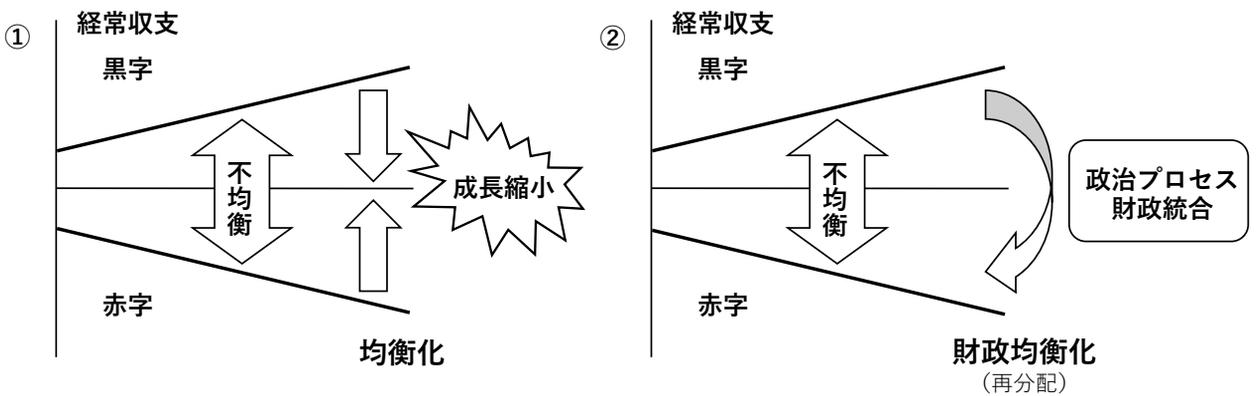
南欧諸国の経常収支の黒字化

■ユーロ圏の経常収支不均衡からの改善はマクロ政策への依存が必要

以下の図表はユーロ圏の経常収支不均衡からの改善を示す理論上の概念図である。ユーロの仕組みを維持させるには、理論上、左の図表のように均衡に向かうべくマクロ政策を行うか、もしくは為替に伴う調整に依存することになる。ただし、ユーロ圏では共通通貨（ユーロ）導入で通貨調整が不可能である以上、マクロ政策への依存が必要になる。すなわち、黒字国は内需拡大、赤字国は緊縮策の対応となる。マーストリヒト条約での財政赤字を3%以内に制限する仕組みはこうした規律を制度化するものであり、それは、左の図表に相応し、ISバランス均衡に向けた財政赤字縮小による経常収支均衡となる。

一方、右の図表のように、あくまでも不均衡を所与にしつつも黒字国から赤字国への財政平衡制度（トランスファー）を作るという選択肢も存在する。右の図表に相応する財政平衡化に向けた議論は、これまで何度か話題になってもなかなか進捗しにくかった。その背景には、ユーロ圏では通貨統合が行われても財政政策の統合化が実現できていないこと、財政平衡強化には政治プロセスが必要で国家主権とのかかわりが自ずと生じるからである。

ユーロ圏の不均衡からの是正



(作成) 岡三証券

■欧州国債のスプレッド縮小の要因は経常収支の黒字化が大きかった

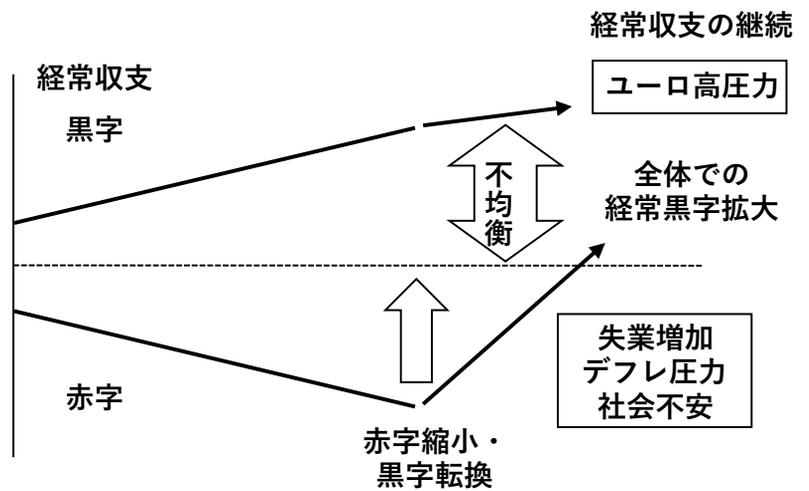
スペイン・イタリアは経常黒字化、ギリシャは依然赤字状態

先に示した不均衡是正の概念図が本来あるべき姿で、理想形であるとすれば、現実には、次ページの図表のような形での調整が2012年以降の実際の道筋であった。その後の国債のスプレッド縮小の要因として、基本的には欧州各国の経常収支の大幅黒字化が大きかった。ドイツ等黒字国の黒字が高水準で続く中、南欧諸国が大幅な赤字から黒字に転じたこと

■本質的な変化がないまま南欧の内需縮小による赤字縮小が実現した状況

が欧州全体の黒字拡大につながった。同時に、南欧国債の市場評価の見直しにつながった。その背景には、ISバランス上、南欧諸国の緊縮財政を通じた内需抑制がある。欧州問題の本質的な原因はドイツと南欧の経常収支の格差にあったが、格差改善という本質的な変化がないままに南欧の内需縮小による赤字縮小が実現した。

ユーロ圏の不均衡からの是正（実際の状況）



(作成) 岡三証券

ギリシャ病の反対にあるドイツ病

■欧州各国は経常黒字に転換したものの、いびつな経常黒字が積み上がる結果に

そもそもユーロの問題の本質は、各国の競争条件が異なる中で一律の通貨（ユーロ）を使うことに伴う対外的なインバランス拡大にあった。その結果、最も競争力があるドイツを中心とした北の諸国と、ギリシャを先頭に競争力が乏しい南の国々の対外バランス格差が生じた。日本では47都道府県の財政格差が存在するなか、同じ通貨（円）を用いられているものの、財政均衡策（地方交付税での移転）で均衡化されている。一方、財政の均衡化策に乏しいユーロ地域では、結局、ECBがマイナス金利を採用し、事実上の通貨切り下げを行い、近隣窮乏化策とも言える対応によって底辺となる南欧も含めた経常赤字の転換を図った。同時に、南欧諸国に厳しい内需緊縮策の策定を迫ってISバランス均衡化を実現させた。その結果、殆どすべての国々が経常黒字に転換し、ユーロ圏全体としてはいびつな経常黒字を積み上げる結果となった。特に、ドイツの経常黒字はGDPの6%前後と極めて高い状況にあるにも関わらず、財政支出を長年抑制する状況が続いていた。ギリシャ病と表裏の関係にドイツ病があるといえる。

そもそも欧州国債はソブリンでない 日本なら地方債だ

- 一定制約がある欧州国債は、日本から見れば、地方債に類する

以下の図表の類型からみて、欧州の国債は通貨調整機能を有する完全なソブリンではなく「擬似ソブリン」の状態である。すなわち、通貨調整機能を持っていないことでの制約がある状況であり、日本から見た場合、地方債に類するものだ。このように欧州国債が国債の体をなしていないにも関わらず、国債としての扱いを得る中で生じた矛盾が欧州債務危機の源泉にあったとも考えられる。従って、グローバルな金融規制に際しても、欧州国債は別の扱いがあってしかるべきにも関わらず、欧州のサイドから国債に対して厳しい資本規制を促すのは筋違いと評価させる。

以上のように欧州の不均衡に対し世界のなかでの修正圧力、ガバナンスや協調が働かず、分断が生じることが今日の国際経済の問題の一つともいえる。コロナショックに対処し欧州での共同債の発行は実現できなかったが、独仏主導での復興基金設立で一部に平衡制度の兆しが生じたことは注目すべきことだ。今後も南北格差のなかでの対応が注目される。

経常収支での類型

	国内純貯蓄	財政収支	経常収支	備考
米国	赤字	赤字	大幅赤字	「双子の赤字」だが、基軸通貨で「full sovereign（完全なソブリン）」
日本	大幅黒字	赤字	黒字	「full sovereign（完全なソブリン）」
アルゼンチン等 途上国危機	赤字	赤字	赤字	通貨調整あり、ただし、「sovereign」自体に議論
欧州債務危機国	赤字	赤字	赤字	通貨調整困難で、「subsidiary sovereign（副次的ソブリン）」

(作成) 岡三証券

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)