

ユーロ圏 PIIGS 諸国の対外債務の持続可能性について

三井住友アセットマネジメント 西垣 秀樹

本報告ではユーロ圏危機の焦点ともいえる PIIGS 諸国（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）の 5 カ国の対外債務の支払能力問題について、①経常収支の持続可能性が金融危機の前後で変化したのか、②これらの国の経常収支に有意な影響を与える要因（貿易フロー、貯蓄投資バランス、国際資本フローの 3 つの側面から）は何かに関しての実証的分析の結果を示す。主な結論は以下の通りである。

第 1 に、経常収支の持続可能性に関するテスト（単位根検定）の結果によれば、ギリシャの経常収支赤字は 2008 年の金融危機が発生する前も、さらに金融危機発生後の最新データ（2012 年第 2 四半期）を含んだ場合でも持続可能ではなく、対外債務の支払能力に依然として大きな問題があることが示唆される。ギリシャについては対外債務の返済可能性を高めるべく、対外競争力の改善や生産能力増強のための政策対応を一段と強化することが喫緊の課題と考えられる。アイルランドについては、2010 年に EU、IMF から流動性支援を受けたものの、経常収支は金融危機の発生前から持続可能であったとみられ、対外債務の支払能力に大きな問題があったわけではないことが示唆される。さらにポルトガル、スペイン、イタリアの経常収支赤字については、金融危機発生前は、持続可能性の条件を満たしていなかった可能性があるが、最新データを用いた分析によれば、持続可能性を支持する結果が得られる。これらの国々は金融危機後のさまざまな構造調整等を経て、支払可能な状態を回復した可能性がある。この観点からみると、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアの対外債務の返済可能性については過度に悲観的になることはないかもしれない。

第 2 に、経常収支に影響を与える要因に関する分析結果によれば、国によって程度に差異があるものの、経常収支を改善させるためには総じて国内所得の減少、実質為替レートの減価、直接投資フローの増加などが有効とみられる。今後は PIIGS 諸国の将来の生産能力（返済能力）の拡大につながるような直接投資フローの増加が重要と考えられる。さらに国によっては証券投資や「その他投資」の流入増加が経常収支の悪化につながった点を踏まえると、今後はクロスボーダーの金融取引を規制、監督するための政策協調が一段と重要になるだろう。なお、貯蓄投資バランスの側面から財政政策の役割を考えた場合には、政府貯蓄の増加（財政緊縮）はポルトガルやスペインで短期的に経常収支を改善させる可能性があるが、持続的な効果が見込まれない上に、ギリシャ、アイルランド、イタリアでは必ずしも財政政策が有意な影響を与えていない。むしろ民間部門の貯蓄投資バランスを改善させること（信用の膨張や投資ブームの抑制、貯蓄増強の政策等）が重要であろう。

（本報告内容は所属機関を代表する見解ではなく、個人的な見解です）