

欧州債務危機への対応と課題

青木圭介[†]

概要

ギリシャに端を発した欧州債務危機問題に対し、その原因となったユーロ圏の構造問題や不均衡問題について考え、EUやIMF、ECBがどのような支援策を打ち出し実施してきたか、その対応策と課題について議論している。

今回の債務危機問題を解決するには、それぞれの国が「財政再建と規律の確保」、「構造改革」、「金融支援策の構築」という三つの課題にセットで取り組むことが不可欠であり、様々な支援策を活用しながら当該国の財政再建や経済・産業構造の転換を進める必要がある。将来的にはユーロ圏の財政統合に向けた議論を避けることは出来ない。

キーワード：ESM, OMT, 銀行同盟, ユーロ共同債, 財政統合

I. ギリシャ債務危機と周辺国への波及

ギリシャでは2009年10月の総選挙で野党第1党であったギリシャ社会主義運動（PASOK）が勝利し、パバンドレウ政権が誕生した。新政権は前政権によるずさんな財政統計を明らかにすることで、それまで認識されていたギリシャの財政状況が一変することになる。

2008年秋のリーマン・ショックによる金融危機により世界的に景気が低

[†] Email:aoki@sun.ac.jp

迷い税収が減る一方、金融機関に対する支援や景気刺激のための財政支出を通じて各国の財政状況は悪化した。ギリシャにおいてもそのような状況に違いはなかったが、2009年当初の財政赤字見通しは対 GDP 比5.1%台とユーロ圏平均の5.3%を下回っていた。だが、新政権によって明らかにされた新たな財政状況では、2008年の財政赤字は当初発表されていた GDP 比5.0%から7.7%に修正され、2009年の見通しも12.7%と当初の5.1%から大幅に上方修正されたことから、それまでの悪質な粉飾財政が一気に表面化した¹。(表-1参照)

表-1 EUの一般政府財政収支と一般政府債務残高

(単位：対 GDP 比%)

	一般政府財政収支の純貸出 (+)・純借入 (-)							一般政府債務残高				
	実績値			予測値				2006年 Q4	2007年 Q4	2008年 Q4	2009年 Q3	
	2006年	2007年	2008年	2009年 1	2009年 2	2010年 1	2010年 2					2011年 2
ギリシャ	-2.9	-3.7	-7.7	-5.1	-12.7	-5.7	-12.2	-12.8	97.1	95.6	99.2	113.2
ポルトガル	-3.9	-2.6	-2.7	-6.5	-8.0	-6.7	-8.0	-8.7	64.7	63.6	66.3	73.7
アイルランド	3.0	0.3	-7.2	-12.0	-12.5	-15.6	-14.7	-14.7	25.1	25.2	44.0	62.2
スペイン	2.0	1.9	-4.1	-8.6	-11.2	-9.8	-10.1	-9.3	39.6	36.1	39.7	49.7
イタリア	-3.3	-1.5	-2.7	-4.5	-5.3	-4.8	-5.3	-5.1	106.5	103.5	105.8	116.3
ドイツ	-1.6	0.2	0.0	-3.9	-3.4	-5.9	-5.0	-4.6	67.6	65.0	65.9	71.9
フランス	-2.3	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3	-7.0	-8.2	-7.7	63.7	63.8	67.4	75.8
ユーロ圏平均	-1.3	-0.6	-2.0	-5.3	-6.4	-6.5	-6.9	-6.5	68.3	66.0	69.3	77.6
英国	-2.7	-2.7	-5.0	-11.5	-12.1	-13.8	-12.9	-11.1	43.5	44.7	52.4	63.4
EU27カ国平均	-1.4	-0.8	-2.3	-6.0	-6.9	-7.3	-7.5	-6.9	61.4	58.8	61.6	71.6

注) 1：2009年4月の2009年春季経済見通しにおける予測値

2：2009年10月の2009年秋季経済見通しにおける予測値

出所：Eurostat

新政権は政府債務残高が2010年には対 GDP 比121%に拡大するとの見通しと共に、2010年度予算案においては財政赤字を9.1%にまで引き下げ財政再建に努めることを表明したが、ギリシャに対する市場の評価は厳しく、ギリシャのソブリン債に対する信用格付けは悪化し、国債相場は大きく下落することになった。国内景気悪化による税収不足を補うために新規に国

¹ その後15.6%とさらに上方修正された。

債を発行しようとしても金利の大幅な上昇を余儀なくされ、既発債の利息支払いや償還に迫られる困難な状況を勘案すると、市場では財政破綻による債務不履行（デフォルト）が生じるのではとの懸念が蔓延した。

ギリシャの場合、国債の多くをユーロ圏の別の国やイギリス、アメリカなどの国外金融機関が保有している。デフォルトになればギリシャ国債を保有するこれらの国の金融機関のバランスシートが毀損し、経営状況が悪化することは避けられない。とりわけ保有残高の多いユーロ圏各国の金融機関にとっての事態は深刻で、投資家や金融機関にとっては誰がギリシャ国債によって大きな損失を生じさせているかがわからず、リーマン・ショックの時と同様の疑心暗鬼が広がり、金融市場では銀行間取引が停滞、資金調達の悪化による実体経済への影響も懸念されていた。(表－2 参照) そのようなユーロ圏の金融システムに対する不安定性が増すことで共通通貨であるユーロに対する信認も低下することとなった。

問題が明らかになると同様の問題を抱えている国も注目されるようになった。危機はアイルランドやポルトガルにも広がり、これらの国も EU（欧州連合）や IMF（国際通貨基金）に支援を要請した。その後はより規模の大きなイタリアやスペインに対する信用不安が高まり、欧州全体を巻き込んだ深刻な状況となっている。とりわけ、不動産バブル崩壊を背景とするスペインの信用不安は、今後の状況次第ではユーロ圏のみならずグローバル経済全体に深刻な影響をもたらすと懸念されている。

表－2 債務危機国に対する債権保有国及び残高

(単位10億ドル)

	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	他ユーロ圏	イギリス	アメリカ	日本	その他	合計
ギリシャ	65.4	83.1	6.8	1.3	31.6	17.0	36.2	2.3	8.5	252.1
ポルトガル	44.3	48.5	7.6	98.3	21.2	29.0	35.6	2.6	5.5	292.6
アイルランド	186.4	77.3	24.7	17.7	64.2	187.5	108.3	22.0	58.8	746.8
スペイン	216.6	201.3	37.2	—	164.1	136.5	172.8	25.1	36.2	989.8

出所：BIS（2010年12月時点）

危機発生後ギリシャ政府は支援の見返りに公務員数の削減や賃下げ、年金の減額等の緊縮財政政策を打ち出したが、歳出の削減は不十分である。

財政赤字を2014年までにGDP比3%以下にする計画を立てているが、2009年に-15.6%であった赤字は2010年に-10.3%、2011年に-9.1%と徐々に減少しているもののその道のりはまだ遠い。OECDの試算によると2012年度の赤字はなお-5.4%である。財政赤字を緊縮政策だけで進めるのには無理がある。景気回復による税収増加がもっとも有効であるが、ギリシャでは実質GDPはマイナス成長が続いており、今後も税収増加は期待できない。2010年に二度にわたり付加価値税(VAT)を引き上げているが(19%→23%)税収増加には繋がっていない。返って景気にはマイナス効果となっている可能性もある。国有資産の売却も計画されているがほとんど進んでいない。

ポルトガルではGDP成長率はややマイナスであるが政府が目標として掲げていた2011年に-5.8%という財政赤字の基準に対し-4.2%を実現するなど順調に改善が進んでいるといえる。アイルランドは2010年に-31.2%と大幅な財政赤字を記録したが、緊縮財政の継続と経済成長、雇用のバランスを図りながら、2011年は-13.1%と、2015年までに-3%へ削減することを目指している。このように、ギリシャに比べるとこれら2カ国のパフォーマンスは改善を示している。

2011年の公的債務残高についても危機に喘ぐこれらの国々はいずれもSGP(安定成長協定)に明記されている上限のGDP比60%を上回り、100%を超えているが、ギリシャについては突出しており165.3%にまで拡大している。(アイルランド108.2%、ポルトガルは107.8%)ギリシャでは成長に向けた産業構造の基盤が脆弱で、政治の混乱も重なり、思うような改善は進んでいない。自力での回復が必要であるが、今なおEUやIMFの支援に頼らざるを得ないのが現状である。

II. 債務危機への支援策

ギリシャに端を発した債務危機にはアイルランドやポルトガルに広がり、

その後、イタリアやスペインにまで飛び火した結果、放置すればグローバル経済全体に深刻な悪影響を及ぼすに至る状況まで来ている。そのような中、EUでは以下のような支援策を用意している²。

<欧州金融安定化メカニズム>(EFSM:European Financial Stabilization Mechanism):

財政危機に陥ったEU加盟国に対し、欧州委員会がEU予算を担保として市場や金融機関から資金を調達し、融資や与信枠を提供する制度。最大支援額は600億ユーロ。

<欧州金融安定化ファシリティ>(EFSF:European Financial Stability Facility)³:

ユーロ圏諸国を対象に、4,400億ユーロのユーロ圏各国政府の保証付き緊急融資スキーム。ルクセンブルクに法人登録されている。最大支援額は4,400億ユーロ。2013年6月までの期限付き措置である。2011年10月の首脳会議で、EFSFの財源をレバレッジに支援可能額を増額する計画に合意した。EFSFが持つ財源のうち、レバレッジで増額可能なのは2,500億ユーロ程度。これをテコに1兆ユーロ規模への拡充を目指していたが、融資可能額は当初想定されていた1兆ユーロに届かない見込みである。

<欧州安定メカニズム>(ESM:European Stabilization Mechanism)⁴:

上記の暫定支援メカニズムの恒久化を目指し、ユーロ圏諸国間の条約により設立される予定の機関。ボードメンバーは加盟国財務相から成り、欧州委員会の経済通貨担当委員、およびECB総裁もオブザーバーとして参加する。暫定的な支援枠組みであるEFSFをベースに、ユーロ圏各国政府の保証を基に債券を発行し、支援要請国向けの財政融資支援を行う機能に加え、EFSMをベースに支援を行う機能を併せ持つ予定である。ESM条

² JETRO「ユーロトレンド2012.7」から引用している。

³ <http://www.efs.europa.eu>

⁴ <http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm.2.en.12.pdf>

約について、加盟各国は2012年末までに承認手続きを終了し、当初は2013年1月の発効、同7月からの稼働を目指すとしていたが、債務危機の深刻化を受け、2011年12月の欧州理事会で、1年前倒して2012年7月の稼働を目指すことに合意した。しかし、各国での批准手続きが遅れており、現時点では未だ稼働していない⁵。発効には批准した加盟国全体で出資額の9割以上となる必要があるとされている。このため、出資額が1割を超えるドイツ、スペイン、フランス、イタリアの批准は不可欠となっている。しかし、6月29日現在、このなかで批准を終えたことを通知したのはフランスだけである。なお、ESMが発足すれば、2013年6月末まではEFSFと併用されることになるが、当初両者の上限は5,000億ユーロとされていた。しかし、2012年3月のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）で7,000億ユーロに引上げることで合意している。

これらの支援メカニズムの構築に加え、IMFの支援能力を強化するため対策も打ち出されている。2011年12月の欧州理事会では、各国政府および中銀がIMFに対して2,000億ユーロ拠出することを確認した。2012年4月のG20財務相・中央銀行総裁会議では、IMFの資金基盤強化のため、各国は計4,300億ドルを拠出することで合意し、2012年6月のG20首脳会議では、拠出額の4,300億ドルから4,560億ドルへの上積み合意した。IMFによると⁶、日本が600億ドルを拠出する最大の拠出国で、中国も430億ドル拠出することになっている。

上記支援メカニズムを通じた支援がギリシャを始め、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロスに対して実施され、今後も必要に応じて対応することになっている⁷。いわばこれらの支援策は危機に陥った国が自国債券の償還や利払い等に必要な資金を手当てし、デフォルトを防ぐための資金として融通するものである。いわゆる「ギリシャ型救済策」と呼べ

⁵ 2012年9月12日、ドイツ憲法裁判所によるESM批准手続きの合憲判断により、遅れていたESMの設立が10月にも可能になる見通しとなった。

⁶ <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr12231.htm>

⁷ 各国に対して実施された時系列の対策や支援額等についてはJETRO (2012) が詳しい。

るものであるが、過大な政府債務を抱える国に対し、必要であれば民間銀行や投資家に PSI (Private Sector Involvement: 民間部門関与 (債務減免)) を迫り、EU や IMF が共同で融資を行う間に財政再建、成長志向への構造改革を進めることである。その結果、政府債務が維持可能な水準まで低下すれば問題は解決するが、その過程でユーロ圏の金融市場に対する不安が増し、金融システムの脆弱性が高まると、事態は一国の債務危機問題だけに収まらず、ユーロ圏全体、引いてはグローバル経済全体に影響をもたらすことになる。そのような観点からユーロ圏の金融システムに対する不安を生じさせないために、ECB (欧州中央銀行) による金融政策を通じた支援が必要となる。ECB がこれまで実施してきた支援策としての非伝統的な金融政策は以下の通りである。

<資金供給オペレーション> (LTRO: Longer-Term Refinancing Operation):

ユーロ圏の債務問題が混迷を深め、世界的な金融危機へと向かう懸念からインターバンク市場での流動性が急激に減り、欧州内銀行による資金繰りの悪化が懸念された2011年12月、ECB が期間3年の資金供給オペ (3年 LTRO) を実施、4,900億ユーロもの応札があった。これを受けて金融市場全体に安心感が広がり、株価の上昇や南欧国債利回りの大幅な低下に繋がった。さらに、2012年2月29日に入札、3月1日に供給された第二弾の LTRO では初回を上回る約5,300億ユーロの資金供給を行い、合計で約1兆ユーロの資金が欧州内銀行に供給された。

<証券市場プログラム> (SMP: Securities Markets Program):

LTRO は市中銀行の資金繰りを支えることにはなるが、南欧国債市場の安定化という点では効果が限定的である。国債市場の安定による利回りの低下、国債を保有する市中銀行の健全性の確保、流動性の維持、財政安定化という観点から ECB がリスクをとって国債の流通市場に直接介入し、南欧諸国の国債買い入れを行った。2010年5月から実施されていたが2012

年3月に打ち切られた。規模としては総額2100億ユーロに上っていた。

<国債購入プログラム>(OMT:Outright Monetary Transactions):

ギリシャだけに留まらずスペインやイタリアにまで飛び火した債務危機問題を沈静化させるため、ECBは2012年9月6日の理事会においてスペインやイタリアなどの南欧諸国国債を無制限に購入することを大筋で合意した。先のSMPはあくまでも一時的で限定的なものとしていたスタンスからは大きな政策変換といえる。その目的は今回の債務危機問題により南欧諸国の国債利回りの上昇を食い止め、欧州金融システム不安や信用不安を回避することを目的としている。また、分断されたユーロ圏の金融市場を再統合させ、ECBが実施する金融政策が適切に機能する環境を整えることを目的としている。

OMTの内容と実施の条件は以下の通りである。買い取りの対象となる国債は残存期間が1年から3年までの短期国債である。購入額については具体的な金額は想定されておらず、無制限とされている。現時点では社債や資産担保証券はその対象とはなっていない。また、国債購入によって市場に供給される資金は不胎化措置が講じられることになっており、その点では量的緩和政策との意味合いは薄い。さらに、今回ECBによって購入される債券には優先弁済権は付かず、他の民間債権者と扱いは同等である。結果、ECB自体も債券保有に対するリスクをとることになり、対象国債発行国の財政状況がさらに悪化した際にはECBのバランスシートが大きく毀損する可能性もある⁸。

OMTが実施される条件は先のSMPとは大きく異なる。SMPは市場の状況からECBが必要であると独自に判断した場合に、国債の流通市場に直接介入して国債買い入れを行っていたが、OMTでは国債買い取りとい

⁸ 中央銀行が債券を購入する場合、日本銀行であれば同時に同額の国庫引当金を積みこむことでデフォルトによるバランスシートの毀損を回避する措置を講じているが、ECBの場合現時点でそのような措置は予定されておらず、万が一に備え今後ECBにおいても検討する必要がある。

う形の支援を受けようとする国はESM（場合によってはIMFも含む）による財政再建に向けたコンディショナリティーを課せられることが条件となっている。また、ECBはどの国の国債をどれだけの金額を購入したかを公表することにより、市場に対する透明性も高まるとしている。債務危機問題の本質が当該国の財政悪化や競争力を持たない自国の産業構造にあるとするならば、問題の根本的な解決には財政再建と産業構造の転換が必要であり、OMTはそのための時間的猶予を確保する措置であるといえる。

ECBによる大胆な国債購入プログラムであるOMTを活用するためには当該国政府が自ら財政支援要請を行い、自国の財政再建に向けた姿勢を示す必要がある。ECBが『最後の買い手』機能を果たす枠組みは概ね出来上がりつつあり、この枠組みを有効に活用できるかどうかは政府サイドに委ねられる段階に来つつある。ユーロ圏全体にとっての今後の対応策としてまずは『銀行同盟』の構築、最終的には財政統合への道筋を示すことになる。

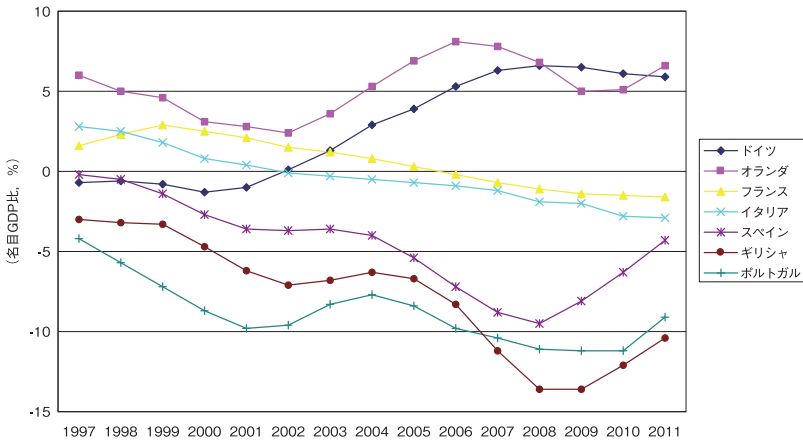
Ⅲ. 問題解決への対応策

今回の債務危機問題の直接的な原因は言うまでもなく財政赤字の拡大にあるが、その遠因は自国に競争力のある産業が少なく、経常収支が赤字であるがゆえに財政のファイナンスを外国に頼らざるを得なかった経済構造を背景に、単一通貨を使用することでユーロ圏諸国の経常収支不均衡が是正されぬまま拡大し、ユーロの恩恵による財政ファイナンスを持続出来たことにある。（図－1参照）

このような状況の下、経常収支赤字国は黒字化に向け競争力のある産業の育成に努めるか、緊縮的なマクロ経済政策を行うことで不均衡を是正する必要があるが、それが成果を挙げない場合は黒字国から赤字国への財政の再分配が必要となる。しかしながら、周知の通りユーロ圏においては財政政策は独立しており、EUの共通予算以外の枠組みで税や所得の再分配

機能は備わっていない。このことから、問題の抜本的な解決には大きく「競争力のある産業育成のための経済構造改革」と「共通の財政政策を可能とする財政統合」の二つの視点から議論する必要がある。さらに金融監督及びプルーデンス政策の面から「銀行同盟」についても検討したい。

図一 1 ユーロ圏の経常収支推移



出所：Eurostat

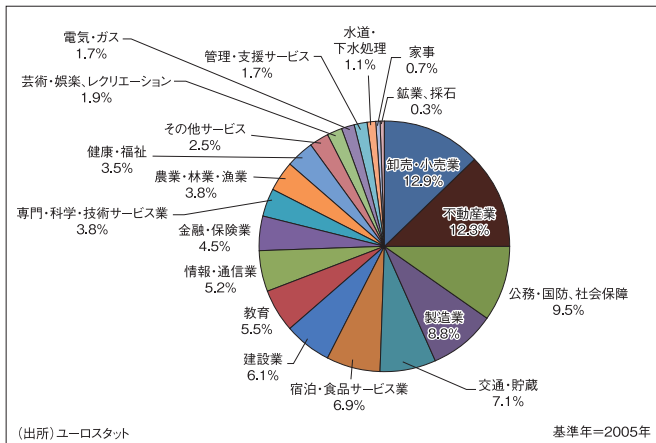
① 経済・産業構造の改革

各国の産業別構造について考えてみる。JETRO⁹によるとギリシャの主要産業は観光や海運といった運輸や宿泊サービスで、両者合わせて2割程度を占める。他方、製造業の比率が1割にも満たない状況で、輸出産業はかなり脆弱といわざるを得ない。ギリシャの主要産業が観光や海運といった運輸や宿泊サービスである限り、その業績は外国の景気に大きく左右され、内需拡大を通じた成長はあまり期待できないのが現状である。

ギリシャでは緊縮財政のもと、公務・国防・社会保障や教育といった産業も縮小を余儀なくされ、今なお成長率は低迷している。成長率の低迷は

⁹ JETRO「ユーロトレンド2012.7」を参照。

図一 2 ギリシャ GDP 産業別構造 (2010年)

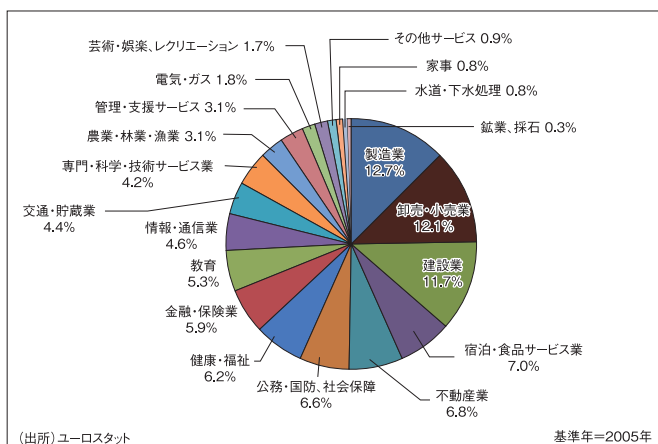


出所：JETRO「ユーロトレンド2012.7」より転載。

輸入減少による自国経常収支を改善することにも繋がるがその効果は乏しい。ギリシャにとっては何よりも経常収支黒字化に向けた輸出競争力のある製造業の育成に努め、製造業のGDPに占める割合を高めることが課題である。言い換えれば、現状のままギリシャがユーロ圏から離脱したとしても、新たな通貨ドラクマの減価による経常収支改善の効果は限定的となる可能性も否めない。

スペインはギリシャとは状況が異なる。旺盛な不動産需要に支えられ内需拡大を中心とした成長を遂げてきた反面、リーマン・ショックや不動産バブル崩壊にともなう景気悪化に対し政府が過大な景気刺激策を実施したことが財政収支悪化の原因である。加えて、不動産バブル崩壊による多額の不良債権が国内銀行のバランスシートを悪化させ、国内金融システム不安とともにさらなる景気悪化を招くという複合型不況の様相を持つ。GDPに占める産業別構造をみると確かに第3次産業の比率が高く、観光業などの宿泊サービスも一定の規模を有するが、ギリシャとは異なり製造業も13%近くを占め、建設業と不動産業の割合が高い。バブル崩壊後はこれら建設・不動産業の衰退がスペイン経済悪化への大きな要因にもなっている。

図ー3 ス페인 GDP 産業別構造 (2010年)



出所：JETRO「ユーロトレンド2012.7」より転載。

スペインにおいては国内銀行のバランスシートを改善させるべく、政府による資本注入は欠かせず、財政悪化に喘ぐ政府はその財源を確保するべく最終的にはEUに支援を要請せざるを得ない状況にある。市場によるスペインへの不信はスペイン国債の価格下落による利回りの上昇、借り換えによる新規国債発行への入札懸念などに現れ、その意味ではECBが今回OMT実施を決断した意義は大きい。

スペインには大きく三つの側面から構造改革の必要性がある。まずは他国に比べると手厚い労働者に対する保護の是正を含む労働市場改革である。短期的には失業がさらに増えるかもしれないが、ドイツ並みに解雇コストを引き下げ、賃金や労働条件の調整、手続きの柔軟化を進め、また、起業を促し中小企業を支援する雇用や税制に対するインセンティブの付与などである。次に自国金融システムの健全化である。銀行が保有する不動産の引き当て処理を通じて不良債権の処理を進め、引き当て処理のできない銀行に対する吸収・合併を通じた金融セクターの再編と強化が必要である。最後は言うまでもなく財政を健全化させ市場の不安を払拭することである。

これら三つの側面からの構造改革を進めるために、スペインはESMか

ら速やかに必要な財政支援と国債購入による ECB の支援を受け、自国金融システムを再構築し、緊縮政策を行いつつも景気を自律回復させ、最終的に財政の健全化を実現することが求められる。ユーロ圏で四番目の規模を有するスペインの債務問題はギリシャのそれとは比較にならず、スペインのユーロ圏の離脱という選択肢は考えられない。

② 共通の財政政策

現在の EU では税制の調和という目標はあるが、各国の法規に従い独自の税制が適用されている。法人税を始め間接税である付加価値税やさまざまな物品税など、それぞれの税に対する税率も国によって異なることも多々ある。それは主権国家として徴税の権利を有し、その用途についても各国の裁量で行うことを当然の権利として認めてきた。EU が経済的な結びつきを段階的に強めていき、単一通貨ユーロを導入したユーロ圏においては、その結びつきはいっそう強くなり、共通通貨である『ユーロ』の信認を脅かさないためにユーロ圏諸国には安定成長協定（SGP）に基づく経済的しびりが課せられている。その中で単年度の財政赤字の基準と累積した政府債務残高の上限基準が設定されており、その基準を逸脱した場合には一定のルールに基づきペナルティーが科せられることも定められている。SGP の収斂基準を満たさなかった場合の罰則規定や適用状況については本稿では扱わないが、少なくともこの基準においてそれまで各国が有していた財政主権の一部を拘束することになったことは確かである。今回の債務問題を受け、その原因となった財政に対する拘束をさらに強め、財政政策の一元化、引いては『財政統合』を行おうという議論も起きているが、ユーロ圏において完全な財政統合の実現には多くの問題や課題があり、まだまだ現実的ではない。単一通貨を導入したユーロ圏の国々では異なる経済構造のもと、景気循環が同質的ではなく、結果的に経常収支の不均衡が顕著となり、財政に対するパフォーマンスも異なるものとなった。財政状況の悪化が著しい国が今回の債務問題の震源となっている。

根本的な解決が『財政統合』であることは間違いないが、少なくとも今回の債務危機に対処するべく議論されているのが『ユーロ共同債』の発行である¹⁰。ユーロ共同債とは、今回の債務問題を契機に市場の選別が進む国が独自に国債を発行することが困難な場合、ユーロ圏諸国全体で責任を負い、共通の債券を発行することで必要な資金を調達するものである。したがって、自国では高コストでの発行、もしくは国債自体を発行できない信用力の低い国が他国の信用を背景に資金調達が可能となり、もし償還に窮した場合は他の国も共同で責任を負って償還することから、とくに市場の信用力の高いドイツやオランダなどの北部欧州諸国がユーロ共同債の発行に反対しているのが現状である。

そもそもユーロ共同債は、今回のような債務危機に直面した国が自前の債券発行が出来ず、発行済みの債券の償還に問題が生じた際に、その償還に必要な資金を共同で調達しようとする枠組みである。このような枠組みのもとでは大きく2つの問題が懸念される。

一つはモラルハザードである。自国の債券発行が困難となった場合にも共同債での資金調達が可能であれば、自国の財政健全化へのインセンティブが著しく低下することも考えられる。それはECBによる先の国債購入(SMP)も同様で、困れば助けてもらえるという考えのもとでは必要な財政再建は進まない。したがって、今回のOMTではコンディショナリィを伴うことになった。

二つ目は従来低コストでの国債発行が可能であった国が余計なコストを強いられる可能性があることである。共同で債券を発行するということはその担保としての信用力も共同のものになる可能性が高い。例えばドイツ単独で発行する債券の利回りと、ギリシャやスペインも含む国々が共同で発行する債券では、デフォルトリスクを考慮するだけでもより高い利回り

¹⁰ ユーロ共同債の議論はそもそもユーロ圏での Blue bond・Red bond の議論が元になっている。詳細については、例えば以下の欧州議会報告書を参照されたい：

http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110321_ATT_15948/20110321_ATT_15948_EN.pdf#search='blue%20bond%20red%20bond'

を求められることは容易に想像できる。いわば、ドイツやオランダなどの信用力のある国にとっては必要のない債券であり、自前、かつ低コストで発行した方が望ましいということになる。

論点は以下ようになる。ユーロ共同債を発行するとしてもそれによって調達した資金は個別の国のために利用してはならず、ユーロ圏全体で利用するとの明確な意思が必要である。問題に直面している南欧諸国にとっては自国の債務が共同債によって軽減されることを求めるであろうが、それでは北部欧州の国々は納得しない。財政赤字の付け替えのために利用するのではなく、ユーロ圏全体の便益となることが重要である。例えば、スペインの財政赤字を軽減するためではなく、スペインの民間銀行の資本注入のために利用するのであれば、スペインの金融システムの再編につながり、引いてはユーロ圏全体の金融システム安定に寄与することになる。

このように考えると、ユーロ圏共同で発行する債券はユーロ圏財務省のような組織が発行する必要がある、結局はユーロ圏の『財政統合』を進めなければならないのである。現状ではESMによる発行が議論されているが、ESMは財政支援に特化した機関であり、各国の財政政策の一部でも担うものとはなっていない。ユーロ圏財務省は共同再発行による資金調達だけでなく、ユーロ圏全体の徴税を管理し、それら税収の使途も含めた運用を担う組織にならなければ円滑に機能することはない。このようにユーロ共同債の発行、ユーロ圏の財政統合についてはまだまだ議論すべき問題は多い。

③ 銀行同盟

現在のユーロ圏では金融規制・監督、預金保険制度、破たん処理等についての権限を各国の政府や中央銀行に委ねている¹¹。単一通貨ユーロを使用することで金融政策は一元化されているが、金融システムは一元化され

¹¹ EU内では国によって預金保険制度や破綻処理スキームが異なり、金融システムに不安が生じた際はより手厚い預金保護を求め預金の他国への流出が生じ、流出した国ではさらなる信用不安に繋がることもある。詳細についてはAoki (2010) を参照。

ていなかった。EUは2012年6月の首脳会議で規制・監督組織を設置し、金融機関に対する規制・監督責任を集権化することに合意し、9月12日に欧州委員会が銀行監督の一元化を発表した。ユーロ圏では金融政策に加え各国の金融システムも統合させる、いわゆる『金融統合』を進めている。欧州委員会によって発表されたのは銀行に対する単一の規制・監督当局を創設するもので、預金保険制度や破綻の際の処理に関するルールなどについては触れられていない。そもそも『銀行同盟』とは銀行に対する監督、破たん処理、預金保護等の仕組みを一元化するものであり、現時点で提示されている案は銀行に対する規制・監督の部分だけである。規制や監督だけでなく預金保護や破たん処理の仕組みまで一元化されることでユーロ圏の金融システムはより強固なものになると思われるが、この点については今後の課題となっている。

少なくとも規制・監督の部分だけでも一元化する案に対しても問題点はある。案ではECBが2013年から段階的に監督業務を開始し、2014年にはユーロ圏の6,000行を超える全銀行の監督をするとされているが、各国の思惑の違いからさまざまな意見がありまとまっていない。フランスやスペイン、イタリアなどは全銀行を監督することに賛成しているが、ドイツやオランダなどは主要行だけで、かつ権限委譲の前にストレステストの実施し、テストに合格した銀行だけがECBの監督下に入るべきと主張している。これらの相違は自国の銀行システムが脆弱か否か、自国の国民負担を出来る限り生じさせたくないとの思惑の違いから生じている。

さらに次のような問題もある。ユーロ圏には属さない中・東欧の約65%の銀行はドイツやフランス、スペイン、オーストリアといったユーロ圏の銀行が保有しており、ユーロ圏の銀行監督が一元化された後、ECBがユーロ圏の銀行に資本増強を求めた場合、それら中・東欧の資金力のない銀行の資本が剥ぎ取られ、結果的にユーロ圏外の銀行の負担が増える可能性もある¹²。また、ユーロ圏内銀行の傘下にあるこれら銀行も今後はECBが実

¹² 中・東欧の金融システムやその脆弱性についてはAoki (2009)を参照されたい。

質的に監督することになる。

従来 EU の銀行の規制・監督は各国の政府や中央銀行に委ねられ、欧州銀行監督機構（EBA）が各国の行う規制やルール，監督体制をチェックするなどの連携を取ってきた。今後，EBA は引き続き EU のユーロ圏外諸国と銀行監督について連携を取り，それらの銀行とユーロ圏内の銀行との業務の監視などを行うことになる。ESM では民間銀行に直接資本注入が可能となる。各国で異なる規制が存在するこの資本注入も効果的に行うことは出来ない。ユーロ圏内の銀行に対して ECB が統一したルールで規制・監督を行うことはユーロ圏全体の銀行・金融システムにとって望ましいといえる。

問題は各国で異なる預金保護の制度や破たん処理スキームの違いであり，その点については欧州委員会においてもまだ何も触れられていない。本当の意味で『銀行同盟』を実現させるためには，預金保護や破たん処理に関する各国の主権を放棄させ，金融に関係するすべての枠組みを一元化することが必要である。

IV. 問題解決への課題

今回の欧州債務危機問題に対しては上述したような支援策や対応策が用意されてきたが，問題の解決に対してはまだ課題も多い。今回のような財政危機を克服するためには「財政再建と財政規律の確保」，「経済構造の改革」，「金融面での支援策の構築」の三つの対応策を携え，確実に実施する必要である。

ユーロ圏では今回の債務危機が金融危機へと発展し，各国の経済状況も芳しくない。そのために税収が落ち込み，必要な財政再建も進んでいない。財政再建には緊縮政策も不可欠だが，国民に痛みを強いることになり，国民がどこまで耐えられるかが懸念される。財政規律については従来の過剰財政赤字手続きに沿った勧告や常に実施が躊躇われてきた制裁措置を，確

実に実施するというより強固な枠組みとして作り直す必要がある。この問題も最終的には各国の財政主権の一部放棄に繋がるため困難を伴うだろうが、ユーロ圏諸国の英断に期待したい。

債務危機に直面した国々は従来の債務依存体質から脱却し、経常収支黒字化に向けた経済や産業の構造改革が不可欠である。競争力のある輸出産業と柔軟な労働市場を背景に経常収支黒字を持続する北部欧州と、主たる輸出産業を欠き、なお改善の余地のある硬直的な労働市場を有する南欧諸国は国内貯蓄も乏しく慢性的な経常収支赤字が持続している。ユーロ圏ではこれらの国々が混在しており、北部から南欧諸国への財政移転の仕組みがない現状では¹³、南欧諸国は自国の産業構造の転換を図り、経常収支黒字化に努める必要がある。そうすることで実質的な債務削減へと繋がる。

金融面での支援策の構築についてはESMの設立やECBのOMTにより、その大枠な仕組みは決まりつつある。今後は各国の利害調整を図りつつ詳細について詰めていく必要がある。しかしながら、ESMについても大きな課題がある。現在想定されているESMの支援枠は最大で5,000億ユーロで、既にスペインの銀行への資本注入枠として最大1,000億ユーロ、キプロス支援のために最大100億ユーロが確定しており、残りの枠は約4,000億ユーロである。また、この支援枠はユーロ圏各国政府の拠出に応じて変動するため、実際にはどれ程の規模が集まるかも未定である。今後スペインやイタリアに対して本格的な支援を実施することになれば4,000億ユーロでは全く足りない。スペインの政府純債務残高は6,610億ユーロ、イタリアは1兆5,730億ユーロである。(共に2011年末時点) もちろん全額に見合う支援枠を用意する必要はないが、近い将来は2兆ユーロ辺りにまで資金を増強する必要があり、更なる拠出を求められる各国の調整は容易ではない¹⁴。

¹³ リスボン条約に規定されている財政移転禁止条項はESMの創設を機に廃止され(2012年6月)、今後はESMを通じた実質的な財政移転も可能となる。

¹⁴ ESMに銀行免許を付与し、ECBの資金供給オペを利用することで資金増強を求める意見もあるが、ECBによるとリスボン条約第123条で政府系機関への信用供与は禁じられており、

OMTについても課題はある。ECBは1～3年の短期債のみを購入の対象にしているが、短期債の利回りだけが低下し、中・長期債の利回りが高止まりしたままであれば、当該国の財政ファイナンスのコスト低下にはならない。また、政府が短期債のみを発行し、ロールオーバーの頻度を上昇させることになれば、それこそECBによる財政ファイナンスとの批判を強めることにもなる。ECBにとっては中・長期債の保有によるリスクを避けるための策であるが、このOMTが実際にどれ程の効果をもたらすかは明確ではない。

V. むすびに代えて

ギリシャに端を発した欧州債務危機問題は、EUやIMF、ECBによる様々な支援策によりかろうじてグローバル経済危機に繋がらずにいる。問題の根本的な解決には危機に晒されている国の債務削減と財政健全化、構造改革を通じた経済的基盤を充実させ、ユーロ圏の不均衡問題を解決するしかない。新たに発足するESMはそれまでの時間稼ぎに過ぎない。

ユーロ圏ではリスボン条約の財政移転禁止条項が今回の危機をここまで大きくさせることになり、これが制度上の欠陥として露呈した。危機の封じ込みには財政統合が有力な手段となるが、各国利害の隔たり大きくその実現にはまだ程遠い。本稿でも取り上げた銀行同盟や共同債発行の是非、ESMの資金力の拡大はいずれも最終的には財政統合の必要性の是非に繋がっている。今後、本格的な議論が必要となる時が必ず来ることになるであろう。

最後に、今後のユーロ圏がどのような方向に進んでいくかについて少しだけ触れておく。シナリオとしては三つある。一つは本稿で議論した様々

ESMはECBのオペに参加する適格性を満たしていないと指摘している。(ECBの2012年3月17日付意見書)もしそうであれば、ESMが銀行免許を付与されたとしてもECBの資金供給オペに参加することは困難となる。

な支援策を活用しながら、問題のある国々が財政再建に取り組み、経済構造の転換を通じていずれは自力での債券発行が可能となる日を迎えることである。いわばもっとも望ましいシナリオである。二つ目はスペインやイタリアといったユーロ圏の大国での危機が治まるのを待ち、恐らくは再建が進まないでいるギリシャへの支援を打ち切り、ギリシャがユーロ圏から離脱するシナリオである。短期的には大きな混乱は生じるが、ユーロ圏の持続的な成長を実現するにはこのシナリオは妥当であろう。最後は問題のある国々の再建が進まず、その負担に耐えかねた北部欧州諸国がユーロ圏から離脱することであるが、このケースがもっとも混乱が大きく、ドイツを除くユーロ圏の存在そのものにも大きな問題を提起し、ユーロ圏自体の存続の是非が問われることになるであろう。

上記シナリオの中で二つ目にある「ギリシャのユーロ圏からの離脱」というシナリオが起こる可能性は十分にあると認識しつつ、今後も欧州債務危機問題について注目したい。

参考文献

- Aoki, K., (2009), "Challenges of the EU Financial System and Vulnerabilities of Central and Eastern European Economies," *Asia-Pacific Journal of EU Studies*, Vol.7, No.1/2, pp.61-81.
- Aoki, K., (2010), "Challenges of the EU Financial System after the Sub-Prime Crisis," *Faculty of Economics Journal University of Nagasaki*, Vol.43, No.4, pp.63-85.
- Draghi, Mario., (2012), "Introductory statement to the press conference (with Q&A)," European Central Bank, 3 May 2012.
- De Grauwe, Paul., (2009), "Economics of Monetary Union," Oxford University Press.
- Feldstein, Martin., (2012), "The Failure of the Euro," *Foreign Affairs*, Vol.91, No 1, January/February.
- Pisani-Ferry, Jean., (2012), "The euro crisis and the new impossible trinity," Bruegel policy contribution, January 2012.
- JETRO (2010), 『ユーロトレンド2010. 4』。
- JETRO (2012), 『ユーロトレンド2012. 7』。
- 石川嘉英 (2012), 「ユーロの将来にある3つのシナリオ」, 『国際金融』1236号, pp26-29, 外国為替貿易研究会。
- 高屋定美 (2010), 「EUの財政政策の枠組みと安定化政策」, 高屋定美編著『EU経済』, ミネ

ルバ書房所収。

高屋定美（2011），『欧州危機の真実』，東洋経済新報社。

田中素香（2010），『ユーロ：危機の中の統一通貨』，岩波新書。

欧州委員会 各種報告書。

欧州議会 各種報告書。

『みずほ欧州経済情報』各号。