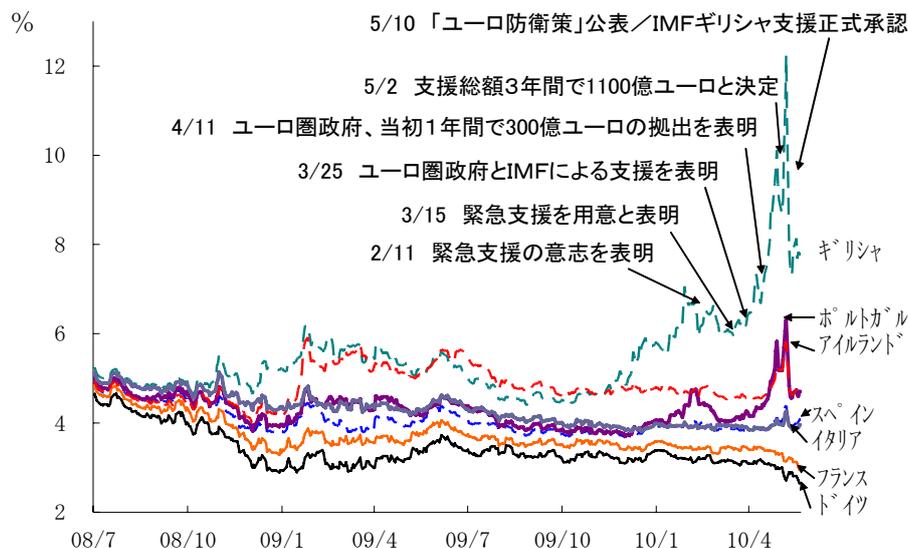


Weekly  
エコノミスト・  
レター防衛策公表後も続くユーロ安と  
ユーロ圏経済の失速リスク

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 今月 10 日の総額 7500 億ユーロの「欧州金融安定化メカニズム (E S M)」と欧州中央銀行 (E C B) による流動性供給の再拡大、債券市場への介入という対策が打ち出された後も、域内の国債スプレッドの乖離は続き、株価、ユーロ相場の軟調が続いている。
2. E S Mで「次のギリシャ」への支援体制を巡る不安は緩和するが、競争力が低下、対外的な不均衡を抱える周辺国が為替調整を行わずに財政と経済の再建を図ることができるのかという根本の問題は残る。政策を巡る足並みの乱れ、景気の失速、金融システム不安再燃などユーロ圏を巡る不安材料が尽きない中、市場の反発力が弱いのは当然だろう。
3. ただ、一連のリスクのうち、ユーロ圏経済の失速リスクは、厳しい緊縮財政に動く周辺国の規模や外部環境などを考えると、やや過大視されているように思われる。
4. とは言え、域内格差の拡大は単一通貨圏としてのユーロ圏の欠陥の表れであり、ユーロの信認回復のために、E S Mが存続する 3 年間でなすべきことは多い。

ユーロ防衛策発動後も域内のスプレッドは開いたまま  
— P I I G S と独、仏の 10 年国債利回り —



(資料)Datastarem

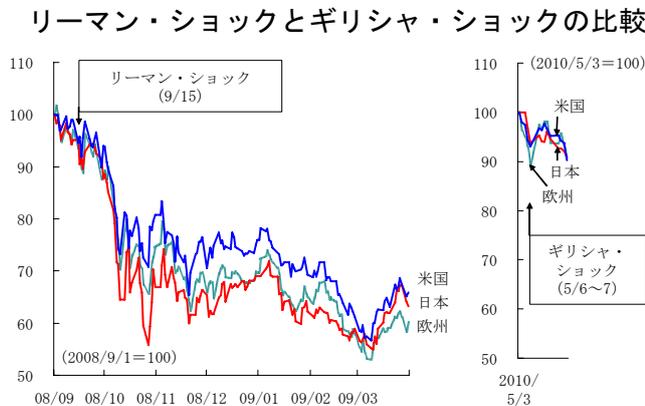
**( 財政危機の伝播、金融システム不安再燃リスクの拡大にユーロ防衛策を表明 )**

ギリシャの財政問題に対して欧州連合（EU）と単一通貨ユーロを導入している国々の政府（以下、ユーロ参加国政府）は、2月11日のギリシャ支援の意思表示に始まり、市場からの圧力で、具体的な対策をまとめるよう迫られ続けてきた。5月に入って、問題の発端となったギリシャに対してはユーロ参加国政府と国際通貨基金（IMF）による3年間で総額1100億ドルの支援が固まったが、ギリシャからポルトガルやスペインなどへの危機の伝播、危機国の国債を保有する欧州金融機関の資産劣化による金融システム不安の再燃の懸念から、ユーロ相場が急落、株価は世界的にリーマン・ショック直後にも匹敵するほど下落した。

こうした事態に歯止めをかけるため、5月10日に打ち出されたユーロ防衛策は、(1)総額7500億ユーロの「欧州安定化メカニズム（European Financial Stabilization Mechanism、以下E S M）」の創設、(2)欧州中央銀行（E C B）による流動性供給の再拡大と国債市場への介入である。ユーロ防衛策の公表に続き、18日にはEUとIMFによるギリシャ支援のうち第一弾として200億ユーロが実行に移され、問題の発端となったギリシャの資金繰りには当面の目処がついた。

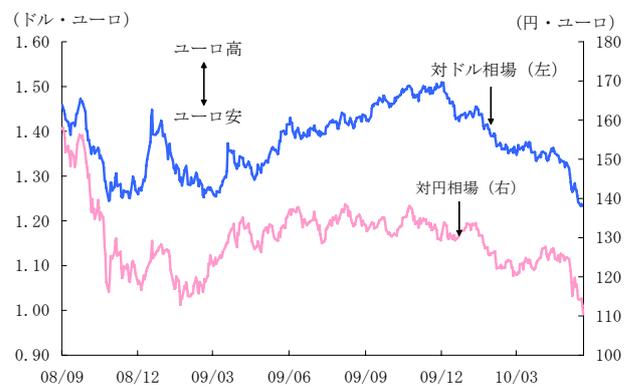
しかし、株価は一時的な反発の後、19日からドイツ政府がユーロ圏政府の国債と関連するクレジット・デフォルト・スワップ（C D S）、ドイツの主要金融機関10社の株式などの空売り規制を単独で導入したことも悪材料となって、再度下落に転じている（図表1）。ユーロ相場も下げ止まっておらず、20日のニューヨーク市場では一時1ユーロ=110円のラインを割り込む水準までユーロ安が進んだ（図表2）。

図表1 日米欧の株価の推移



(資料) Datastream

図表2 ユーロ相場の推移



(資料) Datastream

**( E S M創設でも問題国が厳しい財政再建を実現しなければならない本質は変わらず )**

E S Mは、①EUが新設する基金の600億ドル、②ユーロ参加国政府保証付き債券で資金調達を行う特別目的事業体（S P V）の4400億ドル、③IMFからの2500億ドルからなる。

うち、EUの基金は、ハンガリー、ラトビア、ルーマニアに対する支援で活用されたユーロ未導入のEU加盟国に対する基金とは別に新設される。原資は、EU予算を裏づけに欧州委員会が発行して調達、必要な限り存続するとされている。他方、総額7500億ユーロのおよそ6割を占めるS P Vは3年間という期限付きで、EUの基金を超える支援が必要となった場合のために活用

するという位置づけだ。E S Mを利用した実際の支援内容は、対象国の事情に応じたものとなる見込みだが、支援にあたってはIMFの融資と同等の条件が課されることになることになっている。

E S Mについて評価できる点は、ギリシャに対する支援は紆余曲折を経てなんとかまとまったものの、資金繰り難に陥る「次のギリシャ」が表れた場合にどのような支援体制が組まれるのかが不透明という状況が改善されたことだろう。市場の一部には、ギリシャをサブプライム危機が進行する過程で救済買収という措置が採られたベア・スターンズと位置づけ、早い段階で問題が発覚したために救済されたものの、ポルトガル、スペインなどへと問題が広がり、必要な支援額が膨らんでくると、リーマン・ブラザーズのように救済措置が採られなくなることが懸念されていた。E S Mの創設での合意で、「次のギリシャ」にも支援を行う意思があり、対応可能な範囲も明確になった。E S MのうちSPVの創設には、参加各国政府による議会での承認などが必要な段階（ドイツの場合21日に予定）だが、「次のギリシャ」の破綻で金融システムが混乱に陥るというリスクは、少なくとも当面は排除されたといえるだろう。

ただ、E S Mは、ギリシャに対する支援同様、厳しい条件を付けた上で支援を行うスキームである。計画の実行状況はEUとIMFの監視下におかれ、計画が達成できない場合には、追加的な措置をまとめなければ、第二弾以降の支援を受けることはできない。

E S Mは、競争力が低下し、対外的な不均衡を抱える周辺国が、ユーロ圏からの離脱、すなわち為替調整を行わずに財政と経済の再建を図ることができるのか、各国の政権が痛みの大きい改革を国民の同意をとりつけながらなしとげることができるのか、という根本の問題に対する不安を緩和するものではない。

### （ ECBは流動性供給の縮小方針を一部見直し、「機能不全」の債券市場にも介入 ）

一方、ECBは10日に流動性供給の再拡大と債券市場への介入（「証券市場プログラム」）を行うことを発表した。

ECBは、昨年9月以降、リーマン・ショック後の非常時に対応して拡充した流動性供給措置の一部停止や条件の見直しに動き、段階的な平時モードへの回帰を進めていた。だが、今回、流動性供給策として、①4月28日実施分より通常の変動金利に戻した3カ月物の資金供給を5月26日と6月30日分は金額無制限・固定金利で行う、②3月に打ち切った6カ月物の資金供給を5月12日に金額無制限・期間中のオペ金利の平均金利で行なう、③米連邦準備銀行とのスワップ協定に基づく84日物と7日物のドル資金供給を再開<sup>(注1)</sup>するなど、部分的に見直すことになった。

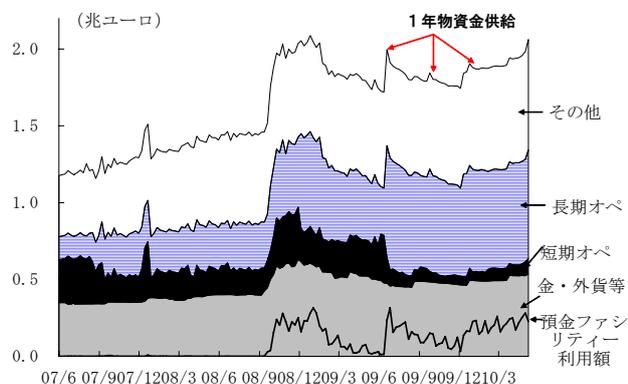
(注1) 需要の低下を受けて、84日物は昨年9月と7日物は今年1月に停止していた。

市場の関心を集めた債券市場の介入については、10日のスタート時点では、証券市場の機能不全に対応し、金融政策の波及経路を正常化する目的で公社債市場に介入することと、合わせて不胎化を行うため、量的緩和とは異なるという方針が示されたのみであった。介入の範囲は政策理事会が決定するとして、昨年7月から信用緩和措置として開始されたカバード・ボンド買い入れ策公表時のように、買い入れ予定額や期限、購入対象などの詳細は明らかにされなかった。

その後17日になって、10日から14日までの債券の購入額は165億ユーロに上ったことが明らかになり、357億ユーロにのぼる6カ月物資金供給とともにECBのバランス・シートの拡大要因と

なったが(図表3)、18日には14日までの債券購入額と同額の資金を吸収する不胎化が行なわれた模様である。現時点でも、買い入れた債券の内訳は未公表で、今後の方針についても明言されていない。

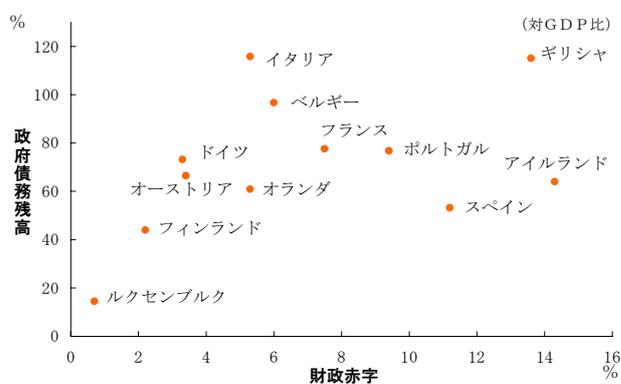
図表3 ECBの資産と預金ファシリティ利用額



(注) 直近は2010年5月14日時点

(資料) Datastream

図表4 ユーロ参加国の財政赤字と政府債務残高



(注) 2005年5月以降の新規加盟国からのユーロ導入国を除く

(資料) 欧州委員会統計局

最初の1週間での債券買い入れの165億ユーロという規模は、昨年6月から1年間の予定で行われてきたカバード・ボンドの買い入れ額の総額600億ユーロに比べると小さい。ただ、カバード・ボンドの買い入れは総額をプログラムの継続予定期間で均等割りしたような緩やかなペースで進められており、10~14日の買い入れ額は8億ユーロであった。これに比べると、「証券市場プログラム」の動きは速いという見方も可能だ。

トリシェ総裁は、今月6日の政策理事会後の記者会見で、国債買い入れについては「協議していない」として市場の失望を招き(注2)、その直後の政策転換となったため、「後手に回った」、「政治的圧力に屈した」という批判がある。ただ、ECBは、ESMを巡る政府間合意が成立し、「ユーロ圏政府による過剰な財政赤字手続きに則って今年以降の財政赤字の目標達成に必要なすべての措置をとる(声明文)」ことを確約したことで、国債の買い入れに踏み込むことができたと思われる。「金融政策と為替相場は1つ。財政は別々」というユーロ圏では、6日の段階でECBが前倒しで動くことは不可能であったと思われる。

ギリシャ危機の進行、伝播リスクが拡大する過程では、周辺国の国債利回りが上昇する一方、ドイツ、フランスなど相対的に信用力が高く、かつ、流動性が高い国債の利回りは低下という二極化の傾向が鮮明になり、域内のスプレッドが拡大していた(表紙図表参照)。スプレッドは10日をピークにいったん縮小したが、なお大きな格差が残っている。ECBの買い入れは、あくまでも市場の急激かつ無秩序な動きを是正することであり、スプレッドをリーマン・ショック以前のレベルまで縮小するといった目的で行われている訳ではないようだ。

(注2) 「5月ECB政策理事会~追加措置見送りに市場は失望~」経済金融フラッシュ 2010. 5.7号をご参照下さい。

### ( 過大視されているように思われるユーロ圏景気の下振れリスク )

ユーロ防衛策後も、ユーロ安基調が続くのは、ユーロ圏を巡る不安材料が尽きないからだ。既述のとおり、ESMはギリシャを始めとする周辺国の財政再建への不安を緩和するものではないし、一連の決定で、EUやユーロ参加国政府、ECBがユーロの信認を守ろうという意志は示されたものの、EUの条約上の規定や、各国国民の民意が制約となり、足並みの乱れは生じやすい。これからも、政策対応はスピード感を欠き、内容面でも段階的な前進とならざるを得ない。緊縮財政強化によるユーロ圏経済の失速リスク、これらを背景とする欧州金融機関の資産劣化のリスク、金融規制強化の動きも不安材料となっている。

ただ、これらのうち、ユーロ圏経済の失速リスクは、やや過大視されているように思われる。財政緊縮の動きは、確かに景気下押し要因ではあるが、厳しい緊縮が必要とされるギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランドの4カ国がユーロ圏経済に占める比重は17.9%であり、総債務残高の水準の低さ(GDPの53.2%、図表4)から、ある程度余裕があると見なしうるスペインを除く3カ国では6.2%である。最大規模のドイツの26.8%、フランスの21.2%などコアとなる国々との間には圧倒的な格差がある。無論、ドイツやフランスにとっても、周辺国の需要の落ち込みはマイナスの材料であるし、これらの国々に向けた投融資を通じた悪影響も免れない。ただ、リーマン・ショック後と異なり、グローバルなレベルでの資本移動の収縮には至っておらず、世界経済は回復局面にあることから、ドイツなど競争力ある輸出国はユーロ安の恩恵を受ける余地が大きい。財政危機の拡大によって、逃避先であるドイツやフランスでは却って長期金利が低下しており、ECBによる超金融緩和策も想定以上に長期化が見込まれるようになっている。

2011年にかけてのユーロ圏経済の回復力が全体として他地域に見劣りすることは確かだが、金融システムの不安定化阻止の対策が打たれている現状では、周辺国の財政不安でコア国の景気に急ブレーキがかかるようには思われない。

### ( 3年の猶予期間中になすべきことは多い )

とは言え、周辺国の落ち込みとコア国の成長という格差が見込まれる状況は単一通貨圏として望ましくはない。ユーロには構造的に異なる多数の国が参加したため、構造的な同質性や、構造的な柔軟性、公的所得移転の仕組みなどの調整ルートを条件とする「最適通貨圏」の理論に基づいて(図表5)、単一通貨圏としての存続が危ぶむ見方が根強くあった。ユーロ導入から11年を経た現在の姿、すなわち財政危機国の出現、域内の経常収支と対外競争力の不均衡の拡大(図表6、図表7)、景気格差の固定化は、このままの形ではユーロの存続は難しいとの見方を裏付けるものであり、危機の克服、再発防止には制度の見直しが不可欠だ。

5月12日には欧州委員会が「経済政策調整の強化」をまとめ、ギリシャの問題の早期発見にも、危機の進行や拡大阻止にも十分な機能を果たせなかった財政の監視体制の強化、マクロ経済と競争力についての監視の拡大、さらに恒久的な危機管理のメカニズムの検討について提案している。

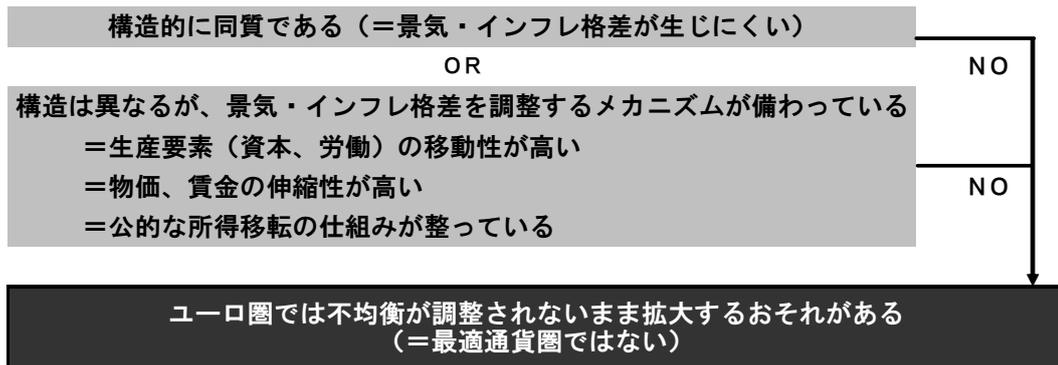
また、構造的に異なる国々が「最適通貨圏」の条件に適合するために必要となる労働の移動性や賃金・物価の伸縮性を高めるため、6月の首脳会議で採択を予定している10カ年計画「欧州2020」では、構造改革を促す仕組みを従来よりも強化しようとしている。

これらの枠組みによって財政や経済の構造的な格差をある程度縮めることができたとしても、産

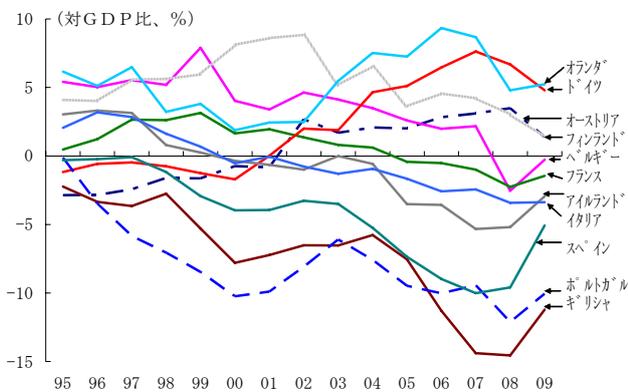
業基盤や立地条件、国民性など様々な違いに鑑みると、ユーロ参加国が構造的に均質化するという事は考え難い。コア国が周辺国に圧力をかけるばかりでは、域内の緊張は高まり、ユーロの基盤は揺らぐ。単一通貨圏として存続して行くためのもう1つの条件である「公的な所得移転の仕組み」を、少なくとも現状よりは強化することも必要であろう。

E S Mが存続する3年間はユーロ圏がこれらの問題に取り組むための猶予期間であろう。粘り強い政府間交渉を積み重ねることで、ユーロ圏がより強靱な仕組みに進化することを願いたい。

図表5 最適通貨圏の条件から捉えたユーロ圏



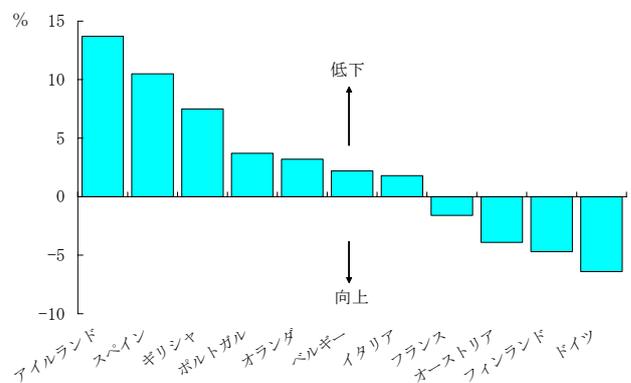
図表6 ユーロ参加国の経常収支



(注) ルクセンブルグと2005年5月以降の新規加盟国からのユーロ導入国を除く

(資料) IMF

図表7 ユーロ導入時と比べたユーロ参加国の実質競争力の変化率(2010年4月時点)



(注) 99年1~3月期を基準時とするCPIに基づく実質実効為替レートの変化率

(資料) ECB

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。