

Weekly エコノミスト・ レター

6月首脳合意に見るユーロ危機対応の これから

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. 6月首脳会議は、(1) E I Bの融資拡大やEU財政の構造基金の有効活用、プロジェクト債の新規導入で捻出する1200億ユーロの資金を活用する成長戦略、(2) 政府と銀行の信用不安の連鎖を断ち切るためのE F S F / E S Mの柔軟活用、(3) 統合を深め、ユーロの制度を強化するための工程表作りで合意した。財政－景気－金融が相互に悪影響を及ぼす循環を短期と中長期の対策で断ち切ろうとの意欲は感じられる。
2. 成長戦略は、民間資本の動きに委ねられる部分が大きく効果を判断することは難しいが、景気悪化による問題の深刻化に歯止めを掛けるため限られた資金の有効活用が必要だ。
3. 統合深化の工程表は、予定通り年内にまとめ、13年に実行プロセスに移っても、銀行同盟が金融危機対策の財源の共通化、財政同盟がユーロ共同債やユーロ圏中央予算などの最終段階に至るまでに越えなければいけないハードルは多く、年単位の時間が掛かる。
4. E F S F / E S Mが金融支援と財政支援の両面で役割を期待されるとすれば5000億ユーロの新規支援能力では不足感がある。E S Mの支援能力を拡大するか、金融危機対策財源の相互融通体制を構築するか、いずれかを急ぐ必要がある。

ユーロ圏の統合深化の4本柱

財政同盟	予算決定への関与の強化、ユーロ共同債導入、ユーロ圏財務省、ユーロ圏中央予算
銀行同盟	金融監督機関と預金保険制度、金融危機管理基金の共通化
経済同盟	経済政策の調整の強化
政治同盟	欧州議会の権限強化、各国議会の連携強化

(資料)ファンロンパイEU大統領報告書「真の経済通貨同盟に向けて」

（ 6月首脳会議では財政－金融－景気の相互作用と域内連鎖対応で合意 ）

6月28～29日に開催された欧州連合（EU）・ユーロ圏首脳会議では、（1）EUの国民総所得（GDPと海外からの所得の純受け取り）のおよそ1%に相当する1200億ユーロの資金を活用する成長戦略、（2）政府と銀行の信用不安の連鎖を断ち切るためのユーロ参加国の救済基金・欧州金融安定ファシリティー（EFSF）及び欧州安定メカニズム（ESM）の柔軟活用、（3）統合を深め、ユーロの制度を強化するための工程表作りで合意した。

1. 成長戦略－財政緊縮と成長の両立を目指す－

総額1200億ユーロの成長戦略の財源のうち、①600億ユーロはEUの政策金融機関である欧州投資銀行（EIB）の融資拡大、②550億ユーロはEU財政の域内格差是正のための予算である構造基金、③45億ユーロはプロジェクト債による調達を見込んでいる。

それぞれの概要は以下のとおりである。

（ EIB－100億ユーロの増資で600億ユーロの新たな融資枠を創出 ）

EIBは、1958年の発足以来、加盟国の共同出資で運営されており、2008年のリーマン・ショック後の世界同時不況対策としてEUがまとめた「欧州経済再生計画」では、670億ユーロの増資で融資能力を拡大、インフラ投資の維持・拡大のために重要な役割を担った。

今回の戦略では向こう3～4年間で新規融資を600億ユーロ拡大するため、100億ユーロの増資を行う。新規融資は、ハイテク産業・R&D投資、若年層の訓練・教育、中小企業金融支援、資源利用効率化、通信・交通・エネルギーインフラ建設に向ける。EIBの貸出は、民間投資の呼び水とすることを目的とするため、事業費用の50%までに制限されている。EUの欧州委員会とEIBは、100億ユーロの増資による追加投資効果は全体では1800億ユーロと見積もっている（図表1）。

図表1 EIBの100億ユーロの増資効果

(単位: 億ユーロ)	EIBの新規融資 拡大効果	追加投資効果 (最大)
ハイテク産業・R&D投資、若年層の訓練・教育	100～150	400
中小企業金融支援	100～150	400
資源利用効率化	100～150	500
通信・交通・エネルギーインフラ建設	100～150	500
総計	最大600	1800

（資料）欧州委員会、欧州投資銀行（EIB）

（ EU財政－格差是正のための構造基金の有効活用で550億ユーロ ）

EU財政はGNI比で決まる各国の分担金と付加価値税（VAT）の一部からなる加盟国の拠出金と共通財源などEU独自の財源に基づき運営されているEUの共通政策のための予算である。歳出面では域内格差是正のための構造基金や結束基金と、農業・農村政策が2大支出項目となっている。

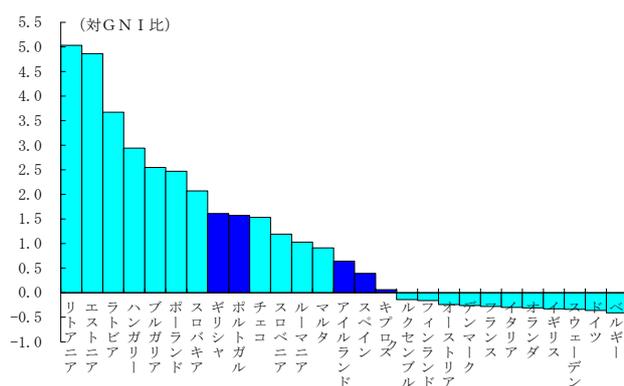
EU財政のGNI比でおよそ1%と加盟国の財政の規模に比べて遥かに小さいが(図表3)、相対的に所得水準が低く、農業の割合が大きい国はEU財政からの受け取り額から拠出を引いた純受け取り額がプラスとなっている(図表2)。

EU財政からの所得移転はEU加盟国としてのベネフィットの1つである。EU・IMFからの支援を受けている南欧の国々は、2004年以降、中東欧諸国等がEUに新規加盟したことで配分は減少傾向にあるものの、EU財政からの純受け取り国である。

EU財政は複数年のプログラムで予算の上限や配分が決まっているため、域内の景気格差に対応した柔軟な活用は難しい。EU財政は27カ国の枠組みであるため、ユーロ圏の危機国に厚めに配分する、といったことも困難である。

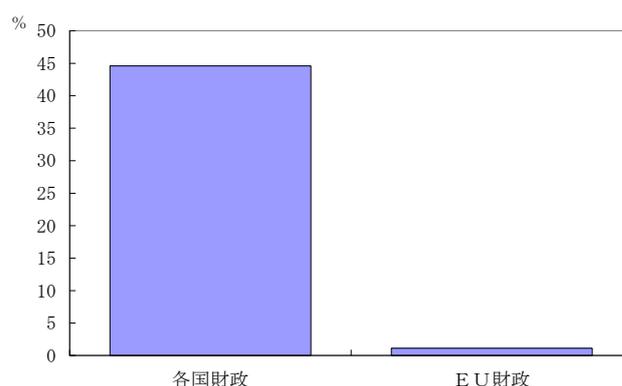
今回の戦略では現行の予算枠(2007~2013年)の拡大や国毎の配分は変えず、加盟国側が出資比率などの利用条件を満たせずに未利用となっている資金を利用条件の緩和や、資本市場での低コストの安定的な資金調達のために資産の質を維持する必要があるEIBの融資の保証として活用することなどで有効利用を図る。

図表2 EU財政からの純受け取り額
(2010年)



(資料) 欧州委員会

図表3 EU27カ国の各国財政とEU財政規模
(対名目GNI比)



(注)各国財政は11年の歳入実績、EU財政は12年予算
(資料) 欧州委員会

EU財政の所得再分配機能は、市場メカニズムでの解消は困難な域内格差の是正のために必要とされている。しかし、2014年~2020年の次期プログラムでもEU財政の規模の拡大は検討されていない。各国が財政緊縮を進める中で、純受け取り額がマイナスの高所得国は押し並べて消極的である。GNI比約1%という水準は変えず、限られた財源をいかに成長と競争力強化のために有効活用するかという点が議論の中心となっている。

欧州委員会は、予算配分の柔軟性を高めるため、歳入に占めるEU独自財源の割合を現在の約15%から引き上げるよう提案しているが、この点についても徴税権の委譲を嫌う高所得国の姿勢は消極的である。

（新たにプロジェクト債を導入）

プロジェクト債は、EUが推進するインフラ・プロジェクトを請け負う民間事業者が発行する債券である。EUが2010年に立ち上げた10カ年計画「ヨーロッパ2020戦略」の実現には、期間中に交通、エネルギー、通信分野の欧州縦断ネットワーク建設などに総計1.5兆ユーロの投資が必要と見積もっている。プロジェクト債は、その資金調達のために導入が検討されてきたもので、今回の戦略に盛り込まれた45億ユーロはプロジェクト債の「予備実験」という位置づけだ。

プロジェクト債はシニア債と劣後債のトランシェに分割して発行する。リスクの低いシニア債は年金・保険等の投資家向けで、劣後債はEIBが引き受ける。EIBの資産の質の劣化への懸念が格付けや資金調達コストに影響を及ぼさないよう、一部についてEU財政が保証を供与する。

今回の「予備実験」では現行の予算枠のうち競争力強化のための財源から2億3,000万ユーロ分の保証を供与することが決まっている。このようにしてリスクを抑えることによって、プロジェクト債がリスク回避指向を強める投資資金の受け皿として人気を集めることができるか注目される。

2. EFSF/ESM柔軟の活用—スペインの救済コスト軽減、イタリア危機の水際防止が狙い—

欧州金融安定ファシリティ（EFSF）及び欧州安定メカニズム（ESM）の柔軟活用に関しては、①ESMから銀行への直接的な資本注入を認める、②ESMからのスペイン支援では債務不履行（デフォルト）の際の返済の優先権を適用除外とする、③EFSF/ESMによる国債市場への弾力的な介入を認めるという3点で合意した。

（制度設計に関わる変更—銀行への直接支援、優先返済権の適用除外）

これらのうち、①、②は、ESMの設計の一部変更に関わるもので、6月首脳会議で合意する可能性は低いと見ていた^(注1)。だが、スペインが、ユーロ圏に銀行増資資金の支援を要請した後に、支援が政府を経由するために政府債務残高を押し上げることと返済優先権が適用されるためにスペイン国債が劣後化してしまうという不安から、却って国債利回りが上昇することになった原因に対処することが、問題の拡大や救済費用の膨張を抑えることにつながるという判断が働き、合意に至ったと思われる。

但し、①の銀行への直接的な資本注入は、後述の「銀行同盟」の一要素でもある一元的な銀行監督機関が稼動してからとされている。一元的な銀行監督機関は、「欧州中央銀行（ECB）に対する特殊な職務の授与」に関するEU運営条約の127条6項に沿って進められることになっている。同条文では決定の手続きは「財務相理事会が、欧州委員会からの提案に基づき、欧州議会と及びECBと協議した後に全会一致で決定する」という規定である。6月首脳会議での合意を引き継いで、今年9日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）、10日のEU財務相会合では、欧州委員会が9月初めに提出する提案を叩き台として、EU財務相会合で意見交換を開始、年末迄に優先事項として協議することで合意している。年末は、必ずしもこの問題の結論を出す期限という位置づけではないようだ。現段階では、新機関が監督する銀行の範囲についても「すべての銀行（フランス中央銀行のノワイエ総裁）」から「システム上重要な銀行（オーストリア中央銀行のノボトニー総裁）」に限るといった意見まで様々に分かれている。まずは、欧州委員会の提案がどのような形に落

ち着くのか注目される。

スペインの銀行増資支援については7月20日のユーログループの電話会議で「覚書」について決議することになっている。現段階ではESMが未稼働であるため^(注2)、EFSFから実施し、後にESMに引き継がれることになっている。政府経由で行われた支援は、一元的な銀行監督機関が稼働した後に銀行への直接支援に切り替えられることになる。19日にドイツ議会のスペイン支援の採決に先立ってショイブレ財務相は「返済責任は政府にある」ことを強調しており、完全に切り離されない可能性がある。

6月の首脳会議では銀行への直接支援の取り扱いを、スペイン同様に銀行の不良債権問題が財政赤字と政府債務残高の膨張につながったアイルランドにも適用することで合意している。アイルランドはEU・IMF支援の条件である「構造調整プログラム」を順調に消化、7月5日には支援要請後初めて3カ月物の短期国債市場に復帰した。銀行支援の政府債務からの切り離しの方向が固まってくれば、2013年の中長期国債市場の復帰、包括支援からの卒業もより確実なものとなる。スペインは不動産バブル崩壊による不良債権処理がようやく本番を迎え、労働市場の機能不全も目立つ。足元の国債市場では、スペインとアイルランドの評価が逆転している。

(注1) Weeklyエコノミスト・レター2012-06-08「欧州経済見通し—統合深化への政治的意思を示すことは必要—」をご参照下さい。

(注2) ESMは7月初の稼働が予定されていたが、ドイツ憲法裁判所のESMの合憲性に関する判決が9月12日となるため、9月にずれ込む見通しである。

(制度設計に関わらない変更—国債市場への弾力的介入—)

他方、③の国債市場への介入に関わる合意は11年10月の拡張EFSF協定の発効で追加されたものの、これまでに利用されていない機能を活用する用意があることを示すものである。スペインの救済費用軽減に加えて、イタリアへの危機の波及を水際で防止する狙いもあると思われる。

EFSF/ESMは、欧州中央銀行(ECB)の証券市場プログラム(SMP)と同じ流通市場だけでなく、発行市場でも国債買い入れを行うことができる(図表4)。

図表4 EFSF/ESMの機能

機能		目的、条件など	利用実績
包括支援		「構造調整プログラム」の実行を条件とする支援	ギリシャ、ポルトガル アイルランド、キプロス(予定)
国債 買い 入れ	発行 市場	包括支援国の市場復帰促進と予防的プログラムで設定した支援枠活用が目的 買い入れ上限額は最終入札額の50%まで	未利用
	流通 市場	国債市場の価格形成の適正化を促すことを目的とする 原則として対象国からユーログループへの支援要請に基づき実施 包括支援国以外はEUの財政マクロ経済監視の評価をベースに「覚書」を締結	未利用
予防的 プログラム		PCCLは健全国が対象、ECCLはPCCLの適用条件を満たさない国が対象 支援条件として「覚書」を締結 GDP比2~10%相当の規模。期間1年、半年ごとに2回の更新が可能	未利用
銀行増資		包括支援国以外で、市場や政府支援による増資が困難な場合が対象 母国政府経由での支援 金融機関のリストラや金融監督、法制の改革などについての「覚書」を締結	スペイン(予定)

(注) PCCL=Precautionary conditioned credit line、ECCL=Enhanced conditions credit line

(資料) EFSF、ESM条約

発行市場での買い入れは「構造調整プログラム」の実行を条件に包括支援を受けた国が市場復帰する場合と「覚書」を締結して「予防的プログラム」を設定した国が対象である。

流通市場での買い入れは、原則として対象国からユーログループへの要請に基づくもので、ECBは、ユーロ圏全体にとってのリスクと介入の必要性について評価する役割を担うほか、例外的な場合にはユーログループに早期警戒を発動することになっている。

流通市場での買い入れの条件は、包括支援下の国の場合は「構造調整プログラム」が、その他の国の場合は、政策運営の健全性の判断基準としては、ユーロ危機後に強化された「過剰な財政赤字是正手続き」や、新たに導入された「マクロ不均衡是正手続き」という年次の政策監視プロセスでの評価を叩き台とする「覚書」を交わすことが想定されている。

ECBのSMPを通じた買い入れ残高は7月13日現在で2113億ユーロとなっているが、今年3月以降は新規買い入れを停止、買い入れ残高は償還分だけ減少している。ECBはSMPを維持するが、新たな買い入れは行わず、EFSF/ESMのエージェントとしての役割にシフトするものと思われる。

3. 統合深化の工程表—向こう10年間で4つの側面からの統合深化を目指す—

統合を深め、今回の危機で露呈した様々な制度的な欠陥を改める努力は、単一通貨圏内の脆弱な国の財政—金融—景気悪化の悪循環と、域内における危機の伝播に歯止めを掛ける対策としても、ユーロが持続可能な通貨としての信認を回復するためにも欠くことができない。

6月首脳会議では、EUのファンロンパイ大統領が統合深化の工程表の叩き台を報告し、同大統領が、欧州委員会のバローゾ委員長、ユーログループのユンケル議長、ECBのドラギ総裁と連携しつつ、ユーロ参加各国の意見をくみ取りながら作業を進めて、12年10月に中間報告、12年末の最終報告公表することで合意した。

(統合深化の4本柱は財政同盟、銀行同盟、経済同盟、政治同盟)

ファンロンパイ大統領の叩き台は統合深化を4つの側面から検討している。加盟各国の予算決定権限への関与の強化と債務の共通化からなる「財政同盟」、域内の金融監督、預金保険、金融危機管理基金を共通化する「銀行同盟」、域内で経済政策調整を一段と進める「経済同盟」、欧州議会の権限や加盟各国議会の連携を強化することで、政策に民意が反映されるようにする「政治同盟」である（表紙図表参照）。

これまでのユーロ危機対応は、現在のEUの基本条約であるリスボン条約の小幅修正か、EU法の枠外にある政府間協定によって実施されてきたが、EUが今回まとめようとしている工程表は向こう10年を視野に入れており、基本条約の本格改正も排除しない。これは国家主権のさらなる委譲につながるような深化もスケジュールに組み込むことと同時に、その実現にはかなり長い時間を要することを意味する。

これら4つの「同盟」のうち、市場の関心が高いのは単一通貨圏内に生じた分断を一気に解消する効果がある「銀行同盟」と「財政同盟」である。

（ 銀行同盟は一元的な銀行監督機関の創設が先行 ）

08年の世界金融危機以降、EUレベルで金融監督体制の見直しや、預金保険の水準の統一化が進展、納税者負担回避のため金融機関の拠出金をプールする危機管理基金の必要性が認識されるようになった。ユーロの危機によって銀行同盟化の必要性が強く意識されるようになった。

既述のとおり、スペインの銀行支援が政府経由で行う期間を短縮するニーズがあることと、現在の基本条約の範囲内で実現が可能であることから、銀行同盟の3つの構成要素のうち単一の銀行監督機構が先行して設立することが決まっているが、9月の欧州委員会からの提案後の新機関が監督対象とする銀行の範囲や各国当局との役割分担などを決めるプロセスでは、ユーロ未導入国の英国も含めて関係国の間での駆け引きが繰り返されることになりそうだ。

銀行同盟の他の2つの構成要素については一気に共通化することは難しい。信用不安で市場が分断される最中の預金保険共通化は困難である。金融危機管理は、破たん手続きの共通ルールと国ごとの基金を創設し、相互融通を目指す段階である。基金の共通化はかなり長期の目標である。

単一の銀行監督体制が稼動した後も、十分な金融危機管理基金を備えず、政府の信用力が低い国は金融システム安定化の財源としてESMを活用せざるを得ない状況が続くことになる。

（ 財政同盟では予算決定権限関与を債務共通化に先行 ）

ファンロンパイ大統領の叩き台では、「財政同盟」の最終的な姿として、ユーロ圏財務省とユーロ圏としての中央予算といったものを想定しているが、当面の課題は加盟各国の予算決定権限への関与の強化とし、中期的課題をいわゆるユーロ共同債などの債務の共通化と順序付けている。

ユーロ危機対策として、ユーロ共同債導入への期待は高いが、連帯保証によるユーロ共同債への全面的切り替えといった安定化効果の大きい選択肢ほど、モラルハザードを助長する効果は大きく、ドイツを始めとする財政健全国の反発は強い。連帯保証によるユーロ共同債は、EU基本条約の本格改正も必要になるため、改正作業には年単位の時間が必要だ。幅広いEU市民の理解を得る努力を欠けば発効は覚束ない。

ユーロ参加国の間では、ユーロ危機対策の順序付けについて、ドイツ、オランダなどは監視・規制強化が先、フランス、イタリアなどは危機封じ込めに財源の拡大やユーロ共同債を先行させるべきといった基本的な対立がある。ファンロンパイ大統領の叩き台は、順序付けの面ではドイツ等の立場を支持しているように見える。しかし、同時に、予算決定権限への関与の強化の進展とともに、短期債の部分的な共同債への切り替えや、基本条約の本格改正を必要としないような連帯保証以外の形態による共同債の発行を検討するといった漸進的な導入という選択肢も示している。ドイツ派とフランス派に妥協点を見出すことを促す狙いもあるのだろう。

4. ユーロ危機対応のこれから

（ 成長戦略は効果的な運用が重要 ）

EU、特にユーロ圏では信用不安から域内の民間資本の移動が萎縮、北と南に深刻な分断が生じ

ている。財政緊縮と銀行のバランス・シート健全化への取り組みは、成長のために必要な投資も抑制している。民間資本の呼び水としてのE I BやEU財政の有効活用のニーズは今までになく高まっている局面と言えるだろう。

6月首脳会議で合意した成長戦略は、民間資本の動きに委ねられる部分が少なくないため、現段階で効果を判断することは難しい。限られた資金を成長と雇用の下支え、競争力の回復の一助となるよう効果的に運用し、景気悪化による問題の深刻化に歯止めを掛けることが必要だ。

（ 工程表の最終段階に辿りつくまでには時間がかかる ）

6月首脳会議で、成長戦略、E F S F / E S Mの柔軟活用、統合深化の工程表作りに関する合意は、財政－景気－金融が相互に悪影響を及ぼす循環を短期と中長期の対策で断ち切ろうとの意欲は感じられる。ただ、多様な国が参加するユーロ圏、EUでは政策を巡る利害対立が生じやすく、妥協点を見出す調整が欠かせない。政策のスケールとスピードは法と民主主義に制約されるため、市場の期待には届かず、政策対応も一直線には進まない。

年内に統合深化の工程表での基本合意し、2013年以降、実行のプロセスに移ったとしても、銀行同盟が金融危機対策の財源の共通化、財政同盟がユーロ共同債の導入やユーロ圏中央予算などの最終段階に至るまでに越えなければいけないハードルは多く、年単位の時間が掛かる。

金融システム対策の面でも政府の資金繰り支援の面でも、E F S F / E S Mが財源として役割を果たさざるを得ない期間が長びく可能性がある。

（ E S Mの支援能力拡大が金融システム対策の財源の相互融通体制の構築が必要 ）

E F S FとE S Mの新たな支援能力は5000億ユーロである。ここからスペインの銀行増資支援とキプロスの包括支援が行われるため、スペイン支援が上限の1000億ユーロとなれば、新たな支援のための枠は4000億ユーロを割り込む可能性がある。これに対して、スペインとイタリアの2015年末までの国債償還額は8000億ユーロ余りである。E F S F / E S Mの支援は、基本的に不均衡の大きい小国は期間3年程度の「包括支援」、大国や相対的に健全な政策運営を行ってきた国は国債市場への介入や予防的プログラムの設定などの部分支援、財政構造の問題は小さいが銀行システムの健全化に多額の資金を要する国の場合は「銀行増資支援」という使い分けとなるだろう。このため、E F S F / E S Mが、スペインとイタリアの向こう3年間の要資金調達額をすべてカバーするほどの支援能力を備える必要はないとしても、期待される役割の大きさに比べて、支援能力に不足感があり、市場の不安が止まない原因となっている。

この問題を解決するためには、①増資あるいはレバレッジを高める何らかの対策でE S Mの支援能力を拡大する、②金融システム対策の財源共通化の前段階として想定される各国基金の条件付きの相互融通体制を構築し、E S Mの負担を減らすといういずれかを急ぐことが必要だろう。

（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。