

基礎研 レター

ユーロ危機対応の軌道修正と ユーロ共同債の可能性

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

ユーロ圏の情勢は一時期に比べると幾分落ち着いている。しかし、2009年秋にギリシャ政府の債務不履行懸念という形で危機が表面化してから、政策対応の進展による一時的な小康状態と緊張再燃というサイクルを繰り返してきただけに、何らかのきっかけで緊張が再び高まるとの不安は消えていない。

実際、現在は、ユーロ圏内では、北部を中心とするドイツなど債権国と南部を中心とする債務国の間で民間銀行を通じたクロスボーダーな資本移動が萎縮する深刻な分断が続き、欧州金融安定ファシリティー（EFSF）と欧州中央銀行（ECB）が辛うじて支えている状態で、非常時を脱していない。ユーロ危機の根本の問題である過剰債務の処理、域内における債権・債務の累積の原因となった競争力格差の是正、危機の克服と再発防止のためのユーロ制度の改革は、いずれも長い時間を必要とする。

それでも、今年6月27日～28日の欧州連合（EU）首脳会議（以下、6月首脳会議）以降、ユーロ危機対応の軌道修正が図られつつあり、拡大と深化一辺倒という危機の流れには歯止めが掛かる可能性が出てきた。

1—これまでの危機対応の問題点

これまでの危機対応は、（1）EFSFとこれを引き継ぐ常設の欧州安定メカニズム（ESM）の立ち上げといった金融安全網あるいは防火壁の構築と強化、（2）ユーロ制度の欠陥を改める規制・監視の強化、（3）ECBの伝統的金融政策（政策金利引下げ）と非標準的金融政策（国債買い入れ、資金供給）という組み合わせだった。

しかし、これらの対策では、過剰債務国が陥った財政—金融—経済が相互に悪影響を及ぼす悪循環を断ち切ることも、財政、金融システム、経済構造上の問題を共有し、貿易・投融資を通じて結びついている域内諸国間の危機の伝播に歯止めをかけることもできなかった。

従来の危機対応のうち、（1）の金融安全網は、危機が拡大し、支援国が減り続ければ、残された支

援国が負担に耐えかねて維持できなくなるという不安がつきまとった。E F S Fの支援能力は 2011 年秋に拡張され、今年 10 月には 5000 億ユーロの新規支援能力を有する E S Mが発足する予定だ。しかし、大国が流動性の危機に見舞われた場合の安全網としては明らかに力不足である。また、安全網が支援の条件として財政緊縮や構造改革などを課すことが、景気の落ち込みを通じてむしろ財政と金融の問題を悪化させた。

(2) の規制・監視の強化策としては、「成長安定協定」という財政ルール強化とともに、「ヨーロッパ・セメスター（毎年上半期を域内の財政・経済政策調整の期間とする政策サイクル、2011 年～）」の導入、民間の過剰債務や競争力の問題なども幅広く相互に監視し、是正を促すための「マクロ不均衡是正手続き（2012 年～）」も採り入れた。これらは、(1) の安全網の構築・強化の議論を進める上で政治的に欠くことができなかつたし、危機の教訓を制度に反映することで、ユーロへの信認を高める上でも必要だった。だが、景気悪化や危機国の拡大が続いたため、信認の回復にはつながらなかつた。

(3) の E C Bの政策もユーロ圏全体としての信用収縮と圏内での市場の分断に歯止めを掛けることはできなかつた。政策金利は、主要オペ金利で 0.75%、預金ファシリティ金利で 0%という水準まで引き下げられたが、過剰債務国の銀行の経営に対する不信が根強いことや、市場環境の悪化、規制強化への対応としてデレバレッジを進めざるを得ないため、信用収縮が止まっていない。今春まで E C Bが行ってきた証券市場プログラム（SMP）を通じた国債買い入れも財政危機の拡大を阻止できなかつた。3年物の長期オペ（L T R O）などの資金供給は、資金繰りの問題による銀行の破たんリスクを封じ込める効果の反面、銀行による自国国債の保有拡大を通じて、政府と銀行の信用力の一体化を推し進める副作用もあった。

要して言えば、従来の危機対応は、金融安全網の規模が不十分な上に支援の条件が厳しく、経済成長への配慮を欠いていたし、ユーロ制度の改革は規制・監督の強化に重点を置きすぎていた。

2—高まる銀行同盟とユーロ共同債への期待

こうした従来の危機対応の問題は修正の方向にある。6月首脳会議では E U財政などの共通財源などを活用する総額 1200 億ユーロの成長戦略^(注1)で合意、経済成長への配慮が盛り込まれた。E C Bが9月の政策理事会で決めた新たな国債買い入れプログラム O M T（Outright Monetary Transactions）は、SMPの失敗を教訓とし、E F S F/E S Mによる支援条件の実行を前提とする一方で、返済優先権を適用せず、金額無制限とした。O M Tは、政府側の努力を欠けば期待された効果を挙げることはできないが、金融安全網の資金量不足への不安を緩和する点では大きな前進と評価できる^(注2)。

(注1) 成長戦略の概要については [Weekly エコノミスト・レター2012-07-20「6月首脳合意に見るユーロ危機対応のこれから」](#)をご参照下さい。

(注2) O M Tの概要については、[経済・金融フラッシュ No.12-088「9月 ECB 政策理事会：新たな国債買い入れプログラム・O M Tの概要を公表」](#)をご参照下さい。

銀行同盟、財政同盟、経済同盟、政治同盟の4つの側面から統合を深めることで危機を克服しようという動きが出てきたことも大幅な軌道修正である。

4つの同盟は相互に関連しており、調和をとりながら進めなければならない。ただ、危機対応としては、預金保険や金融危機管理の財源の共通化を目指す銀行同盟と財政同盟の1要素である政府債務の共通化、いわゆるユーロ共同債導入への期待が高い。

銀行同盟とユーロ共同債のうち、議論が先行しているのは銀行同盟だ。6月首脳会議では、金融安全網からのスペインの銀行支援を、政府経由から銀行に直接行う方式に改めて財政と銀行の信用力の連鎖を断ち切るために、一元的な銀行監督機関の立ち上げを急ぐことで合意した。これを受けて、9月12日にEUの欧州委員会が公表した法案は、2013年1月に公的資金を受け入れている銀行、同年7月には主要銀行、2014年1月からは6000に及ぶユーロ圏のすべての銀行の監督権限をECBに移すという意欲的なものだ。

欧州委員会は、すでに銀行の破たん処理手続きの共通化や相互融通化を含む預金保険制度改革の法案もまとめており、ECBによる一元的な銀行監督体制に続いて、共通の金融危機管理機構について提案する方針も示している。

欧州委員会がまとめた法案は、財務相理事会、欧州議会の議論のプロセスに入る。ECBによる一元的な銀行監督については、ユーロ参加国の中でも対象とする銀行の範囲や導入のタイミングなどを巡る見解の相違がある。ECBによる監督の対象外となるユーロ未導入のEU加盟国にも負の影響への警戒があり、法案の修正や導入スケジュールの遅れが生じる可能性はある。

それでも、銀行同盟は、ユーロ共同債に比べると、早い段階で実現する可能性が高い。ユーロ危機以前の世界金融危機の段階で、免許を給付した母国による監督を原則とし、国境を越えた金融機関については関係する国々の監督当局が連携をとるという監督体制とクロスボーダー化した銀行経営とのミスマッチ、母国政府の救済能力を超える銀行セクターの肥大化という問題が露呈、規制・監督体制の見直しが進められてきた。

加えて、金融分野では、EUが単一市場の完成のために各国法の調和が可能で、しかもEU法が加盟国法に優越するため、EUの権限が政策調整に限られている財政同盟よりも、統合の深化を進めやすい。

3—ユーロ共同債という選択肢

1 | 共同債のコストとベネフィット

銀行同盟が、政府と銀行の信用力の連鎖を断ち切るものであるのに対して、ユーロ参加国の資金調達を一元化するユーロ共同債には、資金繰りに窮した国が財政緊縮で一層疲弊して危機が深まる悪循環に歯止めを掛ける効果が期待されている。従来の金融安全網が抱えていた「資金繰り難に陥る国が増え、健全国の負担が重くなり続ける」事態も回避できるようになる。

ユーロ共同債のベネフィットは、危機対応に留まらない。財政同盟、政治同盟のステップとしても

重要な意味を持つ。ユーロ圏の債券市場に、真のベンチマーク（基準）となる米国債に匹敵する規模と厚み、流動性に富む市場が形成されることで、より多くの投資をひきつけることになる。

しかし、ユーロ共同債を巡っては資金繰り難から財政緊縮を余儀なくされている南欧のほか、フランス、ルクセンブルクなどは賛成だが、ドイツ、オランダ、フィンランド、オーストリアなどは反対と見解が対立している。財政が健全で高格付けを維持、国際的な競争力が高い国々の場合、自力の国債発行からユーロ共同債に切り替えることが、却って調達コストの上昇につながるおそれがあるため、導入の気運が高まりにくい。

ユーロ共同債導入のコストは、健全な高格付け国の資金調達コストの上昇だけではない。資金調達をユーロ圏として一本化し、資金調達コストを引き下げることが、多額の財政赤字や政府債務残高を抱える国々の財政健全化のインセンティブを削ぐ、いわゆるモラルハザードを引き起こすリスクがある。

ユーロ導入後、南欧が借金依存型の成長を続け、過剰債務を抱え込むことになったのは、ユーロ導入による信用補完効果で資金調達環境が改善、コストが低下したからだった。こうしたユーロ導入初期の経験を教訓とするならば、資金調達コストの一本化は問題の解決策ではなく、むしろ新たな問題の火種という位置づけになる。

ユーロ共同債反対派は、モラルハザード回避のため、導入に先立って予算決定への関与の強化などを通じて財政主権の一部を譲り渡し、参加国の健全な財政運営を担保する強力な仕組みを導入すべきとする。他方、共同債賛成派は、域内スプレッドの拡大こそが問題の深刻化を招いており、政府債務の共通化を急ぎ、スプレッドを縮小することが、財政健全化を早期に実現する早道という立場である。

2 | 法律面での制約

ユーロ共同債を巡っては、ユーロ参加国間での利害対立、見解の不一致に加えて、法律面での制約も、導入のタイミングや制度設計を大きく左右する要因となる。

リスボン条約版EU運営条約の第123条から125条には、EU機関や加盟国政府による救済を禁じた条項がある（いわゆる「救済禁止条項」）。この条項はこれまでもユーロ危機対応の選択肢を狭める要因となってきた。

金融安全網のうちEFSFはEUの枠外の政府間協定、ESMはユーロを通貨とする加盟国のための特別措置に関するEU運営条約第136条の基本条約の改正と政府間協定を法的根拠として設立される。ESM設立に関わる基本条約の改正はEU条約第48条の「簡易改正手続き」という方法で、首脳会議の全会一致と加盟国の批准手続きという簡便的な改正手続きが採られた。しかし、連帯保証の共同債を導入する場合には「通常改正手続き」による基本条約の改正が必要となる可能性が濃厚だ。

「通常改正手続き」の場合、諮問会議（国内議会、加盟国政府首脳、欧州議会、欧州委員会の代表で構成）ないし政府間会議の開催が必要で起草作業に時間を要する。なんとか加盟国による調印まで漕ぎ着けても、各国の批准手続きの段階で、国民投票による否決が相次ぐような事態になれば発効が妨げられてしまう。

3 | ユーロ共同債を巡る様々な提案

ユーロ共同債の構想自体はユーロ導入への議論が本格化する 1980 年代に始まるが、ユーロ危機が始まった 2009 年頃から、研究者や金融機関のエコノミスト、政策当局者などから、数多くの提案が出されている。

代表的なものがユーログループのユンケル議長とイタリアのトレモンティ前財務大臣による「安定債」、ブリュッセルのシンクタンク・ブリューゲルの「ブルーボンド」、共同債反対派とされるドイツの政府の経済諮問委員会（5 賢人委員会）による「償還基金」である。

一連の提案は、モラルハザードのリスクや、ユーロ参加国間の利害の不一致、法的制約などをクリアするための設計上の工夫が検討されており、各国国債と共同債の切り替えの割合、発行主体、存続期間など内容面でかなりの幅が見られる^(注3)。ユーロ共同債を財政危機克服の切り札とする見方は強いが、実際の効果を判断する上では、その内容を見極めることが必要である。

(注3) 例えば、ユンケル・トレモンティの「安定債 (“Juncker and Tremonti, “Stability Bonds would end the crisis”, The financial Times, 5 December 2010, 420May 2012 “) は、始めに E S M I に相当する組織・欧州債務庁 (E D A) が E U 加盟国の G D P の 50% まで(危機国の場合は同 100% まで)の共同債を発行し、次に E D A が国債と共同債を信用力に応じて異なる割引率で交換する構想。「ブルーボンド (Delpla and von Weizsacker, “The Blue Bond Proposal”, Bruegel Policy Brief 2010/03) は G D P 比 60% 以下の各国の政府債務を Blue Bond (シニア債) として共同債で発行、60% を超える債務は Red bond (劣後債) として各国が発行する案。「償還基金 (German council of Economic Experts, “Annual Report 2011/12 ほか) は逆に G D P を超える部分を償還基金に移し、連帯保証の基金債でファイナンスしながら、20~25 年での償還を目指す提案。各国は元利払いのために税収の一部を拠出し、返済の約束を果たせない場合に備えて外貨準備・金準備などの担保を預託する。

E U の欧州委員会が昨年 11 月に公表したユーロ共同債 (名称はユーロ安定債) に関する報告書 (Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds) では保証の方式 (連帯保証か比例配分保証か) と各国国債と共同債との切り替えの割合 (全面的か部分的か) の異なる 3 つのオプションを提示している (図表)。

3 つのオプションは、モラルハザードや高格付け国の金利コスト上昇といったコストと、金融市場安定化などのベネフィット、基本条約の改正の必要性などが異なる。欧州委員会が短期間で導入可能としているのは「各国が比例配分で保証する共同債への部分的な切り替え (図表-オプション 3)」である。このオプションは、E C B への出資比率に応じた保証で発行している E F S F 債と同じ方式で、基本条約の改正が必要ないため、比較的速やかな実現が可能としている。

先にあげた代表的な提案のうち、ドイツの「償還基金」の基金債は連帯保証ながら、各国が拠出する担保による信用補完を想定しており、条約の本格改正を前提としていない。20~25 年という長い時間をかけながら徐々に過剰債務の圧縮を図る制度という性格が強い点も特徴だ。

ドイツ政府は現時点では「償還基金」構想によるユーロ共同債にも反対の立場だが、ドイツの主要野党は支持、E U 機関や他国の政策当局者にも支持が広がっているとされる。ユーロ危機の根本にある過剰債務の解決策としても、今後、議論の中核となる可能性がある。

図表 欧州委員会が提示したユーロ共同債(安定債)の選択肢

			オプション1	オプション2	オプション3
基本設計			国債から連帯保証による 共同債への 全面的切り替え	国債から連帯保証による 共同債への 部分的な切り替え (各国国債の発行も並行)	国債から各国が比例配分で 保証する共同債への 部分的な切り替え (=EFSF債方式)
効果	平均調達 コスト	ユーロ共同債全体	中	中	中
		高格付け国から低格付け国への移転	大	中	なし
	モラルハザード		大	中	小
	金融統合		大	中	中
	EU金融市場の魅力の向上		大	中	中
	金融市場の安定		大	大	小
法的側面	基本条約の改正		必要	必要	不要
迅速性	導入までに必要な期間		長期	中長期	短期

(資料) 欧州委員会, “Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds”, 2011年11月

4—注目される統合の工程表

4つの側面から統合を深める工程表は、中間報告が今年10月18日～19日の首脳会議、最終報告が今年12月13日～14日開催の首脳会議に提出される予定だ。

これまでに相当程度議論が進展し、大きな方向は一致している銀行同盟に比べると、ユーロ共同債は反対派と賛成派の対立が鮮明で、制度設計を巡る提案も様々と、現時点では着地点が見極めきれない。

それだけに、中間と最終の報告書で、どのような形、どのようなタイミングでのユーロ共同債の実現を目指す方向性が示されるのかが大いに注目される。