

# 基礎研 レポート

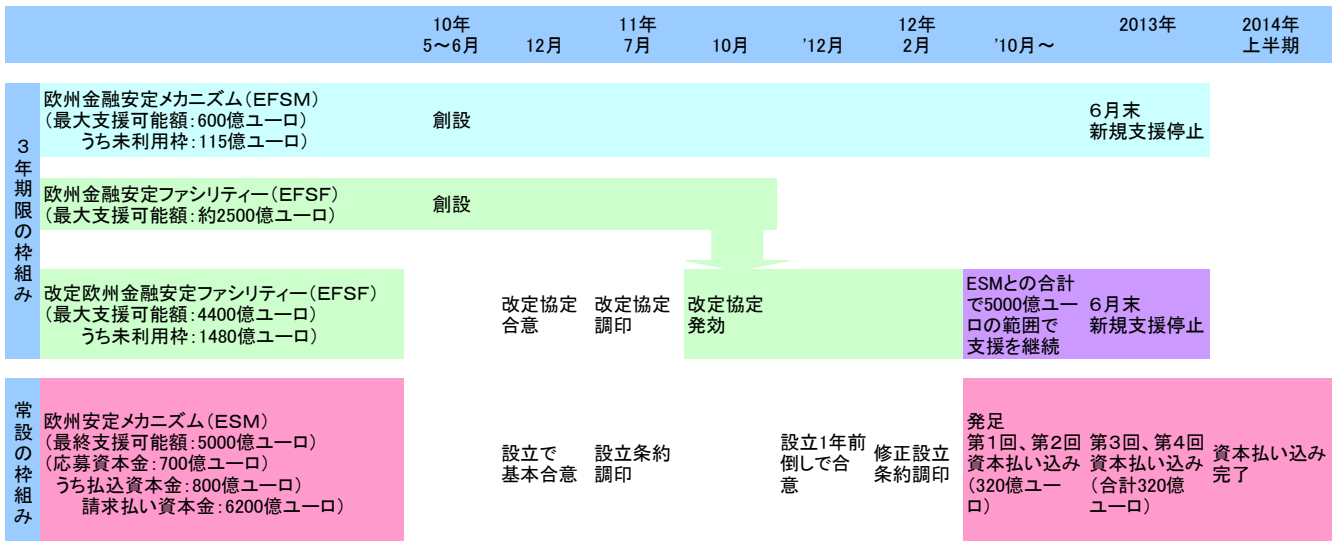
## 常設の金融安全網・欧州安定メカニズム (ESM) 発足の意義 ユーロ危機対応における位置づけと今後の課題

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

2012年10月8日、ユーロ参加国のための常設の金融安全網・欧州安定メカニズム (European Stability Mechanism、以下、ESM) が正式に発足した。

ユーロ参加国は、2010年12月にESMの創設で合意、11年7月に設立条約の調印が行われたが、同年12月に設立時期を2013年7月から1年前倒しを決めたことを受けて条約を修正、今年2月に改めて調印が行われた。各国の批准手続きの段階で、ドイツの連邦憲法裁判所のESMの合憲性に対する判断を待つ必要が生じたため、調印から正式発足までに8カ月もの時間を要したが、当初の想定よりは前倒しで発足、2013年6月を期限に創設された欧州金融安定メカニズム (以下、EFSM) と欧州金融安定ファシリティ (以下、EFSF) と9カ月の間、並存することになった (図表1)。

図表1 ユーロ圏政府による金融安全網整備の流れ



(資料) 欧州委員会、EFSF、ESM

以下では、ギリシャの債務不履行（デフォルト）懸念に端を発するユーロ圏の金融安全網整備の流れの中でのEFSM発足の位置付けについて考えてみたい。

## 1—— 時限的な安全網から常設の安全網へ

### 1 | 金融安全網を欠いていたユーロ圏

ユーロは、財政の統合、あるいは公的所得移転のための共通予算を欠いたまま導入された。ユーロ参加国は、構造的に多様である上に、域内における労働移動は低調で、賃金の決定も柔軟ではない。このため、ユーロ導入前の段階から、ユーロを導入した国々の間で、景気と雇用の格差、経常収支の不均衡が拡大し続け、特定の参加国の信用危機がユーロ圏全体を脅かすリスクは指摘されていた。

しかしながら、ギリシャの財政危機の発覚まで、危機を想定した枠組みは欠いたままだった。その理由として、(1) 財政赤字の対GDP比3%、政府債務残高の対GDP比60%など「経済収斂基準」に基づく参加国の選定という事前のスクリーニング、(2) 「成長安定協定」に基づく過剰な財政赤字と政府債務の累積を防止する相互監視制度を通じた継続的なモニタリング、さらに(3) 金融政策の一本化と財政政策の相互監視体制の導入で、参加国独自の政策の選択肢が狭まることで、各国の構造改革を促し、景気と雇用格差調整のメカニズムが強化されると期待された、などを挙げる事が出来よう。

しかし、実際には、(1) の「経済収斂基準」はGDP比60%を上回る政府債務残高を許容するなど柔軟に解釈され、(2) の相互監視制度はギリシャの財政統計の不正を見抜くことはできず、閣僚理事会における意思決定には政治的な裁量が働いたことで、過剰な財政赤字は正手続きが想定通りの成果を挙げることはなかった。(3) の構造改革については、欧州連合(EU)としての雇用戦略など共通の目標は掲げられたが、拘束力はなく、取り組み姿勢には格差があった。ユーロ導入によるクロスボーダーな資本移動の拡大と緩和的な金融環境で借金依存の成長が容易だったこともあり、競争力の低い国のボトムアップは進まず、労働市場の硬直性は温存された。

ギリシャは2010年4月23日に金融支援を求めたが、ユーロ圏を対象とする金融安全網がなかったため、EU及び加盟国による政府機関などへの信用上の便宜や、債務保証、引受けを禁じたEU運営条約のいわゆる「救済禁止条項」に抵触しない範囲での危機対応の仕組みを考えざるを得なくなった。

2010年5月には、ギリシャへの第一次支援はユーロ参加国による二国間融資800億ユーロと国際通貨基金(IMF)の300億ユーロからなる支援を決める一方、ギリシャと同様に信用不安に見舞われた国が利用できるEFSM、EFSFの立ち上げを決めた。

### 2 | 段階的にしか進まなかった金融安全網の整備

EFSMは、ユーロ未導入のEU加盟国の国際収支危機に対応するEUの「国際収支プログラム」と同じく、EU27カ国の共通予算(EU財政)を暗黙の保証としてEUの欧州委員会が発行して調達した資金で支援する枠組みである。

EFSMの支援は、当該国政府の支援要請を受けて、EFSFと国際通貨基金(IMF)と共同で、

支援条件（「構造調整プログラム」）への適合を条件として行う。最大支援能力の600億ユーロに対して、アイルランドに225億ユーロ、ポルトガルに260億ユーロと合計485億ユーロの支援を約束済みで、残りの支援可能額は115億ユーロである。

EFSFは、ユーロ圏政府がECBへの出資に応じた比率で保証した債券を発行して資金を調達し、支援を行うために3年期限で創設された枠組みで、やはりIMFとの共同支援を前提とする。2010年6月の発足当初、政府保証額＝資金調達の上限は4400億ユーロであったが、最高格付けでの資金調達に必要であった超過保証や現金準備を差し引いた支援可能額は2500億ユーロ余りで、発足時から周辺国の危機にしか対応できない限界が指摘されていた。結局、ギリシャに続いて、アイルランド、ポルトガルが支援要請に追い込まれた後、ギリシャへの追加支援で民間投資家に損失負担を求めることが明らかになり、スペイン、イタリアへの危機の波及が現実味を帯びたことで、2011年には支援能力の拡大とともに危機の性質や国の規模に応じた支援が出来るよう、支援手段を多様化する必要が生じた。

2011年10月の改定EFSF協定発効で各国のEFSFへの保証は増額され、支援能力は4400億ユーロに拡大した。支援手段についても、従来の「構造調整プログラム」の実行を条件に支援融資を行う「包括支援」以外に、発行市場と流通市場における「国債の買い入れ」、「予防的プログラム」の設定、銀行の増資に用途を絞った「銀行支援」を行えるようになった。

EFSFが約束した支援額は、2010年11月合意のアイルランド向けが177億ユーロ、2011年5月合意のポルトガル向けが260億ユーロ、2012年3月合意のギリシャの第二次支援が最大1091億ユーロである。ギリシャの第二次支援では、EFSFは、12年2月から4月にかけて債務交換を通じた民間投資家の損失負担（PSI）などに関連して355億ユーロの短期債券を発行しており、これを加えたギリシャ関連の支援額は最大1446億ユーロとなる。

図表2 ユーロ圏危機国への支援

(単位：億ユーロ)

	合意時期	EFSM 欧州 金融安定 メカニズム	EFSF 欧州 金融安定 ファシリティ	ESM 欧州安定 メカニズム	二国間融資 (※1)	IMF 国際通貨 基金	その他	総計
ギリシャ(第一次)(※2)	2010年5月				800	300		1,100
ギリシャ(第二次)	2012年3月		最大1446(※3)			280		1,726
アイルランド	2010年11月	225	177		48	225	175(※4)	850
ポルトガル	2011年5月	260	260			260		780
スペイン	2012年7月		最大1000					最大1000
キプロス	2010年11月予定							未定
その他(※5)			37					37
総計		485	2,920	0	848	1,065	175	5,493

(※1) ギリシャ向けはユーロ参加国、アイルランド向けはイギリス、デンマーク、スウェーデンが貸手

(※2) 未実行分も含む当初約束額（ユーロ圏支援は244億ユーロ、IMF支援は100億ユーロが未実行）

(※3) 銀行増資支援は最大480億ユーロとされており、金額は未確定

民間投資家の損失負担等に関連して発行した短期債券355億ユーロ、第一次支援の未実行分（244億ユーロ）を含む

(※4) アイルランドの国庫資金と年金積立基金

(※5) 改定協定発効前のEFSFが実施した支援に関わる現金準備

(資料) EFSF

この他、12年6月に「銀行支援」を要請したスペイン向けの支援は、今後、E F S FからE S Mに継承することになっているが、支援額は最大1000億ユーロとなっている。同じく6月に「包括支援」を要請したキプロス向けは本稿執筆時点で調整が続いている（図表2）。

上記の支援約束額の合計に改定協定発効前のE F S Fが実施した支援に関わる現金準備37億ユーロを加えた2920億ユーロを支援可能額の4400億ユーロから差し引いた1480億ユーロが、現時点でのE F S Fの支援可能額である。

## 2—ESMの発足で何が変わるか？—EFSFとの相違

以上のように、金融安全網の整備は、E F S MとE F S Fの立ち上げ、E F S Fの規模と機能の拡張、さらに今回のE S Mの発足に至るまで段階的に進んできた。

それぞれのプロセスで、EU機関と17のユーロ参加国政府間の調整と関連法案の合意、そして各国における批准手続きが必要であったことから、E S M発足までの金融安全網整備は、常に市場の期待よりも遅く、小さいものに留まり、危機の伝播と長期化、そしてユーロの存続そのものへの不安の台頭を許すことになった。

紆余曲折を経て10月発足に至ったE S Mは、政府間協定に基づいて3年期限でルクセンブルグ法上の有限責任会社として創設されたE F S Fと異なり、EU機能条約136条の改正と政府間協定に基づく常設の政府間組織である。その他、E S MとE F S Fの主な相違点は以下のとおりである。基本的には、E F S Fの問題点を修正したE S Mは、より強固かつ柔軟な役割が期待される安全網となっている。

### 1 | 資本構造—資本金は7000億ユーロ

E F S Fが、ユーロ圏政府の保証で債券を発行する枠組みであったが、E S Mは自己資本に相当する払込資本800億ユーロ、支援対象国の債務不履行などの際にE S Mの債権者を保護するために利用される確約済みの請求払い資本6200億ユーロからなる合計7000億ユーロの応募資本に基づき運営される。

E F S Fにおける各国の保証比率とE S Mにおける出資比率はともに欧州中央銀行（E C B）への出資比率（人口と国内総生産の比重に基づき決定）が用いられている（図表3）。

E F S F、危機の渦中で緊急の枠組みとして創設された経緯から「支援要請した国は保証から離脱する」ルールを採用せざるを得なかったが、出資に基づいて運営されるE S Mは支援能力が支援要請国の拡大に影響を受けることはない。E S Mの発足で、危機国が増加し、保証額＝支援可能額が減り、保証比率の高い大国に支援が必要になると安全網が機能しなくなるという不安は軽減されたことになる。

また、E F S Fは支援実行の段階で保証国の債務が増大したが、E S Mの支援はI M Fなど国際機関と同じ扱いで、支援対象国が返済不能となり出資枠からの負担が求められない限りは、出資国の債務とはならない。

なお、E S Mでは利益のほか、E Uの政策監視の枠組みである「過剰な財政赤字手続き」や「マクロ不均衡是正手続き」の制裁金をプールする準備金も備え、支援対象国の返済不能などの際に活用されることになっている。

図表3 E S Mへの出資比率

	資本金 (億ユーロ)	払込資本 (億ユーロ)	出資比率 (%)
ドイツ	1,900.2	216.6	27.1464
フランス	1,427.0	162.7	20.3859
イタリア	1,253.9	142.9	17.9137
スペイン	833.2	95.0	11.9037
オランダ	400.2	45.6	5.7170
ベルギー	243.4	27.7	3.4771
ギリシャ	197.1	22.5	2.8167
オーストリア	194.8	22.2	2.7834
ポルトガル	175.6	20.0	2.5092
フィンランド	125.8	14.3	1.7974
アイルランド	111.4	12.7	1.5922
スロバキア	57.7	6.6	0.8240
スロベニア	29.9	3.4	0.4276
ルクセンブルク	17.5	2.0	0.2504
キプロス	13.7	1.6	0.1965
エストニア	13.0	1.5	0.1860
マルタ	5.1	0.6	0.0731
総計	7,000.0	800.0	100.0000

(資料) E S M

## 2 | 意思決定—重要な決定は理事会の全会一致が必要だが、緊急手続きも可能

E S Mの出資比率は、E S M出資国＝ユーロ参加国の財務相からなる理事会が意思決定を行う際の各国の持ち票となる。E S Mでは、意思決定の迅速化のため、単純多数決や80%の賛成による特定多数決などの意思決定方式が採用されているが、増資や支援可能額の引き上げ、支援の実行や支援手段の変更などの重要事項については全会一致を必要とする。

但し、棄権は全会一致の妨げとならないほか、支援決定に緊急を要する場合に備えた85%の特定多数決による「緊急投票手続き」という制度が導入されている。全会一致を必要としたE F S Fのギリシャ支援決定のプロセスのように、緊急時に中小国の反対が支援の遅れを招くリスクは低下している。

## 3 | 支援手段—拡張後のEFSFと同じ

E S Mが加盟国を支援する手段は、拡張後のE F S Fと同じく、「包括支援」、発行市場と流通市場における「国債の買い入れ」、「予防的プログラム」、「銀行支援」である(図表4)。I M Fとの連携を前提とする点も変わらない。

国債の買い入れは、発行市場については構造調整プログラムに取り組む「包括支援」対象国か「予防的プログラム」の対象国、流通市場については、「包括支援」対象国か、E Uの財政・マクロ経済政策の監視の枠組みで健全性が認められながらも市場の圧力にさらされている国を想定している。

今年9月には欧州中央銀行(E C B)が、ユーロ崩壊リスクを織り込むような極端な国債市場の変動に対応するため、E F S FまたはE S Mの「包括支援」ないし「予防的プログラム」の対象国の債

還までの期間が3年以内の国債を金額無制限で買い入れる新たな国債買い入れプログラム・OMT (outright market transactions) の導入を決めたことで、E S Mの買い入れは発行市場が中心になると考えられるようになってきている。

スペインが申請した「銀行支援」は、現段階では母国政府経由で行われることになっているが、政府と銀行の問題が相互に影響を及ぼしあう悪循環を断ち切るため、12年6月のEU首脳会議では、ユーロ圏全域をカバーするECBによる一元的な銀行監督体制 (Single Supervisory Mechanism、以下S S M) が始動した後は銀行への直接支援に切り替えることで合意済みである。12年10月のEU首脳会議ではS S Mについて2013年1月1日までに法的枠組みで合意、2013年中の稼動を目指す方針で合意した。S S Mの稼動後、E S M理事会が全会一致すれば、スペイン及びアイルランド向けの銀行支援が政府の債務から切り離されることになる。

図表4 E S Mの支援手段

機能		目的、条件など
包括支援		<p>目的：資金調達難に直面している国の資金繰り支援する</p> <p>内容：「構造調整プログラム」を締結。支援は複数のトランシェから構成する</p> <p>条件：各トランシェの支援実行時にプログラムの適合状況を審査、逸脱が認められ、かつ、修正措置が採られない場合は支援を停止する</p>
国債買い入れ	発行市場	<p>目的：加盟国の市場アクセスの維持ないし回復する</p> <p>内容：最終入札額の50%までを上限に発行市場で国債を買い入れる</p> <p>対象：市場復帰の段階にある「包括支援」対象国が「予防的プログラム」の対象国</p> <p>条件：民間投資家の参加が不十分な場合やE S Mの調達コストを極端に上回る場合は行わない</p>
	流通市場	<p>目的：国債市場の価格形成の適正化を促す</p> <p>内容：加盟国が支援要請し、ECBが必要と認めた場合、流通市場で国債を買い入れる</p> <p>対象：「包括支援」対象国またはEUの財政・マクロ経済監視枠組みで健全された国</p> <p>条件：「包括支援」対象国でない場合は「覚書」を締結する</p>
予防的プログラム		<p>目的：経済状況が健全にも関わらず資金調達難に直面した加盟国の危機を防止する</p> <p>内容：期間1年、半年ごとに2回の更新が可能な信用枠を設定する</p> <p>対象：予防的信用枠 (P C C L) = EUの財政とマクロ不均衡の基準で健全な国 強化された予防的信用枠 (E C C L) = P C C Lの適用条件を満たさない国</p> <p>条件：「覚書」の締結 E C C Lの設定、P C C Lの引き出しの際は欧州委員会の監視下に置かれる</p>
銀行支援		<p>目的：銀行の増資を持続可能なコストで実施することで金融危機の拡大を防ぐ</p> <p>内容：銀行増資のための資金を母国政府を経由して支援</p> <p>対象：「包括支援」の対象外で、銀行増資のための民間資金動員が困難で、母国政府の負担が財政の安定を損なうおそれがある国</p> <p>条件：金融機関のリストラや金融監督、法制的改革などについての「覚書」の締結</p>

(資料) E S M

#### 4 | 支援対象—新たな「財政条約」の批准国に限定、必要に応じてPSIを実施

EFSFとESMの相違点としては、ESMが事前の段階でより厳しい財政規律の遵守を求めていることも挙げることができよう。ESMは、対象国を2013年3月1日以降、2013年1月1日に発効予定の新たな「財政条約（正式名称は「安定、協調および統治に関する条約」）」批准済みの国、すなわち財政の均衡ないし黒字化を、憲法レベルの国内法で義務付けた国に絞ることが決まっている。

また、ESMでは、支援にあたって、ユーロ危機の当初は可能性が排除されていた民間投資家の損失負担（PSI）を通じた支払い能力回復措置を「IMFの慣行」に従って「例外的な措置」として実施する場合があるとしている。これに付随して2013年1月1日以降発行されるユーロ参加国政府の国債には集団行動条項（CAC）が付与される。これらの点は、ESM創設の議論が浮上した2010年の時点では市場に波紋が広がったが、ギリシャの第二次支援にあたってPSIが実施、CACが遡及適用されたこともあり、ESM発足による新たな影響は小さいと見られるようになっている。

また、EFSFは、返済優先順位は民間債権者と同等とされたが、ESMはIMFに次ぐ優先債権者待遇となる。但し、ESM条約調印（2012年2月）の時点で支援を受けていた国（ギリシャ、アイルランド、スペイン）は対象外とする。スペインの銀行支援は、EFSFからESMに引き継がれるが、特別措置として優先債権者待遇の適用は除外されることになっている。

#### 5 | 支援可能額—2014年のフル稼働時に5000億ユーロ、13年6月末まではEFSFが補完

ESMの最大支援能力は5000億ユーロである。ただ、800億ユーロの払込資本は、14年上半期までに160億ユーロずつ5回に分けて行われる。ESMの支援能力が最大の5000億ユーロに達するのは5回の資本金の払い込み完了後である。現在は、最初の2回分の払い込みが終わった段階であり、支援可能額は2000億ユーロである。

2013年中には第3回、第4回の資本の払い込みが予定されているが、2013年半ばまでの移行期間は、新たな支援が5000億ユーロを超えない範囲でEFSFが未利用の支援枠でカバーすることで2012年3月に合意済みである。この合意により、EFSFの約束額とESMからの新規支援という金融安全網全体の支援上限は合計5000億ユーロという当初の想定から、3月時点でのEFSFの約束額のおよそ2000億ユーロにESMの5000億ユーロを上積みすることが可能になり、合計7000億ユーロに引き上げられた。それでも、今後、スペインに続いて、イタリアのように国債発行残高が1兆6千億ユーロ、年間の償還額が1千億を超えるような大国の流動性の危機に対処することを想定した場合、金融安全網としては十分な能力を備えているとは言えない。

増資を通じた支援能力拡大は、先述のとおり、ESM理事会が全会一致で決定することは可能だが、財政健全国では、ユーロ危機発生以来のなし崩し的な救済負担の増大に反発が強まっており、合意形成は極めて難しいと思われる。

EFSFでは、2011年11月以降、政府保証の拡大を伴わない支援能力の拡大策として「予防的プログラム」対象国への適用を想定した「部分的なリスク保証」と、官民の資金を動員するための「共同投資基金（CIF）」の創設を通じた支援能力の拡充が可能になった。いずれもEFSFが損失の一定割合を保証することで、ユーロ圏の国債市場への資金動員を目指したが、「予防的プログラム」の設定を申請した国がないことなどから、実際に利用されないまま現在に至っている。

E S Mも、E F S Fと同じようなスキームを通じた支援能力の拡大が検討されているが、これらを通じて支援枠を大きく拡大することは難しいだろう。

E S Mの支援能力拡大策としては、他にE S Mが銀行免許を取得し、E C Bのオペに参加する「銀行化」を求める意見もある。しかし、E S Mが、発行市場での国債買い入れを行う機能を持っていることから、E C Bによる債務の直接引受けを禁じたE U運営条約に抵触するという反対意見がある。

E S Mの能力の大幅な拡大が難しい状況にあつて、E C BがE S Mによる効果的な監視を前提とするOMTを導入したことは、能力面での金融安全網への不安を緩和する上で必要不可欠であったと言えるだろう。

### 3—今後の課題—ECBとともに危機の伝播を封じ込める役割が期待

E S Mの発足は、ユーロ圏が危機対応として取り組んできた金融安全網の整備に関する一つの到達点と位置づけることができる。また、ユーロ導入国の危機を想定した金融安全網の欠如というユーロの制度設計上の基本的な欠陥の修正という意味もある。

ユーロ圏における市場の緊張は12年6月～7月をピークとする緩和傾向が足もとまで続いている。E S M発足によるユーロ加盟国政府の金融安全網の強化と同時にE C BがOMTによる国債流通市場への介入の方針を示し、金融安全網の能力不足への不安が後退したことが貢献した。それと同時に、6月のE U首脳会議以降、債務危機の解決のために経済成長の重要性が意識されるようになったことや、統合の深化、特に銀行同盟への取り組みが各国の見解の対立を伴いながらも前進しつつあること、財政同盟についても、所得移転による格差是正の仕組みとしてのユーロ圏共通予算の可能性を検討するなど協議が始まったことも、ユーロの分裂や崩壊への不安の緩和につながっている。

しかし、危機国の景気悪化には未だ歯止めが掛かっておらず、統合深化の議論が具体的な成果となつて実現するまでには年単位の時間が必要である。その間、市場がE S Mによる支援やOMTが実行に移されないまま安定を保ち続けることも考え難い。そう遠くない将来に、E S MとOMTの強度や柔軟性、相互の連携関係が試される場面が来るだろう。

ユーロ危機の克服には、一部のユーロ参加国の過剰債務の処理と競争力の向上、そして統合を深めることでユーロ制度の欠陥を修正する取り組みが共に前進し、相乗効果を挙げることが必要だ。

E S Mは、危機の原因となった問題の解決に取り組む環境と時間を確保できるよう、E C Bと共に、流動性の危機や無秩序な債務不履行（デフォルト）、危機の伝播のリスクを封じ込める役割を果たさなければならない。