

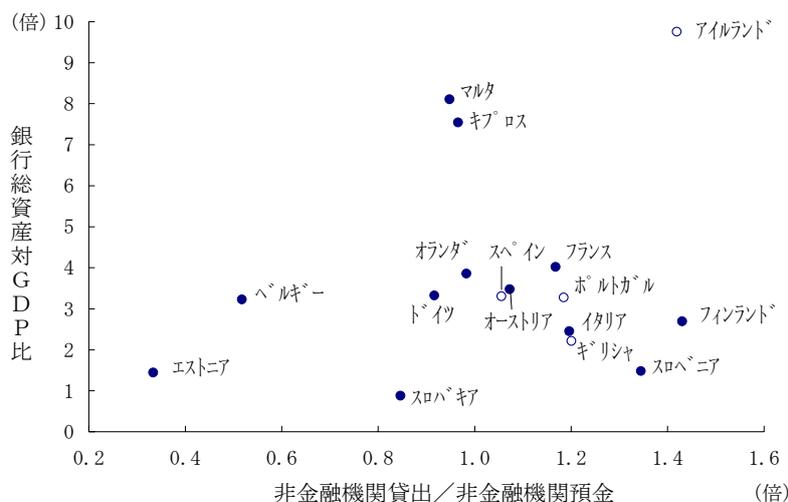
# Weekly エコノミスト・ レター

## 欧州金融安定ファシリティの強化と競争力協定～妥協点を探り、3月決着へ

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. EU・IMFの支援下のギリシャ、アイルランド経済の状況は、ポルトガルに、支援下に入れば却って成長が阻害され債務問題の解決が遅れるとの不安を抱かせる。
2. ユーロ参加国首脳とEU機構は、2月4日のEU首脳会合で危機拡大の抑止力として期待される金融安定ファシリティ（EFSF）の強化について、金融安定と危機克服の「包括的戦略」の一環として3月の最終決着を目指すことで合意した。
3. 支援強化の条件としてドイツがフランスとともに提案した「競争力協定」には反発もあり、EFSFの機能拡充は期待先行の感がある。経済政策の規律と支援強化の妥協点を探った結果は十分なものではないにせよ、新たな制度とルールを活用した問題解決に取り組むことが望まれる。
4. ユーロ圏周辺国が陥っている財政と金融の悪循環を断ち切るには、昨年の失敗を教訓にストレステストを活用した金融セクター健全化の具体的成果を挙げることも重要だ。

図表 ユーロ参加国の銀行市場の現状（2010年末時点）



(注) 図から除いたルクセンブルクは銀行総資産対GDP比 26.2倍、非金融機関貸出／非金融機関預金比率 0.5倍

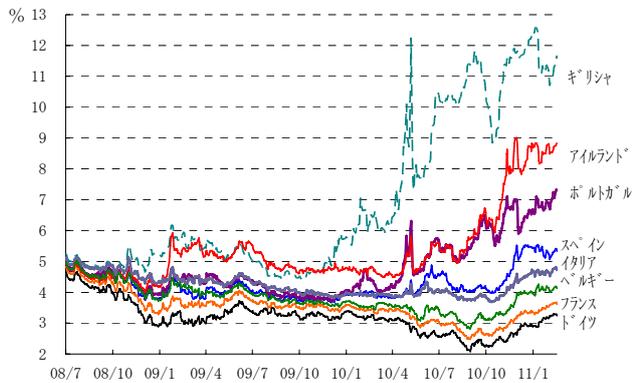
(資料) ECB

**( ユーロ圏全体ではプラス成長続くも、危機国の情勢は厳しい )**

ギリシャ、アイルランドに続きEU・IMFへの支援要請観測が根強いポルトガルの10年国債利回りは広く支援要請の目安と見られている7%を超える水準で推移している。財政赤字削減の成果と労働市場や年金、貯蓄銀行改革などへの意欲的な取り組みが評価され、年初に比べて国債利回りが低下しているスペインとは対照的な推移である(図表1)。

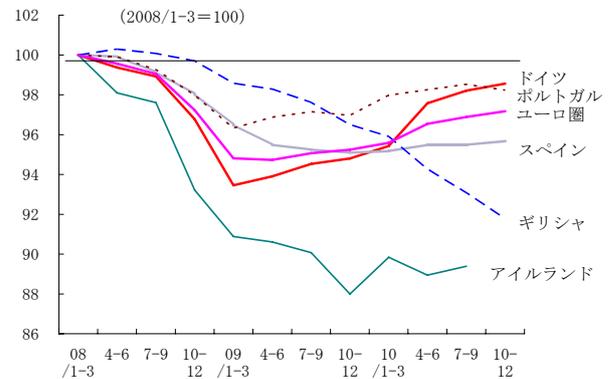
ポルトガル経済は08年1~3月期をピークとする同時不況の落ち込みが相対的に軽微で(図表2)、2010年入り後は3四半期連続のプラス成長となっていたが、アイルランド危機の伝播懸念が強まった10~12月期は前期比0.3%のマイナスに転じた。公表されたGDP統計は一次速報値の段階であるため、需要別の内訳などは公表されていないが、内需の落ち込みがマイナス成長の原因となったようだ。

**図表1 ユーロ圏周辺国、高債務国、独仏の  
10年国債利回り**



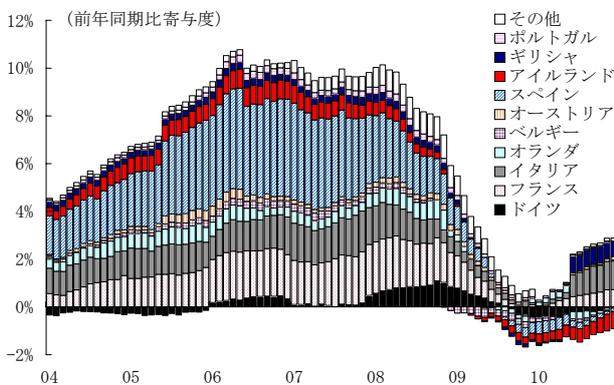
(資料) Eurostat

**図表2 ユーロ圏周辺国と  
ドイツの實質GDP**



(資料) Eurostat

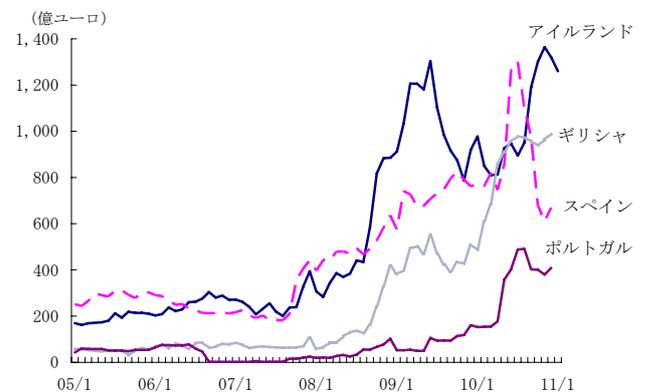
**図表3 ユーロ圏銀行の民間部門向け貸出  
(国別寄与度)**



(注) 2010年6月以降のギリシャの増加は統計手法の見直しに伴うもの

(資料) Eurostat

**図表4 周辺国に対する  
ECBの資金供給残高**



(資料) 各国中央銀行

ユーロ圏の10～12月期の実質GDPはドイツなどに年末の寒波の影響が出たものの、全体で前期比0.3%とまずまずの数字であった。牽引役のドイツは天候要因による建設部門のマイナス成長を輸出や消費、設備投資などが補い前期比0.4%の成長を維持した。他方、マイナス成長が8四半期続いているギリシャは同マイナス1.4%と大きく落ち込んだ。アイルランドの10～12月期統計は3月公表だが、月次で公表される各種経済指標からは内需の低調な推移が確認できる。ユーロ参加国の中でも、借金依存による銀行の肥大化（表紙図表参照）という問題が顕著な同国では10～12月期には銀行部門からの資金流出で信用収縮が一段と深刻化しており（図表3）、10～12月期に景気のボトムを更新した可能性もある。

### （ 周辺国の悪循環と危機の伝播の抑止力として期待される EFSF の強化 ）

国債市場では EU・IMF からの支援下にあるギリシャ、アイルランドの利回りは高留まったままで（図表1）、ECBの資金供給への依存状態も続いている（図表4）。支援下に入ってもギリシャ、アイルランドの債務の返済可能性に対する不安が緩和せず、「資本の流出→経済の落ち込み→政府と金融機関の債務の返済可能性の一層の低下」の悪循環に陥っていることが原因だ。ポルトガルには、支援下に入れば却って成長が阻害され、債務問題の解決が遅れるとの不安を抱かせる状況だ。

EUのユーロ圏の危機国支援の中核をなす金融安定ファシリティ（EFSF）の機能の強化は、過剰債務に苦しむ周辺国の悪循環と危機の伝播の抑止力として期待されている。2月4日のEU臨時首脳会議では、ユーロ圏の金融の安定と危機脱却のための「包括的な戦略」の一部としてEFSFを強化することで合意した（図表5）。

図表5 ユーロ参加国首脳とEU機構による声明（2月EU首脳会議付属文書）

- 2010年12月の声明文に続き、ユーロ圏全体としての安定を確保するために必要なことに取り組む方針を確認、ユーロ参加国政府とEU機構は、ユーロ圏の金融安定を確保し、力強く危機から脱却するための「包括的な戦略」の進捗状況を点検した
- 「包括的な戦略」には、経済ガバナンスに関する一連の法案、ストレステストと金融セクターの修復、ヨーロッパ・セメスターの実行を含む
- 3月の最終合意を目指す「包括策」の一部としての以下の点について合意した
  - ➔ ギリシャとアイルランドの現行のプログラムを成功裏に実施する
  - ➔ 欧州委員会はECBと協力して、財政状況と成長見通し改善のためのユーロ参加国政府による取り組みを評価する
  - ➔ 適切な支援に必要な機能を発揮するため、EFSFの強化策についてのユーロ圏財務相会合（ユーログループ）の提案を具体化する
  - ➔ 12月の首脳会議で合意に合致するよう欧州安定メカニズム（ESM、通称「欧州版IMF」）の機能についてユーログループ議長の下で最終合意を目指す
- 新たな経済ガバナンスの構築のため、新たな経済政策協調（相互監視）のための枠組みの導入を進め、競争力の強化と高度な収斂の実現を目指す。EU大統領が条約に適合する具体策をユーロ参加国政府と協議し報告する。EU大統領は欧州委員会委員長と緊密に協力する。ユーロ未参加国のEU加盟国の参加も認める。

「包括的な戦略」の当面の課題として、E F S Fの強化と、2013 年半ば以降、これを引き継ぐ欧州安定メカニズム（E S M）の機能、さらに経済政策の監視を強化するための枠組みも含めて、ファンロンパイEU大統領が招集した3月11日のユーロ圏の非公式首脳会議での討議を経て、24日～25日開催のEU首脳会議での最終合意を目指している。

### （ 経済政策の相互監視の強化も「包括的な戦略」の一環 ）

「包括的な戦略」の一環である経済政策の相互監視の強化のために、EUでは2011年から「ヨーロッパ・セメスター」と称する新たな政策監視の仕組みを立ち上げている<sup>(注)</sup>。ファンロンパイEU大統領が率いたタスク・フォースが2010年10月にまとめた報告書に基づいて財政の相互監視のための「安定成長協定」の見直しに加え、マクロ的な不均衡の監視のために複数の経済指標からなる「スコアボード」に基づいて「過剰な不均衡」が認定された国に是正を求める手続きと是正されない国に対する罰金などの制裁措置を導入する法案について6月の採択を目指している。

ドイツはフランスとともに、2月4日の首脳会議を前に、経済政策協調の具体的な指針として、域内の競争力格差の拡大を抑制し是正するための「競争力協定」を提案した。「協定」では、競争力評価の指標として、財政の安定性や単位労働コストなどの価格競争力の指標、研究開発（R&D）投資、教育、インフラ投資の最低水準の採用し、①物価連動型の賃金決定方式の撤廃、②域内労働移動を促進するための資格の相互承認協定、③法人税率の共通基盤構築（common consolidated corporate tax base; CCCTB）、④年金制度の人口動態変化への適応、⑤政府債務抑制のための「債務ブレーキ法」の導入、⑥銀行の破たん処理制度の導入という6つの改革を提案している。長期にわたり基準値からの乖離が続いた国に対する「制裁」も念頭に置いている。E F S Fの強化の条件であるとともに、これを機にEUが1990年以来進めてきた経済通貨同盟（Economic and Monetary Union; EMU）のうち、1999年の単一通貨ユーロ導入で実現した通貨同盟に対して遅れをとってきた経済同盟の強化を促すものと位置づけられよう。

独仏の提案は、今月4日の首脳会議や14日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）、EU財務相会合などで公式に議論された訳ではないが、物価連動型の賃金決定方式を採用する国（ベルギーなど）や、低税率を外資誘致の手段としてきた国（アイルランド、エストニアなど）のほか、ユーロ未導入のEU加盟国からも、内容とともに大国主導の手法に対する反発が出ている。

経済政策協調の具体策は、ユーロ参加国首脳とEU機構の合意では「EU大統領がユーロ圏首脳と協議」し、「欧州委員会委員長と緊密に協力」して提案するとされており(図表4)、3月11日の非公式首脳会議でEU大統領が独仏提案とともに中小国からの異論も踏まえた案を提示し、具体的な調整のプロセスに入るものと思われる。

(注)Weeklyエコノミストレター2011-1-14「2011年前半はユーロ危機拡大阻止の正念場」をご参照下さい。

### （ EFSFの規模の拡大は実現の見通しも、機能の拡大は期待がやや先行 ）

他方、市場の期待が高いE F S Fについては、今月14日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）では新たな決定はなかったものの、2013年以降にこれを引き継ぐE S Mは英国などユーロ未導入のEU加盟国も参加することで5000億ユーロの規模となることで合意した。E F S Fの強化については首脳間の合意が成立しており、経済政策に対する拘束力を強める見返りとして、総額

4400 億ユーロ、融資可能枠約 2500 億ユーロからの規模の拡大はある程度実現する見通しだ。

機能の拡大や弾力化としては、①国際通貨基金（IMF）が世界金融危機への対応として新設したフレキシブル・クレジット・ライン（FCL）のように政策運営が健全で、支払い能力には問題がないが、流動性の危機に見舞われた国に対してより柔軟な条件で融資する制度の導入、②自国の国債買い入れのための資金を融資する制度の導入、③EFSFによる国債や金融債の買い入れ、④支援条件の見直し（金利の引下げや融資条件の見直し）などの様々な観測が流れている（図表 6）。

機能拡充への期待もあって、直近 3 週間は欧州中央銀行（ECB）が証券市場プログラム（SMP）を通じた国債買い入れを停止するなど市場がそれなりの落ち着きを見せている。しかしながら、これらの措置については、ドイツ、オランダ、オーストリアなど財政が相対的に健全で国際的な競争力の高い国々は押し並べて慎重であり、期待先行の感がある。

### （ 機能拡充にあたっては効果と副作用の検討が必要 ）

機能の拡充策については、効果と副作用の慎重な検討が必要だろう。①の弾力的な融資制度は、政府債務残高の絶対水準が低く、不動産バブルを許したとは言え、金融監督によってそれなりの健全性を保ってきたスペインや、政府債務残高の水準自体は高いが、趨勢的には低下傾向を保ってきたベルギーなどへの適用が考えられる（図表 7）。必要以上の財政緊縮や他国への伝播に歯止めを掛ける効果が期待できるだろう。半面、厳しい条件で支援する国と弾力的な支援を適用する国をどう線引きするのかという問題が生じる。

図表 6 EFSF 機能拡充案

- ① 弾力的な融資制度の新設
  - ② 国債買い戻しのための融資制度の新設
  - ③ EFSFによる国債・金融債の買い入れ
  - ④ 支援条件の見直し

（資料）新聞報道等より作成

図表 7 周辺国と高債務国の政府債務残高



（資料）Eurostat（2010 年は欧州委員会秋季見通し）

②は市場で額面を下回る価格で国債を買い戻すことで債務残高の圧縮を図ることで事実上の債務再編を可能にする仕組みである。財政不安を抱える国の国債を保有する金融機関の損失を確定できる。ただ、現実には、国債の買い戻しに連れて国債価格が上昇することが効果を減殺するし、ある程度の規模の債務削減のためには多額の資金が必要になる。

③の国債買い入れは、昨年 12 月にユーロ・グループのユンケル議長（ルクセンブルグ首相兼財務相）とイタリアのトレモンティ蔵相が提案したユーロ共同債構想でも提唱されたものだ。ECB のバランス・シートの毀損を防ぐ利点があり、拡大 EFSF の規模次第では、ECB よりも大規模

な介入が可能になり、市場への影響力が拡大することも期待できよう。金融債の購入も資金調達難に直面している周辺国の金融機関を直接サポートすることになる。これらの機能をE F S Fが果たすようになることで、E C Bが一義的な目的である「物価の安定」のための金融政策に集中できるようになる点も利点だ。④はギリシャやアイルランドについては債務の返済可能性が改善し、悪循環に歯止めを掛ける効果が期待されるし、ポルトガルにとってもE U・I M F体制下での経済再建の展望を描きやすくなるだろう。半面、高債務国のモラルハザードを助長し、支援国の負担が膨らみ続けるおそれやE F S F債の信用力の低下につながることも考えられよう。

### （ 3月の決着に向け支援強化と経済政策の規律強化の妥協点を探る ）

3月の首脳会議に向けた協議は、支援の効果を高め、副作用を抑えるために、E F S F及びE S Mという支援の枠組みの強化と経済政策の規律強化の最適なバランスを探っていくことになる。これまでの統合の流れを振り返っても、経済政策協調の枠組みとして独仏提案がそのままの形で採用される可能性は低いし、E F S Fの機能が現在議論されているすべてについて拡充されることもないだろう。

ユーロ参加国間の利害調整の結果の妥協の産物となる最終決着は十分なものではないにせよ、新たな制度、ルールを最大限に活用して問題の解決が前進することが望まれる。

### （ 財政と金融の悪循環に歯止めを掛けるには、金融セクターの強化も必要 ）

ユーロ圏の周辺国が陥っている「財政への不安が銀行の資金調達と支払い能力を圧迫」し、「銀行の損失拡大が政府債務残高の増大をもたらす」財政と金融の相互作用と悪循環に歯止めを掛けるには金融セクターの強化も必要だ。

今年半ばの結果公表が予定されているE Uのストレステスト（銀行特別検査）は、金融システムの透明化と健全化の契機となることが期待される。今年初めに始動した欧州銀行監督機構（E B A）のエンリア議長は、英フィナンシャル・タイムズ紙のインタビューで「(今回のストレステストでは) 市場に対して明快なメッセージを発するべき」と語り、今年15日のE U財務相会合で金融セクターの安定化対策として「ストレステストの結果の公表に先立って経営基盤の弱い金融機関のリストラのための戦略を用意」し、「必要な場合には資本の再構築やリストラ、破たん処理を行なう」ことで合意している。2010年のテストの失敗を教訓として、改善を図ろうとの意欲が伺われる点は好材料だ。

新たな金融監督体制の下でも金融監督の手法は異なり、金融機関の危機管理と破たん処理制度も将来の共通化に向けて、まずは各国の制度の見直しを図っている段階にある。国家の信用力や経済力の格差も目立つ中、足並みを揃えることは容易ではないが、監督当局間の連携によって具体的成果を挙げるのが重要だ。

---

（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。