

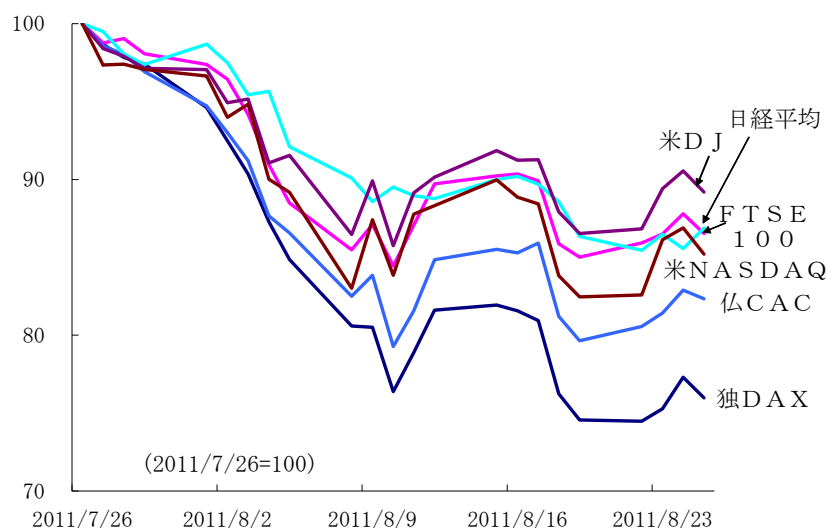
Weekly エコノミスト・ レター

債務危機と景気減速への懸念が迫るユーロ圏の統合深化

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. 米国の景気減速、新興国の成長鈍化と外部環境が厳しさを増す一方、ユーロ圏内では財政不安がスペイン、イタリアからフランスにまで広がり始め、銀行の収益と資金調達への不安から株価が大きく下落した。年後半も緩やかな景気回復が続くと期待はしぼみ、政府の対応の遅れをECBが非標準的手段の拡大でカバーする状況が続いている。
2. 16日の独仏首脳会談の合意は、EUあるいはユーロ参加国のレベルで合意してきた危機再発防止に向けたガバナンスやサーベイランス強化の制度改革の効果をも高める提案に重点が置かれ、EFSFの増額やユーロ共同債導入を期待する市場の失望を呼んだ。
3. EFSFは6月に合意した融資可能額引き上げ等についての各国の承認待ちの段階にあるため即座に次の拡大を議論することが難しい事情があり、ユーロ共同債はドイツなどの健全国の資金調達コストの上昇とモラルハザードへの懸念が実現を阻んでいる。
4. しかし、危機は、これらの措置に踏み込まざるを得ない事態が十分に想定される段階まで進んでいる。独仏によるガバナンス、サーベイランス強化の提案は、その布石としての意味を帯びるかもしれない。

日米を凌ぐ過去1カ月の欧州株の下落幅ー主要国株価の推移ー



（ 急激に広がる景気減速懸念 ）

ユーロ圏経済の先行きへの不安が広がっている。米国の景気減速、新興国の成長鈍化と外部環境が厳しさを増す一方、ユーロ圏内では7月の首脳会議における第二次ギリシャ支援での合意やユーロ圏の危機国支援の枠組みである欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能拡充にも関わらず、財政不安がスペイン、イタリア、さらに格下げの憶測が広がったフランスにまで広がる兆候を見せ始め、追加の緊縮財政措置を迫られることになった。加えて、国債価格の下落で、銀行の収益と資金調達への不安が強まり、銀行株主導で株価が大きく値下がりし、信用収縮の懸念も生じたからだ（表紙図表参照）。

4～6月期のユーロ圏の成長率は前期比0.2%と1～3月期の同0.8%から鈍化した。4～6月期の成長鈍化は、1～3月期の成長を押し上げた天候などの特殊要因の剥落などからある程度予想されたものの、ここにきて緩やかな回復持続への期待が急速にしぼんでいる。

ただ、現時点では成長テンポが大きく鈍ってはいるが、急激かつ大幅なマイナス成長が予想されるような状況にはない。欧州委員会の景況感指数は7月は103.2と長期平均の100を上回る水準にあり、8月の総合PMIは7月と同じ51.1でユーロ圏全体では拡大と縮小の分かれ目である50を上回っている。

そうは言っても、財政不安の拡大と金融システムの緊張に適切に対応できなければ、ユーロ圏経済全体が再び後退するリスクが高まってくることは確かだ。

（ 柔軟性・機動性を欠く政府の対応をカバーするECB ）

ECBは8月4日の政策理事会で、一旦収束した6カ月の資金供給を8月11日に実施、従来のパターンから1カ月前倒しで年末までの固定金利・金額無制限の資金供給の継続を決めた^{（注1）}。さらに7日には今年3月以降休止していた証券市場プログラム（SMP）を通じた国債買い入れを「積極的に実行する」声明を公表した。

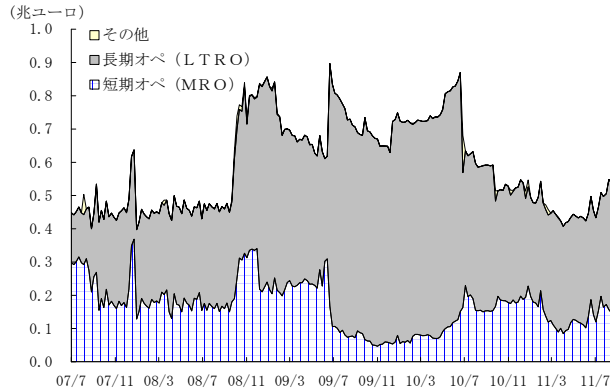
こうした非標準的手段の再拡大措置の結果、ECBの資金供給残高は再び拡大に転じているが、株価の下落幅は日米を凌ぎ、リーマン・ショック後に匹敵するほどの勢いであったのに比べると、ECBの資金供給の増加の度合いは小幅で、銀行間市場の緊張は部分的なものに留まっているようだ（図表1）。他方、国債の買い入れ残高は、12日までの1週間で220億ユーロ、19日までの1週間で143億ユーロという大規模な買い入れの結果、1105億ユーロへと大きく拡大している（図表3）。買い入れ対象の国債の内訳は従来同様明らかにされていないが、これまでのギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国からスペイン、イタリアへと対象が拡大したと考えられており、一時は6%を突破していた両国の10年国債利回りは5%近辺で推移するようになっている（図表4）。

7月のユーロ圏首脳会議では、EFSFの新たな機能として、銀行増資資金としての活用のほか、流通市場における国債の買い入れを認めた^{（注2）}、ユーロ参加各国の議会による承認手続きが必要であるため8月の国債市場の緊張や株価の大幅下落に対処することができず、ECBがカバーする結果となった。

（注1） [経済・金融フラッシュ No.11-067「8月ECB政策理事会：インフレ警戒姿勢は維持、危機拡大には非標準的手段で対応」](#)をご参照下さい。

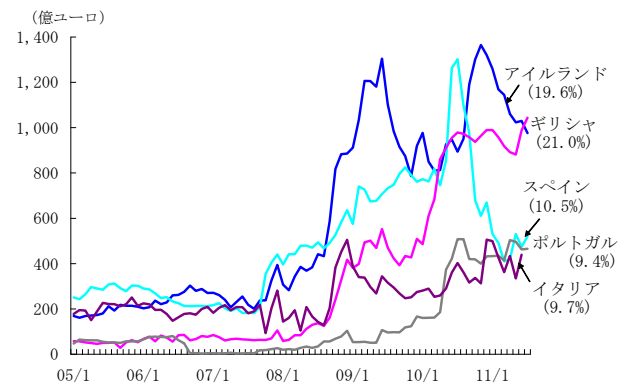
(注2) Weekly エコノミスト・レター2011-7-22「第二次ギリシャ支援を巡るユーロ圏臨時首脳会議とEU銀行特別検査(ストレス・テスト)の評価」をご参照下さい。

図表1 ECBの資金供給残高



(資料) ECB

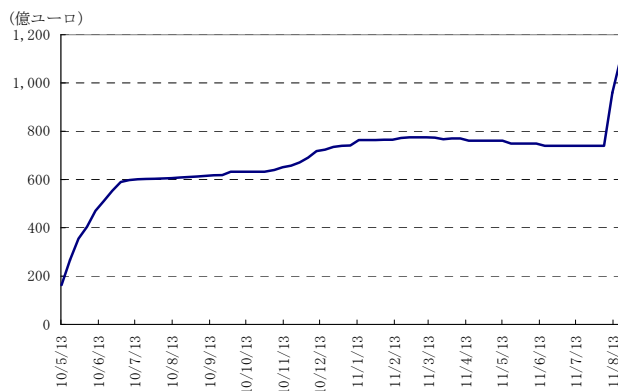
図表2 ECBからの資金供給残高



(注)カッコ内はECBの資金供給残高に占めるシェア

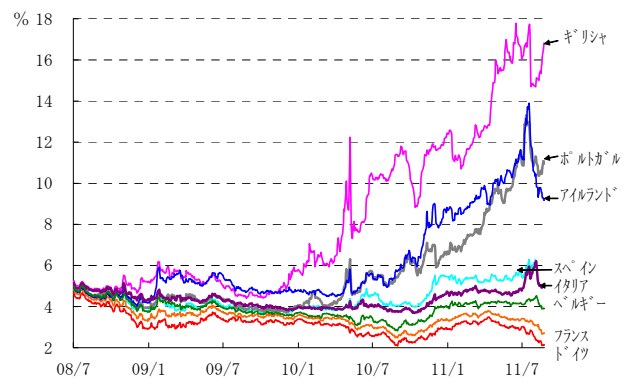
(資料)ECB、各国中央銀行

図表3 ECBの国債買い入れ残高



(資料) ECB

図表4 ユーロ参加国の10年国債利回り



(資料) Datastream

(ガバナンス、サーベイランス強化に重きを置いた独仏首脳のプロ案)

8月16日に開催された独仏首脳会談では、財政不安の拡大と銀行不安の再燃への新たな対策への期待が高まる中で開催された。会談後、独仏首脳は、ユーロ圏首脳会議の定例化や2012年夏までの全てのユーロ参加国における財政均衡ルールの法制化、EU予算の「構造基金」、「結束基金」を経済成長と競争力強化のために活用し、問題が認められる国のアクセスには制限を設ける仕組みや金融取引税の導入をEUに提案するとともに、独仏間の経済金融面での収斂の促進と競争力強化のため、法人税制の共通化などを進めることで合意したことを明らかにした(図表5)。

独仏首脳のプロ案は、基本的にこれまでにEUあるいはユーロ参加国のレベルで合意してきた危機再発防止の制度改革の効果を高める内容である。ギリシャ危機で機能不全が証明された財政の相互監視ルールを定めた「成長安定協定」の厳格化と、マクロ経済の不均衡の相互監視制度導入については法制化は最終段階にあり、今年初からはすでに予算案の事前審査と財政と構造改革の一体監

視のためのサイクルである「ヨーロッパ・セメスター」^(注3)が始動している。6月に最終合意したEFSF改革(後述、図表8)の布石として、独仏首脳のプロ案を下敷きとするユーロ参加国に財政健全化、競争力強化策へのより強いコミットメントを求める「ユーロ・プラス協定」でも合意に至っている。

図表5 8月16日の独仏首脳会議のプロ案

ガバナンス強化策	ユーロ圏首脳会議の定例化(最低年2回開催、必要に応じて臨時会議を開催)
	<p>財政規律について定めた「成長安定協定」の実施状況を検討し、ユーロ参加各国が直面している問題について討議し、危機の回避に必要な措置を講じる</p> <p>ユーロ圏における競争力の動向の評価、持続可能な成長の促進、競争力の強化、不均衡の蓄積を予防するための経済政策の方向付けを行う</p> <p>2年半を任期とする議長を選出する(初代はファンロンパイEU大統領を想定)</p>
	ユーログループ(ユーロ圏財務相会議)の強化
	ESM(欧州安定メカニズム)に債務と資本市場などに関する分析機能を付与
	欧州委員会、欧州中央銀行、国際通貨基金の分析と提案を補完することを目的とする
財政・経済政策の監視と統合の強化策	全てのユーロ参加国における2012年夏までに財政均衡ルールの法制化
	<p>ルールを安定化し、毎年の予算編成に優越させるため原則として憲法に明記する</p> <p>財政均衡ルールは「成長安定協定」と整合的なものとし、すべてのユーロ参加国ができる限り早く確実に財政の均衡状態を実現できるようにする</p> <p>政府債務残高が参照値のGDP比60%を超える国については債務比率の着実な低下を図る</p>
	「ヨーロッパ・セメスター」(*1)における勧告の速やかな実行、予算案への反映
	「ユーロプラス協定」(*2)に沿った経済運営
	経済成長と競争力強化のためのEUの「構造基金」、「結束基金」(*3)の活用
	<p>「結束基金」のマクロ経済条件を「構造基金」にも適用する</p> <p>(新たに導入が予定されているマクロ経済不均衡の監視制度の下で)「過剰な不均衡」が是正勧告を受けた国は競争力の改善と不均衡の削減をマクロ経済条件とする</p> <p>EFSF/ESMから支援を受けている国については、欧州委員会が自動的に両基金がマクロ構造調整プログラム実現のために有効に活用されているかを審査し、プロジェクトの選定や実行に関与する(欧州委・経済財政委員が責任者となる)</p> <p>将来的には、「成長安定協定」で規定された過剰な財政赤字是正手続きの勧告に従わない国への「構造基金」、「結束基金」の引き出しは停止する</p>
独仏間の経済金融収斂強化のための決議	財務相に金融取引税の導入についての共同提案を指示(9月末まで)
	「ヨーロッパ・セメスター」のスタート時に経済財政政策を協議し、予算案のマクロ経済の想定を共有するための会議の場を設ける
	財政・経済相に両国経済の収斂と競争力強化のための共同提案の準備を指示
	課税対象や税率を含む2013年の法人税の共通化

(*1) 2011年初から導入されたEU加盟国の予算案の事前審査と財政・構造改革の一体監視と協調のためのサイクル

(*2) ユーロ導入国と参加を希望したユーロ未導入のEU加盟国6カ国について財政の健全化や競争力の強化により強いコミットメントを求める協定。2011年3月首脳会議で合意

(*3) 結束基金: 低所得国を対象とする格差是正を目的とする予算枠。環境保全と交通インフラ整備が用途
構造基金: EU全体の地域開発と競争力強化を目的とする予算枠

(資料) 独仏首脳によるファンロンパイEU大統領への書簡

ただ、今回、独仏が提案した個別の政策について、ユーロ参加国の足並みは必ずしも揃っていない。財政均衡ルールの法制化や金融取引税の導入、財政均衡化のルールを順守できない国に対す

る制裁としてのEU予算へのアクセスの制限などは、これまでも議題に上ったが、他国の反対で最終合意に至らなかった経緯がある^(注4)。

「経済政府」の創設と伝えられるユーロ圏首脳会議の定例化には、ユーロ参加国の財政規律の遵守状況や競争力の動向を監視し、危機の未然防止に必要な措置を講じる役割が期待されているが、「最低年2回開催」、「必要に応じて臨時会議を開催」、「2年半の任期の議長を任命し、初代議長にはファンロンパイEU大統領を想定」といった大枠が提案されているのみで、具体的内容は不透明だ。独仏提案が「現在の基本条約との整合性」に配慮したものであり、超国家機関を創設して強大な権限を付与することは想定されていない。政府間の枠組みで各国の政策の監視や是正の機能を発揮できるのかという疑問は残る。

そもそも独仏の合意内容は、あくまでも「提案」であり、どの程度、具体的かつ効果的な枠組みとして実現するか明確ではない。ただ、これらが実現して、成果が表れるまでに時間を要することは間違いなく、足もとの危機封じ込めの効果は期待できない。

独仏首脳は、EFSFの増額やユーロ共同債導入といった市場が「危機の拡大阻止に効果的」と考えている措置には消極的姿勢を示し、市場との溝は埋まらないまま終わった。

(注3) 1月に欧州委員会が公表する「年次成長サーベイ」を踏まえて4月中に加盟国が向こう3年間の中期財政計画と構造改革計画を提出し、両計画に対して欧州委員会がまとめた「意見」と「ガイダンス」を閣僚理事会が採択、6月にEU首脳会議が承認した「勧告」を各国が秋以降の次年度の予算編成に反映するというサイクル。

(注4) 金融取引税は、EUが単独で導入した場合、金融機関や金融取引の域外シフトをもたらすだけに終わりかねず、昨年9月のEU財務相理事会で合意に至らなかった経緯がある。今回の独仏提案に対しても、国際金融センター・ロンドンが立地するイギリスのほか、オランダ、スウェーデンなども反対の立場を表明しており、実現の可能性は必ずしも高くない

(EFSFの規模拡大への期待と現実)

それではEFSFの規模拡大やユーロ共同債にはどのような効果が期待され、どのような要因によって実現が阻まれているのだろうか？

EFSFの規模の拡大には、7月の首脳会議で合意したEFSFの新たな機能、すなわち流通市場での国債の買い入れや予防的プログラムを、EU・IMF支援下の3カ国に比べて遥かに大きいスペイン、イタリアなどに適用する上で必要になると考えられている。

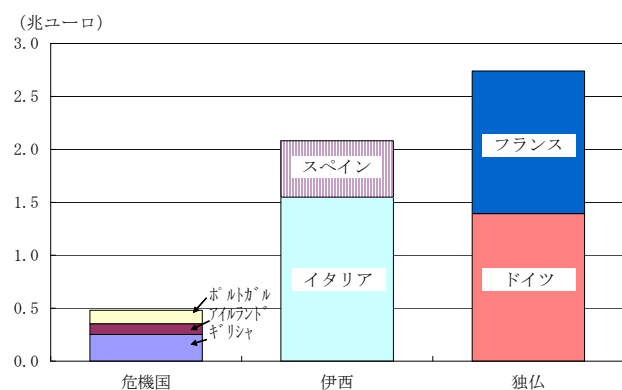
ECBが国債の買い入れ再開にあたって7日に公表した声明文では、まず初めにイタリアとスペインが財政と構造改革の追加措置に歓迎の意を表した上で、ユーロ圏首脳が7月の首脳会議での合意事項のすべてを実行に移すこと、中でも、ECBが、金融市場が例外的状況にあると判断する場合には、EFSFが国債流通市場に介入できる準備を整えることの重要性を強調している。独仏首脳は「9月末までにEFSFの新たな機能のすべてを利用可能にするようユーロ参加国に求める」方針で一致しているが、EFSFによる国債買い入れが可能になれば、ECBは新規の買い入れを停止するというのが基本的な方向となるだろう。

ECBによる国債買い入れの残高は今年2月末のピーク時で775億ユーロであり、当時の買い入れ対象であったギリシャ、アイルランド、スペインの3カ国の国債残高4806億ユーロ(2010年末現在)の16.1%相当であった。しかし、これらの国々には将来の債務再編への不安もあって、国

債利回りの上昇に歯止めをかけることはできなかった。他方、スペインとイタリアの国債発行残高は2.1兆ユーロあり、ECBが19日までの2週間で買い入れた363億ユーロは残高の1.7%相当である。

EFSFはアイルランド、ポルトガル向けにすでに437億ユーロの支援を約束しており、第二次ギリシャ支援では公的支援の総額1090億ユーロから280億ユーロの民営化収入を除いた880億ユーロのうち3分の1の270億ユーロの支援をIMF、3分の2の540億ユーロの支援をEFSFが行う場合、残る支援可能額は現在の枠組みの上限2550億ユーロのままであれば1573億ユーロである。6月のEU首脳会議で最終合意した政府保証枠の4400億ユーロから7800億ユーロへの引き上げなどを盛り込んだ改定案がユーロ参加各国で承認され、支援可能額の上限が2550億ユーロから4400億ユーロに拡大した場合でも3423億ユーロでスペイン、イタリアの国債市場の16.4%相当までが上限となる。上限いっぱいまで国債の買い入れを行えば、予防的融資枠の設定や、危機国の追加支援、他国の支援要請に対応する余力もなくなってしまう。

図表6 ユーロ参加国の国債発行残高（2010年）



(資料) eurostat

図表7 EFSF資金の活用状況

		(億ユーロ)
アイルランド支援		177
ポルトガル支援		260
第二次ギリシャ支援		540
未使用額	現行EFSF	1,573
	改定EFSF	3,423

(注) 第二次ギリシャ支援額は総額1090億ユーロから民営化収入による280億ユーロを除いた810億ユーロの3分の2の金額と想定。

第一次支援の未実行分450億ユーロを含まない

(資料) EFSF

図表8 欧州金融安定ファシリティ（EFSF）改革

		ユーロ圏政府保証枠	支援可能額	機能
現行EFSF		4,400	2,550	融資
改定EFSF	6月首脳会議合意	7,800	4,400	融資
	7月首脳会議合意	-	-	発行市場における国債買い入れ 流通市場における国債買い入れ 予防的融資 銀行の増資資金支援

(注) EFSFは2013年6月末で新規の支援は停止、以後の支援機能は欧州安定メカニズム（ESM）に継承される

(資料) EFSF、2011年7月21日ユーロ圏首脳会議声明文

だからと言って、EFSFの規模を立て続けに拡大することは難しい。ドイツのほか、オランダ、フィンランドなど財政健全国ではなし崩し的な支援負担増への抵抗は強い。より財政基盤が弱

イタリアやスペイン、さらに格下げ懸念が煽るフランスなどは更なる負担の拡大が、安心材料となるよりは、財政悪化要因として捉えられるおそれもある。

（ 期待が高まるユーロ共同債 ）

すべてのユーロ参加国で共通の国債を発行するユーロ共同債の導入は、ユーロ圏が全体で見れば財政赤字はGDP比で6.1%、政府債務残高は同85.1%（2010年実績）と日米に比べて健全という状況を生かす解決策と言えるだろう。信用危機に見舞われた国が次々と財政緊縮強化と成長鈍化の悪循環に陥る状況を打開できる。

しかし、ユーロ共同債には、特にドイツが強く反対しているとされており、これまでのところユーロ圏首脳や財務相のレベルで公式に議論されてはいない。ドイツ国債の格付けはトリプルAの最上級で、流動性にも富むため、ユーロ圏の国債市場のベンチマークとなっており、財政危機拡大で逃避先としての性格を強め、国債利回りは低下している（図表4）。ベンチマークとしての立場を享受しているドイツにとっては、ユーロ共同債の導入が調達コストの上昇につながりかねない。加えて、財政規律という観点からも、問題国の財政構造改革が道半ばの段階で導入すれば、モラルハザードを招くという思いもある。16日の独仏首脳会議でも、経済統合が成功裏に実現した際の可能性は排除しなかったものの、当面の問題解決の選択肢とはならないとされたのもこのためだ。

それでも周辺の3カ国だけでなく、スペインやイタリアにも流通市場での国債買い入れという形ではあるものの支援が必要になり、フランスにまで圧力が及ぶリスクがあることが確認されたことで、ユーロ共同債を選択せざるを得ない事態が想定される状況になっている。

ブリュッセルのシンクタンク・ブリューゲルによる「ブルーボンド構想」^(注5) や、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財務相の共同提案^(注6) などのユーロ共同債の提案では発行に一定の上限を設けることなどで健全国の調達コストの上昇やモラルハザード防止に歯止めを掛けることを想定している。ドイツなど健全国の懸念を解消するよう制度設計を工夫した上でユーロ共同債を導入する余地はあるだろう。

（ ユーロの危機対応力向上には欠かせないガバナンス、サーベイランス体制の強化 ）

6月のEFSF改革合意の前段階で「ユーロ・プラス協定」が必要とされたように、7月の合意をさらに超えて、EFSFの金額の一層の拡大やユーロ共同債といった領域に踏み込むには、参加国の財政と構造改革の実行が担保されなければならない。

市場が期待外れとした独仏によるガバナンス、サーベイランス強化の提案は、今後、EFSFの増額やユーロ共同債によるユーロ圏の危機対応力向上への布石という意味合いを帯びるかもしれない。

(注5) Jakob von Weizsäcker, Jacques Delpla, “The Blue Bond Proposal”, Bruegel policy brief, 6th May 2010

(注6) Jean-claude Juncker and Giulio Tremonti, “Eurowide Bonds would be help to end the crisis”, Financial Times, 6th December 2010

(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。