

顕在化した欧州ソブリン・リスク ～加盟国の財政危機に揺れるユーロの憂鬱～

予算委員会調査室 石原 淳

1. はじめに

2011年4月6日、ポルトガルのソクラテス首相（当時）は欧州連合（EU）に対して緊急財政支援を要請した。追加財政再建策が3月23日に議会で否決され、4月中旬には47億ユーロの国債償還を控える中で、自力での財政再建が困難になったとの判断による。EUと国際通貨基金（IMF）は、3年間で総額780億ユーロ（約9兆4,000億円）のポルトガル支援策で合意したが、ポルトガル政府は、財政支援を受けることと引き換えに、3年間で対GDP比10%規模の財政再建や、労働市場や教育市場等の構造改革、金融システム改革等を迫られることになった。

EU等によるユーロ加盟国の支援は、10年5月のギリシャ、11月のアイルランドに続き3か国目となる。こうした一連の欧州財政危機は収束の糸口を見つけられないまま、多額の財政赤字を抱えるスペインやイタリアなど他のユーロ圏諸国へと波及する可能性も指摘される。また、ギリシャの債務問題は、昨年の財政支援以降もくすぶり続けており、追加支援をめぐる議論の行方によっては、ユーロ離脱やデフォルトが現実のものとなる可能性も取り沙汰されている。こうした事態に陥れば、ユーロという「一国一通貨」の原則を破らんとする壮大な実験は、開始から12年余りで失敗の烙印を押されることとなる。

本稿では、まず、財政危機に陥った、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3か国に対するEU及びIMFの財政支援の枠組みを概観し、その上で、今後の欧州経済を考察する際、大きな論点となる「金融・通貨は1つなのに、財政はバラバラ」という統一通貨ユーロの危機の背景にある問題に焦点を当て、若干の論考をまとめる。

2. ユーロ動揺の始まり～引き金を引いたギリシャ

ユーロ圏経済で、にわかにソブリン・リスクが注目されるようになったのは、2010年4月に顕在化したギリシャ危機が発端であった。

09年10月に行われた総選挙で勝利した新政権は、前政権のずさんな統計処理によって財政赤字が過小評価されていたとして、対GDP比5%程度とされていた08年財政赤字を7.7%に修正、同時に、3.7%程度と見られていた09年財政赤字も12.7%に修正した（09年財政赤字については、10年4月に13.6%に再修

正した)。これを受け、格付け会社は軒並みギリシャ国債の格下げに動き、ユーロ圏で最も利回りが低くベンチマークとなっているドイツ国債とギリシャ国債との金利差（スプレッド）は、一時4.5%にまで急拡大した¹。当初、資金援助の必要はないと明言していたギリシャ政府も、いよいよ国債の安定発行が困難になった10年4月23日、EU、IMF等に対して正式に財政支援を要請した。ギリシャが債務不履行に陥り、ギリシャ国債を大量に保有している金融機関を通じて他のユーロ加盟国に影響が及ぶ可能性を危惧していたEUは、要請を受けて直ちに欧州中央銀行（ECB）やIMFと協調して緊急資金援助に踏み切った。ギリシャ自体への援助は、ユーロ加盟15か国が800億ユーロを拠出、IMFが300億ユーロを拠出することで、3年間で総額1,100億ユーロとなった。

また、ギリシャ危機がEU諸国に波及することを防ぐため、EU27か国は緊急理事会を開催して、ユーロ加盟国が財政危機に陥った場合、総額で最大7,500億ユーロを緊急融資する基金を創設することとした。財源は、EUが5,000億ユーロを負担するとともに、IMFにも2,500億ユーロの負担が求められた。このうち、EU負担の5,000億ユーロは、欧州金融安定化メカニズム（EFSM）がEU予算を担保に市場から調達する600億ユーロと、EU加盟27か国によって合意された欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）が発行するユーロ圏各国の政府保証付き債券4,400億ユーロで構成される（図表1）。なお、EUでは、恒久的な危機対応の機関（欧州版IMF）として、2013年に「欧州安定メカニズム（ESM）」を立ち上げ、EFSFやEFSMの業務を引き継ぐ予定である。

なお、多額の支援を受けたにもかかわらず、ギリシャの財政状況は一向に改善せず、11年7月にも再び資金が枯渇する恐れがあったため、現在、EU等において1,100億ユーロ規模の追加的な支援策が検討されているところである²。

図表1 ギリシャ救済のスキーム(10年5月)とEUにおける危機対応の枠組みの概要

	ギリシャ支援(3年間で総額1,100億ユーロ)		EUにおける危機対応の枠組み(総額7,500億ユーロ)		
主体	ユーロ加盟国政府	国際通貨基金 (IMF)	欧州金融安定化 メカニズム (EFSM)	欧州金融安定化 ファシリティ (EFSF)	国際通貨基金 (IMF)
形態	協調融資	スタンド・バイ融資	EU予算を裏付けに 発行する債券	ユーロ圏各国政府 の保証付き債権	支援を必要とする国 ごとに個別に融資
金額	800億ユーロ	300億ユーロ	600億ユーロ	4,400億ユーロ	最大2,500億ユーロ

(注)スタンド・バイ融資は、短期的な国際収支上の危機に陥った国を救済するIMFの通常融資プログラムの一つ。

(資料)伊藤さゆり「金融・財政危機を教訓とするEUの制度見直しの動き」(ニッセイ基礎研REPORT2010年10月号)等より作成。

¹ 2010. 4. 19

² 日経新聞 (2011. 6. 24) 等

3. 第二の危機～銀行部門の再建が課題となったアイルランド

2010年11月28日、EUは、臨時財務相会合を開き、財政難のアイルランドの求めに応じて、IMFと合同で最大850億ユーロの金融支援を実施することで合意した。850億ユーロのうち、500億ユーロは財政赤字の穴埋めに使い、350億ユーロは銀行再建に充てる。銀行再建のための350億ユーロのうち、100億ユーロは資本増強のために速やかに銀行に注入され、250億ユーロは将来の銀行支援のための基金にプールされる。

資金は、IMFとEFSMが各225億ユーロ、EFSFが177億ユーロ、アイルランド自身が175億ユーロを負担するとともに、ユーロ加盟国ではないがアイルランドとの関係が深い英国、スウェーデン、デンマークも一定額を拠出することとなった（図表2）。

図表2 アイルランド救済のスキーム

	総額 850億ユーロ								
使途	財政赤字の穴埋め 500億ユーロ		銀行支援 350億ユーロ						
			迅速に銀行に資金注入 100億ユーロ		将来の銀行支援のための基金 250億ユーロ				
拠出主体	アイルランド 175億ユーロ	IMF 225億ユーロ	EU 450億ユーロ						
			EFSM 225億ユーロ	EFSF 177億ユーロ	英国 38億ユーロ	スウェーデン 6億ユーロ	デンマーク 4億ユーロ		

(資料)EU資料等より作成

アイルランドの課題は、政府が巨額の債務保証をした銀行部門の再建であった。ユーロ創設以降、加盟国から多額の資金を調達して国内の不動産市場に融資することで利益を得ていたアイルランドの銀行は、不動産バブルがはじけたことで突如として巨額の不良債権を抱えることになった。政府は、経営が悪化した大手銀行を国有化して資本注入を行うなど、市場の混乱回避に努めてきたが、金融機関の損失の拡大は止まらず、「総額800億ユーロ以上」とも指摘される程に膨らんだ³。

ただし、アイルランド政府の手元資金にはまだ余裕があり、資金ショートが不可避となって支援を求めたギリシャの場合と異なり、直ちに資金繰りに支障をきたす状況にはなかった。しかも、アイルランドの銀行に対する債権者の多くはドイツをはじめとする他国の銀行であり、たとえ返済不能に陥ったとして

³ 毎日新聞 (2010.11.22)

も、アイルランド国民への悪影響は限定的なはずであった。このような状況下で、アイルランドが支援要請を行ったのは、他のユーロ加盟国への波及を恐れるEUから早期の支援要請を決断するよう圧力を受けたからと見られている。とりわけ、アイルランドに対して多額の貸付けを有する英国やドイツは、アイルランドの銀行が倒産した場合、その銀行債を多く抱えている自国の銀行に影響が及ぶことを危惧していたため、支援要請の決断を強く促していた(図表3)。

図表3 アイルランドに対する貸付残高(2010年9月末時点)

(10億ドル)

ドイツ	スペイン	フランス	イタリア	その他ユーロ圏	英国	日本	米国	その他世界
208.3	17.5	78.1	24.4	67.2	224.6	22.5	113.9	57.3

(注)政府、銀行、企業に対する貸付を全て含む。また融資だけでなく債券(国債、社債)への投資も含む。

(資料)国際決済銀行資料

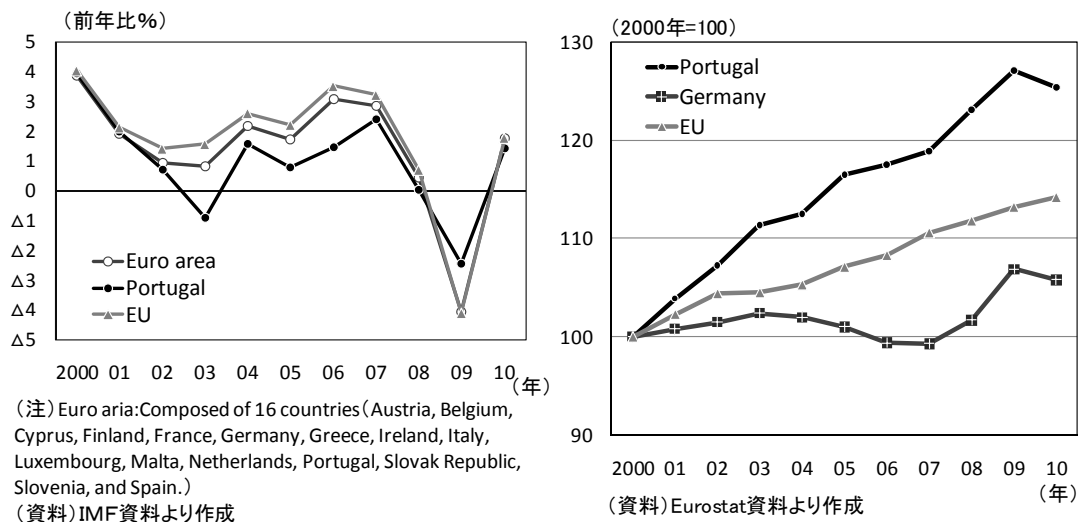
結果的に支援を受けることを決断したアイルランドは、ギリシャと同様にEU及びIMFの管理下で緊縮財政を余儀なくされた。それだけでなく、ドイツを始めとするユーロ圏中核国は、半ば強制されたと受け取られかねない支援を実現させる一方で、それと引き換えに12.5%と欧州で破格に低い同国の法人税率を引き上げるよう要求するなど、本来各国政府の専権事項であるはずの財政政策にまで言及し始めた。ドイツにおいては、欧州最大の経済規模を誇る国として、ギリシャ救済で最も重い負担を被ったことから、国民の間に「怠け者国家を救済するために、なぜ(勤勉な)我々が犠牲にならなければいけないのか」という空気が蔓延しており、国内向けのポーズが必要だったという事情があるにせよ、他国へのこうした要求が公然と語られること自体、「主権を維持した通貨同盟」であったはずのユーロの根本が揺らぎ始めていることの証左であると言えよう。

4. 止まらない危機の連鎖～低成長に喘ぐポルトガル

ポルトガルは、ギリシャのようにずさんな統計で危機を増幅させたわけではなく、アイルランドのように銀行が国家を破綻へと導いたわけでもなかった。ポルトガルの財政が悪化の一途をたどっていった理由は、経済の構造改革が遅れたことにより、長く低成長から抜け出せなかった点にある。図表4(左)で2000年代の成長率を見ると、欧州経済が比較的堅調だった時期でも、ポルトガルは大きくEU平均を下回っていたことがわかる。こうした長期低迷の主因は、教育市場改革の遅れに伴う未成熟な人的資本や労働コストの上昇に伴う低生産性の問題であると指摘されている。特に、図表4(右)に見られるような2000

年代以降の単位労働コストの急激な上昇は、競争力の大幅な低下をもたらした。伝統産業である繊維等の輸出は、同様の製品をより低価格で生産するアジア諸国に大きくシェアを奪われ、自動車の加工組立てを中心とする対内直接投資の受け入れ先は、東欧やアフリカにとって代わられてしまった。

図表4 ポルトガルのGDP成長率(左)と単位労働コスト(右)



こうした状況下で、リーマン・ショックに直面したポルトガルは、景気下支えのために多額の政府支出を行ったことで財政赤字が急拡大した。その後、低成長下で税収が伸び悩むなか、市場での国債売りが加速して債券市場からも締め出されかけていた同国は、議会で財政再建策が否決されたことをきっかけに、自力での再生をあきらめ、11年4月、EU等に対して財政支援の要請に至ることとなった。

同年5月にポルトガルとEU・IMFが合意した支援総額は780億ユーロで、このうち、660億ユーロを政府の資金繰りに活用し、残る120億ユーロを銀行支援に用いることになっている。資金は、EFSMとEFSF、IMFがそれぞれ260億ユーロずつ負担することとなった(図表5)。

図表5 ポルトガル救済のスキーム

	総額 780億ユーロ		
用途	財政赤字の穴埋め 660億ユーロ		銀行支援 120億ユーロ
拠出主体	EU 520億ユーロ		IMF 260億ユーロ
	EFSM 260億ユーロ	EFSF 260億ユーロ	

(資料) EU資料等より作成

ポルトガルは、財政支援と引き換えに、公務員給与や年金額の凍結、公共投資の削減、全面的な増税など、歳出、歳入両面から緊縮財政への取組みを打ち出し、11年～13年までの3年間で対GDP比10%規模の財政再建を目指すと発表した。この間の同国のGDPは、11年及び12年にかけてマイナス2%成長に落ち込む見通しで、経済・財政状況は極めて厳しいものとなることが懸念される。ソクラテス首相の後を受けたコエリョ首相は、「他に（財政破綻を免れるための）選択の余地はない」としながら、「深刻な不況と過去最悪の失業率という『ひどい年』を経験するだろう」と述べている⁴。

また、財政改革と同時に、エネルギー、通信、郵便、運輸関連分野における規制緩和や、失業保険の見直し、職業訓練の充実など広範多岐にわたる経済構造改革を実施することも表明しており、こうした改革を着実に進めることで長期的な観点から成長軌道の確立を図ることとなった。

5. 二極化するユーロ

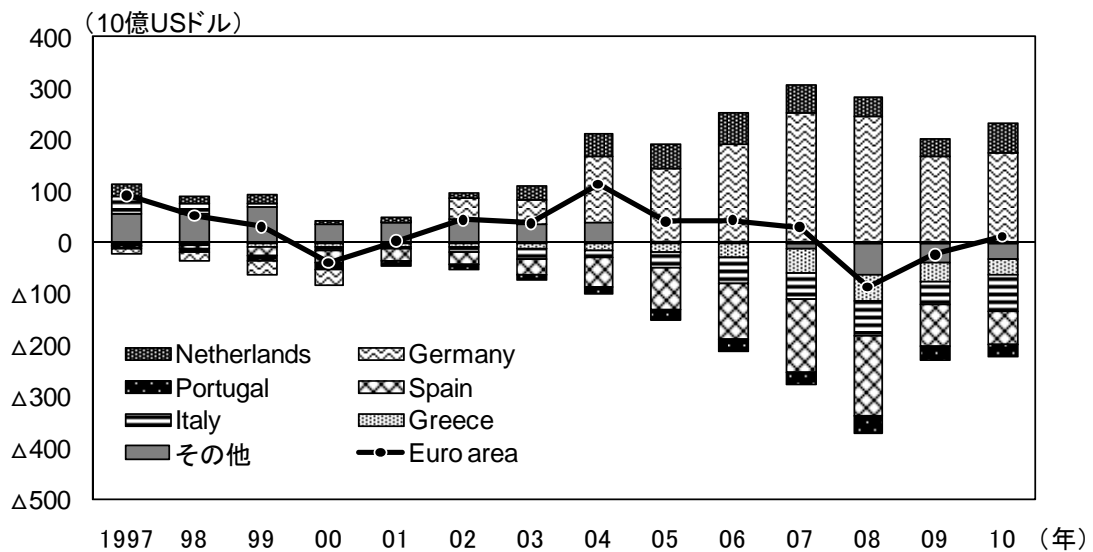
ユーロ圏では、本稿で取り上げた3か国のように財政が悪化し、自力では経済が立ち行かなくなる国が生まれる一方、ドイツのように堅調に成長を続ける国もあり、経済や財政の二極化傾向が鮮明になっている。こうした二極化の状況を確認するためにユーロ圏の経常収支を見ると、全体としてはほぼ均衡しているものの、2000年代半ば以降、ドイツやオランダが常に大幅な経常黒字を蓄える一方、スペインやギリシャなどのいわゆるP I I G S⁵諸国が慢性的に経常赤字を抱えていたことがわかる（図表6）。これは、比較的経済基盤が安定していたドイツ等が、本来の実力よりも安いユーロの下で工業品の輸出を大きく拡大させた反面、技術力や生産性で劣るスペイン等の南欧諸国が、実力よりも高いユーロの下で輸出に苦しんでいることと対応する。

仮に各国が独自の金融政策を有していたならば、為替レートの変動や通貨切下げで産業の国際競争力を高め、このような状況を改善することも可能だったであろう。しかし、統一通貨ユーロの存在によって、為替調整という手段が奪われていたため、域内の不均衡は是正されることなく常態化することとなった。

⁴ ロイター（2011. 6. 16）

⁵ 財務的に弱いとされるポルトガル（Portugal）、イタリア（Italy）、アイルランド（Ireland）、ギリシャ（Greece）、スペイン（Spain）の5か国の頭文字をとった言葉。

図表6 ユーロ圏内の経常収支



(注) イタリアの2010年はIMFによる推計値。Euro areaの定義は図表4(左)の注を参照。
 (資料)IMF資料より作成

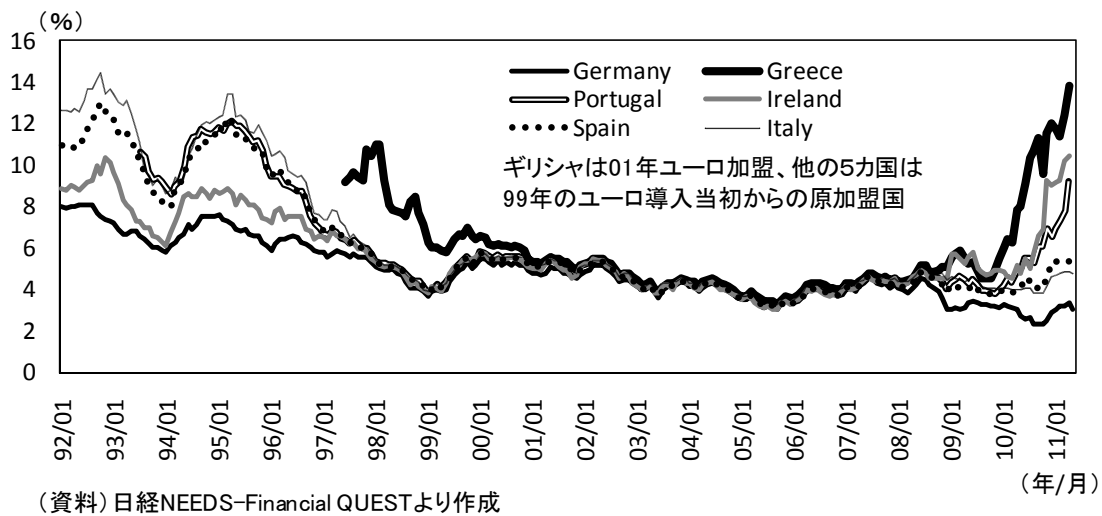
5-1. 意識され始めたソブリン・リスク

99年の成立当初から産業構造や所得水準の異なる国々を包含していたユーロ参加国は、徐々に中東欧を巻き込み、11年1月にエストニアの加盟を受け入れて17か国、3億3,000万人の経済圏にまで拡大した。しかし、ユーロ圏内において、各国の財政システムがバラバラで、豊かな国からそうでない国への所得移転のシステムが十分に存在しなかったことから、域内の経済格差は広がるばかりであった。経済力の低い国は、経常収支の赤字を外国からの借入で賄うため、国債を発行して財政を運営することを余儀なくされたが、ここでもまた、統一通貨がもたらした副作用に翻弄されることとなる。

すなわち、ユーロが導入されたことで、加盟国の国債は、国ごとの経済力や信用力の違いにかかわらず、同じ「ユーロ建て」の国債として、ほぼ同水準の利回りに収斂された(図表7)。この状況は、リーマン・ショック後に世界同時不況が深刻化して、各国の国債発行コストの格差がはっきりと表れてくる08年末頃まで維持されたが、その間、南欧をはじめ財政に苦しむユーロ圏諸国にとっては、ユーロの信頼感の下で本来よりも低利で資金を調達することが可能だったことになる。ギリシャやポルトガルは、そうした状況を奇貨として多額の国債を発行したために、経済力等の水準から見て過大な負債を抱えることとなった。

その後、ソブリン・リスクが意識されて、国債の спреッドが拡大し始めると、投資家はそうした国々の国債を売り浴びせるばかりで買い手が見つかず、手始めにギリシャが事実上のデフォルトに追い込まれたのである。

図表7 ユーロ圏の国債利回り(10年物)



5-2. 勝ち組・負け組双方に問題

北部の豊かな国々の間では、このようにして危機に陥った南欧諸国に対する巨額の支援を疑問視する声が増強されている。例えば、オランダでは「卒業パーティが終わったらすぐに引退生活に入るような国（ギリシャ）にやる金は1セントもない」と主張したウィルダース党首率いる自由党が国政選挙で得票数を3倍以上に伸ばした。また、フィンランドでは、ポルトガルがEUに財政支援を要請した直後の11年4月中旬に行われた総選挙で、ポルトガル救済に反対する「真のフィンランド人」党が躍進して第3党に浮上した。前述したとおり、ドイツ国民の世論は救済反対に傾いており、フランスも右翼政党の国民戦線などを中心にナショナリズムの高まりを見せている。

しかし、好調な経済を謳歌し欧州の勝ち組となった国々の多くは、EU及びユーロの恩恵にあずかっていたという事実が存在する。例えば、ドイツの企業は2000年頃より、低コストの労働者を求めて中・東欧やロシアへの進出を本格化して国内の技術者不足を解消した。さらに、このことが原因でドイツ国内の労働者の賃金にも下方圧力がかかったが、労働組合の賃上げ交渉に対しては、工場自体の中・東欧移転の可能性を示唆することで賃金上昇を食い止めることに成功するなど、ドイツの製造業は近隣諸国の力をうまく利用して競争力の向上を図ったと指摘される⁶。そして、やはり何よりもドイツの高成長に寄与したのは、マルクよりも弱いユーロの導入によって輸出企業の価格競争力を高いレベルで維持できたことと、ユーロ域内の輸出競争国の為替相場切下げを心配す

⁶ 田中 (2010)

る必要がなくなったことであろう。こうした事情は、オランダやオーストリアなどでも、多かれ少なかれ共通するものであった。

言うなれば、ユーロ圏内の債権国と債務国は相互に依存関係にあり、どちらかが一方的に非難されるべき関係にはない。南欧諸国の立場に立てば、今般の欧州財政危機の背景には、ユーロの不完全性に気付きながらも、それを利用して利益を上げ続けてきたドイツ等にも責任の一端があるとの指摘もまぬがれないであろう。

6. ユーロの行く末 ～先に待つのは崩壊か、それとも同盟の深化か～

それでは、ソブリン・リスクの問題が露呈して矛盾を隠しきれなくなったユーロは、今後崩壊に向かうのだろうか。

まず考えられるのは、ギリシャ等南欧諸国がユーロから離脱し、ユーロ圏が空中分解して崩壊するシナリオだが、このシナリオの実現可能性は極めて低いと考えられる。そう判断する最も大きな根拠は、ユーロが「単なる通貨以上の政治プロジェクト」(メルケル独首相)であり、経済合理性だけで説明できるものではないからである。統一通貨の導入は、欧州統合のための必要なステップであり、さらにその背景には、「欧州で二度と戦争を起こさない」という独仏を中心とした強固な意志が存在している。サルコジ仏大統領は10年末、大晦日恒例のテレビ・ラジオ演説で「ユーロの終わりは、欧州の終わりを意味する」と述べた⁷。こうした意識が欧州全体で共有されているとすれば、ドイツを中心とするユーロ中核国がギリシャ等の財政悪化を放置して、ユーロ崩壊のリスクを高める行動をとるとは考えづらい。

また、純粋な経済学的見地からも、南欧諸国が今ユーロを離脱するのは得策ではない。確かに、ギリシャがかつての通貨ドラクマに回帰し、為替を自国通貨安に誘導して競争力を回復させれば、主要産業の観光は潤い、輸出も増加して経済は回復基調に向かう可能性がある。しかし、ドラクマがユーロに対して切り下がれば切り下がるほど、ユーロ建て債務の実質負担は増加するため、むしろデフォルトに近づく恐れがある。

反対に、ドイツがユーロを離脱することも理論的には考えられるが、ユーロ導入によって手に入れた競争力をみすみす放棄してまで、マルクに戻るとは思えない。また、先の大戦の経験から、ドイツのスタンドプレーに対する欧州各国の抵抗は強く、ドイツ自身もこうした動きは自制するだろう。

⁷ ブルームバーグ (2011. 1. 1)

こうした状況を踏まえると、結局のところユーロという枠組みは堅持される可能性が高い。そして、その場合に採り得る手段は限られている。例えば、単一通貨の下で複数の金利を導入することは一つの方法かもしれない。長期金利に差異が生じ始めた以上、短期金利だけ一緒ということの方がむしろ不自然との見方もある⁸。しかし、域内に金利差が生まれた場合の資金移動をどう抑制するかなど、解決しなければならない問題が少なからずある。

コア国と周辺国とで通貨圏を分け、ユーロを2本立てにするという案もある⁹。しかし、単にグループを細分化しただけでは、いずれ第2のドイツ、第2のギリシャが生まれる懸念は拭えない。

いずれにせよ、ユーロの矛盾を解消するためには、国境を越えた所得移転のシステムを作る必要があるのではないか。それはつまり、ある種の財政統合を受け入れることを意味する。我が国の例を引くと、税収が少なくて資金繰りが厳しい地方に対して、国の責任において地方交付税や公共投資などの形で陰に陽に再分配を行っている。国境の内側の話であれば、このように財政移転を行うことは比較的容易であり、また、必要なことであると多くの国民に理解されている。これと同様に、ギリシャが財政に窮した際、国境を越えてドイツからギリシャへと資金を動かす仕組みがあれば、もはやソブリン・リスクを心配する必要はなくなる。こうした仕組みを実現するために必要なものは、ユーロをこれまでの「通貨同盟」から「財政同盟」へと深化させる覚悟と、有権者の説得に当たる各国政府の胆力なのだろう。

(内線 3127)

【参考文献】

伊藤さゆり『金融・財政危機を教訓とするEUの制度見直しの動き』ニッセイ基礎研
REPORT (2010年10月)

田中理『ポルトガル支援で合意～6月の資金繰り危機回避へ一歩前進も、フィンランド政局が不透明要因～』第一生命経済研究所 EU Trends (2011年5月6日)

田中素香『ユーロ 危機の中の統一通貨』岩波新書 (2010年11月)

中空真奈『ユーロ連鎖不況』PHP新書 (2011年2月)

中島将隆『ギリシャの経済危機から何を学ぶか』日本証券経済研究所 証券レポート
1661号 (2010年8月)

浜矩子『想定外の連続でユーロはメルトダウン 常識にとられない改革が必要』毎

⁸ 浜 (2011)

⁹ 浜 (2011)、山口 (2011)

日新聞社 週刊エコノミスト (2011年6月28日号)

林伴子『歳出削減でさらなる景気後退 八方塞がりのギリシャ経済』毎日新聞社
週刊エコノミスト (2011年6月28日号)

山口勝義『ユーロ通貨圏のジレンマと問題解決のための選択肢』農林中金総合研究所
金融市場 2011年1月号