

ユーロ統合の最終章

～ユーロ圏に必要な「厳しい財政規律」と「安定した資金融通」～

予算委員会調査室 石原 淳

欧州債務危機は、引き金を引いたギリシャの統計偽装発覚から既に3年近くが経過しているにもかかわらず、一向に収束の兆しが見えない。それどころか、段々と被支援国の数が増え、スペインやイタリアのような大国にまで危機の波が押し寄せようとしている。そして、これらの国の国債は欧州中の金融機関にちらばって保有されているため、現在、欧州で危機に直面していない国は1つもないと言ってもよい。

しかし、通貨ユーロが既に限界に直面し、その存在意義を失ってしまったというわけではない。むしろ、今次の危機は、ユーロが究極的に安定した通貨となるために必要な試練であり、名実ともに最適通貨圏を形成するための改革へとつながる契機と捉えるべきかもしれない。

以下、欧州債務危機の経緯を簡単に振り返り、ユーロ圏¹が隘路を抜け出すために何が必要か、若干の私見を述べたい。

1. ギリシャを中心に見る欧州債務危機の経緯

1-1. ギリシャのデフォルト

2009年10月に新政権が誕生したギリシャでは、前政権が財政赤字を過少計上していたことが判明した。このことによって、国際社会におけるギリシャの統計データに対する信頼が失われるとともに、債務返済能力にも疑問符が付き、ギリシャ国債の格付が大幅かつ急激に引き下げられ、間もなくギリシャ国債は大暴落した。こうした危機を受けて、欧州連合（EU）及び国際通貨基金（IMF）は、2010年5月に1,100億ユーロのギリシャ向け第1次支援を決定するとともに、ギリシャ危機がEU諸国に波及することを防ぐため、総額7,500億ユーロ規模の緊急融資制度を設立した。その後、同年11月にはアイルランド、11年4月にはポルトガルが、それぞれEUなどに財政支援を要請する事態に陥った²。

¹ ユーロ圏：ベルギー、オランダ、ルクセンブルク、アイルランド、オーストリア、ポルトガル、イタリア、フィンランド、ドイツ、スペイン、フランス、ギリシャ、スロベニア、マルタ、キプロス、スロバキア、エストニアの17か国。

² ギリシャへの第1次支援、アイルランド、ポルトガル支援等2011年6月頃までの欧州債務危

また、ギリシャについては、当初の支援では不十分であることが明らかになったため、ユーロ圏首脳会議が11年7月、第2次支援として1,090億ユーロの資金を提供することで大筋合意した。同時に、民間債権者が保有するギリシャ国債に対する21%のヘアカット（債務減免）も提示され、国債を保有する銀行や保険会社も、その時点では容認する姿勢を見せていた。しかし、その後、欧州首脳がより高いヘアカット率を求めたことから民間債権者との交渉が難航し、協議は2012年3月まで持ち越され、最終的にヘアカット率53.5%で妥結に至った。この時、一部の債券については、集団行動条項³の発動によって強制的に債務交換が行われたことから、CDSの支払いも発生した⁴。従って、これは、非常に秩序だてで行われたものとはいえ、国家のデフォルトの一形態と言えよう。

1-2. ギリシャのデモと議会選挙をめぐる混乱

ギリシャ政府が、財政支援を受けることと引換えに、公務員削減や賃金カット、年金給付削減を伴う財政緊縮策を推し進めようとするにつれ、これに反発する国民の抗議デモはギリシャ全土に広がり混乱を極めた。こうした国民の声は、2012年5月の議会選挙の結果ではっきりと示され、それまで財政緊縮策を進めてきた従来の与党である新民主主義党（ND）及び全ギリシャ社会主義運動（PASOK）は合計で32%の得票率にとどまり、過半数の議席を獲得することができなかった。ただし、全体としては多数派を占めた反緊縮派も、財政問題以外で主張の異なる政党が乱立する状態であり、連立政権の樹立には至らなかったことから、翌6月に再選挙が行われることとなった。

再選挙までの1カ月間は、EU内部を含む世界中がギリシャのユーロ圏離脱の可能性を現実のものとして認識し、市場にも緊張が走っていた。反緊縮派の中で最大勢力の急進左派連合（SYRIZA）もユーロ圏から離脱することを志向していたわけではないとはいえ、仮に、再選挙の結果誕生した新政権が、EU、IMFとの合意を反故にして外部からの資金援助が打ち切られた場合、ギリシャ政府は否応無しにユーロの資金繰りに行き詰まることが目に見えてい

機の概要とユーロ解体のデメリットについては、拙稿「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～」本誌第94号（平成23年7月）で整理している。

³ 集団行動条項：一定の割合（今回は3分の2）の債券保有者の間で得られた合意事項が全ての債券保有者に適用されるとする規定。

⁴ CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）：債権を持つ金融機関がプレミアムを支払う（受け取る）ことによって、債務不履行が起こった時に損害額を保証してもらう（保証する）取引。今回の決済で、CDSの売り手は約25億ドル（約2,100億円）の負担を抱えることになった。

た。その時、ギリシャは旧通貨ドラクマへの回帰、若しくは新たな通貨を発行することによって独自に資金を調達する必要に迫られるが、そもそもギリシャという国家の信頼が失われている以上、新通貨は瞬く間に暴落し、激しいインフレに見舞われることが予想される。こうした状況下で、ギリシャ国民も、万一の場合に銀行預金が強制的に新通貨に交換されることを恐れ、国内銀行から預金を引き出す動きを加速させた。報道によれば、ギリシャ国内の銀行から流出した預金量は、5月だけで最大60億ユーロに達したという⁵。

1-3. ギリシャ再選挙と危機の拡大

6月17日のギリシャ議会選再選挙の結果、旧与党として緊縮策を進めたNDが第1党（得票率29.7%）となり、同じく旧与党の第3党PASOKとの合計議席が議会定数の過半数に達したことで、同国のユーロ離脱の危機はひとまず遠のいたかに見えた。しかし、NDを中心とする連立政権は発足するや否や、財政緊縮目標達成期限の2年先送りや公務員15万人の削減計画の見送り、付加価値税（VAT）の一部引き下げ、失業者への手当給付期間を1年間から2年間に延長することなどを柱とした財政緊縮策の見直し案をまとめ、EUに提示した。再選挙戦の途中から、NDも財政緊縮策の緩和を公約として掲げていたとはいえ、かつて自らが多額の財政支援と引換えにEUやIMFと合意した財政緊縮策を大幅に見直す動きを見せたことは、大きな驚きを持って受け止められた。

こうして、ギリシャの処理にもたついている間に、危機はスペインやキプロスにまで波及し始めた。主として銀行の不良債権が問題になっている点で、双方ともアイルランドと似ているが、とりわけユーロ圏第4位の経済規模を有するスペインのインパクトははるかに大きい。仮に、スペインが危機の舞台に躍り出ることになれば、欧州全体の金融システムが激しく動揺することになる。しかも、その先にはスペインよりも経済規模が大きく、2兆ユーロ以上の政府債務を抱えるイタリアが控えている。ユーロ圏が現在用意している緊急支援制度では、これほどの規模の国債等を買収するための資金繰りを融通することは到底できない。

このように、ユーロ通貨圏の最終局面に向けたカウントダウンは着実に進行中であり、今は、寸前のところでいったん秒読みがストップしているに過ぎないとの見方が広がっている。そして、時計の針がゼロを示した時にユーロの前

⁵ ブルームバーグ（2012.6.19）

に明るい未来が開けているかどうかは、今後数か月の動き次第と言っても過言ではない（図表1）。

図表1 欧州債務危機の経緯(各国別支援の態様等)

2009年	10月	ギリシャの財政赤字の過少計上判明
2010年	5月	第1次ギリシャ支援決定:1,100億ユーロ(ユーロ圏800億ユーロ、IMF300億ユーロ)
		7,500億ユーロの緊急支援制度設立(EFSM600億ユーロ、EFSF4,400億ユーロ、IMF2,500億ユーロ)
2011年	11月	アイルランド支援決定:850億ユーロ(EFSM225億ユーロ、EFSF177億ユーロ、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、IMF225億ユーロ、アイルランド175億ユーロ)
	5月	ポルトガル支援決定:780億ユーロ(EFSM260億ユーロ、EFSF260億ユーロ、IMF260億ユーロ)
	7月	第2次ギリシャ支援決定(ユーロ及びIMFによる1,090億ユーロの融資と民間保有ギリシャ国債の21%減免、返済期限の延長(最長7.5年→30年)等)
2012年	10月	第2次ギリシャ支援の強化につき基本合意(融資枠を1,300億ユーロに拡大、民間保有ギリシャ国債の50%減免)
	3月	第2次ギリシャ支援の強化につき最終決定(融資枠1,300億ユーロ、民間保有ギリシャ国債の51.3%(1,000億ユーロ以上)減免)
	5月	ギリシャ議会選挙で、いずれの政党も単独過半数を獲得できず、連立政権の樹立にも失敗したため、再選挙が行われることに
		ギリシャ再選挙で旧与党(財政緊縮派)が勝利
	6月	スペイン支援決定:最大1,000億ユーロ(国内銀行の資本増強を目的とした資金支援)
		キプロス支援決定:現地では少なくとも18億ユーロ必要と報道
	8月頃	6カ国目の被支援国としてスロベニアの名が浮上
10月中	ユーロ支援メカニズムESM発足見込み	

(資料)欧州委員会、JETRO「欧州債務危機をめぐる動き」、三井物産戦略研究所「戦略研レポート『ユーロ圏の行方』」等

2. ギリシャ問題を収束させ、ユーロの安定化を図るための方策

ギリシャ国民はユーロにとどまり続けたいと主張する一方、財政緊縮策の履行を拒んでデモを行っている。国民をそこまで追い込んだ責任は成長戦略を描くことのないまま財政緊縮を推し進めたギリシャ政府とそれを押し付けたユーロ圏諸国にもあるとの指摘は否めない。なにしろ、ギリシャの経済成長率は危機が表面化する以前から極めて低水準であり、2008年以降ずっとマイナス成長が続いている。財政規律の引締めに乗出した11年には内需の低迷が響いて成長率▲6.9%、失業率20%超にまで達した。12年の成長率はさらに悪化するとの見方もある。危機対応にあたる際、増税や歳出削減を急激に進めて財政収支の帳尻を合わせようとしても、成長を削いでしまえば、かえって国の収入は減少することを、ギリシャは身を持って世界に示したとも言えるだろう。

それでは、ギリシャの経済と財政をともに回復の軌道に乗せ、ユーロの安定を図るために求められるものは何であろうか。概念的には、ユーロ圏の全ての

国で「厳しい財政規律」と「安定した資金融通」を同時に実践することである。そのためには、当事国自身の自助努力はもとより、より重要となるのはユーロ圏全体での取組であり、具体的には、①十分なセーフティネット構築と、②財同盟への足掛かりとしての銀行同盟の成立が鍵を握っている。

3. セーフティネット構築と増強に向けた動き

3-1. 急造されたEFSM、EFSF

そもそもユーロ圏においては、加盟国はマーストリヒト条約で定められた財政赤字対GDP比3%以内及び政府債務対GDP比60%以内という収斂基準を遵守しているという前提があったことから、財政危機に陥った国を救済するためのシステムは存在していなかった。ギリシャの財政危機が各国に波及するのを防ぐ必要に迫られてはじめて、欧州金融安定メカニズム（EFSM）と欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）を急造し、IMFとともに危機国への財政支援を行うこととなった。

EFSMは、財政危機に陥ったEU加盟国に対し、欧州委員会がEU予算を担保として市場から資金を調達して融資や与信枠を供与する仕組みで、上限は600億ユーロである。

EFSFは、ユーロ圏諸国に金融支援を提供することにより、欧州の金融安定を維持することを使命として設けられた。融資に際しては、ユーロ圏各国政府が欧州中銀への出資比率に応じた割合で保証を行うこととしており、最大支援額は4,400億ユーロである。なお、当初は2013年6月末までの時限措置として設けられていたが、後継となる常設の欧州安定メカニズム（ESM）の設立が遅れているため、引き続き危機対応にあたっている。

3-2. 発足が遅れたうえに、規模も不十分なESM

暫定的に設けられたEFSFの全ての機能を承継する恒久機関として、欧州版IMFとも呼ぶべきESMが2012年7月に設立される予定であったが、発足は先延ばしにされていた。設立には資本金の出資比率で9割の国の批准が必要とされるところ、出資比率の3割近くを占めるドイツが批准しなかったことが原因である。ドイツ議会は6月中にESMを承認したものの、野党や反対派の学者・一般国民が、他国の救済のために税金を支出する権限は議会にないとして提訴し、憲法裁判所が合憲性について判断を下すのを待たざるを得ない状況であったため、その判決に注目が集まっていた。

その後、9月12日、憲法裁判所がドイツのESM参加について合憲の判断を

示したことで、E S Mは10月によりやく発足する見通しとなった。欧州債務危機の克服に向けて大きな前進となったが、憲法裁判所は、判決で「E S Mに対するドイツの負担額を現在合意済みの1,900億ユーロから増額する場合には、連邦議会の同意が必要」としており、E S Mに対するドイツの負担に強い枠をはめた形になった。E F S Fが業務を終了し、E S Mがユーロ安全網の中心となった後に、既存の資金融通枠が枯渇しかけた場合、再びドイツ国民から負担増への反発が巻き起こるのは必至であり、今回の憲法裁判所の判決が、将来、E S Mを通じた機動的な資金融通を妨げる要因となる危険性を孕んでいる。

そもそも、E S Mの支援枠は現時点で既に充分とは言えない。E S Mの実質的な融資能力は5,000億ユーロだが、既にスペインの銀行支援に1,000億ユーロを拠出することが決定しているため、残りは4,000億ユーロである。一方、スペインの国債償還額は12年後半だけで700億ユーロ、イタリアについては同1,500億ユーロに達する。2015年までを見通せば、スペイン・イタリア両国の国債償還額は合計で1兆ユーロ以上に上る。しかも、スペインでは、銀行部門に続いて、地方政府の資金繰りにも問題があることが表面化してきた。既に、スペイン17州のうち経済規模が最大で同国のGDPの約4分の1を占めるカタルーニャをはじめ、アンダルシア、バレンシア、ムルシアの4自治州が満期を迎える債務の借換えに苦慮し、中央政府に金融支援を要請する事態に陥っている⁶。こうした状況を踏まえると、E S Mの融資可能残額4,000億ユーロという規模は、危機防止のためのセーフティネットとしていささか心もとない。

市場がスペインやイタリアの国債償還に懸念を示す都度、小出しに財政支援の可能性をちらつかせてその場しのぎで危機に対応するのではなく、思い切って数千億ユーロ規模で基金の積み増しを行い、ある程度の時間的猶予を確保したうえで、後述する銀行同盟への道を模索した方が得策だろう。

4. ユーロ統合の深化

4-1. 財政同盟への足掛かりとなる銀行同盟

6月末に開かれたEU及びユーロ圏首脳会議では、欧州危機収束のための銀行同盟に向けて大きな一歩を踏み出した。すなわち、スペインの銀行危機に際して、中央政府を経由しない形で域内救済基金から銀行に対する直接的な資本

⁶ 2012. 9. 4現在。なお、スペイン中央政府は新たな基金を立ち上げて、12年末までに最大180億ユーロを各州に貸し出すと発表しているが、スペインの地方政府は2012年後半だけで総計150億ユーロ以上の債務を借り換える必要があり、支援要請の動きが他の自治州にも広がった場合は、中央政府が用意する基金の範囲に収まらない可能性もある。

注入を実現することと引換えに、銀行監督を一元化してECBの監督上の役割を強化する「銀行同盟」の構築を検討することで合意に至ったのである。

9月12日に欧州委員会が明らかにした銀行同盟の素案によれば、計画は3段階にわたる。まずECBがユーロ圏全ての金融機関と、EUの中で同意を得た銀行を監督する権限を有することになる。次に経営が悪化した銀行を閉鎖するための基金を設置し、さらに共通の預金保険制度を創設する。最大のポイントは、銀行の監督権限という国家主権の一部をEUに渡すことであり、実現すれば欧州の統合は格段に深化すると言えよう（図表2）。

ただし、6月末の首脳会議前の時点でドイツ連銀は「財政同盟ができるまで銀行同盟はあり得ない」と述べ、メルケル首相は「政治同盟ができるまで財政同盟はあり得ない」と述べていた。2つの発言をまとめて意識すれば、「税制や社会保障制度までも統合した巨大国家ユーロの建国後でなければ、ギリシャやスペインを救済しない」と言っているに等しいとの見方もできよう。首脳会議を経て、「銀行同盟」の構築に向けてドイツを含むユーロ圏諸国が足並みを揃えたとはいえ、ドイツが本気で政治同盟までを見据えてユーロ統合の深化を志向しているのかは判断しかねるところである。

しかも、こうした「銀行同盟」実現に向けた動きは、市場の予想をも大きく超える形で急速に進められたもので、今後どのように進展するか道筋は不透明な状況にある。単一の監督機関を担うのがECBになるとしても、各国の監督当局は完全にECBの傘下に入る形になるのか、大手銀行だけでなく中小金融機関も対象となるのかといった問題を、各国政府、中央銀行の間で一つ一つ擦り合わせる必要がある。対象をユーロ圏に限定せず、EU全域に拡大する場合には、ドイツよりもむしろ世界的金融センターを有する英国の動向が銀行同盟の帰趨を左右するであろう。そして、いずれにせよ、今以上の主権の移譲には別途法的手当て、新条約の制定が必要になる可能性があり、実現に向けては最低でも数年単位の時間がかかると見るべきである。

4-2. 決断を迫られるドイツ

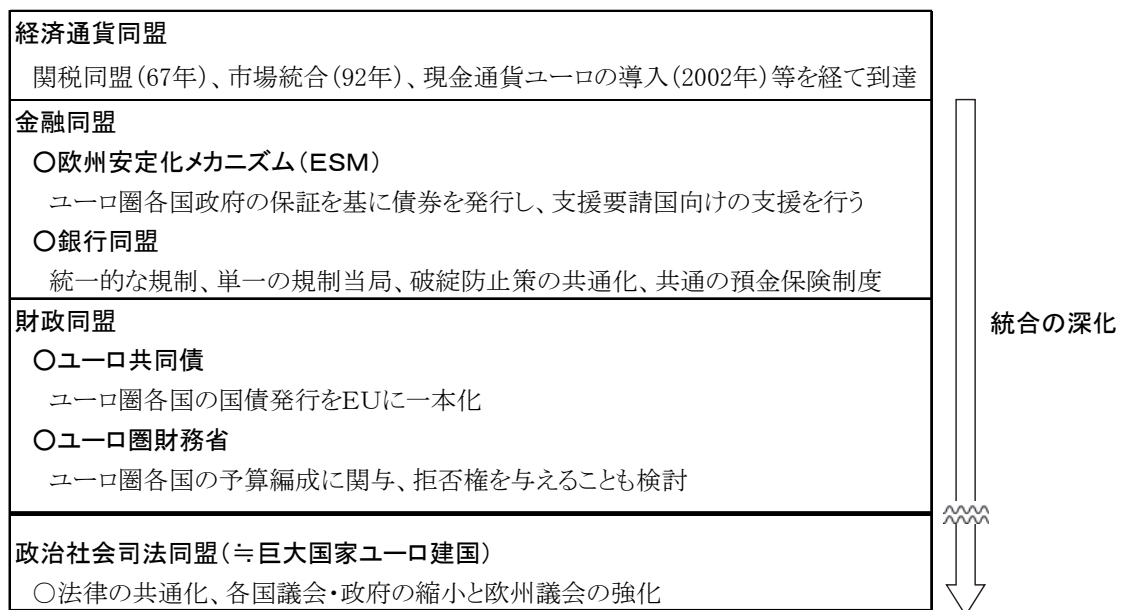
先述のとおり、ドイツはESMにも銀行同盟にも慎重な立場を崩していないようにも見える。しかし、ドイツ国内の民間銀行は欧州各国に対して1兆ユーロ近く（対イタリア2,200億ユーロ以上、対スペイン540億ユーロ以上）の債権を有しており⁷、ユーロ圏内の銀行危機はドイツにとって他人事ではない。さ

⁷ BIS（国際決済銀行）「Quarterly Review, June 2012」

らに、中央銀行であるドイツ連銀自身も、ユーロ圏内の中央銀行による決済システム「ターゲット2」を通じて貯まった債権と、E F S Fなどを通じて積み上がった債権を合計すると7,000億ユーロに上る。

こうした状況下では、仮にユーロが解体に向かった場合、ドイツ自身も数千億ユーロの損失を免れないであろう。ただし、ドイツは、ユーロの維持・深化を選択した場合にも、他国の救済のために相当の金額を注ぎ込まなければならない立場にあり、単に経済的な観点からドイツの損得勘定を比較しても、ユーロの将来は見えてこない。今一度思い起こす必要があるのは、EU及び通貨ユーロが欧州の平和的統合の象徴であり、当初から経済合理性を超越した存在であったことである。いずれにしてもドイツは他国救済のために資金を拠出せざるを得ないのであれば、南欧諸国への援助を通じてユーロ圏を支え、世界経済に混乱を与えないよう積極的に関わっていくべきであろう。

図表2 ユーロ統合の概念整理



(資料)筆者作成

5. ユーロ統合の最終章

5-1. ユーロ圏に必要な「厳しい財政規律」と「安定した資金融通」

欧州の安定と経済の発展を企図して、一部諸国による欧州石炭鉄鋼共同体が設立されたのが1952年、関税同盟を締結したのが1967年、資本の自由な移動が可能となったのが1990年、現金通貨ユーロの導入が2002年。欧州は戦後のほぼ全ての期間を費やして大欧州の安定と平和の構築に取り組んできた。その

最も大きな成果と言ってもよい通貨ユーロの流通が始まってから 10 年余りを経て、今こそついにユーロ通貨圏統合の最終章の幕が上がろうとしているように見える。財政支援を受ける南欧諸国が緊縮策に耐えきれなくなった場合、又は財政支援を行う北部諸国が負担の大きさに嫌気がさした場合には、ユーロは悲劇のうちに幕を閉じて終焉を迎える可能性が高い。反対に、今次の欧州債務危機の発現がショック療法となって、金融同盟、財政同盟への道を歩み出した場合、ようやくにしてユーロは真に安定した通貨圏を手に入れることができよう。

既に 2012 年 3 月、英国とチェコを除く EU 諸国は、財政規律を強化するための新条約「新財政協定」に署名している。同協定では、政府債務残高の対 GDP 比が 60% を超える国の場合、財政赤字を対 GDP 比 0.5% 以下に抑えること、同 3% を上回った場合には、特定多数（ユーロ参加国もち票数の 75%）の反対がない限り制裁を科すこと等が明記されている。各国は 2013 年 1 月までに批准手続きを進めることとされており、ユーロ圏 12 か国が批准した時点で発効する見込みである。なお、批准に至らなかった国は今後、財政支援を受ける権利を失うことも規定されており、「新財政協定」は監視と制裁の強化によって各国の財政規律を維持しようとする色合いが強い。

一方、こうした状況の中、ギリシャの総選挙で反緊縮派が躍進しただけでなく、フランスでも反・緊縮財政を掲げ、新財政協定の緩和を訴えるオランド新大統領が誕生した。ドイツとともにユーロの枢軸を成すフランスに、財政赤字削減一辺倒ではなく、成長とのバランスを取ろうと主張する大統領が就任したことは極めて重要である。先にも述べたとおり、自律的な経済成長が見込めない状況下で緊縮財政を過度に進めようとする、結局ギリシャの二の舞になってしまう可能性が高い。瀕死の病人に必要なのは、節制（緊縮財政）だけではなく、投薬（資金融通）と手術（経済構造改革）である。そういった意味で、南欧諸国に対して「厳しい財政規律」を課したいメルケル独首相と「安定した資金融通」によって成長を促したいオランド仏大統領がバランスを取ってユーロ圏のかじ取りを行うことができれば、欧州危機からの脱却も遠い将来の話ではなくなる。

ただし、ギリシャについては早急に処理すべきであろう。ギリシャは、節制はもとより、投薬も手術も既にタイミングを逸している。もはや「返せないものは返せない」状態に陥っている債務国に対して、どんなに優遇した金利で資金繰りのための追い貸しを重ねたとしても、問題を膨らませたうえで先送りしているに過ぎない。一旦デフォルトの形をとり、その後に E S M なり I M

Fが救済し、救済計画中は東証の監理銘柄のようにユーロ圏内に残したまま「監理国」扱いとして特別の規制措置を受けさせるのも一つの手ではないだろうか。

5-2. ユーロ圏の覚悟

ギリシャなど一部国家に関するユーロ圏からの離脱の可能性が定期的にくすぶっては鎮火される背景には、リスクを意図的に喧伝することで、資金の流れを一定の方向に誘導したがつている市場参加者の思惑も見え隠れする。そして、財政規律至上主義的に流れがちなドイツ連銀や一部の政治家による南欧批判も、ギリシャで繰り返されるデモも、結果的に市場に混乱の材料を与えているにすぎない。

ECBは9月6日、上限を設けない国債買支えの枠組みを公表して、「『ユーロがなくなる』という投資家の根拠のない不安から生じた、国債市場の深刻な歪みに対処する」（ドラギ総裁）と高らかに宣言している。ユーロ圏の首脳も、市場にうごめく様々な動きに毅然として対応する必要があり、今すぐにでも「何があってもユーロは結束して問題の対処に当たる」、「いかなる国家も置き去りにしない」と共同声明ではっきりと宣言すべきではないか。

ドラギ総裁は8月のECB理事会後、「通貨ユーロは不可逆的である」と述べている。マーストリヒト条約にユーロ加盟の手続き規定はあっても、ユーロ脱退の手続き規定がないこと背景には、こうした考え方がユーロ創設時の政策当局者の深層心理にもあったと見るのが適当であり、それは、引き続いて保持されるべきであろう。

【参考文献】

伊藤元重 編集『ユーロ危機の行方』総合研究開発機構 NIRA政策レビュー No. 54
(2011年12月)

勝悦子『「銀行同盟」は欧州危機の解決策か』エコノミスト (2012年8月28日号)

大和総研『再度の正念場を迎えているユーロ圏危機』(2012年6月11日)

日本総研『EU債務問題の展開を読む』政策観測 No. 39 (2012年6月14日)

丸紅ワシントン報告『米国と欧州債務危機2』(2012年6月20日)

三井物産戦略研究所『ユーロ圏の行方—欧州ソブリン債務危機の展望—』戦略研レポート (2012年4月17日)

JETRO『欧州債務危機をめぐる動き』(2012年7月3日更新)

(内線 75326)