

欧州の債務危機対応と残された課題

～危機対応は前進しているが、問題解決にはなお時間が必要～

経済調査部 田中 理

(要旨)

- 欧州の債務危機は発生から丸3年が経過した。これまでに財政支援下に入った国は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロスの5ヶ国で、支援総額は5,000億ユーロ超に上る。危機の原因は、放漫な財政運営、不動産バブル崩壊、構造改革の遅れなど、各国によって区々だが、単一通貨制度の開始が不均衡を増幅させた面があることは否めない。
- これまでの政策対応を振り返ると、①危機国への資金繰り支援や債務負担の軽減策、②安全網の整備・拡充、③財政規律の強化や構造改革の監視強化など危機の再発防止策、④金融市場の緊張緩和を目的とした市場安定化策、⑤景気浮揚・経済活性化策などに大別することができる。
- ESMの発足で安全網の強化が進み、ECBによる新たな国債買い入れ策でスペインやイタリアへの危機波及が封じ込められるとすれば、欧州は時間稼ぎで大きく前進したことになる。だが、ギリシャの支援見直し協議の難航、スペインの財政健全化目標が未達に終わる恐れ、内外景気の一段の下振れリスクなど、今年の年末から来年初にかけて市場の動揺を誘うイベントが控えている。このまま債務危機が小康を保てるかは予断を許さない。
- 各国の財政再建や構造改革の成果が実を結び、単一通貨圏の抱える制度的な欠陥が解消され、政治・財政統合がさらに前進するには長い年月が掛かる。当座の危機封じ込めの鍵を握るのは、①市場の緊張緩和で各国が改革の手綱を緩めることがないか、②財政と金融と景気の悪循環を断ち切ることができるか、③安全網の火力不足を補うECBの国債購入策が機能するか、の諸点であろう。
- 上記①に関しては、今回の市場沈静化も改革の停滞を招いてしまう危険性と隣り合わせだ。②に関しては、銀行への直接資本注入の遡及適用を巡って各国間で意見が対立しており、監督一元化の実現後に過去の銀行救済費用を遡及的に政府債務から差し引くことは認められない恐れがある。③に関しては、これまでのECBの市場安定化策も数ヶ月後には効果が失われた。事実上の無制限購入と銘打っているものの、SMPも事前に購入金額の上限や目標を設定していなかった点で変わりがない。過去と決別できるかは、ユーロ解体を阻止するECBの決意をどこまで信じるか次第だ。

1. 4年目を迎える欧州の債務危機

ユーロ危機の発端となったギリシャの財政赤字隠しの発覚から3年余りが経過した。欧州中央銀行（ECB）による新たな国債購入策の発表を受け、金融市場の不安心理が幾分後退しているものの、危機の火種は燻り続けている。これまでの債務危機の経緯を振り返ると、ギリシャの財政難が発覚した後も、域内の財政救済制度の未整備や他国の財政救済に対する国民の反発もあり、ギリシャの支援

協議は難航した。紆余曲折の末に、欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）によるギリシャ支援が正式に決まったのは2010年5月と、半年以上も経過した後だった。その後、同年11月には不動産バブル崩壊による銀行救済費用が膨れ上がったアイルランドが、2011年5月には慢性的な競争力低下に苦しむポルトガルが相次いでEUとIMFの財政支援下に入った。支援開始から程なくプログラムの見直しが必要になったギリシャでは、2012年

3月に民間の国債保有者が部分的な債権放棄に応じ、新たな財政支援プログラムが開始した。同年6月にはユーロ圏内で第4位の経済規模を誇るスペインが銀行救済を目的とした財政支援をEUに要請した。同月にはギリシャ危機の余波を受けた隣国キプロスが支援要請を決断した。これまでに財政支援を要請した国はユーロ圏17ヶ国のうち5ヶ国に上り、支援総額は5,000億ユーロ超に達する。

危機の原因は、放漫な財政運営、不動産バブルの崩壊、構造改革の遅れなど各国によって区々だが、それらが1999年1月の単一通貨制度の開始に伴って、増幅された側面があったことは否めない。各国の国債利回りはユーロ圏の発足以前は信用力に応じてバラつきがあったが、単一通貨の採用後はほとんど差がなくなった。それまで高い国債利回りを要求されていたギリシャでは、資金調達が容易になったことで政府が借金を重ね、債務が膨れ上がっていった。また、為替の変動リスクがなくなったことで、ユーロ圏内で国境を越えた資金の行き来が加速した。アイルランドやスペインでは、行き場を失った資金が不動産市場に流入し、バブルを醸成していった。政府部門か民間部門かで主体の違いはあるが、対外資金への依存度を高めた結果、経常収支の赤字が膨らんだ点は共通している。

2. これまでの政策対応を振り返る

これまでの危機対応策は、①危機国への資金繰り支援や債務負担の軽減策、②安全網の整備・拡充、③財政規律の強化や構造改革の監視強化など危機の再発防止策、④金融市場の緊張緩和を目的とした市場安定化策、⑤景気浮揚・経済活性化策などに大別することができる。以下、その概要を振り返っておく。

【財政支援】

信用不安が高まり、市場での資金調達が難しくなった国に対しては、厳しい財政再建や構造改革の履行を条件に、原則として3年間の資金繰り支援が提供されてきた。融資の提

供は四半期毎に行われ、改革の進捗状況が事前に審査される。計画から逸脱している場合、融資提供が見送られることもある。

計画逸脱が顕著な場合、追加の財政緊縮措置や構造改革の実施が求められる。債務の支払い能力が十分に確保できないと判断された場合、支援融資の金利減免や返済期限の延期、民間部門が保有する国債の減免など債務リストラが行われる。但し、ギリシャ救済での民間投資家の救済参加(P S I)は特別なケースで、今後の財政救済で民間投資家の関与は原則として求めない方針が確認されている。

【安全網】

危機の開始当初は域内で財政救済が必要となる事態を想定しておらず、事後的な救済制度が整備されていなかった。そのため、ギリシャの一次支援はユーロ圏諸国による二国間融資とIMFの支援制度を通じて行われた。但し、スロバキアは国内世論の反発で救済参加を見送った。救済制度の整備が急務となり、2010年5月にユーロ圏各国の政府保証を裏付けとした欧州金融安定基金(E F S F)、EU予算を裏付けとした欧州金融安定メカニズム(E F S M)、IMFの融資制度から成る総額7,500億ユーロの財政救済の安全網を創設することで合意した。

格付け会社は、E F S Fが最上位格付けを有する国の合計保証額以上の財政支援を行った場合、最上位格付けを維持することができないとの方針を発表。各国の信用力の劣化に伴い、E F S Fの融資能力の目減りが懸念されたため、2011年6月に各国の政府保証の合計額を当初の4,400億ユーロから7,800億ユーロに拡充することで合意した。これにより、E F S Fの融資能力の上限は2,500億ユーロ程度から4,400億ユーロに引き上げられた。

また、制度発足当初は資金繰り難に陥った国への融資提供しかできなかったが、①発行・流通市場での国債購入、②資本不足の銀行への資本注入資金の供与、③1年程度の資金繰り支援を想定した予防的な信用供与が認

められ、支援機能が拡充された。

さらに、スペインやイタリアなど大国への危機波及が懸念されるなか、各国の潜在的な財政負担を増やすことなく、安全網の支援能力を拡充する方法が検討されてきた。国債の損失発生時に救済基金が部分的な保証を提供する案や、基金の拠出分よりも一般の投資家の拠出分が優先的に弁済を受けられる共同投資基金を設立する案があり、レバレッジ案と呼ばれる。外部資金を呼び込むことで、基金の支援能力を3～4倍に拡充することを目指しているが、これまでのところ実際に利用されたケースはない。

2011年6月には、3年間の時限的な制度として作られたEFSFに代わる恒久的な財政救済の安全網として、欧州安定メカニズム(ESM)を創設することで合意した。ユーロ圏の構成国が5回に分けて拠出する800億ユーロの払込み済み資本金と、必要に応じて拠出する6,200億ユーロの要求払い資本金を裏付けに、最大5,000億ユーロの支援を行うことが出来る。

当初、2012年末までに加盟各国の条約改正を終え、2013年7月からの稼働を目指していた。だが、EFSFの支援能力の目減りが懸念されるなか、ESMの1年前倒しでの設立と2013年6月末までのEFSFとの並存、実行済みの融資と合わせて最大7,000億ユーロへの支援上限の引き上げが決まった。

ESMの設立には資本金の構成比で90%以上の構成国による条約批准が必要で、ESMの合憲性に関するドイツ憲法裁判所の仮差し止め請求の結果が判明するまでは発足が出来なかった。9月12日に合憲判決が出たことで、10月8日にESMは発足に漕ぎ着けた。

一方、欧州自前の安全網の拡充を補完する目的で、IMFの融資財源の強化に向けた取り組みも進められている。ユーロ圏の各国政府は2011年12月、ECB傘下中銀の資金を用いて、IMFの一般財源強化に総額2,000億ユーロを拠出することで合意した。政府の財政ファイナンスを禁じられたECBは、欧

州の救済基金に直接資金を拠出することは出来ない。用途を限定しないIMFの一般財源への拠出を通じて、安全網の強化に間接的に貢献することを狙ったもので、ユーロ圏以外の主要国にも参加を呼び掛けた。2012年6月の先進20ヶ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議では、最大の拠出国である米国が参加を見送ったものの、日本や中国などがIMFの財源強化に総額4,560億ドルを拠出することで合意した。

【再発防止策】

債務危機によって浮き彫りとなった財政規律の形骸化、構造問題、域内の不均衡拡大、各国の経済連携不足に対して、財政政策や構造改革に対する加盟国間での相互監視を強化する制度的な枠組みの整備に取り組んできた。予算の事前評価制度(ヨーロッパ・セメスター)と呼ばれ、各国が来年度予算案を作成するのに先駆けて、財政運営や経済政策運営に対して、首脳・閣僚レベルで政策を評価し、当該国に勧告する。勧告を受けた国は、政策提案を予算案に反映させることを求められる。

その運営にあたっては、後述する財政規律の強化に加えて、経常赤字や民間部門の債務など経済不均衡や競争力に関連したマクロ経済指標の監視・是正措置が新たに創設された。これは、過剰な不均衡の是正手続き(EIP)と呼ばれ、不均衡の是正に取り組まない場合、制裁金が科せられる。さらに、①知識とイノベーションに基づく成長の実現、②全ての人を取り残されることのない高い雇用創出型の社会創造、③グリーン革命を通じた競争力があり持続可能な経済の構築を基本理念とするEUの競争戦略(ヨーロッパ2020)の目標達成を促す構造改革の監視も組み込まれた。

従来 of 財政規律は安定成長協定(SGP)に基づき、一般政府の財政赤字の対GDP比を3%以下、公的債務残高の対GDP比を60%以下に抑えることが求められてきた。基準に抵触した規律違反国に対しては、過剰な財政赤字手続き(EDP)と呼ばれる是正措

置が開始され、一定期間中に是正措置が採られない場合、最終的に制裁金が科せられる。だが、これまで多くの国が基準に抵触したにもかかわらず、制裁が発動されることはなかった。こうした財政規律の形骸化が、今回の債務危機の遠因になったとの見方もある。

そこで英国とチェコを除くEU加盟25ヶ国の首脳は、2012年3月の首脳会議で、域内の財政規律を強化する新たな政府間協定に署名した。協定の発行には、ユーロ圏の12ヶ国の批准が必要で、2013年1月1日に発行する。同年3月以降にESMを通じた財政支援を受けるためには、協定の批准と財政均衡化ルールを国内法上で定める必要がある。

新たな財政協定では、従来の財政規律に加えて、構造的財政収支の均衡化が求められ、それを国内法上のルールとして定めなければならない。また、政府の債務残高が一定の基準を超過した場合、段階的な債務削減が義務づけられる。さらに、規律違反に対する制裁発動での裁量の余地を制限し、特別な事情がある場合を除き、自動的に是正プロセスが開始されるように改められた。

【市場安定化策】

ギリシャ問題の深刻化で国債の安全神話が崩れたことに加え、ユーロ圏の制度的な欠陥が改めて浮き彫りとなったことで、域内で財政状況の相対的に弱い国が次々と市場の標的とされる事態が起きた。国債市場での緊張の高まりを受け、ECBは2010年5月に国債購入プログラム(SMP)を創設。金融政策の伝達メカニズムを阻害する市場の緊張緩和を目的に、流通市場での国債の買い入れを開始した。購入金額と同額の資金を吸収し、市中に流通するマネー量を一定に保つ(不胎化)することから、量的緩和策とは一線を画するものだ。

制度開始当初はギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債を購入したが、市場の緊張激化に伴い、2011年8月以降はスペインとイタリアの国債も購入した。だが、今年の2月

以降は新たな買い入れを停止し、事実上休眠状態となっていた。9月にECBによる新たな国債購入策(OMT)が発足したのに伴い、SMPによる新規購入は正式に打ち切られた。

SMPによる国債購入が財政不安国の改革努力の停滞を招いたとの反省から、新たな国債購入策では、買い入れ対象国がEFSS/ESMを通じた発行市場での国債購入での支援を要請し、財政再建や構造改革の実行を約束した場合に限って買い入れを行う。約束した改革を実行しない場合、買い入れを停止する。買い入れ対象は残存期間が1~3年の国債で、SMPと同様に買い入れ額と同額の資金を吸収してマネー量を一定に保つ。

また、ギリシャの債務交換時に、ECBがSMPを通じて購入したギリシャ国債は債務交換の対象外となった。そのため、ECBの保有する国債は事実上の優先弁済権を有すると受け止められ、民間投資家の国債離れの一因となってきた。こうした不安を払拭するため、OMTを通じてECBが購入した国債は、一般の債権者と同等に取り扱われるとした。

金融市場の緊張が続くなか、銀行の資産劣化と保有国債の損失拡大への不安が高まった。銀行間取引市場では相互不信が増大し、特に欧州系銀行のドル資金調達が困難となった。各国中銀が連携して、ドル資金を融通するスワップ協定を結んだほか、ECBは2008-09年の金融危機時に導入した銀行への資金供給オペの対象年限の多様化や、銀行が欲する全額を政策金利と同率で供給する特例措置を継続した。国債に関する資金供給オペの適格担保基準を事実上撤廃し、デフォルト格付け以外の国債はオペの担保として受け入れた。

2011年12月と翌年2月末には、資金供給オペの年限を3年に延長した長期の資金供給オペ(LTRO)を実施。2回で総額1兆ユーロ超、ユーロ圏のGDPの約10%に相当する巨額の資金を供給した。スペインやイタリアの金融機関が同オペを積極的に活用し、当座の必要資金の多くを調達した。また、供給された資金の一部は利ザヤの稼げる国債購入に

振り向けられ、スペインやイタリアの国債利回りの低下を促した一方で、国債消化の国内銀行依存が高まり、銀行の信用不安と政府の財政悪化との負の連鎖を強めるという副作用をもたらした。

銀行の信用不安を和らげる目的で、主要行に対して、2010年7月と2011年7月に2回の資産査定（ストレステスト）を実施した。だが、査定で十分な資本を有すると評価された銀行がその後に経営難に陥り、銀行の信頼回復にはつながらなかった。また、2011年10月には銀行が保有する財政不安国の国債を時価評価した場合の資本不足額を公表した。自助努力を前提に、2012年6月末を期限に、現行の自己資本規制よりも厳しい狭義の中核的な自己資本比率で9%以上の資本を確保することを求めた。厳しい自己資本比率の達成を求めた結果、一部銀行の資産売却や貸出抑制を招き、内外景気の減速圧力を強める一因となった。このほかに、不動産バブル崩壊による銀行の資産劣化が問題視されたアイルランドとスペインでは、財政支援を提供する条件に、銀行の資産査定が実施された。

6月末の欧州首脳会議では、財政悪化と銀行の信用不安の負の連鎖を断ち切るため、ユーロ圏内で一元化した銀行監督制度が整備された後は、E S Mから資本不足の銀行への直接資本注入が認められる方針が固まった。9月12日に欧州委員会が発表した素案によれば、年内に合意実現を目指し、来年初から段階的に監督一元化を開始することになっている。

【景気浮揚策】

各国が揃って財政緊縮に動くなか、ユーロ圏経済は昨年10-12月期以降マイナス成長が続いている。財政再建と構造改革の実行が不可避ななか、追加金融緩和とユーロ安誘導、構造改革を通じた中期的な成長期待の高まり、E U予算を活用したインフラ関連投資など、景気の下支え役は限られている。

欧州債務危機が深刻化した後も、E C Bは前任のトリシェ総裁の下で、物価上昇を警戒

して利上げを継続した。2011年11月に就任したドラギ総裁は、就任直後に利下げに転換。その後も断続的に利下げを行い、主要政策金利はこれまでの史上最低水準を下回る0.75%にある。金融政策の正常な機能を阻害する債券市場の分断化に対処するため、新たな国債購入策を発表するなど、金融市場の安定化と景気の下支えを目指している。だが、既に政策金利の下限を形成する預金金利がゼロにあり、利下げ余地は限界に近づいてきている。

行き過ぎた財政緊縮による景気下押しが懸念されるなか、2012年5月の大統領選で勝利したフランスのオランド大統領の掛け声の下、財政再建と景気配慮の両立を目指す動きが出てきている。同年6月の欧州首脳会議では、欧州投資銀行（E I B）の融資能力の強化、インフラ関連での民間投資を呼び込むプロジェクト債の発行、地域間格差是正の補助金（構造基金）の積極活用などを盛り込んだ総額1,200億ユーロ規模の成長・雇用協定が打ち出された。また、景気に配慮した柔軟な財政健全化目標を設定するケースが増えてきた。

3. 債務危機は峠を越えたのか？

このように危機に見舞われた欧州では、安全網の整備・強化や再発防止策など多岐に亘る危機対応策に取り組んできた。欧州の債務危機への政策対応は時間稼ぎに過ぎないとの批判がしばしば聞かれるが、各国が取り組む財政再建や構造改革の成果が実を結び、単一通貨圏の抱える制度的な欠陥が解消され、政治・財政統合がさらに前進するには長い年月が掛かる。欧州共同債の発行など拙速な債務共有化が政治的にも困難な以上、改革の成果が出るまでの時間をいかに稼ぐかが、欧州の政策対応の核となるのは当然のことだ。

E S Mの発足で安全網の強化が進み、E C Bによる新たな国債買い入れ策でスペインやイタリアへの危機波及が封じ込められるとすれば、欧州は時間稼ぎで大きく前進したことになる。だが、ギリシャの支援継続・見直し協議の難航、追加緊縮策の発表後もスペイン

の財政健全化目標が未達に終わる恐れ、来春に総選挙を控えたイタリアの政局不安、ポルトガルの市場復帰に向けた追加支援協議の開始、銀行監督一元化での合意実現の難航、銀行への直接資本注入の遡及適用を巡る各国間の意見不一致、内外景気の一段の下振れリスクなど、今年の年末から来年初にかけては市場の動揺を誘うイベントが控えている。このまま債務危機が小康を保てるかは予断を許さない。

最終的な問題解決までには長い時間が掛かることが避けられず、欧州の債務危機は今後も危機と小康を繰り返す公算が大きい。当座の危機封じ込めの鍵を握るとみられるのは、①市場の緊張緩和で各国が財政再建や構造改革の手綱を緩めることがないか、②財政と金融と景気の悪循環を断ち切ることができるか、③安全網の火力不足を補うECBの国債購入策が機能するか、の諸点であろう。

第1の点については、欧州の債務危機はこれまでも危機と小康を繰り返してきた。17ヶ国の寄り合い所帯のユーロ圏では、様々な利害関係の衝突から迅速な意思決定は難しい。それでも、政策当局は最後の最後にはユーロ防衛に必要な政策判断を下してきた。だが、ギリギリの政策対応で市場が一息つくと、各国政府やEUレベルの政策対応の手綱が緩んでしまい、次の危機に向けた不安要素が再び蓄積していく。今回の市場沈静化も、改革の停滞を招いてしまう危険性と隣り合わせだ。

第2の点については、財政と金融の負の連鎖を断ち切る起爆剤とみられた銀行への直接資本注入の実現が危ぶまれている。6月末の欧州首脳会議では、ユーロ圏内で銀行監督の一元化が実現した後に、ESMから銀行への直接資本注入を認める可能性があるとの方針が示された。ただ、年内の合意実現を目指す銀行監督の一元化は、ECBの監督範囲を巡って域内各国の意見対立が続いており、早期実現を不安視する見方がある。

加えて、9月25日に行われたドイツ・オランダ・フィンランドの財務相会合では、過去

の銀行救済費用は各国政府の責任下にあるとの基本指針が示された。間もなく開始するスペインの銀行救済や、既に開始済みのアイルランド・ギリシャ・ポルトガルの銀行救済について、監督一元化の実現後に銀行救済費用を遡及的に政府債務から差し引くことが認められるか、暗雲が立ち込めている。

一方、通貨切り下げによる輸出競争力の回復が難しい単一通貨圏の危機国では、財政と景気の悪循環を断ち切る有効な手立ては今のところ見当たらない。市場の信頼回復には財政再建と構造改革に取り組む必要があるが、相次ぐ追加緊縮でギリシャは“緊縮の罠”に陥っており、スペインも同じ轍を踏む恐れがある。景気配慮を謳ったフランスのオランダ政権も、9月28日に発表した来年度予算案で300億ユーロ規模の緊縮措置を打ち出すなど、財政緊縮と無縁ではられない。

第3の点については、安全網の火力不足への懸念を一気に吹き飛ばしたのが、ECBのドラギ総裁によるユーロ防衛宣言とその後に発表された無制限の国債購入策であった。だが、ECBのこれまでの市場安定化策は、政策の発表・開始から2～3ヶ月後には市場心理の改善に翳りがみられた。

新たな国債購入策は、①財政再建・構造改革の履行を条件としている、②優先弁済順位を設定していない、③情報開示を強化している、④無制限購入を約束している点で、既存の国債購入策よりも優れている。だが、市場の機能不全の解消という政策目標はSMPと似通っており、自発的な債務交換時の優先弁済の問題も未解決のまま。また、国債購入の開始後に問題国がコンディショナリティを履行するかも不透明だ。事実上の無制限購入と銘打っているものの、SMPも事前に購入金額の上限や目標を設定していなかった点では変わらない。結局はユーロ解体を阻止するECBの決意をどこまで信じるかに掛かっている。

たなか おさむ（主席エコノミスト）