

## 財政危機防止に向けたEUの“何度目かの”政策合意

発表日：2010年5月10日(月)

～「オオカミ少年」とユーロの未来～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

- ◇ ギリシャ発の財政危機は、周辺国への財政不安の連鎖という第2のステージ、さらには欧州の金融不安という第3のステージへと発展しつつある。こうした事態を受け、ユーロ加盟16ヶ国の首脳は7日に緊急会合を開き、ユーロの安定と危機拡大の防止に向け、①ギリシャ支援策の正式承認と数日中の第1弾の融資実施、②加盟国の財政健全化計画の厳格履行、③ギリシャ以外の国にも適用可能な金融安定化基金の創設、④経済・財政ガバナンスの強化、⑤金融市場の監督強化、などで合意した。
- ◇ だが、連日のテレビ報道などでも目にする通り、ギリシャでは厳しい緊縮策への国民の不満が高まっており、各種の抗議行動が勢いを増している。ギリシャ政府が直面する財政再建の難しさは、ここ数日の支援の正式承認や危機対応での合意にもかかわらず、全く変わっていないのが実情だ。ギリシャのデフォルトやユーロ離脱という事態が現実のものとなれば欧州全域に亘る財政危機の連鎖と金融危機に発展する恐れがある。ギリシャ政府が財政再建策の厳格な履行を断念し、“白旗”をあげようにもユーロ加盟国はそれを許さないだろう。今後はギリシャ政府が財政再建の必要性について国民の理解をいかに求めていくかが非常に重要となってくる。
- ◇ 「欧州安定化基金」については、ギリシャ以外の国の資金繰り難にも適用可能なセーフティーネットを整備した点で評価でき、当初数百億ユーロ程度で検討されていた基金の規模がIMFからの拠出分を含め総額7,200億ユーロで決着したことは、欧州各国政府当局者の間によやく危機感が共有されたことが窺える。基金の規模は市場が不安視するポルトガルやスペインなどの財政赤字の規模を考慮してもひとまず十分なものと言え、今後の危機封じ込めに初めて先手を打った可能性がある。ただ、基金の規模を大幅に拡充したことで、現実に基金が活用される事態となれば、これまでのところ安泰な中核国の財政状況を圧迫しかねない危険性もはらんでいる。
- ◇ その他に合意された経済・財政ガバナンスの強化や金融市場の監視強化などは取り立てて新味のある内容ではない。ギリシャの財政危機が市場でクローズアップされた昨年12月から半年間余り、ユーロ加盟国は何度となく“合意”を繰り返してきた。もはや市場は“オオカミ少年”と化したEUの合意の重みを受け止めなくなってきた。抽象論ではなく具体論が、口約束ではなく現実の政策が採られるまでは、市場の不安心理を解消することはできないだろう。

### ■ ギリシャ発の財政危機は周辺国への連鎖と金融システム不安に発展する恐れ

ギリシャ発の財政危機は、周辺国への財政不安の連鎖という第2のステージ、さらには欧州の金融不安という第3のステージへと発展しつつある。CDSスプレッドや国債利回りの一段の上昇など財政不安を

抱える国の債務返済能力に対する不信感の高まり、それを映じたユーロ売りの加速に加えて、先週は南欧諸国への与信を有する欧州の金融機関に対する財務不安の高まりからインターバンク金利が上昇。財政不安と金融システム不安が重なったことで投資家のリスク回避姿勢が急速に高まり、世界的な株安の連鎖を引き起こした。こうした事態を受け、ユーロ加盟16ヶ国の首脳は7日に緊急会合を開き、ユーロの安定と危機拡大の防止に向け、以下の政策に全会一致で合意した。

- (1) ユーロ加盟国とIMFによる総額1,100億ユーロ（うち800億ユーロをユーロ加盟国が拠出）のギリシャ支援策を正式に承認し、数日以内に（85億ユーロの国債償還を迎える5月19日よりも前に）第1弾の融資を実施する方針。
- (2) 今回の危機への対応策として、
  - ① 加盟各国は財政健全化計画を達成するために、追加の赤字削減策を含む、必要なあらゆる手段を採ることを約束。遅くとも6月までにその進捗状況を欧州委員会が評価し、経済財務相理事会が吟味する。域内の財政規律を定める「安定成長協定」に基づく勧告を厳格に適用する。
  - ② ユーロ安定に向けたECBの行動を支持。
  - ③ 金融安定のための「欧州安定化メカニズム (European Stabilisation Mechanism)」を提案し、9日の緊急経済財務相会合に提出する。

欧州議会、欧州委員会、ECB、そしてユーロ加盟国政府は、（ギリシャだけでなく）、ユーロ圏の安定を確保するために必要なあらゆる手段 (full range of means) を活用することで合意。

- (3) EU大統領のタスクフォースを通じて、以下の経済ガバナンスの強化策を迅速に検討する。欧州委員会はそのための具体策を12日までに提案する。
  - ① 債務水準や競争力を含めた域内の経済サーベイランスや政策協調の強化。
  - ② 「安定成長協定」の強化、より効果的な制裁措置など、財政監視のルールと方法を強化。
  - ③ 加盟国の財政主権を尊重した強固な危機管理体制の構築。
- (4) 金融市場の監督強化と投機防止に向けた取り組みを迅速に進める。具体的には、デリバティブ市場の透明性向上と監視強化、格付け機関の役割の再考、金融セクターの危機管理・危機解決への取り組み強化、金融セクターに対して公正かつ相当な危機対応のコスト負担を求めること、ソブリン債に対する投機防止に向けた取り組みを強化する必要があるかの議論の前倒しなど。こうした論点について、6月の欧州議会で議論する。

さらに9日のEU加盟国の経済財務相 (Ecofin) の緊急会合では、7日の首脳会合の合意を再確認するとともに、「欧州安定化基金」の創設で合意した。基金は600億ユーロの既存EU予算に加えて、新たに設立するSPVに救済対象国を除く加盟国政府が上限4,400億ユーロの、IMFが少なくとも加盟国の半分(2,200億ユーロ)の保証を提供し、総額で7,200億ユーロの規模となる。融資発動の要件は「加盟国の制御不可能な特別な状況 (exceptional circumstances beyond member states' control)」とされ、現在のようにユーロ圏全体へのシステム的な危機がこれに該当するとされた。融資発動の手順は、まず600億ユーロの既存予算が利用され、これは迅速に提供される。SPVの利用は、600億ユーロが枯渇した場合に検討され、融資実施までのスピードはギリシャ支援パッケージに準ずるとのこと。金利の設定方法はギリシ

支援パッケージと同様で、コンディショナリティーはIMF融資と似通ったものになるとのこと。

会合は予定の時間を大幅に超過、会合後の記者会見は当初ブリュッセル時間の9日18時（日本時間の10日午前0時）の開始を予定していたが、基金の規模合意の第一報が伝えられたのは日付が変わった10日の午前2時過ぎ（日本時間の10日の午前9時過ぎ）であった。基金の規模を巡って議論が紛糾したとみられ、当初計画された数百億ユーロ規模から大幅に上積みされた。市場が不安視するポルトガルやスペインなどの財政赤字の規模を考えれば、当初の規模では危機の封じ込めが困難と考えたのであろう。

なお、詳細は日本時間の10日午前中の段階で明らかとなっていないが、レーン委員によれば、ECBは流通市場への介入策を決定したとのこと。「出口戦略」の一環で打ち切られた非伝統的な流動性供給策のうち、インターバンクレートでの金利上昇に対応したドルの流動性スワップ協定や一部の資金供給オペの無制限供給などが再び導入されることになろう。

## ■ ユーロ加盟国とギリシャ政府は合意を行動に移す強い意志が求められる

ギリシャへの金融支援の実施には、ユーロ加盟国政府による全会一致の承認が必要となるため、野党や国民の反発姿勢が強かったドイツの連邦議会での承認手続きの行方が注目されてきた。7日には独上下院を通過し、2008年秋に金融安定化法案（TARP）が米議会で否決された悲劇の二の舞はどうか回避された。これを受けてユーロ加盟国とIMFはギリシャ支援を正式に承認し、数日内にはギリシャ政府が当面の資金繰り難を回避するのに十分な融資が行われることとなった。ひとまず最悪の事態は避けられた訳だが、これによってギリシャの難題が解決された訳でないことは言うまでもない。

今後は四半期毎にギリシャの財政構造改革の進展状況が厳しく精査され、その成否によって支援実施の継続が判断されることとなる。だが、連日のテレビ報道などでも目にする通り、ギリシャでは厳しい緊縮策への国民の不満が高まっており、各種の抗議行動が勢いを増している。経済環境の悪化と国民からの改革に対する反発を乗り越え、財政構造改革を断行できるかどうかギリシャの命運は掛かっている。こうしたギリシャ政府が直面する財政再建の難しさは、ここ数日の支援の正式承認や危機対応での合意にもかかわらず、全く変わっていない。

ユーロ加盟国政府がギリシャ支援を正式に決断した今、次の駒は再びギリシャ政府そしてギリシャ国民の手に戻ったとも言える。再三指摘している通り、ギリシャのデフォルトやユーロ離脱という事態が現実のものとなれば欧州全域に亘る財政危機の連鎖と金融危機に発展する恐れがある。ギリシャ政府が財政再建策の厳格な履行を断念し、“白旗”をあげようにもユーロ加盟国はそれを許さないだろう。ギリシャ国民の不満の1つは、財政再建がVAT税率の引き上げや労働者の3分の1を占める公務員給与・手当・年金給付の削減など、必ずしも裕福でない層を直撃し、脱税や租税回避を繰り返してきた一部の企業や富裕層への徴税強化が十分でないとの思いがある。今後はギリシャ政府が財政再建の必要性について国民の理解をいかに求めていくかが非常に重要となつてこよう。

今回の緊急合意を受けて、ポルトガルやスペインなどの周辺国への危機の連鎖が避けられるかは、なお予断を許さない状況にあると言えよう。「欧州安定化基金」については、ギリシャ以外の国の資金繰り難にも適用可能なセーフティネットを整備した点で評価できる。また、当初数百億ユーロ程度で検討されていた基金の規模がIMFからの拠出金を含め7,200億ユーロで決着したことは、欧州各国政府当局者の間によく（遅すぎる）危機感が共有されたことが窺える。基金の規模は市場が不安視するポルトガルやスペインなどの財政赤字の規模を考えてもひとまず十分なものと言え、今後の危機封じ込めに初めて先手を打った可能性がある。SPVへの加盟国の拠出は実際に融資が必要となった際の債務保証の形で行われ、即座に加盟国の資金拠出が必要となる訳ではない。ただ、基金の規模を大幅に拡充したことで、現実

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

金が活用される事態となれば、これまでのところ安泰な中核国の財政状況を圧迫しかねない危険性もはらんでいる。

これとは別に加盟国首脳が打ち出した経済・財政ガバナンスの強化や金融市場の監視強化などは、これまでも関係閣僚が様々な機会で表明してきた内容で取り立てて新味のある合意ではない。ギリシャの財政危機が市場でクローズアップされた昨年12月から半年間余り、ユーロ加盟国は（筆者もその回数を忘れるほど）何度となく“支援合意”を繰り返してきた。もはや市場は“オオカミ少年”と化したEUの合意の重みを受け止めなくなっている。抽象論ではなく具体論が、口約束ではなく現実の政策が採られるまでは、市場の不安心理を解消することはできないだろう。

今日でも世界中で広く親しまれているイソップ物語は、知見に満ちた古代のギリシヤ人が人生の様々な教訓を織り交ぜた伝承を寓話としてまとめたものだ。羊飼いの少年が狼が出たとの嘘を繰り返し、本当の狼が現れた時には誰も信用しなくなっていた「オオカミ少年（嘘をつく子供）」の物語もその1つである。「ユーロ圏の安定を確保するために必要なあらゆる手段を活用することで合意した」との言葉の重みを受け止め、断固とした意志と行動を示さない限り、ユーロの将来は危うい。

以上