

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

ユーロの将来

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

山口 綾子

yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

▶ ユーロは誕生以来最悪の激震にさらされている。ギリシャの財政赤字問題に端を発したソブリン危機はユーロ圏全体を巻き込んで、ユーロ圏の分裂の危機がささやかれるような状況になってきている。

▶ 短期的課題とリスク

○首脳会議決定事項の早期実現

2011年12月の欧州首脳会議では新財政協定提案、欧州安定メカニズム（ESM）の創設前倒しなどが決められた。今後詳細についての交渉が続けられ、各国国内手続きなどが行われる。新財政協定は各国の財政主権の一部を欧州連合（EU）に委譲することを求めるものであり、交渉の難航が懸念されている。また2012年前半にはイタリアを始めとして財政借り換え需要が集中している。金融支援枠の増額を巡る議論が市場に影響を与える可能性がある。次の山場は2012年3月初旬の欧州首脳会議となる。

○金融機関の資本増強

2011年10月の欧州首脳会議では、主要欧州銀行に対し危機に備えた資本増強を求めることが決められた。コア Tier I 比率 9%という厳しいものである。欧州銀行監督局（EBA）の試算では資本不足額合計は1147億ユーロとなっているが、民間では2000億ユーロ以上との試算もある。自力で増資を行うとする銀行は少なく、むしろ資産を縮小する動きに繋がる可能性が高く、景気への悪影響が懸念される。政府や欧州

金融安定ファシリティ（EFSF）による資本注入が行われることになる。

○ECB の役割の重要性

EFSF の融資枠拡大がなかなか進展しないなか、機動的に動くことのできる欧州中央銀行（ECB）の役割はますます重要性を増している。金融機関の「最後の貸し手」としての役割を十分に果たし、金融安定化を進めることが期待される。

財政困難に陥っている各国はそれぞれ厳しい財政再建策を実施中である。このため、2012 年の景気減速は避けられない。景気減速のなかで財政再建を計画通り実施するのは大変困難であり、ECB の金融緩和による景気下支えが引き続き求められる。

➤ 中期的シナリオ

○ユーロ崩壊

ギリシャなど小国のユーロ離脱の可能性はゼロではないが、新通貨の為替相場下落による競争力回復というメリットはあっても、新通貨導入に伴う内外経済の混乱、国内物価高騰、債務負担急増によるデフォルト、いったんデフォルトを起こした時の国際金融市場への復帰の難しさなど、当該国のみならず、ユーロ圏全体への悪影響があまりに大きい。ユーロはそもそも政治的産物であり、ユーロ崩壊は経済のみならず、政治・社会面への悪影響があり、EU 統合そのものを脅かすことも懸念される。こうしたデメリットを考えれば、ユーロ圏首脳は必要な政治的判断を下すと考えられ、崩壊シナリオの可能性は限りなく低いといえよう。

○財政同盟強化：共同債導入の可能性

2011 年 11 月の欧州委員会の共同債導入提案については、独仏首脳は反対を表明した。12 月の首脳会議でも今後の継続課題とされ、議論はされなかった模様である。共同債導入には、モラルハザードを避けるための前提条件として、各国の財政規律順守が必要である。新財政協定によって規律が強化されることで、徐々に条件が整えられていくことになる。いずれかの時点でドイツを始めとした支援国側も何らかの妥協を余儀なくされるのではないかと見られる。

- ユーロは今や将来を占ううえでの正念場にさしかかっている。遅々とした歩みではあるが、ユーロ圏はさまざまな改革によって、財政統合というさらなる深化に向かっているように見える。ユーロ崩壊を避けるために、各国首脳には引き続き自国の利害のみでなく、欧州全体を見据えた強いリーダーシップが求められる。多様な民主主義国家の集まりであるユーロ圏では、合意形成に時間がかかるが、これまでも粘り強い交渉によって、統合を進展させてきた。市場のオーバーシュートや、デモの激化などの社会的混乱などのリスクは決して過小評価できないが、危機をバネとしたさらなる統合の深化を期待したい。

<本文>

ユーロ：過去 13 年の軌跡

まず、ユーロ誕生後現在までのユーロ為替相場の軌跡をみてみたい。この 13 年間は概ね以下の 3 つの時期に分けてみる事ができよう（図表 1）。

図表 1：ユーロの対ドル為替相場



○第 1 期（ユーロが誕生した 1999 年から 2001 年頃まで）：ユーロの揺籃期

この時期はユーロに対する懐疑的な見方が支配的であった。1999 年 1 月発足時点では 1 ユーロ 1.18 ドルであったが、ユーロは概ね弱基調で推移した。2000 年 10 月には 0.82 ドルまで減価し、ECB によるユーロの買い介入が行われた。ユーロ安の背景には、加盟国すべての中銀の寄り合い所帯である ECB の金融政策運営についての市場の懐疑的な見方があった。加盟国のなかで特に物価が安定していたドイツにとっては、共通金融政策による実質金利は高すぎ、このためドイツ経済は低調が続いたこともユーロに対する悲観的な見方を裏付けた。対照的に、米国経済は IT ブームにより活況を呈し、欧州から米国への直接投資、ポートフォリオ投資が急増したこともユーロ安の遠因となった。

○第 2 期（2002 年から 2008 年夏頃まで）：国際通貨としてのユーロの定着期

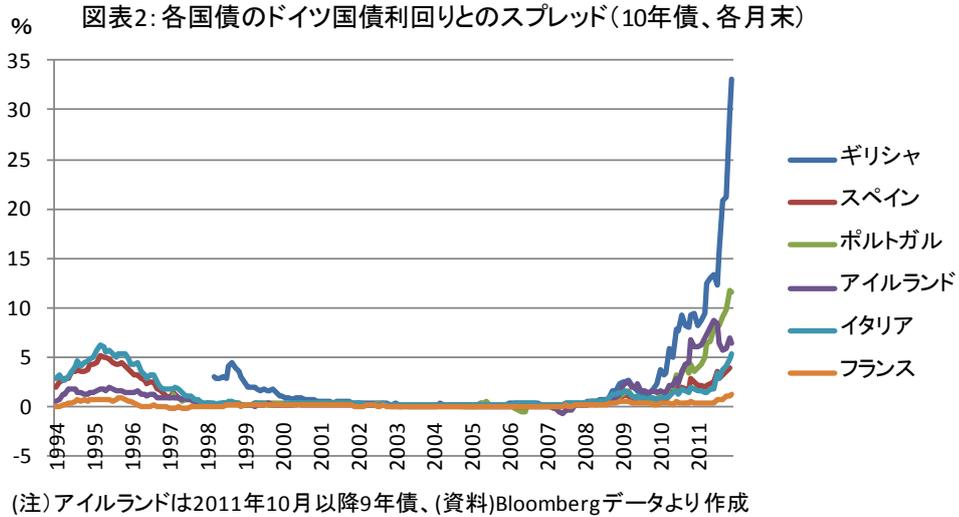
2002 年 1 月にユーロ紙幣・コインが導入され、大方の予想以上にスムーズに新通貨ユーロへの移行が行われた。また、2004 年には中東欧諸国の EU 加盟が実現した。成熟した西欧に対し、フロンティアとしての中東欧への EU の東方拡大は、当時人口 4 億人弱の EU15 カ国 に対し、加盟候補 10 カ国で 1 億人の市場が加わり、米国をも凌駕する

規模の市場が誕生した。EU 加盟の準備のための東欧各国の構造改革の実施や、西欧からの投資の増加は、西欧・東欧双方にとって、経済活性化に繋がった。ドイツは実質金利が高止まるなかで、構造改革を進め、生産性を上げ、実質賃金を引き下げることで競争力を回復、景気回復を実現してきた。一方、南欧を中心とした周縁国はユーロ導入に伴う低金利を享受、経済成長と雇用の拡大を実現したが、東欧との低コスト競争もあって、貿易収支は赤字化した。またアイルランド、スペインなどでは外国資本の流入により不動産バブルが生まれた。

こうしたなかで、ユーロは徐々に国際的な信託を獲得し、ユーロ建ての国債取引も拡大していった。1990年代後半にアジア通貨危機で痛手を被ったアジア新興国は、危機への反省から、外貨準備を積み上げてきたが、その豊富な外貨準備の運用を多様化してきた。世界の外貨準備資産に占めるユーロのウェイトも1999年の18%から2002年には24%、2009年には28%と上昇、これに対応してドルのウェイトは71%→67%→62%へと低下した。特に2007年に米国で住宅バブルが崩壊し、サブプライム危機が勃発すると、危機の震源地としての米国を嫌気して、新興国の外貨準備運用、ファンドなどのユーロ資産へのシフトが盛んになり、ユーロは1.6ドルの高値を示現した。

○第3期（2008年半ば以降～現在）：リーマンショックからソブリン危機へ

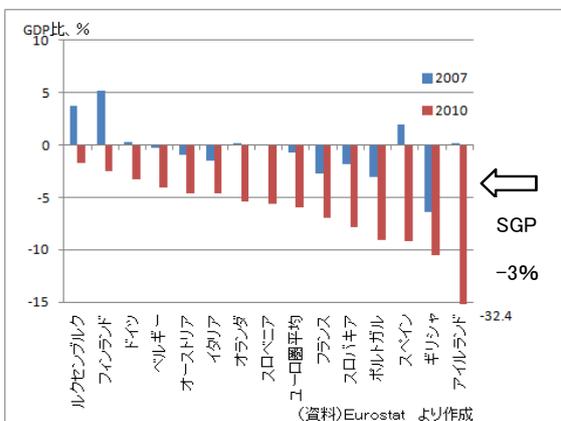
2007年から2008年のグローバルの金融危機は欧州へも波及、欧州の金融機関の脆弱性が明らかになった。金融危機時のドル流動性確保の観点からドルの本国回帰が起こり、資本の流れも変化した。グローバル金融危機は東欧の経常収支赤字問題を深刻化させ、また、2009年秋にはギリシャの財政赤字問題から、同国の国債利回りのドイツとの利回り格差が拡大した（図表2）。ギリシャの財政赤字問題の深刻化および支援策を巡るユーロ圏諸国の対立を背景に、市場の懸念は、同じく赤字をかかえるアイルランド、ポルトガルにも波及し、ユーロ各国の信用力格差（ソブリンリスク）が問題とされるようになった。2011年には市場の懸念はスペイン、イタリアにまで広がり、主要格付け会社はドイツ、オランダ、フランスといったAAA国も含め、ユーロ圏の格下げを検討し始めた。



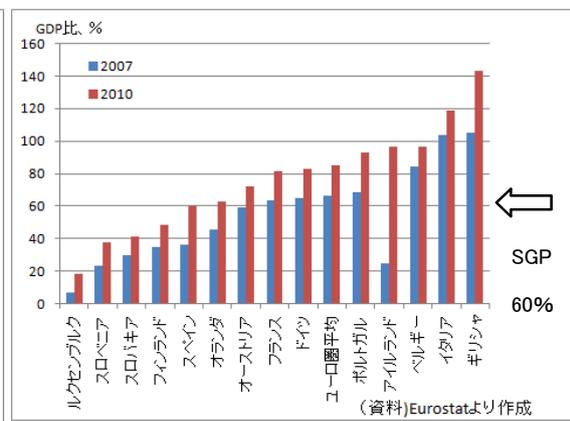
ソブリン危機とその背景にある域内経常収支不均衡

ソブリン危機の直接のきっかけは、2009 年秋のギリシャ新政権による財政赤字が過小評価されていたという発表であったが、2007 年から 2008 年にかけてのグローバル金融危機に伴う景気後退・バブル崩壊に対する財政による景気刺激、金融機関支援などにより、ユーロ圏のすべての国において財政収支は悪化し、政府債務残高も拡大した(図表 3、4)。2010 年には安定・成長協定 (Stability and Growth Pact : SGP) で規定されている財政赤字 GDP 比 3%以内の基準を順守できた国は、わずかにルクセンブルク、フィンランド、ドイツの 3 カ国のみであった。政府債務残高も安定・成長協定の基準 GDP 比 60%を順守できたのは、4 カ国。ユーロ圏平均でも、それぞれ 6%、85%と基準を大きく上回っている。

図表 3 : 各国の財政収支



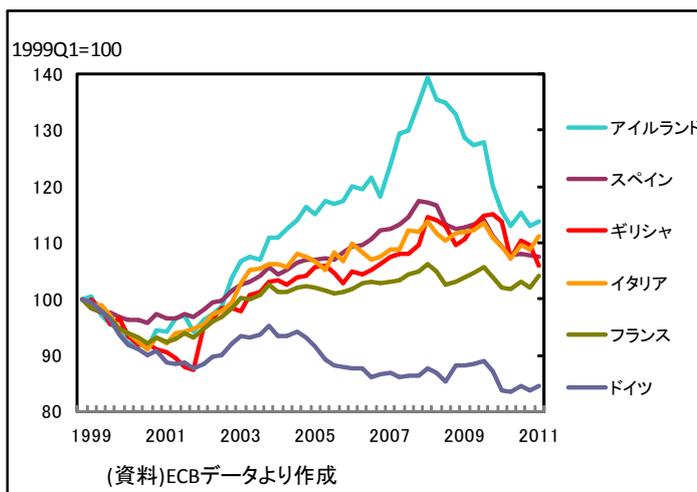
図表 4 : 各国の政府債務残高



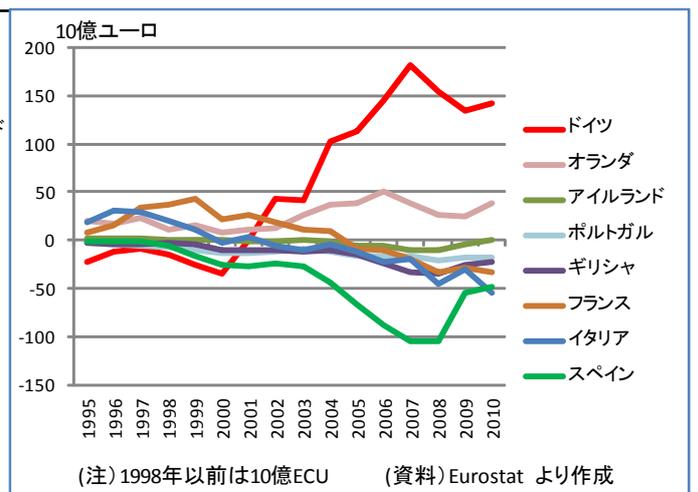
財政赤字が拡大し、ドイツ債とのスプレッドが拡大したのは、ギリシャのほか、アイルランド、ポルトガル、スペインなどいわゆるユーロ圏の周縁国であった。これらの国々に共通しているのは、大幅な経常収支赤字国ということであり、その背景には、単一金融政策によるデメリットを補完するシステムが十分でなく、ユーロ圏内に不均衡が広がったことがある。

図表5はユニット・レーバー・コスト（生産一単位あたりの労働コスト）に基づく、各国の実質実効相場である。実効相場とは、貿易相手国との為替相場を加重平均したもので、アイルランドの変動が突出しているのは、米国やイギリスとの貿易関係が強いため、ユーロの対ドル相場、対英ポンド相場の影響を強く受けるためである。その他の国はユーロ域内貿易の比率が高いことを考えると、実効為替相場はあまり変動しないはずであり、これは単一通貨が目指す姿でもある。しかし、これを実質ベースでみると、各国のインフレ率が違うために、変動が出てくる。生産性の伸びが高く、ユニット・レーバー・コストが安定しているドイツにとっては、実質実効為替相場は1999年の発足時と比べても低く、輸出に有利となってきた。一方、賃金の伸びが高く、生産性の伸びも低い周縁国にとっては、実質実効為替相場は高すぎ、この結果周縁国の経常収支赤字は拡大してきた（図表6）。ドイツは東西統一を受け、経常収支は1990年代前半から赤字が続いていたが、ユーロ導入以降2001年から黒字に転じ、その後は大きく黒字を拡大させてきた。ドイツの輸出の4割がユーロ域内向けであり、ドイツにとってはユーロによる為替の安定は大きなメリットとなった。

図表5：ユニット・レーバー・コストで調整した実質実効相場



図表6：ユーロ圏主要国の経常収支



ソブリン危機への対応

こうしたなかで、EUおよびユーロ圏各国政府は危機への対応および将来の危機予防の観点から、さまざまな次元で対応を行ってきた（図表7）¹。

○財政困難国への直接支援

財政困難となった国々への直接的な支援として、EUは国際通貨基金（IMF）と協力して、資金援助を行ってきた。2010年5月のギリシャへの第1次支援（総額1100億ユーロ）、2010年11月にはアイルランド（総額675億ユーロ）、2011年5月にはポルトガル（総額780億ユーロ）への支援パッケージが決められた。2011年7月には、ギリシャ情勢が再び悪化したため、第2次支援（総額1090億ユーロ）が決められ、10月にはさらに第2次支援の見直しがされた。

○経済通貨同盟（EMU）のガバナンス改革

EUでは、安定・成長協定によって、各国は、財政赤字はGDP比3%、債務残高は同60%を超えてはならないと決められている。これを超えた国については、過度の財政赤字是正手続き（EDP：Excessive Debt Procedure）が発動され、これが守られない場合には制裁も課せられる。これまでは柔軟な運用によって、ドイツ・フランスなどのコア国ですら、安定・成長協定が十分に守られてこなかった。ソブリン危機の背景にはこうした安定・成長協定の形骸化があるとの反省から、欧州委員会の提案に基づき、制度強化が進められ、欧州議会での議決を経て、制裁発動を容易にする改正などが2011年12月に発効した（図表7）。また12月の首脳会議では財政規律の強化のための新財政協定の締結が合意され、2012年3月までに新協定の交渉が行われることになった（図表8）²。

¹ ギリシャ危機およびその後の欧州の対応については、以下ご参照。

- ・ユーロに影を落とすギリシャ財政危機
http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo_15_j.pdf
- ・ソブリンリスクに揺れるユーロ圏の金融情勢
http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo_31_j.pdf
- ・欧州ソブリン危機～第2次ギリシャ支援は十分
http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2011/NLNo_10_j.pdf
- ・ユーロの中期展望～崩壊か財政同盟か～
http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2011/NLNo_19_j.pdf

² 当初は基本条約の改正が議論されていたが、英国が参加を拒否したことで、別途新協定を結ぶことになった。新協定は英国を除くEU加盟国26カ国の政府間協定の形となる。

図表 7：EU の危機対策の概要

<p>経済通貨同盟 (EMU) のガバナンス改善 (2010年9月欧州委員会提案、10月首脳合意、2011年9月議会可決、12月発効)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 安定・成長協定の見直し <ul style="list-style-type: none"> ・ 予防措置：財政支出をベンチマークで管理(裁量的収入の増加を引いたネットベースの支出の増加率を中期的な潜在成長率の枠内に抑える)。単年度赤字がGDPの3%以内であっても、債務残高がベンチマークのGDP比60%を上回っており、ベンチマークとの差が過去3年間平均で年に1/20ずつ縮小していなければ、過度の財政赤字国と認定。当該国が適切な措置をとらない場合は、制裁として有利子預託金(GDPの0.2%)が課される。 ・ 是正措置：赤字が3%に達した場合、財政赤字是正手続き(EDP)がとられ、有利子預託金が無利子の預託金に変更される。 ・ より迅速な(ほぼ自動的)制裁発動。逆多数決制を導入(欧州委員会の制裁勧告に対し、理事会での反対が多数でない限り、制裁発動)。 ○ 各国の財政フレームワーク：財政統計の質向上、予算の前提となる見通しの妥当性、数値目標、中期的な財政運営など、各国の制度を確立。ヨーロッパ・セメスターによる各国予算の事前調整。財政について虚偽の統計を使った場合の制裁金(GDPの0.2%)新設。 ○ 過度の不均衡是正手続き(EIP)：マクロ経済の不均衡についてもサーベイランスを行う。いくつかの指標(経常赤字のGDP比、ネット対外ポジションのGDP比、民間部門の債務のGDP比など)を用いたモニタリングにより早期警戒。EIP発動。ユーロ加盟国がEIPに従わない場合、有利子強制預託金の制裁(GDPの0.1%、新設)が課される。是正計画が実現できない場合、2度目からは強制預託金が罰金に変わる。
<p>金融の安定化：規制フレームワークの見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 欧州システミック・リスク理事会 (European Systemic Risk Board) 創設 (2011年1月) ○ 欧州監督機関 (European Supervisory Authorities)：欧州銀行監督機関 (EBA)、欧州年金保険監督機関 (EIOPA)、欧州証券市場監督機関 (ESMA)創設 (2011年1月)。EBAによる欧州主要銀行のストレステスト実施(7月)。首脳会議で欧州銀への資本増強要請：2012年6月までにコアTier I比率9%以上(10月)。EBAによる欧銀の資本不足額公表、合計1147億ユーロ(12月)。
<p>危機サポート</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 欧州金融安定メカニズム/欧州金融安定ファシリティ (EFSM/EFSF)創設 (2010年6月) ○ 欧州安定メカニズム (ESM)：払込資本800億ユーロ、請求払資本6200億ユーロ、融資可能枠5000億ユーロ。2013年7月創設予定→2012年7月に前倒し予定。 ○ 国際収支ファシリティ拡充：ハンガリー、ラトビア、ルーマニア向け融資実施
<p>欧州2020戦略 (2010年3月骨子について合意)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 5つの重点目標 (雇用、技術革新、教育、社会・貧困対策、気候変動・エネルギー) (2010年6月) ○ 構造改革の進展についてのサーベイランス

(資料) 欧州委員会資料等より作成

○金融の安定化

グローバル金融危機のなかで、ユーロ圏は金融政策が一本化された一方で、金融監督・規制は各国当局に委ねられていたことが、危機への対応を遅らせ、状況を悪化させたとの反省から、ユーロ圏全体をカバーする監督・規制機関が創設された(欧州システミック・リスク理事会、欧州金融監督機関)。各国政府に対し、問題へ対処を促す圧力となると同時に、各国から独立し予防的に危機管理を行うことを目指している。

○危機対応の金融支援システム創設およびその資金枠拡充の動き

2010年6月、財政困難国の支援のための欧州安定化メカニズムが創設された。これは欧州金融安定メカニズム（EFSM：600億ユーロ）とEFSF（最大4400億ユーロ）からなる。EFSFは金融面での困難に陥ったユーロ参加国に対して、融資を行う。必要な資金はEFSFが債券を発行して調達するが、債券発行の際、ユーロ参加国は各国のシェアに応じて、その最大165%の保証を行う。EFSMもEFSFも2013年までの時限措置であり、それを引き継ぐ形で、恒久機関としての欧州安定メカニズム（ESM）が2013年7月に創設される予定となっている。

財政を巡る市場の懸念がスペイン、イタリアまで広がるなか、現状のEFSFでは十分な対応ができないため、2011年7月の首脳会議で、EFSFの機能拡大（①既に支援を受けている国だけでなく、予防的に支援もできる、②政府を通じ金融機関への資本注入に利用、③流通市場での国債購入を可能とする）が決められた。さらに10月の首脳会議では、EFSFの資金をもとに以下の2つの方法でレバレッジによる拡大を行うことが決められた。①EFSFによる国債発行時の部分的信用補完（20～30%）、②外部資金を募り、複数のCo-Investment Fund（共同投資ファンド）を創設、そのFirst loss tranche（劣後部分）をEFSFが出す。この双方とも2012年の早い時点で準備ができることを想定している。

こうした対応策の拡大が少しずつ図られていたものの、欧州金融市場のセンチメントは改善に向かわなかった。特にスペイン、イタリアは、市場の懸念から国債が売られ→金利上昇→利払い負担が増え財政赤字・債務拡大→国債売りという自己実現的な悪循環となっている。この悪循環を断ち切るために、十分な額の支援網によって、市場を安定化させることが何より重要である。このため12月の首脳会議では、ESM創設の前倒し（2012年7月）、EFSFは予定通り2013年6月まで継続（2012年7月から2013年6月まではESMとEFSFが併存）、IMFの危機対応能力拡充のため、EU加盟国がIMFに対し、二国間融資の形で最大2000億ユーロの融資を行う——などが決められた（図表8）。

図表 8 : 2011 年 12 月欧州首脳会議の決定事項

経済通貨同盟の強化	
新財政協定(注1)	
一般政府財政は均衡もしくは黒字とする。構造的財政赤字がGDP比0.5%を超えない。各国は均衡財政を憲法など国内法で規定する。基準に達しなかった場合の自動是正システムも規定する。過剰財政赤字国は欧州委員会と理事会に構造改革プログラムを提出し、委員会と理事会はその実行を監視する。	
過剰財政赤字削減ルールの強化: 加盟国の財政赤字が3%の上限値を上回った場合、多数決での反対がなければ直ちに制裁措置が自動的に発動される。	
監視システムの強化: ①過剰財政赤字国の予算や赤字削減計画の事前審査、モニタリング、②資金繰りに困難をきたしユーロ圏金融の安定に影響を及ぼす国の経済・財政のサーベイランス強化。	
財政統合をさらに進めるための方策の検討を続け、2012年3月に理事会および委員会で報告する。	
政策協調およびガバナンスの強化	
経済政策の協調強化。各国の構造改革の計画をユーロ圏レベルで議論。ガバナンス強化のため、定期的なユーロサミットを少なくとも年2回実施。	
安定化措置の強化	
EFSFのレバレッジによる拡大を早期に実現する。	
ESMの導入を1年前倒し2012年7月に。EFSFは当初予定通り、2013年6月まで存続。	
両者を合わせた融資可能額の上限5000億ユーロについて、引き上げが必要かどうかを2012年3月までに決定。	
ESMの払込資本の割合はESM債務の15%を下回らないようにする。払込資本の前倒しも検討する。	
ESMの意思決定を効率的なものとするため、委員会とECBが緊急と判断したときには85%の多数決で決定される。	
民間の関与(PSI)については、IMFの原則に従う。ギリシャ債についてのPSIはあくまで例外措置。	
IMFの危機対応能力拡大のため、EU加盟国は最大2000億ユーロをIMFに二国間融資する。域外にも国際的な協力を求める。(注2)	

(注1)当初は条約改正が議論されたが、英国の反対により、条約改正ではなく、英国を除く26カ国で新協定を結ぶことになった。

(注2) 12月19日EU財務大臣会合はユーロ圏諸国による総額1500億ユーロのIMFへの二国間融資の各国シェアを公表。チェコ、デンマーク、ポーランド、スウェーデンも融資の意向を表明。英国は2012年早期にG20の枠組みでの参加を検討。

(資料) 欧州委員会資料、プレスリリースより作成。

今後の行方：短期的課題とリスク

○欧州首脳会議合意の早期実現

ソブリン危機が深刻化するなか、これまで首脳会議で合意が華々しく発表されても、その後の各国の国内手続きに時間がかかってなかなか実現に至らず、市場を失望させ続けてきた。対策が実現に至る前に市場はさらに悪化し、追加の措置が必要となる繰り返しであった。2011年12月に合意された新財政協定についても、各国の主権を制限する厳しいものとなっていることから、今後の交渉の過程で各国の利害が表面化し、交渉が難航するおそれがある。

EFSFのレバレッジ案や、IMFの融資能力拡大については、EU加盟国ばかりでなく、産油国や新興国など欧州域外からの出資に期待をかけているが、11月のG20サミットでも域外国からの積極的コミットメントは得られなかった。IMFの融資能力拡大については、12月19日にユーロ圏諸国による1500億ユーロの融資額内訳が公表された。他のEU加盟国(チェコ、デンマーク、ポーランド、スウェーデン)も融資の意向を表明、英

国は 2012 年の早い時期に G20 の枠組みでの参加を検討とのことである。

金融安定化措置の強化については、ESMとEFSFを合わせた融資可能額 5000 億ユーロが十分かどうかについて 2012 年 3 月までに検討することになっている。メルケル独首相は既にESM増額に反対とのコメントを表明している。現在EFSFは融資可能枠 4400 億ユーロのうち、アイルランド、ポルトガル向け融資の 437 億ユーロが既にコミットされており、ギリシャ第 2 次支援、金融機関の資本増強分などを加えると、今後使用可能なのは 2500 億ユーロ程度とみられている。現在主要格付け機関ではユーロ各国の格下げを検討中であり、仮にフランスが格下げされることになると、フランスのEFSF保証額は 1580 億ユーロであり、その分融資可能枠は減ってしまう³。ESMも前倒し創設が決められたが、誕生後すぐに 5000 億ユーロの融資が可能となるわけではない。800 億ユーロの払込資本は 5 年に分けて払込されることになっており、ESMの負債と払込資本の比率は 15%を下回らないことが決められている。資本払込の前倒しも検討されてはいるが、当初の融資可能額は 1000 億ユーロ程度 ($800 \div 5 \div 0.15$) にとどまる見込みである。2012 年にはイタリアだけでも 3800 億ユーロ程度の財政借り換え需要があることを考えると心許ない。特に 2012 年前半には財政資金ニーズが集中しており、財政困難国 5 カ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア）合計で、1-3 月 2184 ユーロ、4-6 月 1535 億ユーロとなっている（Bloombergデータ）。EFSF/ESM、IMFの支援枠拡充は喫緊の課題である。

さらに懸案のギリシャ支援を巡っては、民間部門の自主的な関与（PSI : Private Sector Involvement）として、2011 年 7 月首脳会議では低利長期債との交換や、借り換えなどによるギリシャ債務の 21%カットが合意された。10 月の首脳会議では、それでは不十分として、民間投資家に対し債務の 5 割削減を求めることが合意された。民間部門の関与はあくまで任意の自主参加であり、現在民間投資家とギリシャ政府の間で交渉が行われているが、合意に至るのは容易ではない⁴。

○金融機関の資本増強

2011 年 10 月の欧州首脳会議では主要欧州銀に対し、2012 年 6 月までにコア Tier I 比率 9%以上とすることが決められた。EBA によれば、資本不足額は合計で 1147 億ユーロに達する。民間の試算では 2000 億ユーロ以上とするものもある。自力での増資を図るとする銀行は少なく、むしろ資産の削減を図ろうとする向きが多いようである。これはリセッション入りしつつある欧州経済をさらに下押しする圧力となる。政府や EFSF

³ 理論的には EFSF に対する各国の保証コミットメント総額分は融資が可能はずだが、EFSF が AAA 格付けを維持することが暗黙の前提とされているので、仮にフランスが格下げになった場合、フランスの保証分は融資可能枠から減額されてしまう可能性が高い。

⁴ 12 月 16 日、国際金融協会（IIF）とギリシャ政府は連名で、互いに協力しあって交渉を継続していくとの声明文を発表した。なお、ユーロ圏で新たに発行される国債に集団行動条項（CAC）が付けられる予定の 2013 年 7 月（ESM の創設前倒しに伴い、こちらも前倒しになる可能性も）以降は、債務再編の交渉がより秩序立って行えるようになる。

による資本注入が行われることになる。

○重要性を増す ECB の役割：ECB は政府の「最後の貸し手」になれるのか

欧州委員会による 2012 年のユーロ圏の実質GDP成長率見通し（11 月公表）は 0.5%と 2010 年の 1.6%から大きく低下する見込みであり、5 月時点の見通し 1.8%から大幅に下方修正された。金融・財政両面での景気下押し圧力が強まるなか、ECBの役割はさらに重要となってきた。ECBはソブリン危機のなかで、金融機関の流動性支援策として、レポの担保となる国債の条件緩和、カバードボンドの買い取り（2009/3～2010/6、2011/11 第 2 次プログラム開始）などを行ってきた。2011 年 11 月末には米国FRB（連邦準備制度理事会）、日銀、イングランド銀行、カナダ銀行、スイス中銀と協調して、ドルのスワップ金利を引き下げた。さらに 12 月 8 日には 2 カ月連続利下げに踏み切るとともに、新たに 3 年間の長期低利融資など流動性支援の強化が発表された⁵。このようにECBは金融機関にとって「最後の貸し手」としての役割を果たしている。

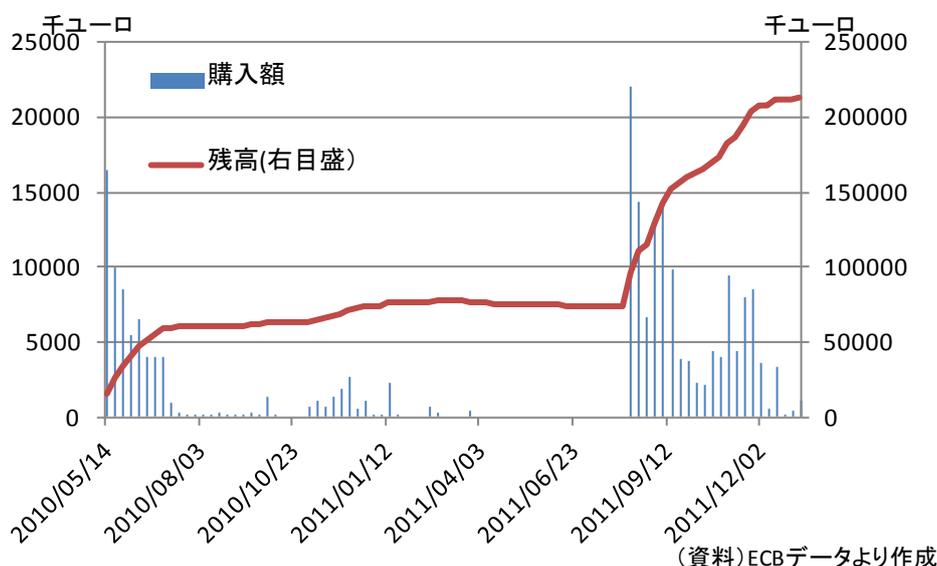
一方、ソブリン危機の波及によりスペイン、イタリア国債が売られるなかで、8 月には中断していた証券市場プログラム（SMP：Securities Market Program）による流通市場での国債の購入を再開した（図表 9）。現在SMPの残高は 2130 億ユーロとなり、ECBのバランスシートの 1 割を占めるに至っているが、イタリアの政府債務残高 1.8 兆ユーロ、2012 年の償還・利払い必要額 3800 億ユーロを考慮すると、決して十分ではない。市場ではSMPの拡大を求める声は強いが、ドラギ総裁は「SMPはあくまで、金融政策の実効性を高めるための一時的な措置であり、際限なくできるものではない」と慎重な姿勢を崩していない。SMP自体がECBによる政府直接支援を禁じた条約違反との批判もドイツから起こっており、ドラギ総裁もドイツの支援を得られなければドラスティックな策を打つことも難しい⁶。

一方、EFSF による流通市場での国債購入については、各国の批准を経て既に制度はできている。レバレッジ提案による融資規模拡大と合わせ、EFSF では 2012 年の早い時期に購入が可能となるとしている。EFSF が流通市場での国債購入を開始するまで、現状では機動的に動けるのは ECB しかない。EFSF へのバトンタッチをうまく行うことができるかがカギとなっている。

⁵ ECB は 12 月 21 日この 3 年物の長期オペを実施、過去最高となる 4891 億 9000 万ユーロを供給した。

⁶ EU 機能条約では 123 条 1 項で、ECB や各国中銀による政府への信用供与や国債の直接引き受けを禁止しているが、ECB の流通市場での国債購入を禁止した規定はない。

図表 9：証券市場プログラム（SMP）



ユーロの将来：崩壊か財政同盟か

以上のように、短期的には ECB の金融緩和・流動性支援強化や EFSF の機能拡充および規模拡大により市場を安定化させつつ、金融機関の資本増強により危機の波及を防止することが最大の課題となっている。しかし、これらだけではソブリン危機の背景にある、域内不均衡拡大という統一通貨に起因する問題には対処できない。この問題にいかに対処するかが中期的課題である。

ニューヨーク大学ルービニ教授によれば、ユーロ圏の不均衡解決には以下の 4 つの選択肢がある。

- ① 積極的な金融緩和、ユーロ安、コア国（ドイツ、オランダなどの支援国）の拡張財政と周縁国の緊縮財政継続で成長と競争力を回復。
- ② 周縁国による厳しい構造改革・デフレ調整により、成長と競争力回復を目指す（ユーロ圏内の切下げ）。周縁国は景気後退が長引き社会不安のおそれもある。
- ③ コア国が周縁国に融資をし続ける。財政移転同盟によってユーロ崩壊を防ぐ。
- ④ 債務再編を広範に行い、最終的には競争力回復のためユーロは崩壊、各国は自国通貨に戻る。

これらの中で、①がもっとも痛みが少なく望ましいが、ドイツを中心としたコア国、ECBが反対。コア国は②を求めるが、厳しい調整に周縁国が耐えられず、④になってしまうリスクがある。④はすべての加盟国に大きな痛みをあたえるので選択肢としては採りえない。現状では②と③のミックスの対策が採られているが、ルービニ教授は現状の

②と③から結局は④に至るとしている。一方、ドイツ銀のメイヤー氏は、経常赤字国中銀が最後の貸し手として銀行に国際収支赤字を埋める資金を貸出、黒字国中銀はECBに対する債権を増やすことで、財政移転が行われ、長期的にはインフレで調整され、①に至るとしている⁷。

ユーロは現在重大な岐路にある。崩壊に向かうのか、危機を経てさらに統合を深化させていくのか、当局者にとっての正念場であろう。本稿では極端な例としてのユーロ崩壊、財政同盟について考えてみたい。

○ユーロ崩壊シナリオ

中長期的にはギリシャなどの小国が厳しい緊縮財政・国内デフレ策に耐えられず離脱しようとする可能性はゼロではない。EMUは脱退を想定しておらず、脱退の規定はない。一方EUには、リスボン条約で加盟国には「脱退する権利」が認められている。EUを脱退したい国はEUと脱退に向けた交渉を行うとされている。ユーロ離脱に関するうわさが出た時点で、当該国から資本は流出し、銀行からは預金が流出する。このため、離脱しようとする場合、すみやかに資本規制、銀行閉鎖などの措置がとられることになろう。新通貨（たとえばドラクマ）導入に伴い、ドラクマの対ユーロ相場は暴落し、ユーロ建て債務の返済は急増し、大規模なデフォルトが起きるだろう。国内物価は高騰、相対的に賃金が下がることでギリシャは競争力を回復するが、国内経済は大混乱を余儀なくされる。ユーロにとどまるための厳しい緊縮財政・国内デフレ調整を、離脱によって短期的に急激に起こすことになる。有力な輸出産業を持たず、外貨獲得手段として観光業などに頼るギリシャにとっては、通貨下落による競争力回復も急速な成長力回復に繋がるとは考え難い。このため、ギリシャ自身にとっても離脱のメリットは大きくない。一方他のユーロ国にとっては、ギリシャ国債のみでなく、ギリシャ企業向けにも債権を持つ西欧の銀行は大きな損失を被る。ポルトガルなど他の赤字国も債券が売られ、離脱に追い込まれる可能性がある。なおその場合でもスペイン、イタリアなどの大国が踏みとどまれば、ユーロは存続可能かもしれない。

ドイツを始めとしたコア国による新通貨同盟で「強いユーロ」誕生との議論もあるが、既存契約の見直し、内外取引の混乱など通貨の移行に伴う多大なデメリットを考慮すれば、コア国によるユーロ離脱は周縁国による離脱よりさらに考え難い。

こうした状況下、英国金融庁が英銀に対しユーロ崩壊に備えたコンティンジェンシープランの作成を勧告し、欧州金融機関の間でも、ユーロ崩壊のリスクは限りなく低いとしながらも、コンティンジェンシープランを備える動きが増えてきたと報道されている。

⁷ Nouriel Roubini, "Four Options to Address the Eurozone's Stock and Flow Imbalances: The Rising Risk of a Disorderly Break-Up" Nov.2011, Financial Times 2011/11/9

崩壊がどのような経緯をたどるのか（一部の国のユーロ離脱、それも一方的か EMU との合意の上か、またユーロそのものが存続しなくなるのか）にもよるが、国境を越える金融取引については、法的ステイタスがどのようになっているかを把握することが重要である。欧銀は、海外現地法人の融資には現地での資金調達を行い、資産負債のマネジメントを厳格にすることで、リスクの最小化を図っている模様である。

ユーロ崩壊に伴う経済的デメリットはあまりに大きく、経済面のみならず、政治的、社会的にも影響が大きいことを考慮する必要がある。厳しい緊縮策に苦しむギリシャの 2011 年 11 月の世論調査でも、回答の 7 割超が自国がユーロにとどまることを期待している。ユーロ圏首脳が崩壊を回避するために「必要な時に必要な決断を下す」との見方をメインシナリオとすることは引き続き妥当であろう。

○ユーロ共同債構想の実現可能性：財政同盟への第一歩となるか

危機対策が後手に回っている感のある欧州では、共同債構想が期待されている。共同債については、これまでも、さまざまな提案がなされてきた。代表的な考え方は、各国が自らの信用度に応じて国債を発行して市場から資金調達をするのではなく、欧州共通財務省のような機関を創設し、それが一括して債券を発行し、加盟各国はそこから資金融通を受ける形とする。発行コストは市場が決めるが、（加盟各国が共同もしくは連帯保証することで）概ね各国の加重平均程度となることが想定されている。ソブリンスプレッドが大きく拡大し、市場での資金調達の道を閉ざされてしまった周縁国は、共同債に大きな期待を寄せている。一方、ドイツ・フランス両国政府は反対の立場を明言している⁸。

反対理由の一つは、共同債の導入は財政困難国にとっての財政再建へのインセンティブを削ぎ、モラルハザードを起こすこと。それに対しては、ブルーゲル研究所のブルーボンド案など、共同債に厳しい発行限度を設け、各国国債との併用によって安定・成長協定の順守および債務残高削減のインセンティブとすることなどが提案されている（図表 10）。

⁸ 12 月 5 日の独仏首脳共同声明では、①財政赤字目標を達成できない国に対する自動制裁措置の導入、②財政規律順守を各国憲法で法的に規定することを求める、③IMF ルールに基づき民間部門にも債務再編の関与を要請、④欧州安定メカニズムの 2012 年前倒し発足、⑤経済政府の毎月の会合、⑥ECB の独立性を尊重などが提言され、ユーロ共同債については非現実的と否定的発言をした。

図表 10：これまでの共同債に関する主な提案

	ユンケル/トレモンティ案	ブルーボンド・レッドボンド案	欧州償還基金案 (European Redemption Fund)
提案者	オランダ・ユンケル財務相と イタリア・トレモンティ財務相 の連名提案 (FT寄稿)	ブリュッセル研究所	ドイツ経済諮問委員会 (5賢 人委員会)
発表時点	2010/12	2010/05	2011/11
内容	欧州債務庁を新設し、そこ が共同債を発行。当初は各 国GDPの50%まで、危機的 状況下では100%まで発行 を可とする。債務庁は共同 債と既存の各国債の交換を 認める。交換は原則等価だ が、国債が市場で大きなス トレスにさらされている場合 には減額もありうる。	加盟国はGDPの60%までを 共同債(ブルーボンド)で発 行。60%を超える場合は、 各国が自国調達(レッドボン ド)する。レッドボンドは引き 続き各国の信用力に基づ いて発行され、ブルーボン ドに劣後するものとする。2 種のボンド間で利回り格差 ができ、債務削減のインセ ンティブとなる。	ユーロ加盟国 (EFSF被支援 国は除く) のGDP比60%を 超える債務を欧州償還基金 にプールし、基金債の発行 により各国は25年程度で償 還していく。各国は利払い のための特別税を課す。各 国は基金に対し、20%を外 準で預託する。 他の提案と違い、過剰債務 を償還するための一時的な もので、基金残高は最大2.3 兆ユーロ程度を想定。

(資料) Financial Times紙2010/12/5、Delpla, J and J. Von Weizsacker, “Eurobonds: The Blue Bond Concept and its Implications” Bruegel Policy contribution, ドイツ経済諮問委員会Annual Report2011より作成。

共同債のもう一つの懸念として、ドイツなどの格付けの高い国にとっては、発行コストが増えてしまうリスクがある。ユーロ圏全体で見れば、2010年の財政赤字はGDP比6%、債務残高は同85%と米国(11%、94%)や日本(7%、200%)と比較すれば、財政状況はまだ良好である。さらに日米国債市場に匹敵する規模の国債市場(2009年末現在の国債残高は、日本9.7兆ドル、米国9.5兆ドル、ユーロ圏8.6兆ドル)が誕生することで、流動性が増し、全体としての発行条件は現状より好転する可能性がある。国際的に無視できない規模の債券市場が誕生することで、投資家にとっても魅力ある商品になる可能性はあろう。ブリュッセル研究所は、高い流動性とデフォルトリスクの低さから、ブルーボンドはドイツ国債と比較しても借入コストは魅力的になるかもしれないとしている。

共同債を円滑に運営するためには、厳しいサーベイランスなどによる各国の財政規律の確保が前提となり、財政運営についての各国の主権を制限されることになる。これは財政同盟に一步近づくことでもある。

こうしたなか欧州委員会は2011年11月23日共同債構想(Stability Bond)について報告書を発表、さまざまな議論に配慮して、3つのオプションを提示した(図表11)。12月の欧州首脳会議では共同債については合意事項に盛り込まれず、今後議論は継続されるとみられる。

図表 11：欧州委員会の共同債（Stability Bond）提案

		オプション1	オプション2	オプション3
方法	各国債と共同債との関係	国債から共同債への全面切り替え	国債から共同債への一部切り替え。国債との併用	国債から共同債への一部切り替え。各国が債務を分担して引き受ける
	保証の形態	連帯保証	連帯保証	複数国で分担して保証。信用補完。
影響	ファンディングコスト ①共同債、 ②各国への影響	①流動性が大きな市場が誕生するが、高いモラルハザードで相殺され、コスト低下は中程度。 ②低金利国から高金利国に大きな移転。	①流動性は中位、モラルハザードも中位で、コスト低下は中程度。 ②高金利国への移転は中程度。債務残高の多い低格付け国には市場の圧力高い。	①流動性効果は小さいが、市場原理が働き、健全な財政を後押しすることで、コスト低下は中程度。 ②債務残高の多い低格付け国には市場の圧力高い。
	モラルハザードの危険 (ガバナンス強化がなされない場合)	高	中。市場原理で財政規律強化のインセンティブ	低。市場原理で財政規律強化のインセンティブ
	欧州の金融統合	高	中	中
	国際的にみたEU金融市場の魅力向上	高	中	中
	金融市場の安定化	高	高。しかし、各国の発行額が増え、持続不能となった場合には問題化	低。しかし、短期間で実現でき、足元の危機に対応可。
法的手続き：条約改正の必要性		必要	必要	不要
導入までに必要な期間		長期	中長期	短期

(資料) 欧州委員会資料より作成

周縁国では共同債を望む声が高く、ドイツ国内でも政府は強く反対しているが、野党には共同債を支持する動きがあるなど、議論はさまざまである。

ユーロ崩壊という最悪の事態を回避するために、ドイツはいずれかの時点で譲歩せざるをえないのではないだろうか。もちろんそのためには各国の財政規律の強化が進むことが前提として必要である。現時点では時期尚早かもしれないが、導入に向けた議論の過程で各国財政のサーベイランス強化など統合の深化に向けた進展が期待できる。ドイツにはヨーロッパの一員としての決断が求められている。2011年11月のドイツ国債入札では応札額が応募額を大きく下回る札割れになったことが注目された。金利大幅上昇は避けられたものの、ドイツにとってもユーロ圏の財政危機は他人事ではない。主要格付け機関によるユーロ圏格下げ検討はドイツも例外ではない。ユーロ圏全体としての問題解決に向けてドイツは主導的立場をとらざるをえないだろう。

過去の財政同盟の研究⁹によれば、財政同盟がうまくいくためには、個々の主体の財

⁹ Bordo, Micheal D., A. Marcewicz and L. Jonung, "A Fiscal Union for the Euro – Some lessons from history", NBER WP 17380 Sept. 2011

本研究は、連邦制をとる5カ国（アルゼンチン、ブラジル、カナダ、ドイツ、米国）の過去の例を対象に財政同盟の成功・失敗例をみることで、ユーロへの示唆をしたもの。

政規律が確立していることが前提であるが、危機の時こそ統合が進展し（共同債はその良い例）、成功するとのことである。ユーロにとっては、危機の今こそ、財政同盟の進展に向けた議論が望まれる。構想から 60 年を経て通貨統合に至ったユーロの歴史は、危機を乗り越えることで統合を深化させるものであった。今回も厳しい危機が深化の母になることが期待される。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>