

Newsletter



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

ユーロの中期展望

~崩壊か、財政同盟か?~

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>

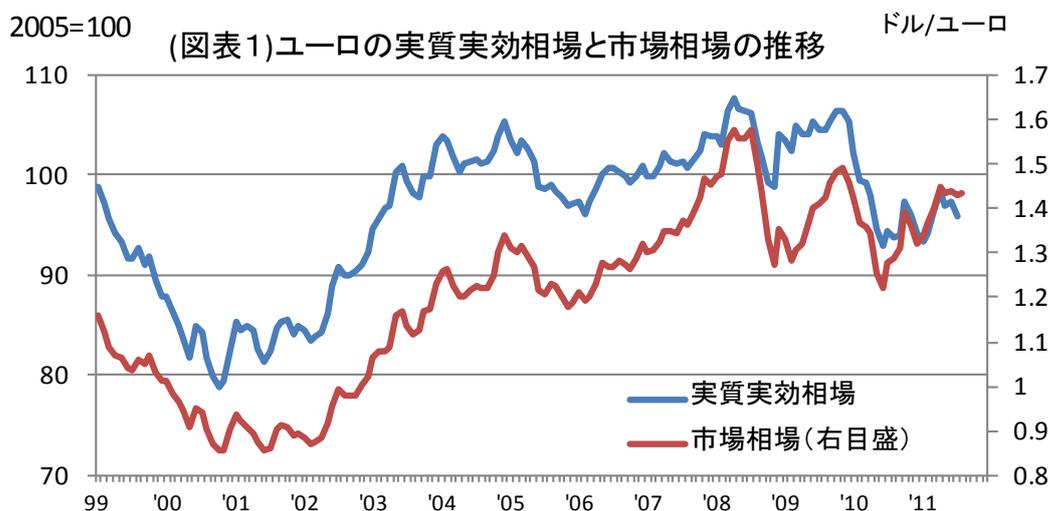
- ユーロは誕生以来最悪の激震にさらされている。ギリシャの財政赤字問題に端を発したソブリン危機はユーロ圏全体をまきこんで、ユーロ圏の分裂の危機がささやかれるような状況になってきている。
- 2011年7月の第2次ギリシャ支援策合意を経て、一時は落ち着きをみせるかに思われたが、第2次支援の実行をめぐる各国の批准手続きは遅延するなど、不安定な状況が続いている。金融市場の動揺が実体経済へも悪影響を持ち始めてきており、危機脱却はますます困難となっている。
- ユーロ圏各国に求められることは、まずは、債務国の財政再建計画の着実な実行と、これまで合意してきたギリシャ救済策や一連のユーロ圏の改革を、各国の国内手続きを経て実行に移すこと。第2に、欧州中央銀行（ECB）の流動性支援継続。第3に、金融セクターの強化である。
- 世界経済は不安定な状態にある。米国は家計のバランスシート調整の重石から景気回復に不安をかかえ、頼みの新興国はインフレが高進するなか成長減速を余儀なくされつつある。こうしたなかで、欧州ソブリン危機への対応を間違えると世界経済への悪影響は大きい。

- ユーロの中期展望をするうえで、今は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くように見える。ユーロ崩壊を避けるために、各国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。

<本文>

ユーロ：過去12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12年間を概ね以下の3つの時期に分けてみる事ができる(図表1)。



(資料) BIS, Bloombergデータより作成

第1期 (ユーロが誕生した1999年から2001年まで)：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年夏場頃まで）：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欧州連合（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、経済活性化につながった。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に伴い、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認を獲得し、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。

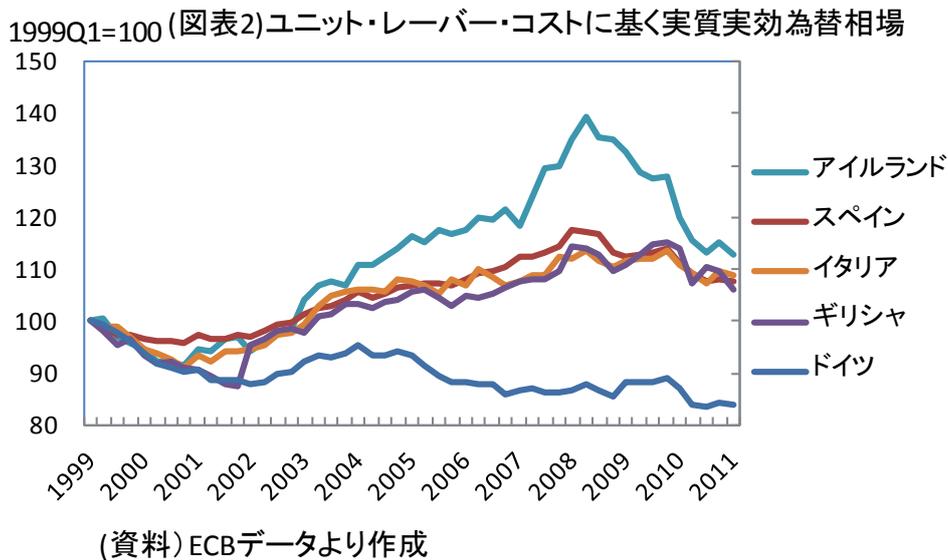
第3期（2008年半ば以降～現在）：リーマンショックからソブリン危機へ

リーマンショック後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。ギリシャの財政赤字問題を巡る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、2011年には市場の懸念はスペイン、イタリアにまで広がった。ユーロ圏全体としてよりも、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。

ソブリン危機とその対応

欧州ソブリン危機の直接的な原因は、グローバル金融危機による景気後退およびバブル崩壊に対する財政支出拡大による景気刺激、金融機関支援などが財政赤字を膨らませたことである。しかしその背景には、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、ユーロ圏内の不均衡が広がったことがある。

図表2はユニット・レーバー・コストに基づく、各国の実質実効相場である。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。



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3）。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

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_i.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_i.pdf
「欧州ソブリン危機～第2次ギリシャ支援は十分か～」
http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2011/NLNo_10_i.pdf

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)が決められた。

(図表3) EUの危機対応の概観(2011年9月時点)

<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)</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：支出の増加率（裁量的収入の増加を引いたネットベース）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、十分なペースで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。 ○ 過度の不均衡は是正手続き (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。
<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(2011年7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) (2013年7月創設予定) ○ 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

○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) が発動される。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、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、2010 年 9 月に欧州委員会から、制度の強化の提案が出された。制裁措置については、より早期に、また財務相理事会での決定を逆多数決 (過半数が反対しない限り制裁が発動される) とすることで、より発動をしやすくすることになる。

財政のみでなく、マクロ経済面でもサーベイランスが強化されることになる。いくつかの指標（経常収支など）を用いたモニタリングにより、アーリー・ウォーニングが出され、過度の不均衡是正措置（Excessive Imbalance Procedure）がとられることになる。

○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

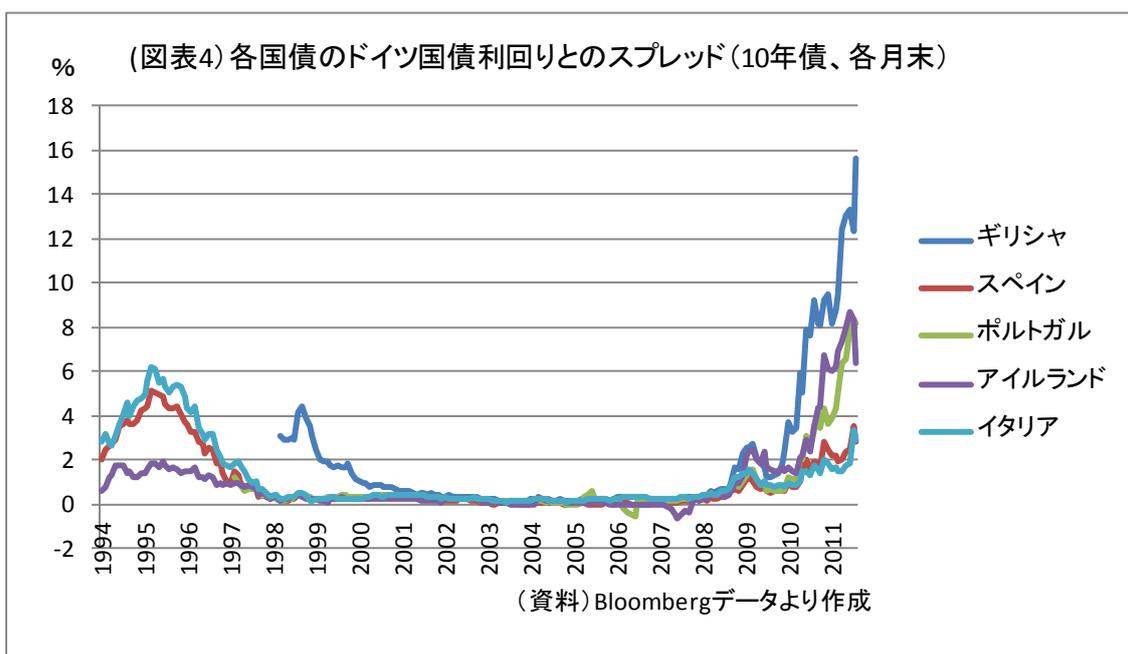
2010年6月、財政困難国の支援のための欧州安定化メカニズムが創設された。これは欧州金融安定メカニズム（EFSM：600億ユーロ）と欧州金融安定ファシリティ（EFSF：最大4400億ユーロ）からなる。EFSFは金融面での困難に陥ったユーロ参加国に対して、融資を行う。必要な資金はEFSFが債券を発行して調達するが、債券発行の際、ユーロ参加国は各国のシェアに応じて、その最大165%の保証を行う。言わば過剰保証を付けることで、高格付けの維持を狙っている。EFSMもEFSFも2013年までの時限措置であり、それを引き続く形で、恒久機関としての欧州安定メカニズム（ESM）が2013年7月に創設される予定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

ユーロ圏財政を巡る市場の懸念がスペイン、イタリアへまで広がるなか、現状のEFSFでは十分な対応ができないため、7月のギリシャ第2次支援と同時に、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）が首脳間合意で決められた。市場で期待されていた、融資規模の拡大（4400億ユーロをさらに拡大）について進展はみられなかった。

今後の行方：ユーロ崩壊か財政同盟か？

2011年7月に第2次ギリシャ支援が合意された後も、金融市場の動揺は収まりをみせていない。ギリシャ当局によれば、2011年の財政赤字目標GDP比7.6%は達成不可能で、8%台半ばに達する見込みである。これは成長率が当初の見込み-3.9%を大きく下回り、-4.5~-5.3%にまで落ち込む見込みとなったからで

ある。こうした財政再建の遅れが問題視され、9月には、第1次支援の実行をめぐってのEU、IMF、ECBとギリシャ政府との協議が一時中断された。ギリシャ政府は公務員給与・年金給付削減、不動産特別税導入など新たな財政赤字削減策を打ち出すことで支援実行につなげたい意向である。しかし市場では、ギリシャのCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）は史上最高値を付け、ギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッドも再拡大するなど、ギリシャのデフォルトが現実味を帯びつつある(図表4)。



こうしたなかで、ギリシャのユーロからの離脱、ドイツをはじめとした強い国による新通貨同盟などユーロの崩壊を示唆する声も強まってきている。

ギリシャはユーロにとどまっている限り、為替切り下げはできないので、競争力を高めるには賃金を下げるか、生産性を上げるかしかない。また、財政赤字についてもインフレによる解決はできないので、増税か支出削減しか選択肢はない。だからといって、ユーロを離脱すれば、ユーロ建ての対外債務の返済負担は大きく増加してしまう。そのうえ、対外的に資金調達をする道は閉ざされ、結果としてユーロにとどまる以上に国内経済は厳しい状況になることが予想される。

オランダの首相と財務相は9月初旬にFinancial Times紙に連名で寄稿し、ソブリン危機解決のため、「欧州財政規律委員」の新設により、罰則も含め安定・成長協定を強化し、さらに将来の課題ではあるが、財政規律を保てない国につい

ては、究極的な罰則としてユーロからの排除も検討すべきとの意見を表明した²。ドイツ、オランダ、フィンランドなど支援側の北部ユーロ諸国では、国民の間で、財政困難な南欧諸国は自助努力が足りないとの批判が根強い。今回の寄稿は、被支援国に対する強硬な姿勢を示すことでこうした国民の不満を緩和することを狙ったものとみられる。

そもそも、通貨統合は、域内の為替コストを消滅させ、生産・販売の効率化が促進されるというメリットがある一方で、加盟各国は金融・為替政策の自由を失うというデメリットがある。通貨統合のメリットがデメリットを上回るためには以下の3つの条件が満たされる必要がある（最適通貨圏の議論）。

- ① 加盟各国の景気循環が概ね一致している、
- ② 国境を越えた労働者の移動が自由に行われる、
- ③ 賃金・物価が柔軟に変化し、競争力の格差が是正される、

そしてこれらの条件が満たされない場合には、通貨統合を円滑に運用するために、国ごとの非対称なショックに対し、財政移転による景気の落ち込み防止が必要と言われてきた。

ユーロ圏をめぐるさまざまな問題は、そもそもユーロ圏が最適通貨圏の条件を満たしていないこと、それをカバーするのに十分な制度設計ができていないことから発生してきた。欧州では、国境を越えた労働者の移動は制度上はほぼ自由であるが、言語、習慣、文化などの違いにより、実際にはさほど移動がおきていない。労働組合などの制度によって守られた賃金は硬直性が高い。EUとしての予算は存在するが、規模が小さく（EU全体のGDP比1.1%）、一部の国の非対称な景気の落ち込みにEU財政で対応するしくみにはなっていない。

ユーロの中期展望をするうえで、今は重大な岐路にある。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、欧州当局者にとっての正念場であろう。その際には、ユーロ崩壊は経済面のみならず、政治的、社会的に影響が大きいことを考慮する必要があるだろう。過去には、欧州では問題が発生するたびに、粘り強く交渉を重ね、統合を進化させてきた。今回の危機への対応のなかでも、安定・成長協定の強化、マクロ経済のサーベイランス強化、EFSF債の発行（加盟各国が共同で債券を保証する一種の共通債）、ヨーロピアン・セメスターによる各国予算の事前調整など、遅々としてはいるが、財政統合につながる道を進んでいるようにみえる。

問題は、支援国・被支援国双方に、国民の反発が高まっていることである。被支援国の側では厳しい財政再建策と景気後退に国民が反発し、デモやストライキなどが頻発している。支援国の側では、どこまで負担が拡大するのかとい

² そもそも EMU には加盟国の脱退は想定されておらず、当然脱退規定もない。なお EU については、2009 年 12 月に発効したリスボン条約で初めて加盟国の脱退の権利を規定した。

う不安が広がっている。

なお、ユーロ為替相場については、ユーロ建て債券市場が揺れ動いているにもかかわらず、8月頃までは落ち込みは限定的なものにとどまってきた（前掲図表1）。これはECBが先進国のなかでは先駆けて2011年4月と7月に利上げを行い相対的に金利先高観があったこと、米国では国家債務上限引き上げを巡る議会の紛糾などから国債格下げに至ったうえ、景気減速の兆候が出始めるなど、ドル売り要因も目立ったことなどによる。しかし、足元では欧州の実体経済にも金融市場の動揺の影響が出始めている。ECBは9月8日の会合後の定例記者会見で、先行きの景気・インフレ見通しを下方修正した。ECBは現在の金利水準は十分緩和的との姿勢は崩していないものの、今後緩和に転じるとの見方も出てきている。これまでユーロ相場を支えてきた金利先高観が剥げ落ち、周縁国の財政問題の混乱に影響されやすくなるとみられる。実際、9月以降ユーロ相場は8月末比で6%も急落している。

直近の課題

長期的には財政同盟にむけて統合の深化を図ることが望ましいとしても、それには長い時間がかかる。さしあたって足元の金融市場の動揺を落ち着かせるためには何が必要だろうか。

被支援国自身の財政再建策の着実な実行については、言うまでもないが、まずは、EFSF協定の改定（融資可能額を2550億ユーロから4400億ユーロに拡大したもの：2011年6月に首脳合意）、第2次ギリシャ支援およびEFSFの機能拡充（7月に首脳合意）の早期実現が望まれる。これらは首脳間で合意が成立したものであるが、実現には、各国の国内手続きによる批准が必要である。7月合意については、9月末実現が目途とされていたが、フィンランドによるギリシャ融資に対する担保請求など新たな問題が出て、10月以降にずれ込む可能性が高まっている³。なお9月7日、ドイツ憲法裁判所は、政府によるギリシャ救済は違憲であるとの訴えを退けた。これはメルケル政権にとり一歩前進となった。しかし、同裁判所は同時に、今後の支援拡大については、事前に議会の承認を得る必要があるとの決定を下した。ドイツ政府の行動は大きく制約され、EUとしての迅速な救済がますます難しくなっている。また、7月に合意されたギリシャ国債を保有する民間部門の関与（PSI：Private Sector Involvement）についても、9月9日が回答期限とされていたが、当初見込みの90%には届かず、引き続き交渉が続けられている。現在75%程度の参加表明にとどまっている模様である⁴。

³ フィンランド(9月28日)、ドイツ(9月29日)が議会で可決済。17カ国中、承認が済んでいないのは、オーストリア(9月30日予定)、スロバキア、オランダ、マルタ。

⁴ 債券保有者が自主的に、より長期の債券との交換をすることなどにより、実質的なギリシャの債務負担

第2に、ECBによる流動性支援の継続および景気の下支えが必要である。EFSFの機能拡充が実現していない現状では、独立して機動的に動ける ECB の役割の重要性はますます高まっている。こうしたなかで、ドイツ人のシュタルク ECB 専務理事が 9 月に突然辞任を表明した。証券購入プログラム (SMP) の拡大に反対しての行動とみられている。今年 4 月にもドイツ連邦銀行ウェーバー総裁が (おそらく同様の理由から) 辞任し、ECB 内部での不協和音が伝えられているのは懸念材料である。

第3に、危機の進展に備えた金融セクターの強化である。IMFの試算⁵では2010年からのソブリン危機に伴うEUの銀行の国債保有にかかわる潜在的損失は2000億ユーロに達する見込みで、銀行間信用なども含めば損失は5割増となるとのことである。EUの銀行のなかには資本不足で市場での資金調達が困難となっている銀行もあり、場合によっては公的資金による資本増強が必要であろう。

世界経済に目を転じると、米国は家計のバランスシート調整の重みから景気回復に不安をかかえている。先進国に代わって世界経済をリードすることが期待されている新興国もインフレ懸念から成長のギアを落とさねばならない状況にある。非常に不安定な国際経済情勢を改善すべく、G20での対処が行われているが、日米欧はそれぞれ国内に問題をかかえ、十分な対応ができない。一方、新興国は新たな国際的責任には消極的である。1930年代には英国は国際的リーダーシップをとる能力がなく、新興国であった米国はとる気がなかった。その結果が世界大恐慌であった。足元の状況は当時に似ており、恐慌の再来を懸念する声もある。こうしたなかで欧州のソブリン危機への対応を間違えれば、世界経済への打撃は大きい。

ソブリン危機はもはや経済問題ではなく、政治問題となりつつある。被支援国にとっては、いかに政治的に不人気であろうと財政再建努力の継続が何としても必要である。ドイツを中心とした支援国の側では、ユーロの崩壊を避けるために、いかに国民を説得できるかがカギである。強い政治のリーダーシップが必要である。多様性のある民主主義国家の集まりであるユーロ圏の意思決定は大変困難であるが、欧州は過去にはこうした困難を粘り強く乗り越え、ユーロを生み出してきた。ユーロ存続に向けてユーロ各国首脳および国民の求心力が必要な時であろう。

の軽減 (現在価値に引き直すと約 21% の債務削減に相当) をねらったもの。9 月 16 日現在 42 行が参加表明済 (Institute for International Finance 公表資料)。

⁵ ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペイン、ベルギーの 6 カ国の国債を対象に試算したものの。

<補論>ユーロ共通国債構想：ユーロの救世主となるか？

危機対策が後手に回っている感のある欧州では、共通国債構想が期待されている。共通国債については、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、加盟各国が共同で保証することで、概ね各国の加重平均となることが想定される。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、共通国債に大きな期待を寄せている。一方、ドイツ、フランスは反対と伝えられており、2011年8月の独仏首脳会談後の共同声明でも共通国債については言及されなかった⁶。

反対理由の一つは、共通国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、ブルーゲル研究所は共通国債に発行限度を設け（ブルーボンド：各国GDPの60%まで）、それを上回る国債発行は自国債（レッドボンド：ブルーボンドに劣後する債券として、各国が自らの信用度に応じて市場で発行、ブルーボンドより発行条件は悪くなる）とすることで、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を提案している⁷。

共通国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。ブルーゲル研究所は、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。

しかし、図表5からもわかるように、ユーロ圏内各国の財政事情はさまざまで、これらをまとめた形の共通国債が市場でどのように評価されるかは未知数

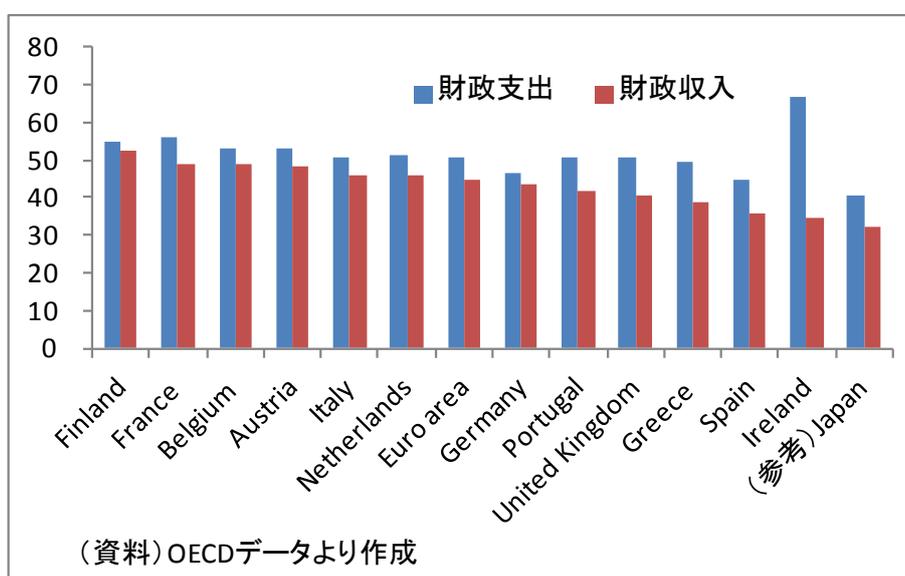
⁶ 8月16日の独仏首脳共同声明には、年2回の経済サミット開催、財政規律順守を各国憲法で法的に規定することを求める（ドイツは既に憲法改正済、スペインも議会在承認、フランスは現在議会で審議中、イタリアでは政府案ができ、今後議会で審議予定）、金融取引税導入などの提言が盛り込まれた。

⁷ Delpla, J and J. Von Weizsacker, "Eurobonds: The Blue Bond Concept and its Implications" Bruegel Policy contribution, 2011/3 当初の提言は2010年5月になされた。

である。ギリシャやポルトガルなど周縁国は概ね財政収入（税収、税外収入合計）の GDP 比がユーロ圏平均よりも低い。自国民に増税など厳しい措置を強いている支援国にとっては、まずは被支援国にも相応の増税あるいは支出削減の努力を求めたいところであろう。

共通国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。

(図表 5) ユーロ圏主要国の財政状況 (2010 年、名目 GDP 比、%)



周縁国では共通国債を望む声が強く、ドイツ国内でも政府は強く反対しているが、野党には共通国債を支持する動きがあるなど、議論はさまざまである。欧州委員会は、今後数週間のうちに共通債 (Stability Bond) について報告書を提出、具体案を検討する予定である。バローゾ委員長によれば、具体案のなかには現行条約の枠内で実現可能なものもあるとのことである。条約改正が必要なケースもあり、その場合 17 カ国政府がそれぞれ国内で合意をとりつけるのは至難の技である。

なお、ブランシャール IMF 経済顧問は共通国債について、「長期的には良いアイデアかもしれないが、時期尚早。サーベイランスのシステム整備が先。」とコメントしている (9月20日プレスブリーフィング)。

確かに現時点では時期尚早かもしれないが、導入にむけた議論の過程で各国財政のサーベイランスなど統合の深化に向けた進展が期待できるかもしれない。

過去の財政同盟の研究⁸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（共通国債はその良い例）、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、財政統合の進展にむけた議論が望まれる。もちろん共通国債も財政問題そのものの解決になるわけではない。引き続き、被支援国自身の財政再建努力が重要なことは言うまでもない。

以上

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。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おります。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 2011 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>

⁸ Bordo, Micheal D., A. Markeewicz 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。