



危機のなかで進むユーロ圏の経済ガバナンス改革

経済調査部 上席研究員 山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

新財政協定

3月初めの欧州首脳会議の大きなテーマは二つある。その一つは、金融危機に対する欧州版セーフティネット（欧州金融安定ファシリティ EFSF と欧州金融安定メカニズム ESM）の拡充についてどこまで実効性ある合意ができるかということ、もう一つは、各国首脳による新財政協定への署名である。

この新財政協定は、加盟各国の構造的財政赤字を GDP 比 0.5%以内とすることを各国の憲法などの国内法で規定することにより、各国の財政規律の強化をめざすものである。当初は、独仏政府の主導により、欧州連合（EU）条約を改正し、条約の中に財政規律の強化策を盛り込むことをめざしていたが、2011年12月の欧州首脳会議で英国が条約改正に反対したため、賛成する国のみで新たな協定を結ぶことが決められた。1月末に草案が公表され、英国とチェコを除く 25 カ国が参加に合意した。EU 条約改正であればその実現には EU 加盟 27 カ国すべてが条約改正を批准する必要がある。今回は条約とは別の新協定を締結することになったため、発効するための条件は、ユーロ参加国 12 カ国以上の批准となり、新条約の成立までのハードルは条約改正よりは下がったといえる。

そもそも EU では安定・成長協定（SGP : Stability and Growth Pact）で財政赤字は GDP 比 3%、国の債務は同 60%を超えてはならないと決められている。それが守られない場合の罰則も決められている。しかし、統一通貨ユーロを導入し、金融政策が欧州中央銀行（ECB）に一本化された結果、各国は自国独自の景気変動には財政政策に頼るしかなくなった。このため SGP が形骸化し、財政赤字拡大に歯止めがかからなくなってしまったことが、ギリシャをはじめとした財政危機の原因の一つであった。こうした状況に対し、ユーロ圏首脳は SGP の強化とともに、「財政・政治同盟なき通貨同盟」の脆弱性に対処するべく検討を重ねている。新財政協定はその第一歩でもある。

財政同盟の一つの形態である米国では、ほとんどの州で州憲法などにより均衡財政が義務付けられており、こうした州ベースでの財政規律を前提に、連邦財政から地方財政への財政移転が行われている。しかし、ユーロ圏では新協定ができたからといっても、すぐに財政同盟ができるわけではない。支援国であるドイツ、オランダなど北部の国々

ではギリシャの財政再建に対する不信感が根強い。支援国の負担だけが増える一方的な「財政移転同盟」になることを懸念している。ギリシャなど支援受入国の側では厳しい財政再建の必要性は認識しているものの、過酷さを増す財政緊縮に国民の不満も高まっている。双方ともに苛立ちがつのっている。

新協定をめぐっては、低迷している欧州景気をさらに冷え込ませるという懸念と、SGPと同様骨抜きになるとの正反対の見方があるが、既に強化されたSGPと合わせ、財政規律強化に繋がることを期待できよう。

こうしたなかで、2月21日、難航していたギリシャ向け第2次支援の交渉がようやく一応の決着をみた。そもそもこの支援は2011年7月に首脳間で合意がなされたが、その後10月に大きく内容が修正され、交渉が続けられてきた。ギリシャの財政再建が計画通りいかないことを懸念する支援国側と、必要なことはやっているとするギリシャ政府との間で交渉は難航を極めた。民間部門の関与については、民間部門の保有するギリシャ国債（約2060億ユーロ）の額面31.5%分を新規ギリシャ国債（期間11-30年）に、15%分をEFSF債（2年）に、合計46.5%を交換する。残りとなる53.5%分の1100億ユーロの債務を元本から削減する計画である。この新発国債保有者は同額のGDP連動債を受け取る。新発国債の金利は当初3年が2%、その後5年が3%、その後1年3.65%、10年目以降は4.3%とされ、現存する国債の平均金利5%と比べても大きく低下する。しかし、この条件で債務削減に応じるかどうかは金融機関の自主判断とされており、3月下旬には大規模の償還予定があるギリシャにとっては、予断を許さない。

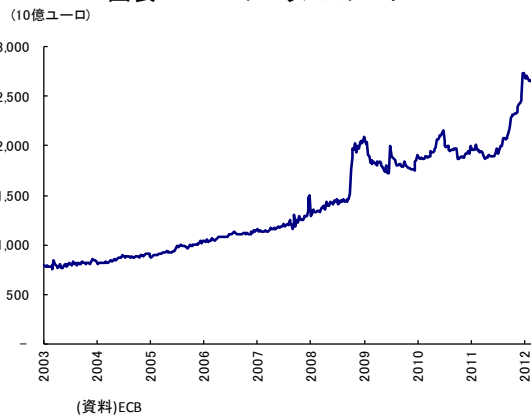
欧州中銀の積極姿勢で金融市場にも若干の落ち着き？

こうした財政協定交渉の進展に、ECBの金融政策の効果もあり、2012年年初ごろからは欧州金融市場はいくぶん落ち着きを取り戻した感がある。

なかでも特に効果があったとみられているのは、ECBの長期リファイナンスオペ（LTRO: Longer Term Refinance Operation）である。2011年12月21日には期間3年、1%の金利で金額は無制限のLTROが行われ、523金融機関が参加、4892億ユーロが貸し出された。2月29日にはその第2弾が予定され、初回を上回る参加があると見込まれている。

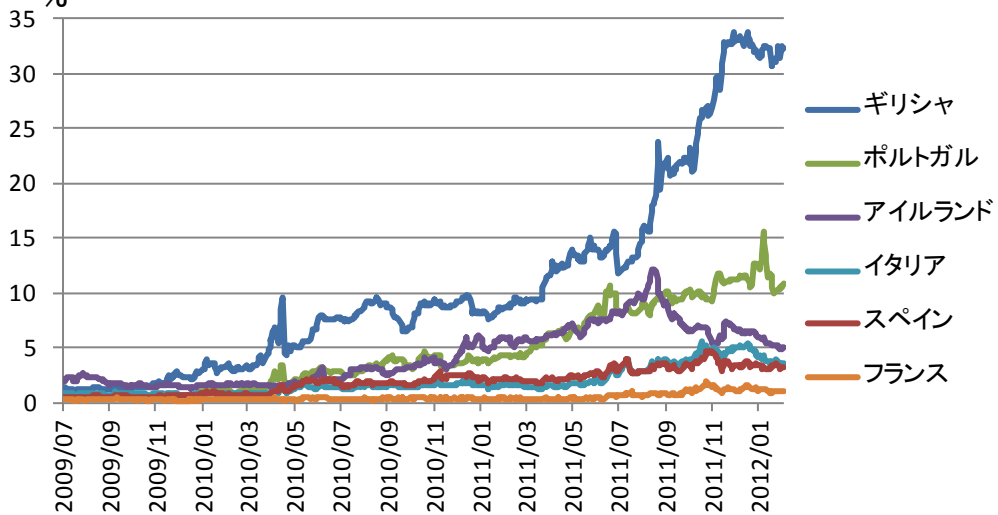
証券市場プログラム（SMP: Security Market Program）による国債の買い取りには限界があると主張していたECBによる新たな強力な手段として注目された。このLTROに対してはECB版の量的緩和、共同債の変形版、（形を変えた）金融機関への資本注入策などさまざまな評価がなされている。他方で、緩和のしすぎで、将来のインフレの芽となる（ドイツ連銀総裁）との批判も根強い。2011年末現在の各中央銀行のバランスシートをGDP比で見ると、米国FRBとECBが2割強、イングランド銀行は13%、日銀は3割となっている。ECBも日米当局に匹敵する緩和姿勢を鮮明にしている。

図表1: ECBのバランスシート



こうした ECB の積極的対応を背景に、各国債のソブリンスプレッド（ドイツ国債との利回り格差、これが大きいほど当該国のリスクが高いと市場参加者が評価していることを示す）も頭打ちになってきた（図表2）。1月下旬にはギリシャと同じく EU と IMF から支援を受けているアイルランドが 35 億ユーロの既存国債（金利 4%、2014 年 1 月償還）の新規国債（金利 4.5%、2015 年 2 月償還）との交換を実施した。新規国債の落札利回りは 5.15% と比較的落ち着いた水準となり、同国の支援開始後初めての国債入札は成功に終わった。これはアイルランドの財政再建・構造改革の進展が市場で評価されていることはもちろんだが、ECB の金融緩和により金融機関の流動性に余裕がでてきたことの現れとみられる。

図表2: ドイツ国債利回りとのスプレッド(10年債)



(注)アイルランドは2011年10月以降9年債、(資料)Bloombergデータより作成

着々と進む経済ガバナンス改革

さらに、マクロ経済政策改革の一環として、マクロ経済不均衡のアーリーウォーニングシステムが稼働し、2月中旬に欧州委員会より、最初のレポートが公表された。これは6つの改革（Six pack）と呼ばれるマクロ経済政策の改革の一環である。

これは経常収支、インフレ率など以下の 10 の指標に基づいて、各国経済の国内・対外双方の不均衡度合いをチェックし、各国に是正措置を迫るものである。なお、既に EU と IMF から支援を受けて、構造改革の途上にある国（ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、ルーマニアの 4 カ国）は対象外とされている。この第一弾レポートでは、対象となった 23 カ国のうち 12 カ国について問題点を指摘した。対外・国内ともに不均衡が問題視された国（ベルギー、ブルガリア、スペイン、イタリア、キプロス、ハンガリー、英国）、特に対外不均衡が問題とされた国（フランス、フィンランド）、国内不均衡が問題とされた国（デンマーク、スロベニア、スウェーデン）となっている。

10 の指標は、具体的には以下のとおり。それぞれに過去の実績に基づく閾値を設定し、それを外れたものを不均衡として指摘する。

○対外不均衡に関するもの

1. 経常収支（GDP 比）
2. ネット対外投資ポジション
3. 実質実効相場（3 年間の変化率）
4. 輸出シェア（5 年間の変化率）
5. ユニット・レーバー・コスト（5 年間の変化率）

○国内不均衡に関するもの

6. 住宅価格変化率（消費デフレーターで実質化）
7. 民間部門のクレジット（フロー：GDP 比）
8. 民間部門の債務残高（GDP 比）
9. 一般政府債務残高（GDP 比）
10. 失業率（3 年平均）

こうした施策は、グローバルな不均衡の問題に相互評価プロセス（MAP：Mutual Assessment Process）によるピアプレッシャー（相互監視）で対処しようとしている G20 の枠組みを、欧州内でより強力に具体化したものとみることができよう。即効性のある政策ではないかもしれないが、マクロ経済の不均衡改善を通じて中期的に経済安定の効果が期待される。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。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 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 Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-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>