

ユーロ圏財政統合に向けた光明と障壁



大和総研 ロンドンリサーチセンター長

児玉 卓

■ 1. これまでになく長い「小康」

ユーロ圏危機は、これまで深刻化と小康を繰り返してきたが、2012年の夏場以降はこれまでにない長い小康が続いている。南欧4カ国（ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリア）にアイルランドを加えた財政危機国の国債利回りをGDPで加重平均し、そのドイツ国債とのスプレッドを危機の深刻度の尺度として捉えると、7月の約7.5%をピークに縮小傾向にあり、11月以降は4.5～5.0%の範囲内で動いている。これは概ね2011年夏場と

同様のレベルである（注）。レベルもさることながら、ユーロ圏の「小康」がこれほど長く継続したことはギリシャ問題が発覚した2009年末以降初めてのことである。

（注） 2012年3月にも同スプレッドは一時現状程度の水準まで低下したが、これはギリシャの民間向け債務の再編が行われた結果である。現在のギリシャを含む財政危機国のリスクプレミアムは「ギリシャの債務再編後の」数値であり、再編前のものよりも若干だが低く評価されていることになる。

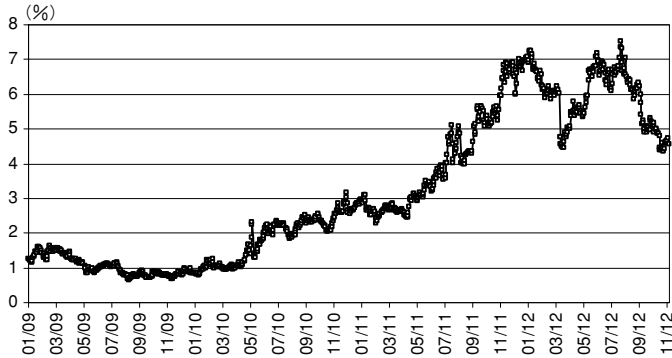
■ 2. 「見せ金」の威力

いうまでもなく、この小康を作り出したのはECBによる国債市場介入（Outright Monetary Transactions；OMT）への意思表示であった。危機沈静化におけるOMTの威力の源泉は、無制限介入、優先弁済権の放棄の二つを柱としている。財政危機国の国債買い入れ金額に上限を設けないことは、危機

— <目次> —

1. これまでになく長い「小康」
2. 「見せ金」の威力
3. コンセンサスの変化
4. 政治の背後にある世論
5. 残る大きな壁

(図表1) 財政危機国の信用リスク



(注) 数値はギリシャ、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペイン5カ国の国債利回りをGDPの比率で加重平均したものとドイツ国債利回りの格差
(出所) Bloombergより大和総研作成

対応における原資（「見せ金」）不足の懸念を払拭した。もともと、ユーロ圏危機は小国から大国へ、財政から銀行へなどの望ましくないリンケージの存在によって深刻化を余儀なくされてきた経緯がある。小国の救済はEFSF（欧州金融安定化基金）とESM（欧州安定化メカニズム）で事足りる。しかしこれらの資力でスペインなどの大国を支え切ることが難しい。危機の伝播のリスクは、システム瓦解のリスクに直結していたのである。一方で、救う側、救われる側の調整の困難さなどから、ESM等の抜本的な原資拡大の可能性はより低下の方向にあった。こうした不備を補う上でECBの関与が不可欠という見方は既に広く共有されていたが、それをようやく実現させたのがOMTだった。

また、優先弁済権はその有無によってECBの国債市場への介入が、民間投資家の呼び水になるか（放棄の場合）、逆に民間投

資家を徹底的に離散させるか（維持の場合）の重大な分岐点を画すものであった。ECBが優先弁済権を保持したまま、スペイン等の国債の保有者としてのシェアを高めれば、仮に当該国が債務再編（削減）を余儀なくされるなど「ギリシャ化」した場合、残る民間保有者が被るヘアカット率が狭く深くなり、民間投資家の「早い者勝ち」的な離散を誘発する可能性が高かった。従って、優先弁済権放棄の意味は極めて大きい。

3. コンセンサスの変化

小康状態の長期化の背景には、確かにこうしたECBの「見せ金」効果が存在する。しかし、いかにそのOMTが強力なものであれ、中央銀行に可能なことは結局のところ流動性供給（およびその波及効果、端的には金利の抑制）でしかないことは既に広く了解されて

いる。にもかかわらずその市場沈静化効果は、例えば2011年末から2012年初めにかけて行われた長期資金供給（Long Term Refinancing Operation；LTRO）などよりもはるかに長く継続している。しかもLTROでは2度合わせて1兆ユーロという大量の実弾が投入された。一方、OMTは今のところ宣言のみであり、発動実績はゼロである。

ここでOMTの市場沈静化効果を補強している材料として注目したいのが、過去1年間における世の中のコンセンサスの変化である。振り返れば、LTROの第一弾が実施された2011年末は、イタリア、スペインの国債利回りが急騰する中、財政危機が財政と金融の複合危機に発展し、セーフティネットの不備からシステム（単一通貨ユーロ）の瓦解が意識された時期である。危機が深刻化の一途をたどる中、さしあたりの対応策として、予算制約に服さないECBの市場介入が必要というコンセンサスが形成されていった。既述のように、EFSFなど既存のセーフティネットがイタリアなどの大国を救うことは難しい。従って当時の何よりの課題は大国の救済国仲間入りを回避することであり、そのためには、国債利回りを抑え込み、これら諸国が市場での資金調達を継続できるようにサポートする必要があった。一方、イタリアのみで既存の政府債務はおよそ2兆ユーロに達しており、金利抑制に要する必要介入額がどの程度になるかは誰にも「分からない」。こうした不確実性に対処できるのは「無尽蔵」な介入を行

えるECBしかあり得ない。このような事情が、危機対策主体としてECBの登場が不可欠というコンセンサスを生んだ。

より重要なことは、これと平行して、危機の収束には財政統合が必要という、もう一つのコンセンサスが形成されたことである。ただし同時に、社会的・政治的な障壁があまりに高く、財政統合などは机上の空論というのも、もう一方のコンセンサスだった。危機収束の解が明確になる中で、そこへの到達が不可能に近いという認識が共有されつつあったわけであり、こうした出口なしの閉塞感が危機の一段の深刻化を招いた。

これが当時と今の大きな違いである。財政統合の最終形が見えてきたわけではもちろんない。しかし2012年6月末のサミットで銀行同盟が主要議題として登場し、同10月のサミットではユーロ圏共通予算が討議された。銀行同盟については救済側の資金負担を伴う破綻処理の一元化、預金保険の一体化の議論を回避し、銀行監督のみを先行させるなど、「できるところ（政治的コストの小さいところ）から統合を進める」という姿勢は相変わらずであり、政治の動きが明確に加速したとは言いがたい。しかし、大国ドイツを含め（というより、むしろドイツを中心に）、遅々としながらではあるものの政治の方向性が財政統合やむなしに動きつつある証左が随所に見られ始めている。そして、それが市場や人々の意識に徐々に浸透してきていると考えられるのだ。だからこそ、OMTが（金額無

制限、優先弁済権なしという強力なものではあるにせよ) 時間稼ぎの策にすぎないと広く指摘されながらも、市場沈静化に強い効力を発揮し続けているのであろう。財政統合という方向性が見えていない中での時間稼ぎと、見えてきた中での時間稼ぎの効力は自ずと異なるということである。

■ 4. 政治の背後にある世論

現実に財政統合が進んでいくかを決めるのは直接的には政治である。もっとも、「最終形以前」の統合体であるEU政治は、構成国の国益のぶつかり合いの中で統合深化を進めていくというナローパスをたどらざるを得ない。その際に重要となるのが構成各国の民意である。

危機収束の「解」が財政統合であるということは、ユーロ圏が財政危機国に「カネを貸す仕組み」ではなく「カネを分配する仕組み」を必要としているということである。それによって、統一通貨の下で、競争力の異なる国々が、格差を許容したまま共存することが可能になる。しかし、それは当然ながら統合による損得の発生を伴う。この調整が難事であることは、既に周知のとおりである。特に「救済する側」の世論、それを背景とした政治リーダーが統合深化の歩みを遅くさせるとみなされることが多い。

これは恐らく事実であろう。例えばユーロ共同債、ユーロ圏内銀行に対するESMによ

る(各国政府を通さない) 資本注入など、統合深化につながる危機対応策の抵抗勢力にドイツをはじめとした救済する側の構成国がなりがちであるのは確かだからだ。しかし、だからと言ってドイツ等を統合深化そのものの抵抗勢力であると単純化して理解するのは適切ではない。

当然だが、例えばドイツのメルケル首相の政治的な財産はドイツ国民の支持である。同首相がEUの共通利益の実現を真に望んでいたとしても、その推進にリーダーシップを発揮するためには、自国民の支持をつなぎとめておくことが不可欠になる。それに失敗すれば、メルケル氏はドイツの首相ではなくなるのだから、EU共通利益実現のための、いかなるリーダーシップを発揮することも不可能になるからだ。メルケル首相をはじめとしたEUのリーダーたちが「リーダーシップ」を発揮し、例えばユーロ共同債の採用を早々に決めていけば、救済する側に属する国々におけるナショナリズムが刺激され、右翼政党の躍進が鮮明化するなど、ユーロ圏政治の混迷が深まった可能性は低くない。例えば2012年9月のオランダの総選挙で、現職ルッテ首相が率いる中道右派・自由民主党が第一党の座を維持することもなかったかもしれない。リーダーたちが財政統合やむかたなしの意思を固めていたとして、その実現を急ぐことが適切なリーダーシップのあり方であるとは限らない。世論形成を含む、実現の条件整備という作業が前もって行われなければならないの

(図表 2) もし国民投票が行われたら、あなたは自国のEU加盟についてどのように投票しますか？

	英国 1637	ドイツ 1018	フランス 1031	デンマーク 1008	フィンランド 918	スウェーデン 1012
残留に投票	28	57	43	59	50	44
脱退に投票	49	25	32	29	32	41
棄権する	5	9	15	2	6	3
わからない	17	9	10	10	11	12

(注) 「国民投票が行われたら自国のEU加盟にどのように投票するか？」への回答比率単位%、国名の下はサンプル数、調査機関は2012年10月19～28日

(出所) YouGov plc

だ。ドイツ等が統合深化の歩みを「遅くさせている」ことと、これら救済側諸国が統合深化の抵抗勢力であるかどうかは、全く別問題だということである。

その点、統合に向けたゆるゆるとした政治の歩みは、世論形成上奏功しているように見える。(図表 2) は英国の世論調査機関、YouGovによる、各国国民のEUに対する意識調査の結果である。数値は「もし国民投票が行われたら、あなたは自国のEU加盟について残留、脱退いずれに投票するか」という問いへの回答比率を表している。

対象 6 カ国のうち、ドイツ、フランス、フィンランドがユーロ加盟国、残る 3 カ国が非加盟国であるが、英国を除く 5 カ国では「残留票」が「脱退票」を上回っている。ドイツ、デンマークを筆頭に、EUという超国家に属することのメリットが国民レベルで浸透していることを示唆する数値である。ドイツの「残留票」の多さについては、統一通貨ユーロの恩恵に対する認識が寄与している可能性がある。2000年から2011年にかけてのドイツ経済の実質成長率は年平均1.1%であった。この間、輸出は年間平均5.5%のペースで拡

大し（輸入は同4.4%）、純輸出の成長に対する平均寄与度は0.6%に達している。明らかな輸出主導型成長であり、ユーロ圏の他の国に、このような事例はない。

ドイツ経済の強さについては、シュレーダー政権下での構造改革が労働市場の効率性を高め、労働コストの低減を可能にした点が喧伝されがちである。これを否定する必要がないのは無論であるが、同国がユーロ導入によって、単位労働コストの低下がそのまま通貨の強さとして反映されにくくなった恩恵を受けたことも明らかであると思われる。

また、米国を拠点とするNPO、German Marshall Fund of the United Statesとイタリアの私立財団であるCompagnia di San Paoloが主催する年次世論調査、Transatlantic Trendsによれば、過半のドイツ国民は財政にかかわる権限のEUへの委譲に賛同している。現在のユーロ圏は、通貨・金融政策は一つ、財政政策はばらばらという状態にあり、財政統合によってすべてを一つにするのでなければすべてをばらばらにする、従ってユーロ解体に進む他はないことは構成国民レベルでも理解が浸透しつつあると

(図表3) 加盟国の財政に対するEUの権限強化についてどう思いますか？

	EUは加盟国の経済および財政政策に対するより大きな権限を持つべきである	加盟各国がこの権限を維持すべきである
ドイツ	53	45
フランス	40	58
オランダ	31	58
スペイン	42	56
ポルトガル	38	59
英国	15	79
スウェーデン	18	75
ポーランド	21	65
ブルガリア	31	57
スロバキア	34	57
ルーマニア	33	53

(注) 単位%、サンプル数各国約1,000、調査機関は2012年6月2～27日
(出所) Transatlantic Trends 2012

考えられる。そのような中、現行の中途半端な統合の最大のメリットを享受しているドイツとしてみれば、統合のメリットを完全に喪失するよりは財政統合による負担を受け入れるほうが望ましいとみなす国民が一般的になりつつあるということであろう。こうした世論形成に、統合を急がず、緩慢としか見られない政治姿勢が少なからぬ役割を果たしてきたと考えられよう。

■ 5. 残る大きな壁

ただし、これでユーロ圏危機収束の道筋がはっきりしてきたというわけではない。残る深刻な問題の一つは、財政危機国の政治と世論の乖離である。(図表3)はスペイン、ポルトガルといった財政危機国の国民の過半が、財政権限のEUへの委譲を良しとしていないことを示している。しかし、これら諸国の政治リーダーの立場は明らかに逆のはずで

ある。統合体による所得分配の利益を享受することが、当該国の危機収束の切り札であることは当然ながら十分に了解されているはずだからだ。しかし、その前段階として財政危機国は厳しい緊縮策をEUなどの指導のもとで敢行しなければならない。これに国民が耐えられなくなっているという現実が、上のアンケート調査に反映されているとみなせよう。

国内世論を踏まえながら、財政統合への道筋をつける上で、大きな役割を果たしているのがドイツのメルケル首相である。同首相は、2012年10月のEUサミットに先立ち、ユーロ圏各国の予算案に対する拒否権を付与するなど、欧州委員会の権限を強めることを提案している。これは現下の情勢に照らせば、財政危機国に対する監視・管理の強化という色彩が強いが、各国主権の統合体への委譲に踏み込んだ提案でもある。これは一つの例にすぎず、2011年末にドイツ主導で提案された新財

政協定を嚆矢として、同国の姿勢はこの1年間でより明確になってきていると思われる。それはすなわち、被支援国のモラルハザードを徹底的に封じ込めることにより、支援国の負担を最小化した上で、財政統合を着実に進めていくというものである。従って、欧州委員会の権限強化というアイデアも、財政統合のワンステップであるとともに、被支援国のモラルハザード封じ込めという側面を内包している。

この延長線上で考えれば、ユーロ圏の財政統合への長い道のりがドイツ主導で進む限り、被支援国はこれまで同様、容赦ない（ギリシャの債務再編のようにぎりぎりの譲歩は繰り返されながらも）緊縮政策を迫られざるを得ない。その進捗があつて、財政統合も一步一步深化するという道筋をたどる可能性が高い。それがギリシャ、スペイン、ポルトガル等において社会的、政治的に可能かの答えはまだ出ていない。

ECBの見せ金効果、およびユーロ圏が財政統合に向かいつつあるというコンセンサスの形成は、市場対策としての効力は高い。ユーロ圏政治は今後も、財政統合に向けたコンセンサスを一段と高いレベルに引き上げる努力を継続しなければならない。しかしこのことが、端的に言えばギリシャやスペインの失業率を低下させるわけではない。財政統合という「解」に近づく過程でそれらはむしろ一段の上昇を迫られる可能性が高いという矛盾から、ユーロ圏はいまだ解放されていない。

財政統合という方向性は確かに見えてきた。しかし危機収束への道のりは、依然として長く、険しい。

