

# 欧州債務危機の今後の焦点



第一生命経済研究所 首席エコノミスト

田中 理

## 〈目 次〉

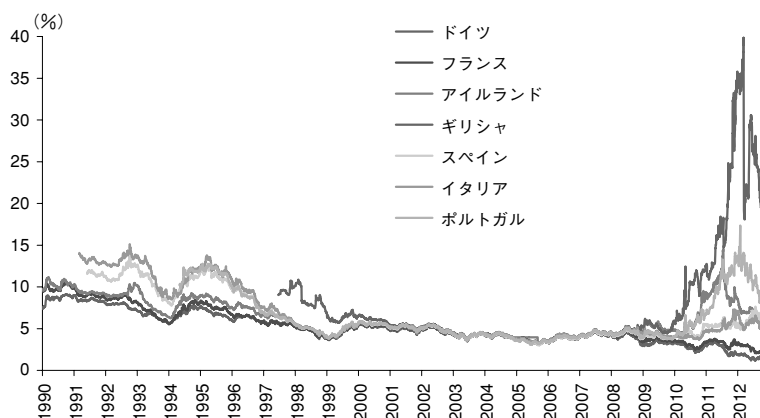
1. 危機で浮き彫りとなった単一通貨圏の制度的な欠陥
2. 繰り返されるギリギリの政策対応
3. ECBの市場安定化策で過度な不安心理は後退
4. どうにか形が整ってきた債務危機対応
5. まだ消えていないギリシャのユーロ離脱危機
6. スペインの国債購入要請は市場の圧力次第
7. 将来の統合強化の行く末を占う銀行監督一元化
8. 総選挙を控えてイタリアの政局動向も不安定化
9. 懐疑論は今後も続くが、危機バネで統合の深化は進展

## ■ 1. 危機で浮き彫りとなった単一通貨圏の制度的な欠陥

欧州の信用不安の開始から3年余りが経過した。危機の引き金となったのは、2009年秋のギリシャの政権交代で、前政権時代の財政赤字隠しが発覚したことだった。だが、危機の本質は長年に亘って蓄積された政府の財政赤字、民間部門の活力低下、金融部門の脆弱性と、それを増幅させた不完全な単一通貨制度にあった。つまり、ギリシャの財政問題をきっかけに、単一通貨圏の抱える様々な制度的な欠陥が浮き彫りとなったのだ。

ユーロ圏各国の国債利回りの推移を見ると、そのことが分かる（図表1）。単一通貨の導入に必要な収斂基準を満たす過程で、各国が財政再建や物価安定に取り組んだ結果、各国の国債利回りは次第に収斂していった。導入以前はそれぞれの国の信用力に応じてバ

(図表1) ユーロ圏主要国の10年物国債利回りの長期推移



(出所) Reuters資料より第一生命経済研究所が作成

ラバラだった国債の利回りは、金融政策が一元化されたこともあり、ユーロ導入後はほとんど差がなくなった。

借り入れがし易くなったギリシャなどかつての高金利国では、放漫財政に拍車がかかったほか、物価水準見合いの金利水準（実質金利）が低かったことで景気が刺激され、高成長を謳歌した。スペインやアイルランドでは高い収益を求めた投機資金が住宅市場に大量に流れ込み、不動産バブルが発生した。

海外からの資金流入に依存し、身の丈以上の消費や投資を繰り返したギリシャやスペインでは経常赤字が拡大した一方、ユーロ導入以前よりも通貨価値が目減りしたドイツなど輸出国では、域内貿易取引の拡大と域外向け輸出競争力の回復が相俟って、経常黒字を蓄積していった。その結果、ユーロ圏の発足以降に域内の国際収支上の不均衡が大幅に拡大した。

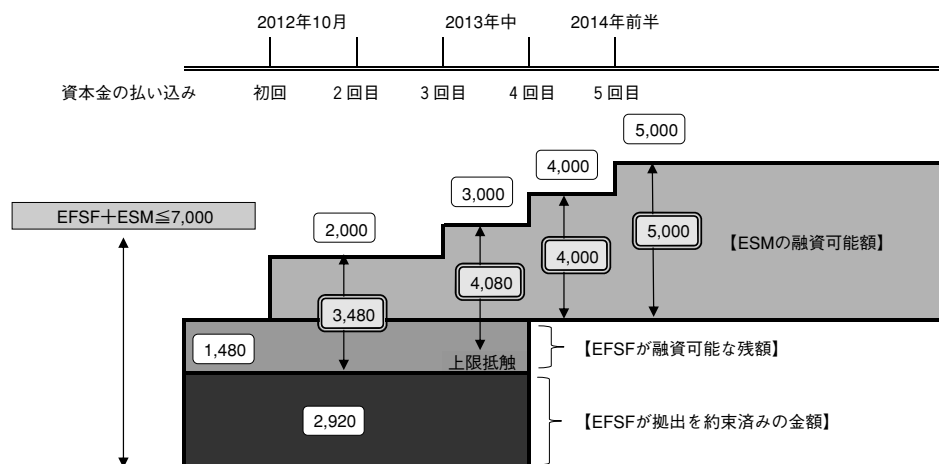
## 2. 繰り返されるギリギリの政策対応

欧州の政策対応は「小粒で遅すぎる（too little, too late）」との評価を耳にすることが多い。確かにこれまでも、市場が落ち着いている間は政策対応が停滞する一方、市場の不安心理が極限に近づくと、慌てて政策対応を打ち出してきた。臨時会合を開いては、アジア市場が開く直前までギリギリの折衝を続ける。徹夜明けで記者会見に臨む政策関係者の姿を何度見たことか。

政策対応が打ち出されると、市場はいったん落ち着きを取り戻す。ただ、市場の緊張が緩和することで、問題解決に向けた取り組みが停滞し、次の危機に向けた新たなマグマが蓄積する。これを繰り返してきた。

政策対応が遅々として進まないのは、意思

(図表 2) 欧州の財政救済安全網の規模 (億ユーロ)



(注) 発足の遅れで初回と第2回目の資本金払い込み時期はいずれも2012年10月。  
 (出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

決定の複雑さも影響している。17ヶ国の寄り合い所帯であるユーロ圏では、利害関係者が多岐に亘り、意見調整に時間が掛かる。しかも、各当事者間の利害調整や駆け引きを公の場で行っているため、意見対立が目につき、「欧州は一致団結して危機に臨んでいない」と受け止められることも多かった。

### 3. ECBの市場安定化策で過度な不安心理は後退

欧州中央銀行 (ECB) による無制限の国債購入策 (OMT) の発表を受け、金融市場では債務危機に対する過度な不安心理が後退している。一時600bpsを超えていたスペイン国債のドイツ国債とのスプレッドは400bps程度に縮小した。銀行の資金調達環

境も落ち着きを取り戻している。

市場圧力に晒された危機国は、財政再建や構造改革に取り組み、域内各国間の経常収支の不均衡や、単位労働コストなどで見た競争力格差も縮小方向にある。欧州安定メカニズム (ESM) の正式発足や国際通貨基金 (IMF) の融資財源強化など、安全網の整備・強化も進んでいる (図表 2)。

また、財政規律の運営を強化し、構造改革やマクロ不均衡も一体的に監視する予算の事前評価制度 (ヨーロッパ・セメスター) を創設した。来年の1月1日からは、制裁発動での裁量の余地を制限し、財政均衡化ルールを国内法で義務付ける新たな財政協定が発効する。

行き過ぎた財政引き締め路線を改め、財政規律と景気配慮のバランスを重視し、財政健

---

全化の達成年度の先送りを認める方向に舵を切った。成長強化と雇用促進を目指し、政策金融の融資能力強化、インフラ投資、欧州連合（EU）の補助金を活用するなど、総額1,200億ユーロの成長・雇用協定を承認した。

銀行の信用不安と政府の財政悪化の負の循環を断ち切るため、ユーロ域内で銀行監督を一元化した後は、ESMから銀行への直接資本注入を認める方針だ。

#### ■ 4. どうにか形が整ってきた 債務危機対応

ツギハギだらけだった欧州の信用不安対策も、危機発生から丸3年が経過し、だいぶ形が整ってきた。勿論、これらは市場の安定化策や危機の再発防止策に過ぎず、危機の病巣を取り除く根本治療をした訳ではない。根っこにあるのは、財政・構造問題や単一通貨圏の抱える制度的な欠陥で、最終的な解決には時間が掛かる。止血はしたが、包帯の中身はまだ完治していないため、ちょっとした衝撃が加われば、また傷口が開いてしまう状況にある。

各国独自の金融政策や為替レートによる調整弁を持たない単一通貨圏では、時間を掛けて財政再建や構造改革に取り組む以外に道はない。欧州の政策対応は時間稼ぎと言われるが、大盤振る舞いをしていれば政策対応の余地はすぐに枯渇してしまう。いかに時間を稼ぐかも重要な戦略となってくる。

始めから大胆な政策対応に踏み切っていれば、問題解決は早かったとの見方もある。ただ、財政支援と引き換えに厳しい財政緊縮や構造改革の実行を求められる危機国では、増税や改革に抵抗する国民の声を無視することはできない。同様に、支援を提供する側の国では、放漫な財政運営を繰り返した他国の財政救済や、バブルに踊った他国の金融機関の救済に資金提供することに対して、国民の理解を得ることは難しい。自ずと政策対応は市場の圧力の後追いとなってしまう。危機がない限り、政策も前進しないのだ。

#### ■ 5. まだ消えていない ギリシャのユーロ離脱危機

無制限の火力を持つECBが後ろに控えているとの安心感が、市場の緊張緩和を支えている。バズーカ砲を構えるECBに喧嘩を売るのは得策ではないとの、威嚇効果を發揮している訳だ。ただ、最終的な問題解決に時間が掛かる以上、今後も折に触れて欧州の信用不安が再燃することは避けられない。

ギリシャ情勢は引き続き警戒を要する。5・6月の議会選挙以来、見送られてきたギリシャの二次支援は、11月26日のユーロ圏財務相会合で融資再開で合意に漕ぎ着けた。融資金利の遡及引き下げ、支援融資の返済期限延長、支援融資の利払い負担の一時免除、国債の買い戻しなどの債務軽減措置が盛り込まれ、当面の資金繰り危機は回避される可能性

---

が高まった。だが、国内の政治情勢に不安が残る。

支援再開決定に先駆けて、ギリシャ議会は11月7日に財政緊縮・構造改革の関連法案を可決した。もっとも、連立政権のうち、民主左派党（DIMAR）の全16議員が投票を棄権したほか、新民主主義（ND）の1議員、全ギリシャ社会主義運動（PASOK）の6議員が反対票を投じたことから、賛成票は過半数（150議席）を僅かに上回る153票にとどまった。

ギリシャ経済は今年で5年連続の景気後退を記録する見込みで、欧州委員会やIMFなどの見通しでは、来年もマイナス成長が予想されている。その間に失われた国富は5分の1に達し、失業率は危機発生前の9%台から、足元で25%超とスペインに匹敵する水準に悪化している。

深刻な景気悪化と財政引き締めの方々の更なる強化に国民の不満は一段と高まっており、政治的な緊張は限界に近付いている。緊縮法案の議会審議に合わせて、大規模な抗議デモも発生した。国外の銀行口座に巨額の資産を預け入れしていた富裕層のリストが流出し、国民の間では政府が脱税者を野放しにしてきたとの批判も広がっている。

ギリシャ政府は緊縮法案の可決と引き換えに、財政健全化の達成年度を当初計画の2014年から2016年に2年間先送りすることを求めた。行き過ぎた財政引き締めが景気を窒息死させてしまう恐れがあるためだ。だが、これ

はブレーキの踏み方を弱めただけで、ギリシャの成長促進につながるものではない。3ヶ月後や半年後にギリシャ国民が感じる改革の痛みは、今より一段と厳しくなっている可能性が高い。

6月の再選挙で178議席の安定過半数を確保していた連立政権は急速に弱体化している。「これが最後の緊縮措置」と訴えたサマラス首相だが、来年央には中期財政計画に関連した財政法案の議会審議が、秋には翌年度予算の議会審議が待ち構えている。景気の下振れなどに鑑みれば、何らかの追加緊縮措置が必要になる公算が大きい。

各種の世論調査では、5・6月の総選挙・再選挙で躍進した急進左派連合（SYRIZA）が一段と支持を伸ばしている。今後の緊縮法案の議会審議の過程で、連立政権の崩壊や過半数割れとなった場合、議会の解散・総選挙の可能性が高まる。反緊縮を掲げ、支援プログラムの即時撤回を求めるSYRIZAが次は政権を奪取するかもしれない。その場合、ギリシャのユーロ離脱危機の再燃は避けられない。

ユーロ圏各国政府は、ギリシャ経済の困窮ぶりと政治的な緊張の高まりを受け、ギリシャをこれ以上追い詰めれば、ユーロ離脱につながりかねないと懸念している。来秋に連邦議会選挙を控えるドイツは、選挙前のギリシャのユーロ離脱を回避すべく柔軟姿勢に転じるとの期待もある。

ただ、ギリシャ国民が望んでユーロ離脱を

選択した場合に、もはや各国にそれを留めようとする政治的な結束を期待することは難しい。ギリシャの経済に何らかの好転の兆しが出てくるのが先か、政治的な緊張の高まりで離脱危機が現実のものとなるのが先か、来年にも再び試されることになる。

## ■ 6. スペインの国債購入要請は市場の圧力次第

ECBが9月に無制限の国債購入策を発表して以降、スペインが国債購入での支援要請を決断するか否かが注目を集めてきた。重要な政治日程と見られた地方議会選挙を終えた後も、スペイン政府が支援要請に動く気配はない。11月14日に欧州委員会のレーン委員（経済・通貨担当）は声明を発表し、2012～13年のスペイン政府の財政赤字削減努力は十分なものと評価した。これを受けて、スペイン政府が国債購入での支援要請をした場合も、追加の財政緊縮措置をコンディショナリティで求められることはなくなり、支援要請にゴーサインが出たとの見方も一部にある。

だが、スペインでも緊縮策に反対する大規模な抗議デモが発生しているほか、税源移譲などを巡って一部の地方自治州で独立機運が高まっており、国内で政治的な緊張が高まっている。ラホイ首相の求心力が急速に失われており、国民の反対を押し切って支援要請するのは、政治的な困難に直面する。

地方自治州の財政難と地方救済の流動性基

金が枯渇する、景気悪化で財政再建が計画通りに進まない、追加の国債格下げで投機的な水準に転落する、などの悪材料をきっかけに、スペイン国債の利回りが再び6%台で定着しない限り、政府が支援要請に踏み切る公算は小さい。

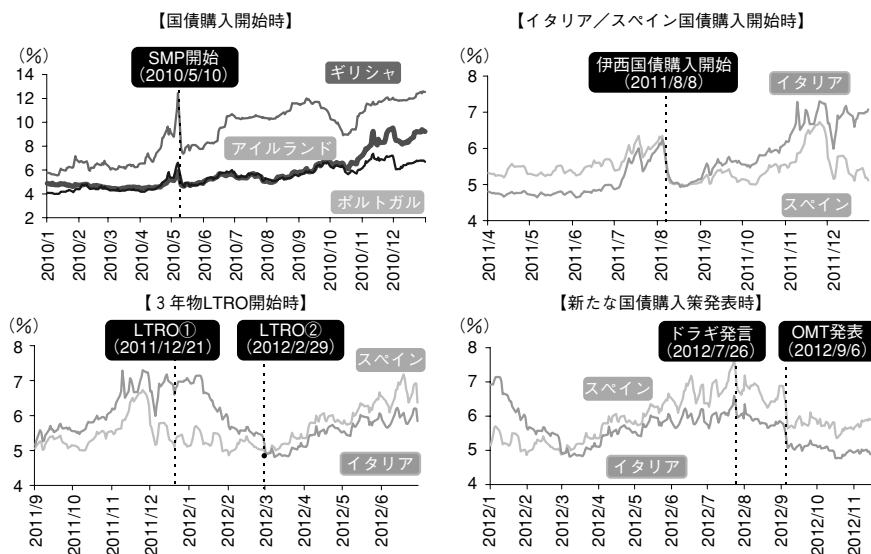
スペインが国債購入での支援要請に実際に踏み切った場合、不透明感の後退で市場にはいったん安心感が広がろう。だが、その後はESMの国債購入に歩調を合わせて、ECBが実際に国債購入を開始するか（ECBはESMの国債購入プログラムの利用はOMT開始の必要条件であって十分条件ではないとの立場を採っている）、ECBが国債購入を開始した場合の買い入れ規模が十分か（市場参加者の考える無制限の国債購入と実際の買い入れ額とのギャップ）など、「ユーロ防衛のためにいかなる措置も辞さない」と述べたドラギ総裁の本気度が試されることになる。

市場の圧力に応じて、ECBが積極的な国債購入姿勢を見せれば、市場は沈静化に向かうだろう。市場参加者の期待に添えなければ、過去にECBが行った市場安定化策と同様に、数ヶ月後には効果が薄れてくる運命が待ち構えている（図表3）。

## ■ 7. 将来の統合強化の行く末を占う銀行監督一元化

来年1月1日までの合意実現と法制化を目指すユーロ圏内の銀行監督一元化の行方にも

(図表3) ECBの政策対応と危機国の10年物国債利回りの推移



(出所) Reuters資料より第一生命経済研究所が作成

不安が残る。ドイツ、オランダ、フィンランド政府などは、ECBの監督対象を大手行と公的支援下にある銀行に制限したいと考えているようだ。ユーロ域内で約6,000行に上る全銀行を監督対象としたい欧州委員会やECBなどと意見に食い違いがある。

6月の欧州首脳会議では、域内の監督一元化が実現した後は、ESMが資本不足の銀行に直接資本注入することを認める方針が打ち出された。ただ、その具体策を巡っては、各国間で意見の隔たりが大きい。

とりわけ、過去の銀行救済費用にも、ESMからの直接注入の遡及適用を認めるかを巡っては、ドイツ政府などが遡及適用を認めるべきではないと主張している。一方、銀行救済費用の増加が政府の財政悪化となるア

イルランドやスペインなどは、遡及適用に期待する声大きい。なお、アイルランドは特例として過去の銀行救済費用への遡及適用が認められる方向で検討が進められている。

銀行への直接資本注入時に政府保証を付与するかを巡っても、各国間で意見が割れている。ドイツなど一部の国は、ESMが資本不足行に直接注入した資金が焦げ付いた場合、所管政府が保証することを求めているようだ。だが、これでは銀行の信用不安と政府の財政悪化との負の連鎖を断ち切ることができない。

EU各国は将来的な銀行同盟、政治統合、財政統合を目指し、12月の欧州首脳会議で工程表をとりまとめる予定だ。出だしの監督一元化で躓けば、よりハードルが高いと思われる

る預金保護制度や銀行救済制度の統一の実現が危ぶまれる。

## ■ 8. 総選挙を控えてイタリアの政局動向も不安定化

来春に総選挙を控えるイタリアの政局動向も新たな火種となりかねない。イタリアは公的債務残高の大きさと構造問題に起因する慢性的な低成長が不安視されている。いずれも即効薬がないため、政治の改革意志と改革遂行能力が鍵を握る。

ベルルスコーニ前首相のスキャンダルによる政治不信と改革停滞への危機感から昨年11月に誕生したのが、モンティ首相が率いる非政治家によるテクノクラート政権だ。首相就任後に矢継ぎ早の改革を実行して危機の波及を免れたが、首相は今のところ総選挙への出馬を否定している。選挙戦が近づくに連れ、ポスト・モンティ体制を睨んだ政治的な動きが活発化しよう。

厳しい財政再建と構造改革で、景気が大きく冷え込み、失業者が急増していることで、国民の間では緊縮路線への不満が高まっている。こうしたなか、総選挙の前哨戦となった10月末のシチリア州議会選挙では、反緊縮・反ユーロを掲げる新興政党・五つ星運動が単独政党として最多票を獲得した。

同党は各種の世論調査でも民主党に次ぐ20%前後の支持を獲得しており、議会選挙でも躍進することが確実視されている。ベルル

スコーニ前首相も自身が率いる自由の国民がモンティ政権への支持を撤回する可能性を示唆し、党勢回復に躍起となっている。

今後も選挙戦を睨んで、改革後退と受け止められる政治的な発言が相次ぐ恐れがある。ポスト・モンティ体制下での改革遂行能力が不安視されよう。今はスペインとのデカップリングに成功しているイタリアだが、スペインやギリシャの危機が再燃するタイミングで、イタリアの政局不安が高まれば、イタリアへの危機波及が意識される恐れも高まりかねない。

## ■ 9. 懐疑論は今後続くが、危機バネで統合の深化は進展

こうした不安要素の1つ1つは、危機国の国債利回りを押し上げる要因となるものの、ECBの市場安定化でのコミットメントや安全網の整備が進んでいることに鑑みれば、欧州の信用不安が再び金融市場に張り詰めた緊張感をもたらすには、幾つかの不安要素が重なる位のインパクトが必要となるだろう。

これまでの欧州の政策対応を振り返ると、①ユーロ解体につながりかねない離脱危機を封じ込める、②銀行の相互不信が金融危機につながる事態を避ける、③スペインやイタリアなど大国への危機波及を食い止める、といった危機への対応姿勢は一貫している。今後も危機がこうしたステージに近づけば、然るべき政策対応が出てくると考えるのが自然



---

だ。

勿論、ユーロ圏が目指す統合の深化が実現するまでには数十年単位の月日が掛かる。各国の政治事情を考えれば、新たな危機が来なければ、統合プロセスにさらなる推進力が働くことも期待できそうにない。工程表通りに統合が進むこともないだろう。通貨と金融政策は共通なのに、財政政策や金融行政はバラバラな状況は今後も当面は続くことになる。不完全な統合形態である以上、ユーロ懐疑論が付きまとうことも避けられない。

ただ、危機が発覚した3年前と現在の状況を比較すると、各国の連携・統合に向けた取り組みが大きく進展しているのも事実だ。危機に陥った国は、結果的に財政再建や構造改革に取り組んできた。その多くは危機に陥らなければ、到底実現できなかったものだ。危機を乗り越えた後は、欧州各国の経済体質が強化される可能性を秘めている。欧州統合の危機バネは未だに効いているのだ。

