

2012年7月3日 全6頁

ユーロ圏複合危機に風穴は開いたか？

重要なのは決まったことではなく決まらなかったことの今後

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

[要約]

- EU・ユーロ圏が打ち出す政策の意味合いは、「財政統合への距離を縮めたか」どうかで判断される必要がある。その点、6月28日、29日のサミットに関して最も重要なことは、合意文書がユーロ共同債について一切触れなかったことである。
- EFSF、ESMが各国政府を介さずに銀行に資本注入することが可能になるとされたことが、危機収束に向けた前進とみなされがちであるが、ESM等の原資の過少さを解決する議論が欠落している。銀行同盟の主要要素である、銀行監督、破たん処理、預金保険制度の統一の内、銀行監督の統一という財政移転を伴わない点のみが議題に上ったことも、「できるところからやる」という、これまでの手法そのままである。
- 結局、危機の最終解である財政統合への距離感を決めるのは、今回決まったことではなく、決まらなかったことの今後の扱われ方である。

一番重要なことは「ユーロ共同債」に触れられなかったこと

6月28日、29日に行われたEU・ユーロ圏サミットの合意内容につき、金融市場やメディア（特に日本のメディア）は概ね肯定的な評価を与えている。しかし、今回のサミットにかかわる一番大きなニュースは、合意文書がユーロ共同債について一言も触れていないことである¹。

ユーロ圏危機の収束には財政統合が不可欠である。財政統合の完成には数年単位の時間が必要だろうが、すべての危機対策は、そこへの距離をどれだけ縮めたかによって評価される必要がある。EUサミットでは、先立つ26日にファンロンパイ欧州理事会議長が提出した「真の経済・通貨同盟へ向けて (Towards a Genuine Economic and Monetary Union)」という文書への討議がなされたが、財政統合にかかわる具体論には触れられていない。「同盟」実現への工程表の策定は盛り込まれたものの、同議題がユーロ圏サミットではなく、(英国などを含む)EUサミットで議論されていることもあり、工程表が共同債を含む財政統合へ向けた具体的な措置の日程等を含むのかには疑問が残る。「工程表を作る」ことを決めるだけなら、どの国にも政治的

¹ 本レポート末、P5、6のユーロ圏・EUサミットの主要合意事項を参照

コストをもたらさない。財政統合が実現するかは、所得移転や統合体への主権委譲に伴う政治的・社会的コストを各国が負う覚悟があるかに決定的に依存しており、その難しい決断を回避した決め事に、あまり大きな期待を持つべきではないということだ。

銀行への直接資本注入でスペインは救われるか？

ユーロ圏サミットでは、欧州金融安定化機構（EFSF）、その後継機関である欧州安定メカニズム（ESM）に対し、ユーロ圏内の銀行に直接資本注入する機能を付与することが定められた。これが政府財政と銀行のバランスシートとの負のスパイラルに歯止めをかける可能性を持つことは確かだろう。今回の EU・ユーロ圏サミットの合意事項の目玉である。ただし、その実効性が問われるのはこれからであり、いくつかの注意すべき点がある。

政府財政と金融の複合危機は、政府債務である国債の価値の下落が銀行のバランスシートを毀損し、その修復を迫られる政府の財政が再度悪化するところにある。従って、銀行の資本でこ入れを EFSF、ESM が行うようになれば、銀行救済による政府財政の悪化は回避されるようになり、政府財政にかかわる不安要因が軽減されることを通じて、国債利回りの上昇圧力も減じられる。悪循環が好循環に変わる可能性さえある。国債利回りが低下に転じ、それが銀行のバランスシートを改善させるというシナリオである。

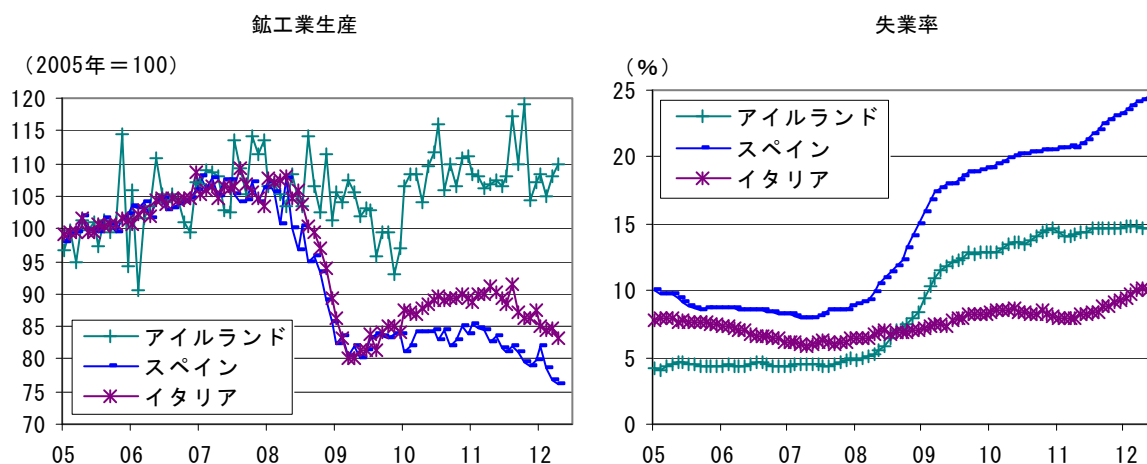
しかし、今回の決定のきっかけとなったスペインのケースでは、銀行の資産価値の劣化の主因は不動産価格の下落にある。国債は脇役である。従って、新スキームが動き出せば、銀行救済がスペイン財政の額面どおりの負担に直結しなくなることは確かだが、それが国債利回りの上昇抑制を通じ銀行のバランスシートの悪化を止める（あるいは好転させる）効果は限定的である。不動産価格の下落の程度しだいで、スペイン銀行の救済に要する資金量は膨張を続ける可能性がある。

第二の注意点は、このスキームがいつから実効性を持つのか、よくわからないことだ。ユーロ圏サミットでは、同スキーム発効の前提となる、統一された銀行監督機構の設立を 2012 年の緊急案件として位置づけている。しかし実際に設立される時期は、今のところ見えていない。さしあたり、スペインは EFSF 等が同国の銀行再編基金（FROB）に供与する銀行救済資金を政府債務として計上しなければならない。そして、それを抱えたまま、自力での市場からの資金調達が続けられるかというテストを受け続けることになる。銀行救済資金に限定されない、同国の全面救済の可能性はくすぶり続けるだろう。統一的な銀行監督機構の設立時期の目処を市場に示さなかったことが、そのリスクを高めている。

なお、EFSF 等による直接資本注入スキームが動き出した場合、その最大の受益者はアイルランドとなる可能性がある。このスキームはユーロ圏諸国政府が銀行救済を目的として既存の EFSF から受けた資金供与にも適用されるとされているからだ。アイルランドは 2010 年に GDP 比 31.2% という劇的な財政収支赤字を計上したが、その主因はバランスシートの規模が国力不相応とも言われた国内銀行の救済にあった。直接資本注入スキームが動き出せば、アイルランド政府はその貸借関係から解放されることになる。また同国は 2008 年（▲3.0%）、2009 年（▲

7.0%) と厳しい実質 GDP の縮小を経験したが、2011 年にはプラス成長を達成し、失業率も落ち着きを見せるなど、今後の景気下方リスクはスペインなどに比較して小さい (図表 1 参照)。不動産バブルの後遺症に悩まされた点はスペイン同様だが、同セクター関連の不良債権の増大が、救済資金を再度膨らませるというリスクも限定的だろう。アイルランドの場合、同スキームの発効が負の遺産との決別に近い意味を持つ可能性があるということだ。

図表 1 鉱工業生産 (左) と失業率 (右)



出所: Haver Analytics より大和総研作成

再度露呈する救済原資の不足

EFSF 等による直接的な銀行救済スキームがはらむもうひとつの難点は、EFSF、ESM の救済原資の不十分さに、市場の注意が再度向くきっかけとなる可能性があることだ。ユーロ圏は「EFSF・ESM の機能を市場安定化のために柔軟、かつ機動的に動員する」と謳っている。これは EFSF 等がスペイン、イタリア等の国債を流通市場で購入する可能性を示唆したものとみなせるが、実のところ、この機能自体は目新しいものではなく、既に EFSF 等に付与されたものである。改めて、このような言及がなされたのは、統合体のセーフティネットが構成国の銀行への資本注入を担うとともに、より直截的にスペイン等の金利抑制機能を果たすと示すことで、既述の政府債務と金融の複合危機に終止符を打つ可能性を高めるためであったと考えられる。

問題は、EFSF 等に既に付与された国債の流通市場での買い入れ機能が、何故これまで使われてこなかったか、何故その機能を ECB が肩代わりしてきたか、にある。最大の理由は原資の不足であろう。近く発足する予定の ESM の資金供給余力は 5,000 億ユーロである。その不十分さは、これまで繰り返し指摘され、EU、ユーロ圏も新興国を含む海外資金を用いた拡充の可能性を模索してきた。しかし今までのところ拡充は実現せず、今回のサミットでは原資拡充の問題を完全に迂回し、EFSF、ESM の機能強化 (およびその再確認) に徹した。「機能はあっても使えない」状態の改善策は素通りされてしまったのだ。

従って、発足後の ESM が銀行免許を取得し ECB からの流動性供給を受けるといった転換がな

されない限り、その国債買い入れをスペイン等の国債利回り上昇抑止要因として期待することは難しい。仮に、不用意な介入を行えば、むしろ原資の過少さが意識され、介入資金の枯渇を見越した投機を招く結果に終わろう。

重要なのは、決まらなかったこと

既に述べたように、EFSF、ESMによる銀行への直接的な資本注入は、統一された銀行監督機構の設立が条件とされている。その設立に紆余曲折が予想されることは措くとしても、統一された監督機構の誕生は、いわゆる銀行同盟の第一歩と位置づけられるのだろうか。仮に位置づけられるのであれば、今回のEU・ユーロ圏サミットは、財政統合との距離を着実に縮めたと評価すべきであるかもしれない。ユーロ共同債の採用が部分的な財政統合であるのと同じように、銀行同盟も財政統合の主要な一部と位置づけることが可能だからだ。

銀行同盟は主として、銀行監督、預金保険制度、銀行破たん処理の統一からなる。今回は、スペインの銀行危機とそれに起因する同国の国債市場からの締め出しのリスクに背中を押される格好で、銀行監督の統一化の議論が始まった。しかし、ユーロ圏サミットの合意文書では、預金保険制度、銀行破たん処理の統一は一切触れられていない。銀行監督の統一化も、主権を統合体に委譲するという政治的コストを各国に求める。しかし、直接的には所得移転は発生しない。ここが預金保険制度や破たん処理の統一と異なるところである。通貨・金融政策は統合したものの財政はばらばらという、ユーロ圏危機の根本にある、できるところからやるという手法が、今回も繰り返されたのである。

銀行監督が統一、破たん処理は各国ばらばらという矛盾は、いずれ解消されなければならない。前者をまず固めることが、後の破たん処理の一元化を相対的に容易にすることは確かだろう。具体的な破たん事例に再度背中を押されて、そのような議論が進むかもしれない。

結局のところ、重要なのは、今回のサミットで決まったことではなく、決まらなかったことにある。決まったことが決まらなかったことへの架け橋になると見れば、サミットは成功である。しかし市場の好感に安住し、所得移転（≒財政統合）に直結する銀行同盟の根幹部分、破たん処理と預金保険制度の議論が迂回され続けるのであれば、今回のサミットは危機収束への距離を縮める上では力不足だったという評価が適当ということになる。財政統合への歩みが止まっているわけでも逆行しているわけでもなかろうが、その速さを決める上で今回のサミットが果たし得る役割が見えてくるのはこれからである。

《参考》

ユーロ圏サミットの主要合意事項

＜単一の銀行監督メカニズムの確立＞

- ・ EU の機能に関する条約第 127 条² 第 6 項に基づき、欧州委員会が単一の銀行監督メカニズム（ECB が関与）に関する提案を早急に策定、2012 年末までに欧州理事会がこれを検討。
- ・ 単一銀行監督メカニズム確立後、欧州安定メカニズム（ESM）はユーロ圏の銀行に対し直接資本増強が可能となる。
- ・ 直接的な資本増強には、覚書の形態をもって具体的な条件が付与される。
- ・ ユーログループは支援プログラムの改善点を見出す目的で、アイルランド金融セクターの現状を検討する。

＜スペインの銀行部門への財政支援＞

- ・ 財政支援は欧州金融安定化基金（EFSF）が行い、7 月の ESM 稼働後に ESM に移行するが、優先債権としては扱われない。

＜ユーロ圏の金融安定化に向けたコミットメント＞

- ・ ユーロ圏の金融安定化のため、既存の EFSF/ESM を柔軟かつ効率的に活用。
- ・ 加盟国別の勧告事項を順守し、ヨーロッパ Semester³ や成長協定、マクロ経済不均衡に対する取り組みのもとに定められたタイムラインを守ることで加盟国の市場安定を図る。
- ・ ECB が EFSF/ESM の代理として市場オペを行うことを歓迎。

これらは、7 月 9 日のユーロ圏財務相会合で決議される予定。

EU サミットの主要合意事項

＜全般＞

- ・ 金融市場の緊張状態に対応し信頼を回復、再び成長するために断固たる措置を約束
- ・ 通貨同盟の維持とその基盤をより確固たるものにすることを再確認
- ・ 上記達成に向け「成長と雇用のための協定」を決定

² EU 機能条約第 127 条は EU の金融政策に関する条項であり、この第 6 項は信用機関および金融機関（保険を除く）に対する監督を ECB の任務とするものである。

³ 経済危機を受け、EU レベルでのより強固な経済のガバナンスおよび協調を推進するために 2011 年より導入された、加盟国の経済・予算政策の監視監督強化プロセス。毎年 1 月から半年単位のサイクルで実施され、6 月末から 7 月に加盟各国が翌年度予算案をまとめるまでに、欧州委員会による国別の勧告や、EU 首脳会議や閣僚理事会による政策アドバイスが提供される。

<ファンロンパイ欧州理事会議長による「真の経済・通貨同盟へ」報告書についての議論>

- ・ 欧州理事会議長が、欧州委員会委員長、ユーログループ議長および ECB 総裁と協力し、真の経済・通貨同盟実現に向け具体的かつ期限を定めた工程表を策定
- ・ 工程表には、金融サービスにおける単一市場の結束および統合性を維持に向けた具体的な提案を含める
- ・ 工程表策定に当たり、ユーロ圏サミットによる声明を考慮し、EU の機能に関する条約第 127 条に基づいて提案しようとする欧州委員会の意向を特に考慮する
- ・ 現行の条約下で可能な措置、あるいは条約改正を必要とする措置についても検討
- ・ 加盟国とは定期的に協議を実施し、欧州議会とも協議
- ・ 2012 年 10 月に中間報告書、年末に最終報告書を作成