

ヨーロッパ インサイド・アウト

大和総研
経済調査部 シニアエコノミスト

山崎 加津子



安定を重視する欧州が陥った不安定の罟

単一通貨ユーロが増幅した欧州財政危機

ギリシャの過大な財政赤字が発覚してから2年が経過した。当初は一小国（ギリシャの2010年の人口は1,010万人）の国内問題にすぎないと認識されたが、ギリシャがEMU（欧州通貨同盟）の加盟国で単一通貨ユーロを導入しているため、問題はユーロ圏全体へと伝播してしまった。ユーロという通貨は2011年現在、17か国の共有通貨である。このため、ギリシャは財政問題解決を目的とした通貨切り下げや金融緩和という手段をとることができない。他方で、ユーロ圏諸国の金融機関にとって、ユーロ建てのギリシャ国債は為替リスクのない投資対象であり、自己資本比率規制においてはそのリスク評価は0%である。このように無リスク資産と認識してきたギリシャ国債が、多大なリスクを抱える不良資産となってしまったことは大きな衝撃となった。そして、国債が不良債権化するのではないかという懸念は、ギリシャほどではないにしろ財政的に脆弱なポルトガル、アイルランド、さらにはスペイン、イタリア、フランスなどにも及んでしまっているのである。

ギリシャ支援で重視された財政健全化努力

EMUという仕組みの構造問題ともいえるギリシャの財政危機は、ギリシャ一国では解決ができず、IMF（国際通貨基金）の協力も得てユーロ圏諸国が支援に動いた。ただし、2010年5月の支援開始から1年半が経過したが、ギリシャの財政状況

は計画されたようには改善していない。むしろ、財政赤字削減のため、公務員の給与削減、年金削減、増税などが実施された結果、経済はマイナス成長が継続しており、それが財政赤字削減を難しくしている。この間、ギリシャの金利は高騰し、銀行株を中心に株価は大幅下落した。マーケットでは、ギリシャは財政赤字削減に加えて、今後の経済成長を見据えた対策も必要との見方が増えている。しかし、ユーロ圏諸国の優先順位は財政赤字削減にあり、ギリシャが競争力を回復するために、デフレ的な政策をまずとることが必要との考えが優勢である。

ユーロ圏を読み解くキーワードは「安定」

(1) 財政政策

ユーロ圏諸国のこのような考え方は「安定」というキーワードで理解することができると思われる。「安定」はEMUを構築した際のキーワードの一つで、財政状態を「安定」させることが共通の目標に設定された。具体的には、EMUに参加するには「財政赤字はGDP比3%以内」、「公的債務残高は同60%以内」という二つの基準を達成する必要があった（ただし、後者の基準に関しては財政赤字が縮小方向にあれば60%を超過していても大目に見られた）。EMUに参加したあとも、これらの財政基準を遵守し、平時には財政収支均衡を目指すべきものとされたが、実際にはこの財政規律は遵守されず、それがギリシャ財政問題の遠因になったと考えられている。この「教訓」がユーロ圏諸国が財政赤字抑制にこだわる理由の一つである。

加えて、そもそもEMU設計の段階から財政健全化が重視されていた理由は、複数の国で一つの通貨を共有するEMUの特異な仕組みを維持するには、健全な財政が必要と考えられたためである。単一通貨のもとで金融政策も一本化されるが、他方で財政政策は各国ごとの権限として残されている。この金融政策はユーロ圏全体を見て判断されるため、いわばユーロ圏の平均値に対する金融政策で、各国の状況には必ずしもそぐわないものとなる可能性が予め想定された。例えば、インフレ率が相対的に高い国には緩和的すぎる金融政策、インフレ率が相対的に低い国にとっては緊縮的すぎる金融政策が同時に実現してしまう可能性である。この際、景気実体と金融政策の乖離を調整するのに、各国の財政政策を活用しようと考えられたのである。いざという時に機動的に動けるように、平時の財政赤字はできるだけ小さくしておくという設計は、しかしながら、実際にはその財政が問題となって危機が起きてしまったために、危機対策の役割を果たせなかった。

(2) 金融政策

「安定」を重視するのはユーロ圏を代表する唯一の機関であるECB（欧州中央銀行）も同様である。ECBが目指すのはユーロ圏内の物価の安定で、対域外では通貨価値の安定ということになる。2011年に入って、ECBは先進主要国の中央銀行の先陣を切って利上げに動き、4月と7月にそれぞれ0.25%の利上げを実施して、政策金利を1.00%から1.50%へ引き上げた。日米英の中央銀行が「利上げはまだ当分先」と判断していたなかで、ECBが利上げに動いた理由は、原油を筆頭とするコモディティ価格の上昇でインフレ圧力が高まったことである。インフレ圧力の高まりは程度の差はあれ、各国に共通して見られたが、他の先進主要国の中央銀行は景気回復と物価安定の両睨みで金融政策を判断しているのに対し、ECBの判断基準は物価安定のみとなっている。

(3) 金融システム

ところが、財政政策と金融政策の安定を重視しているはずのユーロ圏の政策は、ギリシャに端を発した財政危機への対策としては逆効果となったと見られる。ギリシャの財政安定化を目的とした財政緊縮策は、赤字削減で成果を上げられていない。むしろ、ギリシャの金利上昇の一因となり、財政健全化を一層難しくしている。ECBの利上げは、国債という資産の価値の毀損が懸念されるなかで、ユーロ圏の銀行の資金調達コストを上昇させた。ECBは利上げを決定する一方で、銀行の流動性枯渇懸念に対応して流動性供給策を継続的に実施してきた。それでも、ユーロ圏の財政危機は金融システム不安へと波及し、10月初めには金融大手のデクシアがベルギー、フランス両政府に公的支援を仰ぐこととなった。金融システムを安定させるための、主要銀行に対する公的資本の注入が次の課題となっている。

本当の課題はEMUの「安定」

ただし、金融システムが不安定化した原因は、ユーロ圏の財政問題解決の道筋が明確でないことにある。このため、銀行の資本増強は必要な対策ではあるが、十分な対策ではないと考えられる。ユーロ圏の財政問題解決のためには、まず、EMU及び欧州統合を継続していく意思があるのかどうかを明確にすることが重要と考えられる。ギリシャを発端とする財政問題は、EMUという仕組みによって増幅された。各国間の競争力格差を調整する為替が存在しないために、いったん競争力格差

がつくと、それを取り返すことは相当に難しい。たとえギリシャが財政赤字削減努力を継続できたとしても、同じユーロ圏内のドイツの競争力に追いつくことは困難である。財政赤字抑制や構造改革に取り組んでいるにもかかわらず、埋められない経済格差・競争力格差に対しては、なんらかの所得再分配の仕組みが必要になろう。そのような仕組みを作ってもEMUを維持するという意思表示が必要と考えられる。では、そのEMUをコストをかけて維持する意思があるか否かであるが、EMUは1950年代から継続されている欧州統合の流れのなかに位置付けられる。欧州統合が着手された当初の、欧州大陸から戦争をなくすという目的は今となっては現実味はない。他方で規模の経済を追求し、経済の活性化をはかるという目的は、中国、インド、ブラジルといった新興国が台頭してくるなかでむしろ重要性を増していると考えられる。欧州として統合されているからこそその存在感と発言権を保持できているといえよう。EMUという枠組みを安定させるために、部分的にせよ財政統合を目指すという目的が定まれば、その過程でどのような対応策をとるべきか、必要な政策の取捨選択の基準ができると考えられる。