

～海外情報～

2011年12月16日 全7頁

やはり欧州は変わらないのか

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

2012年に向けて難題が山積みだが、ユーロ解体はない

[要約]

- いつものように、12月のEU首脳会議はユーロ圏危機の沈静化に失敗した。合意事項の柱の一つである「財政規律の強化」は「財政統合」とは別物であり、財政・金融の複合危機下では何の役にも立たない。危険ですらある。危機が求めているのは金銭的な裏づけを伴うセーフティネットの整備であるが、それはやはり不十分に終わった。
- 2012年に向けて懸念されるのは、景気停滞が進む中で、各国の政治的求心力が一段と弱まることである。EU、ユーロ圏の失策や無策が危機の深刻化を招いていることは確かだが、リーダー国のリーダーシップの弱さとかポピュリズム云々が問題なのではない。EUが各国政府代表の合議体であるという現行制度が必然的に政策調整を著しく困難にしている。景気悪化は、意味のある政策策定をこれまで以上に困難にするだろうし、結局のところ、危機収束の最終解である財政統合は、政治統合なしには現実化しないと見るべきである。従って、危機が長期化、深刻化する中で、ECBの負担が増大せざるを得ない。
- 一方、ユーロ解体は極端なリスクシナリオにとどまろう。通貨を解体したり、通貨同盟から脱却するのは簡単な作業ではないし、そのような政治決断が可能であるとは思われない。

危機封じ込めに再び
失敗

10月末に発表されたユーロ圏の「包括的対策」が、危機の沈静化に失敗し、11月にはイタリアの10年国債利回りが7%を超え、同国が市場での資金調達から締め出されるリスクの現実味が高まった。その後、イタリアにおける政権交代、新政権の緊縮策が一定の信認を得たこと、独仏首脳がギリシャ以外の国における民間負担発生の可能性を否定したことなどにより、市場はいったん小康を得た。イタリアの国債利回りも12月はじめには6%弱まで低下した。

しかし12月8日に、ECB（欧州中央銀行）がユーロ圏国債の買い入れ積極化を否定したことで危機収束に向けた楽観論は後退し、EU首脳会議を終えた12月12日以降、イタリアの国債利回りは再上昇過程に入ったかに見える。EU首脳会議は再度、危機の沈静化に失敗したのだ。

財政規律強化と資金
基盤の拡充

12月8日、9日に行われた首脳会議の合意事項は、大きく2つに分けられる。一つが財政規律の一段の強化、もう一つが財政危機国への資金支援基盤の強化である。前者には財政収支の均衡を加盟国に義務付けるとともに、収支均衡から外れた場合に（歳出削減か歳入増加をもたらす）自動的な調整メカニズムを導入することなどが盛り込まれている。これらによって、強固な財政安定同盟（fiscal stability union）への一步を踏み出すと謳われている。そして後者の柱はESM（欧州安定メカニズム）の発足前倒し（2013年7月→2012年7月）、2013年半ばまでのEFSF（欧州金融安定化機構）の存続とこの間のESMとの並存、及びユーロ圏を

中心とした EU 各国による IMF（国際通貨基金）への資金拠出などである。

市場が求めていたもの

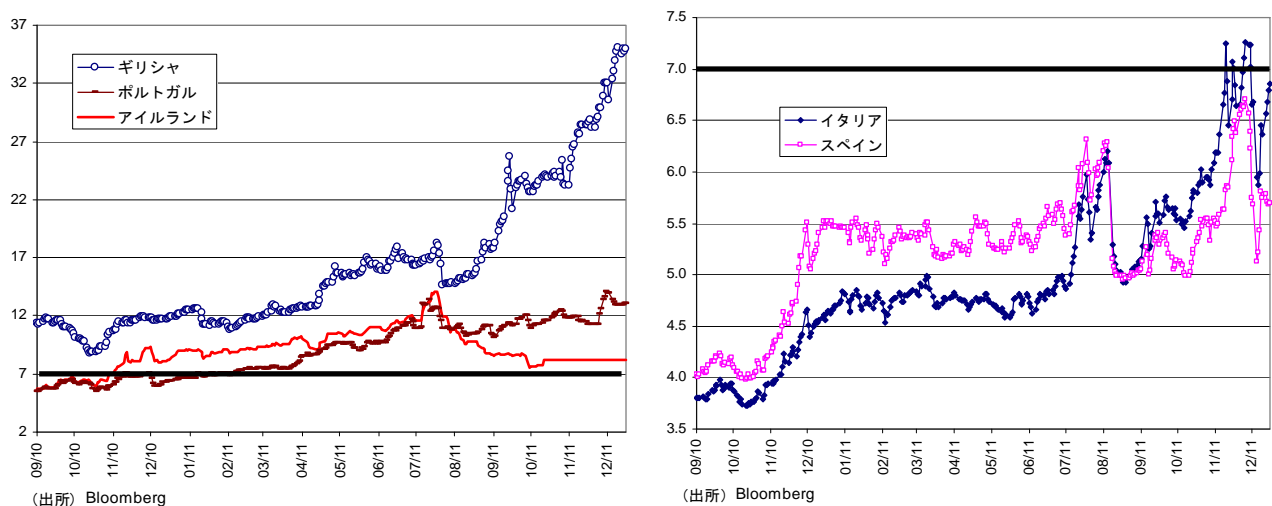
10 月末の「包括策」の欠陥は、救済資金の十分な確保に失敗したことにあつた。同対策では、民間のギリシャ向け債権のヘアカット率の拡大、EFSF の機能拡充と規模拡大、銀行の資本増強などが合意されたが、EFSF というセーフティネットの規模拡大が不十分であったことが危機沈静化に失敗した一番の背景であった。

当時、すでにイタリア、スペインの国債利回りが上昇過程に入っており、ギリシャに始まったユーロ圏財政危機は財政・金融の複合危機に転化していた。ユーロ圏諸国の国債利回りの上昇が欧州銀行の資本毀損を招き、その救済の必要性が各国財政を一段と痛めるという構図はかねてより懸念されていたが、イタリア、スペインという域内大国の国債価値の下落によって、そのスパイラルの危険度が大幅に増したのである。その際、さしあたっての処方箋はイタリア等の国債価値の下落を止めることにある。さらに、その価値の下落が今後起こらないという信託を市場から得る必要がある。それによって、銀行のバランスシートの劣化、及びそれに応じた財政負担の止め処ない拡大（懸念）を収束させることが求められていた。それを可能とするのは、市場を納得させるだけの十分な「見せ金」の提示である。

ユーロ圏危機の「本質」が、共通の金融政策と通貨を持ちながら財政はバラバラという中途半端な統合形態にあることは周知の通りであり、それを如何に解消させるかという問題と向き合わない限り、危機が終わることはない。しかし 10 月の対策の失敗は、「今使えるカネ」の用意が、危機沈静化に決定的に重要であることを厳しい教訓として残した。冒頭触れたイタリア国債等のアップダウンも、この延長線上で説明することができる。そしてそれは、12 月の首脳会議の合意事項の有効性に対しても意味のある示唆を与える。

イタリア国債利回りの 7% 超えは、10 月の危機対策が十分な物理的セーフティネットを用意できなかったことの直接的な結果であろう。上で述べたスパイラルが深刻化したことで同国政府の自力での資金調達の継続に対する疑問が大きくなった。しかし、EU はイタリアの資金調達を丸抱えで支援するカネを用意していない。そうであれば、イタリアが被支援国の仲間入りをした場合、民間負担を含む広義のデフォルトを迫られるまでの時間的猶予はギリシャよりも短いかもしれない。そのような懸念が、同国国債売りに拍車をかける。

図表 1 PIIGS の 10 年国債利回り (%)

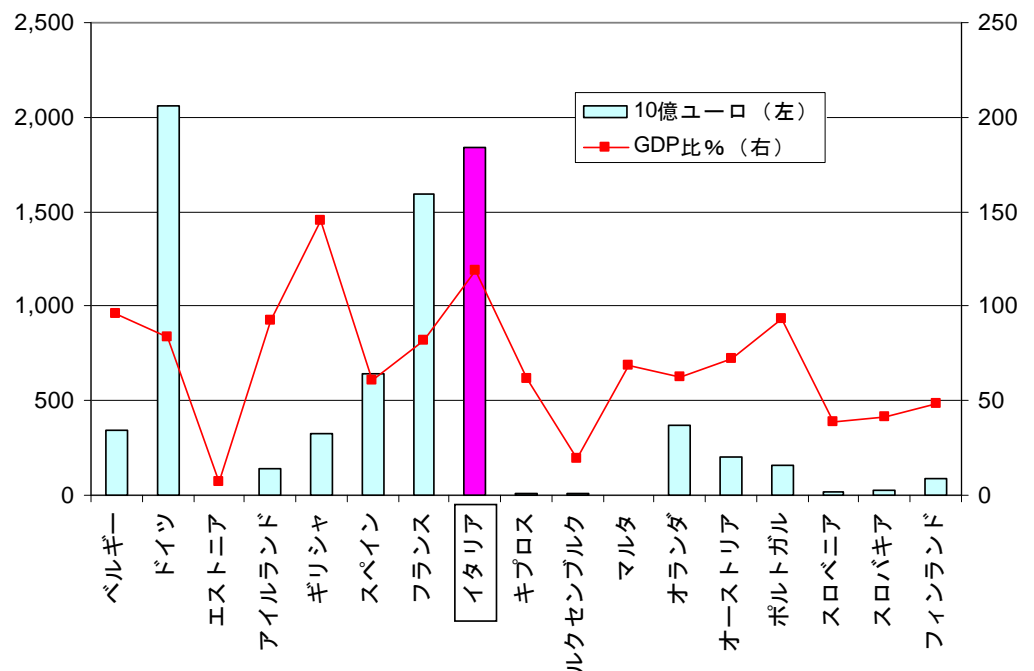


そして12月上旬にかけて市場が小康状態となり、イタリア国債利回りが低下したのは、既述のように、イタリアの政権交代が一定の安堵をもたらしたこともあろうが、危機が深刻化する中、ECBの関与を含む「セーフティネットの大幅強化が否応でも動き出す」という期待が高まったことがより重要だったと思われる。例えば11月下旬には欧州委員会がユーロ共同債導入の提案を行った。ドイツの反対が確実視される中では比較的思い切った提案である。また12月はじめの独仏首脳会談ではEU首脳会議の骨格が合意され、中でもギリシャ以外のユーロ圏諸国の国債の民間負担が避けられる見通しとなったことに加え、財政規律の一段の強化が両国で合意されたことが重要であった。財政規律の強化がユーロ圏危機を収束させるわけでは無論ない。市場が期待したのは、首脳会議におけるこれら施策が、ECBの背中を押すという波及効果である。その期待が肩透かしを食ったことで、再び市場の流れは変わってしまった。

見せ金の不在

このように見てくると、市場の変動要因の柱にあったのが、見せ金提示への期待であったことが確認されよう。そして今回の首脳会議は、この期待に応えられなかったという点で、10月の首脳会議の合意事項と全く変わりはない。前回はEFSFのレバレッジ策がBRICs諸国による資金供給の同意取り付けに難航するなどして暗礁に乗り上げた。EFSFがユーロ圏諸国の新発国債について一部損失補償を行うというアイデアも、イタリアのみで2兆ユーロ近くに達する「既存」債務の価値劣化を食い止めるに不十分なことは明らかであった。

図表2 ユーロ圏各国の一般政府債務残高：実額とGDP比



(出所) Eurostat より大和総研作成

今回は、既述のようにESMの発足の前倒しなどが合意されたが、ESMの資金量はそもそも5,000億ユーロしかない上に、10月の対策が不発に終わったためにいよいよ選択肢が狭められているという印象を与えてしまっている。ユーロ圏諸国の中央銀行によるIMFへの資金拠出についても最大2,000億ユーロであり、将来的にも大幅な規模拡大は見込めない。構成国の各中央銀行が無制限の流動性創造(バランスシートの拡大)を行うことはできず、IMF向けのクレジットラインの設定は、

他の準備資産の減少を伴う。このような予算制約から免れているのは ECB のみだからである。

100 人の預金者が銀行の店頭に詰めかけたとき、銀行員が自転車で近隣店舗を駆け回り、5,000 円札や 1,000 円札まで引っ張り出して窓口に積み上げれば、預金者の不安は増すばかりだろう。やや極端なたとえではあろうが、そもそも量が足りない上に、辻褃合わせのような見せ金を提示しても、市場鎮静化の効果は期待できないということだ。

期待を裏切ったのは ECBではなくメルコジ

このような、意味のある見せ金の不在が、他の政策の効果や発動の可能性を封じてしまっている。ひとつに、いくらユーロ圏国債にかかわる民間負担が今後発生しないと宣言しても、それが信用されるには、イタリアの「ギリシャ化」を避けるための方策が同時に提示されなければならない。それにはやはりカネだが、危機が深化した現在、例えばイタリアの資金調達を EFSF、ないしは ESM が丸ごと面倒見るだけの資金が用意されても、市場は不十分とみなすかもしれない。ひとつに、ギリシャ国債のヘアカットは EU、IMF に丸ごと資金調達を依存しながら実現してしまったのであり、公的な流動性の供与が民間負担回避の担保にならないことは証明済みだからだ。また、イタリアが債券発行市場から締め出されれば、市場は同様の事態をスペインにも想定し始めるだろう。そしてこのような展開の中で、欧州銀行の資本の毀損は継続し、財政負担がより広範な国に拡大する。

となれば、回避されなければならないのは、イタリア国債の利回り上昇である。それによって新規資金調達のコストを抑制し、債務のサステナビリティを維持していくことが不可欠である。危機の拡散を何としてでもイタリアで食い止めるのである。それが可能なのが、ECB による無制限の流通市場への介入、ないしは ECB の全面的な関与を前提とした EFSF、ESM の資金規模の拡大（銀行化等）しかないことは明らかである。

その意味で、ECB が国債買入れ積極化の姿勢を見せなかったことが、結果的には危機対策の致命的欠陥であったと評する他はない。しかし、元々 ECB による国債市場への介入はいずれ EFSF にバトンタッチする時限措置として位置付けられたのであり、財政政策と金融政策のなし崩し的な混交を嫌う ECB が、バトンタッチを可能とするに足る EFSF 等の資金基盤の拡充なしに介入の度合いを強めると期待すること自体が筋違いであったともみなせよう。非常時に原則論を持ち出すことが妥当かという議論は確かに現在無視しがたいが、一義的には市場の期待を裏切ったのは、ECB ではなく EU 首脳会議（あるいは“メルコジ”＝メルケル独首相＋サルコジ仏大統領）だったのだ。ところが上で述べたように、EU 首脳会議なりメルコジなりが意味のある見せ金を用意するには、ECB の関与が必要であることも一方の事実であり、ここに EU が政策をまとめていく困難の一端が現れている。

財政規律強化と財政統合は異なる

12 月の首脳会議のもう一方の柱である財政規律の強化も、現在の複合危機の沈静化には無力であり、むしろ深刻な副作用をもたらす可能性がある。

財政規律の強化と財政統合は別物である。欧州委員会による各国予算の審査などが、各国の財政主権の統合体への一部委譲という側面を持つことは確かだが、危機収束に必要なのは、財源をプールした上で、統合体が各国に所得再分配を行うことである。このような財政統合への不可欠な過程として規律強化が位置付けられるのであれば、それは相応の合理性を有する方針といえるが、最終解への道筋やスケジュールを市場が納得する形で提示することがなければ、規律強化は目下の危機の沈静化には結びつかない。

また、財政規律の強化はいかにもタイミングが悪い。合意された「均衡財政」は正確には構造的赤字を GDP 比 0.5% 以内に収めるといえるものだが、構造的赤字と循環的赤字を峻別することは不可能に近く（というより、そもそも推計ができるに過ぎない）、均衡財政主義は景気循環を増幅させる可能性を持つ。さらに、構造的赤字を景気循環による税収や失業給付からなる循環的赤字を除いた財政赤字と見れば、過去に行われた景気対策や銀行支援等からなる赤字も構造的赤字であり、リーマン・ショック後の経済停滞下でとられた財政刺激策がすべて巻き戻される可能性が出てくる。

ギリシャが公的資金の支援を得ても国債利回りの止め処ない上昇に見舞われ、民間債務のヘアカットという広義のデフォルトに追い込まれたことは、流動性供与と財政引き締めを組み合わせた処方箋が、単一通貨で縛られた国の救済策として容易にはワークしないことを示した。アイルランドは国債利回りの持続的上昇を回避しているが、これは上記処方箋の有効性を証明しているわけではない。アイルランドは単位労働コストの大幅下落という厳しい調整に耐えた例外的な事例と見るべきであり、輸出入がそれぞれ GDP の 100% を超える貿易立国であるために、コストの下落が経常収支を改善させ、それが成長見通しの改善につながりやすいというアドバンテージも幸いしたのである。同様の展開を他の多くのユーロ圏諸国に期待するのはほとんど無理であるし、ギリシャとアイルランドの対比は、引き締めが成長見通しを改善させるか、成長の可能性を圧殺するかが債務のサステナビリティを決定的に左右することを示している。欧州全体の景気が停滞感を強めるさなかに決まった財政規律の強化が、深刻な副作用を招くのではないかと懸念されるゆえんである。

難題山積みの2012年

ギリシャ問題は 2009 年末に発覚した。2010 年にギリシャ、アイルランドが自力資金調達を断念し、2011 年にはポルトガルがそれに続くとともに、ギリシャが既存債務の事実上のデフォルトに追い込まれた。さらに、危機は財政・金融の複合危機に転化し、財政のサステナビリティを疑われる国の範囲が広がってしまっている。

財政危機、金融危機に自然治癒は期待できず、放っておけば事態は悪化する一方である。これまでの EU、ユーロ圏の政策対応を前提に考えれば、危機の一段の深刻化を 2012 年の基本シナリオと置かざるを得ないだろう。さしあたっては、年明け早々にもユーロ圏各国、および EFSF が主要格付け機関によって格下げされる可能性が高くなっている。それはセーフティネットの資金基盤を一層脆弱にすることを通じて、イタリアの「ギリシャ化」の可能性を高め、フランスやベルギーの「イタリア化」の可能性を高める。

景気悪化の度合いが強まることも大きな懸念材料であり、それが上で述べたように財政規律強化によって激化するリスクも小さくはない。同時に、景気悪化は財政規律の強化そのものを困難とするだろう。仮に政府に規律遵守の意思があっても、国民にそれを受け入れる用意がなければ絵に描いた餅になる、ないしは社会不安を惹起する可能性が高いのである。欧州全体としてみれば、2011 年は年央まで景気拡大の余熱があった。だからこそ ECB も金利を上げることができた。停滞感が顕著となってきたのは最近であり、早期の回復を期待することは難しい。しかも先進国では異例のことながら、景気後退が広範な国における金利上昇と並存する事態も想定しておく必要がある。

経済と政治の不可分を見せ付けられる？

このような中で、もうひとつ注意を払っておく必要のあるのが政治の流動化である。2011 年に PIIGS5 カ国すべてで政権が交代したことの意味は軽くない。スベ

インの有権者が中道右派政権を選択したように、経済的苦境がそのまま政治のポピュリズムにつながるとは限らないが、財政・金融危機に景気後退が加わることで、あたかも国債利回りの上昇が PIIGS から他の諸国に拡散したように、より多くの国が政治的求心力の低下に悩まされるというのは比較的現実的なリスクと捉えられよう。

すでにその兆候はある。12月14日付けの英紙 Financial Times によれば、ユーロ非加盟国を含む EU の複数国が、先首脳会議で合意された財政規律強化につき、各国議会での承認を取り付けることの困難を表明している。また 2012 年の 4 月にはフランスの大統領選挙が行われるが、その有力候補と目される社会党のオランド氏も、首脳会議合意事項の見直しを、選挙に臨むに当たっての方針の一つとしている。

上述のように、財政規律の強化そのものは危機対策として無力であり、その合意が反故にされることの直接的コストはさほど大きくないかもしれない。経済的にはむしろメリットもある。しかしこれが、EU レベル、ユーロ圏レベルで策定される危機対策がすべて、それこそ画餅になる可能性を高めることを示唆するのであれば、事態は深刻である。

2010 年以来の EU、ユーロ圏の危機対策は常に後手を踏み、かつ、その場しのぎの対症療法に終始してきたという評価が定着している。それは否定されないが、これら失策や無策の背後にあったのは、例えば市場と政策レベルとの認識ギャップなどではない。EU やユーロ圏の政策が、構成国の代表の合議で決められ、これら代表を代表たらしめているのが各国の有権者だという当たり前の事実他にない。例えば巷にはメルケル独首相のリーダーシップの欠如を指摘する声があふれている。だが、メルケルが EU の中心国のリーダーであることは確かである一方、彼女をリーダーに選んだのはドイツの有権者であり、その支持を失えば、メルケルはドイツのリーダーではなくなるのだから、EU のリーダーであり続けることは自動的にできなくなる。選挙での敗退を覚悟してでもリーダーシップを発揮せよなどという叱咤の声も聞こえてくるが、メルケルにせよサルコジにせよ議会や司法を超越した独裁者ではないのである。

財政統合には政治統合が必要

こうした制度矛盾が、景気の悪化に伴ってこれまで以上に統合体レベルでの政策策定、実施の障害として立ちだかることが懸念される。となれば、ユーロ共同債の採用が継続協議案件とされているのがかすかな光明である一方、その実現の可能性は限りなく小さいと見るほかはないだろう。ユーロ共同債は先に決まった（そして実施が危ぶまれている）財政規律の強化とは異なり、意味のある財政統合の第一歩である。しかし、EU、ユーロ圏の政策決定の現実に立ち返れば、その議論が容易にユーロ解体論などを惹起する諸刃の剣であることは明らかである。

これまでのところ、市場やメディアの拠り所は、事態の悪化が進む中で、いずれ政策当局も重い腰を上げるだろうという期待であった。それが裏切られ続けてきた背景には上のような政治の現実があり、おそらく我々は、このような期待をもうするべきではない。結局、危機収束の最終解であり、共同債の発行を端緒とする財政統合には、現在の政策意思決定のあり方の抜本的変革が必要ということだ。言い換えれば、政治統合があって初めて、財政統合が成立する。

ECBの負担の増加

従って、神風が吹いて何となくイタリア等の国債利回りが低下し、各国の国債借り換えもスムーズに行くということがなければ、2012 年に予想されるのは、中央集権的な意思決定構造を持つ ECB の負担の増大である。まずはイタリア国債利

回りの上昇を食い止める、望ましくは同国にとっては平時の水準といえる 10 年債 5%程度を目処に無制限買入れを行う。そして、その実績をもって、他の国の国債利回りの上昇期待を払拭させる。ECB ではなく、その関与を前提とした EFSF 等が直接的な買い手になっても実質は変わらない。欧州政治の現実が、このような展開の可能性をかなり高めつつあるといえよう。

もちろん、ECB の力業も典型的な対症療法に違いないが、これまで繰り出されてきた危機対策よりはるかに強力であり、これによってマーケットの不確実性を低め、国債価値の低下に伴う銀行の資本毀損を止めることができれば、財政・金融の複合危機の深刻化にはとどめが止む。EU、ユーロ圏という「合議体」は、大きな進展は期待したいとはいえ、政治統合、財政統合に向けた調整をゆるゆると行う余裕を得ることになる。

ユーロ解体はない

最後に付け加えれば、11 月頃から「ユーロ解体」を予想する声が増えているが、その可能性は極めて低いと考える。というのも、ユーロ解体は、例えばギリシャのケースで言えば、新ドラクマを導入し、ユーロとの交換比率（ないしは完全にバラバラになるのであれば 17 通貨それぞれの交換比率）を決定するなどの手続きが必要になる。従って、それを行うための政治的意思決定が伴わなければならない。危機対策に有効な策を打ち出せないユーロ圏政治の現実がユーロ解体論の生みの親であることは事実だが、同じユーロ圏政治がユーロ解体という大決断を下すことが可能であるとはまず考えられない。

であればユーロ圏の協議・合意を待たず、例えばギリシャが単独で脱退を決めるということがあり得るだろうか。これもやはり、突然のデフォルト宣言のように簡単に(?) できることではないだろう。ギリシャはユーロの放棄によって、さしあたり外圧から来る財政緊縮から解放されるかもしれないが、それを除くメリットといえは為替レート調整を通じた競争力の回復くらいでしかない。一方、対外債務の実質的膨張によって、政府と銀行部門のバランスシートは今以上に悲惨な状況に陥る。EU からの資金支援も途絶することになる。競争力を回復する前に、同国経済が壊滅的打撃を受ける可能性が極めて高いのである。さらに、ユーロ圏に踏みとどまることによって将来的には可能になるかもしれない財政の所得分配享受の望みも失う。

ユーロ圏トータルのコストで見れば、ドイツを中心とした北部同盟が新ユーロを結成するシナリオの方がやや現実味がある。どの国が北部同盟に加盟可能かという深刻な問題は付きまとうが、いったんそれが結成されれば、例えばギリシャの離脱がポルトガルの離脱につながり、それがイタリア、スペインと続いていくような負の波及効果を抑えることができる。また、この場合には新ユーロの価値が現行ユーロに対して切り上がるわけだから、ギリシャやイタリアの対外債務の実質的膨張を防ぐことが可能になる。このケースで被害をこうむるのは、ドイツやフランス等の、南欧に対してエクスポージャーを持つ債権者である。現在の痛みの程度を考えれば、ユーロ解体に伴う所得移転の負担を、債権者に求めるのは一応理屈に合った方策であろう。しかし、すでに述べてきたことから明らかなように、このようなことを決定する政治的労力は、財政統合を進めるのに引けを取らないほど甚大となる可能性が高い。

難題山積みのユーロ圏であるが、ユーロ解体は依然極端なリスクシナリオと見てよいだろう。であれば、危機収束の最終解は財政統合しかあり得ない。従って、ユーロ圏危機は長期化せざるを得ないのである。