

～海外情報～

2012年2月1日 全3頁

ユーロ悲観論の誤算：何のための財政協調か？

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

市場のストレスが緩和する一方、社会的ストレスが高まるか

[要約]

- 1月30日のEUサミットは昨年後半のような危機感の高まりを伴わずに開催された。ECBの長期資金供給(LTRO)が想定以上の市場沈静化効果を発揮していることが効いている。EU25カ国で締結されることになった新財政協定が、ユーロ圏の財政統合へのプロセスの一環と位置づけられつつあることも、危機感の低減に貢献している。
- 確かに、LTROは一時期危機沈静化に不可欠と考えられていたECBによる周縁国国債の無制限買い入れを代替する効果を挙げている。市場のストレス抑制は、比較的持続性が見込めよう。ただし、新財政協定が周縁国経済にとって劇薬であることに変わりはない。政権交代直後の周縁国政府が緊縮策に積極的なこともあり、当面は市場の反乱ではなく市民の反乱に注意が必要である。

注目度の低かったEUサミット

1月30日に行われた2012年最初のEUサミットに対する事前の注目度は、昨年10月、12月のサミットに比較してかなり控え目であった。もちろん、それは欧州危機をめぐる市場のストレスが一定の小康を得ていた結果であり、望ましい静けさだったといえなくはない。

今回のサミットでは、「赤字は減らすが将来のための投資は減らさない」と謳われている点に目新しさがあるが、基本的には昨年12月のサミットでの合意事項の確認の域を出るものではない¹。具体的には、

- ・ EU加盟27カ国のうち、英国とチェコを除く25カ国で「新財政協定」を締結
- ・ 欧州安定メカニズム(ESM)の7月設立を確認
- ・ 欧州金融安定化機構(EFSF)とESMの財源拡大の可能性を再検討
- ・ ギリシャの債務削減にかかわる民間債権者との合意、第二次公的支援のとりまとめを今週末までに終えるよう要請

といったところであり、ギリシャ問題を除けば、いずれも継続協議案件のテクニカルな前進にとどまる。

悲観論の誤算

振り返れば、昨年12月のサミットの前には、「通貨ユーロの生死を決める最後の正念場」といった危機感がメディアや市場を覆っていた。今回のサミットに先駆け、こうしたムードが再現されなかった背景には主に二つのポイントがある。ひとつは、表層的には上述のように足元の金融市場のストレスが低下していたことであるが、それを可能にしたのはECBの域内銀行部門に対する長期資金供給

¹ [http://www.european-council.europa.eu/home-page/highlights/the-fiscal-compact-ready-to-be-signed-\(2\)?lang=en](http://www.european-council.europa.eu/home-page/highlights/the-fiscal-compact-ready-to-be-signed-(2)?lang=en)を参照。

(Long term refinancing operation、LTRO) であった。この効果の大きさは、多くの観察者にとっては想定以上のものであったに違いない。

前回のサミットに先立ち、ユーロ崩壊を避けるには、ECBの周縁国国債流通市場への徹底介入、或いはユーロ共同債の導入のいずれかが不可欠という見方が優勢だった。しかし実際に出てきたのは財政規律の強化という、一見、まったく方向性の違う処方箋(?)であり、12月のサミットは繰り返されてきた失敗の上塗りとして評価された。ところが当時想定されていなかったLTROという政策が実行されるに至り、少なくとも今までのところは、ECBの周縁国国債への介入に期待されていた役割を十分に代替している。単に、可能な政策オプションの洗い出し作業を観察者が十分行わなかっただけともいえようが、ユーロ圏悲観論の誤算という側面もあろう。「政策対市場」という文脈で見れば、これまで後手を踏み続けていると酷評されてきた政策に、市場が一杯喰わされたのだ。

今回のサミットにあたり、危機感が希薄だったもう一つの背景が、12月に打ち出された「財政規律強化」の意味合いが、市場や観察者に了解されてきたためであると思われる。「不況下の財政規律強化(≒一段の緊縮財政)は周縁国を中心に、欧州を厳しい不況に追い込み、結果的に財政健全化も遠のく。」発表当初の圧倒的な見方はこのようなものだったであろう。それは今でも多分に真実を含んでいる。しかし、財政規律の強化は単なる劇薬ではなく、良薬を手にするためのステップにもなり得る。このような理解が浸透しつつあるように見受けられる。

財政統合のための緊縮財政

周知のように、財政協定はドイツ主導で進められている。経済規模で最大であるばかりではなく、いまやユーロ圏では数少ない最上級格付け保有国として、ドイツの発言力は一段と高まる方向にあり、ユーロ圏の将来自体、そのかなりの部分がドイツの意向で決まってしまうという現実がある。一方で、通貨ユーロの存続を絶対条件とするのであれば、ユーロ圏は(財政規律の強化ではなく)財政統合に向けた具体的な協議を進めなければならない。それを熟知しているドイツが財政規律強化を打ち出してきたのは、それが財政統合に向かう不可欠のプロセスであると位置づけられているからだ。そう見れば、一応筋は通るし、実際、市場や観察者は財政規律強化にその意味合いを認め始めていると考えられる。

分かりやすい例がユーロ共同債である。ユーロ共同債は、究極的にはギリシャやポルトガル、イタリアの国債を消滅させるのだから、それらにかかわるリスクプレミアムにギリシャ等が悩まされる必要はなくなる。というよりも、資金調達において個別国が市場と向き合う必要がなくなる。当たり前だが、ここで生じるギリシャにとっての最もはっきりしたメリットは金利水準の低下である。一方、ドイツから見れば、資金調達がドイツ国債から共同債に変わることによってコストが増加する。まとめれば、ドイツからギリシャへの所得移転が発生する。さらに、市場の脅威に曝されることなくなったギリシャにおいてモラルハザードが生じる可能性もある。それは同国の歳出拡大バイアスを生み、ユーロ圏全体の財政状況を悪化させ、共同債の発行利回りを上昇させる。ドイツの持ち出しは一段と大きくなってしまふ。メルケル独首相をはじめ、ドイツ政府当局者が折に触れて、周縁国支援に伴うモラルハザードのリスクを強調するのは、そのリスク顕在化が自国の損失の拡大に直結するからに他ならない。

IMFに指摘されるまでもなく、メルケル独首相にしても、不況下の緊縮策が財政赤字(のGDP比)をむしろ拡大させてしまう可能性があることはもちろん了解しているはずである。それでもあえて財政規律強化を打ち出してきたのは、自国からの所得移転を増幅させるモラルハザードを封じ込め、共同債の発行を含む財政

統合を進めるに当たってのドイツ国民の合意形成の地ならしであったと見る事が可能なのではないか。財政統合への意思があるからこそ、一見迂遠な財政緊縮というステップを踏むということだ。

当面怖いのは市場よりも市民

もちろん、このような筋書きがドイツにあったとして、それがうまくいくという保証は全くない。財政緊縮が特に周縁国にとって劇薬であることに変わりはないからだ。この2週間ほど、年末にかけてユーロ圏の景気が持ち直してきたことを示す指標が発表されているが、それはコアの国の強さと周縁国の弱さを改めて浮き彫りにしている。昨年半ば以降のユーロ安が、ドイツ等に一定の恩恵を与え始めた可能性がある一方、その程度のユーロ安では、ギリシャやスペインにとってはまだまだ割高に過ぎるのだろう。

もちろん、ギリシャやポルトガル、イタリアなどにとって、ドイツの景気が悪いよりは良いに越したことはない。ドイツへの輸出が少しは増えるかもしれないし、所得移転を伴う財政統合に対するドイツ国民の態度硬化を多少和らげるメリットもあるかもしれない。しかし、周縁国の景気悪化はドイツ経済が絶好調だった2010年にも進行した。新しい財政協定による、足並みをそろえた緊縮財政政策は、それに耐えられる国、耐えられない国の二極化を再度鮮明にする可能性が高い。

その点、気になるのは昨年中に南欧4カ国（ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリア）すべてで政権が交代したことである。もちろん、イタリアのベルルスコーニ氏が首相に居座っていれば、すでにイタリアが被支援国の仲間入りをしていった可能性が高いから、政権交代は総じて悪いことではなかった。問題は、新政権の多くが緊縮財政に非常に積極的であり、政権発足直後で比較的求心力を保っている間に、緊縮策を相次いで打ち出す構えを見せていることだ。

ギリシャの債務再編協議が難航し、ポルトガルのギリシャ化懸念が強まっている。これも看過しがたい問題だが、ユーロ圏のメルトダウン、欧州発の世界恐慌を避ける上でより重要なのは、危機のスペイン、イタリアへの波及を防ぐことである。端的には、両国の市場へのアクセスが維持される、その条件として、両国国債の利回り上昇を食い止めることが鍵になる。そして既述のように、ECBによるLTROが今のところその役割を果たしている。2月末には第二回のLTROが実施されるが、入札額は前回のおよそ倍の1兆ユーロに達するのではないかという見方もある。いずれにせよ、LTROが欧州金融市場の緊張緩和に有効であり、イタリア、スペイン国債の利回りを引き下げたという実績の意味は大きい。その有効性に対する信頼感が自己実現的に、今後のLTROの入札額にかかわりなく、イタリア、スペインの国債利回りを抑制することになるだろう。こうした構図を崩す可能性を持つのは、周縁国における緊縮財政がどの程度景気の底を深くし、緊縮策に対する国民の怨嗟の声を高めるかだ。

結局、時間との勝負は続く

ユーロ圏危機が終わるのは、通貨ユーロがなくなるか、財政統合が実現するか、の二つに一つしかない。さしあたり方向性としては、財政統合という道筋ができてつつあるように見える。しかし、先に触れたドイツにせよ、共同債の容認の前に、ESMの資金枠の増大容認など、多くのステップを国民の反応を見ながらゆるゆると進めていく心積もりなのだろう。LTROというかなり大きな時間稼ぎ策を得たとはいえ、ユーロ圏リーダーにはますます時間と闘ってもらわなければならない。金融市場の安定は、あくまでカネの威力による小康でしかないことを再確認しておく必要があるだろう。