

2012年10月26日 全4頁

# 夢物語ではなくなったユーロ圏財政統合

## 危機をめぐるコンセンサスの変化

ロンドンリサーチセンター  
シニアエコノミスト 児玉 卓

### [要約]

- ECBによるOMTの市場沈静化効果が効く中で、10月のEUサミットは無風に近い状態で終わった。OMTの威力の源泉は、金額無制限、優先弁済権の放棄の二つに集約される。もっとも、ECBに可能なことは流動性の供給にすぎず、OMTも時間稼ぎの域を出るものではない。にもかかわらず、それが強い市場沈静化効果を発揮しているのは、世の中のコンセンサスが変化しているからである。
- 1年前、既にユーロ圏危機の収束には財政統合が必要という見方がコンセンサスになっていた。しかし同時に、その実現可能性は絶望的というコンセンサスも存在していた。相変わらず政治の歩みは遅いものの、今では一般認識として財政統合は夢物語ではなくなってきた。この変化が、OMTという時間稼ぎの効力を後押ししている。とはいえ、だから安心というわけではなく、財政統合は被救済国に痛みを強いる形で進められる。社会的・政治的にデフレ政策が持続可能かという深刻な問いは未回答のままである。

### 無風のサミット

先のEUサミットは事前の注目度がさほど高くないままに開催され、決定事項が大きな議論や関心を引き起こすこともなかった。もちろん、これはひとつに危機が小康状態にあるからであり、歓迎すべき無風状態ともいえる。そして周知のように、小康状態を作り出したのはECBによる市場介入(Outright Monetary Transactions、OMT)への意思表示である。副次的には危機の焦点となっているギリシャ、スペイン両国の方向性を左右する上で、サミットの役割が限られていたためでもあろう。ギリシャはEU等との資金援助をめぐる協議が終結しておらず、スペインは地方選挙を控えESM(欧州安定メカニズム)、ECBへの資金支援要請が棚上げ状態にあったため、サミットでこれらに対する結論めいた議論が展開される可能性は当初から低かったからである。

危機沈静化におけるOMTの威力の源泉は、無制限介入、優先弁済権の放棄の二つに集約される。介入金額に上限を設けないことは、危機対応における原資(見せ金)不足の懸念を払拭した。もともと、ユーロ圏危機は小国から大国へ、財政から銀行へなどの望ましくないリンク

ジの存在によって深刻化を余儀なくされてきた経緯がある。小国の救済は EFSF（欧州金融安定化基金）と ESM で事足りる。しかしこれらの資力でスペインなどの大国を支え切ることが難しい。危機の伝播のリスクは、システム瓦解のリスクに直結していたのである。一方で、救う側、救われる側の調整が各国世論の硬化などによって困難が増す中、ESM 等の抜本的な原資拡大の可能性はより低下の方向にあった。新興国等第三国の出資、レバレッジの利用などの試みも頓挫した。こうした不備を補う上で ECB の関与が不可欠という見方は既にコンセンサスになっていたが、それをようやく実現させたのが OMT だった。また、優先弁済権はその有無によって ECB の国債市場への介入が、民間投資家の呼び水になるか（放棄の場合）、逆に民間投資家を徹底的に離散させるか（維持の場合）の重大な分岐点を画すものであった。放棄の決定の意味は極めて大きい。

### コンセンサスの変化

こうした OMT の強力な鎮痛剤が効いている中での開催だったことが、サミットへの注目度を低下させたことは確かだろう。ただし、これに加え、今般のサミットが無風に近い状態で終わったことの裏には、世のコンセンサスの変化が存在するように思われる。あるいは、コンセンサスの変化という背景があったがために、ECB の意思決定が強力な市場沈静化効果をもたらしていると捉えたほうが的確であるかもしれない。

南欧 4 カ国（ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリア）にアイルランドを加えた財政危機国の国債利回りを GDP で加重平均し、そのドイツ国債とのスプレッドを見ると、現在はおおよそ 450bp、7 月の最悪期から 300bp 程度縮小し、昨年夏場と同様のレベルに戻っている<sup>1</sup>。

昨年の夏は、まさに既述の小国から大国への伝播が現実的な懸念となり、イタリア、スペインの国債利回りが急騰した時期に当たる。それは同時に財政危機が財政と金融の複合危機に発展し、セーフティネットの不備からシステム（単一通貨ユーロ）の瓦解が意識された時期でもある。そして年末に向けて危機が深刻化の一途をたどる中、さしあたりの危機対応策として、予算制約に服さない ECB の市場介入が必要という見方がコンセンサスに近いものとなっていった。イタリア等の救済国仲間入りを避けるには、国債利回りを押さえ込み、これらが市場での資金調達を継続できるようにサポートすることが不可欠であるが、イタリアのみで既存の政府債務はおおよそ 2 兆ユーロに達しており、金利抑制に要する必要介入額がどの程度になるかは誰にも「分からない」。こうした不確実性に対処できるのは「無尽蔵」な介入を行える ECB しかあり得ないからであった。

<sup>1</sup> 同スプレッドは今年 3 月にも大きく縮小し、一時現状程度の水準となったが、これはギリシャの民間向け債務の再編（削減）が行われた結果である。現在のギリシャを含む財政危機国のリスクプレミアムは「ギリシャの債務再編後の」数値であり、再編前のものよりも若干だが過小評価されていることになる。

図表 1 財政危機国の信用リスクプレミアム



注：数値はギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリア、アイルランドの国債利回りの加重平均とドイツ国債の利回りのスプレッド

出所：Bloomberg より大和総研作成

またより重要なことは、危機が深刻化する過程で、その収束には財政統合が必要というコンセンサスが形成されていったことである。ただし同時に、社会的・政治的な障壁があまりに高く、財政統合などは机上の空論というのも、もう一方のコンセンサスだった。解が明確になる中で、そこへの到達が不可能に近いという認識が根付いたわけであり、こうした出口なしの閉塞感が危機の一段の深刻化を招いた。

これが当時と今の大きな違いである。財政統合の最終形が見えてきたわけではもちろんない。しかし 6 月末のサミットで銀行同盟が主要議題として登場し、今次のサミットではユーロ圏共通予算が討議された。銀行同盟については救済側の資金負担を伴う破綻処理の一元化、預金保険の一体化の議論を回避し、銀行監督のみを先行させるなど、「できる所（政治的コストの小さい所）から統合を進める」という姿勢は相変わらずであり、政治の動きが加速したとは言いがたい。しかし、このような財政統合の「部分」が具体的な討議の対象になっていることは、財政統合が既に夢物語ではなくなりつつあることを意味している。そして、こうした政治の変化の結果、時間はかかるがユーロ圏は統合の方向に動きつつあり、その時間を埋めるのが ECB だというコンセンサスを生みつつあるように思われる。だからこそ、OMT が（金額無制限、優先弁済権なしという強力なものではあるにせよ）時間稼ぎの策にすぎないと広く指摘されながらも、市場沈静化に強い効力を発揮し続けているのであろう。財政統合という方向性が見えていない中での時間稼ぎと、見えてきた中での時間稼ぎの効力は自ずと異なるということである。

### ドイツの姿勢

ただし、これでユーロ圏危機収束の道筋がはっきりしてきたというわけではない。ユーロ圏危機は①財政の脆弱性、②銀行の脆弱性、③景気の悪さ、④統合体に対する世論の揺れという 4 つの震源を抱えている。いずれも相互に関係するが、上記の OMT、および財政統合への展望とい

う市場沈静化効果をもたらした組み合わせの効力がなきに等しい分野が③、④である。

財政統合も夢物語ではないという認識を広める上で、少なからぬ役割を果たしているのがドイツのメルケル首相である。例えば同首相は、先のサミットに先立ち、ユーロ圏各国の予算案に対する拒否権を付与するなど、欧州委員会の権限を強めることを提案している。これは現下の情勢に照らせば、財政危機国に対する監視・管理の強化という色彩が強いが、財政統合を進める上での最大のネックとなる各国主権の統合体への委譲に踏み込んだ提案でもある。昨年末にドイツ主導で提案された新財政協定を嚆矢として、ドイツの姿勢はこの1年間でより明確になってきていると思われる。それはすなわち、被支援国のモラルハザードを徹底的に封じ込めることにより、支援国の負担を最小化した上で、財政統合を着実に進めていくというものだ。従って、欧州委員会の権限強化というアイディアも、財政統合のワンステップであるとともに、被支援国のモラルハザード封じ込めという側面を内包している。

### 被救済国におけるデフレ政策の持続可能性

この延長線上で考えれば、ユーロ圏の財政統合への長い道のりがドイツ主導で進む限り、被支援国はこれまで同様、容赦ない（ギリシャの債務再編のようにぎりぎりの譲歩は繰り返されながらも）緊縮政策を迫られざるを得ない。その進捗があつて、財政統合も一步一步深化するという道筋をたどる可能性が高い。それがギリシャ、スペイン、ポルトガル等において社会的、政治的に可能かの答えはまだ出ていない。

先に見たように、財政危機国の国債利回りは1年前の水準まで低下した。このことの意味は小さくないが、危機収束の目処が立つには、端的に言えばギリシャやスペインの失業率が国債利回りのように下がらなくてはならない。だが、財政統合という「解」に近づく過程でそれらはむしろ一段の上昇を迫られる可能性が高いという矛盾から、ユーロ圏はいまだ解放されていない。