

# 危機収束局面に移行した ユーロ圏

## ～金融部門健全化と景気回復持続が課題～

山崎 加津子

### 要 約

ギリシャの財政悪化を発端とするユーロ圏危機は拡散局面から収束局面に移行し、マーケットの最大の関心事ではなくなった。とはいえ、危機脱却のための取り組みは、まだ完了したわけではない。残されている課題は、金融システムの健全性回復と金融危機に備えた体制強化、および持続的な景気回復の2つとなろう。金融システム健全化を目的に、2014年10月には銀行資産査定とストレステストの結果発表があり、11月には単一銀行監督制度（SSM）がスタートする予定である。これらの取り組みが金融システムへの信頼を回復させ、また銀行貸出増加という経路を通じて景気回復に貢献できるかが14年の大きな注目点となる。

09年以降のユーロ圏危機を脱却したと判断されるためには、加盟各国の財政赤字がGDP比3%以内という基準を達成するだけでなく、銀行貸出の回復、失業率の低下、非伝統的な金融緩和政策の終了などが必要となろう。

### 目 次

- 1章 転換を迎えたユーロ圏危機
- 2章 危機脱却に残された課題
- 3章 危機脱却の判断基準

## 1章 転換を迎えたユーロ圏危機

### 1. ユーロ圏を震源とした信用不安

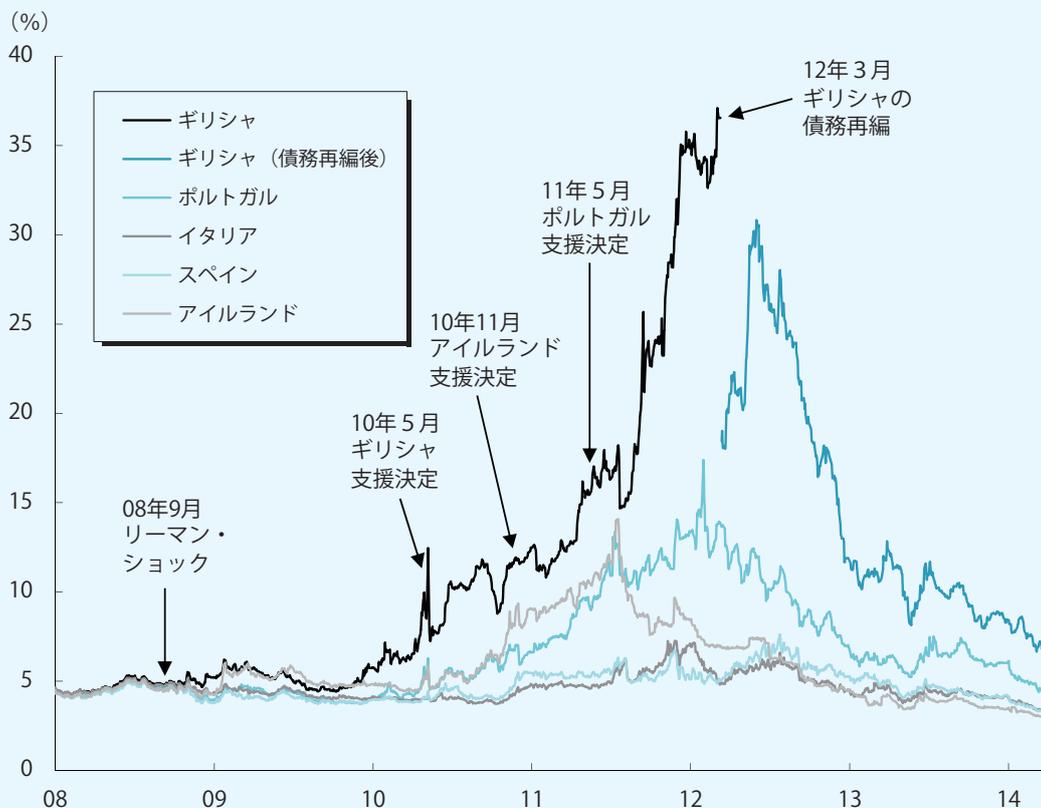
2009年冬から12年夏にかけてユーロ圏は信用不安の震源地となり、ユーロ圏発のニュースに世界のマーケットが戦々恐々とした。ギリシャの財政悪化に端を発した信用不安は、域内単一市場の構築を進めてきたEU（欧州連合）諸国、とりわけユーロという通貨を共有するユーロ圏諸国に伝播した。10年5月にギリシャがEUとIMF（国際通貨基金）から財政支援を受けることが決まった後も信用不安は払拭されず、むしろアイルランド、ポルトガルに飛び火し、その後、スペイン、イタリアにまで波及した。最大の懸念は銀行部門

と政府部門の債務が連鎖的に悪化し、そのスパイラルに歯止めがかからない事態に陥ることであった。10年11月にアイルランドが、11年5月にポルトガルがEUとIMFから財政支援を受けることになり、その後、スペインも銀行部門再建の資金をEUから借り受けた。スペインとイタリアは国債発行を通じた市場での資金調達を続けたものの、両国の10年国債利回りは一時7%を超え、財政運営の持続可能性が懸念された。11年後半にはユーロ圏崩壊というリスク・シナリオがマーケットで真剣に議論されるに至った。

### 2. マーケットにおける転換

以上のような「危機拡散局面」が「危機収束局面」

図表1 ユーロ圏の財政懸念国の10年国債利回り



(出所) Bloombergデータから大和総研作成

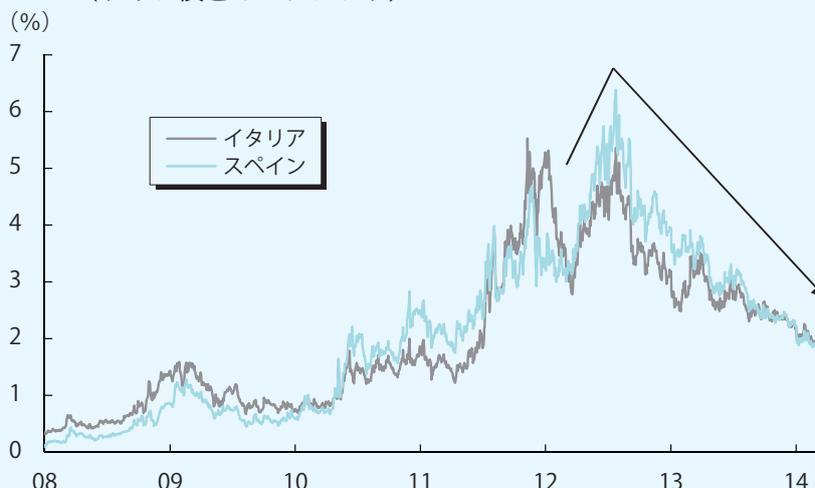
への最初の転換点を迎えたのは、12年夏である。この転換はマーケットを舞台としており、一方的なユーロ安に終止符が打たれ、欧州の株価指数が底打ちし、ユーロ圏の財政懸念国に分類された国々の国債利回りの高騰に歯止めがかかった。

転換の最初の契機は、12年6月のEU首脳会議でユーロ圏危機を打開するために欧州の経済通貨同盟を一段と強化することが宣言されたことである。ユーロ圏首脳は金融、財政、経済政策を一段と統合するとし、その最初の具体策として単一の銀行監督制度の構築を掲げた。そして、単一銀行監督制度（SSM）が実現した暁には、欧州の財政基金として構築予定のESM（欧州安定メカニズム）が銀行に直接資金注入ができ、また財政危機に陥った国の国債購入にも柔軟に対応できるようにするとした。以上はマーケットが懸念していたユーロ圏崩壊シナリオに対する反論であり、なおかつ「統合推進」の具体的な内容が初めて示されたものとなった。また、EU首脳の意味表明を受けて、続く7月末にECB（欧州中央銀行）

のドラギ総裁は財政危機に陥った国の国債をECBが購入する枠組みを作ることを示唆し、これは9月初めに国債買取プログラムであるOMT（Outright Monetary Transactions）として具体化された。財政支援を受ける国がしっかりとした財政再建策を策定し、それを遂行することなどの条件付きではあるが、ECBがユーロ圏各国の国債の「最後の買い手」となる枠組みが作られたのである。このようなECBの全面的なバックアップを好感して、それまで急ピッチで上昇していたスペインとイタリアの国債利回りはピークアウトし、また安全資産として買われていたドイツ国債との利回りスプレッドも縮小に転じた。

12年夏以前に、EU諸国がユーロ圏危機への対策として何も手を打っていなかったわけではない。EUの全加盟国を対象に財政状況の相互監視体制が強化され、各国は次年度予算案を欧州委員会に提出することが義務付けられた。この予算案が、EUが健全財政の基準としている「GDP比3%以内の財政赤字」を達成できるとのお墨付き

図表2 イタリア、スペインの10年国債利回り  
(ドイツ債とのスプレッド)



(出所) Bloombergデータから大和総研作成

が得られなければ、各国は予算案を修正しなければならない。さらに、財政危機に陥った加盟国や銀行に対するセーフティーネットとして、3年の期間限定でE F S F（欧州金融安定基金）が設立され、のちにE S Mが恒常的な基金として設立された。また、E C Bは大幅利下げに加えて、「非伝統的な金融緩和策」を採用した。具体的には、銀行に対して「固定金利、無制限」の資金供給オペを実施し、また11年12月と12年3月には3年という異例の長期の資金供給オペ（L T R O）で合計1兆ユーロを銀行部門に供給した。ただし、ユーロ圏だけで17カ国（現在は18カ国）、EUまで拡大すれば27カ国（同28カ国）の大所帯での意思決定に時間を要し、マーケットからは危機対応が後手に回っていると厳しい評価が下され、イタリアやスペインなどの国債利回りの上昇が続いていたのである。

12年夏以降もマーケットにおいてユーロ圏が危機の震源地との見方は根強く残ったが、それでもユーロ圏発のリスクへの警戒感は徐々に後退していった。

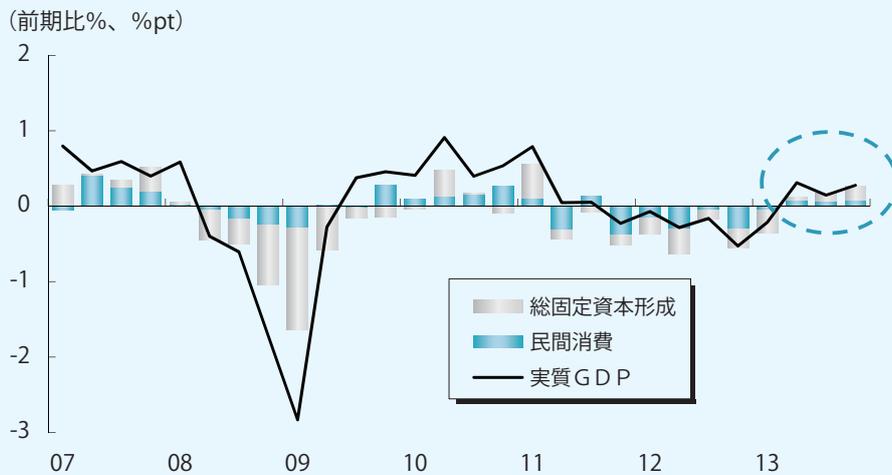
### 3. 景気の転換

マーケットが危機収束局面へと転換した後も、ユーロ圏の景気低迷は続き、前期比マイナス成長は13年1～3月期まで実に6四半期連続となった。マーケットから約1年遅れの13年4～6月期ようやくユーロ圏景気も転換点を迎えた。

6四半期連続のマイナス成長に陥った最大の原因は、「財政懸念国」に分類されて国債利回り高騰に直面した国々が財政健全化を最優先課題とせざるを得なかったためである。V A T（付加価値税）などの増税措置と、年金や公務員給与の削減、公共投資抑制などの歳出削減が同時に実施され、各国の内需を大きく下押しした。欧州では1950年代から域内市場の統合が進められ、99年には単一通貨ユーロも導入されており、欧州内に密接な貿易関係が構築されている。このため、財政懸念国の景気悪化は、その他の欧州諸国にも例外なく波及した。

ただ、財政健全化の取り組みは現在も継続されているものの、その景気下押し効果のピークは

図表3 内需持ち直しで底打ちしたユーロ圏経済



2011年、12年であった。12年7月末以降、ユーロ圏財政懸念国の国債利回りが低下に転じたことで、各国の資金調達コストが低減したことも財政収支改善に貢献した。なお、財政懸念国には企業の国際競争力を向上させるための構造改革が要請され、例えば硬直的な雇用慣行を是正する労働市場改革や、社会保障費抑制などが各国でそれぞれに進められた。一連の取り組みの結果、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアの経常収支はそれぞれ、1990年代半ば以降恒常化していた赤字拡大が縮小に転じ、2013年7～9月期には揃って黒字となった。景気後退局面で財政引き締め政策を遂行した結果、内需が急速に落ち込んで輸入が縮小した影響が大きいのが、他方で雇用コストの引き下げに成功したスペイン、ポルトガル、ギリシャなどでは輸出拡大も経常収支改善に寄与している。

ユーロ圏経済は、13年4～6月期以降は3四半期連続でプラス成長となった。需要項目別では個人消費と総固定資本形成という内需の底打ちが景気回復に貢献している。一方で、ユーロ圏の景気回復初期に牽引役となることが多い輸出は、今回はやや出遅れている。個々の加盟国の動向に注目すると、財政懸念とは無縁でユーロ圏危機が国債利回りの低下要因となり、また、11年以降の景気後退期にも失業率が低下したドイツが牽引役となっている。ただ、それ以外の国々もそれぞれに景気が回復に向かっており、アイルランド、ポルトガルは13年4～6月期に、スペインは同年7～9月期に、イタリアも同年10～12月期には前期比でプラス成長に転じた。ユーロ圏の景況感企業も消費者もこの3月まで総じて改善傾向が継続していることから、14年も緩やかな景気回復が継続すると見込まれる。

#### 4. 財政支援からの「卒業」

景気回復を追い風に、財政支援から「卒業」する国が13年12月以降出てきており、これもユーロ圏危機が収束局面に入ったことを示していると考えられる。財政支援から卒業第一号となったのはアイルランドである。同国が財政支援の対象となったのは、金融危機と不動産バブル崩壊で大きなダメージを受けた国内銀行の支援に多額の公的資金が必要となったため、07年までの財政収支は黒字であった。10年11月に合意されたアイルランドに対する財政支援は3年で計850億ユーロを貸与する計画で、その後アイルランドは大手2銀行を国家管理の下に置き、バッド・バンクを設立して不良資産を切り離した。加えて、財政支援の交換条件である財政健全化と競争力回復のためにアイルランドが取り組んだのは、不動産バブルを背景に2000年代半ばに高騰してしまっていた雇用コストの抑制である。もともとアイルランドは12.5%と非常に低い法人税率を武器にITやバイオ、金融関連の外国企業を積極的に誘致しており、一時はその高成長に注目して「ケルトの虎」と呼ばれていた。その国で不動産バブルが形成されたのは、ユーロ導入に伴う金利低下が遠因である。不動産価格の下落、雇用コストの抑制など一連のコスト削減を経て、アイルランドでは個人消費と投資意欲が徐々に回復してきており、内需主導の景気回復が13年半ばから始まっている。

3年の財政支援の終了期限は13年12月半ばであったが、その直前の11月にアイルランド政府は追加の財政支援は要請せずに、国債発行を通じた自力での資金調達を再開する方針を発表し、ユーロ圏財務相会合もこれを承認した。アイルランドは14年1月に銀行シンジケート団の引き受

けにより10年国債を発行したが、内外から旺盛な需要を得て応札倍率は3倍を超えた。さらに、3月には「卒業」後初めてとなる10年国債の入札を実施した。10億ユーロの募集に約29億ユーロの応募があり、表面利率3.4%の国債の平均落札利回りは2.967%となった。アイルランドの10年国債利回りは11年7月に一時14.0%を超えた後は総じて低下傾向を維持してきたが、この3月の国債入札を受けて一時3.0%を割り込んだ。

14年1月にはスペインの金融部門を対象とした財政支援が終了期限を迎えた。また、14年5月にはポルトガルが財政支援の終了期限を迎えるが、同国も追加の財政支援は求めず、「卒業」組に名を連ねる可能性が高いと考えられる。ポルトガルの国債管理局は5月を待たずに10年国債の発行を再開することを検討していると3月初めに報じられた。なお、ポルトガルの国債利回りは12年1月の17.0%をピークにやはり低下傾向にあり、この3月には4.0%台に低下した。

## 2章 危機脱却に残された課題

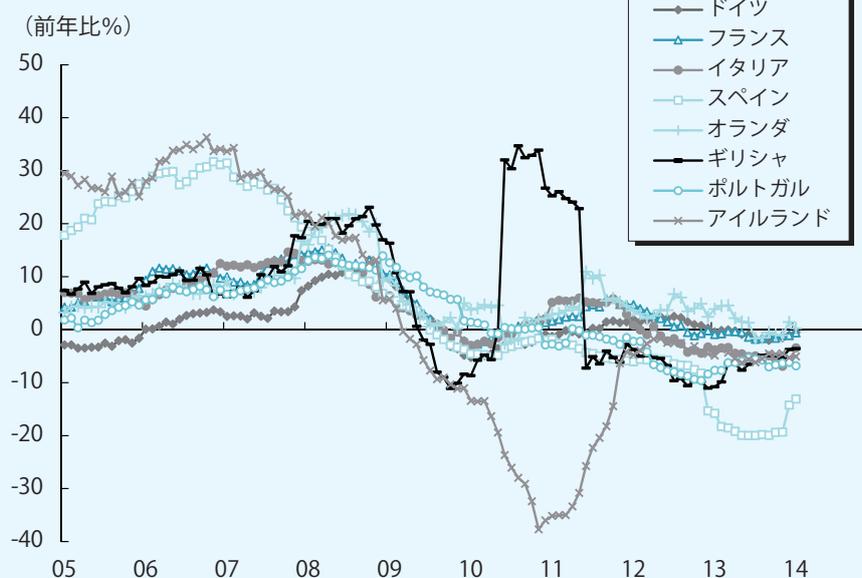
### 1. 「危機脱却」にはまだ遠い

以上みてきたように、マーケットでは12年夏に、景気は13年春にそれぞれユーロ圏危機の「転換点」を迎えた。また、財政支援を受けた国々の中から、それを不要とする国が出てきている。ただし、これらは危機拡大局面から危機収束局面への「転換」であり、09年以降のユーロ圏危機からまだ脱却を果たしたわけではない。

ユーロ圏危機の原因の一つである財政赤字は、ユーロ圏全体としてはGDP比3.0%以内という基準を13年にほぼ達成できたと推測される。ただし、各国ベースではまだ半分近くの国が達成できていない（未達成はフランス、キプロス、ポルトガル、アイルランド、スペイン、ギリシャ、スロベニア）。

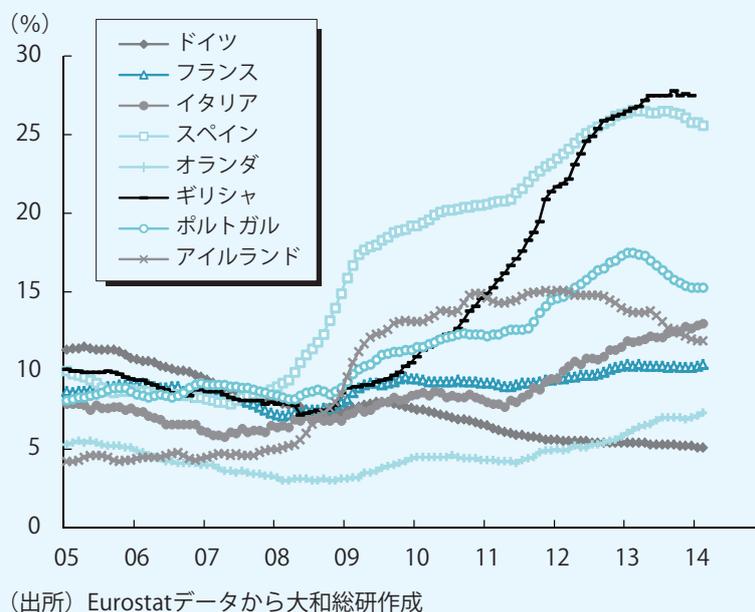
また、銀行部門の健全性回復、危機再発防止、セーフティーネットの構築もまだ途上である。ギ

図表4 企業向け銀行貸出



(出所) ECBデータから大和総研作成

図表5 ユーロ圏加盟国の失業率



リシャやスペインで11年から12年にかけて発生した預金流出には歯止めがかかっているが、民間企業向けの銀行貸出は依然として大半の国で縮小傾向にある。

そして、ユーロ圏危機の渦中で急上昇した失業率は、ユーロ圏全体では12.0%まで上昇した後、ここ数カ月は11.9%で高止まりしている。しかも、個別国ではまだ上昇傾向が続いている国がある。失業率上昇が続いているのは、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、フィンランド、ルクセンブルクである。一方、アイルランド、ポルトガル、スペインといった厳しい財政緊縮政策を実施せざるを得なかった国々の失業率はピークアウトはしているが、まだ歴史的な高水準にある。そして何よりも問題なのは、25歳未満の若年層の失業率が著しく上昇してしまっていることで、2月はユーロ圏全体で23.5%とほぼ4人に1人が就職したいのに失業している状況にある。

## 2. 金融システムの健全性回復

ユーロ圏が14年に最優先で取り組もうとしている課題が金融システムの健全性回復である。ユーロ圏危機がユーロ圏全体の問題となってしまった一因は金融システムにある。欧州市場統合の一環で1990年代初めに金融サービス市場が統合され、EUの銀行は他の加盟国でも自由に銀行業務を行うことが可能となった。99年には単一通貨ユーロが導入されてユーロ圏内で為替リスクが消滅し、加えて各国の金利水準が最も信用力の高かったドイツの金利水準に収斂する形で低下した。このような環境変化は、EUの銀行がクロスボーダーの取引を活発化させる大きな契機となった。市場規模の拡大に合わせて銀行規模の拡大を目的としたM&Aが活発となり、また、より高利回りの投資機会を求めてユーロ圏のコア国から周縁国へ、あるいはユーロ圏外へ融資や投資を拡大させた。資産規模の大きい多国籍銀行があちこち

に出現し、中には母国の経済規模を上回る資産規模の銀行も現れた。ところが、クロスボーダーで業務を行う銀行が増えた一方で、銀行監督や破綻処理、預金保険の仕組みの方は旧来の制度が残され、銀行破綻を救済するのは各国の役割のままという分断が生じていた。このため、大手銀行が経営破綻の危機に陥ると、その銀行救済のために国家財政が脅かされ、国債が安全資産でなくなり、それを保有する銀行の資産劣化が進行するという悪循環に陥ってしまったのである。

## 1) 銀行同盟の完成

### (1) 単一銀行監督制度 (SSM)

この悪循環を断つためにEUが一昨年来取り組んでいるのが銀行同盟で、銀行監督、銀行破綻処理、預金保険制度をユーロ圏（と参加を希望したその他EU加盟国）で一元化することを目指している。このうち、SSMに関する法律は2013年11月に発効し、14年11月にECBがユーロ圏の全銀行（約6,000行）の監督の総責任者となることが決まっている。SSMでは、ECBを頂点とする指揮系統の下に各国の銀行監督当局が配置される。ECBが直接監督するのは総資産の85%に相当する約130行で、その他の銀行については各国の銀行監督当局がこれまで通り監督を担当する。

ところで、法律発効からSSM始動までに1年という時間が設けられているが、この間にECBは銀行監督担当部門を立ち上げ、1,000人規模の職員を採用し、一元的な銀行監督ルールを策定する。加えて、ECBが直接監督することになる主要銀行を対象に、資産査定(AQR)とストレステストを実施し、その結果を10月に報告する計画になっている。銀行資産の健全性に対する不透

明感を払拭することが狙いだが、欧州では10年と11年のストレステストで問題なしとされた銀行が、その後経営破綻の危機に陥ったという不名誉な実績がある。今回は前2回と異なり、ECBの陣頭指揮の下で共通のルールに則り、透明性の高い査定が行われるというのがECBの見解だが、マーケットからそのような評価を得られるかが大きな注目点となる。

なお、SSMの最高責任者にあたる監督委員会委員長に就任したダニエル・ヌイ氏は、資産査定とストレステストの結果が非常に悪い銀行があった場合、そのような「ゾンビ銀行」は清算せざるを得ないと厳しい姿勢で臨むことを表明した。この発言は、ユーロ圏危機が収束局面へと移行していることを再確認させる。というのも、ユーロ圏危機の拡散局面では銀行のカウンターパーティー・リスクに対する懸念が非常に大きく、問題銀行の清算に言及することすら、リスクの伝播が懸念されて難しい状況にあったためである。それと同時に、ユーロ圏の金融システムの健全化への取り組みが、一步踏み込んだ対応に変わろうとしていると考えられる。07年から09年にかけて欧米共に金融危機に直面したが、米国の金融システムは危機脱出で欧州に先んじている。理由の一つが、不良銀行を延命させずに早期に破綻処理したことにあると考えられる。これに対して欧州では間接金融の役割が大きいために、簡単に銀行を清算できない状況にあった。それが今回、銀行同盟という新しい枠組みが作られつつある中で、問題銀行の清算が公然と議論されるようになったのである。AQRとストレステストで資本不足の銀行を識別して資本増強させる、あるいは必要に応じて破綻処理することができれば、それが信頼回復につながると考えられる。

## (2) 単一銀行破綻処理制度

ただし、現状では「大きすぎてつぶせない」銀行の問題がまだきちんと解決されていない。そのためには、銀行同盟の残る2つの柱である単一銀行破綻処理制度（SRM）と預金保険制度を実現することが必要である。このうちSRMに関しては、13年12月のEU首脳会議で基本合意がなされたが、この制度に不可欠な「迅速な破綻処理の決定と、十分な破綻処理基金の用意」に関して問題が残った。

13年12月の基本合意では、銀行破綻処理を実行するか否か、どのような破綻処理方法を採用するかを判断する単一破綻処理委員会（専任の委員長と4人の委員で構成され、ECB、欧州委員会からオブザーバーが参加）の設置が決まった。これに加えて、当該銀行と関わりのある国の銀行監督当局の代表も決定に参加する。また、閣僚理事会はこの委員会の決定に対して修正を要請したり、反対することができるとされた。このような破綻処理委員会の構成と破綻処理の決定手続きは、当事者が多岐にわたり、迅速な決定が可能かどうか疑問であると批判された。

もう一つの争点であった銀行破綻処理の費用負担に関しては、まずは当該銀行の株主や債券保有者等が負担するベイル・イン方式が採用された。これを超過した費用は単一破綻処理基金が負担するが、この基金の規模は預金残高の最低1%で、各国の破綻処理基金からの資金拠出で賄われることになった。単一破綻処理基金の規模は550億ユーロと見積もられたが、その規模が十分に大きいかということ以上に、この基金の積み立て終了まで10年をかけることが問題となった。移行期間の初期に銀行破綻処理が必要となった場合、当該銀行の母国が費用負担すると見込まれる

が、そこで資金が不足した場合のバックアップ体制は決まっていなかった。

14年3月に、EUの2つの立法府であるEU首脳会議と欧州議会は13年12月のSRM法案を一部修正することで合意した。単一破綻処理基金の積立期間は10年から8年に短縮し、さらに1年目の積み立て目標は最終目標である「預金残高の最低1%」の40%相当分とされた。加えて、基金は市場から資金調達することが可能となった。また、単一破綻処理委員会の決定に対して閣僚理事会が異議申し立てできるのは、支援金額が50億ユーロを超過する場合に限定された。

以上の修正は「迅速な決定と十分なバックアップ資金」という要請に対して100%の回答ではないが、当初案よりは使い勝手が改善されたと考えられる。ECBはこの修正を歓迎するコメントを出し、マーケットでも前向きな評価がなされた。以上の修正を含んだSRM法案は、欧州議会でその任期切れ直前の4月に議決される見込みで、15年1月1日の法律発効、16年1月1日からのSRM始動を目指している。

## 2) 銀行同盟の最終目標は銀行貸出増

繰り返しになるが、ユーロ圏では銀行同盟の完成を通じて銀行のバランスシートの透明性を高め、金融部門に対する信頼を回復し、また金融危機を未然に防ぐことができるよう監督体制の強化を目指している。単一銀行破綻処理制度と（これから整備予定の）預金保険制度の助けを借りて、銀行が経営破綻に陥った場合に整然と破綻処理を進めることができる体制を作り、「大きすぎてつぶせない」銀行をなくそうとしている。ただし、銀行同盟の最終的な目的は何かと考えてみれば、それは銀行部門が資金仲介という本来の役目を果

たせるようにすることで、そのためには銀行貸出が再び伸びてくることが重要である。

欧州は資金仲介において銀行が果たす役割が大きいが、09年以降の銀行貸出は大きく落ち込んだ。銀行貸出が冷え込んでいるということは、過去6年にわたるECBの金融緩和政策が適切に伝達されていないということでもある。ユーロ圏居住者に対するユーロ圏銀行部門の貸出は、リーマン・ショック以前は前年比5～10%増で伸びていたが、09年に大きく落ち込んだ後は停滞し、12年半ば以降は一段と縮小する傾向が見られた。財政・金融危機を経て、政府向けと金融機関向けの貸出が圧縮されているのは当然としても、企業や家計向けの貸出が停滞している点が気付きである。とりわけ企業向け（民間の非金融機関向け）の貸出は09年1月をピークに貸出残高が減少に転じ、11年にいったん持ち直す動きが見られたものの、12年から13年にかけてはあらためて貸出残高が減少している。国別では09年はアイルランド、ギリシャで企業向け貸出の落ち込みが特に大きかったが、12年以降ではスペインで貸出縮小が目立つ。また、ポルトガル、ギリシャの縮小傾向が変わらないところに、ドイツ、フランス、オランダなどコア国の貸出残高も13年は前年比で縮小した。

これに加えて、ユーロ圏の銀行が保有する国外資産の残高もリーマン・ショックを契機に減少に転じ、13年末の資産残高は06年秋の水準まで減少してしまった。ピークからの減少が金額ベースで最も大きいのは、経済規模もユーロ圏で最大のドイツだが、その次にアイルランドがランクインしている。アイルランドは経済規模ではユーロ圏で11番目の小国であり、同国の銀行がいかに経済規模とかけ離れた資産規模となっていたかを

知ることができる。アイルランドの銀行が保有する国外資産はピークから半減した。このほか、キプロス（67%減）、スロバキア（62%減）、フィンランド（53%減）、ギリシャ（47%減）などで国外資産の圧縮度合いが高い。

ユーロ圏の銀行が貸出を減らしたのは、金融バブルから立ち直るために必要な措置であった。金融危機後に銀行の自己資本規制が強化されたことに対応する必要があり、また、そのようなバランスシート増強策を講じなければ、銀行株の下落に歯止めをかけることはできなかった。加えて、リーマン・ショック後の世界同時不況と、それに続いたユーロ圏危機に伴う欧州の景気後退で、企業や家計の資金需要が落ち込み、貸出減につながった側面もある。とはいえ、ユーロ圏景気は13年半ばに底打ちし、回復軌道に乗ってきた。その中で、今後の景気回復の阻害要因となりかねない2つの問題が存在する。一つは財政懸念国の銀行貸出金利が、それ以外のユーロ圏加盟国の貸出金利よりも高水準で推移する傾向にあることである。ここ数カ月はやや改善傾向が見られるが、この「市場分断化」をECBはかねてより懸念している。また、もう一つの問題は、中小企業向けの融資が伸び悩んでいることである。マーケットから資金調達手段が乏しい中小企業は銀行への依存度が高いが、今後の業績見通しの問題点として資金繰りを指摘する中小企業が少なくない。中小企業は雇用創出で大きな役割を担っていることに加え、新しいビジネスが誕生してくる可能性を秘めているのだが、担保が十分かどうかという点が融資判断で重視され、成長性・将来性が二の次にされてしまうリスクが存在していると考えられる。つまり、今後の成長に貢献しない融資ばかりが伸びて、持続的な経済成長を阻害するリスクである。

### 3. 持続的な景気回復

始まったばかりの景気回復を今後も持続させることは、財政赤字を継続的に減らし、失業率を低下させるというユーロ圏に残されている課題を解決するために非常に重要である。

ユーロ圏で景気回復の先頭を走っているドイツは、2000年代半ばに雇用コストを抑制して国際競争力を高め、グローバル市場を開拓することで経済成長を実現させた。この成長モデルを現在はスペイン、ポルトガルなどが継承し、輸出拡大などの成果が出始めている。そして、ドイツが繰り返し主張してきた財政健全化よりも、経済成長回復を優先させるべきとの立場であったフランスやイタリアも、企業の雇用コスト軽減へと舵を切ろうとしてきている。法人税や社会保障費用の負担を軽減したり、厳しい解雇保護規定を緩和したりすることで、企業の負担を減らす一方、その見返りとして雇用創出を要請するという政策である。企業競争力の向上を目的とした諸対策は、両国にとって必要な政策と考えるが、史上最低の支持率を記録しているフランスのオランド大統領や、個人的な人気は高いものの政治家としての実績が乏しいイタリアのレンツィ首相がこのような政策を遂行できるかは、まだ不透明である。また、企業の競争力向上が雇用拡大につながるまでには、ドイツの例でみても2～3年かかる可能性が高く、この政策を実行できても、そのプラス効果を実感できるまでに時間を要することが予想される。となると、当面の間はドイツの内需回復がユーロ圏の景気回復の下支え役となる必要があるということになるが、幸いドイツのユーロ圏からの輸入はここ半年余り復調の兆しが見える。

ところで、経済成長率の向上を目的とした競争

力強化の取り組みや雇用対策などは、これまでのところほとんどが各国レベルでの対応となっている。それぞれの国の状況が異なるため、ユーロ圏が選択した政策を各国に当てはめることは適切ではないが、他方で、欧州市場統合と単一通貨をより有効に活用することを経済成長の原動力とする対策をユーロ圏レベルで検討し、実行することも必要である。当然ながらこの問題が議論されていないわけではなく、例えば14年3月のEU首脳会議の主要議題の一つは「産業競争力の向上」であった。企業競争力を高め、生産や投資拡大を呼び込み、ひいては雇用拡大につなげるために、欧州域内の規制をできるだけ簡素化して無用な改変を防ぐこと、また欧州内のインフラ／ネットワーク（交通網に加え、デジタル通信網、エネルギー網など）を強化すること、人材開発投資を強化することなどが指摘されている。また、中小企業の資金繰りを改善させるために、EU予算や民間のノウハウも利用した取り組みの推進も掲げられている。いずれも重要な課題だが、例えば規制の問題などは中長期的な取り組みであり、その効果も短期ではなく、中長期のものである。

### 3章 危機脱却の判断基準

ユーロ圏危機は拡大局面から収束局面への転換を果たしたとは言えるが、危機から脱却したと判断されるまでにはまだ様々な課題が残っている。14年は特に金融システムの健全性回復と、景気回復の持続が重要なテーマとなると予想される。

ところで、ユーロ圏危機から「脱却した」と言えるのはどのような条件が満たされた場合になるだろうか。分かりやすい基準は、ユーロ圏加盟各国が「財政赤字がGDP比3%以内」の基準を達

成することであろう。また、より持続的な財政健全化を示す指標としては、公的債務残高のGDP比率が縮小に転じることも挙げられる。そのような財政健全化の取り組みがマーケットから評価されているか否かは、各国の国債利回りとドイツ国債利回りとのスプレッドの縮小で判断することができる。ただし、このスプレッドが危機前の水準に戻ることが適切とは必ずしも言えない点には留意が必要である。2000年代のユーロ圏の国債市場は、各国の財政状況を見放した金利水準となっており、バブル的な状況だったとみられるためである。

一方、金融システムの健全性回復に関しては、銀行同盟を完成させ、機能させることが第一条件となる。ただし、危機脱却の判定はそれよりもユーロ圏の銀行が民間向けの融資を拡大させ、中小企業の資金繰り懸念が低下することで判定されるべきであろう。

最後に、景気面での危機脱却の判断基準としては、各国の失業率が危機前の水準まで低下すること、とりわけ若年失業率が危機前の水準まで低下することが考えられる。とはいえ、ユーロ圏では雇用統計は景気の遅行指数であるため、失業率の低下傾向が定着することが重要で、必ずしも危機前の水準に戻らずとも、危機脱却と判断できる状況になるかもしれない。そのような失業統計よりも、危機脱却を印象付けることになると予想されるのは、ECBが「非伝統的な金融政策（＝異例の金融緩和政策）」を解除できるようになることであろう。

財政赤字が縮小し、銀行貸出が増加に転じ、失業率が低下し、ECBが非伝統的な緩和政策を解除できるようになるにはまだ年単位の時間が必要になるかもしれない。そして、危機を脱却する

ことは危機前の状態を復旧することではなく、危機を経て、新たな段階へと進むことであると考えられる。例えばユーロ圏危機を脱却するために、ユーロ圏は銀行同盟を構築しようとしており、これは新しい仕組みである。危機収束局面にいるユーロ圏が、どのような危機後の設計図を描いているかにも注目が必要となろう。

もう一つ加えると、本稿で論じたのはあくまで09年以降のユーロ圏における財政・金融・経済の大きな混乱が落ち着くという意味での「危機脱却」の見通しである。ユーロ圏危機の根本的な原因である、ユーロ圏という仕組みが各国間の格差を拡大させる方向に作用してしまうという問題を「克服」するためには、現在は議論が下火になっているユーロ圏の財政統合など、銀行同盟のその次の統合まで実現されなければならないであろう。

[著者]

山崎 加津子（やまざき かつこ）



経済調査部  
シニアエコノミスト  
担当は、欧州経済