

情勢判断

海外経済金融

ユーロ圏の財政危機は最悪期を脱したのか？

～ 様々なリスクを抱えながら今後も波乱含みの可能性 ～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では、2012年9月のECBによる新たな国債購入策の導入決定等を受け、市場センチメントは大幅に改善した。しかしながら、直面するリスクを踏まえれば財政危機が最悪期を脱したとみなすのは時期尚早であり、今後も市場波乱が生じる可能性が残されている。

はじめに

今回、ユーロ圏では1年前とは打って変わって平穏な越年となった。

1年前を振り返れば、2011年11月にはイタリア10年国債の利回りが7%台に乗せ、それまでは経済規模が小さい周辺国の問題であったユーロ圏の財政問題が主要国にまで波及する懸念が高まったばかりか、さらには銀行の流動性危機を通じ、ユーロ圏の範囲を超えた世界経済全体への甚大な影響拡大が懸念されるに至った。

こうした危機の深化への対策として、世界の主要な中央銀行は協調し米ドル資金供給にかかる体制を整備するとともに、欧州中央銀行（ECB）は年末を挟む2回の上限を定めない期間3年の資金供給オペ（LTRO）で合計約1兆ユーロを供給し、銀行の資金繰り懸念の鎮静化に努めた。

一方この間、ギリシャを巡る情勢は混乱の度を深めた。2011年7月のユーロ圏首脳会議で同国に対する追加支援の実施を合意し、さらに10月の同会議では追加支援策を年末までに策定することとしたものの、各国の主張の対立で調整は年を越えて難航を続けた。ようやく2012年2月のユーロ圏財務相会合で民間投資家の負担を含む追加支援策が合意され、これにより3月のギリシャ国債のデフォルト

は回避されることとなった。しかしその後も、5、6月の2回の総選挙を巡る政治混乱に伴う改革遅延で、ギリシャのユーロ圏離脱が現実的なシナリオとして意識されることとなり、また、スペインやイタリアへの問題波及の懸念も続いた。

しかしながら、ユーロ圏では、2012年9月のECBによる新たな国債購入策（OMT）の導入決定や、10月の恒久的な金融安全網である欧州安定メカニズム（ESM）の発足等を受け、財政悪化国の国債利回りが低下するなど、一転して市場センチメントは大幅に改善することとなった。

また一方で、世界的には米国の景気回復観測や日本の新政権への期待も加わり、主要国での株価上昇や円安への反転等が現れ、資金の流れには大きな変化が生じているようにみられる。抜本的な財政再建策や債務上限にかかる重要課題は先送りしたものの、土壇場の合意で「財政の崖」はひとまず回避した米国や、景気てこ入れのために財政出動を優先する日本の新政権の動向などもあり、市場の焦点は一旦財政問題を離れ、むしろ成長期待に移りつつあるようにも考えられる。

こうしたなか、果たしてユーロ圏を巡る危機は最悪期を脱したと考えてよいのだろうか。

支援態勢・危機封じ込め策の限界

ECB は、2012 年 9 月の理事会で新たな国債購入策である OMT の導入を決定した。これは、ESM 等に支援を要請し厳格な財政改革を実施することを前提条件とするものの、償還期限が 1～3 年の国債を金額の上限を設けず購入する政策であり、ECB が実質的に財政悪化国に対するユーロ圏における最終的な支援主体としてコミットした形となった点で、大きな意義があるものである。

しかしながら、財政改革計画が未達となった場合には ECB が現実に国債購入を中止するののかという点が不透明である。つまり、中央銀行の独立性の維持や信任確保と、一方で市場波乱回避との二者択一を迫られた場合に、ECB がどのような行動をとるかを巡って、OMT の市場鎮静化に果たす現実的な実効性は必ずしも明らかであるとは言えない。加えて、前提となる財政改革計画が高いハードルとなり OMT の活用が後手に回ることによって市場の不信を生み、またユーロ圏が負う全体的な支援コストが増加する懸念もある。

一方、ESM は 9 月のドイツ連邦憲法裁判所による合憲判断を確認後、10 月に発足した。従来の時限性のある態勢とは違い恒久的な仕組みであることは評価できるが、その 5,000 億ユーロ規模の支援能力は、債務残高がそれぞれ 7,350 億ユーロ、1 兆 8,979 億ユーロ（2011 年末）に上るスペインやイタリアに危機が波及した場合には力不足になる可能性がある。

また、これらは財政危機に対し直接的な対策を講じるために必要となる時間の確保策でしかない。むしろ現在求められているのは、こうした本質的な対策の着実な実施である。

政治指導者の危機感の後退

本質的な対策の実施は、OMT を含めた支援要請の判断も含め、欧州委員会や各国の政治指導者の手の中に委ねられている。

2012 年 6 月にはファンロンパイ欧州連合（EU）大統領等が中心となり将来の財政統合等に向けた工程表の素案を取りまとめ、同月の EU 首脳会議において検討に着手した。また 9 月には、バローゾ欧州委員長が、年次欧州議会演説で、EU では今後一層の統合を推進し「欧州連邦」の実現を目指すことや EU 条約の改正に取り組むことなど、かなり踏み込んだ内容の方針を示した。

事前には ECB の監督権限の範囲等を巡り主要国の対立が明らかになったものの、上記を受けた 12 月の EU 首脳会議では、結局、銀行監督の一元化については早ければ 2014 年 3 月から導入することで合意した。また、銀行の破たん処理や預金保険にかかる制度についても 2013 年 6 月までに枠組みを取りまとめることとした。しかしながら、このほかユーロ圏予算の一部共通化を含む財政統合の推進についてはほとんど議論の対象とはされないなど、12 月の EU 首脳会議では全般に全体的な取組みの方針の合意にとどまり、具体的な内容の協議は先送りされることとなった。

このように、市場の落ち着きに伴い、財政危機を終息させるための直接的な対策実施に向けた政治指導者の危機感は、昨年 6 月以降大幅に後退した感がある。この結果、ユーロ圏では危機対策の取組みの遅延により市場の波乱を生じ、これまで同様、後追いの取組みをせかされる展開となる可能性が否定できない。

疑われるギリシャ債務の持続可能性

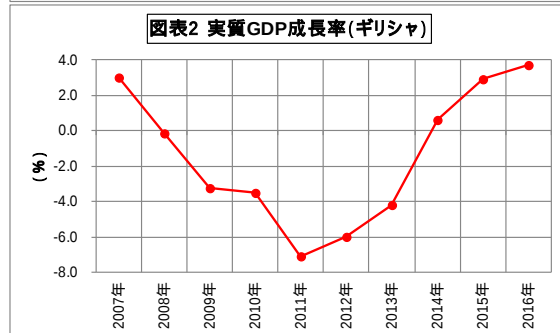
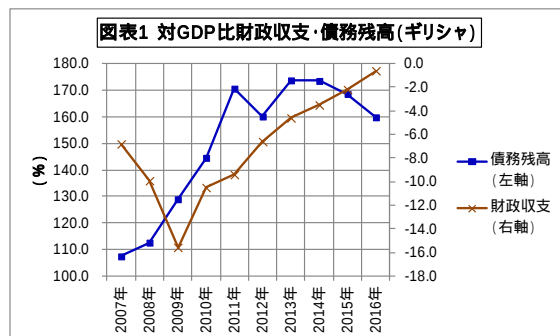
ギリシャ支援については、同国での一層の歳出削減や構造改革への取組みを受け、2回にわたる総選挙を巡る改革遅延で留保されていた金融支援再開について、2012年10月末から協議が開始された。

しかし、11月のユーロ圏財務相会合では、ギリシャの債務残高の削減見通しがたらず、金融支援再開についての協議は紛糾し、さらに2回の会合を実施し11月27日の3回目の会合でようやく合意がなされた。この間、保有国債の減免を通じたECB等公的部門による負担に反対し、一方では債務削減期限の延長を主張するユーロ圏の支援国と、公的部門の負担を求めるとともに債務削減期限の延長には反対の国際通貨基金（IMF）との主張の対立が伝えられた。

結局、金融支援再開はギリシャが国債買戻しを実施することを前提とし、また合わせて、実行済み融資の金利引下げや返済期限の延長、ECBによるギリシャ国債保有で得られる利益の抛出等を実施することとした。これらにより、新たな計画では対GDP比債務残高を2020年には124%に低下させるなどとしたが（図表1）、これは同年に120%に低下させるとしていた従来の債務削減計画をIMFによる譲歩により修正したものである。その後12月には、ギリシャは国債の民間投資家からの買戻しを実施し、額面ベースで319億ユーロ相当の国債の買戻消却を完了させ（注1）、金融支援は再開された。

このように、市場の落着きのなかで年末に向けてバタバタと重要な決定がなされたが、今回の支援策見直しにおける前提の甘さが危惧されている。

何よりも、2012年には実質GDPの前年



（資料）＜参考文献＞のデータから農中総研作成。
ただし、＜参考文献＞に示されていない2010年以前のデータはIMF “World Economic Outlook Database, October 2012”により補った。

比成長率が連続5年目のマイナスになるギリシャ経済が、2年後の2014年にはプラスに転じるとの支援国による想定（図表2）には無理があるように考えられる。また今回国債の買戻しに応じたギリシャの銀行の財務の悪化も懸念され、必要な追加資本注入額は想定される275億ユーロを今後さらに超える可能性が出ている。

実際に支援国側自身も今後のギリシャによる改革遂行についてはリスクを認識しており（注2）、12月13日のユーロ圏財務相会合においても、2020年に124%の債務残高目標を達成できない場合には追加支援を行うとの方針を明示している。

以上の内容を踏まえると、今回の支援策は2013年のドイツ等主要国における選挙を乗り切るまでのつなぎ策とも考えざるを得ず、早晩ギリシャの改革が行き詰まり、その結果、ユーロ圏離脱懸念が再発する可能性はかなり高いものと考えておく必要がある。

おわりに

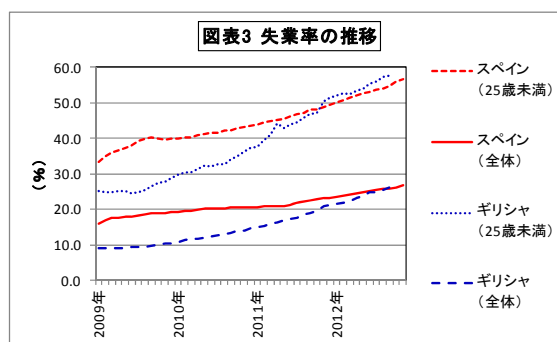
さて、1月に入り発表されたユーロ圏17ヶ国の昨年11月の失業率は11.8%となり、1999年の統一通貨導入以来の最高水準を更新した。特に25歳未満の若年層の失業率は24.4%と、深刻な状況となっている。各国別には、なかでもスペインでは全体の値が26.6%、若年層では56.5%の極めて高い水準であり、ギリシャがこれを上回りつつあるほか、他の財政悪化国もこれらに続いている(図表3)。

一方、欧州委員会が11月に発表した経済見通しでは、財政改革はドイツ等一部を除けばこれまでの計画以上に長い年月を要する見通しとなっており、このままでは経済への下押し圧力がさらに長期間継続し、経済停滞の長期化が予想される。こうしたなか、社会不安の拡大とそれに伴う政権の不安定化がユーロ圏の大きな潜在的なリスクになっている。

2月に総選挙が実施されるイタリアにおいても、モンティ首相が支持する中道派の政党連合に対しては国民の高い支持は得られておらず、またねじれ国会となる可能性もあり、選挙後、政策の一貫性が損なわれ、市場の信認を失う恐れがある。また、こうした信認喪失は、政治面でちぐはぐな対応が目立つフランスにも波及し、さらに市場波乱を拡大する可能性もある。

このほか、スペインでは、引続き自治州の財務悪化や2012年11月には過去最高の11.38%に達した銀行の不良債権比率の継続的な上昇があり、今後改めて波乱の芽となることが考えられる。

また、経済規模は小さいものの、キプロスへの支援は、マネーロンダリング疑惑等にかからみ支援策取りまとめが難航し



(資料) 欧州連合統計局(Eurostat)のデータから農中総研作成。

(注) スペインは2012年11月まで、ギリシャは同年9月までのデータである。

ているほか、スロベニアへの支援ニーズ波及の可能性も出ている。

一方、いったん市場波乱が再燃すれば、支援策で前提としているポルトガル、アイルランドの市場復帰も困難になる。

.....

昨秋以降、ユーロ圏での OMT の導入決定、中国経済の底打ち感、米国の景況感改善、日本の新政権への期待等が相次ぎ、世界的にリスクオンの動きが加速している。しかしながら、少なくともユーロ圏については、米中経済主導での経済回復への転換を想定するには時期尚早であり、財政危機の本質にも大きな変化は生じていない。このため、危機対策の遅延、政治面の不安定化、ギリシャ情勢の悪化等で一挙にセンチメントが反転し、市場が波乱含みの展開となる可能性が残されている。(2013年1月23日現在)

<参考文献>

- ・ European Commission (2012年12月) “The Second Economic Adjustment Programme for Greece – First Review”

(注1) これを受け、また議会承認を必要とする各国での手続きを経て、ギリシャに対する支援再開は12月13日のユーロ圏財務相会合で正式承認された。

(注2) <参考文献>において、ギリシャの連立政権の不安定さによる政治面での実行力の弱体化の懸念や経済停滞の影響等を指摘し、今後の改革実行に伴うリスクが大きいことを記述している。