

情勢判断

海外経済金融

拡大が続く“ユーロ・プレミアム”と欧州の今後

～ユーロ圏の協調推進の裏で進む EU の求心力低下～

山口 勝義

要旨

10月の首脳会議では「包括策」の合意に至ったものの、市場はユーロ圏の問題解決の困難さに対し警戒感を強めている。一方、問題対応でユーロ圏の協調が進むにつれ、EU内では求心力の低下が現れるなど、欧州で大きな構造変化につながる動きが生じつつある。

首脳会議での「包括策」の合意

前日の夜から合計約 10 時間に及んだ欧州連合（EU）およびユーロ圏の首脳会議は、10月27日の早朝になりようやく合意に達した。事前には、ユーロ圏の信任を回復し現下の金融市場の緊張を緩和するための「包括策」（a comprehensive set of measures）の合意は困難との観測が流れたこともあり、会議の結果は市場で大きな注目を集めていた。

主な合意内容は、次のとおりである。

- **ギリシャ国債の債務再編について**
ギリシャ国債に対する民間投資家の損失負担を、7月合意の元本の21%から50%に増加させることとし、新たな支援策を2011年末までに策定する。
- **欧州の銀行の資本増強対策について**
中核的な自己資本であるコア Tier 1 比率を9%以上に引き上げることとし、2012年6月末までに増資を完了させる。
- **欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の拡充策について**
支援各国による負担を増加させずに、保証機能の導入等で、EFSF の実質的な規模を約1兆ユーロに拡大する。その具体的なスキームを11月中に策定する。
- **財政規律の監視態勢強化と経済・財政**

面での協調推進について

ヨーロッパ・セメスターやユーロ・プラス協定^(注1)を適切に運用するとともに、さらに税制面等での協調強化の検討を進める。

• 経済統合をより深化させるための具体的な手順の策定について

部分的な条約改正を含め、2011年12月中の中間報告を経て、2012年3月までに具体的な手順を策定する。

これに対し、合意に至った事実を一旦は好感した市場であったが、足元のギリシャ対策について具体化の過程で懸念材料が多いこと、中長期的な対策についても単に方向性が示されるにとどまったことで、翌28日には早くも合意内容の実効性に対し懐疑的な見方が台頭し、市場は反転に向かった。さらに、31日にギリシャのパパンドレウ首相（当時）が、EUの支援受入れの是非等を国民投票に問う考えを示したことにより、同国の財政破綻懸念が再燃し、市場は急落した。

なかでも、今回の「包括策」のうちEFSFの拡充策については不透明感が強く、より経済規模の大きいイタリア等への財政危機波及が懸念されているなか、その対応能力への市場の疑念が強まっている。

不透明な EFSF 拡充策のゆくえ

現在、EFSF 拡充策としては、新発国債の元本に対する保証機能の導入と、投資事業体 (SPV) 設立、の 2 つの手段が検討の対象とされているが、については一部分の保証で市場の鎮静化効果が十分確保できるかどうか不明であり、またについては具体的なストラクチャーの他、IMF や新興国の出資が得られるのかどうか未確定のまま残されている。

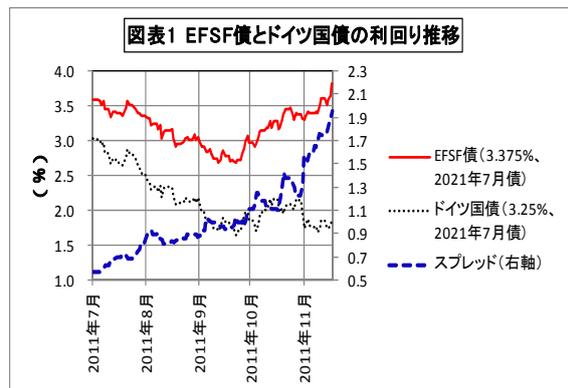
これにフランスの AAA 格からの格下げ懸念も加わり、ともに AAA 格を有する EFSF 債とドイツ国債との利回りスプレッドは拡大を続けている (図表 1)。また 11 月初めに発行が予定されていたアイルランド支援原資調達のための EFSF10 年債は、国民投票に関連したギリシャ情勢の混乱もあり十分な投資需要が見込めず、50 億ユーロを 30 億ユーロに減額したうえ、結局、発行は一旦延期となった。

EFSF がその実効性を確保できない場合には支援の枠組みが大きく揺らぐことになるため、このように、市場は EFSF にかかる動向を慎重に見極めようとしている。

ユーロ圏の不均衡拡大

以上の一連の動きは、依然として終息への道のりが遠いユーロ圏の問題の困難さを改めて印象付けるものであるが、その背景には、17 ヶ国にまで増加したユーロ圏加盟国の多様化 (図表 2) がある。

ユーロ圏では、各国の経済情勢に応じた政策金利の変更や通貨価値の変動を通じた調整機能が存在しないため、域内の経済情勢を極力均一なものに維持することが重要な前提になる。このため、ユーロ圏は、加盟国が通貨ユーロ導入に先立って満たすべきマクロ経済情勢にかかる収斂基準を有しているが、最近ではこれ



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

図表 2 ユーロ圏拡大の経緯

年月	事項	導入国数
1999年1月	統一通貨ユーロ導入 (オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン)	11
2001年1月	ギリシャがユーロ導入	12
2002年1月	ユーロ流通開始	
2007年1月	スロベニアがユーロ導入	13
2008年1月	マルタ、キプロスがユーロ導入	15
2009年1月	スロバキアがユーロ導入	16
2011年1月	エストニアがユーロ導入	① 17
区分	国名	国数
導入候補国	ブルガリア、チェコ、ラトビア、リトアニア、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、スウェーデン	② 8
非導入国	英国、デンマーク	③ 2
EU加盟国数合計 (①+②+③)		27

(資料) EU のホームページ等から農中総研作成。

らが基準を外れて拡散する傾向が顕著になっている^(注 2)。その背景には、経済成長の潜在性が高いいわゆる周辺国では、強い内需に対し相対的に低い欧州中央銀行 (ECB) の政策金利のもと資金が流入し、インフレ気味となり、実質的な為替レートが上昇し、これにより経常赤字が拡大しがちとなるという傾向が働いている。一方コア国では、逆の現象が現れやすい。

最近の加盟国の多様化で、こうした不均衡拡大の可能性は一層高まっている。そして、これに対し、財政緊縮政策や経済の構造改革を進めたとしても、産業構造等に大きな相違があるなかで経常収支等の不均衡解消には自ずと限界がある。

拡大続く“ユーロ・プレミアム”

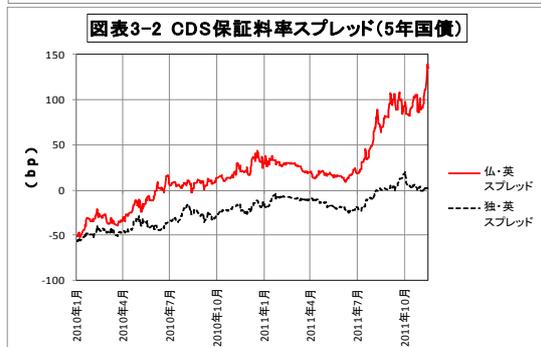
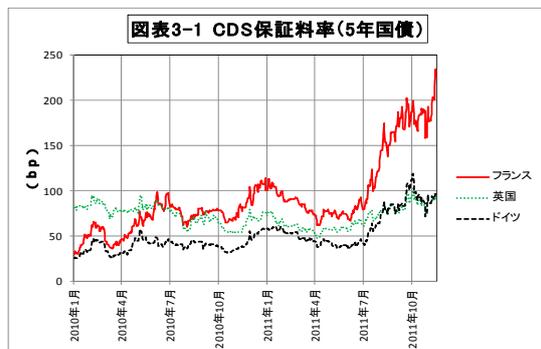
このため、域内で統一された財政の仕組みを持ち、財政支援を含めて必要な調整を行うことが重要となるが、通貨・金融政策は統合の一方で財政は各国分権とするいわゆる「ユーロ圏の構造的問題」がその障害となっている。ユーロ圏では、徐々には財政協調へ向けて動きつつあるものの、徴税権を含む財政主権の放棄や財政悪化国への継続的な支援負担に対して国民の反発が強いこと、またEUの条約改正がハードルとなること等で、こうした動きは遅々としたものに止まっている。

このように、ユーロ圏の財政問題終息のためには、実効性ある個別の財政悪化国対策のみならず、実効性ある構造問題対策が求められるわけであるが、この双方に明らかな改善や、迅速に実行可能な具体的な行程を示すことは容易ではなく、問題の長期化が予想されている。

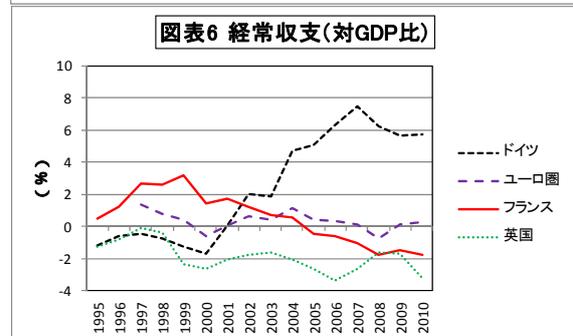
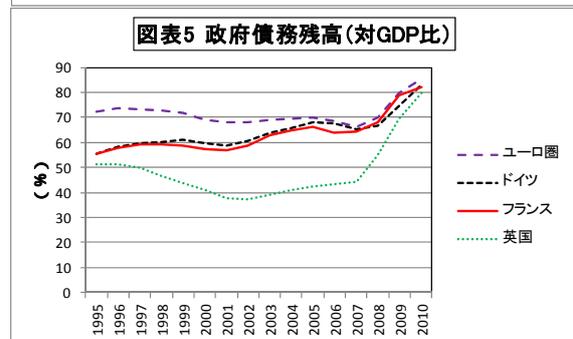
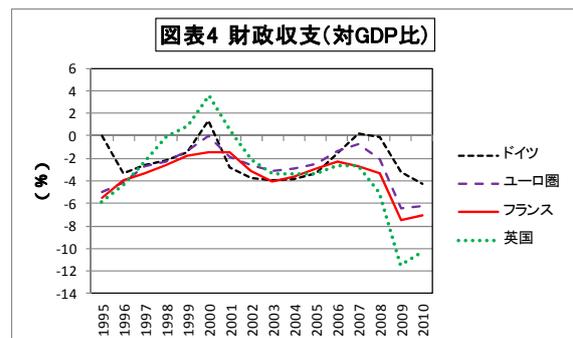
こうした状況を受け、ユーロ圏の財政

問題に対する市場のリスク評価を如実に示しているのが、いずれもAAA国である、ドイツやフランス(ユーロ圏)と英国(非ユーロ圏)の間のスプレッドである。

図表3はクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率とそのスプレッドの推移であるが、図表4~6で示されるように財政や経済競争力で特段強みを持たない英国が図表3では優位な立場にあることは、当該スプレッドがユーロ圏のリスクを体現した一種の“ユーロ・プレミアム”を示しているものと解釈できる。同スプレッドは、特に市場が混乱した7月以降、拡大傾向を強めている。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。
なお、原データは CMA NY。



(資料) 図表 4、5 は Eurostat の、図表 6 は IMF (World Economic Outlook) のデータから農中総研作成。

EU内の求心力の低下と欧州の今後

上記の市場の警戒感の高まりに対し、前述のとおり、ユーロ圏では、構造的問題対策として条約改正も含めた財政協調へ向けた取組みが始動しつつある。しかし、このようにユーロ圏が協調に向かうにつれ、一方でEU全体としては求心力低下を示す動きが現れつつある。

9月28日、バローゾ欧州委員長は、投機的な取引を抑制する等の目的で、金融取引税をEU内で2014年にも導入する方針を示した。これには、独仏等の賛成に対し、英国やデンマーク等は強く反対しており、その後ユーロ圏のみでの導入に検討が移っている。

また、10月24日、英国下院では、英国がEUに残留すべきかどうかを問う国民投票実施を求める動議が審議された。これは反対多数で否決されたものの、伝統的にEU懐疑論が強い与党保守党内では、幹部議員は連立先の自民党にも配慮しつつEU加盟によるメリットを尊重する現実主義的な立場を取る一方で、一般議員の間には反EUの動きが表面化しつつある。なお、英国の有力なシンクタンクであるOpen Europeは、統合市場は英国にとって重要ではあるものの、EUの全ての加盟国に遍く適用される政策(one-size-fits-allの政策)は英国に不要な多額の費用を強いているとするレポートを近く公表するとしている^(注3)。

さらに、非ユーロ圏の国々は非公式会合を持ち、自らの利益のEU内での確保策を協議しているとの報道もある^(注4)。

確かに、例えば労働政策や財政政策の統合、監督強化など、ユーロ圏で必要な政策は、必ずしもEU全体として重要な政策と一致するとは限らず、ユーロ圏内の

協調推進が非ユーロ圏との分裂を促すことになる可能性が否定できない。また、非ユーロ圏内にもユーロ導入を目指す国々とそれを想定しない国々が併存するため、各グループのニーズで個別の動きが生じる可能性がある。さらに、経済成長鈍化でパイの拡大が見込めないなか、自国の事情を優先する動きも生じやすい。

一方ユーロ圏でも、危機対応や不均衡対応に窮した結果、分裂に追い込まれる可能性は、イタリア問題で以前に比べ高まっている。当事者は否定したが、最近ロイターは、独仏がEUをより少数の国々からなるユーロ圏と、これを取り巻くゆるやかに統合された国々とに再構築する案を検討していると報じている^(注5)。

このように、欧州全体として従来の多国間協調の枠組みに変化を生じる動きが現れつつあり、その動向には注意が必要となっている。(2011年11月21日現在)

(注1) ヨーロピアン・セメスターは、EU加盟国の経済・予算政策を毎年、半年単位で相互に監視監督する仕組みで、2011年1月に導入された。一方、ユーロ・プラス協定は、ユーロ圏各国の退職年齢や年金制度の統合等、幅広い分野の経済政策の協調を目指すもので、2011年3月のEU首脳会議で採択され、12月中に適用開始の見込みである。ユーロ圏以外からも、デンマーク等6ヶ国が参加している。

(注2) 山口「通貨ユーロを巡る構造的な問題点」(『金融市場』2010年10月号)を参照されたい。なお、ユーロ圏では、“The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 140(1)、およびこれに付属するProtocol No.13で、消費者物価上昇率、財政収支・債務残高、為替変動、長期金利変動にかかる収斂基準を設定している。

(注3) Open Europe (2011/11/7) “Open Europe press summary”による。これによれば、近く公表のレポートでは、労働政策等のEUの共通社会政策に従った場合に生じる英国の追加的な負担は年間86億ポンド(約1兆円)に上り、これを独自の政策に振り向けた場合、6万～14万人の雇用創出効果を持つ政策の導入が可能との結論を示すとしている。

(注4) 例えば、Financial Times (2011/10/27) “British premier makes effort to court fellow ‘outs’”による。

(注5) Reuters (2011/11/10) “Analysis - Euro zone failure could be vast geopolitical shock”による。