分析レポート

海外経済金融

ユーロ圏財政危機の原因・経過・今後

～主要な問題点は財政分権と経済成長軽視～

山口　勝義

内容

1. はじめに
2. 財政問題の表面化とその深刻化
(1) ギリシャの粉飾発覚と問題の波及
(2) 財政規律強化への取組み
(3) ギリシャ問題の深刻化
(4) 債務返済能力の問題に至った経緯
3. 財政問題の発生・困難化の原因
(1) 甘い財政規律と単一通貨・金融政策
(2) 財政分権の問題点
(3) 経済成長の軽視
(4) 遅い意思決定と弱い中長期的視点
4. 財政危機への変質と危機対応
(1) 問題深化への危機感の高まり
(2) 12 月 EU 首脳会議の評価
5. おわりに: 終わらない欧州の問題
(1) 恒常的な支援ニーズの発生
(2) ナショナリズムへの揺り戻し

1. はじめに

2009 年 10 月にギリシャで表面化した財政問題は、アイルランドやポルトガルを巻き込み、ユーロ圏の財政問題として拡大した。折から、2000 年代後半におけるスペインやアイルランドにおける不動産バブルの崩壊に伴う銀行支援や、08 年 9 月のリーマンショック以降の経済対策等で、各国では政府債務が増大しており、問題の広範な波及が懸念された。

その後、ユーロ圏での対策が後手に回る間に、当初はいわゆる周辺国の、しかも経済小国の問題であった財政問題が変質し、特に 11 年の夏場以降は、広くユーロ圏の国々に影響が波及する可能性が高まるなど、財政危機の様相を呈した。この結果、ユーロ圏解体もひとつの現実的なリスクシナリオとして意識せざるを得なくなったばかりか、銀行危機を通じた世界経済への甚大な影響も懸念されるに至った。

これに対し、直近では、11 年 10 月の欧州連合（EU）およびユーロ圏の首脳会議で、ユーロ圏の信認を回復し金融市場の緊張を緩和するための「包括策」を取りまとめたほか、12 月の EU 首脳会議では、国際通貨基金（IMF）を活用した新安全網の整備、恒常的支援の仕組みである欧州安定メカニズム（ESM）の設立前倒し等に加え、財政規律強化のために政府間条約を締結することで合意した。特に、財政にかかる条約見直しに着手することは、将来の財政統合に向け、ユーロ圏にとり大きな一歩と言うことができる。

しかしながら、財政規律強化はユーロ圏の重要な課題である財政支援を含む財政協調とは直接には結びつかず、また求められる厳しい財政改革は経済成長の重荷となることが考えられる。一方、足元の危機対策としての新安全網の整備等も、支援ニーズが経済規模の大きい国に及んだ場合には力不足は否めない。

本稿は、こうしなか、表面化から既に 2 年を経たユーロ圏の財政問題について、問題拡大の経緯や発生の原因等を振り返るとともに、今後の方向性について考察するものである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2. 財政問題の表面化とその深刻化

(1) ギリシャの粉飾発覚と問題の波及

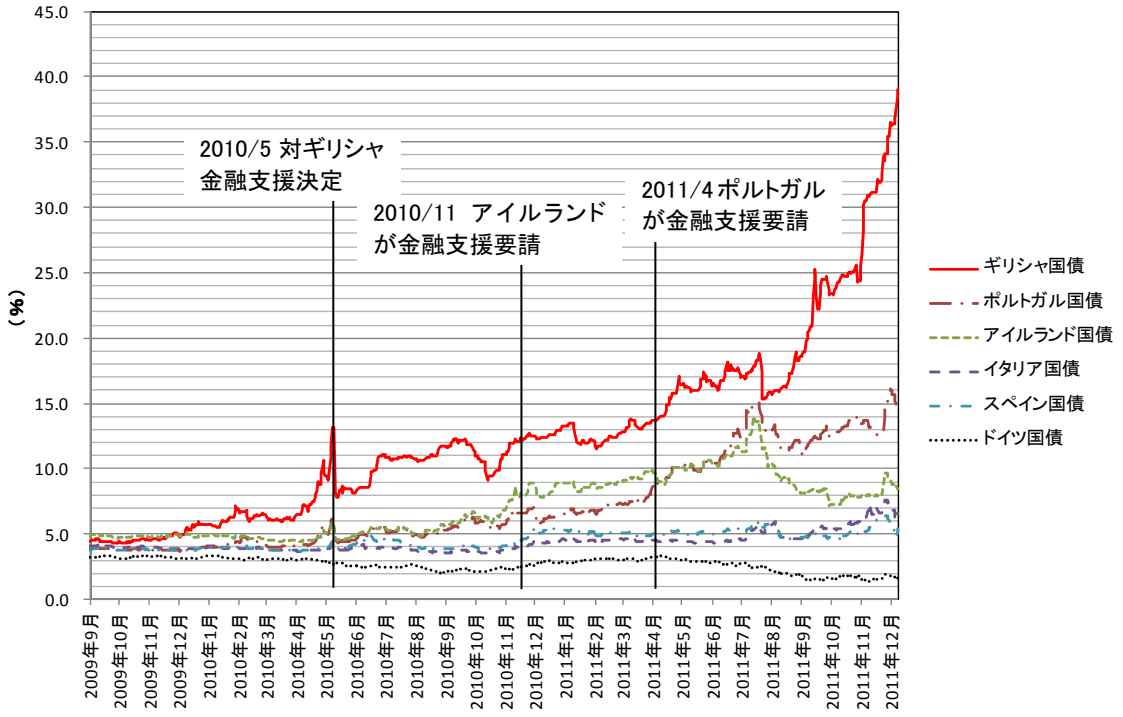
ユーロ圏の財政問題の発端となったのは、09 年 10 月、ギリシャで政権交代を機に発覚した政府財政の粉飾であった。新政権が例えば 09 年の財政収支見通しを旧政権による▲3.7%から▲12.7%に大幅に修正し、さらにその後も▲15.4%に再修正するなど粉飾の程度は甚だしく、12 月には、S&P、ムーディーズ、フィッチが、当時それぞれ A-/A1/A-であったギリシャ国債の格付けの引下げを開始した。

これを受け、ギリシャの資金調達は急速に困難化することとなり、金融支援の必要性が認識された。しかしながら、主として独仏間の意見対立が表面化し、ギリシャのデフォルトがいよいよ現実味を帯びた10年5月に至るまでその合意は得られず、この間、市場の混乱は一層高まることとなった。

ここでの独仏の主な対立は、限定的な例外を除き国家への支援を禁ずるEUの条約(注 1)を尊重するドイツに対しフランスは緊急時における柔軟な支援対応の必要性を主張する点にあったが、その後も続いた各国の足並みの乱れ、意思決定の遅さを、問題表面化の当初から市場参加者に強く印象付ける結果となった。

結局、10 年 5 月、EUおよびIMFにより、ギリシャに対して総額 1,100 億ユーロに上る金融支援策が取りまとめられたほか、ユーロ圏では財政悪化国への支援の仕組みとして欧州金融安定ファシリティー（EFSF）4,400 億ユーロが構築された。しかしながらその後も、財政悪化国の国債利回りは上昇を続け、10 年 11 月にはアイルランドが、また 11 年 4 月にはポルトガルが、ギリシャと同様に金融支援を要請することとなった（図表 1）(注 2)。

図表1 欧州の長期国債利回り推移



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(2) 財政規律強化への取組み

ユーロ圏では、財政問題を拡大させた主要な要因はこれまでの財政規律の甘さとそれに伴う放漫財政であったとの認識のもと、こうした個別国への支援と共に、一方では財政規律にかかる管理態勢の強化にも取り組んできた。

ユーロ圏では、通貨ユーロ導入に先立って加盟国が満たすべき消費者物価上昇率、長期金利、財政収支・債務残高等のマクロ経済情勢にかかる収斂基準を有している(注3)。また導入後においても、特に財政の健全性については上記収斂基準と同様の次の水準をそのモニタリング基準として置き、加盟国に対し遵守を求めている(注4)。

① 対GDP比3%以内の財政赤字
② 対GDP比60%以内の政府債務残高

しかしながら、これまで、これらの基準に抵触する事実が認められたとしても一時的な抵触と整理されたり、あるいは明らかな改善傾向が認められる場合には抵触が容認されたりするなどの運用がなされていたことで、抵触時の警告、制裁等を含め、各国による基準の遵守状況をモニタリングする相互監視の仕組みの実効性に課題があったものと認識された。

これに対し、その後、各国で財政改革計画を具体化するとともに、11年1月にはEU加盟国の経済・予算政策や財政規律の遵守状況を毎年、半年単位で相互に監視する仕組みとして「ヨーロピアン・セメスター」を導入した。

このように、欧州では個別国での財政改革とともに、ユーロ圏として問題の再発防止のために管理態勢強化が図られてきたわけであるが、こうした仕組みの実効性を市場は慎重に見極めようとした。

(3) ギリシャ問題の深刻化

上記の両面での取組みにもかかわらず、市場はその実効性に対し十分な信認を与えず、その後も支援を受けた国々も含めて財政悪化国の国債利回りは上昇を続けた（図表1)。

こうした中において、11年4月に至り、ギリシャ国債の債務再編（元利金減免、償還期限延長等）の思惑が急速に高まることとなった。10年5月に開始された対ギリシャ金融支援では、12年から中長期国債の発行再開を組み込んでいたが、上記の市場環境下、投資家の買い手控え感は強く、極度の消化難となることは必至であるとの見通しがその根拠であった。

これに先立ち、EUおよびIMFが11年1～2月に実施した四半期毎の財政改革計画の進捗状況等に関する検証で、ギリシャの持続可能な水準を超える債務残高継続の可能性や調達市場への復帰の困難性が明白に示されていた(注5)。

このうちIMFによる財政の持続可能性分析では、ベースケースにおいてさえも、GDP比債務残高は当時の約140%から、12年にピークの約160%に達した後、ようやく20年に至って130%程度まで減少するという極めて厳しい状況を浮き彫りにしていた。また、経済成長鈍化、金利上昇等のより厳しい前提下でのストレスケースでは、GDP比債務残高が170%程度に留まったまま減少しない可能性や、さらには債務残高が増加し続けていく可能性が示された。実際に、ギリシャでは、経済成長率は既に計画値を下回り、国債利回りも大幅に上昇を続けるなど、大変厳しいストレス下にあった。

この財政の持続可能性分析が示唆するものは、債務残高の高止まり、更には増

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

加方向への拡散の可能性の高まりであり、ギリシャが資金繰りの問題のみならず、国債の元利金減免、償還期限延長等の債務再編の必要性に直面しつつあるという事実に他ならなかった。

つまり、ギリシャの財政問題は、表面化当初は、市場での資金調達に支障があるため、資金繰り破綻を回避するために国際的な金融支援を行った、「流動性」が主な焦点の段階であった。しかし、支援によって時間の猶予を与え財政改革を促したものの、その後も改革は順調には進まず、「債務返済能力」自体がクローズアップされる段階に移行したわけである。

こうした状況を受けたギリシャに対する追加支援策については、ドイツの主張に基づき銀行を中心とした民間投資家に負担を求めることを決定したが、具体的な負担策については考え方が一転・二転し、ようやく 11 年 7 月のユーロ圏首脳会議で大枠の合意に達した。さらに、その後の市場情勢の悪化で民間投資家の負担割合等の見直しが迫られることとなったが、調整は難航しており、取りまとめは 10 月首脳会議で合意した 11 年末の期限から更に遅延する見通しとなっている。

(4) 債務返済能力の問題に至った経緯

では、そもそも「流動性」が焦点の初期段階において、ギリシャの財政問題を鎮静化させるために必要な条件とはどういったものであったのだろうか。それは、①ギリシャで財政改革や経済の構造改革が進捗し、②その結果、同国の競争力が回復することで経済成長が実現し、③加えて、ユーロ圏全体として財政問題の再発防止策等の管理態勢の実効性が確認されること、と考えられる。

ここで、③については前述の財政規律強化への取組みが図られたが、①、②については、一連の改革への取組みの中で、民間活力の活用等を通じ経済が競争力を回復することにより、その成長を実現することが期待されている。また、調達金利を上回る経済成長率を維持することが債務残高の削減に大きな効果を持つことから、逆に、経済成長が財政改革を促進することとなる(注 6)。つまり、財政問題の終息には、財政改革と経済成長が相互に寄与し合う好循環に入ることが重要な前提と考えられるわけである。

しかしながら、財政悪化国を取り巻くマクロ経済環境は、緊縮財政のもと、11 年 4 月、7 月の欧州中央銀行（ECB）による政策金利の引上げ、それに伴うユーロ高等、経済成長実現にとっては大変厳しいものがあった。また、経済を支える銀行の体力にも不安感が強く残っていた。さらに、特にギリシャでは、高止まりした労働コスト、限られた輸出産品等の困難な制約があり、こうした競争力の脆弱性からの脱却を果たすことは困難であった。

また、財政改革自体にしても、3 年間程度の比較的短期間での厳しい改革は、急速・大幅な税率引上げ、年金支給条件の悪化、失業率上昇等を通じ国民に大きな負担を強いることとなり、これに対する不満はデモ等に継続的に現れ、社会の不安定化を招いた。

こうしてギリシャでは、「高債務＋高国債利回り＋低成長⇒債務不履行リスク増大⇒国債利回り上昇⇒さらに債務不履行リスク増大⇒・・・」という悪循環で、景気後退と財政問題悪化の負のスパイラルに直面したと捉えることができる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

3. 財政問題の発生・困難化の原因

(1) 甘い財政規律と単一通貨・金融政策

以上のとおり、ユーロ圏の財政問題発生原因には、財政規律の甘さとそれに伴う放漫財政や財政粉飾があった。

これに加え、リーマンショック後の経済対策に伴う各国での政府債務残高の増大が、財政問題の拡大を助長することとなった。また、スペインやアイルランドでは、不動産バブル崩壊に伴う銀行支援で、政府債務残高が急増していた。ECB が政策金利を引き下げた 2000 年代前半には、これらの国々で不動産価格の上昇が顕著となったが、その後 2000 年代後半のバブル崩壊が銀行危機をもたらし、公的支援が不可避となった。

ユーロ圏では、単一金融政策のもと、経済情勢の如何に関わらず共通の政策金利が適用されることになる（“one size fits all”の金融政策)。このため、経済成長の潜在性が高い南欧等のいわゆる周辺国では、強い内需に対し、政策金利がインフレ基調のもと実質的に低くなることで投機的な資金が流入しやすくなり、これがバブル発生の主要な要因となった。また、これらの国々においては、インフレで実質的な為替レートが上昇し、経常収支の赤字が拡大しがちとなるが、単一通貨のユーロ圏では通貨価値の変動を通じた調整機能は存在しないという制約がある。

この一方で、ドイツ等のコア国では逆の現象が現れやすく、ユーロ圏での各国の経済格差は拡大する可能性を常にはらんでいる。

このように、単一通貨・金融政策が財政問題のひとつの背景になったと言える。

(2) 財政分権の問題点

これに対し、前述のとおり、ユーロ圏では通貨ユーロ導入に先立って加盟国が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。しかしながら、最近では、ユーロ導入後に各国でこれらが基準を外れて拡散する傾向が強まっている。

今ではユーロ圏は加盟国が 17 ヶ国にまで増加しており（図表 2)、その産業構造の多様化等で、こうした収斂基準や経常収支に不均衡が拡大する可能性は一層高まっている。これに対し、各国で財政改革や経済の構造改革を進めたとしても、労働コストの引下げや輸出産品の拡大等で経済競争力を改善し、財政赤字を削減することで不均衡を是正するには自ずと限界がある（図表 3、4)。

このため、ユーロ圏では、域内で統一された財政の仕組みを持ち、各国の財政の運用を適切にコントロールするとともに、経済が停滞する国への財政支援を含めて各国間で必要な調整を行うことが重要となる。しかしながら、ユーロ圏では、通貨・金融政策は統合した一方で、徴税権等の各国の財政主権を尊重し、財政は各国分権とする建付けを維持しており、これが「ユーロ圏の構造的問題」として、財政問題を深化させ、その解決を困難にする要因となっている(注7)。

この問題に対しては、11 年 3 月の EU 首脳会議で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・財政政策の協調を目指す「ユーロ・プラス協定」が採択され具体的な一歩を踏み出すこととなった。その後も、6 月のトリシェ ECB 総裁（当時）による「ユーロ圏財務省」の検討提案や、8 月の独仏首脳会談での「経済政府」設立提案等がなさ

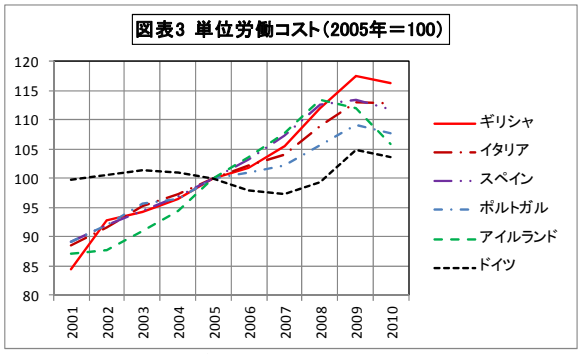
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表 2　ユーロ圏拡大の経緯

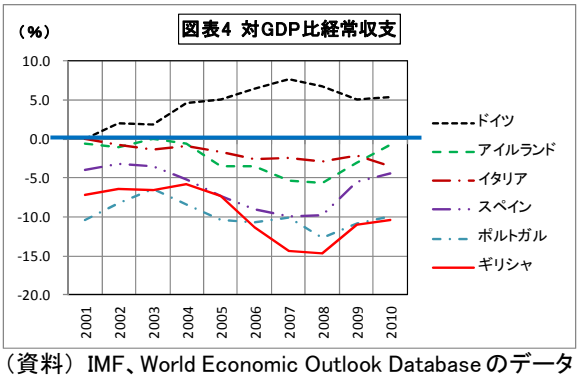
年月	事項	導入国数
1999年1月	統一通貨ユーロ導入 （オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン）	11
2001年1月	ギリシャがユーロ導入	12
2002年1月	ユーロ流通開始	
2007年1月	スロベニアがユーロ導入	13
2008年1月	マルタ、キプロスがユーロ導入	15
2009年1月	スロバキアがユーロ導入	16
2011年1月	エストニアがユーロ導入	① 17

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



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成



（資料） IMF、World Economic Outlook Database のデータから農中総研作成

れてきた。

しかしながら、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支援側に立つ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、これまでその動きは遅々としたものに止まっている。

(3) 経済成長の軽視

前述のとおり、財政問題の終息には、財政改革と経済成長が相互に寄与し合う好循環に入ることが重要な前提と考えられるが、ユーロ圏では財政改革を急ぐ一方で経済成長を軽視した点を、財政問題を困難化したもうひとつの主要な要因として指摘することができる。

ユーロ圏では、ギリシャ支援をはじめとして、これまで短期間での厳しい財政改革策で財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待で経済成長の底打ちを図るというアプローチを採ってきた。これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの期待により、緊縮財政の負の効果は相殺されるとするいわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

しかしながら、現実にはユーロ圏では、国民が改革に疲弊し大規模なデモやストが相次ぐギリシャの社会情勢に象徴的に示されているように、こうした期待は有効には機能しなかった。

競争力のある輸出産業を持たないギリシャ等財政悪化国の産業構造、既に政策金利は低く金融緩和のポリシーミックスを採用し難い ECB など、諸環境は「財政政策の非ケインズ効果」発現のためには適合的ではなかった。また、世界経済がまだサブプライム問題以降の景気回復過程にあったことや、世界的な規模での財政健全化への取組みであったことにより、経済成長を力強く牽引できる国が限られていた点も同効果を期待するには困難な環境のひとつであったと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

つまり、ユーロ圏では緊縮財政が景気に及ぼす負の影響が過小評価されていたわけであり、現実にギリシャでは、財政再建計画の頓挫、長期金利の更なる上昇等を通じ、景気後退と財政問題悪化の悪循環に陥ってしまった(注8)。また、ユーロ圏全体としても11年夏ごろから、急速に経済の減速感が強まってきており、ドイツも含め、生産や輸出は減速し、消費も力強さに欠ける展開となっている。

これに対し、IMFは11年9月改訂の世界経済見通し等で「11年には、世界経済は大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った」と指摘するとともに、市場の圧迫を受けている国では財政改革を進めることが最優先の課題である一方で、財政改革に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には景気刺激に配慮すべきであるとの考え方を示した(注9)。しかしながら、今ではAAA格付けを有する国も含め格下げリスクに晒されており、仮にユーロ圏が財政規律厳格化の方針を一時的に緩和したとしても、各国とも現時点では動きが取れない状況に追い込まれている。

この結果生じる財政問題長期化の見通しが企業や消費者の行動を保守化させ、各国での緊縮財政や、自己資本比率改善が求められている銀行の与信圧縮の動きとともにユーロ圏の経済成長を鈍化させる要因となっている。また、逆に経済成長の鈍化が、債務残高の削減のために期待される経済成長率の確保を困難とし、財政問題終息までの過程を一層長期化させることになる。経済成長を軽視し、財政改革を急ぎ過ぎたユーロ圏やIMFの政策対応が、こうした悪循環を誘引したものと言うことができる。

(4) 遅い意思決定と弱い中長期的視点

以上に加え、ユーロ圏での遅い意思決定と弱い中長期的視点での対応が、問題困難化の一要因となった。

09年10月のギリシャでの財政問題表面化後、支援にかかる交渉は紛糾し、翌年5月、ギリシャの債務不履行を目前にするまで、支援策の合意は得られなかったことは前述のとおりである。

その後も、重要な意思決定を迫られる局面で、関係国等の間で考え方の対立が事あるごとに際立ち、市場にユーロ圏における意思決定の遅さを印象付けることとなった。また、財政健全国等では、財政悪化国に対する終わりの見えない支援継続への有権者の反発もあり、国内事情を重視する政治的な動きが生じ、ユーロ圏の足並みの乱れを助長した（図表5)。

また、ユーロ圏では中長期的視点での対応として、経済・財政政策にかかる各国の協調や相互監視の仕組みの構築、財政悪化国に対する恒久的な支援制度である欧州安定メカニズム(ESM)の提案、EFSFの規模・機能の拡充等にも取り組んできた。しかしこれらへの注力は個別国対応に比べれば後追いであり、また、交渉の過程で、当初構想された財政悪化国に対する自動的な罰則適用は見送られ、政治的な裁量余地を残す方向で調整されるなど、その実効性が弱められる事例も生じた(注10)。

このように、ユーロ圏では財政規律の甘さや財政分権という問題点対応は図られたものの、合意に時間を要し、中長期的視点が弱く、その時々の市場動向に応じた小出し対応に止まり、市場はこれを改めて国債の利回り上昇の形で評価することとなった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表 5 関係国間での考え方の対立等（事例）

2010年10月	メルケル独首相は、財政悪化国に対する恒久的な支援制度である欧州安定メカニズム（ESM）の創設検討に当たり、フランス等の反対に対し、国債の秩序ある債務再編手順の導入を強く主張した。 これに伴う市場混乱が、2010年11月にアイルランドを国際的支援要請に追い込むきっかけとなった。
2010年12月	メルケル独首相は、ルクセンブルグ首相およびイタリア経済財政相によるユーロ共同債の導入にかかる提案に対して即座に反対を表明し、これがまた提案者の強い反発を招くなど、ユーロ圏の中でぎくしゃくした関係が強まった。
2011年5月	ギリシャ対策にかかる会議で、メルケル独首相は納税者のみならず投資家も負担を負うべきとの政治上の観点からギリシャ国債の償還期限延長を主張したのに対し、トリシェECB総裁（当時）は強く反発し、報道では会議を途中退席した。 メルケル首相は、上記の会議後も、引続きギリシャ国債の償還期限延長を強く主張し、ギリシャ対応を材料とした市場混乱の主要な要因のひとつとなった。
2011年10月	財政危機の拡大予防のためのEFSFの規模および機能の拡充について、ユーロ圏全17ヶ国における承認過程で、スロバキア議会で承認が得られず、首相辞任を経て、2回目の採決でようやく承認を得た。
2011年～	フランスでは欧州統合反対の立場を取る極右政党である国民戦線への支持率が上昇しつつある他、オランダやフィンランドにおいても同様の右派勢力の伸長があり、ユーロ懐疑論の土壌形成の気配が見られている。

（資料）各種報道から農中総研作成

4. 財政危機への変質と危機対応

(1) 問題深化への危機感の高まり

こうして、個別の財政悪化国対策や、財政規律にかかる管理態勢強化、財政協調を通じた構造問題対策等に対する市場の信認は得られないまま、ユーロ圏は前記の経済停滞と財政問題長期化の悪循環に直面しつつある。そして、これまではユーロ圏の中でもいわゆる周辺国の、しかも経済小国の問題であった財政問題が、今では、より広範な国々への波及や銀行危機を通じた世界経済への甚大な影響が懸念される財政危機へと変質しつつある。

その第 1 点としては、イタリア等、より経済規模の大きい財政悪化国に支援ニーズが波及する可能性が高まっていることである。第 2 点としては、問題の拡大が、ユーロ圏で財政状況が比較的良好な国々の経済成長に対しても悪影響を与え、またその財政を悪化させる可能性が生じていることである。さらに第 3 点としては、上記を通じユーロ圏の財政問題が深刻化するに伴い、世界経済に大きな影響が波及する可能性が無視できなくなっている点である。

第 1 点については、11 年 11 月に、政治混乱等でイタリア 10 年国債の利回りが 7%台を付けたことで、市場関係者は警戒感を強めることとなった。この利回り水準が継続する場合には、利払い負担の増加が同国の財政を圧迫するのみならず、投資家のポジション調整の動きが加速するとともに、利回り上昇と決済機関の証拠金率引上げとの悪循環にも陥りやすく、過去の経験からすれば、数ヶ月以内には金融支援が必要となることがその警戒感の背景にある。

その際、懸念される点はイタリアの債務残高の大きさである。国内総生産（GDP）はユーロ圏でドイツ、フランスに次ぐ第 3 位と、ギリシャ等に比べ格段に大きく、また、その債務残高はギリシャの約 6 倍、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル合計額の約 3 倍に当たる約 1 兆 8 千億ユーロに達している（図表 6）。このため、仮にイタリアに債務危機が及んだ場合には、EU や IMF による既往の支援の枠組みでは対処が困難になるという、大きな問題をはらんでいる。

次に第 2 点として、こうした危機拡大の影響が、銀行の財務悪化を通じて財政状況が比較的良好な国々に波及する可能

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

性が生じている。

まず、国債等、財政悪化国に対する債権を保有する銀行の資産の悪化がある。ユーロ圏では、ギリシャ等に対する債権については売却や引当によるリスク削減は進んでいるが、イタリア等に対してはまだこれからであり、今後、銀行の財務に及ぼす影響が大きくなる可能性がある。

この結果、銀行の自己資本比率の低下がリスク資産である融資の圧縮として現れ、回復の足取りが鈍い経済に打撃を与えることが考えられる。特にユーロ圏では、日・米等とは異なり、預貸率（貸出金／預金）は平均107%程度と、100%超で推移しているため、銀行の優良資産を含めた融資の抑制や削減が生じやすい構造となっている。

さらに、財務悪化で増資が必要となった銀行の中には、自力での対応が困難な銀行も発生すると考えられる。金融システムの安定性維持の観点から公的資金の注入が必要ともなるが、これは当該国の財政を悪化させることにつながる。

こうした思惑のもと、市場ではイタリア国債ばかりか、既にフランス等の AAA 格付け国の国債も投資家のポジション調整の対象とされ、利回りが上昇する局面も現れている。

第 3 点については、まず、国際的に業務を行うユーロ圏の銀行によるリスク資産の圧縮により、銀行の拠点所在国の実体経済を冷やすことが考えられる。特に金融面で結びつきの強い中東欧の新興国に、その影響がまず大きく現れるものと考えられる。

さらに、銀行財務の大幅な劣化が予想される場合には、リーマンショック時の経験からも、資金繰りの困難化を通じた

図表 6 財政悪化国の政府債務残高
（IMF による 2011 年末予測値）

	政府債務残高（10億ユーロ）	GDPに対する比率（%）
ギリシャ	329	152
アイルランド	148	114
ポルトガル	161	91
スペイン	639	64
イタリア	1,843	120
ユーロ圏合計	9,204	87

（資料）IMF（World Economic Outlook データベース）から農中総研作成

ユーロ圏の枠を越えた銀行経営悪化の連鎖が考えられる。場合によっては銀行の破綻も起こり得る。こうしたシステマティックな銀行危機は、広範な国々の経済に大きなダメージを与えることになる。

この他、ユーロ圏経済の低迷が貿易等を通じて、経済関係の密接な国々の経済に負の影響を及ぼすことが考えられる。非ユーロ圏の国々を含めたEUのGDPは世界合計の約 4 分の 1 のシェアを占めており、その経済成長鈍化に伴う影響は無視できないものになると考えられる。EU からみた貿易相手国の上位 2 国は米国と中国であり、これら 2 大経済大国の経済に及んだ影響は、さらに世界各国に波及していくことになる。また、混乱を通じ減価した通貨ユーロは、通貨高となった国々の輸出を抑制することで影響が及ぶことも考えられる。

しかし、何よりも懸念されるのは、債務危機がイタリア等の大規模国や、さらにはフランス等のコア国に波及する可能性が高まった場合に、既往の支援の枠組みでは債務危機が制御不能に陥ることを見越し、世界の金融市場が暴落することである。この場合、一挙に世界経済に多大の影響が及ぶことになるものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(2) 12月EU首脳会議の評価

こうした危機感の高まりのなか、また12月のEU首脳会議に先立ち、S&Pがギリシャとキプロスを除くユーロ圏15ヶ国やEFSF、EUの格付けを格下げ方向で見直すと発表したことで、この11年12月8、9両日のEU首脳会議は正念場の対応を迫られることとなった。同会議における主要な合意事項は、次のとおりである。

＜①足元の危機封じ込め策＞
- EFSFの規模拡大を、10月首脳会議で合意した保証機能の導入や投資事業体の設立により早急に実現する。
- ESMを12年7月に前倒しして設立する。
- IMFは2,000億ユーロを上限とする新制度を導入する。
- ESMを規定する条約には、民間投資家の負担は織り込まない。

＜②財政規律の強化策＞
- 各国政府は財政均衡（構造的な財政赤字が対GDP比0.5%以下）を図ることとし、これを憲法等に明示する。
- EUは監視態勢を強化し、自動的な罰則制度を導入する。
- 財政規律強化について、(EUの条約の改正ではなく）政府間条約を締結する。

このうち①については、インパクトの乏しいものであった。仮に支援ニーズがイタリア等の経済規模の大きい国に及んだ場合には力不足は否めず、市場の懸念を鎮静化させるには十分とは言えない。

なお、市場では、むしろECBが銀行のみならず国に対しても「最後の貸し手」として機能し、現行の国債買取りプログラムを強化し、より大規模な国債買取り実施を求める声が高まっている。これに対して、ドイツ等は、中央銀行が国家財政に資金供給を行うことになるこうした政策運営（マネタリー・ファイナンシング）に対しては、インフレの可能性や財政規律を曖昧化させるモラルハザードの懸念、また、加盟国への与信行為を禁じたEUの条約(注11)への抵触の可能性等を根拠に強く反対している。ECB自体も、EUの条約で定められた範囲内で機能発揮すべきとして否定的な姿勢を堅持しており、当面具体化の可能性は低い。

一方②については、今回、財政規律強化について条約の見直しにまで踏み込んだ点は評価できる。しかしながら、例えばユーロ共同債には全く触れないなど、ユーロ圏の課題である財政支援を含む財政協調は今後の検討課題として残されたままとなり、逆にその実現の多難性を意識させる結果となった。

また、政府間条約締結完了の目標を12年3月としたが、改めて各国各様の事情が表面化し、想定どおりのスケジュールでは批准は進まない可能性が高い。さらに、新たな政府間条約の締結となったことで、財政規律強化の手段として、EUの条約に基づき設立されているEUの機関（欧州委員会等）を活用するには、法的な制約が生じる可能性が指摘されている。

しかし、何より問題である点は、今回の首脳会議の合意事項が成長戦略に弱い点である。引続き財政改革に注力し、経済の構造改善でコストを引下げ、競争力を強化するということで、経済成長にも一応の配慮は行っているが、問題表面化以降のこれまでの経験は、ユーロ圏は、より厳しい財政規律のもと、経済停滞と財政悪化の悪循環から脱する力に乏しい展開を引続き強いられる可能性が高いことを示唆している。このように、債務危機は今後も長期化する可能性が高い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

5. おわりに:終わらない欧州の問題

(1) 恒常的な支援ニーズの発生

12 月の EU 首脳会議は、事前の危機感の高まりにも関わらず、実質的な内容は十分なものではなかった。しかし、今後、一層踏み込んだ対策が具体化され、

・財政規律のための管理態勢の厳格化
・財政面での協調推進
・支援態勢・危機封じ込め策の強化
・銀行の資本増強
・国債の秩序ある債務再編

等が着実に進められれば、これでユーロ圏の財政危機は終息に向かうと考えてよいのだろうか。

例えばギリシャを取り上げた場合、財政改革とともに経済の構造改革に取り組んでいるとはいえ、経済競争力を回復・強化することは容易ではない。例えば、単位労働コストが高止まりしていることは図表 3 で見たとおりである。また、果実や大理石等が主要な輸出産品であるギリシャが、自動車を輸出するドイツと同等の経済競争力を持つことを期待することは現実的ではない。このため、図表 4 で示された経常収支の格差は、今後も拡大したまま推移する可能性が高い。

この間、ギリシャが市場から資金調達するには困難な状況が続く。また国債利回りの上昇は、追加的な債務再編の必要性を高める。支援ニーズは継続するが、経常収支黒字国から赤字国への不断の支援継続はドイツが最も嫌悪する「トランスファー・ユニオン」に繋がる。

このように、経済格差が大きい国々を抱え込んだ現在のユーロ圏自体が持続可能性の高い仕組みとは考え難く、経済成長の大幅な回復がない限り、分裂の可能性を常にはらんだものとなっている。

(2) ナショナリズムへの揺り戻し

こうしたもとで、経済力が相対的に強い国と弱い国の間でユーロ圏を分割する、あるいは弱い国を排除しようとする力は常に働くものと考えられる。

11 月には、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の報道や、ドイツ政府が AAA 国のみで発行する「エリート・ボンド」を検討中との報道もある。また、メルケル独首相率いるキリスト教民主同盟（CDU）が、11 月 15 日の党大会で、ユーロの採用国が EU に残りながら自発的にユーロ圏を離脱できるよう、制度の改正を促す決議を採択した点も注目される。

一方、11 月にギリシャのパパンドレウ首相（当時）が国際的な金融支援の受入れを国民投票に付すとの考えを示し市場が混乱した際には、ユーロ圏財務相会合のユンケル議長は「われわれはギリシャがユーロ圏にとどまることが望ましいと考えるが、是が非でもとどまらなければならないと言っているわけではない」とし、また、サルコジ仏大統領とメルケル独首相も、「ギリシャがユーロ圏に残るかどうかが問題となっている。我々はそれを期待するが、その問いへの答はギリシャ国民の判断次第である」と突き放した発言を行った。このように、これまでは、ユーロ圏からの離脱シナリオはタブーであったが、今ではひとつの可能性として、公然と語られるまでになっている。

一方、ユーロ圏が構造的問題対策として財政協調へ向けた取組みを具体化するなど協調強化に向かうにつれ、EU 全体として求心力低下を示す動きが現れつつある。例えば、12 月 EU 首脳会議では、主

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

権の制限や過度な規制を嫌う英国が、全27 加盟国による財政規律強化のためのEU の条約改正に反対した。また、英国下院では、10 月 24 日、反対多数で否決されたものの、与党保守党議員により英国が 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提出されている。

また、12 月 EU 首脳会議では政府間条約締結完了の目標を 12 年 3 月としたが、批准の過程では改めて各国各様の事情が表面化する可能性が高い。野党の協力が必要なスウェーデンやオランダのほか、フィンランド、チェコ、ハンガリー、ポーランド等での推移には不透明感が高い。また、アイルランドやデンマークでは国民投票が必要となる可能性がある。こうしたなか、各国の利害により EU の求心力に揺らぎが生じる事態が想定される。

EU やユーロ圏内では、従来、政治的調整を尊重する solidarity（結束）重視派（フランス、南欧等）と規定の厳格な適用を尊重する discipline（規律）重視派（ドイツ、北欧等）の意見対立が目立ち、最近では後者の影響力が強まっているが、これに加え、federalists（EU の機能重視派）（ドイツ等）に対し nationalists（各国の主権重視派）（フランス、英国等）の主張も表面化することが多くなっている。また、右派の伸長でユーロ・EU 懐疑論（Euroscepticism）の土壌が形成されつつあるとみられる国もある。今後、財政危機の深化や経済成長の停滞を受けて、一層、欧州全体として、ナショナリズムの高まりで従来の多国間協調の枠組みを弱体化する動きが高まる可能性がある。

このような点も財政危機の今後の推移に大きな転機をもたらす可能性があり、その動向には注意が必要となっている。

（2011 年 12 月 20 日現在）

（注 1） “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 122 および 125 に規定されている。

（注 2） アイルランドに対しては 2010 年 12 月、ポルトガルに対しては 2011 年 5 月に、それぞれ総額 850 億ユーロ、780 億ユーロの金融支援策が取りまとめられた。

（注 3） “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 に規定されている。

（注 4） “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 126（1）・（2）、およびこれに付属する Protocol No.12 に規定されている。また “The Stability and Growth Pact”（「安定成長協定」）により、対 GDP 比 3%以内の財政赤字基準への抵触をトリガーとする警告、制裁等の措置について規定されている。

（注 5） IMF(2011/03)“Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement”による。
なお、EU、IMF による検証の内容やその前提の妥当性等についての考察は、山口「否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性～中長期国債発行再開を控えて高まる思惑～」（『金融市場』2011 年 5 月号）を参照されたい。

（注 6） European Commission (2011/2) “The Economic Adjustment Programme for Ireland”によれば、債務の増減は次の式で示される。

$$\Delta d_t = pd_t + d_{t-1} * \{(i_t - y_t) / (1 + y_t)\} + sf_t$$

d、pd、i、y、sf は、それぞれ、債務残高、プライマリーデフィシット、借入金利、GDP 成長率、ストックフローアジャストメント（会計手続の違いによる調整項目等）を示す。また t は当期、$t-1$ は 1 期前の期を示す。
債務残高の削減のためには、借入金利を上回る GDP 成長率の確保のほか、プライマリーバランスのプラス化や、直接的な債務再編（債務元本減免）が必要となる。

（注 7） 山口「通貨ユーロを巡る構造的な問題点～財政分権主義と単一通貨・金融政策について～」（『金融市場』2010 年 10 月号）を参照されたい。

（注 8） 山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？～「財政政策の非ケインズ効果」と財政健全化～」（『金融市場』2010 年 11 月号）を参照されたい。

（注 9） 山口「欧州の経済成長重視に転換した IMF～処方箋は民営化とフィスカル・デバリュエーション～」（『金融市場』2011 年 11 月号）を参照されたい。

（注 10） 山口「ギリシャ支援策の失敗～楽観的な前提と中長期的視点が弱い対応～」（『金融市場』2011 年 7 月号）を参照されたい。

（注 11） “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 123 に規定されている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます