情勢判断

海外経済金融

ユーロ圏の危機対応における潜在的なリスクの拡大

～米国長期金利上昇などの外部環境変化の中の懸念材料～

山口　勝義

要旨

米国長期金利の上昇などの外部環境の変化に伴い危機対応が困難となる可能性が生じているが、その一方で、ユーロ圏の危機対応自体の中にも潜在的なリスクの拡大が認められる。市場の安定に安住することなく、危機感を持った取組みが必要であると考えられる。

はじめに

米国では、バーナンキ連邦準備制度理事会（FRB）議長が 5 月 22 日に量的緩和の早期縮小の可能性を示唆し、さらに 6 月 19 日には年内にもその段階的縮小に踏み出す可能性に言及した。世界の市場はこれらに対して敏感に反応し、なかでも新興国では投資マネーの流出によると見られる株式や通貨等の急落が生じた。

この間、独自の材料に揺れたポルトガルやギリシャを除き、ユーロ圏では周辺国も含め市場は相対的には安定した動きとなっている（図表 1）。しかしながら、米国経済の回復期待に伴い米国長期債の利回り上昇が予想されるなか、ユーロ圏においても長期金利に対する上昇圧力が強まる可能性がある。

7月4日には、ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁は政策理事会後の記者会見で、先行きの政策についてはコミットを避けてきたこれまでの原則を修正し、政策金利は今後長期にわたり低水準にとどまると言明した。これには、一種のフォワード・ガイダンス（時間軸政策）の手法により、長期金利の安定を図ろうとする ECB の狙いがあるものと考えられる。

実際に、米国経済の回復は輸出競争力が強い国々には追い風となるものの、長期金利の上昇は内需の腰折れを招き、また、銀行財務の悪化や国債費の上昇等を通じ、ユーロ圏にとっては大きな負担となることが予想される。また一方では、重要な貿易相手国である中国を含めた新興国経済の減速が懸念材料となっており、これらの国々からのマネー流出が継続する場合には世界経済への影響が拡大することも考えられる。

（資料） Bloomberg のデータから農中総研作成。

このように外部環境の変化に伴い今後の危機対応が困難となる可能性がある一方で、最近ではユーロ圏における財政危機対応自体の中にも潜在的なリスクの拡大が認められる。例えば、銀行同盟に向けた取組みでは不透明感が解消されていないほか、ポルトガルやギリシャでは諸改革を進めるうえで困難な状況が表面化している。また、欧州委員会と主要国の間にもぎくしゃくした動きが生じている。

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

銀行同盟に向けた動き

このうち銀行同盟（バンキング・ユニオン）については、総選挙後のギリシャの政局混迷やスペイン情勢等で市場が揺れ動いていた昨年 6 月、強い危機感のもと、欧州連合（EU）首脳会議でその実現に向けた取組みを強化することとした。具体的には、ECB を中核とした銀行監督の一元化とそれを前提とした欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への直接的な資本注入に向けて基本的な合意に達したほか、統一した銀行の破綻処理の枠組みや預金保険制度の導入についても検討を進めることとした。

それから 1 年が経過する今年 6 月には、同月のユーロ圏財務相会合およびEU財務相理事会での合意内容を踏まえ、EU首脳会議では銀行同盟を完成させることに政策のプライオリティがあることを改めて確認した[注1]。しかしながら、一部には協議の積み残しも認められるなど、銀行同盟の完成に向けた道筋は必ずしも明確にはされていない。

1. 銀行監督の一元化

12 年 12 月の EU 首脳会議では早ければ14年3月からの実施を想定したのに対し、現時点では 14 年半ばと、実施の見通しは後ろ倒しとなっている。

一方、この監督一元化を前提とする銀行への直接的な資本注入については、13 年 6 月のユーロ圏財務相会合において、ESM（最大 5,000 億ユーロの資金規模）による資本注入の枠組みに合意し、その上限を 600 億ユーロに設定した。しかしながら、これまで議論があった過去に発生した銀行危機を対象とするかどうかについては明確な方針は示されてはおらず、不透明な要素が残されている。

2. 統一した破綻処理の枠組みの導入

13年6月の2回目のEU財務相理事会で、

○ 破綻処理に伴う損失負担を債権者にも求め（ベイルイン）、安易な公的資金の注入には歯止めをかけること

○ 100 千ユーロ以下の預金者には損失負担を求めないこと

○ 非ユーロ圏の国々やフランスの意見を踏まえ、各国の金融当局にある程度の裁量権を付与すること

を含む破綻処理の統一ルールに合意した。

しかし、欧州委員会は 13 年秋の欧州議会との合意、15 年 1 月からの適用を目指してはいるものの、議会との協議にさらに時間を要する可能性も指摘されている。

一方、以上の統一ルールに加え、その実際面での運用に当たっては、破綻処理権限を明確化することが重要である。このため、ユーロ圏での単一の破綻処理機関の創設や銀行の資金拠出による破綻処理基金の設立を含めた提案が、7 月に入ってから欧州委員会により行われた[注2]。ここでは、銀行の救済や閉鎖にかかる最終権限を同委員会に委ねることとしている。

ところが、ドイツはこれらの権限を統一した機関に移す場合には財政経済政策の統合が前提となるとし、また EU 条約の改正が必要になると主張している。調整には難航が予想され、欧州委員会が想定する 13 年末までの EU 首脳会議での合意、14 年 5 月の欧州議会選挙前の議会決議、15年1月からの導入は困難と考えられる。

3. 統一した預金保険制度の導入

欧州委員会は、現在のところ各国別の仕組みを維持することとしている。上記の破綻処理基金と同様、自国の資金が他国の銀行破綻に際して使用される可能性を含むため、統一化は困難な課題である。

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

ポルトガルとギリシャの情勢

一方で個別国の動向に目を転じれば、先行きの不透明感が強まるキプロス[注3]の他に、最近ではポルトガルやギリシャにおいても、特に政治面での困難な状況が表面化しつつある。

1. ポルトガルの情勢

国際通貨基金（IMF）は、13年6月、ポルトガルにかかる7回目となる四半期ごとの評価報告書[注4]を公表した。

IMFは、諸改革については前向きな取組みがなされているとはしながらも、経済競争力を押し上げる効果が十分ではなく、経済回復の実現が困難になっているとし、財政状況についても弱い状況が継続しているとしている。また、改革に対する国内の社会的・政治的な支持が揺らいできているとも指摘している。

ポルトガルでは、憲法裁判所が公務員等の休暇手当の削減に対して12年7月に違憲判決を下したのに続き、13年4月にも、13年予算に盛り込まれた公務員の給与削減や年金の減額について差別的な措置として同様に違憲判決を下した。こうした事例に示されるように、同国における財政改革の選択肢は限られてきている。

当初は与野党間の協力体制により改革を進めてきたポルトガルであるが、13年4月には、国際支援の条件再交渉を求める野党がコエリョ首相率いる中道右派連合政権に対し不信任案を提出する動きも現れている。また、7月1日に突如辞任を表明したガスパール財務相が、辞任理由として緊縮財政に対する世論の強い風当たりを挙げている点も注目される。

ポルトガルでは、14年央には現行のEUおよびIMFによる国際支援プログラムの新規融資実行が終了する。同国では13年1月の5年物国債の発行に続き同年5月には10年物国債の発行を成功させたものの、本格的な市場復帰への道筋は依然不透明であり、関係各国の間では追加支援の必要性が意識され始めている。

こうしたなか、7月2日には連立与党・民衆党党首であるポルタス外相が、ガスパール財務相の後任人事に反発し辞任を表明し、一挙に連立政権崩壊のリスクが高まった。19日には与野党間の協議が決裂し、カバコシルバ大統領に今後の対応を委ねるなど、ポルトガルにおける政治面の脆さが表面化することとなっている。

2. ギリシャの情勢

IMFが13年6月に公表した新たな支援策のもとでの3回目となる四半期評価報告書[注5]では、ギリシャの公的債務水準への懸念が続いており、支援策の見直しが必要になる可能性があると指摘している。

特に公務員改革や徴税制度改革の遅延は顕著であり、7月のユーロ圏財務相会合で最終的に次回支援実行は分割方式で承認されはしたものの、ギリシャの置かれた厳しい状況が改めて明確にされた。

一方、6月11日、サマラス首相が国営放送ERTの一時閉鎖を発表したのに対し、これに強く反発する民主左派が6月21日、政権からの離脱を明らかにした。この結果、今では2党からなる連立政権の合計議席数は総議員定数300議席の中で153議席にまで減少し、今後の改革の実行には一層不透明感が強まることとなった。

あわせて、5月にはIMFがギリシャの当初支援には債務再編を先送りするなどの誤りがあったとする報告書[注6]を公表したのに対し、欧州委員会が強く反発するなど、支援側の考え方の相違も浮き彫りになっている。

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

おわりに

他にも、ユーロ圏では危機対応での一体感の低下を示す動きが見られている。

例えば、13 年 5 月、オランド仏大統領は欧州委員会から財政赤字目標達成期限の 2 年延長の見返りとして改革への取組み強化を求められたのに対し、欧州委員会はフランスの改革を指図すべきではないと発言し、大方の批判を浴びた。わずか数日前の独仏首脳会談においては、域内の財政経済政策をきめ細かく調整することで一致していたため、この発言は特に大きな違和感をもって受け止められた。続けて 6 月には、モントブール仏生産再建大臣がバローゾ欧州委員会委員長を極右ナショナル・フロントへの支持増加の原因と非難したほか、ブリック仏貿易大臣が同委員長は任期中その役割を果たしてこなかったと発言するなど、フランスの要人発言の唐突さが目立っている。

以上に見たように、ユーロ圏では昨秋以来の市場の安定の一方で、様々な面で潜在的なリスクの拡大が認められる。しかし現実には失業率が高止まりするなど各国の経済情勢は引続き厳しく（図表 2）、また、国民の多大の負担にもかかわらず財政改革には必ずしも十分な成果は認められていない（図表 3）。

こうした状況に対しては、全ての対策は 9 月のドイツの選挙終了後に、との見方も多いが、ドイツでは連立政権に参加する政党の組替えとなる可能性も大きく、政策の調整に手間取ることも考えられる。さらに、14 年 5 月の欧州議会選挙ではポピュリスト政党が勢力を伸ばし、同年 7 月の欧州委員会委員長の選出に当たって想定外の力学が働く可能性もある。

外部環境が大きな転機に差し掛かっている今こそ、ユーロ圏では市場の安定に安住することなく、危機感を持った取組みが求められているのではないだろうか。

（2013 年 7 月 22 日現在）

（資料） 図表 2 および 3 は、IMF（13 年 4 月）“World Economic Outlook”（WEO）のデータから農中総研作成。
（注） 13 年以降は IMF による予測値。

＜参考文献＞

① Eurogroup （June 20, 2013） “ESM direct bank recapitalisation instrument –Main features of the operational framework and way forward-”
② Council of the European Union （June 27, 2013） “Council agrees position on bank resolution”
③ European Council （June 28, 2013） “European Council, 27/28 June 2013, Conclusions”
④ IMF （June 12, 2013） “Portugal: Seventh Review under the Extended Arrangement and Request for Modification of End-June Performance Criteria”
⑤ IMF （May 20, 2013） “Greece: Third Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility”
⑥ IMF （April 26, 2013） “Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework”

（注 1） ＜参考文献＞①～③による。
（注 2） 次を参照されたい。
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/index_en.htm
（注 3） 次を参照されたい。
・ 山口勝義「落ち着きを取り戻したユーロ圏の市場と財政危機の今後～足元で高まるキプロスを巡る不透明感～」（『金融市場』13 年 7 月号）
（注 4） ＜参考文献＞④を参照されたい。
（注 5） ＜参考文献＞⑤を参照されたい。
（注 6） ＜参考文献＞⑥を参照されたい。

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