



【第5回】 2013年1月11日

【テーマ4】 欧州債務危機の行方 足下は小康状態だが、 待ち受ける3つの高いハードル ——日本総合研究所調査部主任研究員 河村小百合

ユーロ圏各国にとって、2012年はまさに「激動」の1年であった。本稿では新年入りの欧州債務問題の帰趨を展望するが、その前提となる昨年の展開が、危機発生以来の一連の流れにおいて、またユーロ圏各国にとって、どのような意味を持つものであったと考えられるのかから整理してみよう。

2012年の展開を振り返る

(1) アイルランド・ポルトガルは持ち直し傾向、イタリア・スペインは一旦、沈静化

2009年に端を発する、ユーロ圏における危機的状況は、すでに3年を超えて長期化している。その間、市場の標的とされた主な国は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国に始まり、2011年秋以降は、イタリア、スペインといったユーロ圏の中核国にまで及んだ。このうち前者の3カ国は、実際に自力での資金調達が困難となり、ユーロ圏他国やIMF（国際通貨基金）から支援融資を受ける事態にまで至った。

アイルランドやポルトガルの経済・財政運営は、支援融資を受けた後、2012年中は持ち直し傾向をたどり、近々、自力での長期国債発行による資金調達再開も視野に入りつつある。

他方、イタリアは2011年秋、スペインは2012年夏場に、それぞれ緊張が高まり、国債金利が急騰したものの、①自力での



かわむら・さゆり

1988年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て、現職。専門は金融、財政、公共政策。これまでの執筆論文・レポート等は参照。公職は財務省国税審議会委員、厚生労働省社会保障審議

財政緊縮・再建路線の強化や、②ユーロ圏としての緊急支援の枠組みであるE S M（欧州安定メカニズム）が2012年10月に稼働したこと、③E C B（欧州中央銀行）による異例の資金供給オペ（2011年12月・12年2月実施のL T R O〈長期リファイナンス・オペ〉や、12年9月にスキーム公表のO M T T〈短・中期国債買い切りオペ〉）による下支え効果が相まって、その後は沈静化しつつある。

会委員、総務省政策評価・独立
行政法人評価委員会委員ほか

（2）ユーロ圏残留か離脱か——ギリギリの決断を迫られたギリシャの扱い

そうしたなか、最も深刻な事態に陥ったのがギリシャである。同国は、2012年3月に、民間投資家の自発的な債権放棄と、これに応じない投資家に対しての集団行動条項発動による強制的な債務カットを併用した事実上のデフォルトを余儀なくされた。

しかしながら、その後も同国の経済・財政運営は計画を大幅に下回り、春先に合意したばかりの債務返済計画の実現可能性が、早々に疑問視されるという深刻な事態に陥った。ギリシャ国民は、5月と6月に続けて実施された総選挙において、「厳しい財政緊縮継続・ユーロ圏残留」か、「緊縮策の棚上げ、再デフォルト、ユーロ圏離脱」か、というギリギリの二者択一を迫られた結果、民意はかろうじて前者を選んだのである。

他方、ギリシャに対する債権者であるユーロ圏他国、E C B、I M Fという「トロイカ」側は、ギリシャ国民のこのような判断を受け、同国経済をそのままユーロ圏内にとどめたいうえで、経済再生・財政再建を実現することが本当に可能であるのかどうか、12年12月のE U首脳会議までの約半年間という長い時間をかけて、熟考することとなった。

換言すれば、ユーロ圏各国は、経済・財政状況が著しく悪化し、通貨圏内にとどまることが困難視される国、という限界的な事例が現実のものとなるなかで、①当該国にどれほどの財政緊縮努力を求めるか、②通貨圏内の他国はどこまで当該国を支援するか、③当該国は引き続き通貨圏内にとどまったうえで、中長期的な経済再生と安定的な財政運営を回復することが可能か、④ユーロ圏全体としても、当該国を引き続き通貨圏内にとどめながら、同時に経済・財政統合のさらなる強化を図ることが可能か、という点でのギリギリの決断を迫られたのが2012年であったとみることができよう。

そして、トロイカ側と当事者であるギリシャが年末近くになってようやく出した答えは、次のようなものであった。

①ギリシャは12年3月合意ベースよりも、13年の財政緊縮幅をさらに上積みするなど、前例がないほどの厳しい歳出カットや増税・増収（徴税率の向上）の強化を約束する。

②ユーロ圏他国側は、ギリシャの現実を目の当たりにして、各国の世論がやや軟化したこともあり、13年以降、同国へのさらなる支援を検討する。

③ギリシャは引き続きユーロ圏内にとどまりつつ、12年12月に、事実上の再デフォルト^(注1)を秩序立って実施することにより、債務負担を軽減し、経済再生・財政再建を図る。

④（ユーロ圏首脳が明言していることではないが）ユーロ圏の統合は、当面、財政資金を要しない「銀行同盟」^(注2)の強化を中心に進める。ギリシャが残留する以上、ユーロ圏全体としての政治・財政統合は、少なくとも当面の間、棚上げする。

ギリシャに対するユーロ圏等からの支援融資は、同国にギリギリの線まで財政緊縮努力を強いるため、半年以上の間先延ばしされていたが、この決定を受けた12月、ようやく実行された。また、12年3月以降、ギリシャ国債をオペの適格担保から除外していたECBも同じく12月、適格性の回復を認め、ギリシャの民間銀行は、ようやく、無担保・高利の特融（「緊急流動性支援」）ではなく、有担保オペにより、ユーロ圏他国の民間銀行と同様、ECBから低利で資金調達することが可能となったのである。

(注1) ギリシャ政府は12年12月、ESM（出資元はユーロ圏）やIMF等からの支援112.9億ユーロを得て、3月に旧国債との交換で発行したばかりのギリシャ新国債の元本319億ユーロ相当分を、額面を大幅に下回る市場価格（平均価格は額面の33.8%）で投資家から買い戻し、債務残高をほぼ予定通り大幅に削減することに成功した。

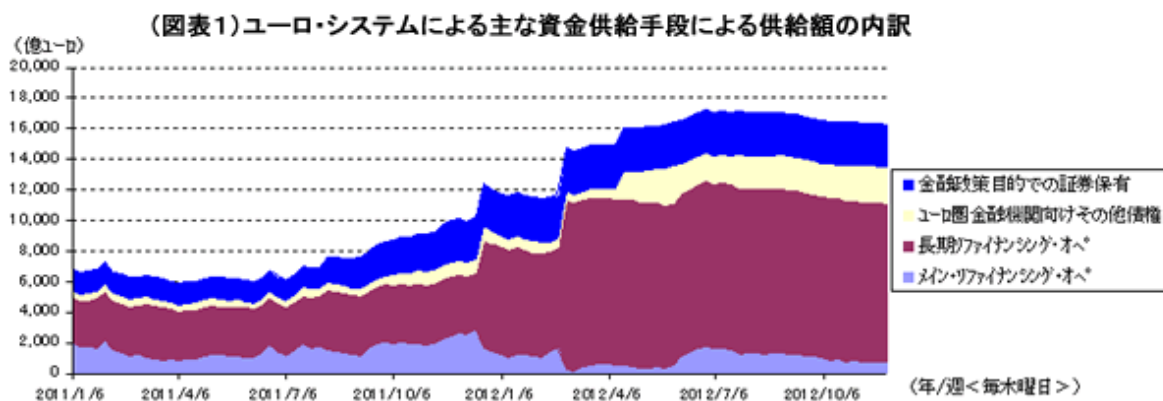
(注2) 「銀行同盟」とは、欧州債務危機が、各国の政府自身の信用と民間銀行の信用が連鎖的に悪化して深刻化していった2011年末～2012年夏の時期にかけて、この両者間の「負の連鎖」を断ち切るための方策として、切迫した必要に迫られて考え出された政治的なビジョン。具体的には、ユーロ圏ないしEUとしての、金融面でのフレームワークをより統合させようとするもので、①単一の金融監督メカニズム（SSM）、②単一の破たん処理メカニズム、③単一の預金保険制度の3つの側面から構成される。このうち①のSSMを確立することは、ESMから各国の民間銀行に直接、資本注入を行い得るようになるうえでの前提条件ともされている。

2013年の展開を読むポイント

(1) 市場の緊迫感は一服

トロイカ側が2012年中、このような決定に至るまでの間は、ギリシャの国際収支上の資金ショートやデフォルトを回避し、周辺諸国の資金調達環境が悪化することを防ぐために、もっぱらECBが、異例のオペによって時間稼ぎを行ってきた。

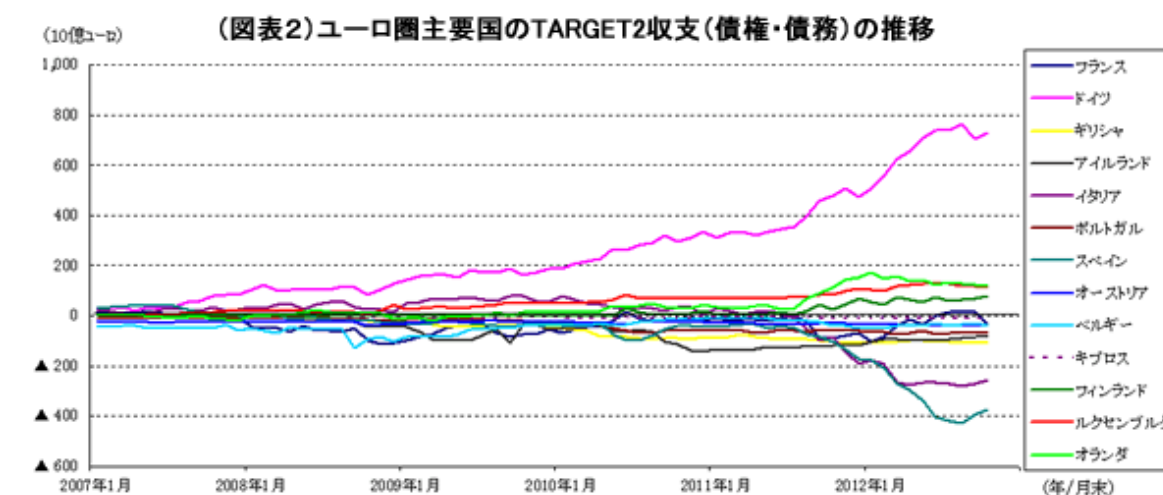
2011年12月と12年2月の二度にわたり、期間3年という異例の長期間オペであるLTROを実施したほか（図表1）、ギリシャをはじめ、自国の国債を適格担保として使えない国々の民間銀行向けには、いわば「最後の貸し手」機能を発揮して、緊急流動性支援（図表1の「ユーロ圏金融機関向けその他債権」に含まれる）も発動するに至っている。



(資料) ECB, *Monthly Bulletin* 各号の計数に基づき日本総合研究所作成。

[拡大画像表示](#)

ECBによるこうした異例の資金供給は、例えばギリシャの民間銀行向けの場合、それが万が一焦げ付いた場合の潜在的な負担は、ギリシャ中銀やギリシャ政府のみが負うのにとどまらず、欧州中央銀行制度の決済システムTARGET2を通じて、ユーロ圏他国、とりわけ健全国の中銀、ひいてはそれらの政府が負担しているのが現実である（次ページ図表2、この詳細なメカニズム等は「[ソブリン危機 歴史的難局の選択肢【第20回】](#)」の拙稿参照）。これは、ユーロ圏加盟各国が、単一通貨ユーロ、そして単一の中央銀行制度を共有していることから当然ともいえよう。



(資料) IMF, *International Financial Statistics* の計数に基づき European Central Bank, "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成。

[拡大画像表示](#)

図表2に示すTARGET2収支の債権、債務の幅が、拡大しているときは危機が深刻化していることを示す。足許にかけての状況は、ユーロ圏各国等が最終的に上述のような判断

に至ったことから、12年夏をピークに、収支幅の悪化傾向にいったん歯止めがかかり、小康状態となっている。

(2)ユーロ圏が直面する3つの課題

かといって、13年の欧州債務問題の行方について楽観は禁物であろう。ユーロ圏各国は13年に、ギリシャ等の重債務国側のみならず、ドイツをはじめとする健全国側も含めて、以下のような3つの課題に取り組まなければならない。取り組みの方向性そのものは12年末に定まったものの、実現に向けては各国の最終的な民意の確認など、大きなハードルが残されている。

課題1：財政再建と成長（緊縮に伴う国民生活の痛み）のバランスをどうとるか

ギリシャの問題は、12年12月の首脳会議による決定で一件落着では決してない。13年は厳しい財政緊縮策の実行段階に移る。同国のストウルナラス財務相自らが12月のFinancial Times紙によるインタビュー^(注3)で明言しているように、ギリシャのユーロ離脱の可能性はゼロになったわけではなく、仮に同国民が13年、厳しい緊縮策に耐えられなくなった場合には、問題が再燃する可能性がある。

また、2月24～25日に総選挙が予定されているイタリアも同様の問題を抱える。モンティ暫定政権が過去1年余りの間、断行してきた財政緊縮・経済構造改革路線を継続できるかどうか、同国の政治情勢は予断を許さない。万が一、過去1年間の改革路線が後退するような事態に至れば、イタリア、ひいてはユーロ圏全体にとって、11年秋のような危機の再来となる可能性もゼロではなからう。

(注3) 2012年12月20日付Financial Times記事 (“Minister warns 2013 is ‘make or break’ for Greece in the euro”)。

課題2：健全国側は、重債務国支援のためのさらなる支援の負担に耐えられるか

ギリシャはユーロ圏に残留することとなったものの、12年3月のデフォルト、12月の国債買戻しによってもなお、同国が抱える債務残高は過大であると考えられている。これをさらに削減するには、ドイツ等の健全国を中心とするユーロ圏他国側のさらなる支援が不可欠とみられる。ドイツでは13年9～10月頃に総選挙を控えており、同国の今後のユーロ圏へのかかわり方について、度重なる問題国への支援に不満も根強いドイツ国民が、いかなる判断を示すかが試金石となろう。

課題3：「銀行同盟」の実現に向け、前進できるか

「銀行同盟」の強化は、ドラギ E C B 総裁が就任後提唱したもので、その後、「各国の財政負担を重くすることなく、経済統合を強化できる手段」、「金融危機とソブリン危機の負の連鎖反応を断ち切ることができる手段」として、ユーロ圏各国の首脳間で支持されるに至ったものである。

スペインが典型例であるが、財政運営そのものよりも、自国の金融システムに大きな問題を抱える国の危機対応策として注目される。12月の首脳会議においては、単一の金融監督メカニズム（S S M）の大枠については合意されたものの、肝心の預金保険制度をどうするのか、ギリシャをはじめとする重債務国の銀行を同列に扱えるのか、といった点等は今後の課題として残されている。

このように、欧州債務問題の13年の展開を考えれば、足許は小康状態となっているものの、今後の主な課題について、それぞれ高いハードルが待ち構えており、いわば「危機と背中合わせ」の状態が継続するものとみられる。13年中、統合強化のいかなる枠組みや方策が講じられるのか、そしてそれが期待通りの結果につながるのか、引き続き事態を注意深く見守っていく必要がある。

DIAMOND, Inc. All Rights Reserved.