

経済マンスリー [論文]

中長期的な課題の残る欧州債務問題

【要旨】

- ◇ 欧州債務問題に対する金融市場の警戒感は、昨年後半から大きく後退している。背景として、欧州中央銀行（ECB）による新しい国債購入プログラム（OMT）の発表などがある。
- ◇ しかし、欧州周縁国の政府債務の持続可能性は確立しておらず、本質的には欧州債務問題は解消していない。欧州周縁国は、各国とも大なり小なり課題を抱えている。中でも、ギリシャは昨年 12 月導入の財政再建プログラムが時間稼ぎにとどまり、スペインは資本不足銀行への公的資金注入後も債務削減への取り組みが道半ばであるなど、両国の弱さが目立つ。今後、長期金利が急上昇する可能性も否定できない。
- ◇ 欧州債務問題の本質的な解消に向けて、①周縁国自身が構造改革に踏み切り成長率の底上げを図る、②EU/ユーロ圏として踏み込んだ支援体制を構築する、という 2 点が求められる。ドイツは①を重視しているが、欧州委員会とフランスは②を強く望んでいる。昨年終盤、欧州委員会を中心に財政同盟や銀行同盟を進めようとする動きがみられたが、これらも②につながるものである。
- ◇ 結局、ドイツが慎重姿勢を崩さなかったこともあり、財政同盟については行程表案の中長期部分の過半が採用されず、残る部分も結論は今年 6 月に先送りされた。銀行同盟に関しては、ユーロ圏の救済基金（ESM）による銀行への直接資本注入や、域内単一の銀行破綻処理の財源がポイントであるが、これらも具体的な議論は今年半ばに持ち越された。欧州債務問題の本質的な解消への道のりは、依然として遠いといえる。

はじめに

2010年4-5月のギリシャ債務危機を契機に、2年以上にわたり拡大してきた欧州債務問題だが、欧州中央銀行（ECB）による新しい国債購入プログラムの発表や、ユーロ圏各国による危機対応策への合意などもあり、昨年後半から金融市場では警戒感が後退している。しかし、本質的には欧州債務問題は解消しておらず、今後、長期金利が急上昇する可能性は否定できない。

問題の本質的な解消のためには、欧州周縁国（ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリア）自身の構造改革と共に、EU/ユーロ圏による踏み込んだ支援体制の構築が必要とみられる。

そこで本稿では、欧州金融市場と欧州周縁国の現状をみたうえで、中長期的な支援体制構築に向けたEU/ユーロ圏レベルの議論についてまとめてみた。

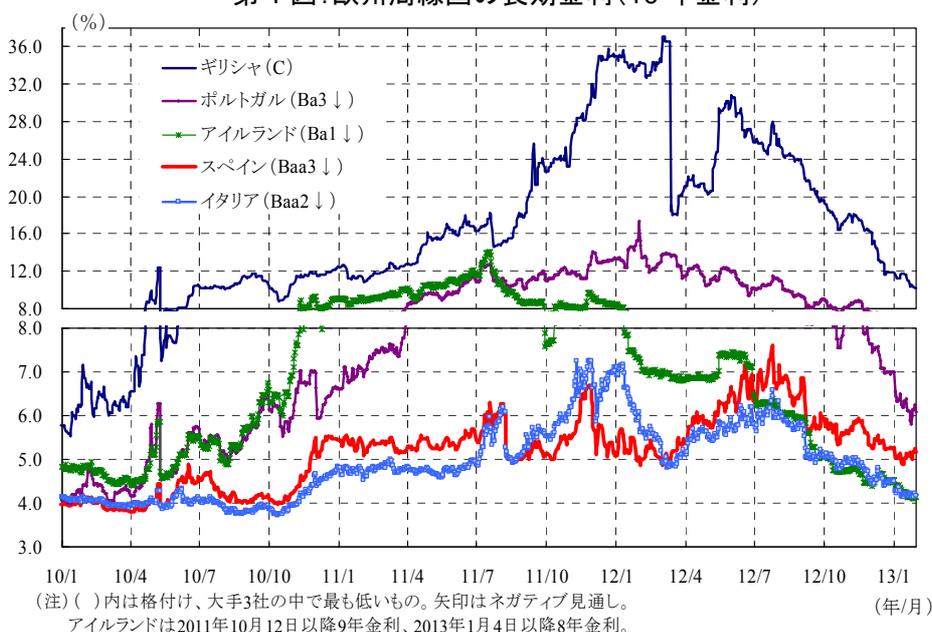
1. 大きく後退した欧州債務問題に対する金融市場の警戒感

(1) 大幅に低下した欧州周縁国の長期金利

欧州周縁国の長期金利が大幅に低下している。昨年6-7月の高値と足元の水準をみると、ギリシャが30%台→10%台、ポルトガルも12%前後→6%前後と急激に下がったほか、アイルランドは7%台→4%台、スペインは7%台→5%前後、イタリアは6%台→4%台となっている（第1図）。

また、ドイツの調査会社センチックスが金融市場の投資家800~1,000名に毎月行っているアンケートでは、「向こう12カ月間にユーロ圏から離脱する国が出る」との回答の割合が、昨年7月の73.3%から10月に33.2%、今年1月に17.2%まで減少した。

第1図：欧州周縁国の長期金利(10年金利)



(2) 警戒感が後退した背景

金融市場の警戒感が後退した背景として、以下の①～③が挙げられる。中でも、①の「ECBによる新しい国債購入プログラム（OMT）の発表」が最も強い効果を及ぼしてきたとみられる。

①ECBによる新しい国債購入プログラム（OMT）の発表

ECBは昨年9月、新しい国債購入プログラム（OMT）を発表した。これは、ユーロ参加国がユーロ圏の救済基金である欧州金融安定ファシリティ（EFSF）ないし欧州安定メカニズム（ESM）に金融支援を申請し、それに伴う財政再建などの条件（コンディショナリティ）を受け入れた場合、ECBが当該国の国債を1～3年物を中心に購入する、というスキームである（第1表）。

この発表を受けて金融市場では、スペインやイタリアが債務危機に陥ってユーロ圏から離脱し、最終的にユーロ圏が崩壊するという最悪のリスクが後退したとの見方が広がり、欧州周縁国の国債を買い戻す動きが進んだ。

第1表：ECBの新しい国債購入プログラム（OMT）の概要

- | |
|--|
| <p>①条件：対象国はまず EFSF/ESM に金融支援を要請し、それに伴う財政再建などの厳格な条件（コンディショナリティ）を受け入れる。当該条件の履行状況が将来的に芳しくなくなった場合、支援は停止される。なお、市場で国債発行を（継続的に）行っていない国は対象外。</p> <p>②購入対象：1～3年物を中心に国債を流通市場から買い取る。購入額の上限、金利目標は設けない。</p> <p>③その他：ECBは優先弁済権を持たない。全額不胎化を行う。購入総額は週次で発表し、さらに国別の内訳などを月次で公表する。</p> |
|--|

（資料）ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②新たなギリシャ財政再建プログラムの導入

昨年11月から12月にかけて、追加的なギリシャ向け金融支援策にユーロ圏各国が合意し、さらにギリシャの国債買い戻しも成功した結果、新たな財政再建プログラムがスタートした。

追加的な金融支援策とは、具体的には、ギリシャ向け二国間融資の金利引き下げ、EFSFに対する保証料引き下げ、ECBが購入したギリシャ国債から生じる利益のギリシャへの還元、などである。さらに、ギリシャ政府が民間債権者からの国債買い戻しに成功したことにより、2020年時点のギリシャの政府債務残高を各施策がない場合に比べてGDP比20%削減する目処が付き（第2表）、それを受けて12月13日のユーロ圏財務相会合にて新たな財政再建プログラムが導入された。これは、ギリシャの政府債務残高を2013年のピーク（GDP比173.7%）から2020年には同124%まで削減することを計画したものである。

第2表:12月13日のユーロ圏財務相会合で合意した
ギリシャ政府債務残高の削減策

	2020年の債務残高に与える影響(GDP比、%)
ギリシャ政府の行う措置	
・民間債権者からの国債買い戻し(額面319億ユーロ、原資113億ユーロ)、12月上中旬に実施済み	▲ 9.5
・短期国債(T-bills)の残高削減の先送り	1.0
・ギリシャ3大銀行の劣後債保有者の負担引き上げ	▲ 0.3
11月27日のユーロ圏財務相会合で発表された措置	
・1次支援における二国間融資の金利100bp引き下げ	▲ 2.0
・EFSFに対する保証料の引き下げ	▲ 0.6
・ECBがSMP(旧・国債購入プログラム)で購入したギリシャ国債から生じる利益を、ギリシャに還元	▲ 4.6
今後協議する追加措置(ギリシャ政府の財政再建プログラム履行が条件)	
・貸出金利の更なる引き下げ、EU構造基金の活用	▲ 2.7
・未定(一案として、更なる国債買い戻し)	▲ 1.4
その他	
・各国中銀保有のギリシャ国債のロールオーバー	0.1
合計	▲ 20.0

(資料)欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③スペインの資本不足銀行に対する公的資金注入

スペインでは従来、景気悪化の一因として、住宅バブル崩壊に伴う銀行部門の不良債権問題が指摘されてきた。そこでスペイン政府は昨年6月、ストレステスト(景気大幅下振れを想定した健全性検査)により個別行の資本不足額を算定したうえで、EFSFないしESMから資金を借り入れ、資本不足銀行に注入する方針を発表した。

その後、不良債権を買い取るバットバンクの設立に時間がかかるなど紆余曲折もあったが、最終的に昨年末、公的管理下にある資本不足銀行4行に対して、合計370億ユーロの公的資金注入が実施された。さらに近日中には、自力調達を断念した他の資本不足銀行4行に対しても、合計19億ユーロの注入が行われる予定である。これを受けて金融市場では、スペイン銀行部門の不良債権問題に一定の目処が付いたと評価されている。

2. 本質的には解消していない欧州債務問題

以上のように欧州債務問題に対する金融市場の警戒感は後退した。しかし、強い効果があるとされるOMTは、いわば対症療法に過ぎず、問題は本質的には解消していない。仮に何らかの理由で国債が暴落した場合、3年超の長期金利はOMTでは基本的に直接コントロールできない。

欧州債務問題が本質的に解消したといえるのは、欧州周縁国の政府債務の持続可能

性が確立した時である。その点、以下にみるように各国とも大なり小なり課題が残っており、中でもギリシャとスペインは弱さが目立つ。今後、ギリシャが財政再建プログラムを履行できなかつたり、スペインが財政赤字目標を大幅に超過したりすれば、それが引き金となって長期金利が急上昇する可能性も否定できない。

(1) ギリシャ ～ 時間稼ぎに過ぎない昨年 12 月導入の財政再建プログラム

前述のように、昨年 12 月のユーロ圏財務相会合にて、ギリシャの新しい財政再建プログラムが導入された。しかし、これは基本的に時間稼ぎであり、今後、追加的な債務削減のための支援を受けられるか否かが焦点である。具体的には次の通りだ。

第 1 に、新プログラムは GDP 比 4.1%分の債務削減策に関する協議を、明示的に先送りしている（前掲第 2 表の中段「今後協議する追加措置」）。

第 2 に、新プログラムは経済成長の前提条件が楽観的であり、現実的な成長を想定するならば、さらなる債務削減策が別途必要である。プログラムでは実質 GDP 成長率が 2013 年の▲4.2%から 14 年に 0.6%まで急回復し、16 年は 3.7%に達すると置かれている（第 3 表）。これは、2001 年初のユーロ導入の効果もありギリシャ景気が絶好調だった 2003～07 年の平均成長率（4.3%）に近いものだ（注 1）。プログラムには成長促進策として、規制緩和や参入規制撤廃による産業競争力の向上がうたわれているが、そうした構造改革は実現に時間がかかるのが常である。

別途導入する債務削減策として期待されるのは、ユーロ圏各国政府のギリシャ向け二国間融資（残高 529 億ユーロ）や、ECB やユーロ圏各国中銀が保有するギリシャ国債（残高 500 億ユーロ前後）の減免である。しかし、これにはドイツや ECB の反対が根強く、容易には合意に至らないと思われる。

（注 1）プログラムでは、景気回復につれてプライマリーバランスが 2016 年に GDP 比 4.5%もの大幅黒字になると想定しているが、景気が絶好調だった 2003～07 年でも平均同▲1.5%の赤字であった。

第 3 表:ギリシャ実質 GDP 成長率の計画値・予想値

(単位:%)

発表機関(発表時期)		03-07年 平均	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年
IMF/欧州委員会(2012年3月)	実質GDP 成長率						-4.8	0.0	2.5	3.1	3.0
ギリシャ政府(2012年10月)		4.3	-0.2	-3.1	-4.9	-7.1	-6.5	-4.5	0.2	2.5	3.5
欧州委員会(2012年12月) 《ユーロ圏財務相会合 にて承認》							-6.0	-4.2	0.6	2.9	3.7
	プライマリーバランス (GDP比率)	-1.5	-4.8	-10.5	-4.9	-2.3	-1.5	0.0	1.5	3.0	4.5

（注）2011年までは実績値、2012年以降は計画値・予想値。

（資料）欧州委員会、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) スペイン ～ 政府債務削減への取り組みは道半ば

スペインでは、上述のように資本不足銀行への公的資金注入が実現した。ただし、想定以上に不良債権が拡大するリスクが払拭できない（注 2）、以下にみるように、

肝心の政府債務削減への取り組みは道半ばである。実際、2012年の財政赤字は目標（GDP比6.3%以下）を超過することがほぼ確実な情勢である^(注3)。

(注2) 昨年9月末発表のストレステストでは、大手14銀行グループの資本不足額は537億ユーロと算定された。(各行の自力での資本増強などを差し引いた結果、公的資金注入額は計389億ユーロ。)一方、大手格付け会社ムーディーズは別途、700～1,050億ユーロに上るとの試算を発表した。

(注3) 12月4日にスペインのモントロ財務相は「財政赤字削減で重要なのはリセッションを深刻化させないこと」「6.3%という数字にこだわり過ぎてはいけない」と述べ、赤字目標超過を事実上認めた。

①公的資金注入に伴う政府債務の上押し

公的資金注入により不良債権問題は基本的に一旦解消しようが、その注入額だけ政府債務は拡大する。スペイン政府は、昨年末に公的資金注入のために、諸費用も含めて395億ユーロ（GDP比約4%）をESMより借り入れており、その分が政府債務残高に上乘せになる。

もう一つ注意が必要なのは、公的資金注入は対象銀行のリストラが条件であることだ。具体的には、バランスシートを2017年までに2010年対比25%～60%削減する、あるいは、他行に吸収合併される、などが課される。手元の試算では、バランスシートの削減規模はスペインの銀行部門全体の1割弱に及ぶ。こうした銀行のリストラが景気を下押しし、結果的に財政赤字を膨らませるおそれもある。

②依然容易でない州政府財政の改善

スペインでは一部の州政府が歴史的に分離・独立志向が強く、中央政府からの財政赤字削減の指示に対して反発している。中でも注目すべきが、カタルーニャ州である。同州はスペイン全体のGDPの2割弱を稼ぎ出すなど経済力が大きいですが、それがゆえに税収の一部（報道では120億ユーロ、州GDP比5.9%）が中央政府経由で他の経済力の弱い州に再分配されており、結果的に2011年の財政赤字は州GDP比3.7%、政府債務残高は17州中で最悪の同20.7%となった。

昨年11月25日に行われた同州の議会選挙では、中央政府からの分離・独立が争点となり、独立推進派の「カタルーニャ集中と統一」(CiU)と左翼共和党(ERC)が過半数を占め、連立政権を形成した。

スペイン中央政府は、昨年5月に成立した予算安定法に基づき各州の州財政に直接介入することが可能であるが、カタルーニャ州については、分離・独立に向けた動きを抑制することを優先せざるを得ない。こうしたなか、同州政府は現在、2013年に課された財政赤字目標（GDP比0.7%以下）の緩和を中央政府に求めている。

(3) イタリア ～ 不十分な労働市場改革への取り組み

イタリアはスペインに比べて、財政赤字が小さいうえ（昨年11月の欧州委員会見通しでは2012年見込みはGDP比2.9%）、住宅バブルが生じなかった、といった点が

特長である。実際、足元の長期金利はスペインを下回っている。

一方で、イタリアのリスク要因としては、労働市場改革が不十分で、労働コストが高止まりしていることから、輸出競争力が低いことが挙げられる。実際、世界経済フォーラムの国際競争力指数をみると、イタリアは、総合スコアでは世界 144 カ国中 42 位だが、その内訳の「労働市場の効率性」は 127 位と大きく沈み込み、フランス（66 位）やスペイン（108 位）にも後れを取っている（第 4 表）。

こうした中で注意すべきが、今年 2 月 24-25 日の総選挙後に誕生する新政権が、モンティ暫定首相が端緒を付けた労働市場改革をどの程度継続するかが不透明な点である。下院では、世論調査で支持率トップの中道左派連合が過半数を占める見込みだが、同連合は労働市場改革に抵抗する左派政党 SEL を抱えている。また、北部の州に強い地域政党の北部同盟が中道右派連合に加わったため、上院では中道左派連合が過半数を確保できず、「ねじれ国会」となるおそれが強い^(注4)。現在、中道左派連合は、モンティ氏の率いる中道連合との協力関係を模索しているが、SEL と改革派のモンティ氏が相容れないため、関係を結べるか否かは未知数である^(注5)。

(注 4) イタリアの上下院選挙は比例代表制であるが、最多得票の政党連合に対し、議席数が総議席の最低 55% となるように割増議席を与える制度となっている。下院は全国で最多得票の政党連合に割増議席を与えるのに対して、上院では州単位で最多得票の政党連合に与えるため、「ねじれ」が生じる可能性がある。

(注 5) 国民の「改革疲れ」により中道連合の支持率が伸び悩む一方で、中道右派連合を率いるベルルスコーニ前首相は傘下のマスメディアでの露出度を増やし、支持率を引き上げている。このため、仮に中道左派連合と中道連合が連立しても、上院で過半数を確保できないリスクも出てきた。

第 4 表: 国際競争力指数(世界経済フォーラム、2012 年版)

(全144カ国中の順位)

	総合スコア	基礎的要件 (社会制度、インフラ、マクロ環境、等)	効率性促進要因 (他要因に教育、金融市場、市場規模、等)		革新性・洗練性要因 (ビジネスの洗練度、イノベーション)	
			財市場の効率性	労働市場の効率性		
ドイツ	6	11	10	21	53	4
米国	7	33	2	23	6	7
日本	10	29	11	20	20	2
フランス	21	23	18	46	66	18
アイルランド	27	35	25	9	16	20
スペイン	36	36	29	55	108	31
イタリア	42	51	41	65	127	30
ポルトガル	49	40	44	61	123	37
ギリシャ	96	98	69	108	133	85

(資料) 世界経済フォーラム「国際競争力報告 2012年版」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ポルトガル、アイルランド ~ それぞれに残る課題

ポルトガルとアイルランドは、EU/IMF による金融支援を受けて以来、市場で国債発行を（継続的に）行っておらず直接は OMT の対象とならないが、市場環境の改善

という間接的な好影響を受けて、長期金利がここ半年間で大きく低下した。しかし、それぞれに以下のような課題が残る。

ポルトガルは財政緊縮プログラム上の各種改革を着実に履行しているものの、財政赤字の削減は難航している。2012年は条件緩和後^(注6)の赤字目標(GDP比5%以下)を超えたとみられ、2013年についても不確実性が高まっている。2013年の目標(同4.5%以下)達成に向けたポルトガル政府の計画をみると、所得税増税等を中心とする歳入増に大きく依存しており、歳出はむしろ増加する見込みとなっている(第5表)。そのため、景気下振れによる税収減によって財政赤字削減目標が達成できなくなるリスクが懸念される。

アイルランドは、国債発行市場への完全復帰の目処が付きつつあるほか、輸出を牽引役に2012年もプラス成長を維持するなど、周縁国の中では比較的改善がみられる。ただし、家計のバランスシート調整は緒についたばかりであり、当面は内需の下押しが予想される(第2図)。また財政面では、2012年の財政赤字がGDP比8.3%(見込値)、2013年が同7.5%(計画値)と大幅な赤字が続く見通しであるなど、かなりの脆弱性を抱えている。政府債務残高も2012年118.3%(見込値)と依然大きい。金融市場では、アイルランド政府による銀行向け公的資金注入(GDP比約22%)がESMからの直接注入に振り替えられる(⇒政府債務から外れる)ことを期待されているが、その実現は不透明である(詳細後述)。アイルランドの危機再発リスクがなくなったとみるのは、早計であろう。

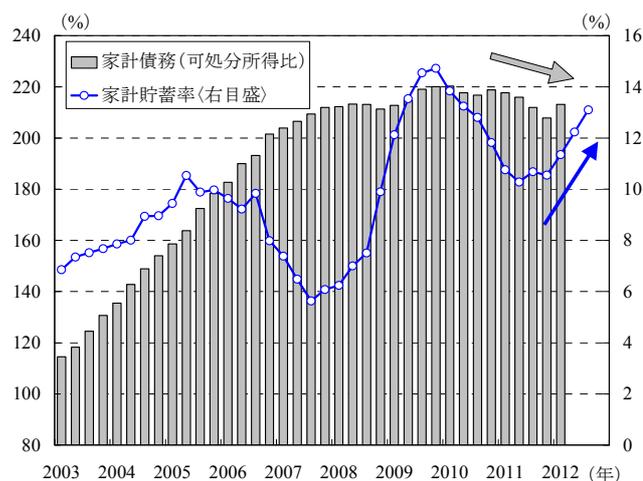
(注6) ポルトガルの財政赤字目標は当初の2012年GDP比4.5%、2013年同3%から緩和された(2012年9月11日発表)。

第5表:ポルトガルの財政収支計画

(GDP比、%)				
	2011年	2012年	2013年	前年差
歳入	45.0	40.6	42.3	1.7
間接税	13.7	13.9	13.7	▲0.2
直接税	9.9	9.3	11.3	2.0
社会保障税	12.2	11.7	12.0	0.3
その他	9.1	5.7	5.3	▲0.4
歳出	49.4	45.6	46.9	1.3
人件費	11.4	10.0	10.3	0.3
中間経費	4.7	4.7	4.5	▲0.2
社会保障費	22.0	22.2	22.6	0.4
利払費	4.0	4.2	4.4	0.2
その他	7.3	4.5	5.0	0.5
財政収支	▲4.4	▲5.0	▲4.5	0.5

(資料) 欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図:アイルランドの家計債務、家計貯蓄率



(資料) EUROSTATより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 欧州債務問題の本質的な解消に向けて

以上のように、欧州債務問題は本質的には解消しておらず、欧州周縁国は依然として大なり小なり課題を抱えている。ここで求められるのは、各国の債務の持続可能性を改善するために、①周縁国自身が構造改革に踏み切り、成長率の底上げを図る、②EU/ユーロ圏として踏み込んだ支援体制を構築する、という2点である。

ドイツなど北部欧州の国々は、周縁国の財政規律と自助努力を重視しており、現在のように OMT などの効果で金融市場が落ち着いている間に、まず①（周縁国自身の構造改革）が進むことを期待している。もっとも前章でみたように、その進捗がはかばかしくないのが実情である。

一方、欧州委員会やフランス、そして当の欧州周縁国は、②（EU/ユーロ圏による支援体制の構築）を強く望んでいる。特に昨年終盤には欧州委員会を中心に、ユーロ圏の経済通貨統合の深化に向けて、財政同盟と銀行同盟を進めようとする動きがみられた。この2つは周縁国への踏み込んだ支援体制につながるものだ。結局、ドイツが慎重姿勢を崩さなかったことから、具体的な議論の多くは今年半ばないしそれ以降に持ち越されたが、以下ではそうした展開を欧州債務問題の本質的な解消への一歩という観点から、やや詳しく見てみたい。

(1) 財政同盟に向けた取り組み

ユーロ圏の財政同盟としては、最終的に、各国の財政主権を部分的に統合した統一予算が設立され、各国政府の連帯保証が付いたユーロ圏共同債が国債に代わって発行される姿が想定される。むろん、そこに到達するまでには長期間にわたり幾つものステップを踏まなければならないが、従来は具体的な行程表が示されていなかった。

昨年11月28日、欧州委員会は「青写真」と称して、財政同盟（および後述の銀行同盟）に向けた長期的な行程表を発表した。これはあくまでもたたき台であり、12月5日のファンロンパイ EU 大統領による報告書（EU 首脳会議への提案）では、行程表の中長期部分の過半が削られた。そして12月13-14日の EU 首脳会議では、残りの多くの部分についても結論が今年6月に先送りされた（第6表）。

欧州委員会の「青写真」は、完全な財政同盟を長期的な目標に据えた上で、そこに至るまでのステップとして、短期的には「経済財政政策のガバナンス強化」や「問題国向け金融支援制度」の導入を、中期的には「財政能力（Fiscal Capacity：初期のユーロ圏共通予算）」や「政府債務の償還基金」、「ユーロ圏共同短期債（満期1～2年まで）」の導入を盛り込んだものであった。

なお、償還基金とは、各国の政府債務のうち GDP 比 60% を超える部分を同基金に移し、各国の連帯保証の付いた基金債でファイナンスしながら、例えば25年間で基金債の全額償還を目指すというスキームである。また、ユーロ圏共同債やユーロ圏共同短期債も、ここでは連帯保証の付いたものが想定されている（第7表）。

こうした欧州委員会の「青写真」のうち、償還基金やユーロ圏共同(短期)債は EU 首脳会議の合意に反映されなかった。他方、財政能力 (Fiscal Capacity) は「連帯メカニズム」というやや曖昧な表現に差し替えられ、報道によると、最大 300 億ユーロ規模の「連帯基金」の創設が協議された模様である。その具体的な内容と行程表は、6 月に EU 大統領が改めて提案することとなった。

多くの施策案が合意に至らず 6 月まで先送りされたが、その背景には、ドイツの消極姿勢があったといわれている。ドイツは、新しい施策の決定に伴う追加的な財政負担を警戒しているが、加えて、欧州周縁国の構造改革姿勢が後退する可能性が高いことを懸念したとみられる。

欧州周縁国に対する有効な支援という観点からは、完全な財政同盟は必要ないまでも、300 億ユーロ規模 (スペイン GDP 比で 3%弱) の基金で十分かとなると、かなり心もとない。周縁国の政府債務の維持可能性を抜本的に高めるためには、各国の財政規律を保ちつつ、やはり償還基金やユーロ圏共同(短期)債の導入により低金利の債券発行を可能にすることが望ましいだろう。今後、EU/ユーロ圏には、行程表の時間軸を長期にまで延長して、これらの施策を再び行程表に組み入れることが求められよう。

第 6 表: 財政同盟・銀行同盟に向けた施策と施行時期

	欧州委員会の青写真 (2012年11月28日発表)		EU大統領の報告書 (2012年12月5日)	EU首脳会議の合意 (2012年12月13-14日)
	財政同盟・銀行同盟に向けた施策	行程表上の 施行時期	行程表上の 施行時期	合意内容
短期	経済財政政策のガバナンス強化 (European Semester とsix-packの完全施行、two-packの早期合意・施行) (銀行同盟) 銀行監督の一元化、 銀行監督ルールの一統	6カ月～18カ月 (2013年6月～ 2014年6月)	2012年末～ 2013年	two-packへの関係機関の早期合意 を要請。
	主要な経済改革の各国間の事前調整			12月12-13日のEU財務相会合にて 今後のスケジュールに合意
	問題国と欧州委員会の協定に基づく、問題国向け金融 支援制度 (CCI)		2013年～ 2014年	EU大統領が2013年6月に具体策と 行程表を提案
	(銀行同盟) 単一の破綻処置メカニズム			2013年中に欧州委員会が提案
中期	CCIを基礎とした財政能力 (Fiscal Capacity: 初期のユー ロ圏共通予算)	18カ月～5年 (2014年6月～ 2017年12月)	2014年以後	EU大統領が2013年6月に「連帯メカ ニズム」の具体策と行程表を提案
	予算・経済統合のさらなる強化			言及なし
	政府債務の償還基金			
	ユーロ圏共同短期債(満期1～2年まで)			
長期	完全な財政同盟 (ユーロ圏共同債も含む)	5年超 (2017年12月 ～)	言及なし	言及なし
	完全な銀行同盟			

(注) 欧州委員会の提案上の各施策を、EU大統領の報告書およびEU首脳会議の合意における近い項目に当てはめた。

European Semester: 財政政策協調の年間計画

six-pack: 安定成長協定の強化、マクロ経済不均衡の是正手続き、等を定めた5本の規制 (Regulations) と1本の指令 (Directive)

two-pack: 各国予算案のモニター・評価、金融危機国に対するサーベイランス強化、等を定めた2つの規制

(資料) 欧州委員会「深い真の経済通貨統合に向けた青写真」、EU大統領「真の経済通貨統合に向けて」、EU首脳会議声明文より

三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7表: 償還基金、ユーロ圏共同債、ユーロ圏共同短期債のスキーム

概要		償還基金債／共同債への各国の保証	EU条約(リスボン条約)の改正	共同債の格付け	モラルハザードのリスク
償還基金		連帯保証	必要	連帯保証のため最上級格付け国と同等	中 (債務削減計画を遵守しなければ、償還基金債を発行できない)
ユーロ圏共同債	アプローチ1	連帯保証	必要	連帯保証のため最上級格付け国と同等	大 (周縁国は国債利回り低下を享受する一方、共同債の信用はドイツ等に依存)
	アプローチ2	連帯保証	必要	連帯保証のため最上級格付け国と同等	中 (各国が自力で国債を発行する部分が残る)
	アプローチ3	比例配分保証	不要	別途信用補完しなければ、各国の平均以下となる	小
ユーロ圏共同短期債		連帯保証	必要	連帯保証のため最上級格付け国と同等	中 (各国が自力で短期国債を発行する部分が残る)

(注) 償還基金のスキームは当初、ドイツ5賢人委員会から2011年11月に発表された。

(資料) 欧州委員会「Stability Bondsの実現性に関するグリーンペーパー」(2011年11月23日)、欧州委員会「深い真の経済通貨統合に向けた青写真」(2012年11月28日)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 銀行同盟を通じた周縁国支援に向けた取り組み

ユーロ圏では、財政悪化と銀行危機の負の連鎖を断ち切り、さらに単一通貨ユーロの下で銀行危機が各国間で伝染することを防ぐのを目的に、銀行同盟の導入が進められている。銀行同盟には4つの要件があるが(第8表)、このうち「銀行監督ルール」の統一は既に進行中であり、残る3つのうち「銀行監督の一元化」も、昨年12月12-13日のEU財務相会合にて2014年3月1日(以降)のスタートで合意に至っている。

第8表: 銀行同盟の要件とその進捗状況

要件	進捗状況
銀行監督ルールの統一	自己資本比率規制については、欧州委員会などにてCRR/CRD4(自己資本に関する規則/指令)の作業中。合わせて、EBA(欧州銀行監督機構)が、全体的なルール統一に向けて作業する予定。
銀行監督の一元化	2014年3月1日、または、「法案の効力発生から12カ月後」のいずれか遅い方に、ECBに銀行監督権限が移行し、銀行監督一元化がスタート。
単一の破綻処理メカニズム	単一の破綻処理当局や破綻処理財源の枠組みにつき、2013年中に欧州委員会が提案し、欧州議会の任期(2014年夏)までに合意を目指す。
共通の預金保険制度	現状、特段の合意なし。 (各国制度の調和を行うEU指令案(2010年7月提案)の成立を2013年6月までに目指す。しかし、同案に各国共通制度は盛り込まれていない。)

(資料) 欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

そうした中で、欧州周縁国に対する直接的な支援と言えるのは、以下の2つである。

①銀行監督一元化に伴う、ESMによる資本不足銀行への直接資本注入

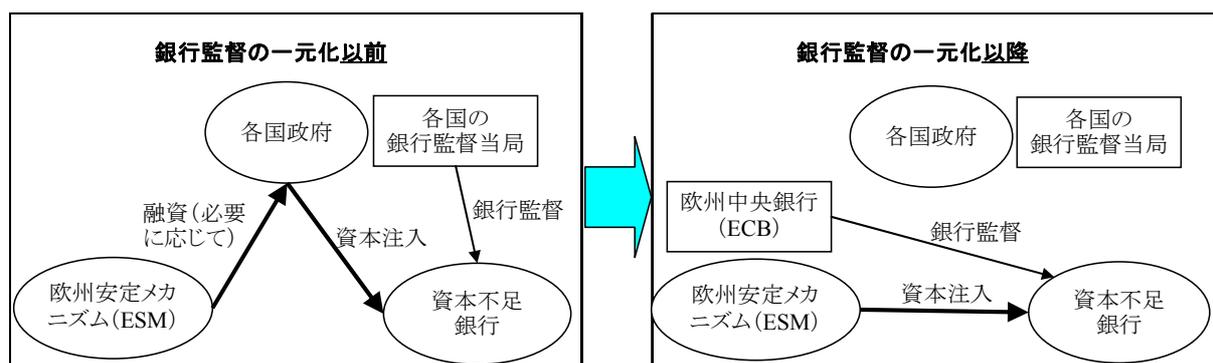
銀行監督の一元化に伴い、銀行の資本不足には個別国レベルではなくユーロ圏レベルで責任を負うことができるとの考えから、公的資金注入を各国政府ではなく、ユーロ圏の救済基金である欧州安定メカニズム (ESM) が直接行うことが検討されている。従来、例えば昨年末に公的資金注入を実施したスペインのケースでは、各国政府が一旦 ESM から資金を借り入れ、それを資本不足銀行に注入する方式をとったため、政府債務の増加が避けられなかった (第3図)。

ここで焦点となるのが、銀行監督一元化以前に発生した不良債権に起因する資本不足に対しても、ESM が遡及的に直接注入を行うことを認めるか否かという点である。これが実現すれば、アイルランドとスペインはそれぞれ GDP 比で約 22%、約 4%の政府債務を ESM に肩代わりしてもらえることになる。

本件には、欧州委員会や欧州周縁国が賛成する一方^(注7)、ドイツやオランダ、フィンランドが強く反発している。後者の3カ国は昨年9月25日、財務相が連名で反対声明を出している。結局、昨年12月13-14日のEU首脳会議では何も決まらず、ESMによる直接資本注入に関しては、遡及的な資本注入の可否も含め、実務的な枠組みを2013年前半のできる限り早い時期に策定することになった。

(注7) ユーロ圏財務相会合のユンケル議長 (ルクセンブルク首相兼財務相) も1月10日、「ESMの資本注入にある程度の遡及性がなければ、ESMの意義が大きく損なわれる」とまで述べた。

第3図: 欧州安定メカニズム (ESM) による資本不足銀行への資本注入



(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②単一の破綻処理メカニズムの導入

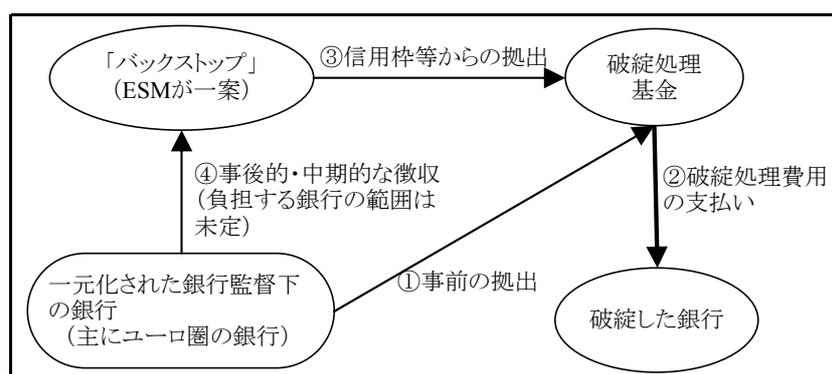
12月13-14日のEU首脳会議では、域内で単一の銀行破綻処理メカニズムにつき、2013年中に欧州委員会が提案を行い、欧州議会の任期中(2014年夏まで)の成立を目指す、とされた。ここでのポイントは、同メカニズムにおける破綻処理基金の財源である。EU首脳会議の合意では、金融セクターによる事前の拠出によって賄うとさ

れたが、現実には、破綻処理費用が基金の財源規模を超えるケースも考えられる。そこで合意では、財源不足に備えて何らかの「バックストップ」(最終的な支援策)を用意し、中期的に財政中立となるように、公的支援が生じた場合は金融セクターの事後的な負担で確実に埋め合わせる、とされた(第4図)。

この「バックストップ」が何であるかは、12月13-14日のEU首脳会議では合意に至らなかったが、12月5日のファンロンパイEU大統領の報告書(提案)では、ESMの信用枠が想定されていた。この場合、欧州周縁国は、ドイツなど高格付け国の信用力を利用するESMを通じて、銀行破綻処理に必要な当座の資金を賄えることになる。また、「金融セクターの事後的な負担で埋め合わせる」という合意は、欧州周縁国の銀行破綻処理費用を、当該国のみならずドイツを含めた他国の銀行が負担する可能性を示唆している。

最終的に「バックストップ」が何になるかは、年内に欧州委員会の提案が固まるまで不明であるが、ESMを活用し、かつ、他国の銀行にも事後負担を求めるスキームであれば、周縁国向けの支援策としては効果的といえよう。

第4図: 銀行破綻処理のスキーム(基金の財源規模を超える場合)



(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

おわりに

巷間、今年9月頃のドイツ総選挙が終われば、(選挙後も続投が見込まれる)メルケル首相が周縁国向け金融支援に抵抗のある一般国民に配慮する必要がなくなり、財政同盟や銀行同盟に関するEU/ユーロ圏レベルの協議が動き出す、と期待されている。しかし、周縁国自身の財政規律と自助努力を重視するというのはドイツの基本的なスタンスであり、9月を境に一変するわけでは必ずしもないと思われる。

昨年終盤より欧州金融市場では警戒感が一旦大きく後退しているが、欧州債務問題の本質的な解消への道のりは依然として遠い。今後とも欧州では債務問題に関わる緊張と弛緩が繰り返す状況が続くそう。

以上

(H25.1.30 矢口 満 mitsuru_yaguchi@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。