

欧州は債務危機で落ち込んだ景気を回復させることができるか ～ECBは景気回復に向け量的緩和の正念場に～

宇佐美 喜昭 *Yoshiaki Usami*

(一財)国際貿易投資研究所 客員研究員

要約

2009年10月、サブプライム・ショック覚めやらぬタイミングで発覚したギリシャの財政赤字粉飾に端を発した欧州債務危機。ギリシャに続くアイルランド、ポルトガル、キプロスのIMF救済融資と3波にわたるスペイン、イタリアのデフォルト危機という激動をなんとか乗り切り、2015年7月のギリシャ向け第三次支援の妥結で、当面の安定を回復したかのように見受けられる。

だが、ここに至る過程では、EUは各国の足並みの乱れやEU共通政策の構造的欠陥を露呈してきた。特に、財政均衡に厳しく臨む北欧・東欧・ドイツ・バルト諸国と、財政出動の欲求にかられるラテン系諸国との政策嗜好の差異は、財政政策、金融政策で原理原則を振りかざしつつ各国の変革を促すドイツと非常時の非常対応を唱えるフランスとの対立という形をとって事あるごとに表面化した。

財政政策をめぐる政治不信も高まった。緊縮財政や他国への支援への是非をめぐり、EU域内では2010年4月から2012年9月までの2年半で、16回の政権交代が起きた。多くは総選挙によるが、連立崩壊や重要法案否決による総辞職もある。頻繁な政権交代は、欧州委員会での閣僚級による債務危機対策の調整に影響し、市民社会においては反EUという政治主張が広がりを見せ始めた。

一方で、とかく批判に晒されてきた欧州中央銀行 (ECB) は、本来の中央銀行の責務を超えた金融政策を展開することとなった。2011 年 12 月から 2012 年 2 月にかけて産業界の資金需要に応えるという名目で行った 1 兆ユーロ規模のリファイナンス・オペレーション (期間 3 年) は、その効果の検証からは、国債利回りの上昇への対策として周到に準備されたことが窺われる。2012 年 7 月にはドラギ総裁をして、「ECB はユーロ維持のためでき得ることは何でもする」と発言するまでに追い込まれたが、返す刀で「新たな国債買い入れプログラム (OMT)」をとりまとめ、財政危機に陥る国には厳しい財政改革をつきつけることを明確にした。

遅れて、EU による加盟国支援のツールが整えられ、欧州債務危機は鎮火の過程に入ったが、金融政策的には今もって非常時の手法がとられており、金融政策の正常化にはまだまだ長い時間と試練の克服を必要としている。

そんな最中、中東・アフリカからの難民流入や反 EU 派の台頭、さらには中国経済の減速やフォルクスワーゲン (VW) によるディーゼル・エンジン不正など、新たな問題が欧州に影響を与え始めている。欧州はこうした新しい問題と取り組みつつ、債務危機で落ち込んだ景気の回復を進めていかなければならない。

ギリシャの財政破たんが経済規模 38 倍のユーロ圏を震撼

2009 年 10 月、ギリシャの総選挙による政権交代後、対 GDP 比 4% 程度のはずの財政赤字が 13% に膨らんでいたことが発覚し財政破たんが明らかとなった。債務の山は、二大政党の政権交代の度に行われてきた

相手支持層切り崩しのばら撒き政策などのツケだ。2009 年度の財政赤字は 15.4%、その後 15.6% に修正され、ユーロ圏の GDP で 2.6% に過ぎないギリシャが、欧州に深刻な債務危機をもたらすこととなった (図 1)。

2010 年 4 月、EU は IMF と 1,100 億ユーロのギリシャ向け救済融資計画をまとめるとともに、債務危機の

連鎖に備え5月に欧州金融安定メカニズム(EFSM)を設立した。EFSMは600億ユーロ規模の基金で、EUの中枢機関である欧州委員会の予算を担保に債券で調達された。

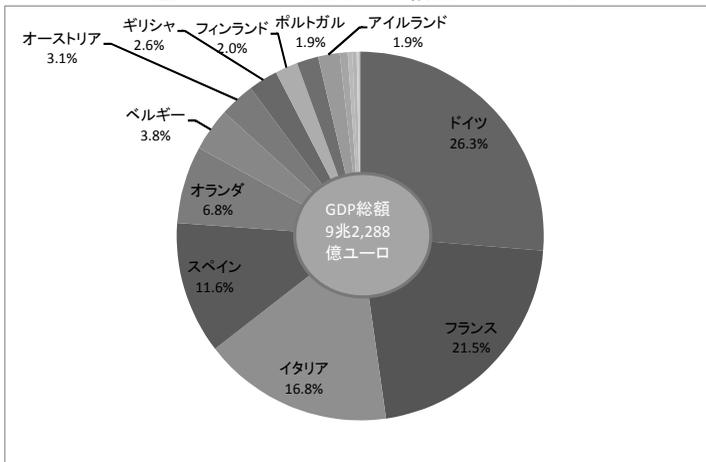
ユーロ圏も6月に資本金800億ユーロで欧州金融安定基金(EFSF)を設立した。EFSFは3年間(支援発生時は返済終了まで延長)の暫定機関で、出資割合は欧州中央銀行(ECB)に準じた。資本金と債券調達資金に加え、IMFとEFSMからの借り入れで救済融資の枠組みを、欧州投資銀行(EIB)との契約で運営や資産マネジメントを整え、7,000億円ユーロの支援を可能とした。

金融市場を通じて債務不安が連鎖

ギリシャ債務危機が表面化した頃の欧州は、金融危機の後遺症を引きずっていた。2008年から2009年にかけて、英国ではロイズ、ロイヤルバンク・オブ・スコットランドなどの大手銀行が公的支援や再編の対象となり、ベネルクスではデクシア、フォルティス、ABNアムロが、ドイツでは複数の州立銀行やドレスナーなどの経営が揺らいでいた。フランスでも大手7行に対し公的資金による「予防的」増資が行われた。

不良債権処理に加え国際決済銀行(BIS)が定めるバーゼルⅢの導入

図1 ユーロ圏のGDP構成(2009年)



出所：ユーロスタット

に向け自己資本の拡充も求められた銀行は、資産圧縮（貸出縮小）を迫られ、企業活動や景気に大きく影響した。

2009年のEUのマイナス成長を受け、欧州委員会は各国の財政規律を緩和し、再生可能エネルギーなどへの投資を奨励して2010年の経済成長率を2%に押し上げた。

2010年11月、欧州全体の景気が上向く中、主要銀行からの預金流出が起きたアイルランドがEUとIMFに財政支援を求めた。財政悪化を受け、アイルランド国債の格付けをフイッチは3段階、ムーディーズは5

段階引き下げた。金融市場は、当てにならない格付けや各国の債務増加を問題視し、債務や財政赤字の対GDP比が高い国々に警戒の目を向けた（表1）。国債の利回りは上昇し、最も低いドイツ国債と他国の国債の利回りの乖離も大きくなった。

危機感を抱いた欧州委員会は緊縮政策に転換、EUが収斂基準と定める財政赤字（対GDP比3%以内）と累積債務（対GDP比60%以内）の遵守に向け、監視と干渉を強化した。

イタリアなど、失業対策で産業政策や社会福祉政策への支出増を図る国は欧州委員会と軋轢を起し、ス

表1 ユーロ圏の債務と財政赤字の対GDP比の推移（期末ベース）

国・地域	2009年		2010年		2011年		2012年		2013年		2014年		
	負債	財政赤字											
EU	74.6	6.9	80.0	6.5	82.5	4.4	85.3	4.0	85.5	3.2	86.8	2.9	
ユーロ圏	80.0	6.4	85.4	6.2	87.3	4.2	90.6	3.7	92.6	3.0	91.9	2.4	
ドイツ	74.5	3.1	82.5	4.2	77.9	0.9	79.3	-0.1	77.1	-0.1	74.7	-0.7	
フランス	79.2	7.5	82.7	7.0	85.2	5.1	89.6	4.8	92.3	4.1	95.0	4.0	
イタリア	116.4	5.5	119.3	4.5	116.4	3.5	123.1	3.0	128.5	2.5	132.1	3.0	
スペイン	53.9	11.2	61.7	9.6	69.2	9.4	84.4	10.3	92.1	6.8	97.7	5.8	
オランダ	60.8	5.6	63.4	5.1	61.3	4.3	66.5	4.0	68.6	2.3	68.8	2.3	
ベルギー	95.7	5.6	96.6	3.8	102.0	3.7	103.8	3.9	104.4	2.9	106.5	3.2	
オーストリア	69.2	4.1	72.5	4.5	82.1	2.6	81.5	2.2	80.9	1.3	84.5	2.4	
ギリシャ	129.7	15.6	148.3	10.9	171.3	10.2	156.9	8.7	175	12.3	177.1	3.5	
フィンランド	43.5	2.5	48.8	2.5	48.5	1.0	52.9	2.1	55.8	2.5	59.3	3.2	
ポルトガル	83.7	10.2	94.0	9.8	111.1	7.4	125.8	5.6	129.7	4.8	130.2	4.5	
アイルランド	64.8	13.9	91.2	30.6	111.2	12.7	121.7	8.1	123.2	5.8	109.7	4.1	
スロバキア	35.6	8.0	41.0	7.5	43.4	4.1	52.1	4.2	54.6	2.6	53.6	2.9	
ルクセンブルグ	15.3	0.8	19.5	0.8	19.1	0.4	21.9	0.1	24.0	0.9	23.6	0.6	
スロベニア	35.0	6.2	38.7	5.9	43.4	6.6	52.1	4.0	54.6	14.9	53.6	4.9	
リトアニア												40.9	0.7
ラトビア									38.2	0.7	40.0	1.4	
エストニア	7.2	2.0	6.7	0.2	6	-1.2	9.7	0.2	10.1	0.2	10.6	-0.6	
キプロス	58.5	6.1	61.3	5.3	66.0	5.8	79.5	5.8	102.2	4.9	107.5	8.8	
マルタ	66.4	3.7	66.0	3.5	69.7	2.6	67.4	3.6	69.2	2.6	68.0	2.1	

注1：財政赤字のマイナスは黒字を意味する。

注2：EUの数値について、2012年まではEU27。2013年以降はEU28（クロアチア加盟）。

ユーロ圏の数値について、2012年まではユーロ17。2013年はユーロ18（ラトビア加盟）、2014年はユーロ19（リトアニア加盟）を反映。

注3：国順はGDP順。

出所：ユーロスタット

ペイン、ポルトガルなど緊縮財政を受け容れた国では市民が反発した。

一方で財政規律を維持してきた自負を持つドイツや北欧、市場経済化の改革経験がある東欧では、他国支援への拒否感情が高まった。

そして2011年3月、緊縮予算の追加法案否決で国債償還が困難になったポルトガルがEUとIMFに支援を求めた。EUに忠実だったポルトガルの財政破たんは、欧州委員会による財政監督の難しさを露呈した。

最大の攻防、3波にわたったイタリア、スペインの国債利回り上昇

EUの大きな懸念は債務危機の主要国への波及、具体的にはイタリアとスペインへの波及だ。ユーロ圏のGDPに占めるイタリアとスペインの合計は3割に近い。IMFとEFSFの枠組みでは2カ国の破たんに対し十分な支援が難しいとされていた。

最初の危機は2011年7月に訪れた。ムーディーズがポルトガルの国債格付け4段階引き下げ、欧州銀行監督機構(EBA)によるストレステストでスペインの銀行5行が不合格とな

ると、イタリアとスペインの国債利回りが上昇し、一時6%を超えた。

この第1波は、ECBによる両国の国債の金融市場からの買い上げや独仏首脳金融取引税導入提案などを受け、8月に沈静した(表2)。

第2波は同年10月からで、「ウォール街を占拠せよ」活動が世界に広がる中でおきた。ギリシャの債務の減免が検討されたことで多額の債権を持つデクシアの株価が急落、その対応の最中に財政再建をめぐるイタリアの与野党対立が激化した。

次いでギリシャのパパンドレウ首相が唐突に第2次支援の受け容れ是非を国民投票に付すと発表、イタリアでは緊縮政策に抵抗するベルルスコーニ首相に連立与党が辞任を迫った。両国の政治の混乱に与野党伯仲のスペイン総選挙も重なり、イタリア国債の利回りは11月半ばに7.2%を、スペインは6.6%を超えた。

この第2波は、3カ国の政権交代と新政権による緊縮政策の確認、中央銀行間の国際協調、ECBによる政策金利引き下げと銀行への長期資金供給発表を経て12月に収束した。

第3波は2012年6月のフィッチと

ムーディーズによるスペイン国債価格付けの3段階引き下げで始まった。引き下げの理由は不良債権対策による財政見直し悪化だ。ユーロ圏財務相会議は直ちにスペインの金融再編に最大1,000億ユーロの支援を決めたが、歯止めとはならなかった。

事態の切迫を受けた6月28日の欧州理事会は深夜に及び、続いてユーロ圏首脳会議が未明に開催された。首脳会議では、7000億ユーロの支援が可能な恒久的な救済機関、欧州安定メカニズム（ESM）を7月中に発足させる協議が、膝詰めで行われた。

しかし出資比率27%超の持分を持つドイツが国内手続きで自国の憲法裁判所の判断を仰ぐ事態となり、ESM発足は延期となった。発足に出資比率9割以上の支持が必要とする約款が影響した。

スペイン政府は歳出削減の追加措

置を発表したが、7月19日には国債利回りが7%を超え、州債発行断念で政府に財政支援を仰ぐ州が出た。

EUが金融市場の鎮静に有効な手立てを失う中、ECBのドラギ総裁は「われわれの責務としてECBはユーロ維持のためでき得ることは何でもする」と発言するまでに追い込まれた。この時点では、ECBは具体策を持ち合わせていなかったと思われるが、国債利回りの上昇は総裁発言を受けようやく止まった。

10月に発足したESMは12月に395億ユーロを、2月に19億ユーロをスペインに支援したが、スペイン銀行再編基金（FROB）への融資の体裁をとったため、スペイン政府は国家債務への計上を回避した。このESMの仕組みで、EUは最大懸念であった財政破たんの主要国への波及をようやく断ち切った。

欧州は債務危機で落ち込んだ景気を回復させることができるか

表2 イタリアとスペインの国債をめぐる主な出来事

年月	主な出来事
2011年	
7月～8月	イタリア、スペインの国債危機第1波。一時的に両国の国債利回りが6%超え。
5日	ムーティーズ、ポルトガル国債の格付けを4段階引き下げ。
7月	15日 イタリア、480億ユーロ相当縮減の緊縮財政法案が議会を通過。 15日 欧州銀行監督機構(EBA)、ストレステストでスペインの5行の不合格を公表。
8月	8日 7カ国財務相・中央銀行総裁、緊急電話会合を行い、金融市場安定化に向け声明を発表。 8日 ECBによるイタリア、スペイン国債の買い入れ開始。 16日 独仏首脳による金融取引税導入提案。 月末までにスペインとイタリアで財政均衡を盛り込む憲法改正案を取りまとめ。
9月	7日 スペイン、財政赤字上限を設定する憲法改正案が議会を通過。 8日 イタリア、2014年度以降の財政均衡を義務付ける憲法改正案を閣議決定。
10月～12月	イタリア、スペインの国債危機第2波。一時、イタリア国債は7.2%超え、スペイン国債は6.6%超え。
10月～11月	ギリシャ、イタリア政治危機。両国とも緊縮財政受け入れヘテロクォート内閣が発足。
1日	ウォール街を占拠せよ運動始まる。
3日	デクシアの株価急落。6日、ベルギー、フランス両政府、デクシアを両国政府の管理下に。
6日	ECB、400億ドル規模のカバードボンド(資産担保付き債券)購入を決定。
26日	白川日銀総裁、衆院財務委員会で、「欧州ソフリン問題」について「国際金融危機」という認識を示す。
27日	EU、対ギリシャ第2次支援案取りまとめ。
31日	ギリシャ、ババンドレウ首相がEUの第2次支援案を国民投票に付すと発表。
11月	1日 ECB、トルシエ総裁の任期満了によりドラギ・前イタリア中央銀行総裁が総裁に就任。 3日 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ1.25%に。 3日 G20でイタリアの財政をIMFが監視することで合意。 4日 ババンドレウ首相、国民投票を撤回し辞意。17日、ババデモス前ECB副総裁が暫定内閣首相に就任。 8日 イタリア連立与党の北部同盟、ベルルスコーニ首相の辞任を要求。 9日 ベルルスコーニ首相辞意。16日、モンティ元欧州委員会委員が首相に就任。 20日 スペイン総選挙で財政緊縮標榜の野党国民党が過半数獲得。 28日 オバマ大統領、EU首脳と会談し、債務危機に対し米国が支援の用意があることを伝達。 30日 日米英・ユーロ圏・スイス・カナダの中央銀行、何れの通貨でも低利融通を行えるスワップ取り決めで合意。
12月	6日 ガイトナー・米国財務長官、欧州を訪問し、債務危機についてECB総裁、関係国首脳と会談。 8日 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ1.0%に。 8日 ECB、1兆ユーロ規模のLTROを発表。 21日 ECB、LTROで金融市場に4,822億ユーロの期間3年の流動性を供給。 22日 イタリア、財政緊縮法成立。 23日 スペイン新政権、初閣議で緊縮路線を確認。
2012年	
2月	21日 キリヤ債の民間保有債務放棄の枠組みを決定。ユーロ圏財務相会議、ギリシャ第2次支援で合意。 29日 ECB、LTROで5,295億ユーロの流動性供給。
3月	ECB、金融市場からの国債買い上げ(SMP)を停止。
4月	26日 S&P、スペインの国債格付けをBBB+に2段階引き下げ。 30日 スペイン、景気後退入りを発表。
5月	6日 キリヤ総選挙で与党が過半数割れ。16日、連立協議が決裂し、再選挙が確定。 9日 スペイン、大手銀行バンクアへ資本注入。11日には銀行の不良債権処理策を発表。 25日 スペイン・カタロニア州知事が、中央政府からの財政支援が年内にも必要という見通しを明らかに。 29日 スペイン中央銀行総裁、議会との軋轢で任期満了前に辞任。
6～9月	イタリア、スペインの国債危機第3波。一時、スペインの国債利回りは7.6%、イタリア国債も6.5%に。
7日	フイチがスペイン国債の格付けを3段階引き下げ。13日にムーティーズも追随。 9日 ユーロ圏、電話による財務相会議で、スペインの金融再編に最大1,000億ユーロの支援を行うと決定。
6月	17日 キリヤ、再選挙で財政規律派が過半数を占める。 25日 スペイン、ユーロ圏に1,000億ユーロの支援枠設定を要請。 29日 欧州首脳会議、ESMの7月発足方針を確認(その後、ドイツで憲法裁判所の判断を仰ぐため延期)。
7月	5日 アイルランド、国際金融市場に復帰。 5日 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ0.75%へ。 5日 キリヤ連立の新内閣、議会で承認。 11日 スペインのラホイ首相、予算の650億ユーロ削減を伴う追加緊縮策を発表。 20日 スペインのバレンシア州、中央政府に財政支援を要請。 23日 スペイン、株式空売りを3ヶ月禁止。イタリア、金融機関株の空売りを1週間禁止(後、9月14日まで延長)。 24日 イタリアのモンティ首相、シチリア特別州知事に拘束力を持つ州財政再建計画立案を指示。 26日 ECBドラギ総裁、「われわれの責務としてECBはユーロ維持のためできることは何でもする」と発言。
8月	2日 ECBドラギ総裁、非伝統的金融政策に理事の反対があることを明らかに。 23日 スペインのムルシア州、中央政府に財政支援を要請(支援要請は最終的に9つの州に拡大)。 6日 ECB、「新たな国債買い入れプログラム(OMT)」を決定。
9月	12日 ドイツ憲法裁判所、ドイツのESMへの出資を条件付で合意と判断。 27日 ESM設立の協定発効。
10月	3日 ESM発足。
12月	ESM、スペインに395億ユーロの支援(370億ユーロを大手4行の資本注入に、他をバッドバンク設立に充当)。
2013年	
2月	ESM、スペインに19億ユーロの追加支援(中小4行の資本注入に充当)。

出所：報道資料から筆者とりまとめ。

ユーロ圏初の資本規制を導入

スペインの危機と並行し、ギリシャ債務減免の影響でキプロスの商業銀行が債務超過に陥り、同国 GDP の 2.6 倍、190 億ユーロの外国人預金の流出が現実味を帯びた。ECB は 100 億ユーロ規模の流動性支援 (ELA) を提供していたが、この打ち切りを示唆してキプロス政府に圧力をかけた。

2013 年 3 月、キプロス政府は全ての金融機関を 2 週間閉鎖し、預金引き出し、海外送金、クレジットカード使用などを制限する預金規制をユーロ圏で初めて導入した。ユーロの理念に反するもので、非常時の時限手段として認められたものだ。また EU で初めて、いわゆる預金課税を導入、破たん銀行にある預金について 1 口座あたり 10 万ユーロを超える分を没収し、金融再編のために 58 億ユーロを捻出した。

ユーロの構造問題と共通政策の弊害

ユーロ圏で債務危機が起きたのは必然かもしれない。ユーロのシステムには多くの経済学者が指摘する構造的弱点がある。「自由な資本移動」と「為替の固定 (共通通貨)」を採用したため、各国は「独立した金融政策」が採れない。これは国際金融のトリレンマとして知られている。

また、ユーロ圏は一人当たり GDP が 1 万 6,000 ドルから 9 万 9,000 ドルまで、経済構造も発展状況も景況も異なる国を抱える。これを一元化した金融政策で括るため、どこかの国の財政に歪みを生みやすい。

これに対し、独立した金融政策がとりえる中央銀行は、為替や金利の調整ができ、通貨も発行できる。ギリシャでユーロ離脱 (グレクジット) が密かに検討された所以である。

表 3 構造基金と結束基金の主な目的と対象

基金名	主な目的	主な対象国・地域
構造基金	1人あたりGDPがEU平均の75%以下の地域、離島、1km ² 8人以下の地域の開発と構造調整促進。	スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド、北欧、東欧。
結束基金	1人あたりGDPがEU平均の90%以下の国の環境・交通インフラの整備。	スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド。2007年から東欧に拡大。

注：結束基金についてアイルランドは 2003 年まで対象。

出所：欧州委員会

見逃せないのは、EU が共通政策として進める地域格差是正の弊害だ。金融政策一元化による歪みを減じる重要政策で、予算額は EU の政策支出としては最大。政策の中核を担う「構造基金」と「結束基金」はスペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドが主な対象だ（表 3）。

一方、裨益国は応分の負担が必要だ。これがスペインでは急速な債務増加の要因となった。また開発政策、特に交通整備は、自治体や民間の投資を誘発し資金需要を喚起しやすくバブルを生じやすいという面がある。

亡国のモラルハザード

一連の債務危機には、様々なモラ

ルハザードがみられる（表 4）。債務危機前のギリシャでは、ばら撒き財政に加え、脱税や社会保障費の不正受給が横行していた。

アイルランドは政府が銀行の債権を保証している間に融資審査が形骸化し、経営陣も不正に手を染めた。支援要請時の銀行損失は GDP の 55%に膨らんでいた。

ポルトガルの同族企業傘下のある大手銀行は、親会社の不正経理で破たんし公金で処理された。

キプロスでは、大口預金者が銀行に法外な高利を求めていたとして、預金課税が正当化された。

スペインでは破たんしたプロジェクトが数多く見られる。例えばエアバス 380 にも対応したシウダ・レア

表 4 財政支援要請の経緯

破綻時期	国名	財政支援要請の経緯
2009年10月	ギリシャ	歴代政権による財政赤字隠しが露見。ばら撒きや脱税放置、充実した社会保障(他国より年金受給資格年齢が若いなど)、社会保障の不正受給などのツケ。
2010年11月	アイルランド	銀行の優良な資産運用先の不動産市場が2007年にピークアウト。2008年のリーマンショックで政府が銀行債務への政府保証を付付したため、融資審査が形骸化。政府保証付保期間の満了に伴い預金流出。2010年の銀行救済では1,950億ユーロを投入し、預金者だけでなく、優先債権者や劣後債権者まで全額保証。
2012年3月	ポルトガル	ユーロ導入後の企業合理化による民間雇用の縮小を政府系機関が肩代わりし財政支出が増加。緊縮政策に転じるも、解雇に伴う公務員削減は憲法違反とされ、緊縮策追加法案が国会で否決され国債償還不能に。
2012年12月	スペイン	開発バブル崩壊と土地価格下落で銀行の不良債権が増大し、金融再編用の資金支援をユーロ圏に要請。背景に州財政支援の必要性も。銀行は不正な土地価格買い支えに加担、州政府の一部では資金スキャンダルが発覚。
2013年3月	キプロス	タックスヘイブン政策による主としてロシア・マネーの流入で、キプロスの預金量は GDP の4倍、銀行資産は同8倍に。銀行は高利運用のため主に歴史的・経済的につながりが深いギリシャの国債を購入。第2次ギリシャ支援による債権放棄で銀行経営が悪化し、外国人預金流出による流動性危機が顕在化。

ル・セントラル空港（スペイン中南部）は 2008 年に開港したが、2011 年に全ての定期便が撤退し、2012 年に閉鎖された。計画では傍を通る高速鉄道との接続利便性が謳われたが、最寄り駅から 10km しか離れておらず、鉄道会社が空港駅構想を具体化することはなかった。

マドリッド郊外では五輪誘致に連動した 3 つの都市開発計画が、トレドでは市の人口の 3 倍を収容できる住宅街建設が、工事半ばで中断した。

中央政府に支援を求めた 9 つの州は、何れも観光開発で沸いた地域だ。そのひとつ、地中海のリゾート地、バレアレス諸島州では、州が建設した大規模競技施設パルマ・アレナが、王室を巻き込む公金横領のカラクリに使われていた。他の州でも、政治家や宗教団体を潤したと指摘されているプロジェクトが多数ある。

中央銀行の役割を超えた期待を担わされた ECB

伝統的な中央銀行観は、中央銀行に政府からの独立性を求める。これは中央銀行の金融政策と政府の財政

政策が相反することによる。例えば、政府は景気刺激を重視し、中央銀行は景気過熱を警戒する。景気刺激で物価が上昇すると中央銀行は金融を引き締め、政府の資金調達コストは増加する。中央銀行に国債の直接引き受けを戒めているのも政策の相反性が理由だ。

また EU は、各国政府や各国の中央銀行 (NCBs) による他国の財政への寄付を禁じている。ECB も同様だ。ECB が保有するギリシャ国債が減免の対象外なのはこの規約による。

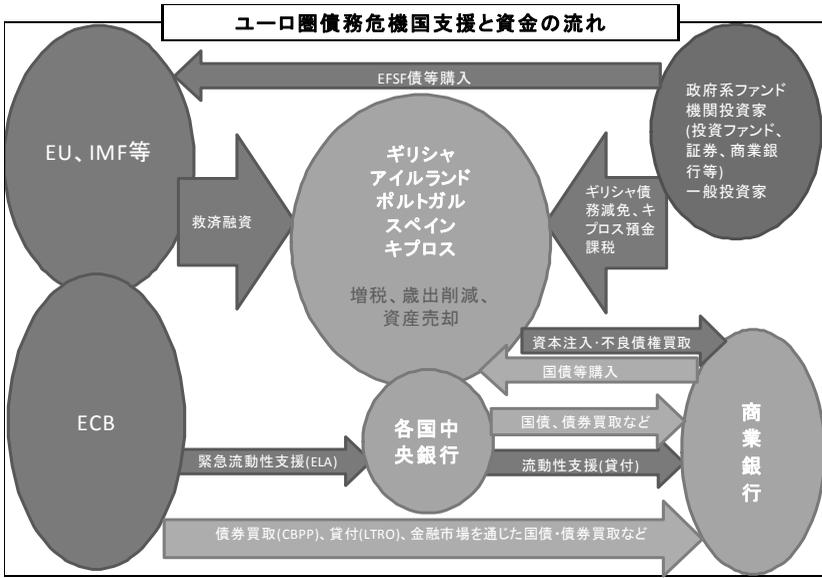
これらを念頭に置き、EU と ECB の債務危機への対応を振り返る。

債務危機にあたり、EU (ユーロ圏を含む) は様々な声明やコメントを通じて金融市場を牽制してきた。ECB も NCBs や大手行、金融市場を通じて債務危機国を支援した (表 5)。支援要請には EU が IMF と協働して対応し ECB も協力した。

しかしこれまでの EU による債務危機対策は、財政規律の強化と救済機能の強化にとどまる。破たんした金融機関処理コストの納税者負担を回避する仕組みとして検討されている「銀行同盟」は、銀行の監督権限

欧州は債務危機で落ち込んだ景気を回復させることができるか

表5 債務国支援と資金の流れ



支援額

国名	合意の年月	救済融資枠	民間放棄額	備考
ギリシャ(1次)	2010年5月	1,100億ユーロ		EU(GLF)、IMF等
ギリシャ(2次)	2012年2月		1,100億ユーロ	国債放棄
	2013年3月	1,300億ユーロ		EU(EFSF)、IMF等
ギリシャ(3次)	2015年7月	860億ユーロ		EU(ESM)
アイルランド	2010年11月	675億ユーロ		EU(EFSM)、IMF等
ポルトガル	2011年5月	780億ユーロ		EU(EFSM)、IMF
スペイン	(2012年12月)	395億ユーロ		EU(ESM)
	(2013年2月)	19億ユーロ		EU(ESM)
キプロス	2013年3月	100億ユーロ		EU(ESM)、IMF
			58億ユーロ	預金課税

注1 等とあるのは、EU、IMF以外にも二国間支援として参加した国・地域があるため。

注2 ギリシャ第3次支援へのIMF参加は、EU支援により2015年10月までにギリシャ債務が管理可能となっていることが条件。

注3 スペイン支援ではESMはスペイン銀行再編基金に直接融資。合意は2012年11月で、()は執行ベース。注4 キプロスでの預金課税の対象の約4割はロシア系財閥による預金とされる。

ECBによる主な債務危機対策

時期	実施政策	内容
2010年5月～	SMP	金融市場からの短期国債買取。2012年2月までに2,200億ユーロ分を買取。
2011年11月～	金利引き下げ	2011年11月に引き下げに転じ、2014年6月から実質ゼロ金利に。
2011年10月	CBPP	カバードボンドの金融市場からの400億ユーロ買い付け。
2011年12月～	LTRO	最長3年、金利1%で4,892億ユーロの貸付。2012年2月に5,295億ユーロ追加。
2012年6月～	対キプロスELA	流動性支援。融資規模は2013年3月末に120～130億ユーロ。
2015年2月～	対ギリシャELA	流動性支援。融資枠は漸次拡大し2015年7月に891億ユーロ、以降、縮小。

出所：EU、ECBおよび報道資料から筆者作成

の一元化、破たん処理ルールの一元化、共通の預金保険制度創設の3つの柱があるが、ユーロ圏の大手128行がECBの監督下に移った以外は、捗捗しい進捗はない。「金融取引税」はまだ10カ国の合意にとどまる。

EUの債務危機への抜本対策が遅れる中、ECBには過剰な期待が集まり、数々の失望も生み出した。

ECBは、2010年5月から、金融市場から国債を買い上げる証券市場プログラム(SMP)を導入し、リスクを抱える国債の利回り抑制を図った。

一方、政策金利はポルトガルの財政破たん後の2011年4月に1%から1.25%に、7月のムーディーズがポルトガル国債を4段階引き下げた直後に1.5%に引き上げた。背景には2010年の財政出動で景気が上向いているという判断があった。

その後直面したスペインとイタリアの国債利回り上昇の第1波では、金融市場を通じて両国の国債を買い上げた。この決定には4人の理事が反対したとされる。

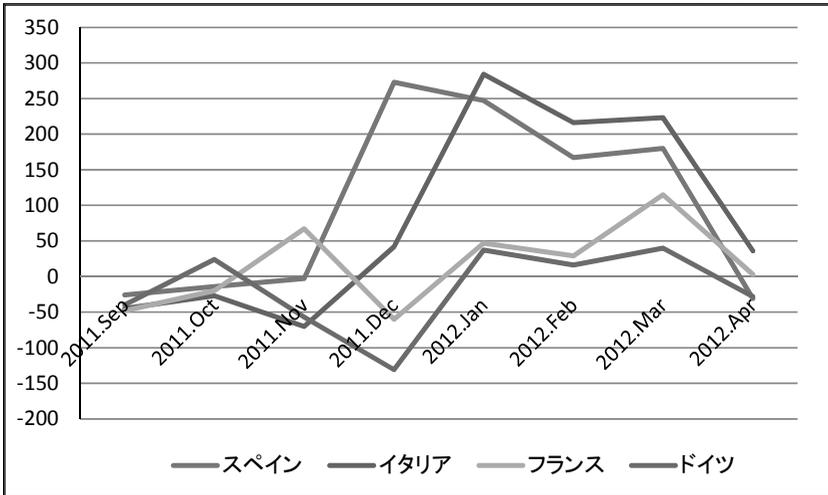
第2波では、デクシアの破たんに即応しカバードボンド(担保付債券)購入による400億ユーロの資金供給

(CBPP)を決定した。その後、12月までに政策金利を1%に戻した上で、金融機関向けに長期のリファイナンス・オペレーション(LTRO)を行った。この流動性供給は通常と異なり、市場金利より安い政策金利で、担保の範囲内であれば額無制限で、融資期間は3年(通常は3ヶ月から1年)という異例の措置だった。これにより1兆ユーロが金融市場に供給された。

LTROは、資金調達コストが上昇していた金融機関への低利資金供給で産業界の資金需要に応えるという名分があったが、ユーロ建ての銀行間貸借の金利を押し下げるとともに、債務危機国の金融機関に国債購入を促す効果をもった。

イタリアとスペインの銀行による国債売買は2011年12月から買い越しに転じ、2012年4月までの5ヶ月でイタリアは801億ユーロ、スペインは836億ユーロ増えた(図2)。この間の企業向け融資は、イタリアが247億ユーロ、スペインは230億ユーロ減少した。比較として、この間のフランスの銀行は国債を133億ユーロ買い越し、ドイツは66億ユー

図2 スペイン、イタリア、フランス、ドイツの銀行による国債保有の増減



注：国債の国別は非公表。

出所：ECB

ロ売り越し、企業向け融資はフランスが34億ユーロの減少、ドイツは1億ユーロの増加だった。

イタリアとスペインは、2012年2月から4月にかけて国債償還ラッシュを迎えたが、スペイン国債の利回りは2月末に4%台に、イタリア国債は5.4%に低下し、新規国債発行で乗り切った。債務危機国の国債償還を円滑に進めるという意図の下、ECBがLTROを使い周到な仕掛けを行ったことが窺われる。

一方、2012年3月、ECBはSMPが各国の財政改革意欲を削いでいる

とみなし、停止した。これは国債利回り上昇第3波の伏線となった。

OMT 取りまとめでユーロ加盟国の財政政策をけん制

第3波ではEUがESM発足に尽力したにもかかわらず、スペインとイタリアの国債利回り上昇が止まらず、ECBへの不満や批判が渦巻いた。ドラギ総裁の「ECBはユーロ維持のためでき得ることは何でもする」発言はそういう折にあたる。

取りまとめられた「新たな国債買

い入れプログラム (OMT)」は、ECB が財政危機に陥った国の国債を無制限に買い支える一方、被支援国は厳しい改革を受け容れるというものだ。OMT には理事が一人、反対した。

通常、国債の無制限買い支えは中央銀行の禁じ手だが、ECB の連合国家の中央銀行という立ち位置がこのプログラムを可能とした。また ECB は財政改革で主導権を握ることでモラルハザードを回避できるとした。

ただ、OMT はこれまで一度も発動されていない。「厳しい財政改革」が各国の財政規律の緩みに対する強力な抑止力となっている。

ギリシャの債務危機は長期化しているが、アイルランドは 2012 年 7 月に、ポルトガルは 2014 年 4 月に金融市場に復帰した。スペインは金融再編で銀行の不良債権比率が低下、キプロスも 2015 年 4 月に全ての預金規制を撤廃した。

景気回復に向け量的緩和の正念場に

長引く景気低迷と、金融機関からの繰上げ返済による LTRO 効果の減殺に対応し、ECB は新たな政策を導入した。先ず 2014 年 6 月に中央銀行預け入れの預金にマイナス金利を導入した。政策金利も 6 月に 0.4% に、9 月に 0.3% に引き下げ、実質ゼロ金利状態になった。

ECB はさらに「ターゲット LTRO (TLTRO)」という資金供給プログラムを開始した (表 6)。供給の目標額は 1 兆ユーロ、返済期限は 2018 年 9 月。企業向け、および不動産ローンを除く個人向け融資を増やした銀行は借り入れ枠が拡大される。

10 月からは、カバードボンドの商業銀行からの買い入れを再開した。カバードボンドは個人ローン債権を組み込んだものが多く、供給資金が同じ分野に再投資され消費を底上げする効果が期待されている。

表 6 ECB による資金供給拡大策

開始時期	政策	内容
2014年9月	TLTRO	2018年9月までの貸付。リファイナンス・オペに0.1ポイントの上乗せ金利。目標は1兆ユーロ。貸出を決める入札は計8回を予定。
2014年10月	カバードボンド買い入れ	ABS以外のカバードボンド買い入れ再開。2014年11月からABSも対象に追加。カバードボンド買い入れ期間は最短で2年、目標は1兆ユーロ。
2015年3月	QE(量的緩和)	月600億ユーロ規模のユーロ建て債券購入(カバードボンド含む)。インフレ率が2%に近づくまで、または2016年9月まで。延長もありえる。

さらに、2015年に入り強いデフレ懸念が広がったため、ECBは3月に量的緩和(QE)に踏み切った。国債・政府機関債、EU機関債およびユーロ圏所在の国際機関債を金融市場から継続して月額600億ユーロ買い入れる。この政策はECBの理事全員が支持しているが、うち5人は時期尚早と考えていたようだ。

量的緩和に踏み切った時のECBの国債保有額はユーロ圏GDP比で約20%。計画通りだと2016年9月までに1兆ユーロ増加し、ユーロ圏GDP比は25%になる。

様々な理由で量的緩和を不安視する見方もある。まず、経済が堅調な国に資金が偏重し格差が拡大する懸念が出ている。金利が安いユーロによるキャリートレードで効果を損なうという見方もある。ECBの預金準備のマイナス金利を嫌う金融機関が売り渋る、対象債券の約半分を保有する外国人投資家も売り渋るという見方もある。ドイツが新規国債発行を抑制しているため買い入れ額に制約が出る可能性もある。ユーロ安による周辺国への影響も懸念される。

そもそも持続的な成長に向けて忘

れてならないことは、金融政策では財政政策の代替はできないということだ。各国の財政再建と減税による消費刺激が伴わなければ、個人消費も企業の投資も増えず、消費者物価はデフレ圧力にさらされ続ける。

ギリシャ向け第3次支援の必要性は以前から指摘があったが、EUにとり2015年1月発足のチプラス政権による抵抗は誤算だっただろう。7月に交渉が妥結したが、支援額が大きく膨らんだことは歪めない。

そんな最中、中国の経済成長率の鈍化と中東・アフリカからの難民問題が欧州経済を震撼させている。さらにVW社によるディーゼル・エンジン不正も影を落とす。

難民問題は短・中期的には各国の財政負担要因となり、社会不安、政治不安にも繋がる。反EU勢力台頭や、英国で実施予定のEU残留国民投票への影響も無視できない。

2015年の経済成長率は1.6%と堅調だが、危機再燃の火種を一掃したわけではない。ECBの現在の金融政策は非常時の域にあることに留意しつつ、動向を注意深く見守っていく必要がある。