

アイルランドは、10月に行われたトロイカ審査でも順調に進捗していると評価され、約22億ユーロ規模の融資が行われる予定となっている。財政再建については、12年の財政赤字削減目標が達成される見込みとなっているほか、13年についても当局が達成を約束しているなど、その進捗は非常に順調である。また、市場からの評価も改善しており、7月には短期証券の発行に成功し、被支援国の中では最も早く市場復帰を果たしている。

加えて、構造改革についても、7月に労働関係法の修正法案<sup>29</sup> (Industrial Relations Act, Amendment) が議会を通過するなど、着実に実行に移されている状況である。

## (2) ヨーロ圏レベルでの対策

### (i) ECBの金融政策

欧州政府債務危機に抜本的な解決の兆しがみえない中、12年夏以降、ECBは二つの新たな領域に足を踏み入れた。一つ目は、7月に政策金利<sup>30</sup>を1.00%からユーロ導入以来の最低水準となる0.75%まで引き下げ、政策金利に連動する預金ファシリティ金利<sup>31</sup>を初めて0%としたことである。ドラギECB総裁は、ユーロ圏全体で経済成長の弱まりがみられること、ECBの流動性供給のコストを引き下げるなど利下げの理由と説明しているが、一部の銀行が余剰資金をECBに滞留させる中、中央銀行への預金のインセンティブを低減して実体経済に資金を回すことも企図していたと考えられる。すなわち、余剰資金を抱えるドイツ等の銀行は預金ファシリティを通じてECBに預金し、無リスクで利ざやを稼いでいた。預金ファシリティ金利を0%とすれば利ざやを稼げなくなるため、余剰資金が企業や家計向けの貸出に回されることが期待されていた。

二つ目は、9月に新たな国債買取プログラム(OMT: Outright Monetary Transactions)を発表したことである(第1-2-63表)。元々、ECBはSMP(Securities Market Programme)と呼ばれる国債買取策を10年5月から行っていたが、SMP実施後に一部の国が構造改革の手綱を緩めたこと等を受けて12年2月より買取を停止し、各国政府が債務危機を解決すべきとの姿勢を示してきた。しかし、国債利回りがその国の財政状況に加え、ユー

<sup>29</sup> 特定業種における最低賃金の決定方法を変更し、経済情勢に応じた労働コストの調整を可能とすることで、労働需要を増やし、産業間の労働力の再配分を行う事を目的としている。

<sup>30</sup> ECBの政策金利は、MRO(Main Refinancing Operations)と呼ばれる1週間物の流動性供給を受ける際に金融機関がECBに支払う金利(を年利換算したもの)である。正確には、MROは買戻し条件付き取引であり、金融機関は国債等の資産をECBに担保として差入れ、ECBはヘアカット後にその資産を購入する。1週間後に金融機関は当該資産を買戻すが、その金額はECBの購入額より高く、両者の差額が金利とみなされる。

<sup>31</sup> 預金ファシリティ金利は政策金利に連動して決定され(12年11月時点では政策金利-0.75%)、金融機関がECBに余剰資金を預け入れた際に支払われる。なお、政策金利に連動する金利はもう一種類あり、限界貸付ファシリティ金利と呼ばれる。これは金融機関がMROで満たせなかった資金需要を満たす目的で行われるもので、現在は政策金利+0.75%と設定されている。もっとも、金融危機後はECBの流動性供給が無制限で行われているため、金融機関はMRO等で資金需要を満たすことが可能となっており、限界貸付を通じた資金供給は限られている。

円圏崩壊のリスクを織り込んでいると ECB は考えるようになり、そうしたリスクへの対応は金融政策の領域であると判断した。加えて、国債利回りの上昇によって一部の国で ECB の低金利政策の効果が失われているとも認識し、全てのユーロ圏参加国が金融政策の恩恵を享受するためには、国債利回りを引下げる必要があるとの考えるようになった。そこで今回、SMP の反省を踏まえた上で、条件を厳格化した国債買取策の導入に踏み切ったのである。ECB の対応だけで債務危機が解決するわけではないが、金融政策の面からのこうした対応は危機解決に向けた ECB の断固たる姿勢が示されており、評価することが出来よう。

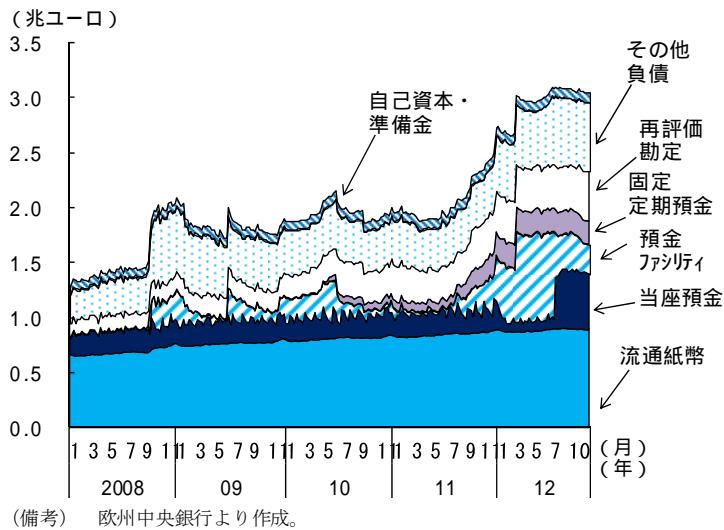
第1-2-63表 SMP と OMT の比較：OMT は実施条件を厳格化

	SMP	OMT
目的	証券市場の機能不全を解決、金融政策の波及メカニズムを回復させる	金融政策の効果を全ての国に行き渡らせると共に、実体経済に波及させる
実施条件	明示的な条件は無し	EFSF・ESM のプログラム下の条件を遵守すると共に、金融政策の観点から必要とされる事が必要条件
停止条件	明示的な条件は無し	買取の目的が達成されたり、条件が遵守されない場合に買取を停止
規模	明示的な上限は無し。買取実績は約2,000億ユーロ	明示的な上限は無し
対象	明示的な対象は無し	残存期間1～3年の国債
優先劣後構造	SMP で買取られた国債は、実質的に民間保有の国債に優先された	OMT で買取られた国債は、民間保有の国債と同列に扱われる予定
不胎化	不胎化する	不胎化する

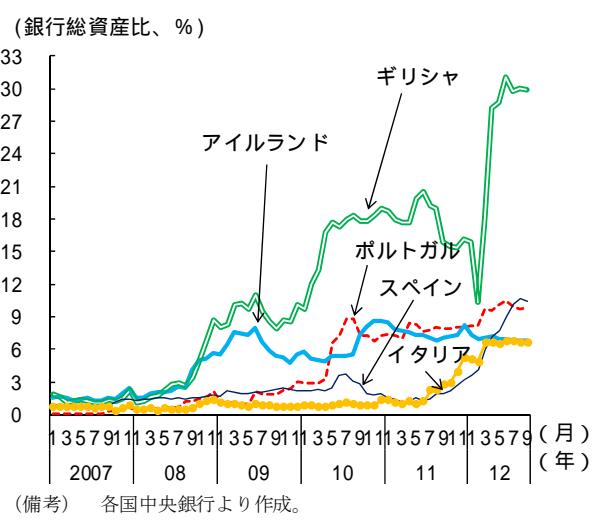
(備考) ECB より作成。

このうち、預金ファシリティ金利を 0 % にしたことが信用供給に与えた影響は現在のところ限定的だったとみられる。ECB のバランスシートをみると、7 月の利下げ以降、預金ファシリティ残高が急減する一方で当座預金が急増した（第1-2-64図）。預金ファシリティによって利ざやを稼げなくなったものの、金融機関は貸倒リスクを恐れ、余剰資金を貸出に回さず当座預金に滞留させたと考えられる。その結果、民間部門向けの貸出は低調な状況が続いている。むしろ、政策金利の引下げは ECB から資金を借入れる際のコストを低下させた面での効果が大きかったと推察される。クロスボーダー資金が減少基調であること等を背景に、特に南欧諸国等では ECB の流動性供給への依存度が高い（第1-2-65図）。こうした中で ECB からの借入コストが限界的に 0.25% ポイント低下したため、南欧諸国等の銀行はその恩恵を受けたとみられる。

第1-2-64図 ECBのバランスシート：  
負債側で当座預金が急増



第1-2-65図 ECBによる資金供給：  
いまだ依存度が高い



また、OMTに関しては12年11月の時点では実施されていないが、留意すべき点がある。OMTはSMPとは異なり、買取対象国がEFSF／ESMのプログラム下で課せられた条件を遵守することが実施の前提となっている<sup>32</sup>。買取中であっても条件が遵守されなければ買取は停止されることになっており、各国に改革を実施するインセンティブを与えるメカニズムとなっている。しかし、条件遵守の審査に時間がかかり、SMPと比べれば機動性が低い可能性がある。また、条件が守られない場合に即座に買取を停止すれば、再び対象国の国債利回りが上昇するリスクもある。

加えて、優先劣後構造に対する対応方法も今のところ明確ではない。12年3月のギリシャ債務再編では、ECBが保有するギリシャ国債は再編の対象から外された。その結果、投資家は将来の債務再編の際にも同様の措置が講じられると考え、自らの損失率の上昇を嫌気して南欧諸国等の国債購入を控えることになった。こうした状況を踏まえ、OMTで買取られた国債は、民間保有分と同等に扱われる予定とされた。しかし、ドラギ総裁はECBの自発的な債務再編参加は財政ファイナンスであり違法だととの見解を示しており、優先劣後の問題への対応の具体策は不明である。仮にこの問題への対応策が明らかにされないままであれば、ECBが介入するほど投資家は自らの潜在的な損失が拡大すると考え、対象国の国債に対する需要が冷え込んで利回りが上昇するリスクがある。

<sup>32</sup> EFSF／ESMのプログラムは、付随する条件が厳しい順にマクロ経済調整プログラム（Economic Adjustment Programme）、拡張された条件を伴う信用枠（Enhanced Conditioned Credit Line）、予防的条件を伴う信用枠（Precautionary Conditioned Credit Line）の3種類がある。OMTの対象となるのは前の二つである。

こうした懸念にどのように対応すれば良いだろうか。例えば、(1)条件が遵守されず買取停止されたり、投資家の懸念により国債利回りが上昇するリスクがあるならば、OMTを実施しない方が望ましいと考えることも出来るだろう。逆に、(2)審査に時間がかかるのを避けるべく、厳格な条件を課さずにOMTを実施する方が望ましいと捉える見方もあるだろう。しかし、これらの見方もいずれも現下の債務危機への対応としては不十分であると考えられる。(1)については、国債利回りの上昇によって金融政策の効果が発現しない国がある中、買取によりその状況を改善することは重要である。勿論、投資家の懸念を払拭する際にも、EU法の遵守は求められる。一方、(2)に関しては、以前、条件を伴わないSMPが一部の国の改革実施を遅らせた反省を踏まえれば、条件を課すことも必要と考えられる。

以上を踏まえると、一案として想定されるのは、課せられた条件を一時逸脱しても即座に買取を停止するのではなく、警告を与えた上で正手続きを実施させることである。そして、予め決められた期間内に状況が是正されれば、買取を続けるのである。状況が是正されず買取が停止され、国債利回りが上昇し、買取対象国の金融機関が流動性危機に陥ることになれば、緊急の資金供給を実施して事態の悪化に歯止めをかけることも可能だろう。一方、投資家の懸念に対しては、EU法を遵守した形でECBも債務再編に貢献する方法を検証し、早急に示すことが求められる。

## (ii) 欧州安定化メカニズム（ESM）の完全稼働

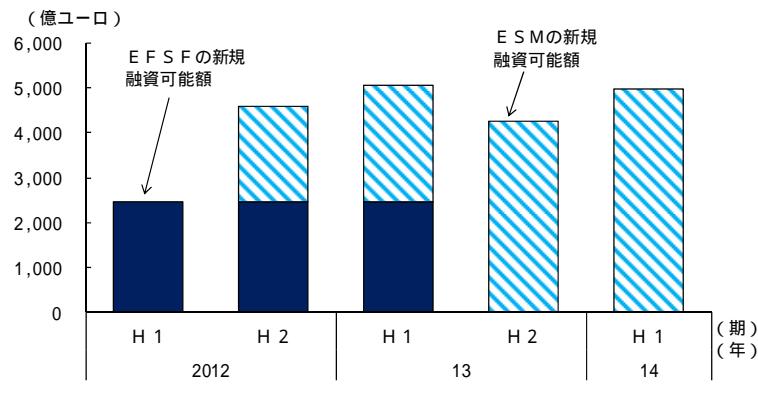
債務危機の中、防火壁の設置についても進展がみられた。12年9月にESM条約が発効し、10月にESM（European Stability Mechanism）が正式に発足することになった。当初は同年7月に設立される予定であったが、ドイツ憲法裁判所が同国のESM条約批准の合憲性を審査することになったため、設立が遅れていた<sup>33</sup>。

元々、ユーロ圏は債務危機に対する防火壁として10年6月にEFSF（欧州金融安定化ファシリティ）を設立していたが、これは一時的措置であって13年7月以降の新規融資を行うことが出来なかった。このため、恒久的な防火壁としてESMが設立されることになった。ESMの新規融資可能額は、各国の資本拠点に伴って増加し、14年1～6月期には5,000億ユーロの最大融資能力を確保する見込みである（第1-2-66図）。

---

<sup>33</sup> ESM条約は、資本構成比90%の国が批准することで発効する。ドイツの資本比率は27.1%であるため、同国の批准無しに同条約が発効することは無かった。

第1-2-66図 EFSFとESMの新規融資能力：14年上期には最大融資能力に到達



- (資料)1. EFSF, ESM等から作成。  
 2. EFSFは原則として12年7以降は融資をしないが、EFSFとESMの新規融資可能額の合計が5,000億ユーロとなることを確実なものとするため、13年7月まではEFSFも融資をすることが可能。  
 3. ESMの新規融資可能額は払い込まれた資本の額に依存する。払込ベースについてでは12年10月までに2回分が既に払い込まれてあり、その後については同年3月のユーログループでの決定事項を基に、13年上期、同年下期、14年上期に払い込まれることを前提にしている。  
 4. スペイン及びキプロス向け支援額も新規融資可能額に含まれている。

ESMの機能としては、融資を通じた財政支援に加え、発行・流通市場からの国債買取や銀行への資本注入があり、財政危機に対する防火壁として重要な役割を果たすことになるだろう。特に、単一銀行監督メカニズムの創設後にはESMによるユーロ圏銀行に対する直接資本注入が可能になることが12年6月のユーロ圏首脳会合で言及されており、政府債務危機と銀行危機の悪循環を断ち切るものとして期待されている。すなわち、今回の債務危機は、国債を保有する銀行の損失拡大を通じて銀行危機を招いた。ユーロ圏では各国政府が銀行救済を行ってきたが、政府が危機に苦しむ状況で資本注入を行っても、財政赤字が膨らむだけで債務危機は止まない。むしろ政府に対する見方が悪化して国債価格が下落し、銀行危機が一段と深刻化するため、二つの危機を鎮めるには政府を介さずに資本注入を行う必要があると考えられる。

### (iii)「銀行同盟」創設に向けた動き

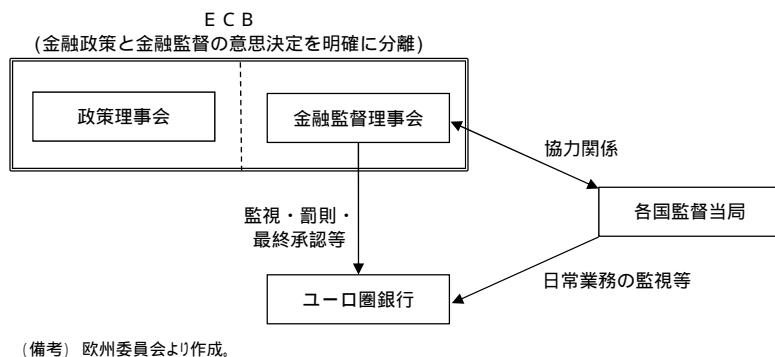
もっとも、資本注入が各国の責任とならず、それによって財政赤字が拡大しないならば、各国が厳格な金融監督を行うインセンティブが低下するというモラルハザードの問題が生じる可能性もある。そのため、ユーロ圏の金融機関を一元的に監督することで厳格性を維持しようと、銀行同盟を創設する動きがみられる（詳細は第2章）。

12年6月のユーロ圏首脳会合では、ユーロ圏の金融機関を一元的に監督する機関を創設することが決定され、同年9月には欧州委員会が単一監督メカニズム（SSM: Single Supervisory Mechanism）に関する規制のドラフトを公表し、ECBに金融監督権限を付

与する方向性が明らかになった<sup>34</sup>。そして、10月のEU首脳会合では、13年初までにSSMに関する法案に合意することを目指すとされた。

このメカニズムの下では、ECBは金融政策等を統括する政策理事会（Governing Council）とは別に監督理事会（Supervisory Board）を設け、ユーロ圏銀行に対する認可付与・取消に関する決定、自己資本の審査等の任務を遂行する（第1-2-67図）。これらの任務達成のため、ECBは対象行からの情報提供を受けるほか、立入り権限を有し、EU法に照らして違法行為が確認されれば罰則を科すことも出来る。一方、各国監督当局は、ECBに与えられた任務以外を担当する。また、ECBの任務に関しても、ECBの活動に必要となる日々の手続きや監督業務の遂行は、各国当局が実施することになる<sup>35</sup>。

第1-2-67図 単一金融監督メカニズムの概略：ECBが銀行監督する仕組み



SSMの設立がESMによる銀行への直接資本注入の前提となっているため、予定通りの稼働が望まれている。既に、ESMが銀行へ資本注入を行うことを織り込み、スペインやアイルランドの公的債務から銀行救済に関する債務が除去されるとの見方がなされ、両国の国債利回りは12年夏より低下基調となっている。

しかし、様々な面において各国の意見相違がみられ、SSM設立までの道のりは決して平坦なものではない。まず、対象行に関しては、欧州委員会は最終的にユーロ圏の全銀行を対象とすることを提案している。国際的に業務を営む大銀行に限らず、スペインのカハ（貯蓄銀行）のような国内に特化した小規模行でさえ、金融危機を起こす可能性

<sup>34</sup> EU運営条約（The Treaty on the Functioning of the European Union）第127条6項では「理事会は（中略）欧州議会及びECBとの協議後、全会一致により保険業を除く信用機関及びほかの金融機関の信用秩序の維持のための監督に関する政策について、ECBに特別な任務を与えることが出来る」と定められている。

<sup>35</sup> 例えば、新たに銀行に免許を付与する場合、各国当局が当該国内で定められた承認条件を遵守しているかを審査し、その後、ECBに対して自らの決定を提出する。ECBは当該銀行がEU法で定められた要件を満たしていると判断すれば、免許を付与する。また、各国当局はECBにより定められたガイダンスに従い、日々の銀行業務を監視する。その目的のために、立入検査のような既存の監督権限を行使することが出来、その中で銀行が深刻な困難に直面していることが明らかになれば、ECBに対して警告を与える。

があると認識しているからである。しかし、ドイツはあくまで対象は大銀行に限定すべきだと主張している。

また、SSM設立後の銀行への直接資本注入についても慎重な意見がある。12年9月にドイツ、オランダ、フィンランドの財務相は声明を発表し、SSMが設立される前の銀行問題は各国政府の責任だと主張した。前述のとおり、ESMによる銀行への直接資本注入は12年6月のユーロ圏首脳会合で合意されたことであるが、その詳細についての解釈が各国で異なっている。ESMが銀行支援を行うならば、ユーロ圏の財務相によつて最終決定されることになる<sup>36</sup>。現在のようにドイツが反対している限り、直接の資本注入は認められず、政府債務危機と銀行危機の悪循環を断ち切ることが困難となる可能性がある。

このように詳細に関して各国の意見が分かれる中、予定通りのSSM設立を疑問視する見方も現れ始めた。これまで、ユーロ圏は様々な取組みにおいて、予定通りの実施を実現することが出来なかつた。しかし、SSMは第2章で詳述する「真の経済通貨同盟」を構成する銀行同盟の一つであり、その早急な創設が求められている。確かに、ESMによる直接資本注入は、一見すれば南欧諸国等のみの利益になるように思える。しかし、債務危機が企業・家計のマインド悪化等を通じてユーロ圏全体の経済に悪影響を及ぼす中、直接資本注入によって債務危機が解決に向けて前進することは、ユーロ圏参加国全てにとつても望ましいことである。ドイツ等が自国の潜在的な財政負担の拡大等を懸念し、対象行の限定を主張したり、直接の資本注入に慎重な姿勢を示すことは自国の利益とは整合的ではあるが、一方でヨーロッパの一員としてヨーロッパ全体の利益を踏まえた上で各国がこの課題に取組み、予定通りのSSM稼働が実現することが期待される。

### 3. ヨーロッパ経済の見通しとリスク

政府債務危機を背景にヨーロッパの景気の現状は弱含んでいる。以下では、ヨーロッパ経済の今後のメインシナリオと、それに対するリスク要因についてみていく。

#### (1) 経済見通し(メインシナリオ) -年内は弱含むものの、13年以降持ち直しへ

ヨーロッパ経済の動向をみると、ドイツでは緩やかな持ち直しの動きが続いているが、フランスや英国では景気は弱い動きとなつてゐる。また、南欧諸国等では景気の悪化が続いており、ヨーロッパ全体でみると、景気は弱含んでいる。

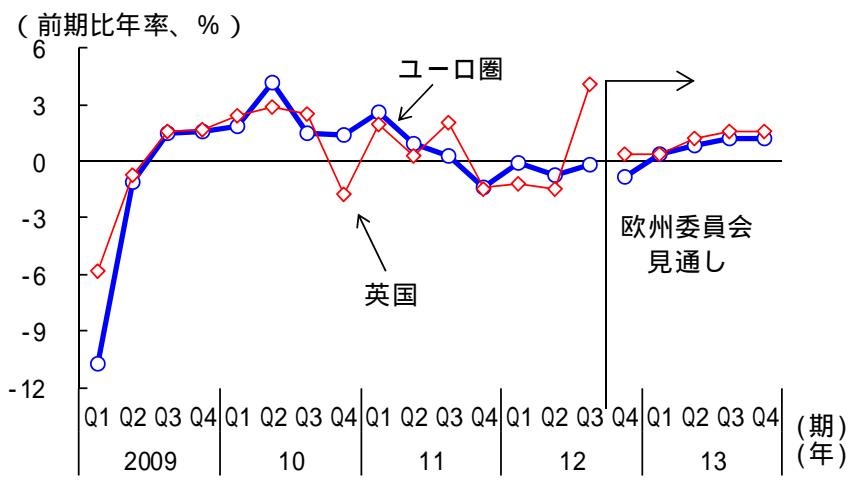
---

<sup>36</sup> ESMの意思決定は、加盟国財務相の全会一致または資本拠出割合でみて85%以上の賛成が必要である。ドイツの拠出割合は27.1%であるため、同国が反対している限り決定はなされない。

先行きについてみると、年内は引き続き弱含んで推移すると見込まれるが、13年以降、アメリカや中国等の域外経済の回復テンポが持ち直すにつれ、ドイツを中心に輸出主導で徐々に持ち直していくとみられる。

国際機関等の見通しをみると、13年は0～1%の成長率が見込まれているが、その達成は前述のとおりアメリカや中国等、域外経済の動向に依るところが大きい（第1-2-68図、第1-2-69表）。

第1-2-68図 ヨーロッパ地域の実質経済成長率



(備考)1. ヨーロスタット、欧州委員会より作成。  
2. 見通しは前期比で公表されるため、内閣府で年率換算。

第1-2-69表 國際機関等の見通し

		2012年	13年	14年
O E C D (11月27日)	ユーロ圏	0.4	0.1	1.3
	ドイツ	0.9	0.6	1.9
	フランス	0.2	0.3	1.3
	英国	0.1	0.9	1.6
欧州委員会 (11月7日)	ユーロ圏	0.4	0.1	1.4
	ドイツ	0.8	0.8	2.0
	フランス	0.2	0.4	1.2
	英国	0.3	0.9	2.0
I M F (10月8日)	ユーロ圏	0.4	0.2	1.7
	ドイツ	0.9	0.9	1.3
	フランス	0.1	0.4	1.9
	英国	0.4	1.1	2.7
E C B (9月6日)	ユーロ圏	0.6-0.2 (中央値 0.4)	0.4-1.4 (中央値 0.5)	

(備考) E C B “Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area”、I M F “World Economic Outlook”、欧州委員会 “European Economic Forecast–Autumn 2012”、O E C D “Economic Outlook 92”より作成。

## (2) 経済見通しに係るリスク要因

経済見通しに係るリスクバランスは下方に偏っており、特に欧州政府債務危機が深刻化した場合は、世界経済にも重大な影響を及ぼす可能性がある。

### (i) 欧州政府債務危機の深刻化

各国の財政再建に向けた取組やE C Bを中心としたユーロ圏レベルでの様々な対策により、12年半ば以降、南欧諸国等の国債利回りやソブリンC D Sプレミアムは低下しており、欧州政府債務危機は比較的落ち着いた状態にある。しかし、(1)銀行同盟や第二次ギリシャ支援の頓挫、(2)財政緊縮の景気への悪影響が予想以上に大きいか、あるいは世論の反発が予想以上に強いために南欧諸国等の財政再建目標が未達となること、(3)スペインを中心に住宅価格の予想以上の下振れ等から銀行のバランスシートが更に悪化すること、などの先行きに対する懸念は依然存在している。これら(1)(2)(3)のいずれかが起点となり、ヨーロッパ経済全体に対する不確実性が再び高まると、南欧諸国等の利回りやソブリンC D Sプレミアムの再上昇、金融資本市場の混乱、企業や消費者のマインドの悪化等の様々な悪循環が生じ、景気に対する大きな下押しリスクとなる。また、以下の(ii)(iii)のリスクが(i)と同様の悪循環の起点となり得る。

### (ii) アメリカ、アジア経済等の減速による輸出の減少

ユーロ圏の主要輸出先であるアメリカや、近年シェアを高めているロシア、中・東欧、アジア経済が減速した場合、景気のけん引役である輸出が減少する上、生産や消費に対するマイナスの波及効果が考えられることから、景気に対する下押しリスクとなる。

### (iii) 雇用情勢の更なる悪化

ユーロ圏の失業率は史上最悪を更新し続け、11%台後半で推移している。13年以降景気が徐々に持ち直しに向かうにもかかわらず失業率が予想以上に上昇した場合は、長期失業者の増加を招き、構造的な下押し圧力が増大する。他方、現在進行している労働市場改革によって賃金や雇用の弾力性が増せば、逆に上方リスクとなるが、一般的には時間を要し、すぐにはその効果は出ないとみられる。