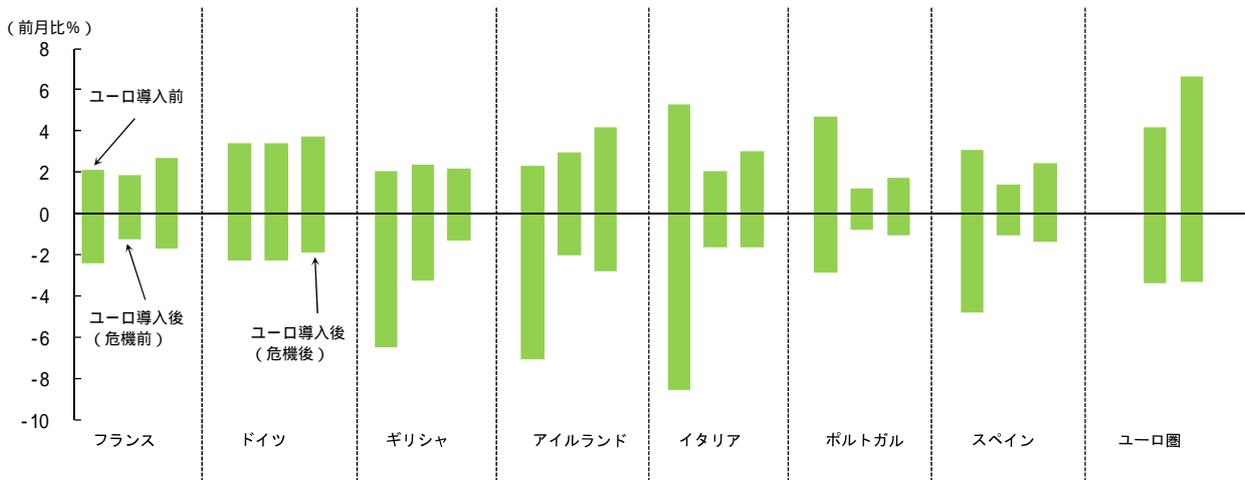
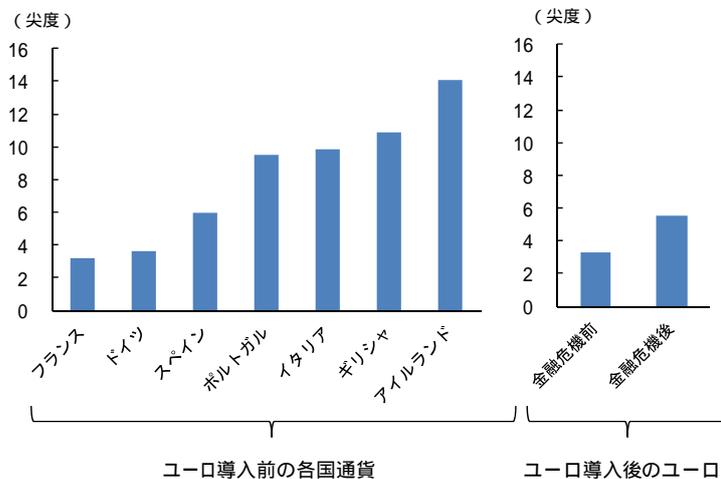


第2-1-43図 各国通貨（実効レート）の月次変化率



(備考) 1. IMFより作成。
 2. 上端は名目実効為替レート(月次変化率)の最大値、下端は同最小値。
 3. ユーロ導入前は90年1月~98年12月、ユーロ導入後(危機前)は99年1月~07年12月、ユーロ導入後(危機後)は07年12月~11年12月末。

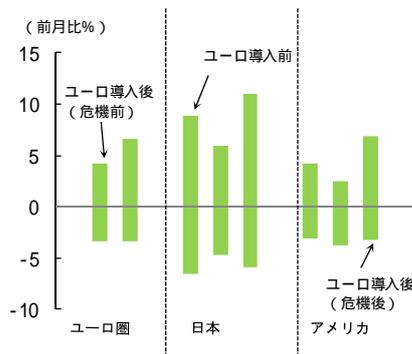
第2-1-44図 各国通貨（実効レート）の月次変化率の尖度：
 多くの国で尖度はユーロ導入後に低下するも、危機後にやや上昇



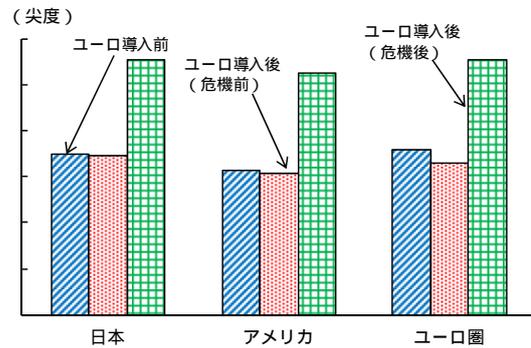
(備考) 1. IMFより作成。
 2. 名目実効為替レートの前月比。

なお、通貨ユーロの安定性は、変動幅や尖度の水準でほかの主要国通貨と比較しても、基軸通貨である米ドルとほとんど差がなく、日本円と比べても変動幅では比較的安定していることも分かる(第2-1-45図)。

第2-1-45図 域外通貨との比較：相対的に安定



(備考) 1. IMFより作成。
 2. 上端は名目実効為替レート(月次変化率)の最大値、
 下端は同最小値。
 3. ユーロ導入前は90年1月～98年12月、ユーロ導入後(危機前)
 は99年1月～07年12月、ユーロ導入後(危機後)は07年12月～
 11年12月末。



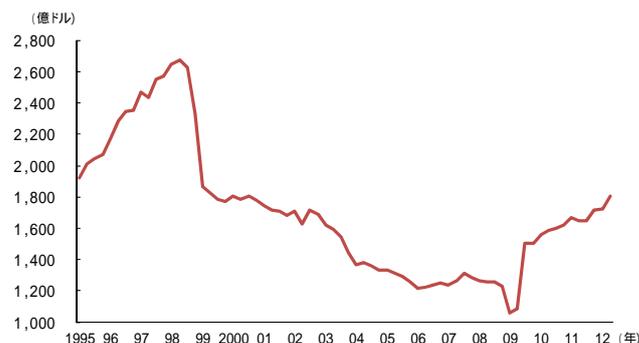
(備考) 1. IMFより作成。
 2. 名目実効為替レートの前月比。
 3. ユーロ導入前は90年1月～98年12月、ユーロ導入後(危機前)
 は99年1月～07年12月、ユーロ導入後(危機後)は07年12月～
 11年12月末。

() ショックに対する耐性

次に、ユーロ圏諸国が、ユーロ導入によりリスクが低下し、ショックが起きにくい経済構造となったのか、もしくはショックが発生しても、その影響を和らげることが可能な構造となったのか検証する。

前述のとおり、08年の世界金融危機以前においては、例えばイラク戦争等世界の有事発生で比較的ボラタイルになりやすい期間があったにもかかわらず、ユーロ圏経済は、比較的安定的なパフォーマンスをみせており、外的なショックに対する耐性はある程度高まる傾向にあったといえる。実際に、外的なショックに対する通貨防衛のために必要とされる外貨準備高からみると、ユーロ導入以降世界金融危機以前までは減少傾向にあることが分かる(第2-1-46図)。これは域内通貨間の取引がなくなったことに加え、ユーロの対外的信認が向上したことにより、通貨危機に対する保険をかけるインセンティブが低下したという意味合いを持つとみることができよう。

第2-1-46図 ユーロ圏の外貨準備高の推移：
 ユーロ導入後、世界金融危機前までは減少傾向

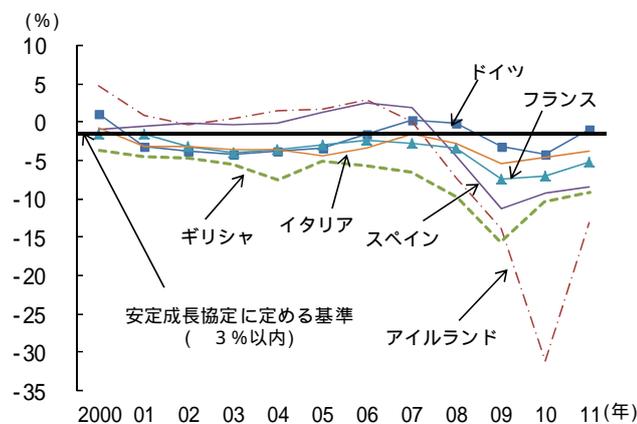


(備考) IFSより作成。ユーロ圏17か国の外貨準備の和。

しかし、08年の世界金融危機は、ユーロ圏内の金融機関の経営に打撃を与え、ユーロ圏各国に連鎖する金融危機を引き起こすとともに、危機に対応するための経済・金融対策の実施により、特に南欧諸国の財政状況は大幅に悪化した。これら財政・金融部門における深刻な後遺症は、特に南欧諸国のソブリンリスクを市場に意識させ、ユーロ圏の内的ショックになるとともに、ユーロが不安定化する原因となった。

ユーロ圏のこうした内的ショックに対する脆弱性が、共通通貨ユーロの最近の動揺をもたらした要因であるが、マーストリヒト条約や安定成長協定が機能し、経済・財政状況が期待どおりに収れんすれば、ある程度その脆弱性を克服できる可能性があった。しかしながら、ユーロ導入後、世界金融危機の発生までヨーロッパ経済が比較的好調であり、各国の財政が高齢化等による潜在的に抱える問題を是正するインセンティブは乏しかった。また、ユーロ導入時から05年頃までドイツやフランスといった中核国すらも安定成長協定に定める基準を遵守することができておらず、不均衡を是正するための強制措置をとることが困難であったことから、当初期待された経済不均衡の是正は思うように進まなかった（第2-1-47図）。

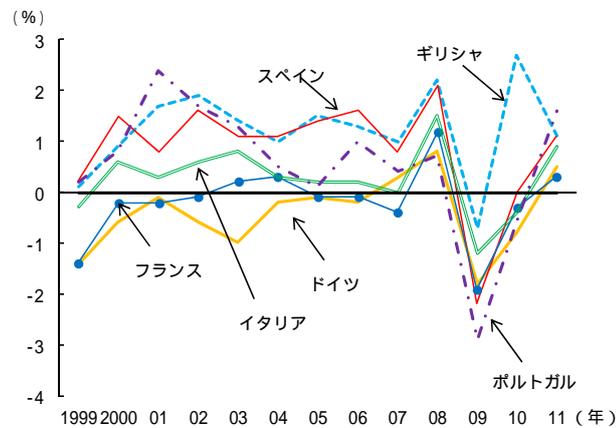
第2-1-47図 各国の財政赤字（名目GDP比）の推移：
リーマンショックを機に目標からかい離



（備考）ユーロスタットより作成。

加えて、金融政策が一元化されECBはユーロ圏全体の調整にあたることとなったため、個別国独自の経済安定に向けた調整は各国の労働市場改革等の構造改革や財政政策といった手段によって行われる必要性が強まった。しかしながら、後述のとおり世界金融危機以前は、ユーロ導入にともなって経済のファンダメンタルズとかがい離した高い信用が市場から付与されたことから資金調達が容易になり、景気が過熱しECBのインフレ参照値等と大幅なかい離が生じるようなインフレが続いていた場合でも、これらの政策を通じて歯止めを機動的にかけることが難しい事態となっていた（第2-1-48図）。

第2-1-48図 ECBのインフレ参照値と主要国の物価上昇率の乖離：
構造調整が進まなかった結果、高インフレが持続する国も

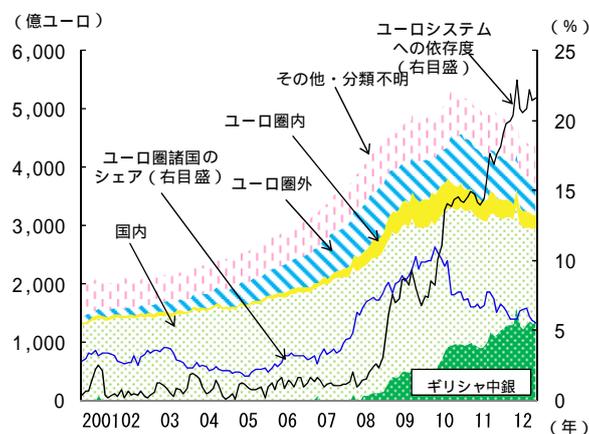


(備考)ユーロスタットより作成。

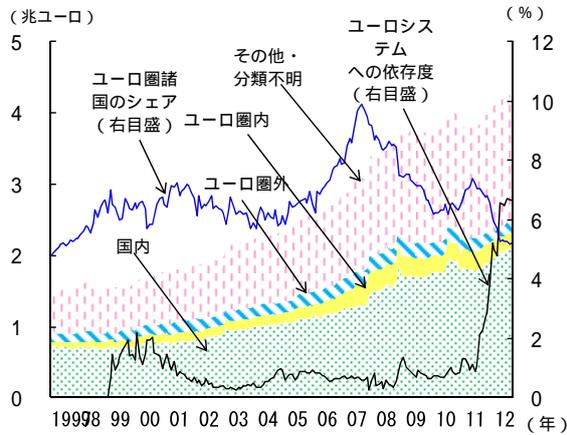
さらに、経済不均衡を助長したのが、前述したように為替リスク解消等による資金の流れを拡大させた金融システムの存在である。南欧諸国等向けの資本流入が加速したことによりこれらの国は高い経済成長を遂げたが、これが持続不可能なものであったことが意識され皮肉にも資本流出に対するリスクを高める結果となってしまった。加えて、急速な資本流入を監視・是正すべきマクロプルーデンス政策がもともと不十分であったため、住宅価格の高騰を始めとするリスクを未然に防止することができなかった。その結果、南欧諸国では、金融危機・債務危機を契機に資本流出が続き、ユーロシステムによる流動性供給や、ユーロ圏諸国からの財政支援に依存せざるを得ない状況となっている(第2-1-49図、第2-1-50図)。

第2-1-49図 各国市中銀行の資金調達環境推移：

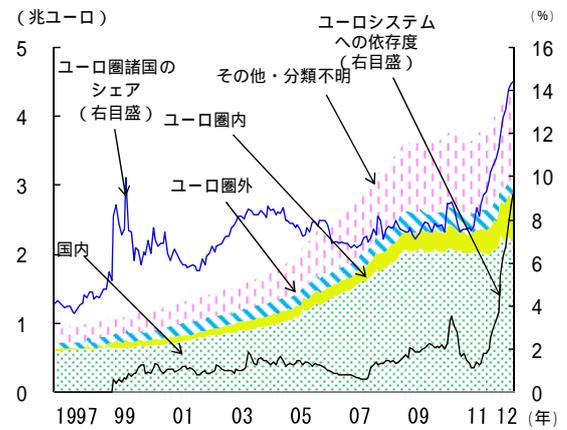
ギリシャ：ユーロ導入以降、国外からの借入れが増加。ただし、債務危機の影響による国内預金等の減少を受け、中銀への依存度が急増



イタリア：ユーロ導入後、ユーロ圏からの借入は増加



スペイン：ユーロ圏からの借入は増加、特に債務危機発生後にユーロシステムからの借入を急速に拡大

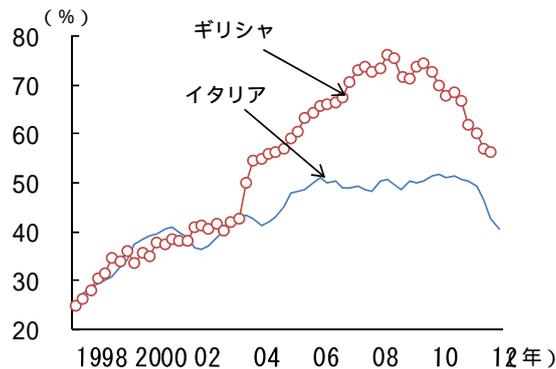


(備考) 1. 各国中央銀行より作成。

2. ユーロシステムの依存度は資産に占める中銀及びECBからの借入割合。

第2-1-50図 国債国外保有比率の推移：

ユーロ導入後国外から資金流入するも、金融危機以降比率は急速に低下



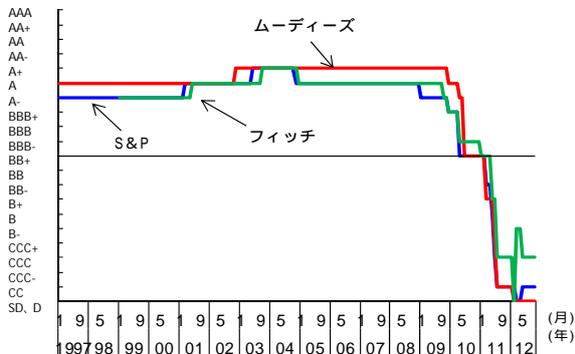
(備考) 各国中央銀行、国債管理庁より作成。

また、市場の信認という点において、危機前までは、徐々に経済・財政状況がユーロ圏全体で収れんすることへの期待等から、国債格付にみられるように南欧諸国においてもファンダメンタルズからかい離した信認を得られていた(第2-1-51図)。

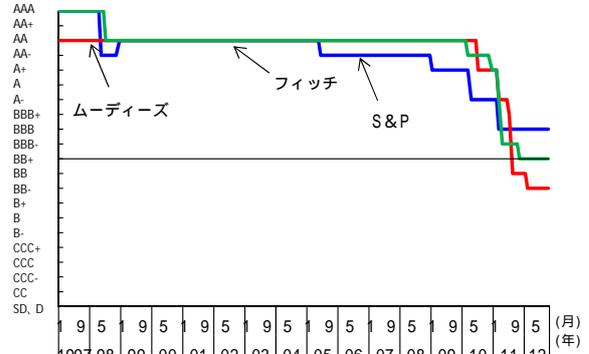
第2-1-51図 各国国債格付けの推移：

ユーロ導入後信用力は上昇したが、欧州政府債務危機により連動して低下

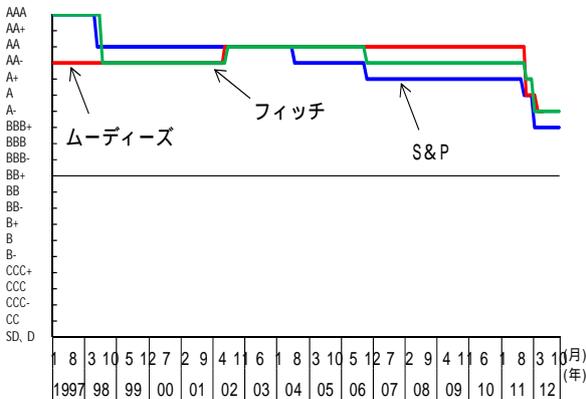
(1) ギリシャ



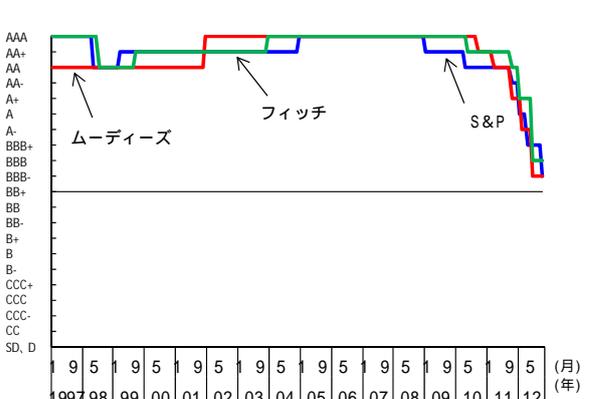
(2) ポルトガル



(3) イタリア



(4) スペイン

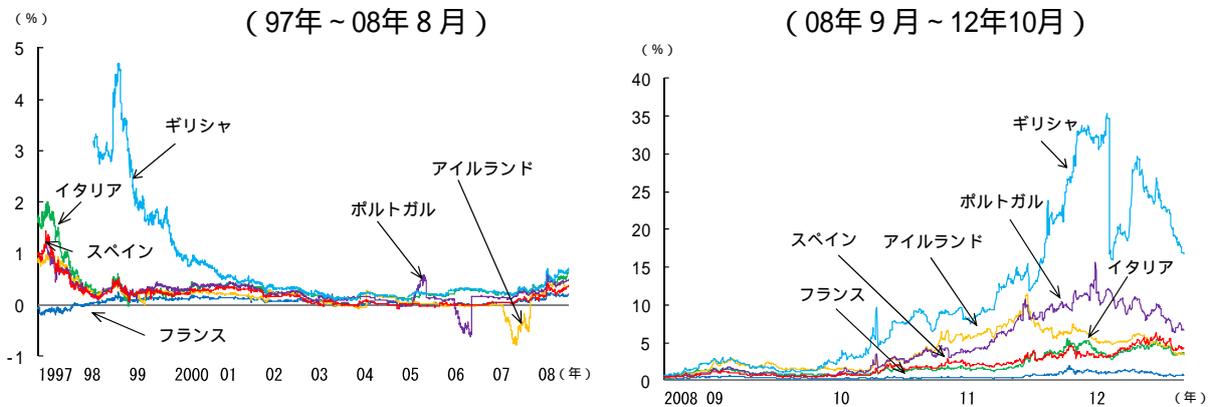


(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. Ba1 (ムーディーズ)、BB+ (S & P、フィッチ) 以下は投機的とされる。

しかし、危機発生後は、スペインやアイルランドにみられるように、高騰した住宅価格の急落により打撃を受けた金融セクターの救済や、景気下支えを目的とした財政出動を行ったことから、各国政府の財政状況が急速に悪化した。こうした各国の財政状況に大きなバラつきがみられ始めたこともあり、ユーロ全体ではなく各国毎の財政状況や経済情勢等が市場に強く意識されるようになった。その結果が、ユーロ各国の国債価格や利回りの大きな格差に表れている (第2-1-52図)。

第2-1-52図 主要国の国債利回り（10年物）スプレッド：
ユーロ導入後、国債利回りはほぼ収れんしたが、危機後に拡散



(備考) 1. ブルームバーグより作成。ドイツ国債（10年物）とのスプレッド。
2. アイルランドは11年11月より9年債の値。

このように、欧州政府債務危機の本質は、危機前までに拡大していたユーロ圏諸国の経済不均衡がはらんでいたリスクが金融資本市場の混乱、財政の悪化、ひいては更なる経済情勢のばらつきの拡大という形で顕在化したことといえる。加えて、投資家のリスクについての認識が実体とかい離れた形で極端に振れたこと、かつそれに伴うマクロ経済上のリスクを監視し、未然に対処するための政策手段を、当局が十分に有していなかったことが今回の危機を増幅させたと考えられる。

換言すれば、リスクに対して真に耐性を高めるためには、インバランスを調整するための構造改革や、市場の信認を確保するに足る財政政策、資金の流れや用途を監視しマクロ経済上のリスクを早期に発見・対処するためのマクロプルーデンス政策といった多様な政策手段を一層充実させる必要がある。

(iii) ユーロ圏の耐性を高めるための取組

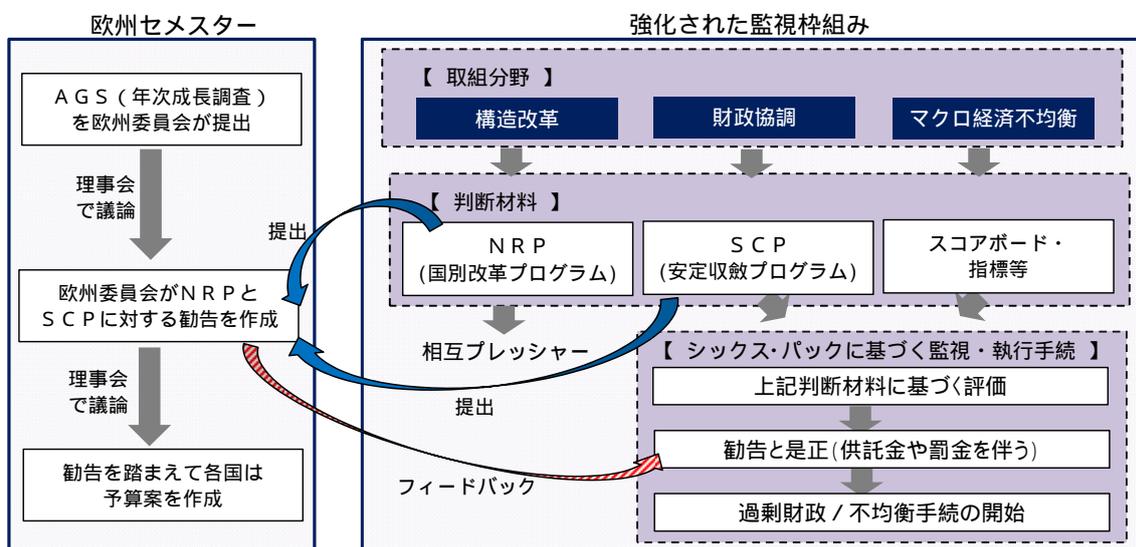
前述のとおり、ユーロ圏の経済的ショックに対する耐性が期待とおりに高まらなかった背景には、ユーロ参加のための条件が遵守されず、かつ事後的にも、競争力格差や不均衡の拡大、財政の健全性等の問題に対する是正措置が十分に採られなかったため、ユーロ圏が最適通貨圏の条件を満たしていないことが挙げられる。

しかし、欧州政府債務危機が深刻化するのに伴い、こうした問題の重要性が再認識されるようになった。そして、債務危機への取組の中で、防火壁設立という短期的な措置と共に長期的な課題に関しても様々な進展がみられるようになった。以下では、債務危機を解決すると共に、欧州統合を深化させて耐性を高めるための取組を概観する。

(ア) 財政監視の強化と経済政策の協調

まず、欧州政府債務危機の背景に、財政監視・是正手続が不十分だったことや、経済政策が各国間で協調されずにマクロ不均衡が拡大したことがあるとの認識の下、既存の財政監視枠組みである「安定成長協定 (SGP: Stability and Growth Pact)」を強化すると共に不均衡是正に関する規制を含んだ、6つの法令からなる「シックス・パック (以下、SP)」が11年に導入された。また、同年から「欧州セメスター (European Semester)」が開始され、事前に各国予算や経済政策に関してEUレベルで協調されることになった (第2-1-53図)。

第2-1-53図 シックス・パックと欧州セメスターによる監視強化と政策協調:
財政監視と経済政策の策定を強調して行う仕組み



(備考) 欧州委員会等より作成。

SPと欧州セメスターは互いに連関している。欧州セメスターは、その年の優先事項を策定した「年次成長調査」を欧州委員会 (以下、欧州委) が提出することで始まる。同調査は理事会で各国が議論し、その後、各国が欧州委に対し、自国が設定した目標に向けた経済改革等を定めた「国別改革プログラム」や財政の持続可能性に関する「安定収れんプログラム」²¹を提出する。両プログラムについても理事会で各国が議論し、それを踏まえて欧州委が勧告を作成、各国はこの勧告を踏まえた上で予算案を作成する。

「安定収れんプログラム」は財政状況の評価にも用いられる。評価の結果、財政健全性に問題が生じた場合には、SPの下でそれまでのSGPよりも厳格化された是正手続きが講じられる。以上のとおり、SPと欧州セメスターの下で各国は経済政策や予算に

²¹ 本プログラムは、ユーロ参加国に関しては安定プログラム、非ユーロ参加国は収れんプログラムと区別される。

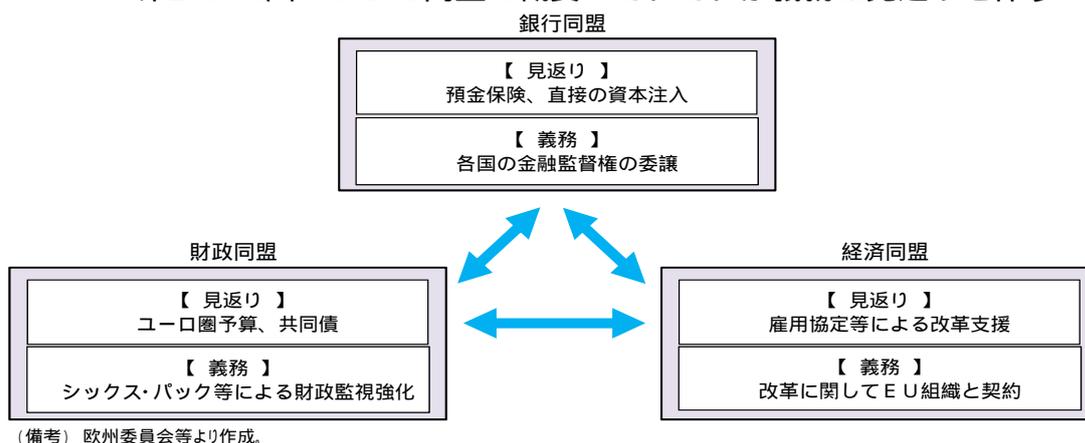
関して協調し、その結果は監視枠組みにも反映されることになる。

(イ) 同盟の深化に向けて

また、第1章で詳述したとおり、欧州政府債務危機に取り組むための資金を確保するため、欧州安定化メカニズム（ESM）等の救済基金が創設されたほか、債務危機が金融政策へ及ぼす悪影響に対応するため、ECBは国債買取等の政策を実施してきた。

しかし、債務危機で明らかとなった通貨同盟の弱点を踏まえ、ユーロ圏の更なる同盟深化に向けた長期的な動きも進んでいる。特に、12年6月に欧州大統領等がまとめた報告書²²では、銀行同盟、経済同盟、財政同盟の3つの同盟の概略が示されている²³。いずれの同盟も、参加国にとっての義務とそれに対する見返りを含む内容になっており（第2-1-54図）アメとムチを使い分けて欧州統合を深化させ、耐性を強めることが狙いとされている。以下では、3つの同盟について詳しく考えていきたい。

第2-1-54図 3つの同盟の概要：それぞれが義務と見返りを伴う



まず、銀行同盟が必要とされている要因についてみると、政府と銀行との間で形成される悪循環を是正することの必要性が挙げられる。今回の危機では、財政危機に直面する国の国債を保有する銀行の損失が拡大する懸念が高まったため、金融システム危機を併発した。元来、銀行救済や破綻処理は各国の責任において実施されていたが、こうした状況下で政府が銀行へ資本注入を実施した場合、財政赤字を拡大させることとなり、そもそもの要因となっていた財政危機は一層深刻化する。その結果、財政状況の一段の

²² Van Rompuy (2012a)

²³ 本報告書はEUの統合強化に向けた方針を述べており、本節で記述する3つの同盟の具体案は非ユーロ参加国も対象とされる。ただし、ユーロ圏参加国に関しては一段と踏み込んだ議論がなされており、本節では、ユーロ圏のみを対象とする場合は特記している。本報告書の中間報告が同年10月に公表され（最終報告は同年12月公表予定）、本節は主にこの報告書を踏まえている（Van Rompuy (2012b)）。なお、本報告書では3つの同盟に加えて、意思決定プロセスの民主的法制化や説明責任も含んだ4つのビジョンが示されたが、本節では同盟に関してのみ対象とする。

悪化による国債価格の更なる下落を招き、金融システム危機が一段と深刻化するという、財政危機と金融システム危機の負の循環が続くことになる。したがって、金融システム危機を解決するためには、政府を介さずに資本注入を行う必要がある。また、銀行への預金取付が発生した場合には、問題を抱えた政府以外が預金を保証する必要性も認識されるようになった。

これらの理由から、金融システム危機解決のためにはその当事国政府を介さずに対応することが重要と考えられ、各国が協調して危機に対応するための枠組みとして銀行同盟が求められるようになった。ただし、当事国政府を介さない資本注入や預金保険は各国が厳格な金融監督を行うインセンティブを削ぎ、監督がおろそかとなるというモラルハザードの問題が生じる可能性がある。そのため、金融監督も一元化し、破たん処理、預金保険と合わせて銀行同盟を形成することが目指されている（第2-1-55表）。

第2-1-55表 銀行同盟の概要：
金融監督や破たん処理、預金保険を統合

| | | 機能 | 現時点で決定または検討中、検討予定の内容 |
|-----|-----------------|----|---|
| 義務 | 単一監督メカニズム (SSM) | | <ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏の銀行の監督をECBが実施 ECBは金融機関の認可付与・取消等を行う。各国金融当局はECBと協力し、日々の日常業務を担当 13年1月1日までに本メカニズムに関する法案の合意を目指す。実際の運営は13年以降 |
| | 共通破たん処理 | | <ul style="list-style-type: none"> 欧州委が12年6月に銀行の再建・破たん処理に関する指令案を公表 銀行破たん防止のため、経営悪化の恐れがある銀行には再建計画を提出させ、金融当局は破たん計画の準備を行う 経営悪化が判明した場合、金融当局は再建計画の実行を求める。負債の再編に関する計画の策定を義務付ける 銀行が破たんした場合、当局が破たん計画を実行して管理。預金を保護した上で、債権者に大幅な債務削減を求めるほか、事業分割や資産移管を進める 銀行に資金を拠出させ、破たん処理に備えた基金を創設する可能性 |
| 見返り | 預金保険 | | 各国の預金保険制度の統合 |
| | 資本注入 | | SSMの設立後、ESMによるユーロ圏の銀行への直接資本注入が認められる可能性 |

(備考) 欧州委員会等より作成。

銀行同盟への第一歩として、ユーロ圏の銀行を対象とした単一銀行監督メカニズム(SSM)の13年からの稼働が目指されている。これについての課題は、第1章で述べたとおりだが、破たん処理や預金保険についても課題が残存している。破たん処理に関して欧州委が12年6月に公表した指令案によると、破たん処理の迅速化のために株主や債権者の負担が求められる可能性がある。その場合、銀行債利回りの上昇等を通じ、金融機関の資金調達コストが増加するリスクがある。また、預金保険については、各国が資金を拠出して基金を創設する仕組みはドイツが自国の負担増を懸念して反対を表明しているため、各国の意見集約に時間がかかることが見込まれる。

次に、経済同盟についてみると、ヨーロッパの指導者たちからは、競争力欠如の問題

も危機の背景にあるとの認識の下、同盟がスムーズに機能するために経済政策の強化・協力の必要性が目的として挙げられている。各国は前述の「国別改革プログラム」で構造改革を策定するほか、「成長雇用協定 (Compact for Growth and Jobs)」の下で欧州投資銀行や構造基金等が支援を行うことになっている。さらに、改革に関し、ユーロ圏参加国はEU組織との間で「契約」を交すことが検討されている。現在は被財政支援国のみがこうした契約を交わしているが、それ以外の国も対象とすることで、改革の実行を確実にする狙いがあるとみられる。

最後に、財政同盟についてみると、財政監視の強化と共に、ショックへの対応力を備えることを目的とされている (第2-1-56表)。前述のとおり、財政監視を強化するためにSPが導入されたほか、ユーロ圏参加国の予算案を審議する権利を欧州委に与えるための新たな規制も協議されている。

一方、ショックへの対応力を強めるため、ユーロ圏独自の予算 (fiscal capacity) を設ける案もある。全ての国に同時に影響する対照的ショックは金融政策の領域であるが、各国固有のショックは財政政策の領域である。これに対して中央レベルである程度の吸収力を提供し、経済的な耐性を強めることが目的にある。さらに、ユーロ圏で安全性及び流動性の高い資産を創設することが先述の政府・銀行間の悪循環を解消するのに貢献するとの考えの下、「ユーロ圏財務省 (Treasury Function)」を創設した上で、共同債を発行することも今後検討される可能性もある。

第2-1-56表 財政同盟の概要：

財政監視を強化して長期的には共通予算や共同債発行が目指されることに

| | | 機能 | 現時点で決定または検討中、検討予定の内容 |
|----|-----|----------|--|
| 義務 | 見返り | 財政監視強化 | シックス・バックや新財政協定による財政監視と是正手続きの強化 ・ユーロ圏については、予算案の審議権を欧州委に与える規制について協議中 |
| | | ユーロ圏独自予算 | 財政支援等の枠組みではカバーされない新たな財政機能 ・全ての国に同時に影響する対称的ショックではなく、各国固有のショックに対する調整を中央レベルである程度の吸収力を提供して実施。それによりユーロ圏の経済耐性を強める狙い |
| | | 共同債 | ユーロ圏全体で安全かつ流動性の高い資産を創設することで、政府と銀行との間の悪循環を壊すことに貢献する狙い |

(備考) 欧州委員会等より作成。

もっとも、財政同盟もその実現までの道のりは決して平坦ではない。SPは導入されたが、フランス等が財政主権を委譲することに積極的ではないため、予算審議権を欧州委に与える規制の合意形成は難航している。また、ユーロ圏独自の予算に関しては具体

案が明確ではなく、財源の問題や既存のEU予算との関係等、今後検討すべき点が多く残されている。共同債については11年に欧州委がその具体案²⁴を示したが、債務の共同保証を望まないドイツの賛成を得るには時間がかかることが予想される。

加えて、以上の3つの同盟については、現時点でユーロ圏参加国に限定された項目もあるが、非ユーロ参加国にも機能を認められる可能性もあるため、非ユーロ参加国との関係も重要となる。実際、SSMはユーロ圏の銀行監督一元化を当初の目的としているが、非ユーロ参加国の参加も認めている。非ユーロ参加国が関わる場合には、「新財政協定」のように希望する国だけが参加するのではなく、EU27か国全てで合意形成することが重要と考えられる²⁵。そうでなければ、ユーロ圏の耐性は強まっても、EU内での規制枠組みが異なることで欧州単一市場に対して悪影響を及ぼす可能性があるからだ。ユーロ圏内だけでなくEUにおいても意見を集約していくことが重要である。

各国の議論をまとめるには、各国指導者の意識改革も必要となるだろう。共通通貨圏であるにもかかわらず、現在は各国選挙で選出された首脳が重要な意思決定を任されており、自国利益が優先されがちとなっている。一部には、政治的意思決定権の委譲が必要であり、政治同盟を形成する必要があるとの意見も聞かれるようになった。共通のビジョンを持ち、欧州全体の利益を踏まえた上での各国指導者の取組が期待される。

既述した多くの課題を乗り越え、各国間の合意を形成して同盟を創設することは極めて困難な取組となることが予想される。しかし、今回の政府債務危機で明らかになったことは、単に財政緊縮を進めるだけでは不十分であり、各国の競争力向上や経済構造調整と共に、耐性を強めるための基金や保証、規制が不可欠であるということである。そうした同盟に向けた取組の結果として経済が収れんすれば、単一金融政策の弊害も緩和されると考えられる。そして、ユーロ圏は、ショックの発生が抑制され、仮に生じても安定的な共通通貨制度を維持することが可能な、耐性を強めた通貨圏となるだろう。

²⁴ European Commission (2011)

²⁵ 12年3月に発効した「新財政協定 (the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union)」はEU27か国全てが批准するのではなく、英国とチェコが参加しなかった。