

## 欧州危機への政策対応 — 待ち望まれたもの

欧州危機が深刻化する中で、欧州通貨統合の強化に繋がる欧州共同債の構想や危機対策としての国債買入れが、内部の反対論によって滞っている。財政規律の強化に実効性のある枠組みが提示されれば、欧州共同債に伴うモラルハザードや、国債買入れの際限ない拡大のリスクを減退させることとなり、現在の閉塞状況を打開することが期待される。

### 通貨統合強化へむけた欧州共同債

「ユーロの終焉」に関する報道が目立つようになって一方、11月下旬の独仏伊首脳会談を機に、ユーロ圏の統合強化に向けた政策対応にも、ようやく動意が感じられる。

すなわち、政策金利と為替レートが統一されたユーロ圏では、各国間のマクロ的不均衡を調整する上で財政支出による所得再配分に大きな制約があった。これに対し、2011年7月のEUサミットでの合意に基づいて、欧州金融安定ファシリティー（EFSF）が主要国による債務保証の下で市場から資金を調達して、問題国への金融支援を行うことは、実質的に財政移転の機能を発揮するものと展望されていた。今回、欧州委員会が、いわゆる欧州共同債に関するオプションを公表し、域内諸国に具体的な検討を促したことは、こうした動きを実用性などの面でさらに進めようとするものと理解できる。

しかし、ドイツはこうした構想に強い警戒を示している。単にユーロ圏諸国による国債発行を一元化するだけでは、ドイツを含む主要国による問題国の国債に対する事実上の債務保証に伴う負担が大きいし、足許での格付会社の動きを踏まえると、究極的にはドイツだけがこうした役割を担う状況に陥るリスクも否定できない。また、ドイツは単独で国債を発行する場合よりも、共同債の方が高い利回りを要求される恐れもある。

ドイツのこのような懸念は合理的であるだけに、通貨統合の強化に繋がる欧州共同債の構想には、なかなか展望が拓けない状況にある。

### 危機対策としての国債買入れ

この間、欧州の債務問題国の国債については、市場金利が顕著に上昇する中で、必要な借り換えを行いながら最終的に元利が償還されるか—これらの国債は solventか—が問われる状況になっている。同時に、こうした国債を抱えこんでいる金融システムについても、ソブリンリスクの顕在化や広がりに対して深刻な不安定化を招かないかが問われている。

これらのリスクを顕在化させないための危機対策として、公的当局による国債買入れがある。つまり、問題となっている国債をある程度買入れることができれば、市場での金利上昇圧力に拘わらず、問題国による利払い負担を抑制したり、安定的な借り換えを可能にしたりすることに貢献できる。このことは、その国債の solvencyに関する不安を抑制し、ひいては市場金利の上昇圧力を緩和することにも繋がる。同時に、金融システムの抱えるソブリンリスクを減少させることができれば、金融システムの安定に寄与することは言うまでもない。もちろん、金融機関の自己資本を増強すれば金融システムの安定に資するが、ソブリンリスクを抱えたままでは「二次ロス」のリスクから逃れられないという問題がある。

ただ、EFSFによる国債買入れは、既にユーロ圏諸国の議会による基本的な了承を得られたにも拘わらず、具体的な運営は未だに決められていない。その結果、これまでは、国債買入れの役割は欧州中央銀行（ECB）による証券市場プログラム（SMP）によって実質的に担われている。しかも、市場関係者や欧州の政治家の間で

はより大規模な国債買入れを求める声強い。

これに対しては、ECBが強い反発を示している。SMP自体がECBに禁止された財政ファイナンスに該当するかどうかという法律論を措くとしても、こうした反発の背景には、国債買入れが最終的にユーロの信認を損なうことへの強い懸念があると考えられる。欧州危機の当初のようにギリシャ国債の買入れに止まっている段階では、ECBによる反対も杞憂に過ぎないと片付けることができたかもしれない。しかし、問題がポルトガル、アイルランドからスペインやイタリアのように大規模な国債市場を有する国々へ徐々に拡大し、フランスやドイツの市場にも変調がみられるに至った今日では、皮肉なことに、ECBの反論にも相応の説得力が伴ってきたとも言える。

## 待ち望まれた政策対応

上にみた短期と中長期の政策対応を閉塞状況から救ってモメンタムを与えることができるのは、財政規律の強化に実行性のある枠組みを示すことである。

欧州危機の核心にある財政赤字の継続とこれに伴う政府債務の深刻な膨張を防ぐため、ユーロ圏には「成長安定協定」が存在するが、これまでは、主要国ですら遵守しないケースがあるなど意義を失っていた。今回、域内諸国による相互監視や罰則規定の強化等を通じて、域内諸国の財政規律が適切なガバナンスで支えられるようになれば、域内諸国のマクロ経済の収斂のための財政移転の負担がそもそも軽減されるだけでなく、債務問題国によるモラルハザードのリスクも軽減されるので、欧州共同債の構想に強い難色を示してきたドイツを説得しやす

い状況が生まれる。

それだけでなく、ECBによる柔軟な協力を引き出すことにも繋がるものと期待される。ECBも、ドラギ新総裁が記者会見で強調したようにSMPを一時的かつ機動的な政策対応と位置づけており、国債買入れを全否定するというよりも、それが無秩序に拡大しつつ継続する事態に陥ることを強く懸念していると思われる。そこで、財政規律の強化のための実効性ある枠組みがあれば、ECBが懸念するリスクは減退することになる。

ユーロの存続に懐疑的な向きからは、これまで10年を費やしても達成できなかった財政規律の強化や維持の枠組みが、この数ヶ月で実現するとは思えないという疑念が示されることであろう。しかも、イタリアやスペインの国債金利が7%近辺で推移し、短期金融市場では資金調達にストレスが生ずるなど、政策対応に与えられた猶予はそう多くない。しかし、こうした差し迫った状況を逆から見れば、金融危機という金融市場の力こそが、当事国にとっては苦痛を伴うものの、欧州経済全体にとって長く待ち望まれた政策対応を最終的に促すことになることと考えることもできるのではないだろうか。

読者が本稿を目にされる2012年の年初には、通貨統合と危機対策の双方の政策対応が、欧州諸国の財政規律の強化に触発される形で、具体化していることを切に願いたい。



## Writer's Profile



**井上 哲也** Tetsuya Inoue

金融ITイノベーション研究部  
部長  
専門は金融市場、金融政策  
focus@nri.co.jp