

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## ユーロの憂鬱

公益財団法人 国際通貨研究所

特別研究員

小林 敏雄

[kobayashi\\_toshio@iima.or.jp](mailto:kobayashi_toshio@iima.or.jp)

2008年9月に発生したリーマンショック後の世界的な経済危機・金融危機の中で、ユーロは、ギリシャにおける国債問題を契機に2009年から2012年にかけて深刻な危機に襲われ、その崩壊さえ議論された。しかし、2012年後半になり小康状態を取り戻し危機は去ったかに見えた。ところが2013年に入りキプロス問題をはじめ様々な問題が噴出し、ユーロは再び試練の時を迎えようとしているように見える。これらの状況につき整理してみた。

### 1. ユーロ危機とそれへの対応（2009年から2012年）

2009年9月の政権交代によりギリシャの財政赤字が公表数字より大幅に増加していることが明らかになったことを契機に始まったユーロのソブリン危機は、アイルランド、ポルトガルへと広がり、さらにはスペイン、イタリアまでもがマーケットから不信の目で見られるようになり、2011年から2012年に初めにかけてユーロの崩壊さえ懸念される事態となった。

このような状況の中、ギリシャに対しては、ユーロ圏財務相会合（ユーログループ）において2010年5月に第一次支援が、また2012年2月には国際通貨基金（IMF）・欧州連合（EU）・民間による第二次支援が行われた。アイルランドは2010年11月にEU・IMFによる支援を受け、ポルトガルも2011年4月にEU・IMFによる支援が決定されている。スペインに対しては、2012年6月に銀行への資本増強を目的としたEUの支援決

定が行われた。

また、欧州中央銀行（ECB）は、2011年11月にトリシェ総裁の後を受けて就任したドラギ総裁のもとで、金融緩和策を継続的に実施するとともに、銀行への流動性供給も積極的に行い金融セクターの動揺を防止する政策を実施した。さらに、2012年7月には「ユーロを守るためには何でもする（do whatever it takes to save the euro）」と宣言し、さらに9月の理事会でユーロ圏の国債を流通市場で購入する「国債購入プログラム（Outright Monetary Transactions：OMT）」の導入を決定し、ユーロシステムの維持に向けた姿勢を具体化した。

他方、財政面では、2012年3月のEU理事会において、域内の財政規律を強化する「経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約」（いわゆる新財政協定）が同意され、2013年1月に発効している。ユーロ参加国は、これまでも一般政府赤字をGDPの3%以下、公的債務残高をGDPの60%以下に抑えるとのルールがあったが、実際はこの規律は形骸化してきていた。ユーロ危機の反省から、財政規律の一層の強化を図ることが健全な経済発展に不可欠であるとの共通認識のもとに、財政規律の遵守、その監督監視の強化が図られた。なお、2013年3月1日以降ユーロ圏の国が欧州安定メカニズム（ESM）を通じた財政支援を受けるためには、協定の批准と財政均衡化ルールの国内法制化が条件となる。

これらを受けて、2012年後半にはユーロの動揺も小康状態を迎え、ユーロ危機は山を越えたかに見えた。

## 2. 新たな試練（2013年）

ところが、2013年に入ると、新たな問題が次々を起こり、ユーロは再び新たな試練を迎えているようである。

### （1） イタリアにおける政局不安と緊縮政策の見直し

ユーロ圏17カ国中第3位の経済規模を持つイタリアは、ユーロ危機のさなか常に次の標的とされていたこともあり、モンティ首相のもとで財政緊縮、経済再建政策を遂行してきた。ところが、2月の総選挙で、緊縮政策を支持する中道左派が上院で過半数を確保できず、内閣が組成できないという状況に陥った。選挙では、EU委員会が主導する政策への反対、さらには今やEUの盟主となったドイツへの反感からベルルスコーニ氏が率いる中道右派が票を伸ばし緊縮政策への国民の不満があらわれた結果となった。

また、既成政党、政治経済のエリート層に対する反感をスローガンとした「五つ星」が躍進を遂げた。（この後の動きについては後述）

## （２） キプロス問題の発生 （巻末資料参照）

かねて EU への支援を要請していたキプロスへの EU 委員会、ECB および IMF（いわゆるトロイカ）の支援策が 3 月 16 日に公になった。しかし、その内容が、預金者にも負担を求める、とりわけ預金保険の対象となる 10 万ユーロ以下の預金にまで負担を求めるものであったことから、キプロス国民の反発を受けキプロス議会がこの救済案を拒否する一方、経済に脆弱性を抱える他の主として南欧のユーロ参加国にも波紋を投げかけ、最終的に 3 月 25 日に新たな救済策がまとまるまで、ユーロ支援策のあり方全般の議論にまで発展し混迷を極めることとなった。キプロスはユーロ圏経済の中でわずか 0.2%の規模でしかないが、その救済策を巡る議論は、ユーロが抱えるまさにパンドラの箱を開けることとなった。

キプロス問題の核心は、肥大化し不良債権を多く抱えた金融セクターの救済をいかに行うかであったが、この議論が混迷を深めた背景には、キプロスの金融セクターの特異性の問題と金融破綻の場合誰がどのように負担するかという一般的な問題とが混然一体となって議論されたことが指摘できる。

### Box 1: キプロス金融セクターの特異性

キプロスの銀行資産の規模は GDP の 7 倍と大きく、ユーロ圏平均 4 倍弱（370.5%）の約 2 倍の大きさである。ユーログループはその声明で「金融セクターの脆弱性は適切なダウンサイジングにより対応すべきであり、2018 年までにユーロ圏平均まで下げる」と指摘したが、ユーロ圏には、金融セクターの比重がキプロスと同様か（アイルランド、マルタ）、もっと高いところもあり（ルクセンブルク）、無用にマーケットの疑心暗鬼を招いた。

キプロスの金融セクターの中核をなすのがキプロス銀行とキプロス大衆銀行（ライキ銀行と一般的にいわれる）であるが、これらの銀行預金者の 40% 近くはロシアを中心とする外国人であり、外国預金者が大きな比重を占めていた。法人税率が 10% と低く、いわゆるタックスヘイブンとして活用され、特にソビエト連邦崩壊後、ロシアの企業や富裕層がキプロスの銀行を資金の経由地として利用したためといわれる。

さらに、これらの資金の一部はマネーロンダリングされたものであるとの疑惑がドイ

ツを中心に持たれ、キプロスへの金融支援はロシアの大口預金者を救済するだけとの声があったことも影響している。(支援国の中心でありユーロの盟主であるドイツは、9月に総選挙を控え、ロシアの預金者に支援金を使われるとの批判を避けなければならない状況にあり、バルティック諸国、フィンランドもロシアの預金者を救済することは国民に説明できない、との側面も指摘され、これが預金者に負担を求める救済策の策定につながったとの指摘もある。)

他方、キプロスは、共産党政権時代ロシアから金融支援を受けるほどロシアとの関係が深く、キプロスの地政学的な位置づけも救済策策定の過程で論点の一つになった。

キプロス救済策が提起した一般的な課題は、金融危機の際、誰が負担するかについて、これまで禁じ手とされた預金者にも負担を求めるとともに、初めて銀行への優先債権者にも損失を負わせたことである。

特に当初、10万ユーロ以下の預金保険対象となる少額預金者にも負担を求めるとした案に対しては、預金保険制度に対する不信を惹起した。ユーロ圏では、預金保険の対象は10万ユーロ以下ということで統一されていたが、実際にどのように保護するかは各国の金融当局に委ねられていた。このため、一方で、預金保険財政の脆弱な国の預金は本当に保護されるのかとのマーケットの疑心暗鬼が生じるとともに、他方で、現在議論されている銀行同盟の重要な一分野である統一的な預金保険制度への議論に影響を与えることになった。

また、今後救済の必要が生じる国が出てきた場合、これまでは負担を負うのは株主、劣後債保有者、納税者であったが、キプロス救済策では優先債権保有者、大口預金者も負担する先例が開かれた。今後、金融危機が生じた場合、国による資本注入(納税者の負担)が当然視されず、誰がどの順番で負担するかの議論になっていくと考えられる。

さらに、救済策導入と併せて、大幅な資金流出を避けるため資本規制の導入をEU、ECBとも認めることとなったが、これまでのEUの基本的政策方針と反するのは明らかであり、投資家の不安感、単一市場の理念に影響を与えかねないとの指摘も多い。

当初案にあった少額預金者にも負担を求めるとの案は、政治エリートは一般国民を顧みないとのポピュリストの主張を勢いづけることになり、今後の政策運営に与える影響もありうるとの指摘もある。

### (3) キプロス金融危機のスロベニアへの波及

キプロスでの金融危機は、ユーロ圏の他の経済状況の悪化している国に波及した。中でもスロベニアが次の救済を求める国になるのではないかと懸念されている。スロベニアは、国営企業の経営環境が悪化しており、そこへの与信を多く抱える国有金融機関の不良債権も増大している（報道ではGDPの5分の1に上るとの試算もある）。経済も2012年はマイナス2.3%、2013年も2.0%のマイナスが予想され（IMFの世界経済見通し）、3月末には長期金利が7%まで上昇した。その後、金融環境は改善し、6%弱まで低下しているが、金融セクターの脆弱性により金融危機に陥るリスクを依然抱えている<sup>1, 2</sup>。

政府債務残高は54%とユーロ圏平均に比べると低いが、政府が保証している企業の債務を加えると80%になると見られており、国有企業の改革、金融セクターへの資本増強が不可欠と見られている。報道によると、スロベニア政府は、銀行、航空会社、通信会社を含む国営企業の民営化計画を発表している。

### (4) ポルトガルにおける緊縮政策への違憲判決

2011年4月にユーロ圏で3番目となる780億ユーロの債務救済を受けたポルトガルは、救済条件順守の優等生と見られているが、欧州の経済不調を背景に財政赤字策削減目標（2012年6.4%→2013年5.5%目標）が未達の見通しとなるなど厳しい経済運営を強いられている。失業率は2012年3月の15%台から2013年の3月には17%台に上昇し（25歳以下の若者では38%強）、国民に大きな負担を強いる状況となっており、労働争議や街頭デモも多発するようになっている。このような中、4月5日、最高裁判所は、公務員や年金受給者への夏季休暇手当削減、失業手当の削減を公務員、年金受給者に対し差別的扱いをするものとして違憲判決をくだした。

4月末、政府は、ペイルアウト（救済）の条件を満たすため、8億ユーロに相当する

---

<sup>1</sup> 格付け会社ムーディーズは、2012年8月スロベニアへの格付けをA2からBaa2に引き下げ、さらに2013年4月30日、銀行システムの混乱、銀行への資本注入が必要となることなどを理由に、投機的水準となるBa1に引き下げており、国際金融市場での資金調達に困難になるのではないかと懸念された。格下げ後に、スロベニア政府は35億ユーロの国債発行（5年物及び10年物）を行ったが、世界的に緩和された金融環境の下、マーケットの高金利債への需要は強く、当面の混乱は避けられた。

<sup>2</sup> キプロス危機の際には、経済規模に比し大きな金融セクターを抱えている国への波及も懸念された。ルクセンブルクの金融セクターはGDPの22倍あり、アイルランドやアイスランド、マルタもキプロス同様7-8倍あった。（ちなみに、スロベニアの金融セクターはGDPの1.4倍と大きくはない。）これらのうち、ルクセンブルクは自己資本比率が18%あり健全であるとみなされていること、アイルランドやアイスランドは既に債務救済計画が動いていることから、目立った動揺は見られない。マルタについては、キプロスのように債務救済が行われたギリシャの債券を多く抱えているという状況になく、現時点で大きな問題とはなっていない。ただ、マルタについても、スロベニアと同様、政府保証の企業債務が多くあり、これに加えると一般政府債務の対GDP比は73%から90%に上昇するといわれており、この点が懸念材料と指摘されている。

新たな公共支出削減策を発表したが、具体的な内容は明らかにされておらず、健康、教育、社会保険が削減の対象分野になるのではないかとみられ、国民の不満はさらに増大すると見られている。

政府が財政赤字削減を優先するのは、次回の 20 億ユーロの救済融資を受けるための条件であることに加え、何としても 2 回目のベイルアウトは避けることにあるといわれる。また、2014 年 7 月にはベイルアウト資金はなくなるので、それまでに国際金融市場に完全に復帰するためであるが、国民がそれまで緊縮政策に耐えられるかが問題となっている<sup>3, 4</sup>。

### 3. 今後のユーロの動向を考える上での留意点

これらの 2013 年に入ってからの動きは、今後どのようにユーロに影響するであろうか。

第一に、ユーロ圏経済の低迷がユーロの信認維持を目的に遂行している緊縮政策を見直す動きとなっている点があげられる。4 月 18-19 日に開催された 20 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議声明でも指摘されているように、相対的に力強い成長を経験している新興国、漸進的な民間需要の強化を示している米国に対し、ユーロ圏は全体として未だ回復を実現していない。このような中で、ユーロ圏では、経済危機、ユーロ危機を乗り切るため採用されてきた財政緊縮政策に対する不満が大きくなり、より成長を意識した政策転換の動きが出てきている。

第二に、キプロス救済策の過程で議論となった誰が負担するかの問題、あるいは脆弱な金融セクターを抱える国に金融監督を任せておいていいのかとの問題は、現在 EU で議論されている銀行同盟の議論に新たな光を当てるとともに、その論議の方向にも影響を与えている。

第三に、ユーロ圏の中でも一人勝ちの様相を呈しているドイツは、これまでの救済資金の出し手として今やユーロの盟主とみなされているが、これに対し、周りの国からは財政緊縮政策を推進する元凶として批判の対象となる一方、ドイツ国内ではその様なドイツの役割に反対する声も出てきている。ユーロの存立には参加国国民の支持が不可欠

---

<sup>3</sup> 5 月 7 日、ポルトガルは 30 億ユーロの国債発行（10 年物）を行った。ポルトガルの格付けは、主要 3 格付け機関のいずれによっても投資適格でない BB レベルであったが、緩和された金融環境の中、無事調達できた。金利は 5.67% で 2012 年当初の 15% を超える金利に比べると大きく改善したが、依然高い状況は変わらない。

<sup>4</sup> トロイカは、財政赤字 3% 達成目標を当初より 2 年遅れの 2015 年になることを認める、また、ポルトガルが要請していた資金支援の返済期限延長も認めるなど柔軟性を示している（平均償還期限を最大 7 年延長する）が、国民には依然として厳しい条件と見られている。

であるが、その支持基盤が弱体化する動きが出ている。

これらにつき、以下、整理してみた。

### (1) ユーロ圏経済の停滞と財政緊縮策見直しの動き

ユーロ危機を背景に、ユーロ圏各国は、緊縮政策を実施し、国の財政赤字や債務を削減し、経済競争力を強化し、民間のコンフィデンスを回復することを優先課題としてきた。

経済成長の度合いや経済・社会構造が異なる国の間で統一通貨ユーロを導入し、その価値を維持する制度的保証として財政規律の確保と金融政策の一元化しか持たないユーログループでは、ユーロ・ソブリン危機に対し、一方で金融セクターの流動性を確保するためECBによる積極的金融緩和策を図るとともに、他方で財政規律を強化する政策が取られたことは必要な措置と考えられてきた<sup>5</sup>。

#### Box 2：財政緊縮政策に関する議論：ロゴフ/ラインハート論文を巡って

2010年5月、ハーバード大学のロゴフ教授とラインハート教授は論文を発表し、この中で、22年間にわたる44カ国のデータからみると（先進国、発展途上国にかかわらず）債務残高の対GDP比が90%以上になると成長率が低下する、と主張した。丁度、ユーロ危機が発生しユーロ圏が財政緊縮政策を採用した時期に当たったことから、ユーロ圏の取った政策を学問的にも支持するものとみなされた。ところが両教授の主張に対しては、他の経済学者から、データの選択あるいはその処理に恣意性があるのとの批判がなされるとともに、学問的な枠を超えて政治的な議論にも影響を与えた。このような中、両教授は5月2日付のFinancial Times紙への寄稿で、高い債務残高比率は成長にとってマイナスであるとの主張は維持しつつ、需要が不十分で金利が低い状況下では、長期的な成長に資する熟慮された政府投資は許容されると述べ、財務残高が高い状況でも、政策当局者が、政策当局者が財政刺激策を取る余地があると、学問的知見と現実の政策とは違うことを指摘している。

しかしながら、このような緊縮政策の結果、財政赤字は減少してきたが、債務残高の対GDP比率の上昇を抑えることはできず、他方で、経済の低迷、失業率の増大という

<sup>5</sup> 2012年3月に新財政協定が同意されたが、同協定に基づき財政均衡ルールを遵守しているのは、原状、ユーロ加盟国17カ国のうち、ドイツ、フィンランド、ルクセンブルク、マルタ、エストニアの5カ国のみである。

大きな社会コストを抱えることになった。

第 1 表で見られるように、財政赤字についてはその削減が進み、ユーロ圏全体では 2009 年の赤字の対 GDP 比 6.4%に対し 2012 年には 3.7%まで改善している。ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要 4 カ国についてみると、スペインを除いて 3 カ国は改善し、ドイツでは 2012 年に財政黒字に転換している。他方、債務残高の対 GDP 比をみるとその比率は一貫して上昇しており、ユーロ圏では 2009 年の 80%から 2012 年には 90%を超える水準になっている。主要 4 カ国で見ても、2012 年の比率は 2009 年に比べ上昇しており、債務残高の抑制には未だ至っていない。

第 1 表ユーロ圏の財政状況の推移

		%			
		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
ユーロ圏	財政赤字の対 GDP 比	-6.4	-6.2	-4.2	-3.7
	債務残高の対 GDP 比	80.0	85.4	87.3	90.6
ドイツ	財政赤字の対 GDP 比	-3.1	-4.1	-0.8	0.2
	債務残高の対 GDP 比	74.5	82.4	80.4	81.9
フランス	財政赤字の対 GDP 比	-7.5	-7.1	-5.3	-4.8
	債務残高の対 GDP 比	79.2	82.4	85.8	90.2
イタリア	財政赤字の対 GDP 比	-5.5	-4.5	-3.8	-3.0
	債務残高の対 GDP 比	116.4	119.3	120.8	127.0
スペイン	財政赤字の対 GDP 比	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6
	債務残高の対 GDP 比	53.9	61.5	69.3	84.2

(資料) EUROSTAT

このような中、ユーロ圏経済は、第 2 表に見るように、2009 年以降経済の低迷に陥っており、2012 年には 0.6%のマイナス成長となっている。IMF の 4 月の見通しによると、2013 年もユーロ圏はマイナス成長の見通しで、さらに 2013 年 1 月時点の見通しと比べても悪化している。主要 4 カ国で見ると、2012 年にプラス成長を達成したのはドイツのみであり、2013 年の見通しもドイツ以外はマイナス成長が続くと考えられている。



第2表 ユーロ圏経済の状況

実質 GDP 成長率、年率、%

	2010年	2011年	2012年	2013年		2014年	
				4月見通し	1月時点との差異	4月見通し	1月時点との差異
ユーロ圏	2.0	1.4	-0.6	-0.3	-0.2	1.1	0.0
ドイツ	4.0	3.1	0.9	0.6	0.1	1.5	0.0
フランス	1.7	1.7	0.0	-0.1	-0.4	0.9	0.0
イタリア	1.8	0.4	-2.4	-1.5	-0.4	0.5	0.0
スペイン	-0.3	-0.6	-1.4	-1.6	-0.1	0.7	-0.1
(参考)							
米国	2.4	1.8	2.2	1.9	-0.2	3.0	-0.1
日本	4.5	-0.6	2.0	1.6	0.4	1.4	0.7

(資料) IMF の World Economic Outlook

このような経済の低迷を背景に、南欧諸国を中心に失業率も高止まりしている。第3表で見られるように、ユーロ圏の中では比較的順調な経済を保っているドイツが失業率を2007年の7.6%から2012年の5.5%へと改善させているのに対し、フランス、イタリアでは2012年10%台の高率となっており、スペインでは25%、4人に1人が失業という困難な状況になっている。

第3表 ユーロ圏の失業率の推移

%

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 (P)	2014年 (P)
ユーロ圏	7.6	9.6	10.1	10.2	11.4	12.3	12.3
ドイツ	7.6	7.7	7.1	6.0	5.5	5.7	5.6
フランス	7.8	9.5	9.7	9.6	10.2	11.0	11.6
イタリア	6.8	7.8	8.4	8.4	10.6	12.0	12.4
スペイン	11.3	18	20.1	21.7	25.0	27.0	26.5
(参考)							
米国	5.8	9.3	9.6	8.9	8.1	7.7	7.5
日本	4.0	5.1	5.1	4.6	4.4	4.1	4.1

(資料) IMF の World Economic Outlook

このため、厳しい経済再建計画を課せられたポルトガル(失業率;2008年7.6%→2012年15.7%)、ギリシャ(同7.7%→24.2%)や金融破綻したキプロス(同3.8%→12.1%)はもとより、イタリア、スペインなどでも各国が実施している緊縮経済政策に対する国民不満が増大している。

4月になると、政策当局者の中でも、緊縮政策の見直しにつき積極的な発言がなされるようになり、IMFは「ユーロ圏の緊縮政策は世界経済の回復を遅らせる」と指摘したのに続き、EU委員会のバローゾ委員長も「(緊縮)政策が成功するためには、適切に立案されるだけでなく政治的社会的支持が最低限必要だ」と述べ、緊縮政策の遂行が限界に達しているとの認識を示した。その上で、新財政協定による財政赤字削減目標の先送りを容認する姿勢を示している。

このような状況を背景に、各国では緊縮政策見直しの動きが強まっている。

イタリアでは、紆余曲折のうえ4月22日に2度目の大統領に就任したナポリターナ大統領は、24日中道左派のレッタ氏に組閣を要請し、27日に中道左派、右派、さらに前内閣の専門家から成る3者連合の内閣組閣が合意され2カ月ぶりに混乱に終止符を打つこととなった。新内閣は、選挙における国民の緊縮政策への反感、また現下の厳しい経済状況を踏まえ、前内閣の緊縮政策を見直し、成長戦略にも配慮する方向で政策修正を行う方針を明確にし、不動産税の凍結、付加価値税の増税を見直すとしている。他方、新財政目標の下、2013年財政赤字を対GDP比3%以下にするとの約束は守るとしており、税制見直しにより生じる60億ユーロの減収をどこで穴埋めするかは今後の課題となっている。

なお、内閣の議会承認後、レッタ首相はドイツのメルケル首相と会談し、記者会見において「健全な財政運営と同時に成長を促進し、雇用を創出することが重要」と強調している。

スペインでは、イタリア同様、経済の再建が急務となっているが、政権内部での不祥事から政権のリーダーシップが揺らぎ、緊縮政策、構造改革政策への支持も動揺していた。4月26日、政府は、財政赤字を3%に削減する目標年次を、EC委員会と協議のうえ、2014年から2016年まで2年遅らせると発表した。

フランスでも、競争力の低下、経済のマイナス成長、失業率の上昇により国民の不満が高まっている。財政目標についても、政府は2013年の達成は困難だが2014年には2.9%と1年の猶予で達成可能と表明しているが、EU委員会はより厳しい見方をしており2年の猶予が必要でないかとしている。

フランスは、ドイツとともにEU統合をけん引している中心的存在であるが、その弱体化は、ともにユーロを支えるドイツにとってもマイナスと考えられている。ところが、フランスは他の南欧諸国と同じ問題を抱え、経済状況に比較的余裕のあるドイツはユー

ロ圏経済を刺激するため財政緊縮政策を緩めることに反対であり、独仏の協力関係にもひびが入っているのではないかと懸念されるようになっている。

### Box 3：ユーロ圏経済低迷の ECB の金融政策への影響

ECB はユーロ圏の経済が低迷し、2013 年にも回復するとの見通しが薄れる中、5 月 2 日の定例理事会で、政策金利（リファイナンス金利）を 25bp 引き下げ 0.5%とした。決定後の記者会見で、ドラギ総裁はユーロ圏経済がさらに停滞するようなら、さらなる引き下げも考慮する、マイナスの中銀預金金利の導入も排除しない、とさらなる金融緩和を示唆した。しかし、理事会でドイツを代表するアスムセン専務理事は反対したと伝えられており、金融政策の分野でも、ドイツと他のユーロ圏各国との意見の相違が表面化している。なお、2012 年の OMT（国債買い入れプログラム）を策定した理事会において、ドイツ中央銀行総裁はその効果に疑問を呈し反対しており（今回の金利引き下げには賛成）、ドラギ総裁の今後のかじ取りが注目される。

ユーロ圏各国にとって、財政規律が重要であることは異論ない。他方、各国は経済成長政策を同時に模索せざるを得ない状況となっている。この観点から、経済構造の改革による競争力の回復が焦眉の急となっている。ドラギ ECB 総裁も、先般の金融緩和後の記者会見で、「財政赤字の削減努力は継続する必要がある、財政赤字の削減と経済成長を両立させていくためにも構造改革を継続していくことが不可欠」と指摘している。

このような中、ドイツとともにユーロをけん引する立場のフランスの経済政策が特に注目される。フランス政府は、企業減税 200 億ユーロ（競争力回復）、厳格な労働規約の緩和、年金改革、社会保障改革など無駄の多い地方財政の改革を打ち出しているが、歩みは遅い。

特に労働市場の改革に関しては、ドイツ経済省の試算では、単位時間当たりの労働賃金は、ドイツでは 30.40 ユーロに対し、フランスでは 34.20 ユーロとフランスの競争力低下が明らかとなっており（ドイツ紙の報道）、フランス労働市場の改革が急務となっている。

ドイツが、財政緊縮政策の緩和に消極的なのも、自らは 2000 年代に労働市場などの改革を行ってきたことが現在の成長につながっているとの自負があるといわれている。

財政健全化と成長とのバランスを取る必要があるとの指摘が勢いを増しているが、今後、フランスをはじめ南欧諸国が財政健全化の速度を遅らせるとすれば、構造改革の

スピードは上げていかなければならない。これにどこまで真剣に取り組むかが注目される。

#### Box 4：ドイツにおける構造改革；アジェンダ 2010

2000 年代初頭、ドイツはドイツ統合による財政負担、賃金の高止まりによる競争力の低下により、経済の低迷が続き「欧州の病人：the sick man of Europe」といわれた。1998 年政権を取った社会民主党（SPD）のシュレーダー首相は、2003 年に経済構造改革プログラム「アジェンダ 2010」を提出成立させ、労働市場改革（長期失業者の失業補助水準の引き下げによる就業促進、解雇制度の緩和による柔軟な採用など）、社会保障制度改革（年金受給者も健康保険料、介護保険料を負担させるなどにより財政負担の増大を抑制）、税制改革（所得税率の引き下げによる減税、自治体財政の改革など）を推進した。シュレーダー政権は 2005 年に労働組合の支持が得られず退陣するが、改革の大筋は実行されその後のドイツ復活に寄与したとされる。

ドイツの経済成長率は、1995～2004 年の平均が 1.3%とユーロ圏平均の 2.2%を下回っていたのに対し、2006 年からは 3%台の成長を確保し、2008 年、2009 年にはリーマンショックなどの影響で減速したものの、2010 年以降、他のユーロ圏諸国が低迷を続ける中順調に回復している（第 2 表参照）。失業率も、2005 年には 11.2%とピークを付けた後、リーマンショックやユーロ危機の中でも低下を続け 2012 年には 5.5%まで低下している。（第 3 表参照）

ただしアジェンダ 2010 に対しては、労働賃金抑制による競争力回復という一定の効果を認めつつも、同時にユーロの導入による為替の安定、また金利の低下によるユーロ圏各国のドイツ製品への需要の増大、さらには旧ソ連圏の東欧がドイツ経済のマーケットとして開放されたことが、輸出主導型のドイツ経済の成長に寄与したとの見方もある。

また、この改革により、ドイツにおける低賃金労働者は全労働者の 20%に上り、ドイツにおける失業率低下は、労働者階層の 2 層化（労働条件の柔軟な低賃金労働者と高技術を持ち相応の賃金を得る労働者への分化；後者の労働条件は依然厳格）の結果であるとの厳しい批判もある。

## (2) 銀行同盟の議論

キプロスのケースで見られたような銀行の投機的な行動（バイルアウトの可能性のあるギリシャ債権を高金利収入目当てに購入したような行動）とそれに対し監督が不十分だったこと、また、スロベニアに見られるように銀行と政府との不健全な関係（スロベニアでは、国有銀行幹部と国有企業幹部とのなれ合いで融資が行われ、それが不良債権化したと指摘）を断ち切る必要性が広く認識されたことは、2012年12月にEU首脳が合意した銀行同盟の重要性を再認識させた。

銀行同盟については、2012年12月のユーロ首脳会議において基本的な合意がなされたといわれているが、その具体的内容については、なお、かなりの意見の隔たりがあるようである。銀行同盟の内容として、単一の銀行監督制度を創設することについては、概ね異論なく来年2014年にもスタートする予定であるが、それに不可欠の制度として考えられている共通破綻処理制度、共通預金保険制度については意見が分かれており、特にドイツの対応が課題となっている。

EU委員会、フランス、ECBは、金融機関の細分化がもたらすリスクへの対応や、金融支援時の当該国への負担の軽減の観点から、共通破綻処理制度および共通預金制度の設立に賛成であり、IMFもそのスタッフペーパーでその必要性を強調している。国家財政が破綻し金融支援を受ければ、その負担を負うのは最終的には国債保有者、納税者となるが、金融機関が破綻しその救済を行う場合、国が資本増強すればそれに伴う損失は納税者が負担することになる。他方、現在検討されているような共通制度が支援した場合には、株主、債権者、預金者とともに支援組織が負担することになり、国の負担は原則なくなる。このためには、現在検討されている共通破綻処理制度および共通預金制度の財政基盤を確立する必要がある、これがまさにドイツの反対理由となっている。

独ショイブレ財務相は、ドイツの納税者の負担となることへの懸念から銀行の破綻清算機関や共通預金保険制度の創設には条約改正が必要と主張している。条約改正となれば、これまでの経験から何年もの期間を費やした交渉が必要となり、現実的でないとの見方が多い。ドイツでは、9月に総選挙を控えていることから、それまでの遅延行動ではないかとの見方もあるが、今後のドイツの対応が焦点となっている。

### Box 5：ファン・ロンバイ EU 大統領による「真の経済・通貨同盟に向けて」報告書

ユーロ危機を踏まえて、ロンバイ EU 大統領は、2012年12月、EUの将来展望として、財政同盟、銀行同盟、政治同盟、経済同盟の4つの同盟を達成し真の統合を成し遂

げようとの構想を公表した。

12月13-14日に開催されたEUサミットでは、この構想も議論されたが、実質的には銀行同盟のみが議論された。銀行同盟は、域内単一銀行監督メカニズム（SSM）、域内統一破綻処理メカニズム、共通預金保険制度の3要素から成り、単一銀行監督メカニズムについてはECBに集約して2014年から監督業務を開始することで合意している。

残り2つについては、破綻処理メカニズムにつきEU委員会が2013年中に提案することになっているが、預金保険についての議論はこれから。ともに共通の財源が必要となる点が課題である。

### （3）危機を契機とした反ドイツ、反ユーロ感情の表面化

ユーロの維持発展には各国国民の支持が必要不可欠であることはいうまでもないが、ユーロユーフォリアが終わり、トロイカによる金融支援で厳しいマクロ政策を課される国はもとより、新財政協定の下での緊縮財政により、経済が悪化し不満を募らせている国々が南欧諸国を中心に多くある。このため、厳しい財政規律を求めるドイツに対し、とりわけ反発が強まっている。

他方、ドイツでは、これまでギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインの救済のため2200億ユーロの支援をしてきた（ドイツ財務省）。ショイブレ財務相は、「ドイツは親ヨーロッパであり、ユーロ危機に対して合理的、責任ある政策を求めただけ」と述べ、ユーロ圏各国は財政規律の回復と競争力の強化が必要であり、過度のリスクを取るものは損失を負担すべきだと指摘した。これは、これはドイツ国民にとっては当然の考えであり、ユーロ危機は収入以上に生活水準を引き上げたことから生じたのであり、モラルハザードの観点からも納税者の外、投資者も負担を負うべきだとしている<sup>6</sup>。

しかし、そのドイツ国内では、ドイツが危機に陥った国々への救済支援の中心となっていることに消極的な勢力が台頭してきている。ユーロに反対する「ドイツのための対案（Alternative for Germany）」が結成され、その賛同者の多くがこれまでキリスト教民主同盟（CDU）あるいは自由民主党（FDP）の支持者でかつ高学歴者が多いことから、9月選挙に向けてメルケル首相率いる与党CDU/FDPの得票に影響を与えるのではない

<sup>6</sup> キプロスでの反対運動の際にはナチスを模したプラカードや、メルケル首相に口ひげを付けた写真が登場しヒトラーを連想させる過激な意思表示が行われた。ギリシャでも、サマラス大統領の下で、当初の激しい反発を抑え支援の見返りに求められた厳しい経済引き締め条件を何とか実行に移し、トロイカからも評価されるようになったが、困窮する国民の支持を得ようとドイツに対する戦後賠償（報道では1620億ユーロ、国の公的債務の半分に相当）を求める動きが野党を中心に蒸し返されている。これも、緊縮政策を推進するドイツへの反感が高まっている一例といわれる。

かと観測されている<sup>7</sup>。

現時点で、様々な課題を抱えながらも、ユーロを分裂していこうとの動きは少数にとどまっている。むしろ銀行同盟の推進のように、ユーロ圏の統合をさらに進化していこうとのベクトルが働いている。他方で、一人勝ちともいえるドイツと他の国々との経済状況の違い、社会構造の違い、負担を巡る考え方の違いから、方向の違うベクトルも表面化してきており、ユーロ圏は国毎でもドイツのように国内でも二分化の傾向が無視できなくなっている。ベルギーの元首相で現在欧州議会議員であるフェルフォスタット氏は、「普通の国民・市民の EU プロジェクトへの信頼が問題となっている」と指摘している。

創設当初から懸念された異なる経済状況、経済構造の国々の中で、ユーロという統一通貨を維持していくことの難しさに、ユーログループは改めて直面している。

---

<sup>7</sup> AfG が議会で議席を占めるのに必要な 5% の票を得るとまで予想する向きは現時点では少ないが、AfG が票を伸ばせばその多くは CDU/FDP の票を奪うことになり、野党である SPD などが漁夫の利を得るのではないかと分析されている。この場合、メルケル首相が主導する緊縮政策に批判的な SPD などの野党の発言力が強まり、より成長を重視した政策への転換を促す皮肉な結果につながるのではないかとの見方もある。

(資料)

## キプロス金融危機の経緯

2004年 EU参加

2008年1月 ユーロに参加

これによりリスクプレミアムが低下し、EU内で最低の所得税10%、配当課税なしという環境下、資本の流入が増加。銀行貸し付けは、特に不動産向けが増加し不動産ブームをもたらす。

マクロ的には、高成長と財政改善というプラスの高影響をもたらすが、他方で、インバランスも拡大する。

- 経常収支赤字の拡大
- 競争力低下（単位当たり労働コストの上昇）
- ネット対外投資ポジションがプラスからマイナスに悪化
- 民間セクターの債務の増大；銀行の不動産向け貸し付けのシェア拡大、ギリシャ向け貸し付けの拡大（2011年6月で280億ユーロ、総資産の3分の1、GDPの170%、うちギリシャ国債47億ユーロ）

2008年9月 リーマン・ブラザーズ破綻による国際金融危機により、キプロス経済も打撃

- 建設業の不況
- 海外資本流入の減少
- キプロスの銀行が海外から資金調達することが困難に
- 政府の資金不足調達問題

2009年10月 ギリシャにおける政権交代により国家財政の粉飾が暴露され、欧州債務危機が発生⇒2010年5月IMF・EUによる第一次支援

2011年7月、キプロス最大最新の電力施設が武器貯蔵所の爆発の影響で破壊され、電力需要の半分が喪失（再建にGDPの3%相当の資金が必要となる）。



2011年12月 共産党政権下のキプロス政府は、ロシア政府から25億ユーロの2国間支援（期間4年）を受ける。

2012年2月 IMF・EU・民間による第二次ギリシャ支援

2060億ユーロの債権が対象となり、EUとIMFは、1000億ユーロの支援。この支援策の一部がPSI（民間負担）で、ギリシャ国債保有の民間投資家は表面価値の53.3%、実質75%の削減を受け入れる。47億ユーロのギリシャ国債を保有していた2大銀行に35億ユーロの損失（GDPの20%）

⇒リーマンショック後の国際金融危機の影響は比較的マイルドであったが、発電所の停止、ギリシャ支援の予定の変更は、キプロス経済、とりわけその金融セクターに大きなダメージを与える。

- 2011年半ばから12年末までにGDPは4%減少。←財政緊縮、金融引き締め強化で加速
- 経済不況、大きなマクロインバランス、市場調達ができなくなった支払い能力を欠いた銀行セクター
- 銀行セクターの過大が課題；対GDP比、2012年末700%（2012年9月750%←2011年半ば800%）

2012年6月 キプロス政府は、ギリシャのベイルアウト（救済）による損失負担に加え、不動産価値の下落による金融セクターの損失拡大を踏まえ、EUに対し正式な金融支援要請。

国内2位のライキ銀行を国有化。

2013年2月 選挙で中道右派のアナスタシアデスが共産党候補を破り、大統領に当選。

3月16日 ユーロ圏財務省会議にて、トロイカ（EC、IMF、ECB）との金融支援協議がまとまる。2010年のギリシャ以来5カ国目の支援。

（内容）

必要支援額175億ユーロ（キプロスのGDPと同規模）および5年間で累積GDP比7%の財政緊縮。

トロイカの支援規模 100 億ユーロ（うち IMF は 10 億ユーロ）。

残りの 75 億ユーロはキプロス政府で調達。

① 58 億ユーロは預金課税で調達（預金額約 680 億ユーロ（1 月末））。

うち 38 億ユーロは、預金者の半分が 10 万ユーロ超を預金しており、これに 9.9% 課税する。（大統領は大きな割合を占めるロシアの大口預金者を考慮し 2 ケタの課税を避けたといわれる）

残り 20 億ユーロは、10 万ユーロ以下の保険対象預金を合計した 300 億ユーロに 6.75% 課税。

（注）通常 10 万ユーロ以下の預金は預金保険の対象（ユーロ地域全体の統一制度）であるが、それを実際に担保する責任は各国政府にある。キプロス政府にはその資金がなかった。

→預金への課税という異例の案で、預金保険制度への不信を招き、スペインやイタリアへの波及が懸念されるようになる。

② この他、資産売却、法人税率を 10% から 12.5% に改定、民営などにより 14 億ユーロを調達。

③ 銀行は、当面休日が延長された。最終的には 28 日の再開まで約 2 週間閉鎖。

3 月 19 日 議会は、政府提案（2 万ユーロ以下の預金は課税除外の修正をしたもの）を拒否。銀行の経営ミスを救済するために国民の預金から負担させるのかとの批判。

→政府はブラッセルと対応策を協議、他方ロシアにも協力要請

3 月 21 日 ECB が声明を発表。「キプロスの銀行が破綻するのを防ぐため中央銀行経由で行っていた緊急流動性支援（ELA）のレベルを 25 日（月）まで維持するが、それ以降は、EU/IMF プログラムが成立しない限り、ECB はキプロスの銀行が ELA の条件である「支払いの能力あり」とみなさず、支援は停止される」と最後通告。

格付け会社スタンダード・アンド・プアーズは、キプロスの格付けを CCC+  
→CCC（見通し ネガティブ）に格下げ

3月22日 キプロス議会は、大手銀行の分割・再編、国有財産の売却益などを活用する「連帯基金」の設立などを内容とし、かつ資本規制を含む大幅な権限を中央銀行総裁、財務大臣に委譲する法案を可決。

3月25日（月）未明

(1) 新たな救済案をトロイカで合意

- キプロス2位のライキ銀行を good bank と bad bank に分離清算し、その10万ユーロ以下の預金および優良部分はキプロス最大の銀行であるキプロス銀行に移管。中央銀行に負っている（ユーロシステムの ECB/FLF funding）90億ユーロ相当もキプロス銀行に移管。他の大部分（10万ユーロ超の預金、優先債権を含む債権）を bad bank に分離し資産評価に基づき負担を負わせる。
- キプロス銀行についても、10万ユーロ超の大口預金者に対し損失負担を求め、優先債権も資本増強に協力する。
- 10万ユーロ以下の預金者は保護される。また、上記2行以外の銀行の預金者は保護される。
- ECB はキプロス銀行への流動性供給を継続

⇒大きな損失負担は、最も問題があったところ（2大銀行）に集中される。

(2) キプロス中央銀行は、銀行閉鎖を28日まで延長。また、一時的な資本規制の導入を検討

(3) ユーログループの議長であるオランダ財務相デイセルブルムが声明発表

「キプロスは例外的な試練を抱えた特別のケースであり、これにより今回合意した民間に損失負担を求めるベイルインの手法が必要であった。マクロ経済調整プログラムは、当該国の状況に応じてテーラーメイドで作成されるものであり、いかなるモデルも今後の例としない。」

←ユーログループ議長が、「預金者が負担するスキームは他国への例となりうる」と発言したと報道され、金融市場に緊張が走ったことを打ち消す

ために急遽出されたものと見られている。

3月28日 2週間ぶりに銀行再開（12-6PMの6時間）

（明らかにされた資本規制の内容）

- 1日当たりの預金引き出しは300ユーロまで。
- 海外渡航には1人当たり3000ユーロの持ち出し制限。指定された金融機関から月当たり5000ユーロ超の海外資金移転は許可が必要。
- カード決済は月当たり5000ユーロまで。小切手の現金化はしない。電子決済による国内から海外への資金移転も禁止。
- 定期預金の解約禁止、小切手の現金化も禁止。

⇒ユーロ圏で最初の資本規制導入となる。

3月30日 キプロス中央銀行が大口預金者の負担についての見通しを発表

- キプロス銀行の10万ユーロ超の預金の37.5%は直ちに特別株式に転換される。さらに22.5%がライキ銀行から移管された資産の評価が終わるまで無利子口座に凍結される。このプロセスは数カ月かかる。1万9千人の預金者が関係し、80.1億ユーロの預金が対象。
- ライキ銀行については、10万超ユーロの預金は32億ユーロあり、ほとんどが無価値になる見込み（20%程度戻るとの報道もあり）。

4月2日 キプロスの金融危機を調査する最高裁判事3人から成る委員会が設立され、3カ月以内に検察官に報告することとなる。

（背景）

- ECBによると2月だけでキプロスの銀行預金は、危機への不安から10億ユーロ減少。
- 預金のヘアカットが決定される3月15日以前の2週間に、100の企業と3人の個人が5億ユーロ以上の預金をライキ銀行から移転（共産党系新聞の記事）
- キプロス大統領のファミリー企業も調査の対象

キプロスのサリス財務相が2日、辞任した。サリス氏は、解体が決まった

国内 2 位ライキ銀行のトップを 2012 年 1 月から 8 月まで務めていた。自身が調査の対象となったことから辞任を決めたとみられる。

4 月 3 日 キプロス救済策の一部である IMF からの 10 億ユーロ（期間 3 年）は 5 月初めに理事会で承認される見通しとラガルド専務理事が声明。

4 月 7 日 キプロス中央銀行は、資本規制を一部緩和（他の銀行口座に移動できる資金の 1 カ月当たり上限を、企業は 1 万ユーロ、個人は 2000 ユーロまでに引き上げた。1 日当たりの預金引き出し額 300 ユーロは変わらず。）

4 月 12 日 ユーロ圏財務相会合でキプロス救済策を承認。報道によると、その内容は以下の通り。

- EMS (European Stability Mechanism) より 90 億ユーロ（期間 15 年から 20 年）、IMF から 10 億ユーロの計 100 億ユーロを支援する。
- キプロス自身は 130 億ユーロを調達。（当初の 75 億ユーロの約 2 倍。この増加の主な要因は経済状況が想定以上に悪化することが見込まれることによる。）このうち 106 億ユーロは、ライキ銀行の清算、キプロス銀行における劣後債保有者の負担および 10 万ユーロ超の預金について株式と交換することで調達。6 億ユーロは今後 3 年間の法人税増税、キャピタルゲイン増税で調達。さらに 4 億ユーロを中央銀行が保有する金の売却（10 トン）で賄うとしている。
- キプロス国内法で発行された 17 億ユーロの債券のうち今後計画期間の 3 年間に期限の来る 10 億ユーロにつき自発的な借り換えを求める案もある。（ギリシャの例では、これが実施されると選択的デフォルトとみなされる）

4 月 18 日 ドイツ下院議会がキプロス救済策を承認。（なお、同時に、アイルランド、ポルトガルに対する救済資金返済期限を 7 年間延長することも認める。）

（注）オランダなどキプロス救済案を議会で承認する必要がある他のユーロ圏諸国でも、承認される見通し。

4月24日 ESM (European Stability Mechanism) 理事会は、3月25日のトロイカ合意を踏まえ、90億ユーロのキプロスへの資金支援を了承。

(注) ESMは2012年10月8日に創設され、これまでスペインへの金融セクター支援に410億ユーロの資金提供をした例はあるが、今回のキプロスへの支援は全般的なマクロ経済調整支援の最初のケースとなる。

4月25日 キプロス政府は、観光シーズンを迎えるにあたって、資本規制の一部を緩和。

- 企業の海外送金を50万ユーロまで制限なしとする。ただし、100万ユーロ以上の送金は、依然個別事例ごとの許可制を維持。
- 個人の送金は、上限が2000ユーロから5000ユーロに引き上げられる。
- 資本規制は引き続き1週間ごとに延長されており、全ての規制が解除されるのは、銀行再編が終了した後と見られている。

4月30日 キプロス議会は、トロイカからの100億ユーロの金融支援を受ける条件である大手銀行2行の再編、10万ユーロ超の大口預金への負担を賛成29、反対27の僅差で了承。これにより数週間以内に、最初の支援金を受け取る見通しとなる。

(参照文献)

- IIF Research Note, March 19,2013 Cyprus: Just The Facts
- IMF World Economic Outlook ,April 2013
- IMF, February 13,2013, A Banking Union for the Euro Area,
- Financial Times, The Asian Wall Street Journal, International Herald Tribune 各紙掲載の記事および Economist の記事
- 国際金融トピックス No227 2012年11月9日  
「国債購入プログラム (OMT) は直性財政支援ではない (ECB 月報より)」
- 月刊資本市場 2012年5月号 田中理「欧州の債務危機対応で注目される新財政協定の概要と課題」
- 季刊 国際貿易と投資 Spring 2004 No55 田中信世「ドイツの経済構造改革」

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、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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。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、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。

Copyright 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>