

ソブリン危機が深刻化する中で対応を迫られる独仏首脳

井上 武、神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 2011年8月16日、ドイツのアンジェラ・メルケル首相とフランスのニコラス・サルコジ大統領は、ユーロ圏の財政危機克服に向けた緊急首脳会談を行った。欧州における財政危機に伴う混乱への対応策が、ECBによるスペイン、イタリア国債購入や空売り規制の導入といった対処療法的な措置に留まる中で、ユーロ共同債の導入や欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）の拡大といった抜本的な対応策について合意が形成されるものとして注目された。
2. しかし結果的には、ユーロ共同債も EFSF の拡大も見送られた。財政問題への対応としては、「経済政府」の設立とユーロ圏各国に財政均衡化を求めることについて合意された。しかし、「経済政府」はユーロ圏各国の経済及び財政の調整的な役割を担う模様であり、財政均衡化も従来よりドイツが各国に求めていたもので、あまり目新しさはない。
3. また、独仏の法人税の共通化と金融取引税の導入を EU レベルで提案することについても合意されたが、法人税の共通化は汎ユーロ圏で実施することが叶わなかったため、まずは2国間で実施しようというものである。また、金融取引税の導入もかねてより議論されていたものであり、市場参加者にとっては要注意ではあるものの、これも目新しいものではない。
4. 本会談では、ユーロ共同債の導入や EFSF の拡大といった抜本策がなかったため、市場関係者からは総じて批判的に捉えられている。他方、「経済政府」の設立や財政均衡化、独仏の課税自主権の一部譲歩など、ユーロ圏における財政統合、さらにはユーロ共同債導入の下地を築いたものとして評価する向きもある。
5. 欧州における財政均衡化の取り組みが実体経済にどのような影響を与えるかに注目したい。また、空売り規制、金融取引税の導入など、市場の流動性への影響が大きい政策が次々と打ち出されていることにも留意すべきである。

I. はじめに

2011年8月16日、ドイツのアンジェラ・メルケル首相とフランスのニコラス・サルコジ大統領は、7月21日のユーロ圏首脳会議の議論を踏まえ、ユーロ圏の財政危機克服に向けた緊急首脳会談をパリで行った。その中で、注目されたユーロ共同債（Eurobond）構想と欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）の拡大は見送られた。

代わりに、今回のメルケル・サルコジ会談では、主に下記4点で合意が形成された。即ち、①欧州「経済政府」の実現に向けた、各国首脳からなるユーロ圏の経済及び財政政策に関する評議会の創設、②ユーロ圏諸国における財政均衡義務の法制度化、③独仏の法人税の共通化、④EUレベルでの金融取引税の導入、である。

II. 危機の再来が懸念された欧州金融市場

ギリシャに対する第2次支援策の取りまとめを巡る混乱から始まった欧州金融市場の動揺は、7月に入って、スペイン、イタリアに対する懸念へと広がり、同国の国債金利の急上昇（価格の下落）を招いた。その後、7月21日にギリシャ救済策、ソブリン危機対応策がまとまった後も市場の動揺は収まらず、8月5日（金）には米国債が格下げされ、さらなる緊張が高まる中、8月8日（月）に欧州中央銀行（ECB）がスペイン、イタリア国債の国債購入に踏み切り、債券市場はようやく落ち着きを取り戻した。

一方、銀行株を中心とする株価の下落は収まらず、8月10日（水）にはフランスの大手銀行株が軒並み10%以上下落するなど、金融危機の再来を懸念する声も広がった。8月8日（月）にはギリシャが空売りの制限を導入、そして8月12日（金）からはベルギー、フランス、イタリア、スペインが金融株を対象とする空売りの制限措置に踏み切った¹。

空売りの制限は、2008年の金融危機の際にも導入され、その効果および弊害については様々な意見があるものの、8月12日（金）には株価は大きく反発、8月15日（月）も市場は落ち着いた状況となった。

ECBによる国債の購入、空売り規制いずれも市場におされる形で対症療法的な処置が導入され、一旦は市場が落ち着いたという感がある。ソブリン危機については、7月21日に提案された危機対応策では、これまで救済対象国に限定してきたEFSFの支援機能を、その他の加盟国にも広げ、さらに流通市場での国債の買い取りも行えるようにするなど、市場の一時的な動揺にも対応できる抜本的な危機対応能力の増強が発表された。

しかし、詳細な内容が明らかではないだけでなく、ドイツやフィンランド、オランダなどでは周縁国救済への反発が依然として強く各国議会の承認が得られるのかという実現性の問題が残っていること、さらに現在4,400億ユーロに設定されているEFSFの資金規模で本当に十分なのかといったことを懸念する声が依然として根強い。

¹ ベルギーは金融株4銘柄、フランスは15銘柄、イタリアは銘柄数不明、スペインは16銘柄を対象に、ネットの空売りポジションの積み上げを禁止。ベルギー以外は当初15日間、ベルギーは期限は特に設定されていない。

図表 1 2011年7月21日に発表されたギリシャ第二次支援策、ソブリン危機対策

ソブリン危機対策
<ul style="list-style-type: none"> ➢ EFSFおよびESMIによる予防的な対応。 ➢ 政府への貸し付けを通じた金融機関の資本増強(非救済対象国も含む)。 ➢ 金融市場の例外的な状況及び金融安定のリスク、危機の伝染に対応するため、流通市場に介入(ECBの分析、EFSF/ESMの加盟国の合意を基に) ➢ 加盟国によるEFSFに対する保証から生じるリスクをカバーするため、必要であれば担保合意を導入。 ➢ EFSFからの融資についてポルトガルとアイルランドにもギリシャと同じ条件(金利、期限)を適用。 ➢ 2013年までに財政赤字をGDP比で3%以下にすることを確認。 ➢ 外部格付け機関への依存を低下させる。 ➢ 2011年10月までに危機管理策について詳細をまとめる。
ギリシャ向け第2次支援
<ul style="list-style-type: none"> ➢ ユーロ圏とIMFから1090億ユーロの追加支援。 ➢ EFSFからの融資期間を現在の7.5年から最短15年、最長で30年(10年の猶予期間付き)に延長。 ➢ 金利は国際収支プログラムと同様の水準(現在は3.5%)。EFSFの調達コストとほぼ同様でこれを下回らない。 ➢ 欧州委員会がギリシャの構造改革、競争力強化のための特別チームを作り、欧州投資銀行(EIB)などのEUの資金を活用。 ➢ 民間金融機関の協力。 <ul style="list-style-type: none"> • 2011年から2014年まででネットで370億ユーロ。 • 国債買い戻しにより間接的に追加で126億ユーロ。 • 2019年までで総額1060億ユーロ。 ➢ ギリシャ国債についてECBの担保として利用できるように信用補完。 ➢ ギリシャの銀行への資本注入。

(出所) 欧州連合理事会資料より野村資本市場研究所作成

メルケル・サルコジ会談は、こうした懸念を払拭することを目指して、さらなる危機対応を議論するために行われたものである。市場では、上記の点について何らかの前進があること、さらに、ユーロ圏の財政統合へ向けた重要な足掛かりとなるユーロ共同債の実現について大きな前進を期待する向きもあった。

ユーロ共同債とは、ユーロ圏各国が共同で単一の債券を発行する仕組みであり、信用力が低い加盟国にとってはユーロ全体の信用力を利用できるため資金調達コストの低下が期待される一方で、ドイツのような信用力の高い国は逆に調達コストが上昇する可能性がある。これまで何度か構想されてきたものの、各国の財政の独立性がそこなわれることや、信用力の低い国に財政規律が働かなくなるといった反対意見から実現していない。

今回、ソブリン危機がスペインやイタリアなどの主要国に及んできたことや、ユーロ圏

各国が保証を提供している EFSF からの非救済国の借入金利が事実上 EFSF の調達コストに下げられ、ユーロ共同債の仕組みに近づいたことなどから、ソブリン危機を根本的に解決する手段として再びその実現性が注目されるようになっていた。その中で改めて注目を集めているのが、2010年5月にベルギーの調査会社ブリューゲルが発表したブルー・ボンド案である。そこでは、各国の GDP の 60%までをブルー・ボンドとして欧州の共同発行体を通じて発行することを認め、60%を上回る場合はレッド・ボンドとして、各国が単独で発行する。レッド・ボンドでは、投資家がより高金利を求め、また、規制上、銀行による保有が制限されるため、各国の財政規律の向上も企図している²。また、ユーロ共同債と同様の効果をもたらす案として、EFSF を 1 兆ドル規模に拡大し、ほとんどの国が EFSF から資金調達をすることにより、EFSF 債を事実上のユーロ共同債とする、という案も提示されている³。

Ⅲ. 独仏共同宣言には目新しいものはない

市場はドイツから具体的な譲歩の姿勢が出てくるかどうか注目していたが、結局、この点については、大きな前進は見られなかったといえよう。ドイツがもともと否定的であるユーロ共同債については、全面的に否定はされなかったものの遠い検討課題とされ、EFSF の規模の増額についても現状は十分であり、増額は市場にいらぬ憶測を与えるという事でコミットされなかった。

代わりに財政問題への対応として、「経済政府」の設立と財政均衡を義務化するようユーロ圏各国の憲法を改正することを提案した。「経済政府」はユーロ圏共同で経済および財政政策を検討する機関で、定期的に年 2 回、さらに必要に応じて追加で会合を開くとされている。財政および経済監視の強化、監視のための機関の設立については、欧州では既に経済ガバナンスの改善で議論されているものであり、あまり目新しさはない。さらに、ソブリン危機、金融危機への対応の中では、必ずしも存在感が高くはない欧州理事会の常任議長であるファンロンパイ大統領を代表に推薦していることから、強力な執行組織というよりも調整的な役割を担う機関という印象は否めない。

もう一つの提案である財政均衡を義務化する各国の憲法の改正については、実現すれば野放図的な財政拡大を防ぐための具体的な仕組みが導入されることとなり、大きな前進がみられた部分と言えよう。ただし、これもドイツがユーロ圏各国に対して従来から要求し反発を受けていたものであり、譲歩ではなく今回ドイツが勝ち取ったという色彩が強い。

この他には独仏の法人税の税率および課税標準を 2013 年を目途に共通化すること、金融取引税の導入を 9 月に共同で提案することなどが発表された。法人税の共通化は 2 月にもドイツとフランスが欧州連合の臨時首脳会議で提案して大きな反発を受けたものであり、

² “The Blue Bond Proposal” *Bruegel Policy Brief*, May 2010.

³ 欧州金融コンサルタントのグラハム・ビショップ氏の案（「EFSF 債がユーロ国債に」日経ヴェリタス、2011年8月7日）。

今回はまず2国間で実施しようという内容である。

金融取引税とはあらゆる金融取引に対して課税を行うという構想であり、欧州では昨年
から欧州運営のための新たな財源確保の一環として議論されてきた。以前は欧州からの取
引の流出を懸念してグローバルに協調した形での導入を目指していたが、今年に入ってか
らは、欧州議会及び欧州連合理事会において欧州単独でも導入すべきとの議論が高まって
いた。また、11月にフランスで開催されるG20において欧州が再び提案を行うとも言われ
ていた。市場参加者にとっては要注意ではあるものの、これも目新しいものではない。

IV. 市場の反応

欧州の市場関係者からは、今回の首脳会談がユーロ共同債やEFSFの拡大など抜本策に
踏み込まなかったことについて、予想通り、具体策がない、何の意義もなかった、鞭（財
政規律）ばかりで飴（ユーロ共同債）がないなど、批判する声が多い⁴。他方、今回の会談
の成果を前向きに捉えるものもある。例えば、パークレイズ・キャピタルのシニア・エコ
ノミスト、ジュリアン・キャロウ氏は、欧州経済政府および財政均衡で合意したことを評
価した上で、独仏双方が一定の主権を譲歩したことについて、政治的な統合に向けた大き
な前進であり、ユーロ共同債の下地になるものとしている⁵。また、フィナンシャル・タイ
ムズは社説において、格下げされてもその規模から低金利を維持した米国債と日本国債を
引合いに出し、ユーロ圏もソブリン債の規模を追求するべく、ドイツを待たずにユーロ共
同債を導入するべきだと提言している⁶。

米国においても、欧州財政危機を一因とした株安・債券高が生じている中で、独仏首脳
会談への関心は高い。会談前には、エボリューション・セキュリティーズのアナリスト、
ギャリー・ジェンキンズ氏は、ユーロの維持へ完全にコミットするという通常の宣言がな
されるくらいだろうとした上で、ユーロ共同債については見送られるだろうが、将来的に
は高い可能性で導入されるだろうと述べていた⁷。ユーロ共同債の導入に関しては、米国著
名投資家のジョージ・ソロス氏も、メルケル・サルコジ会談の一日前に、ギリシャとポル
トガルがユーロを脱退した上で、ドイツが主導してユーロ共同債を導入するべきだと説い
ていた⁸。また、チャールズ・シュワブも、欧州財政問題の安定化に向けてはEFSFの拡大
と、長期的にはユーロ共同債の導入が必要との立場を採っている⁹。

メルケル・サルコジ会談を受けた後の反応はまちまちである。債券運用大手ピムコの共
同CIO（最高投資責任者）のモハメド・エルエリアン氏は会談について、一部の市場が求

⁴ “Sarkozy, Merkel propose ‘true eurozone government’” *AFP*, August 16, 2011, “Analysis-France, Germany set out next stage of EU integration” *Reuters*, August 16, 2011 など。

⁵ “Sarkozy, Merkel push economic coordination” *Reuters*, August 16, 2011

⁶ “Europe need not wait for Germany” *Financial Times*, August 16, 2011

⁷ “Merkel and Sarkozy huddle as euro struggles” *CNN.com*, August 16, 2011

⁸ “Soros calls on Portugal and Greece to pull out of euro and quit EU ahead of Merkel-Sarkozy debt summit” *MailOnline*, August 16, 2011

⁹ “Return to Recession.....or Recovery?” *Schwab Market Perspective*, August 12, 2011

めていたユーロ共同債を含む中核国による安易な追加支援ではなく、財政規律の黄金則、より強固な経済政策、新たな金融取引税の導入であり、その是非については明言を避けている。また、豪大手行ウェストパックの在ニューヨークの通貨ストラテジスト、リチャード・フラヌロビッチ氏は、サルコジ大統領はユーロ圏の共通政策について語っており、財政の統一に向けた第一歩としてユーロ全体にとってはポジティブだ、と評価している¹⁰。他方、ウォールストリート・ジャーナルはメルケル・サルコジ会談を批判しており、「失望された独仏の提案」と題し、自ら債券を発行する連邦化へとユーロ圏を衣替えさせるといふ抜本的なステップには至らず、投資家を失望させたとしている¹¹。

米国の格下げ以降の市場の動向は、堅調な債券市場と株式市場の下落というように、ソブリン危機というよりも、米国が財政赤字の削減へ舵を切ったことによる景気後退を懸念した動きになってきているようにも見える。ちょうど独仏首脳会合当日に発表されたユーロ圏の第2四半期の経済成長率も前期比0.2%増と2年ぶりの低成長となっている。そのような中で、財政出動を制限する政策や、空売り規制や取引税の話など市場の流動性に大きな影響を与えるような政策が次々と出てきているという見方もできる。足元を見透かした市場のしっぺ返しが来ないことを祈ろう¹²。

¹⁰ 前掲注5参照

¹¹ “Franco-German Proposal Disappoints” *The Wall Street Journal*, August 16, 2011

¹² 結果的にこのメルケル首相とサルコジ大統領の会談以降も市場の動揺は収まらず、その後、EUおよびユーロ圏緊急首脳会合を経て10月26日にギリシャ救済およびソブリン危機対策の追加措置が発表された。