

ユーロ危機からの脱出戦略 : OMTと「EU ニューディール」

OSABE, Shigeyasu / 長部, 重康

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

80

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

17

(終了ページ / End Page)

58

(発行年 / Year)

2013-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00008628>

ユーロ危機からの脱出戦略 —OMTと「EUニューディール」

長 部 重 康

はじめに

第1章 ユーロ危機の展開

- 1) ユーロ危機とは何か
- 2) ギリシャからスペインへ
- 3) EUの包括的金融安定策

第2章 緊縮から成長へ

- 1) 「緊縮の罠」からの脱出
- 2) 「EUニューディール」と「Europe 2020」

第3章 EUの再活性化は成るか

- 1) 市場センチメントの急変
- 2) ユーロ危機への対応策
- 3) ユーロ救出の立役者は誰か

結び—欧州統合と独仏枢軸の将来

はじめに

2008年秋にリーマン・ショックとして勃発したアメリカ発の金融危機は、その後、ヨーロッパを舞台に移し、ユーロ危機という形で世界に不安を広げてきた。2009年10月のギリシャの政権交代に伴い財政赤字の粉飾が明るみに出ると、ソブリン（国家・国債）危機が勃発した。翌2011年5月にはギリシャへの第1次支援策が決まったものの、7～8月に再びギリシャ

で国債利回りの急騰が始まると、危機はスペイン、イタリアの欧州大国にまで波及し、ユーロ圏ソブリン危機が全面化した。

EC（欧州委員会）は、IMF（国際通貨基金）とともに時限措置でEFSM/EFSF（欧州金融安定メカニズム/欧州金融安定ファシリティ）を創設して、ユーロ危機へのセーフティーネットの拡充に努めてきた。2012年秋にはこれが常設のESM（欧州安定メカニズム）に発展する。ECB（欧州中央銀行）はさらに2011年12月と12年2月に、2度にわたりLTRO Long Terme Refinancing Operation と称する欧州銀行への大型流動性供給オペレーションを実施し、間接的に国債購入を支援した。だがオペが終わる3月を迎えると、スペイン財政赤字への懸念が再び急拡大し、イタリア国債も利上げ急騰に追い込まれた。

欧州2大国の激震を前に、2012年6月末にはようやく、ユーロ圏サミットが包括的ユーロ危機対策と成長策との実施で合意した。市場予測を超える大胆な対応策と評価されたものの、実施には時間がかかり、残された問題も多い。サミット合意発表後、スペイン国債の利回りは一旦大きく下がったものの、時日をおかず上昇に転じ、7月に入るとスペイン危機が再燃した。

ドラギECB総裁はすでに6月末のロンドン講演において、「ECBは権限の範囲内で、ユーロを救うために何でもやる」と断言していた。これを受けて9月6日にECB理事会は、Outright Monetary Transactions（OMT、アウトライト金融取引）と新たに名づけられたプログラムの実施を発表した。救済を求める域内国の国債を、厳しい融資条件を付すが上限を定めずに、直接ECBが買入れる、という画期的なプログラムである。発動を待たずに、ナウンス効果によって直ちに、スペインとイタリアの国債利回りは低下を始め、市場での資金取入れ状況は劇的に改善された。スペインはその後国債買取申請に手を挙げておらず、ユーロ危機は小康状態を維持し続けて年を越した。

2012年5月にフランスで、17年振りに社会党大統領が誕生した。オラン

ドが現職のサルコジを引きずり下ろしての当選だったが、彼は選挙戦を通じて、これまで「財政規律と構造改革」を旗印にEUを仕切ってきた「メルコジ」Merkzy 路線を激しく批判し、「緊縮の罨」からの脱却を主張した。6月末のユーロ圏サミットの合意とは、このオランダによる批判に対するメルケルの妥協によって可能になった。EUはサミットで合意された新経済成長策「EUニューディール」を再活性化への跳躍台に据え、これまで進めてきた「Europe 2020 戦略」の進展を図ろうとしている。フランス国内では、「ジャコバン社会主義」による左派ケインジアン政策の激しい展開で経済の不調が深まり、オランダは第5共和政下で最も不人気な大統領に成り下がった。これとは対照的に、ドイツは一人勝の経済優位を謳歌している。2003年以降、労働市場と税制との改革に取り組み、東西統一以来奉られてきた「欧州の病人」との汚名に別れを告げ、ユーロ危機脱出へ大きく貢献している。

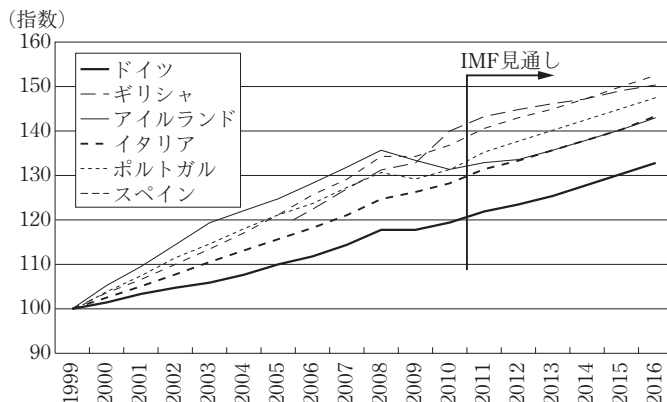
OMTと「EUニューディール」とに焦点をあてて、EUのユーロ危機からの脱出戦略を振り返り、独仏枢軸を軸に欧州統合の将来を展望してみよう。

第1章 ユーロ危機の展開

1) ユーロ危機とは何か

1999年のユーロ導入以降、ヨーロッパの周辺国、GIIPS諸国（希、伊、愛、葡、西。かつてPIIGSと呼ばれてきた蔑称を修正）ではインフレ率が高まり、今日までドイツとの格差は累計20%に達した（図表1）。原因は非貿易財であるサービス価格の対独格差の拡大に、つまり労働コストの対独格差の拡大にある。このインフレを生じさせた原因を探ると、ユーロ導入後の、GIIPS諸国における急激な金利低下にたどり着く。1995年ごろまでは20%近くにも達していた周辺国の金利水準は、ユーロ導入後には5%程度にまで急落し、その後独との格差はほぼ解消された。低金利の恩恵を享

図表1 ドイツとGIIPS諸国の消費者物価指数



注：ギリシャを除き、1999年=100の指数。ギリシャは2001年の水準をドイツ水準と同じとする指数。

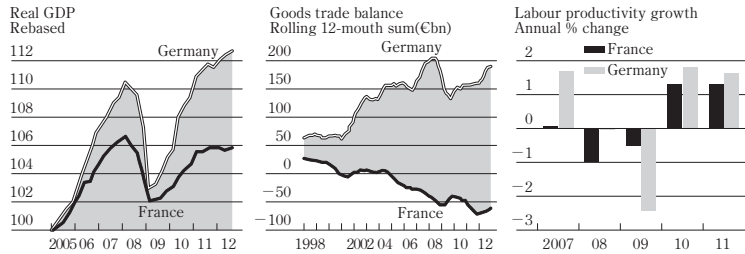
出所：IMF, *World Economic Outlook*, September 2011 (深尾2012)

受したGIIPS諸国の家計・企業は不動産ブームや投資ブームに踊り、バブルが膨らんだ。この結果、ECBは景気の過熱を抑えようと金利を引き上げ、中心国では景況感が悪化した。ドイツでは貯蓄の3分の2がGIIPS諸国を中心に海外に流失し、失業が増大した。このため2003年以降、ドイツは労働市場と税制との構造改革に取り組み、労働コストの大幅引き下げに成功した。競争力の改善を実現でき、その結果資本財を中心に輸出は目覚ましい伸びを記し、独仏間の格差は著しく拡大した(図表2)。好況に沸く周辺国では、資本流入と輸入急騰とによりインフレが高進したが、中心国では物価はさほど上がらずに競争力が高まり、さらなる輸出に拍車がかかった。こうしてGIIPS諸国の経常赤字は、大きく膨れ上がることになった¹⁾。

2008年の金融危機の勃発で、事態は急変する。民間資本は一斉に周辺国からの融資引き揚げに走り、GIIPS諸国の財政赤字と公的債務状況は急激に悪化し(図表3)、その後欧州のソブリン危機、国家・国債危機へと展開する。アイルランドやスペインでは不動産バブルがはじけ民間銀行の不

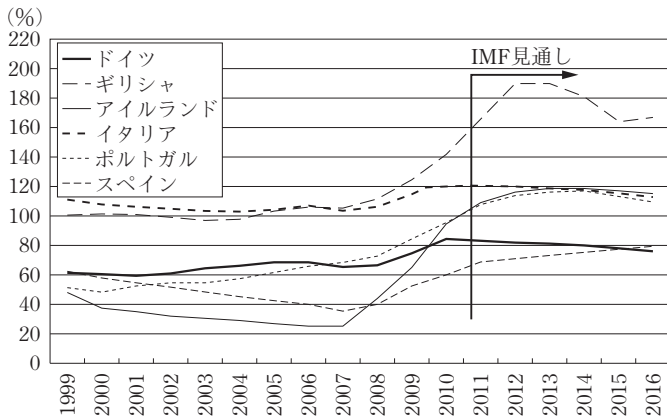
1) 深尾光洋(2012)「欧州危機の現状と背景」『月刊資本市場』3月号No.319。

図表2 独仏の経済格差



Sources: Thomson Reuters Datastream; OECD (FT, 21 Jan, 13)

図表3 ドイツとGIIPS諸国の政府債務 GDP比率



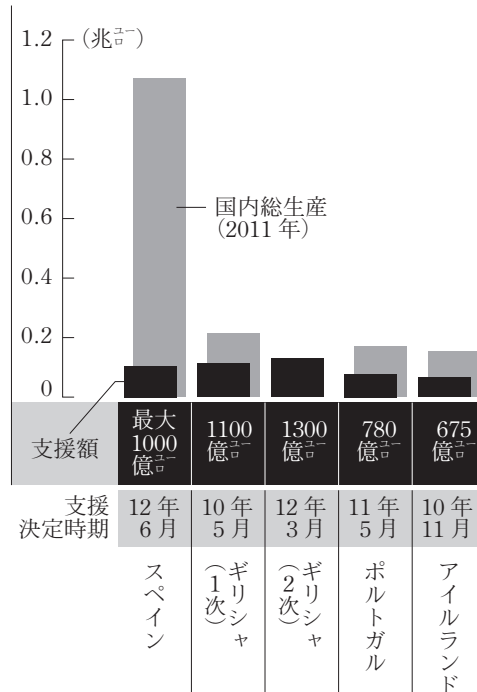
出所：IMF, World Economic Outlook, September 2011 (深尾 2012)

良債権が急増し、ギリシャでは政権交代による財政赤字の大規模な粉飾の暴露で、国債の利回りは跳ね上がった。ユーロ危機が世界不安の震源に躍り出て、EC、ECB、IMFのトロイカはユーロ危機の救済に乗り出し、2010～12年に、5次にわたる巨額の救済策を実施した（図表4）。

2) ギリシャからスペインへ

2009年10月に発覚したギリシャ財政赤字の粉飾は巨額にのぼった。当初

図表4 EU などからの支援国



出所：Eurostat（『朝日新聞』2012年6月12日付）

赤字は3.7%とされていたが、実際は4倍近くの13.6%にまで膨れ上がっていた事実が露わになった。ギリシャは2002年のユーロ参加時にも、のちに粉飾赤字での不正加入が暴かれた。粉飾の不祥事は2度目となる。ギリシャ国債は市場に見放されて利回りは急騰し（10年ものでは当初の5%が、2012年初めにピークの30%近くへ）、トロイカによる救済が不可避となった。2010年5月には第1次支援策（1100億ユーロ）が、2012年3月には第2次支援策（1300億ユーロ）が実施されたが、財政規律の遵守と緊縮策の断行とが融資条件であった。だが2012年5月6日のギリシャの総選挙で、緊縮策への大衆的の不満が爆発して与党連合が敗北し、世界に衝撃が走った。6月17日に行われた再選挙で緊縮受容派が巻き返しに成功し、深刻な

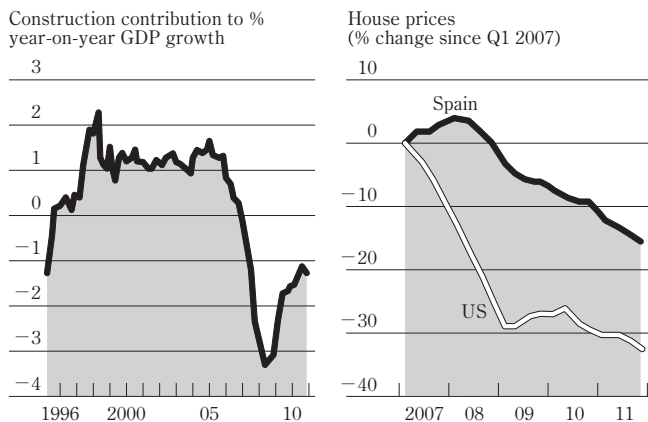
危機はからくも回避されたが、ギリシャの破綻（デフォルト）からユーロ圏離脱への最悪シナリオへの懸念は、なお消えてはいない。2012年に入り、欧州委員会をはじめ各種機関がギリシャの破綻・離脱のシミュレーションを終えたが、米のS&P社は6月初め、「ユーロ離脱は数か月以内」の確率が3分の1以上とした。ギリシャ破綻のシナリオはたえず再燃し、「ギリシャ問題」とはゴールの見えないマラソンレースといえる。GIIPSに共通して根本的な問題は、当該国がいくら緊縮・改革に努めたところで、それから抜け出るためのエンジンを、成長産業を欠くという現実にある。構造改革による競争力強化には時間がかかり、市場は待ってくれない。結局、「緊縮の罠」に落ち込んでしまう。

2012年春以降、スペインはユーロ危機に直撃されるが、経済規模ではギリシャとは比較にならないほど巨大である。ユーロ圏におけるGDP比率では、アイルランド1.7%、ポルトガル1.9%、ギリシャ2.5%に対して、スペイン11.5%、イタリア16.8%と桁違いである。スペインは保守のアスナール政権（1996～2004年）の時代に、ユーロ参加を目標に自由化や規制緩和、外資導入を断行して経済パフォーマンスの著しい改善を達成した。「ヨーロッパの優等生」と呼ばれたが、その後の社会労働党、サパテロ政権（2004～11年）もまた自由化路線を続行し、連続14年にわたる高度成長を実現できた²⁾。このとき独を中心にEU中核諸国からの外資の流入がおびただしく、不動産ブームが過熱した。1995～2006年に住宅価格は2倍に膨れ上がり、肥大化した建設部門は主要国の2倍に達し、2001～07年のEU全体の新築住宅の3割をも占めた。だがそれに匹敵する成長産業の育成には成功しなかった。地の利を生かして太陽光発電に沸いたものの、金融危機とともに潰え去った。

2008年の住宅バブルの崩壊で、スペインの不良資産は大きく積み上がったが、大半は家計と非金融企業による民間部門が保有する。2010年末に

2) 長部他（2011）『現代ヨーロッパ経済 第3版』有斐閣 pp.359～361.

図表5 スペインの建設業と住宅バブル
Banks still feeling the effects of Spain's housing bubble



Sources: Deutsche Bank (FT, 29 March 2012)

GDPの227.3%に達し、高度成長を長い間支えてきた中南米からの低賃金移民労働者の逆流現象が始まった。アイルランドもまた不動産バブル崩壊に見舞われたが、価格調整が急激に進んで住宅価格は下げ止まった。早期の景気反転が始まり、2012年7月末には2年振りに長期国債発行が可能になった。だがスペインでは、不良債権が社会性の強い貯蓄金庫 *caja* に隠蔽されて価格調整が大幅に遅れることとなり、今後さらに不動産価格の低落が続く可能性がある（図表5）。

2011年夏以降、南欧国債の利回り高騰と債務膨張との懸念から、債務残高の大きいイタリアが不安視された。だが市場の懸念はその後、財政再建と財政赤字の削減規模に移り、スペインへの疑念が高まっていく。スペインは急遽、2012年の赤字目標、5.3%を受入れ受けることとし、1975年のフランコ死去以来、最大の緊縮策の実施に踏みきることを決断した。150億ユーロの緊縮パッケージに加えて、270億ユーロの追加策を策定し、17%の予算カット（外務省予算を54%、工業省・農業省分を31%）と180億ユーロの増税を実施する。

問題は、民間の不良債権にある。45の貯蓄金庫が過剰な住宅ローンを続けてきたが、地方振興という社会的要請を背景に、経済の論理を超えた放漫経営体質に安住してきた。政府は主要貯蓄金庫を合併して Bankia を創設したが、2012年春以降、この巨大行への信用不安が急増し、5月には巨額な資本注入（500億ユーロ）に追い込まれた。

だがスペイン民間銀行への信用不安は一向に収まらず、2012年6月に政府はユーロ圏諸国に対して最大1000億ユーロの支援を要請するに至った。さらに7月末には、別途、3000億ユーロもの巨額融資を要請する可能性を、密かにドイツに打診していたとの報道が流れ、市場はスペインに対する疑惑を強めた。6月26日にはロンドンでECBドラギ総裁が「ユーロを救うために何でもやる」と約束し、27日にはベルリンで、オランダとメルケルが、「ユーロ圏を守るためにあらゆる措置を講じる」との共同声明を発表した。さらに米ガイトナー財務長官がドイツに飛び危機対応を協議することになり、事態は緊迫した。問題は、信用不安の根っこにある財政赤字の解決なしに支援効果は上がらない点にあり、国債買い入れにECBがどう動くかが焦点となった。

図表6 ユーロ圏サミットの合意（2012年6月末）

合意の柱	内容	コメント
成長・雇用協定	1200億ユーロ（GDP 1%）、インフラ投資・若者雇用創出	緊縮策への妥協策、構造基金・EIB融資・プロジェクト債を原資
スペイン銀行への資本注入	ESMより直接、銀行に注入、ECBへ監督業務統合後に実現	債務比率を10%引下げ、銀行支援、ルール変更にかか月
アイルランド債務支援	スペイン同様の直接資本注入が可能	納税者からユーロ圏への債務の付替、市場の活性化
欧州国債格付け	スペイン銀行救済で、弱含み	スペインへの投資家回帰が進むが、他の国債が降格の恐れ
イタリア国債購入支援	借入コストと債務比率との引下げ、新緊縮策は不要	新規発行ではEU監督機関の、既発債ではECBの、許可が必要
ECBへ監督権限統合	今年末までに欧州銀行への監督機関化プラン作成	銀行への資本注入への見返り、「銀行同盟」の萌芽
長期的課題	銀行同盟 ユーロ債	監督、預金保険、償還基金の一元化 国債の共同発行で借入コストの低下

出所：FT, 30 June / 1 July 2012.

3) EUの包括的金融安定策³⁾

2012年6月末のユーロ圏サミットでユーロ危機への包括的支援策が決まった(図表6)。2012年6月に誕生したフランスのオランド政権の主張を大幅に取り入れた妥協策といえる。大きく分けて新成長策たる「成長・雇用協定」Compact for Growth & Jobs と金融安定化策とに分かれるが、成長策については次章で検討する。金融安定化策は短期措置と長期的課題とに分かれるが、短期措置はスペイン、アイルランド、イタリア向けの国債買い入れ支援策であり、OMTとESMとがこれを担う。長期措置では、「銀行同盟」Banking Union と「ユーロ債」Eurobond とがある。

「銀行同盟」とは、ユーロ圏の銀行の監督、預金保険、整理基金の一元化を、ECBのもとへの集約を意味する。従来EUの銀行監督業務は、伝統的な連邦主義的対応で進められてきた。各国の銀行はその国の監督機関に従うとの「母国監督主義」home country control を原則とし、各国がそれを相互承認する。この連邦方式に対しては、金融危機の以前から、すでに以下の問題が指摘されていた。すなわち、①金融統合の進展でクロスボーダー取引が急拡大し、②EU各国間で金融規制の調和を進める、との2001年の「ラムファルシー・プロセス」が進展せず、③単一金融市場は建前に終わり、各国金融市場のパッチワークが実態、などの問題であり、金融危機の勃発で欧州委員会は、金融の規制・監督改革を急がざるを得なくなった。2009年には専門家の提言、『ドラロジュール報告』⁴⁾ が発表されたが、この報告は、単一のスーパー規制・監督機関の新設は政治的に不可能と判断し、2011～12年にマクロとミクロの健全性をそれぞれ監視する2つの欧州機関を創設し、各国監督機関の協力強化に努める旨、勧告したにとどまった⁵⁾。

3) European Council (2012), Conclusions, 28/29 June 2012, EUCO 76/12 ; *Financial Times*, 30 June/1 July 2012.

4) De Larosière, Jacques (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report*; 田中素香他訳 (2010) 「ドラロジュール報告」『経済学論纂』第50巻1・2合併号(和英対訳)。

今回の「銀行同盟」の合意は、EUに伝統的な連邦主義を脱皮して、ECBによる一元的な規制・監督制度の構築へと転換すること意味する。ユーロ危機の深刻さが政治的思惑を乗り越させたという意味で画期的な進展といえる。これによって、救済メカニズムを通じた銀行への直接資本注入、という次のステップに向かうことが可能になった。だが制度設計を巡っては、ドイツとフランス・南欧諸国との間で大きく対立した。フランスを先頭に南の諸国は、6000行に及ぶ欧州の全銀行をECBの監督下に置くべきだと主張し、ECBもこれを共有した。ドイツは独連銀と政府とで立場を異にし、独連銀は仏、南欧、ECBとともに、大手行のみならず地域銀行をも含めて銀行監督をECBへ集約すべきだと主張した。だが独政府は、これは実務上不可能だとして拒否し、中小行については従来通り各国監督機関に任せ、ECBの監督は巨大銀行に限るべきだと反発した⁶⁾。南の国々では金融機関が痛んで脆弱化しており、一元化されたECB監督のお墨付きを得て市場の信認を確保したい。だがドイツには活況ある地方の中小企業 *Mittelstands* が多数あり、地場情報に精通した中堅州立銀行や多数の小規模貯蓄銀行がこれを支えている⁷⁾。政府は産業政策上、集権的規制・監督が *Mittelstands* の活況を殺ぐことを懸念し、金融機関の分権的意思決定を守りたい。フランスの銀行はドイツより概して規模が大きく、集権体制が染みついている。

監督一元化への実現スピードを巡っても、両者は激しく対立した。フランスはできるだけ早く発足させて、銀行への資本注入という次のステップに向かいたい。だがドイツは焦付き融資の押付けを警戒した。問題行すべてへの救済基金の適用には反対し、制度設計に慎重であるべきだと主張した。ともあれ2012年10月の首脳会議では、年内の法的枠組み決定と2013年中に実施のスケジュールが合意された。続く12月13日のEUサミットにおいてようやく独仏間の妥協が成り、以下のように骨子が決まった。①直接ECB

5) 長部重康 (2010) 「ヨーロッパの金融危機対応戦略と金融市場の脆弱性」『経済志林』第77巻第3号 pp.203～04.

6) 『日本経済新聞』電子版2012年9月3日.

7) *Economist* (2012), Special Report France, 17 Nov.

の監督に服する対象行は資産300億ユーロ以上の大手銀行（150行）にとどめる。②中小行は各国別監督機関に任せるが、ECBの統一基準に従う。③ECBには、すべての銀行に対する介入権限を付与する、である⁸⁾。

欧州委員会提案に成る、短期債をユーロ圏でプールする「ユーロ債」Eurobond, Eurobill の発行や、漸進的借換えを進める「償還基金」Redemption Fund の設立については、ドイツの反対で合意には至らなかった。ユーロ債とは、今までユーロ圏17か国がそれぞれ発行している国債を、ユーロ圏全体での発行に切替えるものであり、弱小国は国債発行コストを低減させ、信用度を高められる。だがドイツやフィンランド、オランダなどトリプルA諸国は大幅に負担が重くなるため、時期尚早として強く反発した。フランスはユーロ債が金融安定化の出発点と主張するのに対して、ドイツは銀行同盟が機能したのちの到達点とみなしている。基本的スタンスには大きな溝がある。

市場は今回の合意を、期待を超えた進展と評価し、株価は反転し債券価格も上昇した。前日の債券市場では「決められないヨーロッパ」への不信から、スペイン国債が売りを浴びせられ、利回りは再び7%の危険水域を突破していた。サミット会合で最初に動いたのは伊モンティと西ラホイの両首相であり、1200億ユーロの成長策の採択見合わせも辞さないと言しをかけた。オランダもこれに応じ、結局、メルケルも柔軟な姿勢に転じざるを得なくなった。欧州の南北対立と「メルコジ」路線終焉とが露わになり、地中海連合の結成が印象付けられた。とはいえ、合意された「EUニューディール」は、次章で見ると、真水率は低く抑えられて財政規律は守られ、既存プロジェクトの焼き直しの性格が強い。ドイツにとっても、GIIPS諸国の銀行への直接資本注入の容認と引換えに、「強力な銀行監督体制」の構築を担保できた。実質的にドイツの勝利とみなしてもいい。

8) *Financial Times*, 17 Oct; 13 Dec. 2012.

第2章 緊縮から成長へ

1) 「緊縮の罨」からの脱出

オランダはこれまで、「ソフト社会民主主義」の路線に位置するとみなされてきた。だが選挙戦を通して、金融・ユーロ危機に翻弄される大衆の怨嗟の声に応え、「唯一の敵は金融界だ」、「金持ちは嫌いだ」と明言して「ジャコバン社会主義」に転身し、「金持ち憎悪」、「企業敵視」「大きな政府」「反緊縮」を叫んで17年振りの左翼への大統領奪還を実現した。国内向けには、左派ケインジアン政策の急展開が進む⁹⁾。オランダはサプライサイダーを自称し、「イノベーションと中小企業」が成長のためのキーワードだと力説するが、サルコジ年金改革の手直し（62歳満額受給年齢を一部60歳に戻す）や、教員6万人増、警察司法の5千人増、「将来契約」による若者の雇用15万人増、15万戸の社会住宅建設、新学期手当の引上げなどなど、支出増とばら撒きの公約が目白押しである。だがオランダの就任直後から、企業のリストラ計画の発表が相次ぎ、プジョー・シトロエン（8000人）やルノー（7000人）、アルカテル・ルーセント（1400人）、製薬のサノフィ（900人）、エールフランス（500人）と、止まるところを知らない。政府はこれに対抗して工場閉鎖への規制をさらに強めた。

世界最大の鉄鋼会社、仏・インド系のアルセロール・ミタルが、国内2万人の雇用維持のために高炉2基、従業員600人の閉鎖を決断すると、モントブル産業再生相は「一時的国有化に踏み切っても高炉を守る」と言明し、ビジネス界に衝撃が走った。ある欧州国のパリ大使はこれを聞き、「とうとう狂ったか」と慨嘆した¹⁰⁾。エロー首相がこれに異を唱え、ミタル会長と会見して妥協を探った。閣内対立は激化し両大臣の辞職騒ぎにまでエ

9) 長部重康（2013）「オランダ政権の誕生とフランスの競争力低下—『フランス的例外』からの復讐」『日仏政治研究』第7号（近刊）。

10) *Financial Times*, 1/2 Dec. 2012.

スカレートしたため、オランダが重い腰を上げ、国有化はコストが高く法的にも困難だとして仲裁に動いた。12月に初めに、関連施設への投資と職場振替による雇用維持とで決着をみた。高炉に産業のシンボルをみる古典的左派の粘り勝ちといえるが、欧州での過剰生産能力という根本問題は先送りされた。またプショーの整理問題については2013年1月末に、仏裁判所が停止命令を出したため、戦略見直しが避けられなくなった。

オランダの展開する「ジャコバン社会主義」ないし「革命的社会主義」で、フランスの国際競争力の低下に拍車がかかる。企業に対しては、配当課税5%（投資への誘導のためとされるが、2重課税）、法人税の33.3%から36.1%への引上げ（独29.5%、英24%）、金融取引税の導入（株式・債券に0.1%、デリバティブに0.01%をEU11カ国で）、キャピタル・ゲイン課税34.5%（英28%、独26.4%）を60%に引上げ等が進められる。これは企業譲渡時には64.5%まで跳ね上がるため、2013年予算案が発表されるや、「鳩」pigeonsと自らを呼ぶ25～34才の若手起業家たちが、フェイスブックやツイッターを駆使して「反乱」に立ち上がり、1週間足らずのうちに「いいね」j'aimeが2万3千人から寄せられた。ビジョンとはカモ、騙されやすいものの、の意味である¹¹⁾。だが、想定外の共産党が政府に反旗を翻し「鳩条項」は11月23日に上院において190対154で否決されてしまった¹²⁾。

年収100万ユーロ以上の超富裕層へは2年の間、制裁的税率75%（富裕税を加えて85%超え）での所得課税が課される。富裕税・所得税の引上げで、義務的負担は60%になる¹³⁾。仏経団連のパリゾ会長は、「反ビジネスの人種差別」を糾弾し「我々は完全に窒息させられる恐怖に怯えている」と嘆いた。ある経営者は「仏企業は生死をかけたサバイバルモードに突入したのに、新政権は国を孤立させ、投資を窒息させる」と怨嗟の声を挙げる¹⁴⁾。富裕層、中小企業経営者、若手起業家が国外脱出を真剣に考え始めた。ル

11) *Financial Times*, 3; 5 Oct. 2012.

12) *La Croix*, 25 nov. 2012.

13) Nicolas Baverez (2012), 65 millions de Pigeons, *Le Point*, 18 oct.

14) *Financial Times*, 5 July 2012.

イヴィトン会長のベルナル・アルノーがベルギーに住まいを移し（ベルギー当局は、資格不足の見解）、映画俳優のジェラルド・ドパルデュがベルギー移住、ロシア国籍取得を決断した。多くの専門職や上級カードル（幹部社員）がロンドンやブリュッセル、アメリカへの移住を続々と開始している。英のキャメロン首相はフランス企業が新政権から逃げ出してくるなら、「赤絨毯を広げて歓迎する」と挑発し、ロンドン市長は社会党政権をサンキュロットと揶揄した¹⁵⁾。

EUに対してオランダは、選挙戦の過程で、「財政協定」Fiscal Compactが財政規律一辺倒だとしてその再交渉を主張した。そして「緊縮の罨」から逃れるために、成長政策の取り込みが必要だと訴えたが、メルケル首相はこれを拒否し、3月には英とチェコを除くEU25か国の政府間協定の調印を終えていた。オランダのいう「緊縮の罨」とはこうである。政赤字削減のために緊縮策の実施を迫られると、その結果、低成長に陥ってしまう。税収は落ち込み、さらなる緊縮策が必要となり、不況が深刻化する…。この悪循環からの脱出のために、大型成長策の実施が不可欠である。だがメルケルは、そして「メルコジ」路線は、緊縮策をこう正当化する。何より市場の信頼性回復を急ぐべきだ。そのために財政赤字削減と財政規律再建に最優先で取り組み、その大本となる硬直的労働市場にメスを入れ、構造改革を断行すべきである。市場の信任が戻れば、持続的な成長過程に入る…。このサプライサイド戦略には、EC、ECB、IMFのトロイカやOECD（経済協力開発機構）の国際機関、また格付けがトリプルAのオランダとフィンランドをはじめ、北の欧州諸国が支持を表明する。その後スペイン、イタリア、ポルトガルも構造改革路線を受け入れた。

2012年5月にオランダ大統領が誕生し、ベルリンとロンドンに恐怖が走った。かつて選挙運動のためにオランダは二都を訪れ、メルケルとキャメロンへの会見を求めたが、両首相ともに外交儀礼を無視して拒否した前科

15) Carnegy, Hugh & Daneshkhu, Scheherazade (2012), French business in revolt on tax plans, *Financial Times*, 20 June 2012.

がある。オランダ勝利を受けて独外相は、「独仏提携は、勝者が誰であろうと、欧州の将来にとって鍵となる。国民の選んだ大統領と、親密な関係構築に努めたい」と和解のメッセージを送り、またヨーロッパで数少ない左翼系のベルギー首相はこう歓迎の辞を述べた。「人々の心性は変化した。ユーロ圏は引締めと景気浮揚とを結び付け、上からの危機脱却に努めるべきだ」¹⁶⁾と。2012年春にユーロ危機がイベリア半島へ波及すると、バロゾ欧州委員長やECBドラギ総裁、さらに伊モンティ首相なども、ソフトな表現ながら、成長政策の必要性を口にし始めた。6月末のユーロ圏サミットでは、伊、西、仏のラテン3国が成長策を共同提案し、最終的に独もこれを受け入れた。だがオランダの求めた「財政協定」の再交渉は拒否され、欧州委員会が別途準備した「成長・雇用協定」Compact for Growth & Jobsの締結で矛を収めた¹⁷⁾。

バロゾ委員長は2012年1月末に「成長と雇用、次のステップ」¹⁸⁾という政策文書を発表していたが、これに装いを凝らして協定格上げをはかったのである。政策文書では、「EUは、①低成長、低競争力、低生産性による失業増、②金融部門の安定性への不安、③財政の持続性への疑念、という3つの問題に直面しているが、金融危機でこれが悪循環に陥ってしまった」と指摘する。バロゾはこれに対処すべく、EUが開始した新経済成長戦略、「Europe 2020」（賢い成長、持続的成長、包括的成長）¹⁹⁾の実施を急ぐべきだ、と力説した。

「成長・雇用協定」は、以下のような文言で始まっている。「各国首脳は、賢い、持続可能な、内包的、資源効率的、そして雇用創出的成長を促進する決意を表明しつつ、またこの目的のために、EUガバナンスの各レベルに

16) *Le Monde* 19 juin 2012.

17) European Council (2012).

18) European Commission (2012), President Barroso's presentation on growth at the informal European Council of 30 jan. 2012, MEMO/30 Jan.

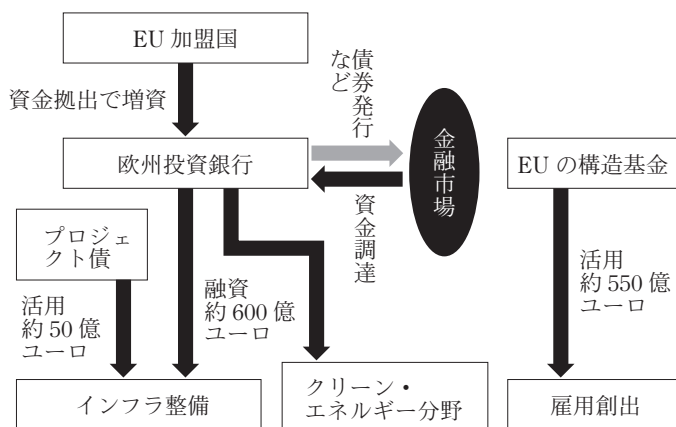
19) 長部重康 (2012) 「金融危機後の欧州経済—Europe 2020 の課題を睨んで」『金融危機後の欧州経済—Europe 2020 の課題を睨んで』国際貿易投資研究所 (ITI).

において、あらゆる手段、機関、政策を動員する必要性を表明しつつ、さらには持続的成長のために、健全財政、構造改革、投資の絞り込みの重要性を想起しつつ、以下の条約を締結する」と。そして各国は「Europe 2020 戦略の諸目的を達成するために直ちに行動に出る」との決意を新たにした。

2) 「EUニューディール」と「Europe 2020」

ラテン3カ国の提案した欧州成長プラン、「EUニューディール」とは、3年間で1200億ユーロに及ぶ、欧州規模での大型財政出動といえる（図表7）。フランス国立経済統計研究所（INSEE）の所長がこれを知って直ちに、「今やケインズ効果は期待できず、財政健全化しか解決策はない。景気刺激の途はサプライサイドからのみだ」と厳しい判を浴びせたが、彼は3月にサルコジによって任命されたばかりであった²⁰⁾。EUは、運輸網、エネルギー網、通信情報網によって国境をつなぐ「欧州横断ネットワーク」

図表7 成長戦略イメージ



出所：『日本経済新聞』2012年6月24日付

20) <http://www.sauvonsluniversite.com/snip.php?>

(TEN)の整備に力を入れてきた長い歴史があり、EUインフラ整備はすでに十分整っている、との見方も根強い。雇用拡大となれば、政策主体は域内各国政府にあり、EUの出番は限られる。先の「成長・雇用文書」では、「Europe 2020」の領域以外に、ERASMUS（学生の流動化）、EURES（職業紹介の流動化）、LEONARDO（旅行の流動化）の3つのプロジェクトが示されたにとどまる。

「成長・雇用協定」の内容は、以下の3領域に分たれる。

①域内国の行動:「Europe 2020」、経済ガバナンス、国別勧告の実施、成長促進税制強化、成長・競争力強化、失業対策、行政の近代化。

②EUの政策的寄与:単一市場、2015年までのデジタル単一市場、規制緩和、イノベーション（特許、欧州研究領域）、EIB増資、プロジェクト債、構造基金、2014～20年の中期財政計画、課税、雇用と社会的流動性、貿易、金融の安定化。

③経済通貨同盟（EMU）関連の要素:EMUの発展、ヨーロッパ・セメスターの枠内でのユーロ・プラス協定（安定成長協定によるガバナンスの強化）締結、安定・協力・ガバナンス協定の批准）。

資金源は以下の3つに大別される。

①EUの構造・結束基金（農業、地域開発、低所得国向け援助）から550億ユーロ。「社会的骨折」（社会的弱者）に充当。

②欧州投資銀行（EIB）の増資による、融資枠の拡大で600億ユーロ。クリーン・エネルギーの開発とインフラ整備。後者は、従来から欧州横断ネットワーク（TEN:運輸、エネルギー、情報）、競争力イノベーション枠組みプログラム（CIP）等があるが、今回それらを合わせて「汎欧インフラ・プロジェクト」と命名され、成長協定の柱になった。

③プロジェクト債（インフラ事業実施のための債権発行）で50億ユーロ。EUと欧州投資銀行（EIB）とによるジョイントの債権発行でインフラ

整備に充てられる。初年度2012年は、わずか2.3億ユーロに留まり、極めて象徴的な位置づけである。各国の国債に替わる将来のユーロ圏共同債 (common Eurozone bond) へ向かう第1歩とみなす向きもあるが、トリプルAの独、蘭、フィンランドなどは債権の共同化に反対し、プロジェクト債の見直しも求めている。

このように「EUニューディール」とは、あらたな成長策の実施というより、既存の計画に新たな装いを施したものといえ、資金的にも真水率は低い。EU財政の悪化を回避し、オランダをなだめるために捻り出したユーロクラート苦心の産物といえるが、市場センチメントを一変させるという点では高く評価されている。

EUが開始している新成長戦略は「Europe 2020」が中心となる。EUは21世紀を迎えて「リスボン戦略」のもとで、「知識基盤社会」の建設に取り組んできたが成功せず、EUの構造的脆弱性が深刻化した。R&D投資の対GDP比では、日本3.4%に対して、EUはわずか2%にとどまり、生産性格差は過去10年間に拡大し、労働時間は日、米より1割も短い。「Europe 2020」は2010年6月に採択された。潜在成長率を回復させ、産業競争力を強化するために、相互に補完しあう以下の3つの成長実現を目指すと考えられた。すなわち、①「賢い成長」Smart Growth—知識とイノベーションとを基盤とする経済の実現を目指す。②「持続的成長」Sustainable Growth—資源を有効活用し、環境を保護し、競争力のある経済を実現する。③「包括的成長」Inclusive Growth—経済的、社会的な地域間の結束を高め、雇用水準の高い経済を育成する、の3つの成長である。リスボン戦略、気象変動戦略、雇用戦略、地域政策など、これまでEUが取り組んできた各領域の優先課題を包含するものといえる。その実現のために、3つの成長アジェンダごとに測定可能な「成長目標」Targets for Growth と「旗艦構想」Flagship Initiatives と称する重点プログラムとが設定された。

「成長目標」はアジェンダ別だが多少の重複があり、ほとんどがリスボン戦略や気象変動戦略が掲げた目標を踏襲している。「旗艦構想」は合計7を

数え、「賢い成長」では「デジタル・アジェンダ」と「イノベーション・ユニオン」, 「移動する若者」の3構想が, 「持続的成長」では「資源効率」, 「産業政策」の2構想が, 「包括的成長」では「新技能・仕事アジェンダ」, 「反貧困プラットフォーム」との2構想がそれぞれ設定されている。

第3章 EUの再活性化は成るか

1) 市場センチメントの急変

EU再活性化のカギは, ユーロ危機の鎮静化である。2012年6月末のユーロ圏サミットの合意と, それを補完すべくすでに6月26日にECBドラギ総裁がおこなっていたユーロ死守の約束とで, ギリシャ破産・ユーロ崩壊へと傾く市場センチメントががらりと一変した。サミットでのユーロ安定化合意とドラギ約束を具体化したOMTとを整理しておこう。

〈ユーロ圏サミットの合意〉

短期措置としては, ①スペインの銀行への直接資本注入, ②イタリア国債の購入支援, ③アイルランド国債の購入支援で, 合意が成り, そのための条件として, ④ECBの監督規制権限の強化が決まった。

長期的課題としては, 銀行同盟の実現が合意され, 現在各国ごとに分散している金融監督規制をECBのもとに一元化することが決まった。預金保険と償還基金の一元化も議論された(図表6)。

主権にこだわるフランスは, 従来, 金融規制の一元化や, さらには政治同盟には強く反対してきた。今回のサミットの合意とは, フランスが長期的課題においてドイツに妥協したことを意味するが, その代価は短期的措置へのドイツの許容であった。ドイツはこれまで, 問題国への安易な救済策の実施は, 問題国でモラルハザードを生み, ドイツ国民へは重い負担を課すとして, 厳しく批判してきた。具体的な工程表を巡っては対立が残る

ものの、将来の欧州統合深化に向けて独、仏間の妥協が成った事実は高く評価されよう。

〈OMT²¹⁾〉

Outright Monetary Transactions : スポットないし先物での国債買い付けの「アウトレート取引」を意味し、スワップ取引でのように売戻し・買戻しは伴わないワンサイドのオペレーションとなる。2012年8月2日のECB政策理事会で既発債市場でのOMT実施が発表されたのち、9月6日の政策理事会では技術的フレームワークが明らかされ、OMTが発足した。これに伴い理事会は、従来の国債買入れプログラム、SMP:Securities Markets Programme を終了させるが、これまで買入れた国債は償還期限まで保持する、とした。なおEU機能条約(第123条)の貨幣的金融支援禁止規定に違反するのでは、との懸念については、『ECB月報』²²⁾で詳細に検討し、国債市場の価格形成メカニズムの回復を理由にその合法性を主張し、ESCB(欧州中央銀行制度)定款の第18・1条を根拠法にしている。

制度のフレームワークは以下の通り。

目的: 8月2日に理事会は、「適切な金融政策の伝播と金融政策の単一性の確保」を謳い、9月6日にドラギ総裁は「ユーロ圏で金利をコントロールする力をECBに取戻し、通貨同盟崩壊の憶測と闘う」と強調した。具体的な目標は、スペイン、イタリアなど問題国に対し、その信頼性を回復させて国債利回りを大幅に引下げさせ、もって資本市場からの低いコストでの資金調達を可能にする、にある。

融資条件: 問題国はEFSF(欧州金融安定ファシリティ)ないしESM

21) Buttonwood (2012), The ECB and OMT: OTT, OMG or WTF?, *Economist*, 7 Sept.; ECB (2012a) Press release, 6 Sep.; European Parliament (2012), ECB's Outright Monetary Transactions, PE492-450; Baber, Lionel & Steen, Michael (2012), 'Whatever it takes': the Italian determined to save the euro, *Financial Times*, 14 Dec.

22) ECB (2012b), Compliance of outright monetary transactions with the prohibition on monetary financing, *Monthly Bulletin*, Oct.

(欧州安定メカニズム)へ救済申請し、その提示する「マクロ経済調整プログラム」ないし、強化条件付きのクレジットラインを与える「予防的プログラム」の要求する、厳格な融資条件 Conditionality を遵守しなければならない。

実施主体：ECBであり、理事会は徹底した審査を行い、開始、継続、中止を決定する。IMFの関与は国別条件設定とプログラム監視にとどまる。買入れオペはEFSF/ESMによっても実施される。

買入れ限度：事前に上限は定めない。

買入れ対象：上記の2つのプログラム対象国の、償還までの期間が1～3年の国債

完全な不胎化措置 full sterilisation：OMTを通して供給された流動性は完全に不胎化される。国債買入れによって市場に注入された完全な流動性を、ECBの公開市場操作を通して吸収し、一定期間の定期性預金（ECBは運用の便から1週間の短期性を好む）にシフトさせ、通貨供給量への影響を相殺することを意味する。これでインフレ高進の危険を除去する。景気刺激を狙った銀行システムへの流動性注入たる「量的緩和」quantitative easingとは異なり、あくまでも国債利回りの引下げを目的とする。

優先弁済権：ECBが民間を含めて他の債権者と同等の扱いを受け入れ、シニアの地位にはこだわらない。優先弁済権が付けば民間投資家の持ち分が押出されて狭くなり、債務リストラに追い込まれた場合にはその分だけヘアカット率（元本減免）が高まる。投資家の我勝ちの離散を招くことになる²³⁾。

透明性：買入れ国債の保有残高と時価とを毎週公表。保有国債の平均償還期間と国別残高は毎月公表。

2) ユーロ危機への対応策

2012年9月のOMT実施に先立ち、これまでECはECB、IMFとともにト

23) 児玉 卓 (2012)「ユーロ圏財政統合に向けた光明と障壁」『月刊資本市場』12月号No.328.

ロイカで、以下のようなユーロ危機対策に取り組んできた。大きく分けて以下の2つの方向性がある。第1は、救済基金方式であり、安全網 safety nets と称される。第2は、ECBによる国債の買入れスキームであり、SMP, LTRO, そしてOMTの流れである。

〈安全網- EFSF/ESM²⁴⁾〉

2009年10月、ギリシャは財政赤字粉飾が暴露されて国債危機が勃発し、翌2010年4月には金融支援を求める事態に至ったが、ユーロ圏を対象とする金融安全網は存在しなかった。単一通貨ユーロは財政統合や公的所得移転の共通予算を欠いて導入されたが、EUはガバナンスの強化や各国の構造改革で通貨の安定性を担保できると過信していた。だが2010年4月にギリシャによる支援申請を受けるに至り、5月にはIMF（国際通貨基金）から300億ユーロ、EU（ユーロ圏諸国の2国間融資）から800億ユーロをかき集め、合計1100億ユーロの融資（第1次ギリシャ支援）を実施した。

だがユーロ圏諸国への国債危機波及の懸念が高まったため、6月には2年間の時限措置ながら、特別目的会社として「欧州金融安定ファシリティー」EFSF: European Financial Stability Facility を設立した。ユーロ圏17カ国がECB出資比率（独27%、仏20%、伊18%、西12%）に応じて付した、発行額の120%への分担保証のもとで、ECが証券発行により上限4000億ユーロの資金調達をする。超過保証や現金準備を差し引くと支援可能額は2500億ユーロにとどまったため、2011年10月には融資可能額を4400億ユーロに拡大した。同時に支援手段でも、「構造調整プログラム」の実施を条件とする「包括支援」に加えて、発行・流通市場での「国債買入れ」、「予防プログラム」でのクレジットライン設定、金融機関への資本注入などが可能となった。可能枠を最大9400億ユーロまで積み増す計画があったが、ドイツとフィンランドがこれを拒否し、また能力不足を懸念したOECDは、

24) 伊藤さゆり (2012b) 「常設の金融安全網・欧州安定メカニズム (ESM) 発足の意義」『ニッセイ基礎研究所レポート』10月30日; European Stability Mechanism (2012), *ESM Factsheet*.

1兆ユーロまで拡大すべきだと異例の注文を付けた。

EFSFの設立の際には、同時に「欧州金融安定メカニズム」EFSM: European Financial Stability Mechanism が設立された。これは最大支援枠600億ユーロと小規模だが、非ユーロ圏のイギリスも出資保証に加わり、EU27ヵ国が参加した点に特色がある。保証比率は独20%、仏18%、伊14%、英11%、西10%などとなっている。

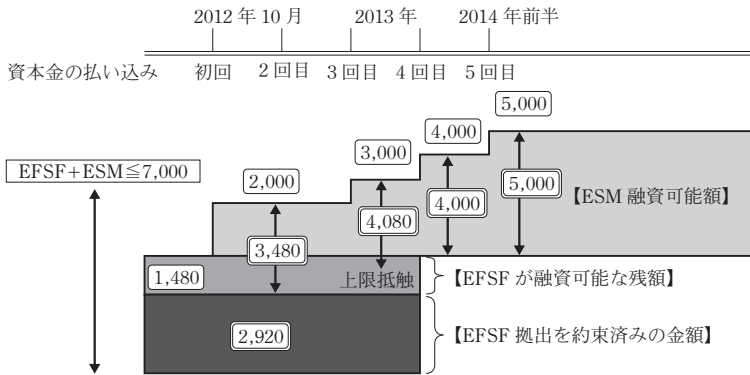
ユーロ圏の金融安全網の整備は段階的に発展してきた。第1段階として2010年のEFSF/EFSMの設立から始まり、第2段階の2011年、EFSFの増資・融資手段の拡充を経て、第3段階として、2012年に常設機関、欧州安定メカニズム ESM: European Stability Mechanism の創設にいたる。国際法による政府間機関 ESMへの移行は2012年7月に予定されていたが、ドイツでこれへの違憲訴訟が出たために大幅に遅れ、合憲判決を待って10月8日に発足した。新機関に対して信用創出機能を有する銀行資格を付与すべきとの声も強かったが、独などの反対で実現しなかった。この3つの機関は、前2者が使命を終える2013年6月までの9か月間、併存することになった。こうして安全網の規模は大きく積み上がった(図表8)。銀行支援の資本注入については母国政府経由の間接支援とされるが、2012年6月末のユーロ圏サミットにおいて、将来銀行同盟による監督機関の一元化が実現すれば直接資本注入を可能とする旨の合意が成った。先に見たように12月のユーロ圏サミットの決定を受けて、銀行同盟は2013年中に発足する。

〈財政協定²⁵⁾〉 Fiscal Compact

2012年3月にイギリス、チェコを除くEU25か国が、政府間協定(英の反対からEU協定にならず)として調印した。財政赤字の許容幅を従来の3%から0.5%に大幅に縮小した点に大きな進化がある。さらに2013年1月発効

25) 田中 理(2012a)「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」『月刊資本市場』5月号No.321.

図表8 欧州の財政救済安全網の規模（億ユーロ）



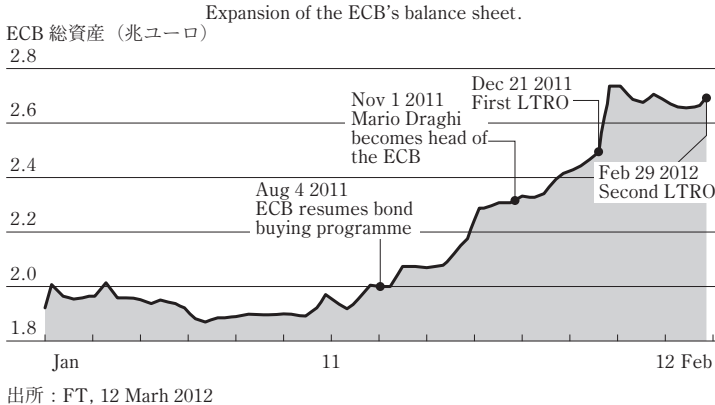
注：発足の遅れで初回と第2回目の資本金払い込み時期はいずれも2012年10月。
 出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成（田中2012b）

後、各国はこの財政均衡化ルールを自国の憲法相当の国内法に明記しなければならなくなった。この協定受入れに国民投票を必要とした唯一の国、アイルランドではすでに2012年3月末に承認された。大統領就任後、オランダは協定の再交渉を要求したが、結局、総額1200億ユーロの「成長・雇用協定」が加わる、財政協定との2本立ての枠組で妥協が成った。すでに財政政策の監視・調整の事前評価制である、「欧州セメスター」European Semester が2011年3月に合意され、始動している²⁶⁾。年初に欧州委員会が提示する「成長サーベイ」に従って、年央までに財政規律、ガバナンス、構造改革、マクロ均衡などを一体的に監視する各国別勧告が発表される。各国はこれに応じて、予算策定に努めなければならない。2013年からは違反に対する制裁が発動されることになり、裁量余地は大きく制約される。もやは狭義の財政自主権は存在しなくなった。

2012年10月のユーロ圏サミットで、ユーロ圏共通予算においても協調が進んだ点に注目しておきたい。EU27か国の共通予算とは別個に、特定国の

26) 長部重康 (2012) 「金融危機後の欧州経済—Europe 2020の課題を睨んで」『金融危機後の欧州経済』国際貿易投資研究所 (ITI)。

図表9 ECBのバランスシート



被った経済的ショックの吸収を目的とするものであり、「ユーロ圏のための予算を含む枠組みの検討」が合意された。公的所得移転の欠如がユーロ危機の原因の一つであった点を考慮してである²⁷⁾。

〈SMP—証券の買切りオペ〉

ECBはFRB（米連邦準備制度理事会）や日銀と異なり、伝統的に国債買切りオペは実施してこなかった。ユーロ圏で通貨統合は実現したが国債は統合されておらず、国債買切りオペである「証券市場プログラム」Securities Monetary Programme の実施は対象国の不公平をもたらすことになるからである。そのためECBは、金融機関向け長期資金の供給については公平な入札方式による担保付き融資という形で、積極的かつ柔軟に対応してきた。だがユーロ危機の発生でトリシェ総裁のもと、2010年5月にECB政策理事会がSMPの実施を決定し、さらに翌2011年8月に総裁声明で「積極的实施」を謳うに至った。この2度の積極姿勢で、ECBのバランスシートに占める証券買取残高は上昇し（図表9）、2011年9月末に残

27) 伊藤さゆり（2012b）「ユーロ圏内の経常収支不均衡と成長・雇用格差」『ニッセイ基礎研究所 Weekly エコノミスト・レター』10月19日。

高2.2兆ユーロを記した。だがECBは国債買いオペの目的として、国債価格の買支えを掲げたわけではなく、あくまで「証券市場の機能不全に対処し、金融政策の波及メカニズムの回復」のためとしていた。国債の本格的買取に踏み切るのは、ドラギ総裁のもと、LTRO（長期流動性供給オペレーション）になってからである²⁸⁾。

〈LTRO—バズーカ砲〉

ECBによる流動性供給の満期期間は平常でもきわめて長い。米FRBの金融調整オペは原則オーバーナイトであるが、ECBでは「主要オペ」MRO: Main Refinancing Operationが1週間、補助的な「長期オペ」LTRO: Long Term Refinancing Operationが3か月である。リーマン・ショック以降、ECBはMROからLTROへと比重を移し、さらに期間を1年に延ばした長期オペを繰り返し実施してきた²⁹⁾。だが2011年12月21日には、期間3年と、大幅に満期期間を拡大し、過去に例をみない大規模なLTROに実施に踏み切った（図表9）。目的は先のSMPのときと変わらず、システミックリスクの軽減とクレジット・クランチの回避とである。公的には国債価格の維持を謳ってはいない。欧州の国債はそのほとんどがユーロ圏の銀行によって所有されており、国債危機は銀行危機に直結する。2011年12月21日の第1回、4892億ユーロ（うち借換え分を除いた純増は2100億ユーロ）、523行対象に引き続き、2012年2月29日に第2回、5295億ユーロ（3100億ユーロ）、800行対象を実施した。その結果ECBのバランスシートは大きく膨れ上がった。2回のLTROで合計約1兆200億ユーロとなり、対象国別では他の同様の小規模オペを含めて、イタリア2600億ユーロ、スペイン2500億ユーロ、フランス1500億ユーロ、アイルランド1350億ユーロ、ドイツ1000億ユーロ、ギリシャ800億ユーロ、ポルトガル500億ユーロ、その他1750億ユーロとなった。

28) 伊豆 久 (2012) 「欧州中央銀行の危機対策」『証研レポート』12月号No.1670.

29) Ditto.

銀行がECBから金利1%、期間3年の資金を借り、金利6%を上回るイタリアやスペインの国債を買えば、リスクフリーの利ザヤ稼ぎが可能となる。GIIPS諸国では国債利回りは低下し、借入コストの削減が実現する。「バズーカ砲を銀行に与える」と称賛された。

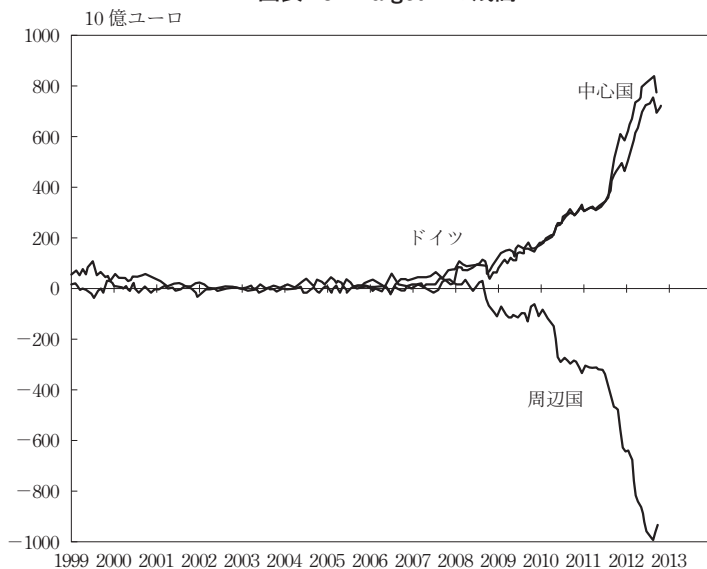
この「ドラギ・マジック」のおかげで市場が一息付けるのは事実にはせよ、結局は長続きせず、かえって危機がエスカレートする種をまくことになりかねない。こうした厳しい批判が上がった³⁰⁾。ECBは最後の貸し手として直接国債市場へ介入することは控えたために、国債買換権が銀行に委任されるにとどまり、効果は大きく殺される。この結果、委任銀行がもたらす3つの「不幸」が明らかになる。すなわち、①ECBから手に入れた低利資金の一部しか買換えに充てず、ECBはさらなる流動性供給を迫られる、②新たなパニックに見舞われれば、国債売りの危険が迫る、③モラルハザードの危険があり、安易な低利資金を手にできる銀行は、バランスシート改善へのインセンティブを失う。この「不幸」を避けるには、ECBによる直接市場介入が待たれるが、当時、問題国政府が赤字解消への努力を放棄するモラルハザードが強く叫ばれ、とくにドイツが激しい非難の声を挙げていた。さらには買換え流動性とは、銀行のバランスシート上では善だがECBのバランスシート上では悪だとのドグマが根強かった。ECBによる直接国債買入れスキーム、OMTという「ドラギ・マジック2」への「飛躍」が必要となったのである。

〈Target 2〉

ECBの管理するユーロ圏の「汎欧即時決済システム」Target 2において、ユーロ圏諸国の貿易・資本収支は、平時ならば短期金利の裁定が働き、やがて均衡する。だがユーロ危機が始まると、ドイツの貿易収支は増え続け、

30) Smaghi, Lorenzo Bini (2012), Europe's banks should learn to go it alone, *Financial Times*, 1 March; De Grauwe, Paul (2012), Direct ECB intervention is still the only way to end the crisis, *Financial Times*, 13 March; Milne, Ricgard & Watkins, Mary (2012), The leaning tower of perils, *Financial Times*, 28 March.

図表 10 Target 2 の残高



注：中心国は独、蘭、澳 周辺国は GIIPS 諸国
 出所：Sinn und Wollmershäuser (2012)

2009年の1387億ユーロから2011年には1581億ユーロに増大し、2012年にもさらに拡大した。資本収支ではこれまで出超が続いていたが、2011年には証券投資が入超に転換じ、2012年にはさらに拡大した³¹⁾。この貿易収支と証券投資でのドイツへの大量の資金還流は、本来相手国によって決済されるべきだが、実際にはユーロ決済システムを通じた、ドイツ連邦銀行によるGIIPS諸国の中銀に対する貸出という形になっている³²⁾。2012年末にGIIPS諸国の各中央銀行は合計1兆ユーロ（1.3兆ドル）の債務をECBに有するが、逆に独を中心に蘭、澳による中核国の中央銀行は、ECBに8000億ユーロの債権を有している（図表10）³³⁾。アメリカの決済機関 ISA:

31) 代田 純 (2012) 「ドイツの財政収支と国債」『証券経済研究』12月号 第80号.

32) 米倉 茂 (2013), 「ユーロ瓦解につながる金融活断層 (上)」『国際金融』1月号 第1244号.

33) Sinn, Hans-Werner und Wollmershäuser, Timo (2012), „Target-Salden und die deutsche Kapitalbilanz im Zeichen der europäischen Zahlungsbilanzkrise“, *Ifo Working Paper* No.149.

Interdistrict Settlement Accounts は、ほとんどの収支赤字について年内での決済を要求しているが、Target 2 にはこうした規定はなく、放置されたままである。ドイツは2008年以降、7110億ユーロの経常黒字を記したが、そのうち6240億ユーロが Target 2 の債権である³⁴⁾。

ミュンヘン大学教授（経済・財政学）で Ifo 経済研究所長のハンス・ヴェルナー・ズィンらが2012年に入って、このクロスボーダーでの資金移転、いわゆる「ターゲット・バランス」の巨額な不均衡（ユーロ圏のGDPの1割に達する）は、潜在的リスクであり新たな危機の萌芽になりうる、との批判を精力的に展開し始めた³⁵⁾。これに対してドラギ総裁は、ターゲット・インバランスは「通貨同盟の正常かつ固有な現象」であり、「独の信用格付けを損なうものではない」として批判を退けたが、その背景には「Target 2 が閉鎖システムで新たな流動性を生み出さないため、EUが決済資金を全額供給できる」との理解がある³⁶⁾。だがECB総裁顧問であるクリスチャン・ティマンは、個人的見解としながらも、「各国中銀（NCB）による自国商業銀行への債権は十分な担保と規制のもとにあるのに対して、ターゲットの債権は十分な担保を取らず、他国の金融リスクを受けやすい」として、ターゲット・インバランスへの懸念を表明した³⁷⁾。彼は、銀行同盟による規制・監督の一元化が実現すれば、情報の非対称性が解消され、ユーロ圏の金融市場分裂は阻止できる、と主張した。

独連邦政府の予算規模は3000億ユーロ程度であり、ユーロ圏の分裂というテールリスク（確率が低いが発生すれば致命的）が生じれば、ドイツは大きな打撃を受けよう。もう一つの問題は、債務国のデフォルト選択への誘惑である。GIIPS諸国はドイツから流入した債務に対して、巨額の利払

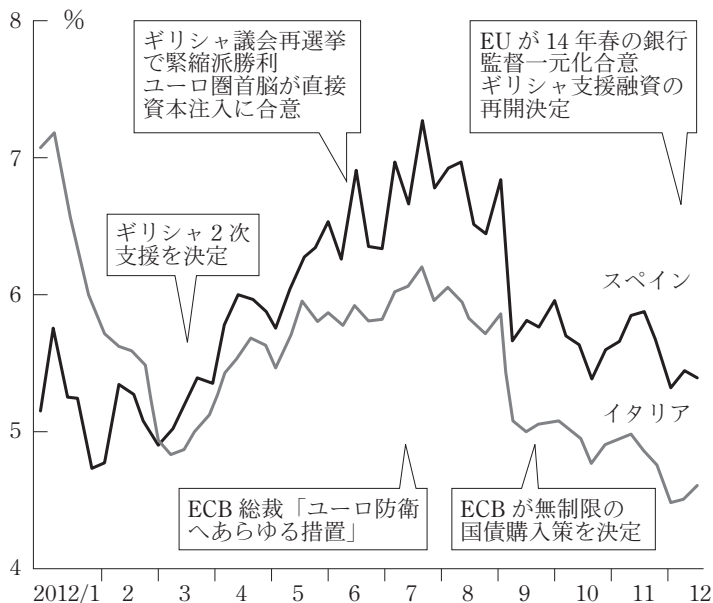
34) *Central Banking Newsdesk* (2012), Target 2's missing settlement mechanism creates systemic risk, 18 Dec. <http://centralbanking.com/centra-banking/news/...>

35) Sinn, Hans-Werner (2012), TARGET loss of a euro breakup, <http://www.cesifo-group.de/infoHome/staff-Comments -in-media/...>

36) *Reuters*, 13 Feb. 2012.

37) Thimann, Christian (2013), Banking union should ease Europe's Target worries, *Financial Times*, 11 Jan. 2013.

図表 11 南欧国債の金利

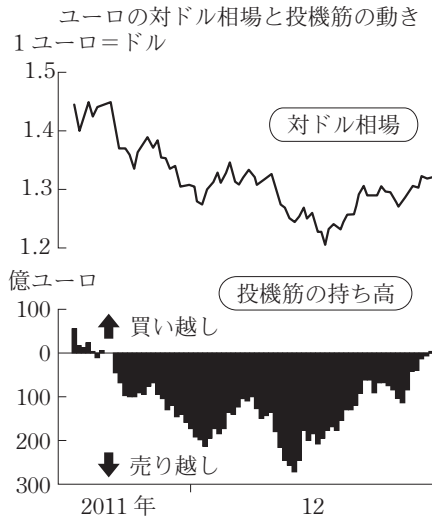


出所：『日本経済新聞』2013年1月5日付

い（GDPの1割超）を強いられるが、これを逃れるためにデフォルトを選択すれば、たとえ国際資本市場から追放されようとも、当面はプライマリーバランス（基礎的均衡）が達成でき、公共サービスは歳入で賄える。もしGIIPSが債務不履行に陥れば、その4割以上がドイツの負担になる。ドイツは共同債 Eurobond の創出には激しく反発するが、Target 2は実質的な共同債ともみられ、「裏口からの共同債」といえる。メルケルが一転して OMT創設の同意に踏み切ったのは、ユーロが崩壊すれば Target 2における巨額債権が無に帰することを恐れてであろう、とズィン教授は推測している³⁸⁾。

38) Central Banking Nwsdesk (2012).

図表 12 ユーロの対ドル相場と投機筋の動き



注：投機筋の持ち高はシカゴ・マーカンタイル取引所の通貨先物取引から作成

出所：『日本経済新聞』2013年1月8日付

3) ユーロ救済の立役者は誰か

スペインとイタリアでは OMT 発足を受けて、国債利回りの大幅低下が続き小康状態が維持されてきた（図表11）。2012年秋以降、ユーロの対ドル相場も上昇に転じ、投機筋の売越し縮小も続いて年末には買越に転じた（図表12）。シカゴのマーカンタイル取引所では、2012年大晦日にユーロの対ドル買越額が6.4億ドルになり、持ち高が買い越しに転じたのは、2011年8月末以来、1年4か月ぶりであった。1月末には、LTRO支援を受けた金融機関の半数以上が、市場予測を上回る1372億ユーロを返済した。また2月初めには、一時30%近くまで高騰していたギリシャの10年もの国債利回りが、10%を切るに至った。2012年末にはファン・ロンパイEU閣僚理事会常任議長（EU大統領）は、「目の前のユーロ危機は終わった³⁹⁾」と宣言

していたが、2009年秋のギリシャの赤字粉飾で始まったユーロ危機は、ようやく一区切りついたといえる。

ともあれユーロ危機脱出で力を発揮した立役者 leading actors は誰なのだろうか。金融アナリストのステファン・フィドラーは2012年末に、危機からの脱出を可能にした6つの「事件」の日付を、その重要度順に、以下のように挙げた⁴⁰⁾。

- ①2012年3月9日、史上最大のギリシャ国債リストラを遂行。画期的なのは、片付けた債務の巨大さにあるのではなく、民間投資家はそのほとんどを保有する総額2060億ユーロの債務のうち、53.5%という誰も想像していなかった高率での元本減免（ヘアカット）が実現した事実である。長期的な債務問題解決が待たれるが、ギリシャが真に厳しい債務返済計画を履行できるか否か、なお不透明である。
- ②9月12日、独憲法裁判所がESM（欧州安定メカニズム）に合憲判決。この結果、10月8日に欧州の常設救済基金（ESM）が発足できた。
- ③6月17日、ギリシャで総選挙の決選投票。改革支持派がからくも勝利し、ユーロ生残りへと秤は傾いた。
- ④6月29日、ユーロ圏サミットで「銀行と国債との間の悪循環を断つ」とのユーロ圏指導者の決意が実を結び、包括合意に達した。12月13日には、ECBによる銀行への直接資本注入を可能にする、単一銀行監督制への合意が成り、大きく前進した。
- ⑤10月9日、メルケルのアテネ訪問。独がギリシャのユーロ残存を支える、との象徴的行動とみなしうる。ギリシャ離脱を迫るべきか否かの議論は、2013年9月の独総選挙後に先送りされた。大半のアナリストは、ギリシャの離脱は抑制不能な感染症の引金を引くことになり、ギリシャ残存の場合より、金融面からだけ見てもドイツにとってはずっと高くつく、と分析している。

39) *Financial Times*, 24 Dec. 2012.

40) Fideler, Stephen (2012), How Europe's Currency Survived 2012 Intact, <http://online.wsj.com>

⑥ 6月26日、ドラギ総裁の「ECBは権限の範囲内で、ユーロを救うためには何でもやる」との発言。9月6日に、融資条件付き、上限なしの国債買入れオペ、OMTが発足した。

この「事件簿」には、EU27か国中25カ国が支持した財政規律での合意、「財政協定」が入っていないが、フィドラーは、財政協定は中長期的には重要だが、当面の危機除去では限定され効果しか発揮していない、と説明している。「事件」の順位については、歴史評価が輻輳するうえ、効果を見極めるには時間が必要なものも多く、見解が分かれるのは致し方ない。フィドラーがトップから3位までに挙げた「事件」については、筆者もその評価に同意する。民間金融セクター、強国（ドイツ）、問題国（ギリシャ）の三者が決定的役割を演じたことになる。とはいえリストの最後に位置づけられた「ドラギ発言」については、筆者はトップに匹敵する高得点をつけたい。また「EUニューディール」についてもEU財政の悪化を回避しつつも「緊縮の罨」から抜け出る策を明示し、市場センチメントの改善に資した点で評価したい。

OMTは、2013年初めの時点で、スペインもイタリアも手を挙げず、発動効果の評価は先送りされる。とはいえ2012年9月以降、アナウンス効果によって、イタリアの2年物国債は5.3から2%へ、スペイン国債でも同じく、7から3%へと大きく下がった。年末には、アリアンツ・アセット・マネージメントの会長が、①国債間のスプレッドの縮小、②証券市場価格の再上昇、③周辺国からの資本逃避の減少ないし停止、の3点を挙げて、「ドラギ発言は極めて強力に働き、今日われわれの置かれた好状況を生んだ」と高く評価した。すでにみたようにファン・ロンパイ議長は、「ユーロ危機の当面終息宣言」を発するに至った。

過去にさかのぼれば、国債買入れプログラムには、トリシェ前総裁のもとでのSMPと、その枠内で、ドラギ総裁が初の「大仕事」として2度にわたり実施した、「バズーカ砲」、LTRO（国債購入向け長期最金融オペ）とがある。とくに後者は「ドラギ・マジック1」と呼ばれ、流動性不足によ

る銀行危機は回避され、市場の不安は大きく和らいだ。だがドイツと周辺国間の国債利回りの著しい格差、つまり借入れコストの格差問題は放置されたままであった。LTROの終わる2012年春には、スプレッドは致命的なまでに拡大し、ギリシャ離脱によるユーロ崩壊のテールリスクが迫った。この破局シナリオに直面して、LTROの第3次発動が期待されたが、ドラギ総裁らECBスタッフは、これに替り新たなOMTを構想した。当時、政治的に不可能とみなされていたタブーに切り込むべく、「決定的なイノベーション」crucial innovations⁴¹⁾を施した上での新たなスキーム創出であった。この結果、オペレーションの発動を待つことなく、「アナウンス効果」の発揮、あるいは「見せ金」の提示のみで、市場センチメントを一変させることができ、ユーロ救済への道筋を示しえたのである。「ドラギ・マジック2」と呼ばれていい。

OMTに組み込まれた「決定的なイノベーション」として、以下の5点を挙げておこう。第1に国債の直接買入れ、第2に介入資金量を上限なしの無制限とした、第3にECBによる優先弁済権の放棄⁴²⁾、第4に財政規律や構造改革などの厳しい融資条件を課した、そして最後に第5にECBの単独介入ではなく、ユーロ圏各国へも責任分担を迫った、の5点である。SMPによる「上限付きで、融資条件なしの、優先弁済権付き、ECB単独の、間接的な国債買入れ」から、OMTによる「無制限だが、厳しい条件付きでの、優先弁済権なしの、ECBと各国政府が協調した、国債の直接買入れ」へと大きく進化した。最後の2つのイノベーション、厳しい融資条件を付して各国との協調融資の形をとる、は問題国がOMTに手を挙げる際には、EFSF/ESMへの救済申請を求めたからである。域内国は、金融危機の火消役をECB一人に押し付けることはできなくなった。問題国には厳しい財政規律や構造改革を迫り、その他域内国もESM支援策では応分の財政負担を

41) Barber, Lionel & Steen, Michael (2012), 'Whatever it takes': the Italian determined to save the euro, *Financial Times*, 14 Dec.

42) 児玉卓 (2012).

迫られる。EU連帯が担保されたのである。

ドイツではこのOMTに対して、かつてのSMPに対する以上に強烈な、ヴェイトマン総裁（ECB理事）を先頭にドイツ連銀を挙げての反発が沸き起こった。ECB政策理事会の24名中、OMTに反対票を投じた理事は、独連銀総裁ただ一人であった。だがあろうことか今回は、最も強力な反対の声が聞こえてこなかった。「ノー宰相」と命名されて週刊誌 *Der Spiegel* の表紙を飾った経歴の持ち主⁴³⁾、メルケルの発する「ナイン」である。2013年9月に総選挙を控え、彼女は世論の動向には神経質にならざるを得ない。ましてや信仰にも近い国民の尊敬を一身に集める、ドイツ連銀総裁との対決など、避けたいのはやまやまであったろう。ユーロ危機の深化とともに、国内の通貨安定と欧州への責任分担との間で激しく揺れ動いてきたメルケルだが、夏の間に変身し、欧州への責任引受を選択し、ドラギ支持に踏み切った。シュイブル財務相も通貨をマルクに戻せば、「失業者は500万人に急増する」と発言し、メルケルを支持した⁴⁴⁾。ドラギ総裁はOMTについては誰にも相談せず、一人で決断したと明言し、その後メルケルとECBの同僚理事たちを必死で説得したという。

ところでドイツ連銀に果敢な挑戦を果たした最初の首相は、実はメルケルではない。1990年10月にドイツ統一を実現したメルケルの師、コール首相が、それに先立つ7月1日、超法規的措置で独連銀を押し切り、1対1での東西マルク統合を断行したからである。

ユーロ危機救済の過程で、欧州の力関係は大きく変化し、仏独枢軸からドイツ主導へとシフトし、「メルコジ」時代が始まった。リーマン・ショックによる金融危機が勃発した2008年後半に、サルコジはたまたま欧州理事会の議長であった。欧州委員会や閣僚理事会を無視して果敢なリーダーシップを発揮し、危機対応に消極的なメルケルをしり目に、非ユーロ圏のブ

43) *Der Spiegel*, 49/2008.

44) Philip, Stephens (2012), Merkel has decided to pay up for the Euro, *Financial Times*, 16 Nov.

ラウン英首相とタグを組みヨーロッパとユーロを救ったのである⁴⁵⁾。だがユーロ危機に焦点が移ると、傑出した経済パフォーマンスを誇るドイツが救済策のリーダー役に躍り出た。メルケルは財政健全化と構造改革とを優先させ、サルコジはメルケルの相方に徹した。ブリュッセルの権力基盤はすでにサルコジ時代に大きく揺らいでいたが、ユーロ危機でベルリンへ引き寄せられた。

ユーロ危機の深化とともに、欧州各国とも財政赤字の軽減に本腰を入れざるを得なくなり、付加価値税（VAT）の税率引き上げが相次いでいる。2011年にはギリシャ（19から23%へ）、ポルトガル（20から23%へ）、イギリス（17.5%から20%へ）、イタリア（21%から23%へ）が増税に踏み切り、フランスでも2012年2月末に当時のサルコジ大統領が、19.6%から21.2%へ引き上げた。引き上げ分を社会保障の企業負担軽減にあてると約束し、企業競争力の引上げを実現し、雇用拡大をはかろうとしたのである。各国がモデルケースとしているのは、ドイツが2007～08年に実施した税制改革である。ドイツは付加価値の税率を3%引上げて19%とし、他方で法人実効税率を引下げた。税制均衡は達成できたが、それに先立つ2003～06年に進めた「ハルトツ改革」と呼ばれる労働市場改革の成果のおかげである。失業給付の引下（労働者の就業意欲を低下させて「失業の罨」をもたらす）、職業紹介・就労支援の改革（求職者の自助努力を促す）、労働市場の柔軟化（未熟練・単純労働の活用、雇用形態の柔軟化、就労機会の拡大）のなどに関する包括的改革となり、長期失業の大幅低下や賃金上昇の抑制、労働生産性の上昇などが実現した。これに加えて、金融危機以降、労働時間貯蓄制度や操業短縮手当などのワークシェアリングを導入し、仏、英などと比べて雇用の大幅悪化を防ぐことに成功した。ドイツは財政、輸出、成長率、雇用のどれをとっても傑出した成果を収め、経済では「一人勝ち」を謳歌する⁴⁶⁾。

45) 長部重康（2009）「サルコジの金融危機戦略—ヨーロッパは救われた」『世界経済評論』3月号。

46) 経済産業省（2012）『通商白書2012』, pp.365～638。

今回のMOTの実現は、ハルツ改革と税制改革とで一人勝ちを享受できるメルケルが、ヨーロッパへの責任を引受けたことで可能になったといえる。もちろんユーロ崩壊による、Target 2の債務カットや失業増大を回避しようとの、国益擁護へのしたたかな計算を働かせたのは当然だろう。ともあれ、ユーロ救出の立役者の一人に、メルケルをノミネートすることには反対はあるまい。

結び 欧州統合と独仏枢軸との将来

ヨーロッパでは2013年に景気の落ち込みが激しく、GIIPSにおけるユーロ危機の再燃が懸念される⁴⁷⁾。2013年2月に総選挙を迎えたイタリアでは、財政再建と労働市場改革を推進してきたモンティ首相が、一旦は決断した引退を撤回して中道左派勢力との連携を選択した。下院ではからくも勝利したものの、増税と失業に不満を募らせて反緊縮の主張を強めてきた中道右派が勢力を挽回し、上院選挙の結果は拡散して政局の混迷は避けられなくなった。

成長基盤を欠く、という南欧諸国の抱える抜本的な障害は依然、解消されていない。ギリシャでは2012年11月の議会で緊縮財政と構造改革が成立し、6月総選挙以降中断していた第2次支援が再開されたが、5年続きの景気後退でふたたび反緊縮のうねりが高まっている。連立政権の崩壊や少数与党への転落となれば、ギリシャのユーロ離脱が再燃する。スペインでも、国内GDPの2割を占め、もっとも豊かなカタルーニャ州で2012年11月に州選挙があり、急進独立派が躍進した。バスク州を含めた地方諸州では、ラホイ政権による緊縮策への不満が高まっている。スペインによるOMTへの支援要請が今後どうなるのか。ユーロ危機を左右する重要な条件だが、2012年11月14日に、レーン欧州委員がスペイン政府の財政赤字への取組の努力は十分だと評価しており、ESMが求める融資条件はクリアしたと判断

47) 田中 理 (2012b) 「欧州債務危機の今後の焦点」『月刊資本市場』12月号No.328.

される。だが国内では反緊縮への不満が高騰しており、国債利回りの再上昇が生じない限り、政府は支援要請を極力避けるだろう。ともあれ、スペイン政府が支援要請に踏み切ることになれば、上限なしの買入れがどの程度実施されるのか、市場はOMTへのECBの本気度を慎重に値踏みしなければならない。

ユーロ危機が一段落したいま、危機で傷んだEU統合の将来に焦点が移る。その最大の懸念材料が、「メルコジ」に替わる新たな統合エンジンの不在である。一月末にはベルリンで仏独友好条約（エリゼ条約）50年祭が祝われたが、前日の『ルモンド』⁴⁸⁾はこれ「偽善の祝典」とこき下ろし、「メルケルとオランダの政治的関係は汚臭を放ち、相互不信が充満している」と断言した。「メルコジ」の「メルコランド」Merkhollandへの交代とはならず、そうかといってドイツ一国では指導性に欠ける。ドイツを中心に、主要国と欧州機関とによる集団指導体制がしばらく続くことになろう。12月のユーロ圏サミットでは、メルコジに替わり、ラテン3国同盟が成長策を主導したが、総合のエンジンとなるにはほど遠い。大国イギリスはといえば、ユーロ危機をばねとする統合への飛躍が進む今日、常にそれに距離を置き、時には水をかけることさえ厭わなかった。欧州懐疑派の急騰という国内事情があるにせよ、最近、キャメロンへの国際的批判が急速に高まっている。それゆえ、独仏枢軸の再建が待たれるが、政治的安定性と経済政策での協調とが必要条件となる。

政治的には、メルケルが秋に迎える総選挙の結果が大きな意味を持つ。ユーロ危機対応を巡ってCDU/CSUの与党内で軋轢が高まり、連立を組むFDPは不振続きである。SPD・グリーン連合の追い上げで、情勢は拮抗してきた。メルケルも安泰とは言えない。他方、オランダは優位な状況にある。2012年6月に、大統領選挙に引き続き行われた総選挙で、社会党が地滑りの勝利を挙げた。この結果オランダは上下院、地域圏（州）、大都市と、政治の舞台すべてを抑えることができ、すくなくとも2014～15年の地

48) *Le Monde*, 20 jan. 2013.

方選挙までは、ドゴール以来の全能大統領の地位を確保した。国内政治に煩わされず政策展開が可能な、唯一の欧州リーダーといえる。

それゆえ独仏枢軸の再建には、経済政策での協調がカギとなるが、メルケルと「ジャコバン社会主義」との接点はない。だが構造改革に背を向け、競争力低下と人気失墜とを突き付けられた社会党政権は、2013年の年明けとともに、変身の予兆を発信し出した。オランダは年末の国民向けテレビ演説で、「危機からの最速、最強での脱出のために、すべてを動員しよう」と訴え⁴⁹⁾、良識派のモスコビシ財務相も早くから「債務の重荷と、税・公共支出の負担とにあえぐ仏経済を変えるために、コペルニクスの改革が必要だ」と力説していた⁵⁰⁾。エロー首相は年明け後、「新フランス・モデル」を掲げて、ドイツ・モデルへの接近に舵を切る気配を見せた。あるフランス高官は「フランスは10年を失った。ドイツは改革を成し遂げたが、我々は今、ずっと困難な条件のもとで改革を行わなければならない」と指摘したが、その行く末は平坦ではない。幸先よく2013年1月11日には、3か月来の長い労使交渉が合意に達し⁵¹⁾、「柔軟・安全協定」Fléxicité, Flexicurityで労使関係の改革がはかられることになった。労働市場の柔軟化と不況時の雇用保証とをリンクさせる、ドイツを含めた北欧流の改革である。参加の5代表組合中、共産党系のCGT（労働総連合）とトロツキストが牛耳るFO（労働者の力）とが、いつもながら改革を拒否したが、フランス経団連（Medef）のバリゾ会長は、「数十年の歩み寄りの末、一致点を見いだすことができた」と自賛した。オランダの変身が確かになれば、独仏デタントが本格化しよう。この労使交渉の合意の日に、フランスはマリ派兵に踏み切ったが、その後アルジェリアで人質テロ事件が勃発し、多くの犠牲者が出た。メルケルはテロ撲滅のために、オランダのマリ派兵への支持と支援行動強化とを決断し、独仏デタントは進む。

49) *Le Monde*, 3 jan. 2013.

50) *Financial Times*, 1/2 Dec. 2012.

51) *Financial Times*, 16 Jan. 2013 ; *La Tribune*, 12 ; 14 jan. 2013.

今回、ユーロ危機激化の過程で、ユーロ崩壊への恐怖をテコに、欧州統合へ向けて画期的な前進が数多く達成された事実に注目したい。財政赤字を0.5%にとどめ、それを憲法に明記する「財政協定」、各国予算の立案過程に介入し、ガバナンスや構造改革の実施を事前審査する「ユーロ・セメスター」、総額1200億ユーロに上る「雇用・成長協定」、従来の連邦主義から決別して銀行監督の一元化を進める「銀行同盟」、安定化メカニズムからの銀行への直接資本注入、厳しい融資条件付きの、低利で無制限の国債の買入れスキーム、OMTなどなどである。平時ではとても想像できなかった画期的な飛躍が実現したといえ、これによってユーロ危機再燃への後退には歯止めがあった。この創造性を確かなものにして、さらなる欧州統合へのダイナミズムが発揮されるのか。2013年は試練と期待の年になろう。

ドイツのシンクタンクの研究員が「総じてドイツは、強力なEU機関を持つ『連邦化』されたヨーロッパを求めるが、フランスはより『政府間』のヨーロッパを志向する」と指摘している⁵²⁾。この伝統に反してユーロ危機対応では、フランスが超国家の一元的制度改革を主張し、逆にドイツがそれに慎重な姿勢を強めた。利益と負担の相反、脆弱な国と豊かな国との相反で説明されようが、これを契機に、ドゴール以来の国家主権にこだわるフランスが、その伝統的な統合政策を転換して政治統合に向かうのか、注目される。

52) Peel, Quentin & Carnegy, Hugh (2013), An uneven entente, *Financial Times*, 21 Jan. 2013.

Bailout Strategy in the European Debt Crisis: Outright Monetary Transactions and ‘The EU’s New Deal’

Shigeyasu OSABE

《Abstract》

Thanks to the implementation of a series of unprecedented measures by the troika of the EC, the ECB and the IMF, the cost of Spanish and Italian government bonds has fallen steadily since mid-2012 and now Europe’s financial stability has improved significantly.

The author reviews the development of this ‘European bailout strategy’, focusing on two crucial and innovational instruments, the unlimited yield-lowering bond purchases (OMT) pursued by the ECB and ‘The EU’s New Deal’ (The Compact for Growth and Jobs) worked out by the EC.