KEIO/KYOTO JOINT
GLOBAL CENTER OF EXCELLENCE PROGRAM
Raising Market Quality-Integrated Design of “Market Infrastructure”

KEIO/KYOTO GLOBAL COE DISCUSSION PAPER SERIES

DP2012-002

# 欧州財政危機と日本への含意

深尾光洋*

**要旨**

2010 年の春に発生したギリシャの財政危機は、EU と IMF による金融支援にもかかわらず、アイルランド、ポルトガルに波及し、さらにスペイン、イタリアの国債金利も大幅な上昇を見た。日本の財政赤字も巨額であり、欧州財政危機の経緯と対応を振り返ることで、日本の財政赤字の維持可能性に対する含意を探る。

***深尾光洋　慶應義塾大学商学部教授**

KEIO/KYOTO JOINT GLOBAL COE PROGRAM
Raising Market Quality-Integrated Design of “Market Infrastructure”

Graduate School of Economics and Graduate School of Business and Commerce,
Keio University
2-15-45 Mita, Minato-ku, Tokyo 108-8345, Japan

Institute of Economic Research,
Kyoto University
Yoshida-honmachi, Sakyo-ku, Kyoto 606-8501, Japan

2012 年 4 月 12 日

# 欧州財政危機と日本への含意

慶應義塾大学商学部教授
深尾光洋

## １． 欧州財政危機の背景

1999 年 1 月の通貨統合以後、比較的安定していたユーロ圏諸国の経済は、2008 年 9 月のリーマンショック以後不安定性を増した。特に2010年春のギリシャ財政危機発生以降は、いわゆる PIIGS（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）諸国の国債金利が上昇し、2012 年 3 月にはギリシャが民間保有の国債について元本の削減を行った。これは、第二次大戦後の混乱期以来の先進国におけるデフォルト[1]の発生である。

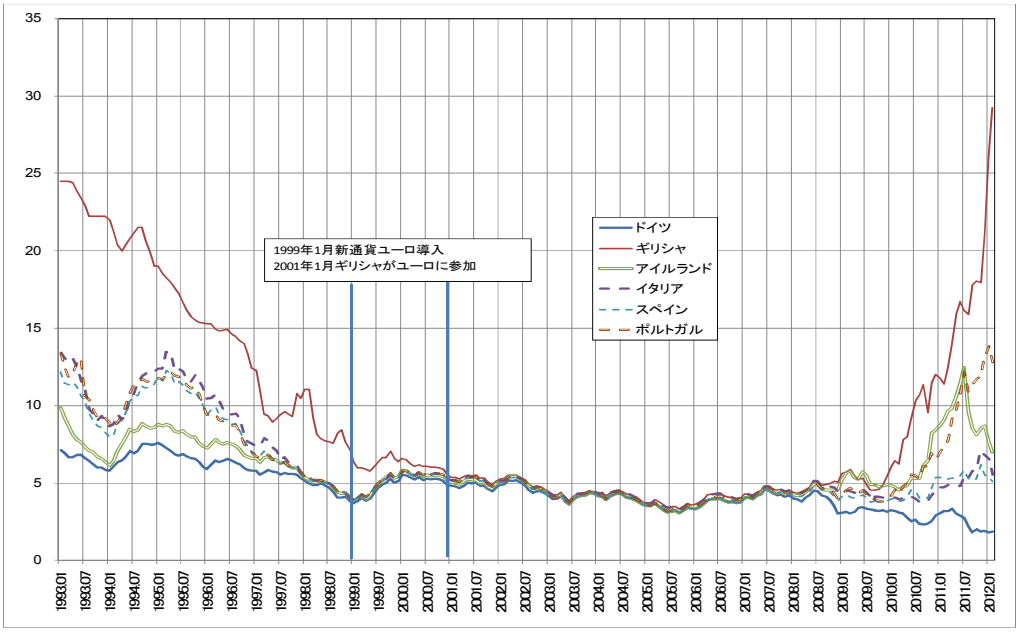
EU（欧州連合）のうちドイツ、フランス、イタリア、スペインなど 11 カ国が 1999 年 1 月に統一通貨ユーロを導入したが、ギリシャはこれに 2 年遅れて 2001 年からユーロを導入している。その後 07 年にスロベニア、08 年にマルタとキプロス、09 年にスロバキア、11 年にエストニアが加盟し、2012 年 3 月現在 17 カ国がユーロ圏となっている。

ユーロ圏諸国は、経済がより成熟したドイツ、フランス、オランダなど先進諸国と、まだ発展段階が相対的に低いギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアなど PIIGS 諸国に、大きく二分することができる。欧州中央銀行はユーロ圏全体の物価を 2%以下に抑えることを目標とした金利政策をとった。先進諸国は物価も安定しており潜在成長率も低めで、低めの金利が経済に適合していた。これに対して PIIGS 諸国はユーロ導入まではインフレ気味で潜在成長率も高めであったため、高めの金利が適合していた。しかし ECB（欧州中央銀行）は一つの金利政策しか運営できないため、先進諸国にとっては過度に高い金利、PIIGS 諸国にとっては過度に低い金利が設定されてきた。

図表 1 に示したように、通貨統合により信用力の向上した PIIGS 諸国の政府は従来よりも大幅に低い金利で国債が発行できるようになった。またこれらの国では住宅ローンや設備投資のための借入金利も国債金利の低下に伴って大幅に低下した。この結果、PIIGS 諸国では住宅ブーム、投資ブームが発生して不動産価格の上昇が起き、賃金物価のインフレも徐々に高まっていった。図の右端に示されているように、財政危機が始まると、通貨統合前に金利が高かった国の国債金利は、ドイツの金利に比べて大幅に上昇した。特にギリシャの長期国債金利は 30%台にまで達し、2012 年 3 月には実質的なデフォルトに追い込まれた。

図表 1　　ドイツと PIIGS 諸国の長期国債金利

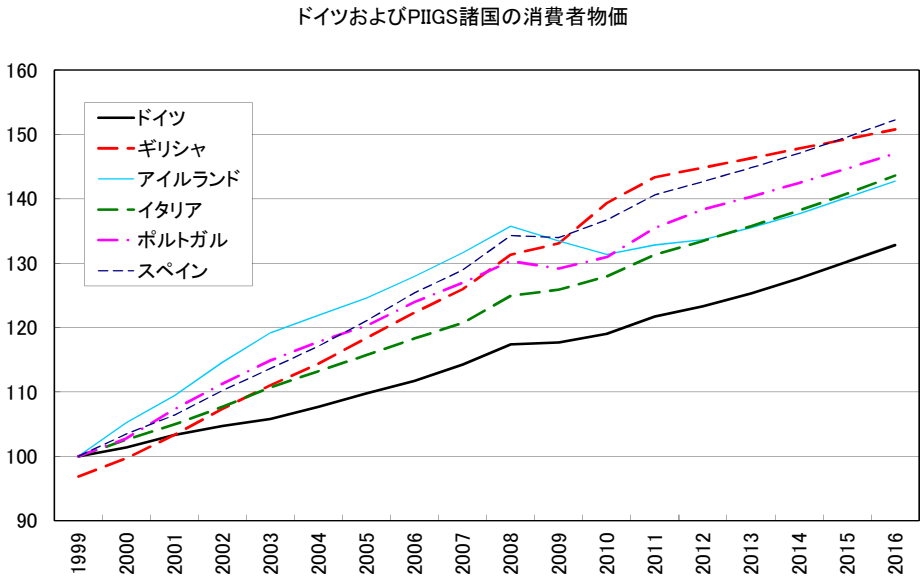
[1] 債務不履行のことで、契約通りの支払いが出来なくなること。




出所：Eurostat のデータベースより筆者が作成。金利はマーストリヒト条約の収斂基準に用いられる長期金利を使用した。

ユーロ圏周辺諸国の消費者物価上昇率はドイツを 2%程度上回り、2008 年までに、ドイツに比較して 15-20%もの物価格差を発生させ、その分だけ国際競争力が低下してしまった。各国の通貨統合時点で指数の水準を同じになるように調整したドイツと PIIGS 諸国の消費者物価の推移を示す図表 2 を見ると、2010 年時点ではドイツが最も低く、これに対してギリシャとスペインは、20 ポイント近くも高い。ユーロ圏内では、ある国が物価上昇などによりいったん域内での国際競争力を失うと、為替相場の調整ができないため、物価を引き下げる必要がある。しかしデフレの実施は困難なため、周辺国の競争力が低下し、若年失業対策として、公的部門での雇用拡大、早期退職の勧奨や年金支払い時期を早める等の雇用対策を講じたために政府の財政支出が拡大した。これが、ギリシャやポルトガルの財政危機を招来することとなった。

図表２

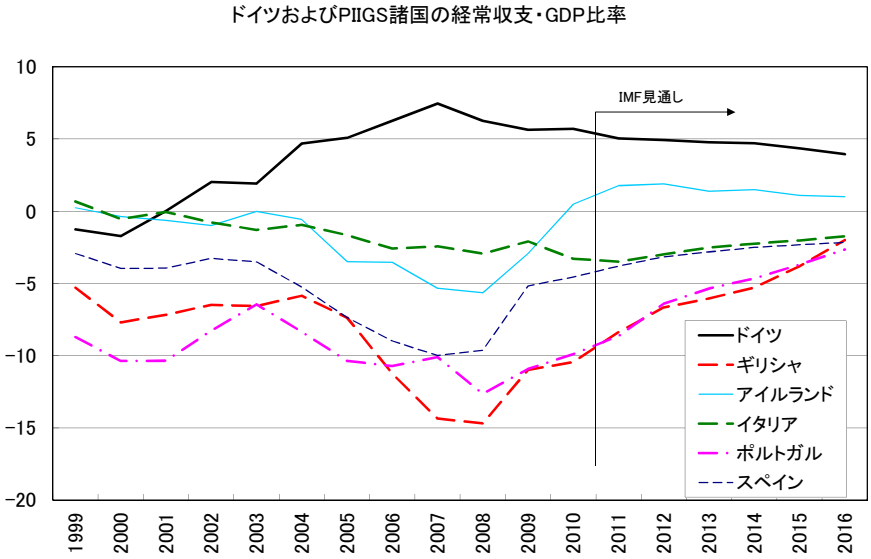



注：ギリシャ以外の国はユーロ導入の 1999 年を 100 とする指数。ギリシャは、同国がユーロに参加した 2001 年に、同年のドイツの物価水準である 103.3 とする指数。
出所：International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータから筆者作成。

またアイルランドでも景気拡大で不動産バブルが発生していた。また同国政府はダブリンを金融センターにするという政策目標のもとに金融業の拡大を指向した。この結果、アイルランドの銀行部門は経済規模に比較して非常に大きなものとなり、金融機関のバランスシートはアイルランドの年間 GDP の数倍にまで膨張することとなった。しかしアイルランドのバブルの崩壊とともに金融機関は苦境に陥り、これを政府が救済すると宣言した時には、その財政負担が大きすぎるため政府自体の信用が低下してしまう事態となった。つまりアイルランドの銀行部門は too big to fail（大きすぎて潰せない）ならぬ too big to save（大きすぎて救済できない）であり、金融機関が大きすぎて監督をしている国でも金融機関の救済はできない事態となった。

一方、ドイツやフランスの金融機関は PIIGS 諸国に対して多額の資金貸付けを行っており、また PIIGS 諸国の国債も大量に保有している。したがって、ドイツやフランスは PIIGS 諸国を援助しないと自国の金融機関が危機に晒される事態となった。このように現在の PIIGS 諸国の経済が困難になっている背景には、物価上昇による競争力の低下がある。

図表３




出所：International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータから筆者作成。

一方、先進国では金利が高めであることから景気抑制要因となるが、周辺の成長率の高い諸国に対する輸出の増加からバランスがとれることとなった。この結果、ユーロ圏全体の経常収支はわずかな黒字でほぼ均衡した姿となっていたが、その中身を見ると、オランダ、ドイツをはじめとする先進地域は経常収支が大幅黒字となる一方、PIIGS 諸国のインフレ率は高めで産業が国債競争力を無くした結果、経常収支は赤字となった（図表３）。この状態が通貨統合から十年も継続したため、PIIGS 諸国は経常赤字を発生させ、それを先進諸国からの借入で賄う構造ができあがってしまった。

物価格差がこれだけ乖離すると、通貨統合前の固定相場制時代の EU では、高インフレ国が為替相場を切り下げて競争力の回復を計るのが普通であった。しかし、ユーロを導入してしまった現在、通貨切り下げの実施は不可能に近い。このため、EU 諸国や IMF がギリシャに金融支援を行うと共に、ギリシャは財政引き締めによる物価引き下げという困難な経済政策運営を迫られている。

このような現在の欧州問題の発生は、全く予想外だったわけではない。なぜ問題が予想されながら通貨統合が行われたのであろうか。

## ２．　なぜ欧州通貨統合はおこなわれたのか

通貨統合に関するマーストリヒト条約が公表された 1991 年頃には、欧州は通貨統合が成功するための諸条件、特に労働力の高い移動性という前提条件を満たしていないのではな

いかとの疑問が、多くの通貨問題専門家の間で議論されていた。当時 EU 域内では労働者の移動は完全に自由化されていたが、実際の欧州諸国間の労働移動は米国各州間に比較して大幅に低かった。これは欧州では国によって言語が異なるため、制度的に労働移動が自由であっても実際の地域間の労働の移動性は低いからである。

筆者は 1991 年秋から 93 年夏までパリの OECD（経済協力開発機構）エコノミストとして G10 代理レベルの会合に何度も出席した。そうした会議の中で一番印象に残っているのは、国境を越えた人の移動性が低い欧州において単一通貨導入に伴うマイナス面を強調する米国財務省の代表、ローレンス・サマーズ氏の批判に対して、当時ドイツ連銀副総裁であったティートマイヤー氏が行った、「単一通貨の導入は経済的な判断ではなく、政治的な判断である」という反論である。単一通貨を導入することは、最適通過圏の理論（BOX を参照）や実証分析結果から考えると、欧州にとって必ずしもプラスにはならないかもしれない。しかし国家のシンボルともいえる通貨を統合することで、欧州の一体感を強め、将来の国家間の対立を未然に防ぎたいという考え方が、政治的に支持されたといえる。このように、通貨統合は問題をはらんだまま実行された。

＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝BOX＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝

最適通貨圏（optimal currency area）の理論

今日世界には 200 近い国があるが、独立して変動相場制を採っている国はアメリカ、ユーロ圏、日本など比較的少数の国にとどまっている。多くの途上国は、大半の国が米ドルなどの大国の通貨ないし、主要国通貨のバスケットに対して為替相場を安定させる政策を採っている。ある国や地域がそれぞれ独立して変動相場制を採用するか、あるいは、いくつかの国が為替レートを固定して「通貨圏」を形成し、対外的には変動相場制を採用するかは、経済政策上の重要な問題で、これを分析する理論が最適通貨圏の理論である。

マンデルは、最適通貨圏の大きさを、物価・雇用の安定の観点から議論した。二つの地域があり、一方の地域で失業が、他方の地域で人手不足があるとき、二つの地域が独自の通貨を持ち、為替レートを変更する自由度があると、失業のある地域が人手不足の地域に対して為替レートの切り下げを行うことで、産業の競争力を強めることで地域的な失業を避けることができる。しかし地域的な失業や人手不足があっても、経済が統合され労働力が地域間を自由に移動できれば、為替レートを変化させる必要はない。通貨の切り下げが失業に効果を持つのは、その地域の輸入依存度が低い場合に限られ、小国が切り下げを行うと、消費物資のかなりの部分は輸入品のため消費者物価が上昇し、さらにそれに影響されて賃金が上昇してしまうため、自国の産業の競争力は改善しない。これに対し日本やアメリカのような輸入依存度が低い国が通貨を切り下げた場合には、輸入物価の上昇は小さく賃金もさほど上昇しないため、自国の産業の競争力は改善する。

マッキノンは、完全雇用、物価の安定といった経済の対内的な均衡と、国際収支の均衡の両方を達成する観点から、最適通貨圏の議論をした。輸入依存度の高い小国の場合は、

国際収支の赤字を是正する上で、先にみたように通貨の切り下げはあまり有効ではなく、むしろ金融・財政政策の引き締めにより、内需を抑制するのが有効である。これに対し、輸入依存度の低い大国の場合は、内需を抑制してもその効果は主に国内生産を低下させるように働き、輸入を減少させる効果は小さい。むしろ通貨の切り下げを内需抑制と組み合わせるのが国際収支の赤字是正に有効である。以上の議論から、労働市場が統合され、かつ輸入依存度の高い国や地域は、一つの通貨圏を作るのが望ましいが、労働市場が分断されかつ比較的輸入依存度の小さい地域は、独立した通貨圏を持つのが望ましいといえる。
＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝

歴史を振り返ると、EU の中核国であるドイツとフランスは、19 世紀以降だけに限っても、何度も大きな戦争を経験してきた仇敵であった。フランスがドイツを席巻したナポレオン戦争、その仕返しでフランスが敗れた普仏戦争、さらに二回の世界大戦である。ドイツは第一次、第二次大戦のいずれにおいても戦争を仕掛け、その両方に敗れている。第一次大戦の後は戦勝国からベルサイユ条約によって巨額の賠償金を課され、支払いが困難になると、フランスにルール地方を占領され、その後のゼネストでハイパーインフレを経験した。また第二次大戦の敗戦では、ドイツは現在のポーランドの相当部分にあたる大きな領土を失い、その土地に住んでいた多くのドイツ人は大幅に小さくなったドイツに帰ってきた。さらに、ベルリンが陥落するまで戦ったナチス・ドイツは、国土と首都ベルリンを戦勝国である米、英、仏、ソ連に分割統治され、冷戦の中で分断国家の悲劇を味わった。

第二次大戦後のドイツ人は、二度も世界大戦争を起こした国として、周辺国との和解は相当困難だと考えていた。しかし第一次大戦後に巨額の賠償金を課すことでドイツを弱体化しようとして失敗し、むしろナチス・ドイツの台頭を見てしまったフランスの政治家シャルル・ドゴールは、第二次大戦後は和解を進め経済統合を推進することによって、将来戦争が二度と起きないし起こせない欧州を作るリーダーシップをとった。

1952 年 7 月の「欧州石炭鉄鋼共同体」(European Coal and Steel Community)の創設を経て、57 年 3 月には「ローマ条約」が調印され 58 年 1 月には西ドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクの 6 ヶ国からなる「欧州経済共同体」(EEC: European Economic Community)が発足した。1960 年代には共同体の経済統合が急速に進展し、67 年 7 月には欧州共同体（EC: European Community）と改称された。既に 1960 年代末には、ドルを中心とした固定相場制が不安定になったため、欧州が一つの安定した通貨圏を作ることが欧州サミットで提案された。これに基づき 1970 年 10 月には「ウエルナー・レポート」が提出され、中央銀行の統合と単一通貨の導入からなる、「経済通貨統合」（Economic Monetary Union）が提案され、10 年後の実現が目標とされたが、その後の経済混乱から事実上棚上げとなった。

1971 年 8 月にはドルの金との交換性が停止され（いわゆる「ニクソン・ショック」）12 月には各国通貨の対ドル変動幅が従来の上下 0.75%から 2.25%に拡大された。この結果、

欧州通貨相互間では最大限 4.5%の二倍（相互に最も弱い通貨から最も強い通貨に変化した場合）の 9%の変動が発生しうるようになったため、欧州諸国には過大な通貨変動であると考えられた。このため、72 年 4 月には欧州 6 ヶ国の相互間の為替レートの変動幅をこの半分に押さえることが合意された。この制度は 6 つの通貨の変動を描いたグラフが多数の蛇に見えることから、スネークと通称された。73 年 3 月には米ドルが変動相場に移行したが、スネーク自体は、参加国の脱落や再加入、中心レートの変更があったものの継続された。

1978 年には、フランスと西ドイツが「通貨安定圏」構想を発表し、79 年 3 月に欧州通貨制度（EMS: European Monetary System）が創設された。EMS は欧州通貨間の為替相場を安定化させるスネークを発展させた制度であり、加盟国間の介入資金の相互融通制度の拡充、各国通貨相互間の基準相場のベースになる ECU（European Currency Unit の略で、加盟国通貨のバスケットで定義される計算単位）の導入が行われ、また EC の大部分の国は、為替レートの変動を介入により安定させる制度である為替相場メカニズム（ERM：Exchange Rate Mechanism）に参加し、原則として相互間の為替レートをスネークと同じ 2.25%の変動幅に抑えた（一部の国は 6%）。EMS は当初中心レートの変更がたびたび行われ不安定であったが、徐々に安定度を増していった。こうした中で、89 年 4 月には通貨統合に向けての「ドロール・レポート」が提出され、通貨統合に向けての 3 段階の移行プランが示された。91 年 12 月にはこの通貨統合の考え方を反映したローマ条約の改正である「マーストリヒト条約」（Maastricht Treaty）が調印され、93 年 11 月に発効した。またこの条約で EC は EU（European Union）と改称された。しかし 90 年の東西ドイツの統合とそれに伴うドイツ経済の過熱から、1992 年以降 ERM は混乱し、為替相場の変動幅も 2.25%から 15%に拡大された。

マーストリヒト条約では、通貨統合に参加できる国の要件として、中央銀行法を含む国内法を同条約に適合するよう変更することに加え、経済のパフォーマンスに対する「収斂基準」（convergence criteria）を満たすよう運営する必要があった。すなわち、1998 年はじめの時点で、以下の五つの条件を満たす必要があった。

①過去 1 年間の CPI 上昇率が最も低い EU3 ヶ国の平均値を 1.5%以上、上回ってはいけない。
②一般政府の財政赤字は概ね GDP の 3%以下でなければならない。
③一般政府のグロス債務は、概ね GDP の 60%以下でなければならない。
④為替相場は ERM の通常の変動幅の中で 2 年以上平穏に推移していなければならない。
⑤過去 1 年の平均長期金利は、物価が最も安定している EU3 ヶ国の長期金利の平均値を 2%以上、上回ってはいけない。

1998 年当時には、中核となるドイツ、フランス、オランダでは、インフレ率は低く金利も収斂しつつあったものの、財政赤字については景気後退の影響もあって、EU のほとんど

の国が 3%の基準を満たすことが困難であった。しかし収斂基準の文言はかなり幅を持って解釈できるように書かれていることに加え、最終判断は欧州理事会（いわゆる欧州サミット）で決定できることから、1999 年 1 月 1 日にはベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランドの 11 ヶ国で単一通貨ユーロを導入した。また、2001 年 1 月にはギリシャもユーロを導入した。これらの国のうち、ドイツ、フランス、オランダなどでは、収斂生基準をほぼ満足していたのに対し、ベルギー、イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャなどでは、政府債務 GDP 比率や金利水準が高すぎるなどの問題を抱えた統一通貨の発足であった。しかしこの当時では、現在のギリシャ危機のような深刻な問題発生を予想する専門家は非常に少数だった。

## ３．　ギリシャ危機とユーロ圏による財政困難国への支援枠組み

リーマンショック以後、景気後退による税収減少と景気対策のための歳出拡大で、日・米・欧の大多数の国で財政赤字が拡大していた。財政バランスの悪化は、もともと経済規模に対する政府債務比率が高いか、あるいは財政赤字が大きい国の国債に対する投資家の警戒感を強めた。ユーロ圏諸国で財政状況が最も悪いと見られていたギリシャでは徐々に金利が上昇し始めていたが、2009 年 10 月の政権交代で、新政権は前政権が過去の財政赤字を過小に公表していたと指摘し、さらに 09 年の財政赤字が従来の見通しに比較して大幅に拡大すると発表したため、国債価格が急落し、国債金利は急騰した。金利の上昇は政府の利払い負担を増大させ、財政赤字を悪化させる。これがギリシャに対する信用をさらに悪化させ、格付け機関によるギリシャ国債格付けの大幅な引き下げを招き、これが金利をさらに上昇させる悪循環に陥った。[2]

2010 年 4 月には国債金利が急騰し、ギリシャ政府は国債の新規発行が非常に困難になった。ギリシャは IMF とユーロ圏各国に支援を要請し、同年 5 月にユーロ圏諸国は総額 1100 億ユーロの融資を決定した。ユーロ圏諸国は欧州中央銀行（ECB, European Central Bank）への出資比率に応じて 800 億ユーロを EU 経由でギリシャに対して貸出すとともに、IMF も 300 億ユーロの貸出を行うことを決定した。この融資では、EU、ECB、IMF が共同でギリシャの財政赤字削減と構造改革の進捗を監視することになった。

またギリシャへの融資決定と平行して、財政が脆弱な他のユーロ圏諸国に財政危機が拡大するのを防ぐために、ユーロ圏諸国は 2010 年 6 月に EFSF(European Financial Stability Facility)を創設し、IMF、EFSM（EU 予算で設立された資金供給機関で European Financial Stability Mechanism）およびユーロ圏以外の個別 EU 諸国と協力して、問題国の政府に対する低利融資を実施する体制を整えた。EFSF の貸出金利は、問題国が市場で調達する金利

[2] Directorate-General for Economic and Financial Affairs, "Economic Adjustment Program for Greece," Occasional Paper 61, European Commission, May 2010 と 在ギリシャ日本大使館ホームページが詳しい経緯を説明している。

よりは低いが、ユーロ主要国の市場金利よりは高めの金利となっており、EFSF が債券を発行して調達する金利に、EFSF の維持コストを上乗せしている。資金量は総枠で、EFSF が 4400 億ユーロ、IMF が 2500 億ユーロ、EFSM が 600 億ユーロとなっている。

金融支援の中心になる EFSF は、ルクセンブルクに設立された SPC（特別目的会社）であり、ユーロ圏諸国が共同で債務保証を行うことで高格付けの債券を発行し、それを貸出に用いる。[3]各国の債務保証額合計は実際の借入限度額 4400 億ユーロの 1.65 倍の 7260 億ユーロ[4]になっており、それにより債務保証を与えているユーロ圏諸国の一部の国の格付けが低下し援助を受ける側に回っても、EFSF の債券は高格付けを維持できるようにしている。また EFSF などが共同で問題国に貸し出す場合には、ギリシャ向け支援の場合と同様に、IMF、EU、ECB の 3 つの機関（トロイカと呼ばれている）が問題国に対して共同で貸し出し条件を設定し、またその条件の遵守状況についてモニタリングを行った。EFSF の最初の資金援助先はアイルランドであり、2010 年 11 月に総額 850 億ユーロ（うち 175 億ユーロはアイルランドの公的年金と財務省の資金）の救済融資が行われた。またポルトガルについても、2011 年 4 月に総額 780 億ユーロの救済融資が行われた。

アイルランドについては、厳しい財政引き締めが実行され経常収支も黒字化するなど、経済調整が比較的順調に進んでいる。しかしポルトガルとギリシャは大幅な経常収支赤字が続くなど問題を残している。特にギリシャは、貸し出し条件にあった公務員給与と人員の削減、脱税の摘発と徴税の強化、国有資産の売却などが、公務員組合の強い抵抗もあって、実施があまり進まなかった。また銀行からの巨額の預金流出が金融危機の深刻化を招き、緊縮財政の実施と相まって深刻な景気後退を招いた。ギリシャの GDP は 2010 年から 2012 年にかけて 15%も減少し、これは政府債務 GDP 比率をさらに悪化させた。また国際競争力の低下に加えて、政治・経済の混乱で海外からの観光客が減少した。ギリシャでは観光業が最大の外貨の稼ぎ手であったため、景気の悪化にもかかわらず大幅な経常収支赤字が継続した（前出図表 3 を参照）。

この結果ギリシャは 2011 年になって、さらに巨額の追加支援を要請した。ユーロ圏諸国のサミットでは、同年 10 月に、2012 年から 14 年までの 3 年間に EFSF と IMF による 1300 億ユーロの貸出を行うことが決定された。この支援では、財政の引き締めに加えて、民間が保有するギリシャ国債の元本を大幅に削減することでギリシャの政府債務を大幅に削減することが条件とされた。このため、2012 年 3 月には、ギリシャ国債の価値を実質 75%程度カットし、その見返りに民間の国債保有者に対して、より信用度の高い新国債と交換することが決定された。ギリシャの銀行部門の経営はすでに悪化していたが、この国債元本削減により、さらに巨額の損失を被るため、1300 億ユーロのうち 500 億ユーロはギリシャ

---

[3] EFSF に関する情報は、次のページを参考に記述した。
http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm

[4] 2012 年 2 月現在の数値で支援対象となっているギリシャ、アイルランド、ポルトガルは保証を行う側からは外れているため、その金額を除いてある。

の金融機関に対する資本注入に用いられ、さらに 300 億ユーロは交換される国債の信用度を高めるために用いられることになった。[5]

また将来のユーロ圏における財政危機発生を防止するため、独仏は EU 条約を改正して均衡財政を義務付け、過大な赤字国に半自動的に罰則を課すことを目指した。しかし英国の拒否権で EU 条約の改正は不可能となったため、英国以外の EU 諸国が条約を締結することになった。具体的には以下のような内容が条約に盛り込まれた。

（1）原則として構造的財政赤字（景気循環による税収や支出の半自動的な変動を調整した赤字額）を GDP の 0.5 パーセント以下とする。
（2）各国は憲法に上記の目標値と、赤字の削減メカニズムについて明記する。
（3）欧州司法裁判所は、各国憲法の規定がこの条約に合致しているか否かを判定する。
（4）財政赤字が 3%を超える国に対しては半自動的に制裁を科す。
（5）政府の総債務が 60%を超える国は、超過分の 20 分の一以上を毎年削減することを義務づける。

なお（4）（5）を厳格に 2010 年のデータに適用すると、エストニア、フィンランド、ルクセンブルク以外のドイツを含むユーロ圏 17 カ国中 14 カ国が制裁を科される可能性がある。

さらに将来のソブリン危機拡大を防ぐために、5000 億ユーロの資金量を持つ恒久的な資金援助機関 ESM(European Stability Mechanism)を 2012 年 7 月までに設立することが決められた。さらに従来の EFSF は 2013 年央までに活動を終えることとされていたが、ESM と平行して当面は活動を続けることも議論されている。

ESM の資金量 5000 ユーロと EFSF の未使用貸出枠 2500 億ユーロを合わせると 7500 億ユーロになる。これに IMF から想定できる資金援助額の数千億ユーロを加えても、イタリアが金利上昇で国債の借り換えが困難になった場合に十分な資金援助を行うことは困難と見られている。これは 2011 年末でイタリアの国債残高は同国の GDP の 1.2 倍の 2 兆ユーロに達するからである。なおスペインの国債残高は、2011 年末で同国 GDP の 67%で、7300 億ユーロである。

この均衡財政条約と資金援助機関の二つの制度は、日本の地方自治体の財政になぞらえると理解しやすい。ユーロ圏諸国は独自の中央銀行を持っていない。このため、個別の欧州諸国は、日本の地方自治体に類似した立場にある。財政赤字に陥った日本の自治体は、中央銀行借り入れに頼ることは出来ず、中央政府からの援助に頼るしかない。この関係から分かるように、ユーロ圏内のソブリン危機発生を未然に防止するためには、現在の日本

[5] このギリシャの債務削減は実質的な債務不履行でありデフォルトである。債務削減は民間保有の国債に対して行われたが、IMF、EFSF、ECB が保有する国債は債務削減の例外とされた。

の地方政府の財政危機防止システムに相当する機構を設置すればよい。具体的には、財政再建団体の指定と財政支出の強制的な削減ないし強制的な増税、中央政府による地方政府発行債に対する直接・間接の保証措置ないし資金援助制度、の二つがあればよいといえる。

なおギリシャの政府債務が大幅にカットされたため、他の PIIGS 諸国でもカットが発生するのではないかとの懸念が強まったが、ユーロ諸国のサミットでは、民間保有の政府債務に対する元利金の削減（SPI）はギリシャに限ることとされた。しかしポルトガルの国債市場金利は高水準が続き、債務削減に対する懸念を消し去ることは出来なかった。

## ４．　通貨危機における欧州中央銀行の役割

欧州中央銀行（ECB）は欧州通貨統合で導入された新通貨ユーロを管理し、通貨統合された地域の金融政策を運営するために、1998 年にフランクフルトに設立された国際機関で、ユーロ圏の物価安定を第一の目標とした金融政策運営のほか、外国為替市場への介入、加盟国の外貨準備の保有・管理、決済システムの運営などを任務としている。実際には、欧州の中央銀行制度(ESCB: European System of Central Banks、通称 Eurosystem)は、ECB と EU 加盟国中央銀行とから構成されている。ECB の最高意思決定機関である「政策委員会」（Governing Council）は、通貨統合参加国の中央銀行総裁と、ECB 総裁、副総裁、4 名の理事から構成され、制度上は EU 各国政府からは高度に独立した地位を持っている。

EU 域内で通貨を統合するためには、物価の安定を非常に重視するドイツが満足する中央銀行制度を創設しなければならなかった。二度のハイパーインフレを経験したドイツでは、戦後その中央銀行であるブンデスバンクに対して高度な独立性を与え、通貨発行による財政赤字のファイナンスを厳格に禁止し、物価の安定に専念させる体制をとっていた。このため、共通通貨ユーロの導入に際して、ドイツは新設する ECB にブンデスバンク同様の高度な独立性を与え、財政赤字のファイナンスを厳格に禁止することを求めた。これが現在の ECB 設立の基礎なっているマーストリヒト条約の規定である。

ECB は銀行に対しては「最後の貸し手」として、銀行が十分な担保を提供すれば無制限の資金提供を行う。しかし政府に対しては、国債の発行を直接引き受けたり、直接政府に貸し出したりすることに対して厳しい制限が設けられている。この意味で、ECB は政府に対する「最後の貸し手」としての機能を持っていない。

2008 年のリーマンショックの後、PIIGS 諸国の政府の格付けが引き下げられた時に、ECB はユーロ圏の銀行に貸出を行うときの国債担保の格付け低下問題に直面した。ECB は原則として A－以上の格付けでなければ担保として認めていなかったが、2008 年 10 月から 2010 年末までの時限措置として、担保の最低格付けを BBB－まで引き下げていた。しかしギリシャ国債の格付けが引き下げられて行くに従って、担保基準を大幅に緩和することでギリシャなどの周辺国向け銀行への資金供給を続けた。

2011 年秋には、ギリシャのソブリン危機はイタリア、スペインにまで拡大し、さらにフランスの国債も売り圧力にさらされるようになった。こうした中で ECB は、最も信用度が

高いドイツ国債金利に比較して長期金利が相当上昇しているイタリア、スペインなどの国債を流通市場で買いオペすることで、金利上昇を抑制しようとした。しかしECBによる国債の大量買いオペについては、財政規律の弱まりを懸念するドイツ政府が強く反対していたため、その規模も限定的であった。

この半面、欧州中央銀行は欧州各国の金融機関に対して、最後の貸し手として資金供給を続けたため、この経路を通じてECBは間接的に欧州周辺国政府に資金を提供することになった。これを映じて、欧州中央銀行制度のバランスシートは2011年末から12年2月末にかけて急激に膨張した。

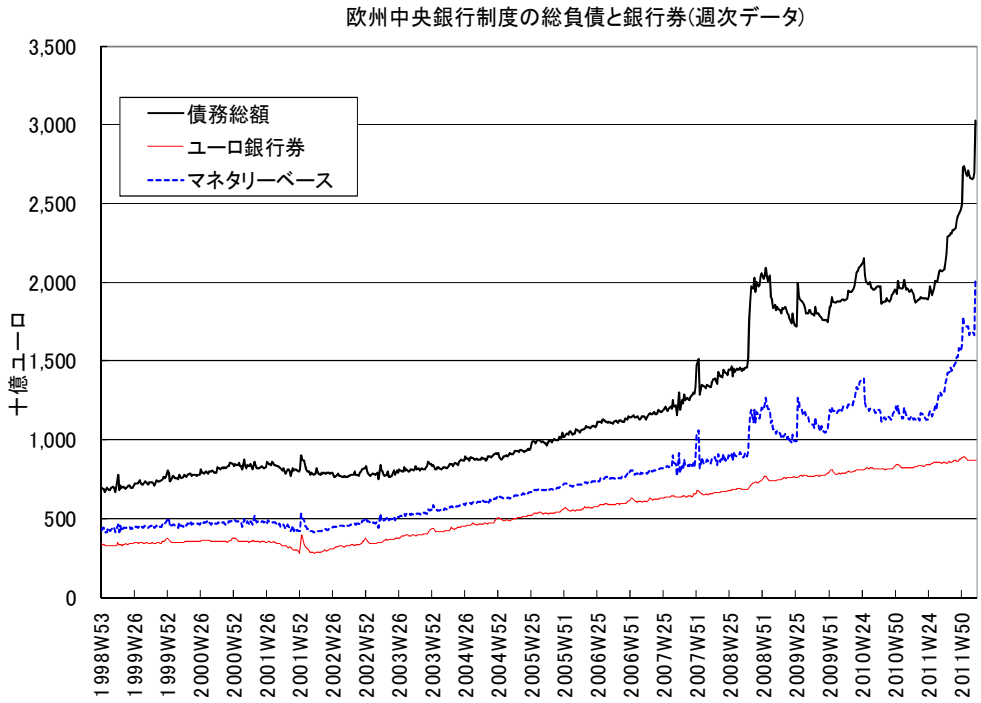
ユーロ圏周辺国では、政府に対する信任が低下し、各国の国債価格も下落していた。多くの周辺国の金融機関は大量の自国政府が発行した国債を持っているため、国債価格の低下はこれらの金融機関に損失を発生させ、金融機関経営を悪化させた。この結果、ギリシャ、イタリア、スペインなどの周辺国の銀行から、信用度が高いドイツなどの金融機関に対して大量の資金が流出した。具体的には、ユーロ圏周辺国（例えばイタリア）の銀行から企業・個人・他の金融機関等の預金が流出し、ドイツなど最も安全だと考えられる銀行に流入した。この結果ドイツの銀行は大量の余剰資金を抱えたが、資金不足に陥ったイタリアの銀行に貸し出すとリスクが高いため、ECBに預金する動きが強まった。他方、イタリアの銀行は自国の国債などを担保にしてECBから借り入れることで、資金不足を補った。

イタリアの銀行から資金が流出　＝＞　欧州中央銀行がイタリアの銀行に貸出を実行
ドイツ銀行に資金流入　＝＞　ドイツの銀行は欧州中央銀行に預金を保有

このようにして欧州中央銀行が、ドイツで資金を取り入れてイタリアなどの周辺国の銀行に貸し出すことによって、周辺国に大量の資金を提供している。特に2011年12月と12年2月にECBが導入したLTRO（long-term refinancing operationで3年間1%の固定金利で民間銀行が保有する担保価値以内であれば無制限に資金供給する制度）では、合計で1兆ユーロという巨額の資金供給が行われた。ギリシャの実質デフォルトにもかかわらず、他のPIIGS諸国における連鎖的な財政破綻を食い止めることが出来たのは、ECBによる大胆なLTROの発動であったといえる。

欧州中央銀行の総債務額を示したのが図表4である。データは週次ベースのため、横軸は各年初から数えた週の番号を表している。欧州中央銀行の総負債額は、リーマンショックが発生した2008年9月に流動性供給のために急膨張した後、徐々に減少傾向にあった。しかしギリシャ危機がイタリア、スペインにも波及し始めた2011年に入ってから急激に増加に転じた。特に図の右端の急激な膨張は、LTROによるECB貸出急増を反映している。

図表４




出所： ECBのデータベース（http://sdw.ecb.europa.eu/home.do）からダウンロードしたデータにより筆者が作成。
注： マネタリーベースは銀行券と対金融機関向け債務（liabilities to euro area credit institutions related to MPOs）の合計。
データの終期は2012年第9週。

このバランスシートの膨張は、ユーロ圏の基幹決済システムである TARGET2 を経由した欧州中央銀行制度から周辺国の金融機関に対する与信となっている。[6]先の例のようにイタリアからドイツへの資金流出が発生した場合にはドイツの民間銀行は取引先の中央銀行であるブンデスバンク（ドイツの中央銀行）に預金する。これに対してイタリアの民間銀行は、イタリア国債などを担保にして取引先中央銀行であるイタリア銀行から借り入れを行う。ブンデスバンクの余剰資金は TARGET2 を経由してイタリア銀行に送金される。この結果、ブンデスバンクの周辺国中央銀行に対する与信は急速に拡大している。結局、ドイツは欧州中央銀行制度による民間金融機関向け貸出を経由して、周辺国に対して巨額の資金を供給しているといえる。このため、ブンデスバンクは、信用度が低い周辺国向け ECB 貸出が増加することに強い懸念を表明している。これに対して周辺国は、ドイツはユーロ導入によって大きなメリットを受けてきたことを指摘し、貸出を継続すべきだと主張している。

実際、ドイツは、ユーロ導入により大きなメリットを受けてきた。ドイツはユーロ圏の

6 この問題については、次の文献が詳しい解説を与えている。Buiter, Rahbari and Michels (2011a, 2011b), Sinn and Wollmershäuser, (2011)

一国となったが、ドイツのインフレ率は他国よりも低く、実質的な固定相場制の中で競争力を強めて行った。この結果、為替相場を切り上げることなく広大なユーロ圏に対して巨額の経常収支黒字を出し続けることができた。通貨統合が行われる前であれば、ギリシャ、ポルトガル、イタリアなどの多くの国は、マルクに対して為替相場の切り下げを行っただろうし、そうなればドイツの製造業は現在のような規模を維持することはできず、失業率の改善も限定的にとどまったであろう。他方、ドイツは欧州周辺国に対して巨額の貸し出しを行うことになった。金融資産は財・サービスの代金決済の結果、赤字国から黒字国に流れて行く。この結果、ドイツの民間や政府部門、中央銀行は、欧州周辺国に対する巨額の債権を保有することになった。赤字を続ける国に対する資金提供は、当然貸し倒れリスクを伴う。ドイツが経常黒字を続ける限り、ドイツは周辺国に対する信用供与を避けることはできないといえる。

## ５．　ユーロ圏諸国が財政危機の国に金融支援を行う理由

ユーロ圏諸国がギリシャのソブリン危機対策として巨額の資金を投入している背景を探ってみよう。ユーロ圏諸国は EU という経済圏のメンバーであり、人・もの・カネが自由に移動できる高度に統合され、同じ通貨を使う地域としての連帯感が支援の背景にあるのは当然である。しかし同時に、ギリシャ政府が突然支払い不能に陥ると、ユーロ圏全体が深刻な金融危機に陥る可能性があったことも重要な要因である。2008 年のリーマンショック以後、ギリシャ以外の周辺国でも財政赤字が拡大していた。こうした国では政府債務 GDP 比率の高い国が多いうえ、財政赤字拡大に対する投資家の不安感の強まりで長期国債の金利が徐々に上昇していた（前出図表 1 を参照）。このため、仮に 2010 年の時点でギリシャ政府が資金繰りに窮して突然国債を償還できなくなると、他の PIIGS 諸国でも国債金利が急上昇して、欧州全体を巻き込む財政・金融危機が発生する可能性があった。

仮にギリシャ政府が突然支払い不能になると、銀行預金を保証するギリシャの預金保険機構も支払い不能となる。この結果ギリシャの預金者は大きな損失を被る。ギリシャの債務不履行による損失は、ギリシャ以外の金融機関でも発生する。ギリシャ国債を保有したりギリシャの銀行に資金を提供したりしている、EU 域内の他の国の金融機関も損失を被る。ギリシャの経済規模はユーロ圏の 2.5%と比較的小さいため、ギリシャ政府と金融機関の破綻の直接的な影響は限定的かもしれない。しかしポルトガル、アイルランドから、イタリア、スペインへと財政・金融危機が拡大すると、欧州諸国は相互に金融や貿易による相互依存関係が強いため、フランス、ドイツなどのユーロ圏中核国も極めて深刻な経済危機に直面する可能性があった。

PIIGS 諸国に対して貸出や債券投資などで信用供与している金融機関を国別に見たのが、図表５である。フランスの銀行部門の PIIGS 諸国に対する総与信額は 4565 億ユーロで 2010 年の同国の GDP の 26%、ドイツの同じ比率は 14%と非常に大きく、PIIGS 諸国で財政・金融危機が発生すれば、両国の銀行部門には政府による巨額の資本注入が必要となる（図

表６も参照)。

図表５

2011年9月末におけるBIS報告銀行のPIIGS諸国向け与信残高

| 百万ユーロ | ユーロ圏諸国 | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | オーストリア | ベルギー | フランス | ドイツ | ギリシャ | アイルランド | イタリア | ポルトガル | スペイン | オランダ |
| ギリシャ | 1,933 | 996 | 35,288 | 13,730 | NA | 552 | 2,331 | 6,418 | 772 | 3,054 |
| アイルランド | 1,751 | 17,212 | 21,386 | 74,825 | 385 | NA | 11,678 | 3,809 | 6,336 | 11,704 |
| イタリア | 15,742 | 16,368 | 274,355 | 106,593 | 337 | 8,115 | NA | 1,874 | 26,162 | 28,106 |
| ポルトガル | 900 | 2,386 | 18,974 | 22,096 | 21 | 1,442 | 2,557 | NA | 58,060 | 3,852 |
| スペイン | 4,567 | 15,644 | 106,472 | 118,513 | 241 | 9,057 | 21,750 | 18,061 | NA | NA |
| 合計 | 24,894 | 52,606 | 456,475 | 335,757 | 984 | 19,165 | 38,317 | 30,161 | 91,331 | 46,716 |

| 百万ユーロ | その他の諸国 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | スウェーデン | スイス | 英国 | 日本 | 米国 |
| ギリシャ | 259 | 1,816 | 8,506 | 858 | 4,425 |
| アイルランド | 1,314 | 10,761 | 100,996 | 14,466 | 32,165 |
| イタリア | 548 | 17,734 | 45,137 | 26,835 | 24,321 |
| ポルトガル | 242 | 1,496 | 17,242 | 1,059 | 3,659 |
| スペイン | 2,258 | 15,630 | 68,576 | 18,185 | 35,181 |
| 合計 | 4,621 | 47,437 | 240,458 | 61,403 | 99,752 |

出所：BIS 統計"Consolidated foreign claims of reporting banks - ultimate risk basis"により筆者が作成。

図表６

ユーロ圏諸国のGDP（2010年）

| | 10億ユーロ | % |
|---|---|---|
| イタリア | 1548.8 | 16.9 |
| スペイン | 1062.6 | 11.6 |
| ギリシャ | 230.2 | 2.5 |
| ポルトガル | 172.7 | 1.9 |
| アイルランド | 156.0 | 1.7 |
| | | |
| ドイツ | 2476.8 | 27.0 |
| フランス | 1931.4 | 21.1 |
| オランダ | 588.3 | 6.4 |
| ベルギー | 352.5 | 3.8 |
| その他諸国 | 642.9 | 7.0 |
| ユーロ圏 | 9162.2 | 100.0 |

2012 年春のギリシャのデフォルトでは、ユーロ圏の中央銀行である ECB は損失を被らなかった。しかし周辺国のデフォルトは、今後も ECB にも大きな損失を発生させる可能性がある。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの銀行は資金流出に直面し、ECB からの借り入れが大きな資金調達源となっているため、ECB の損失は巨額になりうる。この損失は結局、ドイツなどユーロ圏のコア諸国が負担することになる。

## ６．　ギリシャの財政再建の困難性と今後のシナリオ

タイ、韓国、アルゼンチン、ロシアなど、過去に通貨危機に見舞われた国は多数あるが、IMF（国際通貨基金）による資金援助により解決を見てきた。IMF は市場からの借入金利を大幅に下回る金利による貸出を対象国に実行する見返りに、対象国に対して緊縮財政と金融政策の引き締め、為替相場の切り下げ、経済構造改善などの政策を実施させてきた。また、こうした政策を確実に実行させるために、パフォーマンスを監視しながら貸出を分割して実施してきた。

従来通貨危機に陥った国々は、独自の通貨と中央銀行を持っていたので、為替相場の切り下げと独自の金利政策を行うことができた。通貨の切り下げは、国内産業の競争力を強めて輸出を拡大し輸入を減少させる。さらに財政支出を削減し金融を引き締めると、企業は運転資金獲得のために輸出を必死に拡大する。これにより、緊縮財政による景気落ち込みは短期間で終わり、通貨危機の後のＶ字型回復が可能となった。

ギリシャは、独自の通貨と中央銀行を持っていないため、通貨切り下げによる景気刺激策は採用できなかった。ギリシャ政府が財政支出を削減し税率を引き上げても、景気が悪化するため大幅なマイナス成長となり、財政赤字削減目標をなかなか達成できない。この結果、ドイツなどユーロ圏中心国は長期間にわたってギリシャに巨額の資金援助を続ける必要に迫られたが、これはドイツ国内の世論をギリシャ支援反対に回らせ、ユーロ危機を深刻化させた。

2012 年 3 月にギリシャ政府はデフォルトしたが、通貨ユーロを使い続ける限り相当長期間にわたってギリシャ産業は高コスト体質を引きずり、競争力を失った状況が続く可能性が高い。この結果、ギリシャの経常収支赤字は継続し、IMF、EFSF などからの金融支援を長期間継続する必要がある。ギリシャ経済の停滞は、ギリシャ人の EU 域内他国への移住を増加させるだろう。ドイツ、オランダなどのユーロ圏中心国は相当の期間、ギリシャなど EU 周辺国への支援を継続する必要が生ずるため、今後さらに世論の反対が強まる可能性が高い。

ギリシャ国民が、こうした先の見えない経済状況に憤慨して、既存の中道政党を捨て、よりラディカルな経済政策の変更を訴える政党の支持に向かう可能性もある。その場合には、ギリシャは EFSF や IMF に課された財政引き締めの条件を無視した政策を行うことになる。そこで考えられるシナリオとしては、次のようなものがある。

### ○ギリシャの二度目のデフォルト

仮にギリシャが EFSF や IMF からの借り入れ条件である財政赤字削減を行わない場合には、EFSF や IMF からの新規貸出が停止され、ギリシャ政府は絶対的な資金不足に陥る。その場合、政府は毎日入ってくる税金や社会保険料の範囲でしか支払いができなくなり、公務員給与や公的年金などを優先して支払うと、国債の金利や元金の支払いが不可能になる。2012 年春のデフォルト以降、ギリシャ政府債務の大部分は、EFSF、IMF、他のユー

ロ圏諸国政府などの公的機関が保有している。そこで、ギリシャはこうした公的機関を中心とした借り入れに対して債務不履行を宣言し、負債をカットしてしまう可能性がある。2度目のデフォルト発生である。しかしデフォルトするだけでは、ギリシャのコストを引き下げることにはならないため競争力の回復につながらず、経済の停滞は継続する。

ギリシャの経済停滞が続くと、ギリシャからユーロ圏中心国のドイツ等への人口流出が激しくなる可能性が高い。すでに、経済危機に陥ったアイルランドから同じ英語圏のイギリスへの人口流出が大幅に増加している。現在 EU 域内では人の移動は原則自由であり、医師、弁護士、会計士などの職業のライセンスも EU で単一となっている。ギリシャ経済の低迷が長期化し、公共サービスも大幅に悪化することが継続すれば、若年層を中心に多数のギリシャ人が他国に働きに出る可能性がある。外国に移住するギリシャ人の納税は、消費税も所得税も勤務国で払うことになる。一方、EU 市民の投票権は原則として地方議会については居住地となり、国の選挙は母国となる。現在の EU では人の移動面では 1 つの国に近くなっているものの、政治や財政面ではまだ分断されたままとなっている。ギリシャ経済が混乱して多くのギリシャ人がドイツに出稼ぎにくると、彼らの税金はドイツ政府に入る。このように国籍、国レベルの参政権と税金の支払先とが分離している EU 制度は矛盾を孕んでいるということができる。

ギリシャによる EFSF、IMF、ユーロ圏諸国に対する債務不履行は、将来こうした機関からの新規借り入れが実際上不可能になることを意味する。さらに、他のユーロ圏諸国に大きな損害を与えたギリシャは、ユーロ圏や EU そのものからの離脱を余儀なくされる可能性もある。その場合には、ギリシャの旧通貨であるドラクマの再導入が必要になる。ユーロ圏から離脱してギリシャ政府が活動を維持するためには、ユーロ導入以前の独自通貨であるドラクマを再導入し、ギリシャの中央銀行を欧州中央銀行から独立させて運営する必要が生ずる。

**○ギリシャによる独自通貨ドラクマの導入**

ギリシャは、二度目のデフォルトの後に、ここで述べるドラクマ導入を行うことも可能であるが、二度目のデフォルトの前にドラクマを導入する方が、経済を立て直すには有利になるだろう。これは、ドラクマ導入により、通貨の切り下げによる競争力強化が可能になるからである。

ドラクマを再導入するためには、ギリシャ政府はまず政府債務や銀行部門、企業・家計部門のユーロ建て債権債務を全てドラクマ建てに一対一の比率で強制転換する政令ないし法律を制定する必要がある。[7]このドラクマ転換により、国内の貸し出し契約や雇用契約も強制的にドラクマ建てに切り替えられる。政府債務の通貨を強制転換することは、デフォルトに相当する。またこれは、民間契約を強制的に書き換える措置であり、ギリシャ憲法

[7] 一対一の比率で転換する必要は必ずしも無いが、ドラクマ転換の効果はこの比率に依存しないため、最も実施しやすいこの比率が使われることになるだろう。

上の問題が発生するかもしれない。しかし国内においては、ドラクマに換えてユーロを導入した時も同じ措置を行っているため、実施できる可能性が高い。ドラクマ現金の導入には、通貨の印刷のために数ヶ月以上の時間がかかるため、ドラクマ預金の引き出しや納税は為替相場で換算したユーロ現金で決済する必要がある。

次に、ドラクマ導入と同時にユーロに対してドラクマを大幅に、例えば 1 ユーロを 2 ドラクマに、切り下げる必要がある。ドラクマの切り下げにより賃金・物価水準をユーロ圏に対して引き下げることが可能となり、国際競争力を回復できる。ユーロで計った賃金・物価の引き下げに伴って、ギリシャではインフレが発生するだろう。インフレは政府の税収を増大させ財政バランスを好転させる。インフレにより実質的な政府債務のカットが発生する。ギリシャ国債やギリシャ企業、/個人向けの債権を保有するギリシャ以外の EU 金融機関や公的機関は大きな為替差損を被ることになる。これに対して、ギリシャの企業や金融機関は国内債権・国内債務の両方がドラクマに切り替わってから、ドラクマの切り下が行われるため、対外債務が対外資産より大きな主体が損失を被り、対外資産が対外債務より大きな主体が利益を得ることになる。

しかしギリシャが海外の公的機関から行った借り入れには大きな問題が残るだろう。2012 年 3 月に民間が保有するギリシャ国債の元本を大幅にカットした新国債と交換したため、ギリシャ政府債務の大部分は EFSF、ECB、IMF などの国際機関が保有している。これを交渉でドラクマ建てに切り替えた上で切り下げることは、非常に困難であろう。債務削減交渉でドラクマへの切り替えが出来ない場合には、ギリシャ政府は公的債務について債務不履行（ドラクマ）に陥る可能性が高い。

**○ドイツ、オランダ、フィンランドなどによるハードユーロの導入**

ギリシャに続いてポルトガル経済も再度の巨額の貸出が必要になる可能性が高い。またイタリア、スペインの国債金利も高水準にとどまり、両国は IMF と EU に対して支援を要請する可能性もある。この場合には、ドイツ、オランダ、フィンランドなどのユーロ圏内の財政が健全な国は、際限のない金融支援の負担に耐えきれなくなって、PIIGS 諸国がユーロから離脱するのではなく、ドイツ、オランダなどユーロ圏内で競争力が強い国が、新通貨ハードユーロを導入して、PIIGS 諸国などソフトユーロ諸国に対して切り上げる場合が考えられる。これには新たに共同で中央銀行を設立する必要があるうえ、EU 条約の改正も必要でり、その実施は困難を極めるだろう。ハードユーロの切り上げで PIIGS 諸国は競争力を回復でき、輸出増加、輸入減少で景気も回復しうる。しかしハードユーロ圏諸国のソフトユーロ諸国に対する切り上げ幅が大きくなる可能性があり、その場合には金融機関などの為替差損も巨額になり得る。

## 7． 欧州ソブリン危機から日本が学ぶべきこと

欧州のソブリン危機は、財政バランスの悪化が深刻な日本に多くの教訓を与えている。

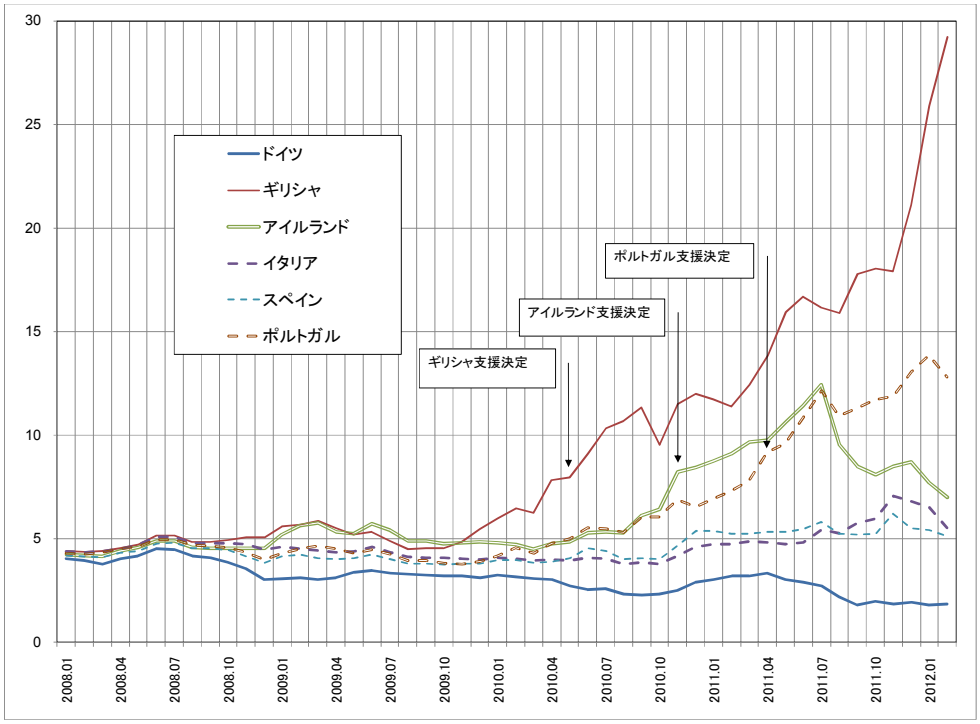
この節では、ギリシャを初めとする財政危機から学ぶべきポイントをまとめてみたい。

**○財政危機発生タイミングの予想は困難**

欧州ソブリン危機のきっかけとなったギリシャの場合をみると、リーマンショック頃からドイツ国債に対するギリシャ国債金利の上回り幅が徐々に拡大していたが、１０年もの長期国債金利で見ても、2009 年末までは２～３％程度と限定されたものであった（図表７）。しかしその後は急激に金利差が拡大し、同年末には 10%に達し、2011 年 12 月には 25%以上にも達した。同国の場合は、政権交代により前政権の公表した財政赤字が過小であったことが明るみ出たことがきっかけとなったが、それ以前からも同国の財政赤字が深刻であったことはよく知られており、これほど急激な金利上昇を説明できるわけではない。

金利の上昇は、政府の利払い負担を上昇させ財政赤字を拡大させる。このため、財政に対する信頼が喪失すると、国債価格が下落し既発債の最終利回りが上昇する。そうなると、新発債を発行するためには、表面金利を引き上げる必要が生じ、利払い負担が増加する。既発国債の借り換えが進むに従って、利払い負担は増加し、財政赤字をより深刻にする。例えば、2011 年末の日本政府の負債 GDP 比率は、IMF の推計で 230%程度となっている。このため市場金利が全体として 2%上昇すると、6-7 年でグロスの利払い負担は GDP 比 5%弱（GDP の 2.3 倍の 2%=GDP の 4.6%）、年間約 22 兆円も増加する。

図表７　　ドイツとユーロ圏周辺国の長期国債金利



出所：Eurostat のデータベースより筆者が作製。金利はマーストリヒト条約の収斂基準に用いられる長期金利を使用した。

他方、政府は公的年金の積立金や外貨準備などの金融資産を GDP 比約 100%保有している。金利の上昇は年金の運用収益を改善させ、政府信用の低下は円安を通じて外貨準備の円換算額を増加させるため、利払い負担の一部を相殺する。しかしこの軽減効果は、利払い負担増加の三分の一程度の年間 8 兆円程度しかないため、政府信用の大幅な低下は避けられない。結局、政府の利払い負担増は、年間 14 兆円程度となり、これは消費税で 6%にも相当することになる。これは、政府の信用をさらに低下させて、国債金利を上昇させる。この悪循環がはじまると、政府は国債の発行金利の急上昇に直面する。

先の図表 7 からも分かるように、長期金利が 7%を超えると、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは次々の資金支援の要請に追い込まれた。2011 年末にイタリア国債金利は一時 7%台に乗せたが、これがイタリア政府の危機感を強め、ベルルスコーニ首相の退陣とマリオ・モンティ新首相の就任につながったといえる。

**○財政危機と金融危機は平行して進行**

政府信用が悪化して国債価格が下落、長期金利が上昇すると、国債を大量に保有する銀行や生保の経営が悪化する。生命保険という長期債務を負っている生保の場合は、国債価格の下落はマイナスに働くものの、将来の運用利回りが上昇するメリットもあり、影響は大きくないだろう。しかし預金という短期債務中心の銀行の場合は、国債価格の下落は、銀行の自己資本を直接低下させる。ギリシャの場合、国債価格は額面の四分の一程度にまで低下したため、銀行の受けたダメージは甚大であり、預金の大量流出に直面した。これは貸し渋りを発生させ、企業経営を悪化させている。日本の場合、長期国債は地銀が比較的多く保有しているため、国債価格の下落は地域金融機関の資本不足を発生させ、経済を悪化させる可能性がある。国債価格が大幅に下落し、金融危機に陥ると、経済活動が低下して税収が減少、失業保険や生活保護の支給も拡大する。これは、財政危機を深刻化させる。このため、政府信用の危機と金融危機が平行して進行する可能性が高い。

○日本の財政破綻を救済できる機関は日銀しか存在しない

ユーロ圏は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルのソブリン危機が、スペインやイタリアに拡大しないように、巨額の救済資金を動員できる体制を整えようとしている。現在の構想では今年夏新設される EFSF が 5000 億ユーロ、従来からある EFSF の使い残しになっている融資枠約 2500 億ユーロ、さらに IMF から数千億ユーロの資金が動員できる体制を整えつつある。しかし合計してもせいぜい 1 兆ユーロ前後であり、1 ユーロ 110 円で換算しても 110 兆円規模を動員するのがやっとという状況である。このため、イタリアないしスペイン国債の市場金利が大幅に上昇する危機的状況になった場合に救済融資を実行す

るには不十分だとの懸念が強い。

日本政府の現時点の純債務残高は 600 兆円を超えてイタリア国債残高の 3 倍となる 6 兆ユーロ前後にも達する、日本政府の資金繰りが悪化しても IMF などから資金援助を受けることは不可能である。結局、日本政府が国債の市場発行が出来なくなり、資金繰り危機に陥った場合には、最後の手段として日銀券を発行できる日銀しか日本政府の資金繰りを救済できる機関は存在しない。

以　上

【参考文献】

深尾光洋、「欧州ソブリン危機はなぜ解決が困難なのか」、2011 年 10 月 21 日
http://www.jcer.or.jp/column/fukao/index.html

深尾光洋、「欧州ソブリン危機、4 つのシナリオ」、2011 年 9 月 21 日
http://www.jcer.or.jp/column/fukao/index314.html

深尾光洋、「欧州財政危機の本質」、2010 年 12 月 1 日
http://www.jcer.or.jp/column/fukao/index241.html

深尾光洋、「通貨統合の落とし穴」、2010 年 6 月 1 日
http://www.jcer.or.jp/column/fukao/index200.html

深尾光洋、『国際金融論講義』、日本経済新聞出版社、2010 年

Buiter, Willem H., Ebrahim Rahbari and Juergen Michels, "TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows, Citi Group, Global Economics View, 9 June 2011a.

Buiter, Willem H., Ebrahim Rahbari and Juergen Michels, "The implications of intra-euro area imbalances in credit flows," Center for Economic Policy Research, *Policy Insight* No. 57, August 2011b.

Directorate-General for Economic and Financial Affairs, "Economic Adjustment Program for Greece," Occasional Paper 61, European Commission, May 2010.

EFSF, European Financial Stability Facility FAQ, August 2, 2011, October 26, 2011.
http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf

"EURO SUMMIT STATEMENT," Brussels, October 26, 2011.
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf

"EURO SUMMIT STATEMENT," Brussels, December 9, 2011.
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/126658.pdf

"Fines all round?" Financial Times, December 12, 2011.
http://ftalphaville.ft.com/blog/2011/12/12/793241/fines-all-round/

Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershäuser, "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility," CESIFO working paper No. 3500, 24 June 2011.