

欧州債務危機の展望

Watabe, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / 経済志林

(巻 / Volume)

80

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

189

(終了ページ / End Page)

228

(発行年 / Year)

2013-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00008649>

『欧州債務危機の展望』

渡 部 亮

目 次

- I. 欧州債務危機の経緯
- II. 欧州債務危機の背景
- III. 欧州通貨統合の歴史と加盟国の立場
- IV. 負債デフレECBの限界
- V. 今後の展開

I. 欧州債務危機の経緯

1. 同時多発的危機

欧州通貨統合（正式には経済通貨同盟：Economic and Monetary Union, 以下EMUと略す）は、1999年に発足した後、2008年のリーマンショックまでは順調に進展したが、その後、財政危機、国際収支危機、銀行危機、政府債務危機といった順に、全般的な欧州債務危機に陥った。

欧州債務危機は、ギリシャの財政危機を第一段階として始まった。まず2009年12月にEU財務省会議が、ギリシャの財政収支悪化に対して警告を発し、同国の国債も格下げになった。それを受けて2010年5月に、欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）による総額1100億ユーロ（うちEUが800億

ユーロ、IMFが300億ユーロを拠出)のギリシャ向け緊急融資が決まった。次いで2010年11月にはアイルランドが850億ユーロ、また2011年5月にはポルトガルが780億ユーロといった具合に、相次いでEUとIMFに支援を求めた。この第二段階の危機は、経常収支赤字とその赤字をファイナンスするための対外債務累積(過剰な資本輸入)に起因する国際収支危機であった。次いで2011年後半にはスペインが銀行救済を目的とした財政支援をEUに求めたのをきっかけに、欧州債務危機は風雲急を告げ、2012年にかけてスペインからイタリアへと波及した。この第三段階では、銀行危機と政府債務危機が同時並行的かつ連鎖的に進行した。

危機がアイルランド、ポルトガル、スペインに波及した2011年7月の段階で、EU首脳会議は第二次ギリシャ支援、民間債権者が保有するギリシャ政府向け債権の減損処理、EFSF(欧州金融安定基金)による救済融資の期間延長、EFSFを恒久化するESM(欧州安定メカニズム)の設立など、一連の救済策を協議し始めた。EFSFは、2010年5月の第一次ギリシャ救済支援時に創設された欧州金融安定策(EU予算とIMF融資制度などを合わせた総額7500億ユーロの融資資金枠設定)の一環として、3年間の時限措置としてルクセンブルグに設立された特別目的会社で、EMU加盟国の政府保証を裏づけとする債券発行(当初AAA格の格付け)によって資金を調達する道を開いた。

第二次支援に関連して、2011年10月のEU首脳会議で、ギリシャ政府向け民間銀行債権の一律50%減損処理(ヘアカット)、およびその減損処理を債権者側銀行の自主的判断に委ねることが決定されたが、その決定がスペインとイタリアの債務危機を煽った。自主的判断に委ねたのは、減損処理を強制すると実質的デフォルトとみなされるためであった。そうなると信用デリバティブズ(CDS)発動の引き金を引くことになり、CDSを売っていた金融機関に損害が及ぶことが懸念されたからだが、そうした配慮がかえって逆効果を招いた。というのは、スペインやイタリア国債の投資家の立場に立ってみると、CDS購入による信用リスクのヘッジ(保険)がむずか

しくなり、国債の投売りによって国債の利回り急騰（価格急落）を引き起こす結果となったからである。

重債務の周縁国がデフォルト寸前に追い込まれるなかで、ギリシャの国民投票騒ぎ（2011年10月末）を契機として、EMUからのギリシャ離脱（Greek exitを略してGrexitと呼ぶ）が公然と議論されるようになった。「国民投票騒ぎ」というのは、IMFやEUなどの国際機関がギリシャ政府に対して要求した緊縮政策採用の諾否をギリシャ国民に直接問うという政治決断を、当時のパパンドレウ首相が宣言したのだが、それに対してドイツ政府などが強烈に反対した事件であった。こうしたことが2011年11月中旬に集中して起き、イタリアのベルルスコーニ政権とギリシャのパパンドレウ政権が相次いで瓦解した。

この第三段階の危機は、スペインとイタリアにおける政府債務危機と銀行危機の連鎖的発生であり、システム的な負債デフレといえるものであった。すなわち経営悪化した銀行を政府が救済した結果、財政赤字がさらに拡大して国債が増発され、その国債を引き受けていた銀行が共倒れになる危険性が高まった。スペインの場合には、元来政府債務はそれほど大きくなかったが、銀行の資本不足問題が深刻で、銀行危機が政府債務危機を引き起こした。2012年7月にはスペイン国債の利回りが7%を超えた。財政赤字削減のための緊縮政策によってデフレ圧力が強まり、既存の負債の実質価値が増大するという、まさに負債デフレの状況に陥った¹⁾。

2. ギリシャ救済の悪影響

ギリシャ政府向け民間債権の一律減損処理を決めた上記のEU首脳会議（2011年10月）を受け、ギリシャ政府と民間投資家（債権銀行団）との間で、2012年3月までの間、債務再編（リストラ）交渉（Private Sector Involvement）が延々と繰り返された。これら一連のリストラ交渉は、ドイ

1) 負債デフレの意味については、Fisher, I. [1933] 'The Debt-Deflation Theory of Great Depression', *Econometrica* Vol. 1 を参照した。

ツなど黒字国政府（公的部門）と民間銀行（私的部門）のどちらがより多くの損失を負担するかという攻防であった。2012年1月13日に格付け会社のS&Pがフランス国債を格下げした直後、EFSFの格下げも実施され、公的部門の資金調達に窮迫したので、民間銀行の負担増に向けて圧力が掛ったわけだが、ギリシャ政府と民間債権銀行団とのリストラ交渉は一時期暗礁に乗り上げた。ようやく2012年3月10日に至って、債権者の95%が、①2060億ユーロのギリシャ政府向け債権の53.5%分を減損処理することと、②新規発行の低クーポン債で借り換えることに合意した。この段階でギリシャは実質的に債務不履行（デフォルト）に陥った。

上記2012年3月の民間銀行団との合意成立を受けて、1730億ユーロの第二次ギリシャ救済支援が最終的に固った。この1730億ユーロのうち、ユーロ圏諸国が1450億ユーロ、IMFが280億ユーロの資金を拠出した。救済融資を受ける条件として、ギリシャ政府は、2014年に基礎的財政収支を均衡化させるとともに、2011年末現在GDP比で170%に達した政府債務を2020年までに120%に引き下げること、およびその一環として公務員数の削減などの構造改革を実施することを公約した。（しかしこの公約もその後2012年11月にはさらに先延ばしされた。）

ギリシャの債務再編（リストラ）はいくつかの悪しき前例を作った。第一に、ギリシャ政府が国内債務に関して一方的に集団行動条項（collective action clause）を挿入したことである。この条項は、一定数の債権者（たとえば債権者全体の75%）の同意が得られれば、債務全体のリストラを一挙に実施するというもので、英米の債券法では制度化されている。しかし国債は、無リスク証券とみなされたためデフォルト（債務不履行）が想定されておらず、集団行動条項も付いていなかった。それが2012年3月の第二次ギリシャ救済支援に関連して、民間銀行債権の減損処理比率が53.5%に引き上げられたときに、ギリシャ政府が国内法に準拠して発行した国債に、一方的に集団行動条項を挿入した。それを受けて格付け会社のS&Pが、ギリシャ国債を「選択的デフォルト」と宣言したため、結局CDSが発動さ

れた。こうして近代以前の一方的な債務破棄に似たような状況が出現したわけだが、それはEMUを守るという大義のもとで、加盟国が共謀して行った史上最大規模の債務破棄（repudiation）であった。

悪しき前例の第二は、ECBなど国際金融機関が保有するギリシャ国債には集団行動条項や減損処理が及ばず、公的債権者が優遇されたことである。民間債権は減損処理が行われたが、公的債権は温存された結果、民間債権と公的債権の順位付けが事実上公認されてしまった。

3. ユーロ解体の可能性

第二次ギリシャ支援後、2012年5月6日に実施されたギリシャ総選挙で、緊縮政策に反対する政党が選挙民から支持され、ギリシャ債務危機は再び悪化した。ギリシャのEMU離脱（Grexit）の可能性が高まるとともに、周縁国の国債市場や銀行経営が混乱に陥り、ユーロ解体の可能性も出てきた。

この段階に至ると、欧州債務危機の原因究明よりも、当座の危機打開策のほうが重大な関心事となった。欧州中央銀行（ECB）による民間銀行向け緊急融資（後述のLTRO）に加えて、2012年7月からは、EFSFを恒久化するESMが始動した。ESMはEFSFに代わる恒久的な支援機関として2011年6月に設立が合意され、加盟国が拠出した払込資本金（800億ユーロ）と、必要に応じて拠出する要求払い資本金（6200億ユーロ）を裏付けに、最大5000億ユーロの支援を行うことができる。当初は2013年7月発足を予定していたが、それを1年間繰り上げたのである。こうした安全網の整備にもかかわらず、債務国の支払い能力の抜本的改善は程遠い状況であった。

かりにギリシャがEMUを離脱した場合、新通貨（新ドラクマ）の導入が大変な作業になる。新札やコインの印刷製造とその搬送、ATM（自動現金預払い機）や自販機のコンピュータ・プログラム変更、EU補助金の削減（ギリシャはGDP比3%相当のEU補助金を得ている）、離脱した場合の安全保障上の不安（特にギリシャの場合にはトルコとの関係）、外国の債権者に

よる訴訟などが予想された。ギリシャが新ドラクマの為替レートを大幅に切り下げても、賃金物価のスパイラルの上昇によって、切下げの効果が雲散霧消するであろう。また過去に政府債務がデフォルトしたアルゼンチンやロシアの場合とは異なり、ギリシャは食料を自給できないので、国民生活の窮乏化は想像を絶する。

ギリシャの離脱に関しては、さらに多くの問題がある。第一にEMUを離脱した後もEUに留まった場合、EU内では人、物、金の移動が自由だから、資本や労働力の大量流出が起きる可能性がある。第二に、非可逆的な制度としてスタートしたはずのEMUからの脱退が可能だということは、非可逆性の原則自体が崩れることになる。第三に、地政学的リスクも懸念される。ギリシャでは1970年代に親米的な軍事独裁政権が崩壊した後、1980年代初頭に、現在のPASOK（全ギリシャ社会主義運動）が政権を握り、ソ連との関係を親密化させた。そうした過去の経緯もあって、ギリシャが離脱した場合に、ロシアと接近する可能性が指摘されている。

ギリシャはEMUに加盟した結果、一種の過疎化問題に陥った。アテネへの一極集中や優秀な人材の国外流出が起きたのである。ギリシャの人口1100万人のうち、実に400万人強がアテネ大都市圏（large urban zone）に居住する。過疎化問題は市場経済メカニズムでは解決できない。

II. 欧州債務危機の背景

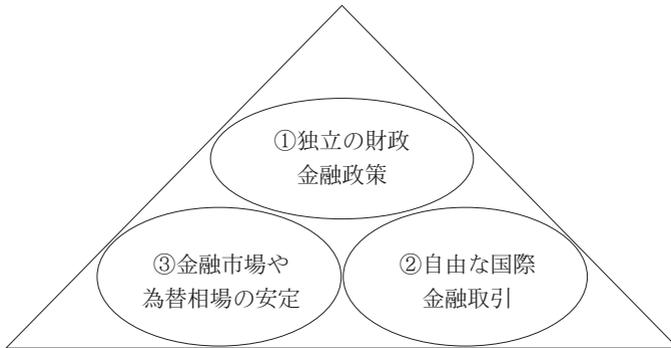
1. 「聖ならざる三位一体」

欧州債務危機を理解するためには、欧州通貨統合（EMU）の仕組みや、通貨統合の一般的な論理を整理する必要がある。

1990年代にEMUを推進する論理として「聖ならざる三位一体（Unholy Trinity）」ないし「非整合の三角形（Inconsistent Triangle）」という考え方が提唱された(図表1参照)。これは国際経済学や国際金融論でしばしば引

図表 1 聖ならざる三位一体 (Unholy Trinity)

- ・自由, 独立, 安定の非整合問題



出所：M. Obstfeld & A.M. Taylor [2004] *Global Capital Markets* をもとに作成

用される命題で、主権国家の独立した財政金融政策（①）と、自由な国際金融取引（②）、この双方（①と②）を許容したうえで、なおかつ金融市場や為替相場の安定（③）を達成するのは困難だという考え方である²⁾。第二次世界大戦後、1971年まで続いたブレトン・ウッズ体制（金ドル本位制）は、自由な国際金融取引（上記②）を制限することによって、主権国家の独立した財政金融政策（①）と、金融市場や為替相場の安定（③）を可能にした。EMUの場合には、ECBを創設して金融政策を一本化し、それによって②の自由な国際金融取引と、③の為替相場安定（単一通貨ユーロ）を可能にしようとした。

EMUを支える制度としては、物価安定を唯一の政策目標とするECBのほかにも、財政赤字や政府債務を一定の範囲内に抑制する「成長安定協定」が存在した。成長安定協定は財政統合の代役であったが、2000年代前半の世界的低金利の中で、財政赤字ファイナンスが容易に行われたので、財政赤字や政府債務の増大に対して歯止めが掛からなくなった。しかも独仏両

2) この問題を体系的に説明した文献として、M. Obstfeld & A.M. Taylor [2004] *Global Capital Markets* がある。

政府が2003～04年に、この成長安定協定を公然と破ったので形骸化してしまった。金融政策は一本化されたが、財政政策は一本化（財政統合）されず、加盟各国が独立に財政運営したので「聖ならざる三位一体」が残存したのである。この財政統合の不在が、後々まで禍根を残すことになった。というのは、財政赤字や政府債務が増大した結果、国債金利の意図的引下げや政府債務の貨幣化（中央銀行による購入）といった形で、金融政策に政治的な圧力が掛かったからである。

2. 制度上の不備

ギリシャ危機が最初に表面化した2010年前半当時、ギリシャは財政節度を失った特殊ケースだとみなされた。人口が高々1100万人（米国50州の人口ランキングでは9位のオハイオ州に相当）のギリシャを救えないのは、EMUに制度上の不備があるからではないかとも考えられた。

ギリシャの財政収支の悪化は、政府の徴税力の欠如や富裕層と政治家の脱税、医療費補助など社会保障費管理のずさんさによるものとされた。社会保障費管理のずさんさの一例を挙げれば、政府が医薬品メーカーから医薬品を高価で買い付け、それを国民（患者）に安価で提供したため、生産者薬価と消費者薬価の逆転が発生した。政府（官僚）と病院（医師）、薬品会社との間には共通の利権が存在した可能性がある。薬価の逆転を政府が財政資金で補填したので、財政赤字拡大の一因ともなった。もともとギリシャは医学が最初に発達した国のひとつであり、現代の医学用語や病名（英語）の語源の大半はギリシャ語である。OECDやWHO統計によれば、ギリシャは、人口10000人当たりの医師数が61人で、OECD諸国中で最多（日本は22人）だが、後発医薬品の普及比率では、規制緩和の遅れもあって最低の部類に属す。（10000人あたりの病床数では日本が最多である。）

古今東西の偉大な文明は、疫病、飢饉、異民族の侵入、政治破綻のいずれかによって衰退した³⁾。政治破綻とは、制度インフラの崩壊によって、

3) Morris, I., [2010] *Why the West Rules--- For Now* による。

国家（古くは王朝や帝国）が統治不能になる状況を意味する。市場参加者の相互信頼や公正取引を重視するはずの米英の市場経済システムも、LIBOR（ロンドン銀行間資金取引金利）の不正操作など、度重なる銀行不祥事が示すように、2007～08年以降の国際金融危機で制度基盤の劣化を露呈した。金融機関救済および不況回避のため財政支出増によって、米英の財政赤字も急拡大した。米国では財政赤字削減のための連邦議会での協議が紛糾し、統治不能の状況に陥った（いわゆる「財政の崖」問題）。日本のデフレと政府債務肥大化も10年以上にわたって続いているが、一向に改善の兆しはみられない。そうした意味では、ギリシャ危機は特殊ケースどころか、先進国の政府債務危機の先行事例であった。

それはともあれ、ギリシャの場合「EMUの制度上の不備」という議論にも妥当性はあった。というのは、そもそもEMUは三つの禁じ手によって縛られていたからである。第一の禁じ手は、EMUから離脱するというオプションが加盟国にはないこと（no exit）である。たしかにEU条約50条には「欧州連合（EU）からの任意離脱」という条項があり、加盟国はEUから脱退できるのだが、EMUから離脱したうえで、なおかつEUには残留するというオプションは存在しない。

第二は、EU運営条約125条1項が債務国救済を禁じていること（no bailout）である。同条項によれば「EUおよびその加盟国は、政府、地域、地方、その他の公共機関の債務を保証したり引き受けたりすることはできない」とされている。2010年5月の第一次ギリシャ救済に際しては、緊急避難条項（EU運営条約122条2項）が援用されたが、この条項は元来、自然災害などの例外的事態に対処するための救済条項であった⁴⁾。

第三の禁じ手は、国家政府の債務不履行（デフォルト）が想定されていないこと（no default）である。元来徴税力がある政府がデフォルトを起こ

4) 「EUの新しい基本条約」であるリスボン条約の正式名称は「欧州連合条約および欧州共同体設立条約を改定するリスボン条約」であり、それは既存のEU諸条約を改正して「EU条約」と「EU運営条約」に再編成するための条約である。（鷲江義勝編著『リスボン条約による欧州統合の新展開』（ミネルヴァ書房）による）

すとは想定されなかったので、破産法のような法的処理の条項や規定は存在しない。たとえば既存のギリシャ国債は、ギリシャの国内法に準拠して発行されており、債務リスラを実行するような条項はない。さらに財政統合ではないので、EMU加盟国の租税制度や国債発行制度は共通化されておらず、特定国債務の連帯保証も行われない。またECBの最後の貸し手機能も明文化されていない。EMUには、こうした制度上の不備があった。しかしギリシャが事実上のデフォルトに陥り、同国が救済される過程で、第一のEMU離脱を別として、第二と第三の禁じ手は、事実上打破された。

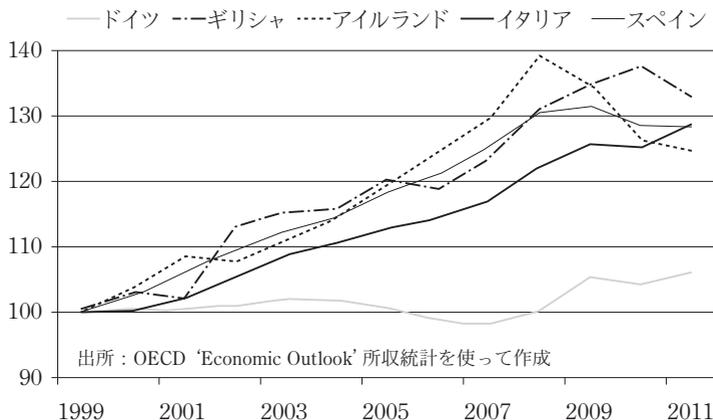
3. 基礎的経済条件の格差拡大

通貨統合以前の時代であれば、経済政策が失敗し景気が悪化したり経常収支が赤字化した国では、インフレ率や金利が上昇したり、為替相場が下落したりして調整が行われた。しかしEMU加盟国の場合、景気が悪化したり経常収支が赤字化したりしても、共通通貨を使用しているため、単独では為替レートの切下げはできない。その代わりに、国債の格下げや流通市場価格の下落という形で信用リスクが顕在化し、周縁国の国債が売り叩かれた。

一般的に言って通貨統合は、金本位制と同様に、経済運営上の規律が厳しい制度である。EMU加盟国は独立国家だが、みずからの通貨を発行できないので、その分厳しい経済運営を強いられる。経常収支が赤字化した場合には、実質賃金引下げや黒字国に向けての労働移動によって赤字を削減すべきである。これが通貨統合の基本原則であり、経済統合や経済条件収斂の意味でもある。米国は通貨統合ではないが、各州の財政は均衡化が義務付けられている。また1980年以降の産業構造の変化に伴って、北西部のラストベルト（重化学工業地帯）から南西部のサンベルト（石油開発やハイテク産業地帯）に大量の労働者が移動した。

ところがEMUの場合、図表2に示すように、基礎的な経済条件である労働コストの推移をみると、EMUが発足した1999年以降、ドイツではきわめ

図表2 労働コストの推移 (1999=100)

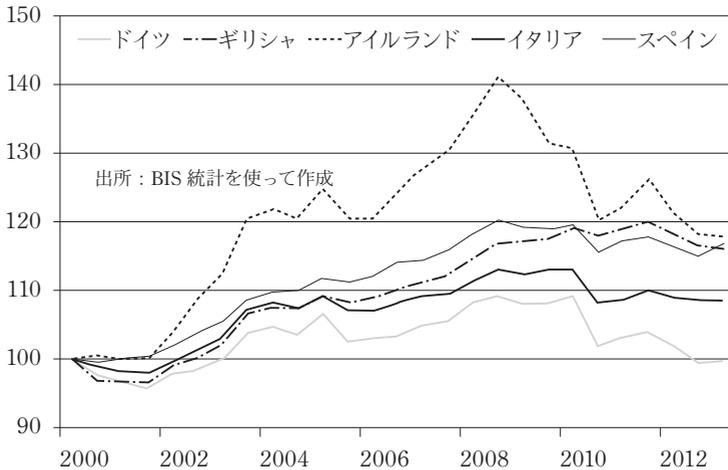


て安定していたが、南欧の周縁国では労働コストが30%以上も上昇した。なお図表2の労働コスト指数は、OECD統計を使って、民間部門の労働者一人一時間当たりの賃金報酬指数を、国民所得計算ベースの労働生産性指数で割り引いて計算した。

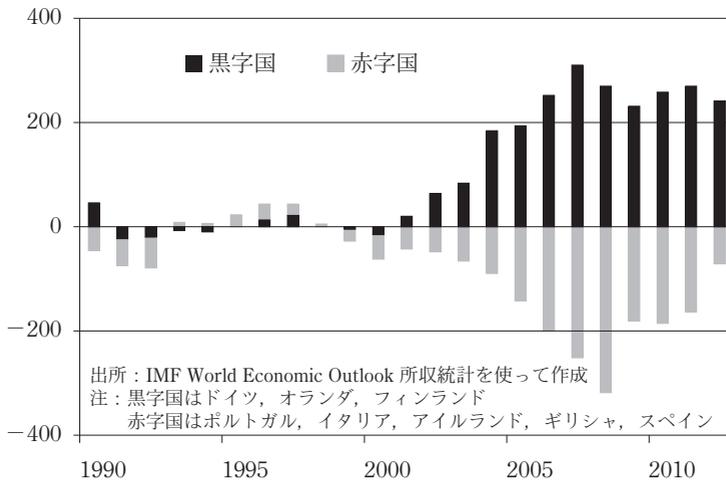
ドイツの労働コストが安定していたのは、1990年代以降進展した旧東欧諸国の自由化と開放経済への移行が、ドイツの労働者や労働組合に脅威を与えたからであった。ドイツ企業が生産拠点を旧東欧諸国に移転させたり、アウトソーシングを積極化させたりする構えをみせ、そのことが脅威となって賃金低下圧力がかかり、ドイツの労働コストが抑制された。つまりドイツの「競争力強化」は、一部の機械産業を除けば、全要素生産性の上昇によるというよりも、高賃金・高失業の組合せから低賃金・低失業の組合せの方向に、フィリップス曲線上を移動することによって達成された。

ドイツと逆のケースがイタリアであり、賃金や労働コストの低下を妨げる構造要因が多い。イタリアでは1970年に制定された労働者法(Statuto dei lavoratori)によって、15人以上の事業所では解雇が禁止されたうえ、1992年までは「動く階段 (scala mobile)」と呼ばれる賃金の消費者物価スライ

図表3 実質実効為替相場 (1999=100)



図表4 経常収支不均衡 (単位：10 億ドル)



ド条項があり、さらに労使間交渉は中央レベルの団体交渉の場に持ち込まれた。1992年の経済危機以降、こうした制度は徐々に緩和されたが、依然として労働市場は硬直的である。厳しい労働規制を回避するために、企業

規模の拡大を抑制するので、中小企業が依然として多く、新規雇用は非正規雇用に偏り、さらに地下経済の存在によって労働者の労働市場参加率も低い。政治家のマスコミへの天下りが多いため、言論の自由が封じられ、政府への信頼感が低いため徴税回避や脱税も多い。2011年末に就任したマリオ・モンティ首相は労働市場改革に乗り出したが、受け皿となるべき公的な失業保険制度（セイフティネット）が不備なため、労働市場慣行の弾力化も実行できない⁵⁾。

労働コスト上昇率は、基礎的インフレ率とも呼ばれる。その労働コストが中核国と周縁国との間で大幅に乖離したにもかかわらず、共通通貨（ユーロ）を使用したので、名目為替レートは不変である。その結果、名目為替レートをインフレ率（労働コスト上昇率を反映する）で調整した実質実効為替レートは、ドイツなど中核国と周縁国との間で大幅に乖離した（図表3参照）。ドイツは、労働コストの抑制によって通貨の実質切下げを実現し、それによって産業空洞化を回避した。国内総生産に占める製造業の割合も20%強と、先進工業国の中では高い比率を保っている。中核国の実質実効為替レートが低下し、逆に周縁国の実質実効為替レートが上昇するといった形で競争力格差が生まれ、実質実効為替レートが切り上がった周縁国では、EMU発足以降に経常収支赤字が拡大した（図表4）。

4. 空前の住宅ブーム

周縁国の経常収支赤字は、労働コスト格差だけでなく、成長率格差によっても拡大した。そもそも債務危機に陥った周縁国は、イタリアを別とすれば、欧州の中ではいずれも後発国であった。第二次世界大戦後1970年代末までの間、ギリシャ、ポルトガル、スペインでは独裁政権が続き、民主化や経済自由化が遅れた。それが1980年代以降、独裁政権の崩壊と欧州の市場統合によって民主化や自由化の方向に歩み出し、さらに2000年代にな

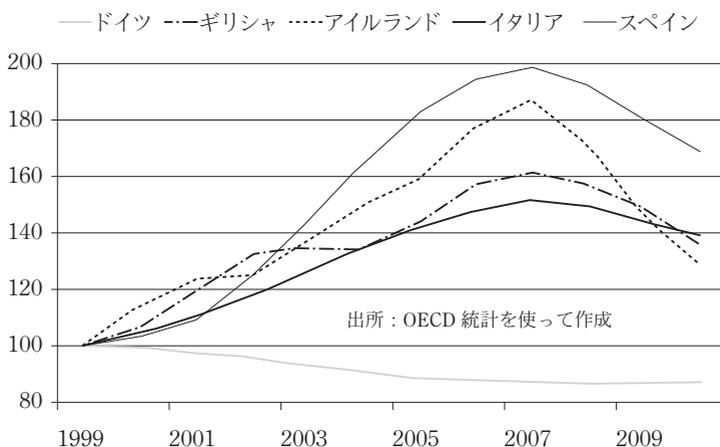
5) B. Emmott [2012] *Good Italy Bad Italy*による。

ると、EMU発足によって経済成長が一気に加速した。アイルランドの場合には、重化学工業化を経ずに、情報通信技術（ITC）やバイオテクノロジーといった先端産業が米英から移植され、経済が活性化した。

これらの周縁国は、欧州債務危機で国名の頭文字をとってPIGSないしPIIGSの汚名を着せられたが、危機が発生するまでは、「豚」ではなく「地中海の虎」ないし「ケルトの虎（アイルランド）」であった。労働供給は豊富だったが、EMUが発足する以前の後進的閉鎖経済のもとで、慢性的な資金不足に悩んでいた。そこにユーロ圏内外から低金利資金が豊富に提供されるようになった。名目金利がドイツ並みの低水準に保たれるなかで経済成長率が高まり、それに伴って名目所得やインフレ率も上昇したので、周縁国では実質金利が大幅に低下した。

しかし特にスペインやアイルランドでは、低金利下で不動産バブルが起きた。民主化や自由化に伴って人口や世帯形成世代が増加し、夫婦共稼ぎによって家計所得も増加した。さらに外資導入に伴って、外国企業や外国人も移住し、そうしたことが相まって住宅ブームを引き起こした。図表5は、EMUがスタートした1999年を基準（100）にした住宅価格の推移を示

図表5 実質住宅価格（1999=100）

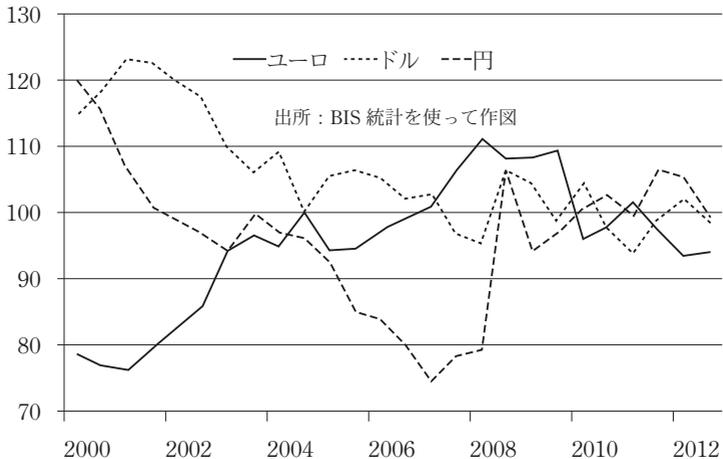


図表6 住宅需要形成要因ランキング (04年現在)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	住宅抵当金利 (実質)	人口増加率	世帯形成世代人口	女性の労働市場参加率	被雇用者一人当り報酬	総合順位
アイルランド	4	1	1	1	1	1
スペイン	1	3	2	2	9	2
米国	2	2	5	5	4	3
ノルウェー	9	4	3	3	2	4
スウェーデン	10	12	4	4	5	5
デンマーク	8	8	7	7	6	6
イタリア	3	11	6	6	11	7
オランダ	6	7	9	9	7	8
フィンランド	7	10	10	10	8	9
スイス	5	6	13	13	12	10
フランス	12	5	11	11	10	10
英国	13	9	12	12	3	10
日本	11	13	8	8	14	13
ドイツ	14	14	14	14	13	14

出所：OECD Economic Survey January 2007: Spainをもとに作成

図表7 実質実効為替相場



すものであり、スペインやアイルランドの住宅価格急騰の跡が窺える。また図表6では、住宅形成要因（2004年現在）によって住宅建設需要の強さをランキングしたが、アイルランドやスペインがランキング上位に位置したことがわかる。

ECBが住宅バブルを潰せなかったのは、金融引締めによってユーロの為替相場が上昇することを懸念したためかもしれない。図表7に示すように、ユーロの実質実効為替相場は、2000年代前半に大幅に上昇した。本章冒頭で述べた「聖ならざる三位一体」との関連でいえば、ユーロ圏内の為替相場は固定されたが、ユーロの対ドル相場はかえって不安定化した。

Ⅲ. 欧州通貨統合の歴史と加盟国の立場

1. 欧州の地域主義と保護主義

経済通貨同盟（EMU）は、半世紀近い年月をかけて到達した欧州統合の中間着地点である。欧州石炭鉄鋼共同体（1951年に調印）から欧州経済共同体（1958年発効）へ至る欧州統合の構想は、ドイツの重化学工業育成とフランスの農業保護が大きな目的であり、もともと地域主義的で保護主義的な性格を帯びていた。中核国の独仏が政府による市場の管理を建前としていたため、民間主導型市場経済の深化には限界があった。

ドイツの場合、第二次大戦後の経済再建は、政府と産業界および労働組合が協議して経済政策目標を設定し、それを民間企業や労働者に厳しく徹底させる「社会的市場経済」の原則によるものであった。それは米英型の民間主導型市場経済システムとは性格を異にした。市場経済システムの深化は遅れ、その遅れを覆い隠すためにEUを27カ国に拡大し、またEMU加盟国を17カ国に拡大した。ギリシャも2001年に遅れてEMUに加盟したが、ギリシャなど南欧の周縁国は労働生産性が低いうえ、労働市場が硬直的であり、金融制度も未発達、財政規律も弱かった。

経済基盤や財政規律が弱いギリシャをEMUに加盟させたのは、米英型の市場経済システムへのアンチテーゼを提示するためであった。その当時、米英経済が活況を呈したのとは対照的に、ドイツは「欧州の病人」と呼ばれていた。ユーロ発足当初の2000年代初頭、ドイツ経済は弱体化していた。それまでの手厚い社会保障制度のもとで依存症カルチャーがはびこり、「ドイツでは、病人が世界一元気であり（軽度の病気による病欠が多いという意味）、退職者が世界一若く（50歳代で早々と退職し年金生活を始めるという意味）、学生は世界一年取っている（大学の学部を卒業しても希望した職業に就職できないと大学院に進学する学生が多いという意味）」と揶揄された⁶⁾。

一方ギリシャは古典文明発祥の地であり、民主主義、法、経済、哲学、劇場などの母国である。そうしたギリシャのEMU加盟は、米英に対して欧州の文化価値やその多様性を誇示するためのものであった⁷⁾。深化よりも拡大を優先させ、経済よりも文化的側面を強調したわけである。

周縁国の住宅ブームによって、拡大は一見順調そうにはみえたが、半面では拡大によって深化が停止するという皮肉な結果になった。また独仏などの中核国やアテネなどの大都市に人口が集中し、周縁国や地方経済が疲弊するといった過疎化問題も発生した。同時に世界経済に占める欧州経済の地位とEUへの求心力も低下した。そうした矛盾や限界を露呈したのが、今回の欧州債務危機だったといえることができる。

2. 独仏の同床異夢

財政収支や経常収支が悪化した周縁国に対して、ドイツが頑なに財政規律強化や緊縮政策を求めるのは、欧州の政治統合を目指すドイツの政策理念の表れである。この点に関連して、1990年代にEMUを推進したコール元

6) G. Radice [1995] *The New Germans* による。

7) 往年の名画『トプカピ』などの主演女優で、ギリシャの文化大臣も務めたメリナ・メルクーリは「文化はわが国の重工業」だと述べた。

独首相とミッテラン元仏大統領の間に同床異夢が存在したことが見逃せない。すなわちコールが、EMUを試金石として最終的には政治統合を目指したのに対して、ミッテランはドイツマルクの廃貨を目的としていた。というのも、1980年代以前のフランスは、強いドイツマルクの影響をまともに受け、フランスフランの切下げとインフレの悪循環に陥っていたからである。また1990年代に入ると、東西ドイツ統合によってドイツが政治的に強大化するといった脅威も、フランスの側に生まれた。

コールは通貨統合が成功するためには、財政統合や政治統合が不可欠であることを認識していたが、マーストリヒト条約（1992年に調印されたEMUの基本条約）締結を推進する段階では、東西ドイツ統合が先決であり、財政統合や政治統合は後回しとなった。それだけでなく東西ドイツ統合をフランスが承認することと引き換えに、ドイツマルクの廃貨とユーロの導入（通貨統合）をコール政権が容認した。コールとすれば、両独統合と欧州統合は一体不可分の政治的事業であったが、フランスとの妥協工作の中で、財政統合や政治統合は先送りされた。この同床異夢は今日まで尾を引いている⁸⁾。

ギリシャ危機を契機に、ドイツのメルケル首相は財政統合や政治統合への長い道のりを再び歩み始めたように見える。たしかにドイツは財政統合や政治統合に前向きだが、フランスは依然として主権の譲渡（政治統合）に消極的である。92年9月に行われたマーストリヒト条約批准にかかわるフランスの国民投票も、賛成票は反対票と僅差であった。後述の財政協定など当面の打開策に関しても、フランスは、加盟国相互間の二国間協定の積み上げによって諸問題に対処するという基本姿勢を崩していない。フランスは、欧州委員会や欧州議会の権限強化には後ろ向きなのである。2011年12月のEU首脳会議では、財政協定（後述）の締結に関連して英国が拒否権を発動したので、ドイツが望んでいたような形での、全面的なEU条約改

8) この辺の事情を詳しく叙述した最近の文献は、T. G. Ash 'The Crisis of Europe', *Foreign Affairs* Sep./Oct. 2012 Vol. 91 No.5

正は困難になったが、そのことは、二国間政府協定の積み上げを望むフランスを利する結果ともなった。

筆者がドイツの政治統合の意図を察知したのは、ドイツの大手銀行が1990年代に毎年フランクフルトで開催した「欧州銀行会議」の場であった。1996年の会議に登場したコール首相（当時）は「ナショナリズムは戦争だ」というミッテラン元仏大統領の言葉を引用して、通貨切下げ競争が近隣貿易相手国の窮乏化によって欧州大戦を引き起こした歴史を聴衆に思い起こさせた。戦争回避という政治目的のために、EMUが必要であることを訴えたのである。

もっともコールの言明は、一見説得力があるが、因果関係の論理が逆転していた可能性もある。というのは、第一次世界大戦後のヴェルサイユ条約でドイツが過大な賠償金を課されたことが、1930年代にナチスドイツ台頭を許したともいえるからである。EMUでは、経済条件が収斂しないまま資本移動が自由化されたため、周縁国が過大な対外負債を負った。その結果、欧州債務危機が発生し、第一次世界大戦後のドイツと同様に、現在ではEMU内の周縁国が債務返済に苦しんでいる。

本来であれば、最初に経済の基礎的条件が収斂し、それが財政統合や政治統合に発展して、最後に通貨統合を成就するというのが順当な道筋である。19世紀のドイツ統一と通貨統合もそうした順路を辿った。しかしEMUの場合には、通貨統合が財政統合や政治統合に先行して実施され、経済統合も後回しになった。換言すれば、政治的な理由から統合という理念ないし願望が優先したのだが、放漫な経済運営や財政規律の低下は黙認され、その分経済統合がますます遅れたのである。

3. ドイツの立場

欧州債務危機は、1980年代前半の中南米危機や1990年代後半のアジア危機と同様に、国際収支（経常収支）危機の性格を持っている。ギリシャ危機の発端が財政収支の粉飾（赤字隠し）だったという点ではやや例外だが、

そのほかのユーロ圏周縁国の基礎的財政収支は、少なくとも2007年ごろまでは、黒字ないし均衡していた。政府債務のGDP比率も、スペインやポルトガル、アイルランドの場合には、それほど高くはなかった（図表8参照）。債務危機の直接的な原因は国際収支危機であり、すでに述べたように、労働コスト上昇による実質為替相場切上げと所得以上の支出によって、大幅な経常収支赤字に陥ったのである。

もしもユーロ圏が連邦国家として政治的にも財政的にも統合されていれば、圏内の所得格差は、地方交付税交付金のような形の財政移転によって調整できる。しかしユーロ圏の場合には、政治統合や財政統合は行われておらず、依然として独立主権国家の単なる同盟にすぎないから、財政資金を移転できない。したがって、経常収支赤字は政府債務危機を招きやすく、しかも政府債務危機は、国債を大量に保有する銀行の流動性危機を併発して、ユーロ圏全体の債務危機に波及する。

経常収支不均衡を是正するには、黒字国が内需拡大政策を採用するという方法も考えられるが、黒字国ドイツは内需拡大政策を忌避している。そもそもドイツは、いわゆるケインズ政策（有効需要拡大政策）が成功した経験を持っていない。ましてドイツは、第一次世界大戦後にハイパー・インフレに見舞われた歴史がある。またかりにドイツが財政支出増などで大掛かりな内需拡大政策を実施しても、周縁国からの輸入（周縁国のドイツ向け輸出）への波及効果は小さく、ユーロ圏内の周縁国よりも、圏外の中東欧諸国のほうに拡大効果が波及するであろう。

またドイツが財政移転によって周縁国を救済することは、赤字国の財政規律を緩めモラルハザードを容認することになるとして、これにも表向き反対している。たとえばユーロ共同債は、財政収支が悪化した周縁国の高い国債利払い負担を、連帯債務といった形で共同負担することになるため、財政規律が失われてモラルハザードを容認することになる。周縁国は緊縮財政と構造改革政策によって赤字を削減すべきだというのが、ドイツの一貫した主張である。周縁国では年金の受給開始年齢が概ね60歳なのに、ド

図表8 周辺国の経済指標：単位%

		ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン
一人当たりGDP*		4.0	3.6	1.0	0.9	2.2
失業率	99	12.1	5.6	10.9	5.0	15.6
	07	8.3	4.6	6.1	8.9	8.3
	09	9.3	11.8	7.8	10.6	18.0
政府租債務の GDP比率	99	102.5	48.0	113.7	49.6	62.4
	07	105.4	24.9	103.6	68.3	36.1
	09	127.1	65.2	116.1	83.0	53.3
経常収支の GDP比率	99	-5.3	0.2	0.7	-8.7	-2.9
	07	-14.4	-5.3	-2.4	-10.1	-10.0
	09	-11.0	-2.9	-2.1	-10.9	-5.2

出所：IMF World Economic Outlook所収統計を使って作成 *実質ベースの99～07年平均成長率

イツでは67歳に引き上げようとしている。こうした社会政策上の差があるにもかかわらず、「早期に退職し、太陽（Sun）、砂浜（Sand）、海（Sea）のもとで余暇を楽しむ南欧（South）の周縁国民を、なぜわれわれドイツ人が援助したり連帯保証のユーロ共同債を発行したりして救済する必要があるのか」というのが、ドイツ国民の一般感情であろう。

4. 緊縮政策の限界

しかし一方ではEMUの存続によって貿易上のメリットを享受し、他方では周縁国救済を忌避し、なおかつ内需拡大政策にも消極的といったドイツの主張は、法的にはともかくも、経済的に無理がある。通貨統合を維持するには、規律重視という勝者の論理に加えて、貧しい国や地域への財政資金の移転も必要である。しかし2011年末までの一連のEU首脳会議で、ドイツは大きな譲歩をしなかった。例外的な譲歩は、ECBによる緊急融資を容認したことと、（ギリシャを例外として）銀行保有国債の減損処理の強制を留保したこと、その二点だけであった。

ドイツが賃金抑制によって失業率を引き下げ、経済の再活性化に成功したこと自体は賞賛に値するが、こうした形の「競争力強化」をユーロ圏内

ですべての国が同時に実行すれば、それは縮小均衡ないし近隣窮乏化を引き起こすだけに終わるであろう。現在ドイツが南欧諸国に迫っている緊縮政策や構造改善策にはそうした問題がある。

ドイツ（メルケル政権）が周縁国に対して厳しい態度をとるのは、ひとつにはドイツ連邦議会と憲法裁判所への配慮のためである。ドイツ基本法（憲法）は、その第1条で尊厳、自由、平等など国民の基本権を定めている。この基本権は、第79条3項に規定されるように改正不可能であり、「永久条項」とも呼ばれる。ドイツの憲法裁判所は、財政資金のEUへの移転は財政主権の移管であり、基本権の侵害にあたる可能性を指摘した。そして基本権を守るために、行政府（メルケル政権）による連邦議会への説明責任を強制した。そのため行政府は、EU条約改正はもちろんのこと、ギリシャ支援やEFSFへの抛出に関するEUとの交渉内容を、連邦議会の審議に逐一付託しなければならない。2009年のリスボン条約（EU条約）の批准時に、憲法裁判所は議会への事前報告を義務付けたし、2012年7月に始動を予定していたEMS（欧州安定メカニズム）も、その合憲性をめぐって差止め請求が同裁判所に提出されたため、同年9月13日に合憲判決が下されるまでの間、待機させられた（始動は2012年10月8日）。

IV. 負債デフレとECBの限界

1. 禁断の果実を求めた銀行

ドイツの大手銀行が1990年代に、前述の「欧州銀行会議」を主催したのは、EMU発足によってフランクフルト金融市場を活性化させ、ドイツの銀行業務を拡大させようという狙いがあったからである。

近代以前であれば、財政収支が悪化した国の過剰な政府債務は、政府（王権）による徴税強化、債務破棄、民間資産没収、戦争などの強硬手段によって解決した。しかしグローバル化によって国家政府の力が弱まった結果、

こうした強硬手段の執行はむずかしくなり、それに代わって財政赤字や経常収支赤字のつけ回しが必要になった。そのつけ回しに一役買ったのが、EMU発足を事業機会として捉えた銀行であった。実際、ユーロ圏の銀行、特に独仏の銀行は、周縁国向けの投融資を拡大し、2000年代初頭に国際業務で先行していた米英の銀行に追いつく手がかりとした。こうした銀行の積極的な投融資が、周縁国の財政赤字や経常収支赤字の拡大を許したということもできる。

この点において欧州債務危機は、1980年代の中南米危機や1990年代のアジア危機と共通している。いずれの場合とも、固定平価制やドル・ペッグ制のもとで、規制緩和によって資本移動を自由化し、経常収支赤字を米欧の銀行がファイナンスした。「聖ならざる三位一体」の命題が示唆するように、固定平価制のもとで資本移動を自由化すれば、資本受入国の側では財政金融政策の独立性が失われる。資本移動の自由を事業機会として捉えた米欧銀行が、一方では金融規制緩和を推進するとともに、他方では対外投融資にも加担したので、資本輸入国の政策の独立性はますます低下した。またスイスや日本のような低金利国から、銀行が低金利の短期資金を調達し、その短期資金を経常収支赤字国に提供した。これはキャリートレードと呼ばれる取引で、短期資金借りによる長期投融資という形の満期変換取引が盛んに行われた。ユーロ圏の銀行の場合には、2000年代におけるユーロ高が、ドル・キャリートレードといった形でも、短期資金借入による中長期貸出を可能にし、周縁国の国際収支節度を損なった。その結末がEMUの弱体化であった。

EMUの場合、ユーロ圏内では為替切下げのリスクがなくなった分、銀行は大きな信用リスク（貸倒れのリスク）をとって過剰な投融資を行うことができた。しかも借り手が国家政府の場合には、信用リスクは小さいとみなされた。こうして周縁国の側では過剰な対外債務が発生し、経済の基礎的條件の劣化が加速した。しかも2008年にリーマンショックが起きるまでは、世界的に余剰資金が豊富に存在する超金融緩和状態（Great

Moderation) だったので、各国政府別の信用リスクの差（国債利回りのスプレッド）も小さかった。しかしリーマンショックを契機として、欧州の銀行もドル資金調達がむずかしくなり、資金繰り難や流動性危機に陥ったため、経常収支の赤字ファイナンスが途絶して、周縁国経済も破綻したのである。欧州債務危機は、銀行が「聖ならざる三位一体」を助長した結果発生したといえる。

危機を経て周縁国は緊縮政策を要求されたが、ドイツが内需拡大政策や財政資金の移転（救済支援）を拒む状況では、周縁国の実質賃金下げだけによって経常収支不均衡を是正するのはむずかしい。そもそも周縁国の債務削減のためには、名目成長率が国債金利を上回る必要があるが、経済成長が緩慢なイタリアやスペイン、ポルトガルは、この条件を満さない。かりに緊縮政策によって債務削減を続けたとしても、債務の実質価値は物価下落によって増価するので、債務削減が追いつかない。こうした状況は「負債デフレ」と呼ばれるが、負債デフレは支払い不能（insolvency）を意味する。

しかも加盟国は通貨発行権を持っていないから、政府の支払い能力が疑われて信用リスクが高まると、それがすぐに流動性危機につながる。つまり独立国家とはいっても、通貨を発行できないのでは「裸の王様」と同じだという疑念を生むことになり、このことがユーロ圏固有のシステミック・リスクを引き起こした。債務者としての政府が、民間企業や民間銀行と同じレベルに置かれるようになったともいえる。信用リスクの増大が、寸刻を置かずに流動性危機につながるから、債務国としても時間をかけて構造調整を行う余裕がない。そうしたことも事態の解決を困難にした。

皮肉なことに、ギリシャ危機を契機として財政統合や政治統合を推進するドイツが周縁国に迫った緊縮政策は、1980年代の中南米危機や1990年代のアジア危機において、米国やIMFが中南米諸国やアジア諸国に迫った市場主義的な構造改革（新自由主義のワシントン・コンセンサス）に酷似していた。

2. 金融政策の限界

物価安定を唯一の政策目標とする欧州中央銀行（ECB）は、最後の貸し手としてシステミック・リスクに対応する機能を持っていなかった。そうした制度上の不備を克服するため、ECBのトリシェ前総裁は2010年5月、証券市場計画（Securities Market Program : SMP）という名称で、2250億ユーロ相当のギリシャ国債を流通市場から買い上げた。ECBが赤字国の国債を発行市場から直接買い入れるのはEU運営条約123条に抵触するが、流通市場からの買入れ（証券市場計画）に関しても、中央銀行による国債購入は金融政策が財政政策の役割を担うことになるとして、ブンデスバンク（ドイツ中央銀行）が強く反対した。証券市場計画の当初の構想は、資金供給先の周縁国の財政規律強化を条件とするものであったが、イタリアのベルルスコーニ政権がこの条件を反故にしたので、同計画は頓挫することになり、ECBは証券市場計画による国債購入を停止した。

その後2011年11月に就任したドラギ総裁は、証券市場計画とは違った形で、金融市場の正常化に乗り出した。すなわち同総裁は、みずから財政協定（後述）を唱導する形で、財政規律強化策を受け入れた場合には、銀行への流動性供給を通じて、金融政策面から国債市場を間接的に支援する構えをみせた。実際2011年12月のEU首脳会議の直前には、ECBが銀行の資金繰り難解消のために、国債を担保として総額4890億ユーロ、期間3年の銀行向け長期資金供給（Long-term Refinancing Operation : LTRO）の実施を決定した。さらに2012年2月末には、総額5295億ユーロのLTRO第二弾が実施された。これにより政策金利（0.75%）並みの低金利資金を調達した民間銀行が国債購入に乗り出したので、イタリアやスペインの国債価格が安定化した。

ECBはLTROによって銀行の資金繰りを助けるとともに、さらに2012年9月には国債購入策（Outright Monetary Transaction : OMT）によって、債務危機に陥ったスペイン政府を助ける構えをみせた。しかし中央銀行に

は流動性供給能力はあっても、支払い不能に陥った銀行を立て直したり、国家経済を再建したりする経済的能力はない。逆に債務超過の銀行を破綻させたり、債権者に債権放棄を迫ったりする法的権限もない。ましてや国家財政を直接立て直す権限もない。たしかに中央銀行は政府機関のひとつだから、債務危機に陥った政府に中央銀行が流動性を供給することは矛盾ではない。しかし中央銀行が民間銀行向けに国債購入資金を供給しても、その資金を使って国債を購入した民間銀行が国債を中央銀行に転売すれば、その分民間銀行の中央銀行預け金が増加するだけであり、中央銀行の対民間銀行に対する債務の増加が、通貨として非金融部門で有効に活用される保証はない。したがって中央銀行の貨幣政策だけによって負債デフレの状況を脱却するには限界がある。

3. 量的緩和政策のデメリット

LTROは欧州型の量的緩和策ということもできる。いわゆる量的緩和政策には、当座の流動性危機を阻止し、抜本的構造改革策を実行するまでの時間稼ぎ（緊急避難策）になるといったメリットがある半面、いくつかのデメリットもある。第一に、構造改革策の実行自体を遅らせることである。実際ユーロ圏の場合、トリシェ前総裁時代の証券市場計画が、周縁国の財政赤字削減を先送りさせたり、ストレステスト（経済危機に対する銀行の耐久力をシミュレーションするテスト）を延期させたりする結果となった。そもそも周縁国における構造改革不在のツケがECBによる救済となって回ってきたわけで、ECBによる救済が、構造改革をさらに遅らせるとしたら、悪循環の極みということになる。

第二に、民間銀行がLTROによってECBから借り入れた資金を使い国債を保有すると、債券市場が本来発揮すべきはずの監視機能が失われる。債券市場は、監視者（vigilante）として債券発行体（債務者）の財政や財務の健全性をチェックしてきた。債券価格が下落すれば、発行体は自動的に財務の健全化を迫られたからである。この機能が、1980年代初頭以降20年

間にわたって続いた堅調な債券市場を支えてきたとされる。クリントン元大統領の側近は、「今度生まれるときには（全知全能な）債券市場になりたい」という機知に富んだ冗談で有名になった。

ところが量的緩和政策のもとでは、低金利の短期資金を調達した銀行が、その資金を国債投資に充当することによって、満期変換による利益を容易に捻出できるため、財政健全化の圧力がかからない。また銀行自体の体質強化も遅れて、モラルハザードを引き起こす。銀行が国債保有を増やすため、政府債務危機と銀行危機がリンクしてしまうという問題もある。

第三に、量的緩和政策は信用貨幣の価値を毀損する可能性もある。量的緩和により国債の実質金利がゼロないしマイナスになると、財政赤字削減の強制力が失われるので、最終的には財政赤字の貨幣化につながる。そうになると貨幣価値は低下するであろう。

一般的にいて、交換手段や価値尺度としての貨幣に、法貨ないし信用貨幣としての価値を与えているのは、中央銀行ではなく国家政府や国家連合といった統治機関である。EMUの場合、ECBはユーロの発行機関ではあるが、ユーロが法貨であることを定めているのはEU条約である。すなわちEU条約3条4項は「EUは、その通貨をユーロとする経済通貨同盟（EMU）を設立する」と定め、またEU運営条約128条1項は「ECBおよび加盟各国中央銀行が発行する銀行券のみが、唯一の法貨としての地位を持つ」と定めている。

したがってEUの統治機関に対する信認が低下したり、EMU加盟国相互間の連帯感が低下したりすれば、貨幣（ユーロ）の信用価値も風化するであろう。これはEMU発足当初から指摘されていた問題でもある。通貨統合が先行し、しばらくの間住宅投資ブームなどによって加盟国経済が沸き立ったため、加盟国相互間の経済格差拡大や周縁国の経済構造改革の遅れが覆い隠された。しかもその背後ではEMUの加盟国数が急拡大し、統治機構への信頼や社会的結束、加盟国相互の連帯感が希薄化した。

第四に、国債購入によってECBのバランスシートが肥大化したことも問

題である。このことは、ブンデスバンクが欧州中央銀行の振替システム（TARGET 2）を通じて周縁国の中央銀行向けに保有する債権が、7500億ユーロを超える規模にまで拡大したことで明らかになった。かりにEMUが解体すると、この債権は焦げ付くので、ブンデスバンクがその債権の引き出し（現金化）を要求するかもしれない。そうなるとドイツ国内で過剰流動性問題が発生する。

4. 財政統合へ傾斜するドイツ

一方で周縁の赤字国の経済基盤が弱く、他方で中核の黒字国が内需拡大策に消極的だとすれば、経常収支の不均衡問題（ユーロ圏内の周縁国の赤字と中核国の黒字）が簡単に解決するとは期待できない。かりに周縁国が緊縮政策によって労働コストを大幅に引き下げたとしても、それはデフレを深刻化させ、負債の実質価値をますます増価させるだけの結果となるから、ほとんど無意味である。また2012年後半にIMFが指摘したように、財政赤字の大幅削減は、負の乗数効果を伴ってデフレ圧力を加速する可能性もある。前節で述べたように金融政策の力にも限界がある。

経済の基礎的条件の大幅乖離による経常収支不均衡の結末は、①財政統合か、②ユーロ解体かの二者択一である。そうした意味で欧州債務危機は、制度上の不備が問題視された時期（2010年の第一段階）から、経済条件の乖離による経常収支不均衡が問題視された時期（2011年の第二段階）、政府債務危機と銀行危機が連鎖的に発生した時期（2012年の第三段階）を経て、財政統合かユーロ解体かの岐路に達したといえることができる。

当然ながら、本格的な財政統合にはEU条約の改正が必要だが、かねてよりドイツは、EMUを推進する立場から財政統合や政治統合を目指してきた。つまり上記の①と②のうちでは、明らかに①を選択している。フィッシャー元独外相は「EUの理念は勢力均衡ではなく統合である」（2010年10月EU Institute in Japanでの講演）と述べたし、またショイブレ独蔵相も「欧州統合のためには主権の部分的制限が必要である」（2010年12月6日付

けフィナンシャル・タイムズ)と記した。財政統合は、「周縁国が緊縮政策と構造改革政策によって赤字を削減すべきだ」という考え方と並ぶ、メルケル政権の二大主張でもある。財政統合は、財政主権の一本化によって厳しい財政規律を課し、大幅な財政赤字や重債務に陥った国の政府には、制裁やEMUからの離脱勧告が提示される。

すでに2011年12月8～9日のEU首脳会議の段階からは、部分的な財政統合に向けて動き始めた。EU運営条約136条1項は、EMUの適切な機能を確保するために、加盟国が独自に予算上の規律および監視を強化する特別措置を採択できるとしている。財政政策の協調や相互監視、経済政策指針などの取決めも条約上認められている。

5. 財政協定のメリット・デメリット

第二次世界大戦後の初期段階で欧州統合を唱導したジャン・モネ（欧州石炭鉄鋼共同体の初代委員長）以来の伝統を受け継ぎ、EMUは、できることから徐々に進めるという「機能主義 (functionalism)」の段階的アプローチを採ってきた。2011年12月8～9日のEU首脳会議でも、当面の危機管理策および財政統合への一里塚として、英国とチェコを除くEU加盟25ヵ国が「財政協定 (fiscal compact)」の締結を決議した。その後2012年3月2日のEU首脳会議で、この財政協定は「EMUの安定・調整・統治に関する条約 (The Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the EMU)」の一部として正式に採択され、加盟国首脳による署名が行われて、加盟各国の批准をもって2013年1月に発効する運びとなった。

この財政協定は、EU条約を改正せずに、二国間政府協定の積み上げによって締結できるが、加盟国が独自に財政収支均衡化を、憲法などの国内法で明記することを義務付けている。これは「黄金律 (golden rule)」と呼ばれ、欧州司法裁判所がこの黄金律の実施を監視し、違反した場合には制裁金を課すことになる。スペインを始めとしていくつかの国が法改正に動き出したが、各国政府とも実行不可能な厳しい条項を導入するはずはなく、

国内法改正の形式は踏むものの、適用除外条項（例外規定）を含む穏便なものになりそうだ。

2011年12月のEU首脳会議では、ギリシャを例外として、民間投資家（債権銀行）が保有する国債の減損処理を強制しないことも決めた。前述のように、この点はドイツの譲歩であった。もちろん周縁国の経常収支赤字を積極的にファイナンスして、欧州債務危機を煽ったのは民間銀行だから、本来であれば銀行が不良債権償却を進めるのが筋である。しかし不良債権化した周縁国国債を民間銀行が減損処理すると、銀行の自己資本が毀損し、政府と銀行が共倒れになる可能性がある。また周縁国政府にも銀行を救済する資金的な余力がなくなっているのに、減損処理の強制を避けたのである。

なお減損処理に関してドイツが譲歩したのは、財政協定を推進するためでもあった。財政協定が締結されれば、第一に、周縁国国債の発行金利が低下するので、ドイツなどの黒字国による救済負担が軽くなる。第二に、周縁国が財政均衡化へ取り組んでいることを実証できれば、ドイツ連邦議会に対して批准などの理解を求めやすくなる。第三に、財政協定によって財政赤字削減に目途が立てば、経済成長政策路線への転換も可能になる。こうしたことは、メルケル政権にとっても危機打開策につながるもので、一定の譲歩をしたものと考えられる。

財政協定のデメリットは、緊縮財政が景気悪化を深刻化させる可能性があることである。ギリシャ危機にもそうした側面があったが、急激な赤字削減策は、それをまじめに実行しようとしているスペインやポルトガルのような国にとっては、かえって債務危機を深刻化させるおそれがある。

V. 今後の展開

1. メルケル首相の政治決断

2012年末時点で、中長期的にはEMU解体の可能性が依然として残ってい

るが、短期的にみた場合、ギリシャのユーロ離脱（Grexit）の危機は2012年夏に山場を越えたといえる。転換点となったのは、ドラギECB総裁が2012年9月6日に発表した前述の国債購入策（OMT）の構想であった。OMTは、2010年5月から実施された証券市場計画（SMP）同様に、金融政策の効果伝達を阻害するような、金融市場の緊張を緩和させることを表向きの目的としている。期間1～3年の国債を買入れ対象とし、買入れ額と同額の資金を金融市場から吸収し貨幣発行を不胎化する。その点でもOMTはSMPと似ているが、相違点は次の二点である。第一にOMTは、国債の発行国（資金受入国）が財政健全化をECBやIMFに確約して国債購入を要請すること、第二にOMTは、ECBが優先弁済順位を設定せずに無制限に国債を買い入れる。特に第一の点は、債務危機に陥った国、典型的にはイタリアの改革努力を、SMPがかえって損なったという反省に基づくものである。

OMTに関しては、ブンデスバンクのヴァイトマン総裁が公然と反対したが、メルケル首相がブンデスバンクの主張を退けた。メルケル政権は、ユーロ解体のコストと周縁国救済（EMU存続）のコストのトレードオフ関係の中で、EMU存続のほうを選択したとみることができる。第二次世界大戦後のドイツは、通貨価値の安定と欧州統合の強化を二大政策目標としてきたが、メルケル首相がヴァイトマン総裁を抑え、ドラギ総裁を支持する形で、ひとまず後者の目標を優先した。もともとEMUは政治主導のプロジェクトであり、かりにEMUが解体した場合、欧州内の南北対立や紛争に至る可能性があるから、メルケル首相の決断は当然でもあった。

ちなみにドイツの政治家がブンデスバンクの主張を退けたのは、今回が初めてではない。コール元首相が1990年代にEMUを推進した際にも、ドイツマルクの堅持を主張するブンデスバンク（特にペール元総裁）を抑え込んだ経緯があった。筆者は1990年代後半に、フランクフルトでブンデスバンクの首脳に何回かインタビューしたが、そのときの感触では、ブンデスバンクはEMUの実現可能性を非常に低く見ていた節が窺えた。

2. 銀行同盟 (banking union)

スペインで政府債務危機と銀行危機が連鎖的に発生した段階で、銀行資本の増強が喫緊の課題となった。それまでのEUやEFSFからの資金拠出は加盟国政府向けであったが、各国とも財政赤字が大きく、これ以上の債務増には耐えられない。ECBの長期資金供給 (LTRO) は、銀行による国債保有を増加させたが、これが皮肉にも政府債務危機と銀行危機を連鎖させてしまった。

そこでこの連鎖を断ち切るために浮上したのが、ユーロ圏レベルの銀行同盟の構想であり、2012年6月のEU首脳会議で銀行同盟の結成が大筋で合意された。銀行同盟は銀行システム強化のために、①銀行規制監督、②破綻銀行の清算処理ないし資本注入、③預金保険制度などを、ユーロ圏レベルで共通化するという構想である。従来から、銀行の国際業務は自由であったが、そうした業務が危機を引き起こした場合には、銀行救済や破綻処理が加盟国ごとに別々に行われた。しかしそれでは加盟各国の財政が身動きできなくなるので、ユーロ圏レベルで超国家的な規制監督体制と安全網を新設しようというわけである。ユーロ圏では中央銀行をECBに統一し、EU条約上はともかくとして、実質的に最後の貸し手機能を与えた以上、論理的にあって銀行システム自体も統合すべきである。

銀行同盟は、それが実施されればEMU発足以来の快挙である。欧州債務危機の解決策としてだけでなく、加盟国別に異なる規制監督が一本化されれば、透明性や信頼性が増すので、相当の前進になる。しかし銀行同盟の構想を一気に実行したいフランスや南欧諸国と、銀行の規制監督強化と資本注入を切り離して実施すべきだとするドイツ、オランダ、フィンランドとの間で相変わらず見解の相違がある。資本注入や預金保険は、究極的な負担がドイツなどの国民 (納税者) に及ぶからである。そのためドイツなどは、銀行の規制監督強化が破綻銀行への資本注入の前提であり、かりに資本注入を行う場合には、注入された資金を既往債務の返済に充当するこ

とを禁止するなどの条件を付けている。銀行同盟は、将来の銀行危機の予防策であり、既往債務の処理はスペインなど当該国政府の責任であるというのがドイツなどの立場である。

またドイツは、ECBが銀行規制監督に当たる場合、その対象範囲を大銀行に限定することも求めた。もともとドイツには中小銀行が多いうえ、そうした銀行の規制監督権限がECBに移管されると、行く行くは清算処理(生殺与奪)の権限まで剥奪されてしまうといった懸念があるからであろう。ともあれ2012年12月のユーロ圏財務相会議で、資産規模が300億ユーロ以上の大銀行をECBの規制監督対象とすることで妥協が成立した。これを単一監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism) と呼び、2014年3月の始動を予定している。

3. 銀行同盟の問題点

銀行の不良債権処理や債務救済の究極的方法は、加盟各国の相互負担による不良債権の共有化 (mutualization) か、中央銀行による不良債権の貨幣化 (monetization) か、その二者択一である。銀行への資本注入は共有化を、また国債の買取りは貨幣化を意味する。ECBによる貨幣化はEU条約に抵触するので、銀行同盟構想といった形で資本注入が俎上に上ったのである。

しかしこの構想の問題点は、銀行への資本注入を行う場合、同時に民間投資家 (銀行の債権者) が債権放棄といった形で負担を迫られることである。2012年3月のギリシャ債務リストラ時に明らかになったように、民間債権の減損処理は、金融市場の大混乱を引き起こす。第二に、ユーロ圏全体で5兆ユーロにも達する銀行預金を保証するような預金保険機構を創設する場合、抛出金自体も巨額になることである。この点に関連して、ESMの資金を資本注入に使えるかどうか、さらに追加的な資金調達のためにESMが債券発行できるかどうかの問題となる。ドイツは、公式の連帯保証ユーロ共同債の発行は財政統合が実施されたあとにはじめて可能になると

いう立場だから、ユーロ共同債の発行には賛成していない。ドイツの立場は、財政統合を同時進行させ、それによって徴税や支出の一本化が行われた後に、はじめて預金保険機構などへの拠出が可能になるというものである。そして財政統合を進めるには、政治統合に向けての前進が必要となる。銀行同盟は加盟国相互間の資金移転を伴うから、財政統合や政治統合が同時進行しなければならない。また銀行の破綻処理（清算）は、労働法や破産法の共通化を必要とする。

銀行同盟の第三の問題点は、国境を越えた金融規制監督の役割を、どの機関が担うかである。2012年6月29日のEU首脳会議では、ECBに規制監督権限を一元化することで合意がなされたが、ECBが銀行監督に関与すると、金融政策の独立性が損なわれる危険性もある。またユーロ圏レベルで銀行破綻宣告や清算が行われると、国別に旗艦銀行を持つ加盟各国政府の利害と衝突する。破綻銀行の清算に際しては、無担保債権の保有者に貸倒れの損失が及ぶ（いわゆるbail-in）が、ECBに規制監督権限を集中させた場合、選挙の洗礼を受けていないECBに清算や損失確定を強制執行する権限があるかどうか問題である。第四に、銀行同盟を進めるにはEU条約改正が必要だが、ロンドンに一大国際金融センターを持つ英国が条約改正には反対することである。

このように考えると銀行同盟の実現にはいくつも障害があり、簡単に実施されるとは考えられない。特に上記の第二点（財政統合や政治統合が銀行同盟の前提条件）が根本的な問題である。また2012年9月にドラギECB総裁が実施を宣言した国債購入策（OMT）が、銀行同盟や財政統合を遅らせる可能性がある。OMTの存在によって加盟国がかえって安心し、政治的障害の多い銀行同盟や統合深化を回避するかもしれないからである。結局、加盟国の銀行の規制監督の共通化に留まり、預金保険制度や破綻処理の統一は先送りされるというのが、銀行同盟の当面の成行きであろう。

4. 悲観シナリオと楽観シナリオ

EMUは国際金融の歴史上、稀にみる政治的実験であり、今や欧州における宗教的儀式ともなったが、周縁国の経済力や政治指導力の弱体化によって破綻しかけている。米国が連邦国家として台頭したような形で「欧州連邦」が形成され、財政統合や政治統合が進むのか、それともEMUを解体して排外的な小国に再分離するのか、いよいよクライマックスを迎えている。

欧州債務危機の本質的な原因は、労働コストの内外格差による経常収支危機であり、それはとりもなおさず加盟国間の経済格差問題である。もっとも周縁国の経常収支赤字は、労働コスト削減の影響もあって、アイルランドやポルトガルでは収支改善の兆しがみられる（図表9および図表4を参照）。

ユーロ圏全体としては、図表4で示したように、経常収支はほぼ均衡しているので、加盟国を地方自治体とみなせば、欧州債務危機は、過疎化による地方財政破綻と、地方自治体債（周縁国国債）に投資していた銀行の不良債権問題とみなすことができる。したがって、財政統合が進展すれば問題解決につながることはたしかである。財政統合がさらに政治統合に深化すれば、将来的には①連帯保証によるユーロ共同債発行、②欧州財務省の設立、③欧州通貨基金の設立、④加盟国国民の直接投票による欧州大統領選挙なども俎上に上り、あらたな展望が開けるであろう。

図表9 2012年の経済指標：GDP比%

	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン	ユーロ圏
財政赤字	-7.5	-8.3	-2.7	-5.0	-7.0	-3.3
基礎収支	-1.7	-4.4	+2.6	-0.7	-4.5	-0.5
政府債務	171	118	126	119	91	94
経常赤字	-5.8	+1.8	-1.5	-2.9	-2.0	+1.1
実質成長率	-6.0	+0.4	-2.3	-3.0	-1.5	-0.4

出所：IMF World Economic Outlook所収統計を使って作成
注：政府は一般政府を指す

しかし依然として問題なのは、特にドイツが周縁国の財政規律強化に固執している点である。これは、ドイツが本格的な財政統合や政治統合を目指しているためでもある。ドイツは、米国の各州と同様に、EMU加盟国が均衡財政を国内法や憲法に明文化したあと、条約改正を経て初めてユーロ共同債の発行などが検討課題に上るとしている。しかしスペインやイタリアの問題は、政府債務と銀行債務の連鎖問題である。この両国の場合ギリシャとは異なり民間債務も多いので、緊縮財政政策を強要するだけでは解決できない。なんらの救済措置も講じずにそのまま放置すれば、EMU解体の危機が再発する。

そこで当面短期的にEMU解体を回避するために、①連帯保証のユーロ共同債発行や、②銀行の資本増強を先行させる必要がある。公式の連帯保証ユーロ共同債の発行にはEU条約改正が必要になるので、さしあたりはESMが擬似的なユーロ共同債を発行するといった便法が考案されるかもしれない。ESMは800億ユーロの払込資本金を持つ法人だから、単に融資だけでなく、潜在的には債券発行体としての機能も果たすことができる。現行の規定では、ESMは融資業務（返済を前提とする）しか行えず、ESMから融資を受けた国の政府が返済不能（デフォルト）に陥った場合、ESMの出資者（加盟国の納税者）に負担が及ぶことになる。

しかし中央銀行（ECB）による債務の貨幣化や民間銀行の債権放棄ができないとすれば、応急的にESMが発行体となって資金調達し、不良債権の買取りに乗り出さざるを得ないであろう。またEMSが破綻銀行の株主になるといった事態も想定されるし、ESMに銀行ライセンスを与え、不良資産化した周縁国国債を買い上げて破綻処理銀行（bad bank）にするとといった構想もある。本格的な財政統合や周縁国の構造調整に長い時間を要するとすれば、EMUの存続を図るメルケル政権としても、ESMの存在は一種の命綱である。ESMが擬似的なユーロ共同債の発行によって資金を調達し、その資金を使って銀行債務の肩代わりする段階で、はじめて破綻処理や資本注入、預金保険の共通化といった銀行同盟の構想が少しずつ具体化するか

もしれない。さもないと政府と銀行が共倒れになるシステミックな負債デフレから、いつまでたっても脱却できない。

むすび

欧州債務危機の今後の展開に関して楽観的展望を描くとすれば、それは前述のように、周縁国の経常収支赤字が、徐々にではあるが改善していることである。またドイツが労働生産性の上昇に見合った形で賃金を引き上げ、実質的に為替相場を切り上げるとともに、ドイツ国内のサービス産業の規制緩和によって、周縁国からのサービス輸入を増加させることも必要である。

ギリシャの債務問題に関しては、2012年11月に第三次支援策が固まった。その中身は、①基礎的財政収支をGDP比3%以下にするという目標の達成期限を、当初の2014年から2016年に2年間延期する、②2020年までに政府債務のGDP比を120%以下にするという目標を、124%以下に緩和する、③ECBが保有するギリシャ国債から発生する利子収入をギリシャに返還する、④自国債を民間投資家から買入償却するための資金をギリシャ政府に提供する、⑤2012年3月に一度決定された第二次支援策のうち、同年6月以降凍結されていた525億ユーロの融資を再開する、といった内容であった。

このうち④は民間保有の国債（額面価値で約300億ユーロ相当）を市場価格の30～40%で買い戻すもので、買い戻しのための資金は、EFSF債の発行代わり金をギリシャ政府に移転ことによって賄われる。この措置によって、ギリシャの対外債務の大半はIMFなど公的機関への債務となる。公的債務は金利も低く償還期限も長いため、ギリシャは当面の資金繰り難を乗り切り、2013年9月のドイツ総選挙までは、抜本的な解決が先送りされるであろう。それまでの間、ドイツを始めとする北部中核国がギリシャを財政面から支援するとともに、ECBがギリシャ銀行向け融資を続ける。ギリシャ

の銀行は、その資金を短期のギリシャ国債への投資に振り向ける。ギリシャ政府は、短期国債発行によって銀行から調達した資金を長期国債の利払い費に充当する。こうした自転車操業によってギリシャは一息つくであろうが、ドイツの総選挙後には、公的債務の減損処理が不可避になるであろう。

中期的には、EMU加盟国が金融規制強化やサービス産業の規制緩和によって結束を強め、銀行同盟や財政統合が次第に進んで、EMU非加盟の英国やスウェーデン、ポーランドのような国々との関係は希薄化するであろう。EMU加盟国と非加盟国との間で、EUの二速（two speed）化が進展することも考えられる。元来EUは、できることから着手する機能主義の段階的アプローチをとってきた。財政協定や銀行同盟の実現は、EU二速化への一里塚であり、機能主義的アプローチの延長線上にある。EMU加盟国が結束して銀行同盟を形成すれば、銀行への資本注入を加盟国が共同で負担することになるから、債務を共有する加盟国と共有しない非加盟国とに分かれる。そういった意味でEUが二速化する可能性がある⁹⁾。英国の場合、保守党内のいわゆる欧州懐疑派が勢いづくこと、国民投票によってEUから脱退する可能性もある。GrexitならぬBrexit（British Exit）も懸念されるわけだが、これはEMUにとっては楽観的シナリオの部類に属す。

一方中期的な悲観シナリオはEMUの解体である。EMUは、欧州統合の一環としてEUの枠組みの中でスタートした。EMUはEUのいわば嫡子だから、そのEMUが母体のEUを崩壊させるとしたら、それはフランケンシュタイン博士の霊を呼び起こすような異変事である。ドイツの失業率が7%を下回る一方で、ギリシャやスペインの失業率は20%を超えて、国民の不満が高まった。すでに2011年にはアラブの春、ウォール街占拠運動、ロシアのプーチン政権に対する抗議といったように、「市民の怒り」が世界的に

9) 二速EU論を唱えている文献として、J. C. Piris [2012] *The Future of Europe* がある。同著では「二速」といっても、それは開放的な方法論であり、閉鎖的な「二層」とは違って、EU内のユーロ非加盟国は「EMU加盟予備軍」といった性格を帯び、非加盟国が将来EMUに参加する可能性を排除していない。

巻き上がった。こうした混乱が欧州にも波及すれば、自由な経済取引や異文化の受容に反対する極右・極左勢力が台頭する可能性もある。

コール元独首相が述べたように、EMUは戦争回避の目的でスタートしたわけだから、それが逆に加盟国間の紛争を煽る結果となるとしたら、皮肉な結末と言える。EMUが構想された段階では、ソ連の脅威が存在したため、米国も欧州の団結強化を支援した。しかし現在では欧州に結束を迫る外的な力は存在しない。欧州内部の自律的求心力が問われている。

A Survey of the European Debt Crisis

Ryo WATABE

《Abstract》

The debt crisis in the euro-area has developed in three stages. It started with the explosion of Greece's fiscal deficit in 2010, which was followed by balance of payments crises in Ireland and Portugal in 2011. The problems then spread to Spain and Italy as they encountered systemic negative feedback loops in the banking and sovereign debt crises. As it has turned out, while debt deflation in the peripheral euro-area countries could not be solved through austerity programs alone, core countries, such as Germany, did not succumb to the pressure to make fiscal transfers to the periphery. Now that the crisis has come to a fork in the road leading either to the dissolution of the Economic and Monetary Union or to fiscal integration, decisive political action needs to be taken over the next few years.