

亡環上のユーロ圏

～HIT 構想というメシア～

九州大学経済学部 経済・経営学科

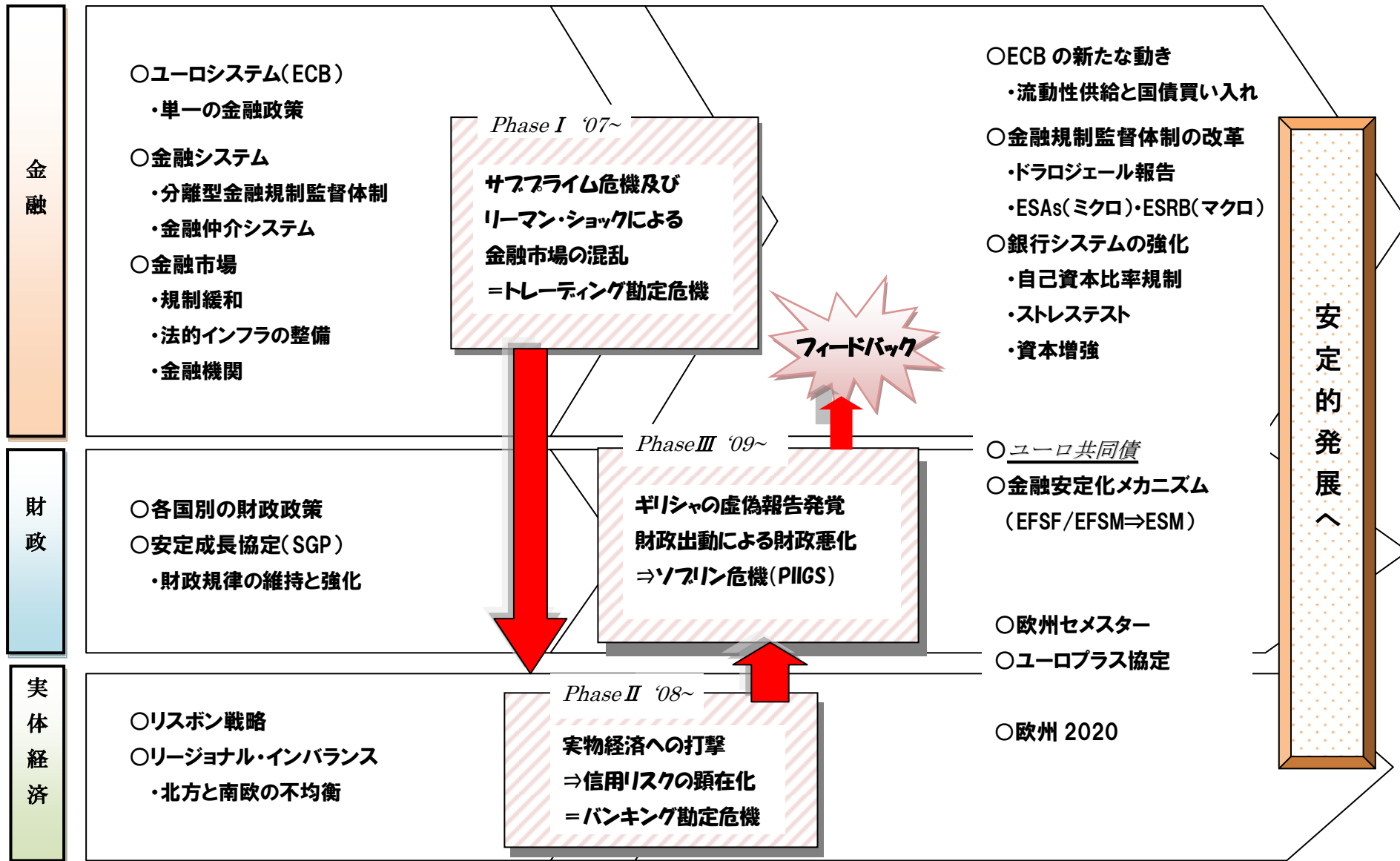
岩田ゼミナール

田久保克明・岩本将平・原田紗理

目次

フローチャート	
はじめに	IV
ユーロ圏の略称表記	V
第1章 ユーロシステム、金融システム、影の銀行制度	1
1.1 はじめに	1
1.2 ECB とユーロシステムの金融政策	1
1.3 危機以前の金融システム	4
(1) 欧州の2つの金融システム	4
(2) 「単一免許制度」と「分散型規制監督体制」	4
(3) 「金融サービス行動計画 (FSAP)」から「EU 金融サービス政策白書」へ	4
1.4 金融市場	6
(1) 規制緩和	6
(2) 影の銀行制度の進展	7
(3) 影の銀行制度と欧州との関連	11
第2章 欧州震撼	15
2.1 はじめに	15
2.2 フェーズ I	16
(1) パリバ・ショック	16
(2) リーマン・ショック	17
(3) 金融危機後の各国銀行間資金移動の変化	21
2.3 フェーズ II	22
(1) 実体経済の不況と信用リスク	22
(2) 2種類の資産劣化	23
2.4 そしてフェーズ III、ソブリン債務危機へ	24
(1) ギリシャと欧州ソブリン債務危機	25
(2) ユーロ圏が抱える構造的問題	58
2.5 揺れる大国の現状と展望	74
(1) イタリアの場合	75
(2) スペインの場合	95
第3章 欧州再建への処方箋	118
3.1 はじめに	118
3.2 金融安定化メカニズムと債務再編	119
(1) 「EFSF と ESM」金融支援制度の創設、拡充、そして永続化へ	119
(2) 「CACs」秩序ある債務再編	123

3.3 金融規制監督体制の改革	123
(1) 「ドラロジュール報告」 新たなる金融監督規制体制のマニフェスト	123
(2) 「ESAs」 従来のミクロ・プルデンシャル監督の強化	124
(3) 「ESRB」 マクロ・プルデンシャル監督という考え方	124
(4) 「バーゼルⅢ」 自己資本比率規制の国際的改革	125
3.4 実体経済の再建	128
(1) 「ヨーロッパ・セメスター」 予算の事前審査と目標実現への政策監視	128
(2) 「欧州 2020」 新たなる 10 年間の中期的成長戦略	130
(3) 「ユーロプラス協定」 競争力と収斂のための経済政策協調の強化	139
第 4 章 ユーロのこれから	145
4.1 はじめに	145
4.2 ユーロ崩壊説	145
(1) ユーロ崩壊論	145
(2) ギリシャ離脱論	147
(3) ドイツ離脱論	148
(4) 南欧ユーロと北方ユーロ	150
4.3 ユーロ共同債	151
(1) ユーロ共同債とは	151
(2) モンテニュー研究所構想	151
(3) ブリュージュル研究所構想	152
(4) ユンケル＝トレモンティ構想	154
(5) アマート＝ヘルホフスタット構想	156
(6) HIT 構想 presented by 九大欧州班	158
結びに	163
参考文献	165



はじめに

ユーロが導入されてから 12 年以上が経った。スタート直後はやや不安もあったが、通貨統合はヨーロッパの交易と投資を促進し、経済を活性化させ、歴史的な大実験をヨーロッパは立派に成し遂げたといっても過言ではなかった。だが、好調の波がそのまま続くわけではなかった。金融グローバル化の時代において、結束を揺るがす大きな波に襲われたのである。このことにより、共通通貨ユーロの脆弱性がむき出しになった。一元的な金融政策は平均から乖離した国には非情である。各国が執り行う財政政策はユーロの矛盾を曝け出した。

世界金融危機のショックから各国が立ち直りかけたかにみえた昨今、世界は再び減速の兆しを見せている。世界の国々では、財政政策を行う余力も、金融政策の余地も、限界に達しつつある。イギリスでは若者が暴徒化し、アメリカでは大規模なデモが行われ、ギリシャでも広範囲にわたるストライキ、連日のアテネ市内でのデモと、社会は不安定な様相を隠しきれない。

ユーロ圏¹は今、“亡環”上の境地に立たされている。金融・実体経済・財政の三つの次元における相互作用と負の連環が、ユーロ圏を衰亡の底なし沼に陥れているのである。欧州における成長見通しも下方修正される中で、ギリシャは欧州の仲間の手を借りて、市場を宥めすかし、本当に独り立ちできるのか。他の南欧諸国、とりわけ大国であるイタリアやスペインは大丈夫なのか。EU は次々と手を打ってきたが、内部での不和・軋轢も生じ、未だに予断を許さない状況が続いている。今後の財政危機国の対処の在り方、経済環境によっては、市場の不安を解消しきれずに、一部の国は“死線”から潜り抜けることに失敗するかもしれない。そんな中“ユーロ崩壊説”も跋扈し、投資家の不安を煽りたてている。しかし欧州統合の歴史を振り返ってみると、ヨーロッパは危機を克服して、その度に強くなってきた。今回の試練は未だかつてないものであることは間違いない。それでも私たちはヨーロッパがこの苦境を乗り越えて、さらなる高みに到達するものと確信して、筆を執る。

さて、本稿では主として様々な角度から今回の危機と問題点を炙り出して対処策を考察し、さらにそれを発展させて、経済成長のためにはどのような施策がとれるか、EU では具体的にどういった取り組みがなされているかをみていく。また、ユーロ圏の今後に関する識者の意見をカテゴライズし、その確度を検証したい。まず、第 1 章では、ユーロシステム、金融システム、そして影の銀行制度について扱う。金融システムの土台として ECB とユーロシステムがいかなる金融政策を行うのか、EU の深化の一要素としてあげられる欧州の金融制度が危機以前までどのように整備されてきたのか、そして金融市場は低成長やグローバル化などの諸要因の中で迎えた 2000 年代においてどのように米国における影の銀行制度と関わり、一連の欧州危機への背景を生み出すことになったのか考察していく。

¹ 本稿ではユーロ圏とユーロ域を区別せず、どちらもユーロ導入国の意味で使用している。

第2章では、パリバ・ショックからリーマン・ショックまでの世界金融危機及び欧州ソブリン債務危機を概観し、どのようにして危機がうまれたのか、どこに問題があったのかを考察する。次の第3章では、第2章で把握したユーロ圏が抱える問題の解決に向けた実際の欧州の動きに財政、金融、実体経済の観点から接近し、危機を根本的に解決するような包括的な欧州再生の方法をみていく。第4章では、前章までと多少趣を異にして、ユーロ崩壊論やユーロ深化論といった識者の意見のサーベイ結果を提示し、まだ実現していないものの危機を鎮静化させるための特効薬として“ユーロ共同債”を私たちから提案した。同時に、(国際)通貨としてのユーロの現状を各種データからみつめ、世界金融危機を経て、ソブリン債務危機で欧州が揺れている今、ユーロに何か変化は起きたのか、それとも何も動きはないのか、に迫る。

私たちのこの論文は欧州を“安定的発展”に導くために、その可能性と欧州の現実に迫るものである。“安定”とは、危機の予防・管理・解決の仕組みが整っていることを指し、“発展”とは、GDPの拡大や各種指標の好転を意味する。皮肉なことに、論文作成中の2011年10月12日に、欧州委員会は“A roadmap for stability and growth”を公表した。その名も“安定と成長に向けたロードマップ”。これは偶然の一致ではなく、必然の一致である。探し求めるのは、一筋の光明。向かうところは、約束の地。飛躍には、ときに犠牲が伴う。拙筆は現実を直視する。ギリシャのデフォルトがたとえ不可避であろうとも、欧州の現代が“失われた”時代にならないことを願って。

ユーロ圏の略称表記

AT	Austria	BE	Belgium
CY	Cyprus	EE	Estonia
FI	Finland	FR	France
DE	Germany	GR	Greece
IE	Ireland	IT	Italy
LU	Luxembourg	MT	Malta
NL	Netherlands	PT	Portugal
SK	Slovakia	SI	Slovenia
ES	Spain	EA	Euro Area

第1章 ユーロシステム、金融システム、影の銀行制度

1.1 はじめに

第1章では、欧州の金融システムを支える役割を持つユーロシステム、EU発足から危機が起こる前までの金融システムの変遷、そして2000年代に入り、欧州の金融市場が様々な要因の中で影の銀行制度と呼ばれるシステムに関与し、その後の長い欧州危機へ導かれていく様子を描いていく。2節ではECBとユーロシステムの政策を概観し、3節ではグローバル化やEUという共同体形成の中で変遷していく欧州の金融システムについて概観する。金融システムの定義については、「資金余剰主体と資金不足主体との間の金融仲介システムを指す場合と、そうした金融仲介の際の各種の規制監督の枠組み（例えば業務分野規制など）を指す場合²」とし、歴史的観点から米国や日本とは異なる欧州の金融システムの在り方についてみていく。具体的には欧州の2つの金融仲介システム、単一免許制度の導入、金融規制監督の枠組みの形成、金融規制監督体制の強化という流れに沿う。4節では影の銀行制度について簡単ではあるがその金融商品、取引主体、金融構造について取り上げる。そして欧州がどのような時代的背景のもとで影の銀行制度と関連していたのか、一連の欧州危機の発端となる金融危機への萌芽がどこに現れてきたのかを取り上げていく。

1.2 ECBとユーロシステムの金融政策

「ユーロ」という共通の単一通貨の導入に伴い、欧州では単一中央銀行制度を採用することになる。ユーロシステムは、ドイツのフランクフルトにある欧州中央銀行（ECB）とユーロ域各国の中央銀行からなる連邦制の中央銀行制度であり、欧州における単一の金融政策運営を担当し、物価安定を第一目標とする中央銀行制度である。政策を担当するのはECBであり、下部機関としての各国中央銀行がECBの決定に基づいて政策を行う事になる。本論文ではECBとユーロシステムの危機下における働きも見るが、第2節では取り敢えずECBとユーロシステムの基本的な役割に関する言及に留めておく。

ECBの第一目標は上述したように物価の安定であり、第一目標を損なわない範囲でEUの経済政策の支援も一つの役割としている。目標達成のためのECBの主な政策手段は公開市場操作、常設ファシリティ、預金準備制度の3つである。特に中心となるのが期間や取引手段によって4種類に分けられる公開市場操作である（図表1-2-1）。

まず最も頻繁に行われるのが主要リファイナンス・オペ（RO）であり、この操作によって民間銀行に資金供給を行う。取引は「買い戻し条件付き取引（レポ取引）」と呼ばれる形態をとり、銀行が保有する国債を中央銀行が購入するか、もしくは担保に対して信用供与を行う事になる。頻度は週に1度であり、満期は2週間である。2つ目は中期リファイナンス・オペであり、ROと同様の取引を行うが、頻度は月に1度であり、満期は3ヶ月である。3つ目は微調整オペであり、金融機関を対象として流動性不足への対処を行う不定

² 岩田[2010]より引用。

第1章 ユーロシステム、金融システム、影の銀行制度

期の取引である。流動性の変化が金利に与える影響を緩和する目的のために行われる。4つ目は構造オペであり、長期的な流動性の調整のために行われる取引である。いずれの取引も ECB が直接各金融機関と取引するのではなく、ECB の政策に基づいて各国中央銀行が各国の金融市場において取引することになる。オペによる資金供給は年々増大しており、特に 2008 年のリーマン・ショック後は大幅な増加がみられる（図表 1-2-2）。

図表 1-2-1 4つの公開市場操作

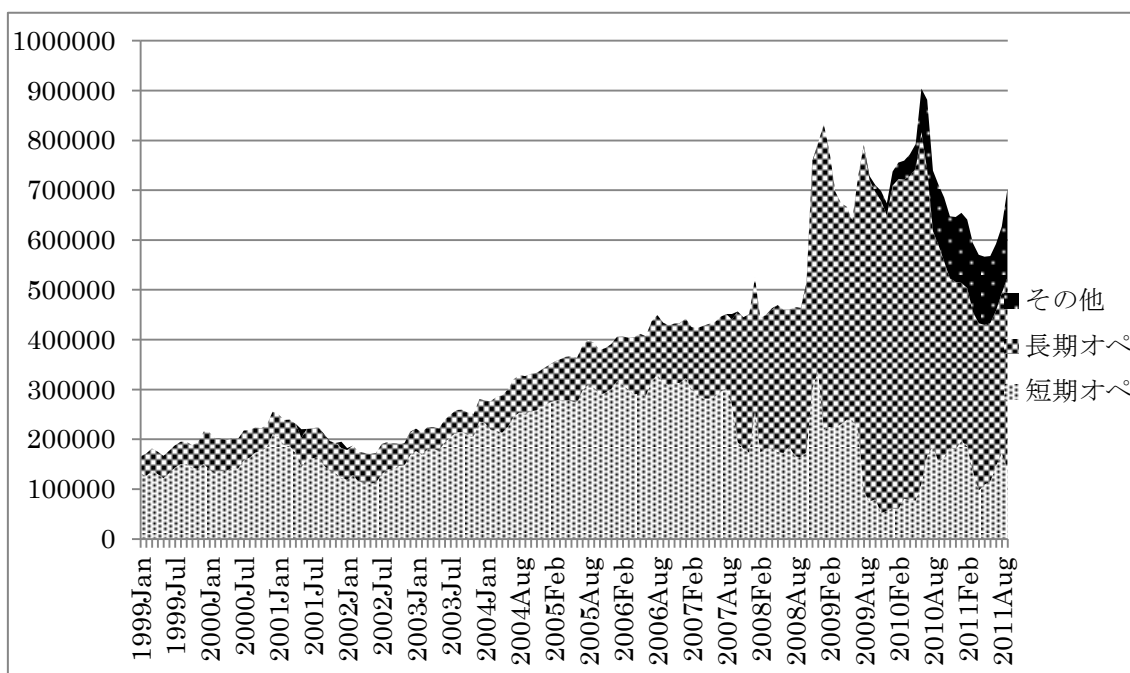
(左枠:名称、右枠:役割)

1. 主要リファイナンス・オペ (RO)	短期的資金供給
2. 中期リファイナンス・オペ	中期的資金供給
3. 微調整オペ	流動性調整・金利調節
4. 構造オペ	流動性調整・金利調節

(出所) ECB より報告者作成。

図表 1-2-2 ECB の資金供給残高(1999年1月-2011年8月)

(単位:100万ユーロ)



(出所) ECB より報告者作成。

第1章 ユーロシステム、金融システム、影の銀行制度

常設ファシリティは金融機関の要請により行われる取引であり、金融機関に貸出を行う限界貸付ファシリティと、金融機関から預金を受ける預金ファシリティの2つに分けられる(図表1-2-3)。通常なら金融機関は市場金利に基づいた資金調達を行うが、資金調達が出来ずに流動性不足に陥った場合、市場金利よりも高い利率³である限界貸付ファシリティによる取引によって資金調達を行う事になる。逆に資金運用が困難な場合、市場金利よりも低い利率⁴である預金ファシリティによる取引によって預金をする事になる。上限金利と下限金利の間でユーロ市場のオーバーナイト金利(EONIA)が誘導される(図表1-2-4)。

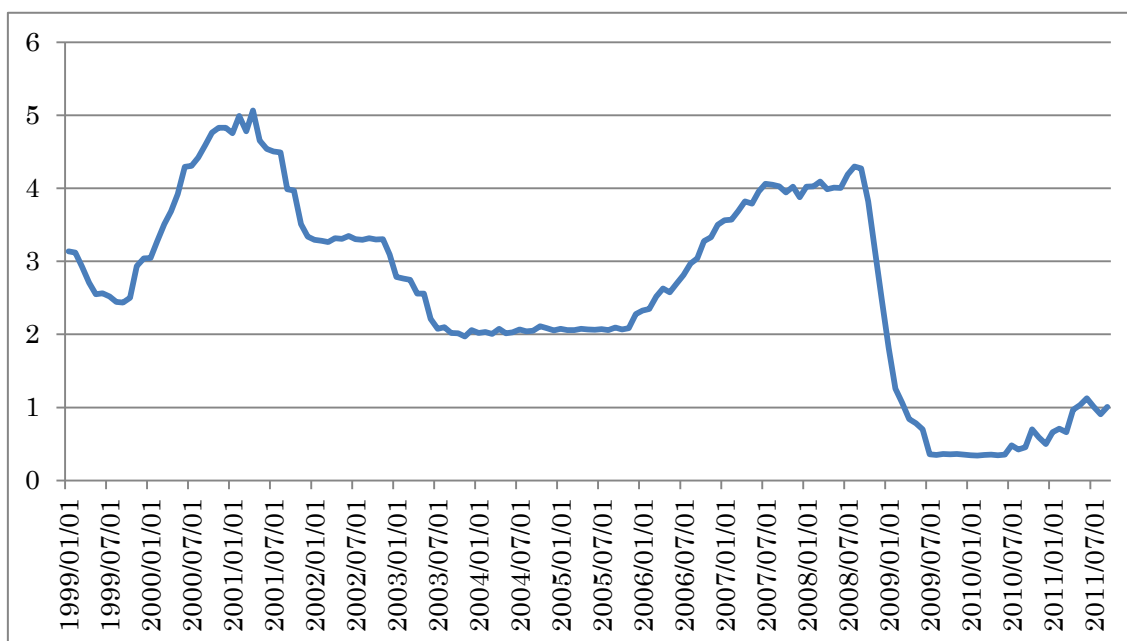
預金準備制度は金融機関が保有する預金と債券について一定の割合を ECB に預けるよう義務付ける制度である。他の2つに比べて金融政策としての役割は低いとされている。

図表 1-2-3 2つの常設ファシリティ (左枠:名称、右枠:役割)

1. 限界貸付ファシリティ	上限金利の設定・金融機関の要請による資金供給
2. 預金ファシリティ	下限金利の設定・金融機関の要請による預金

(出所) ECB より報告者作成。

図表 1-2-4 EONIA の推移(1999年1月—2011年7月) (単位:%)



(注) EONIA は、ユーロ・オーバーナイト金利と呼ばれ、期間が1日の銀行間市場に用いられる金利水準のことである。

(出所) ECB より報告者作成。

³ これを上限金利と呼ぶ。

⁴ これを下限金利と呼ぶ。

1.3 危機以前の金融システム

(1) 欧州の2つの金融システム

欧州にはその歴史的背景から、国によって異なる金融仲介システムを採用している。1つ目は英国などで採用されている「市場主導型」であり、証券市場による直接金融を中心としている。2つ目はドイツなどで採用されている「銀行主導型」であり、こちらは銀行による間接金融を中心としている。EUが直面したのは、異なる金融仲介システムを持つ各国に対し、どのようにEUレベルの取り決めや金融規制監督体制を定めることで単一市場としての平等性を保ちながら金融安定性を維持するか、という問題である。この問題に対しEUでは「単一免許制度」と「分散型規制監督体制」の導入によって対応することとなる。

(2) 「単一免許制度」と「分散型規制監督体制」

1985年から始まった単一市場形成における金融システムの一環としての規制・監督体制の構築は、当初は欧州全体の調整を経て行われる予定であったが、1989年の第2次銀行指令の採択により「最低限の調和⁵」を目指すこととなる。欧州全体の協調体制に組み込まれない範囲に対しては、「本国監督主義⁶」と「相互承認原則⁷」を適用することで、対応することとなる。このような金融規制監督の枠組みが欧州独特の「分散型規制監督体制」である。また、相互承認原則の下で、どの国の監督当局から認可を得た場合でも他国において金融商品の提供、支店の設立を行う事が出来るとする「単一免許制度」を採用し、自由化が促進される中で、体制構築当初の方針からすればある種の妥協ともいえる分散型の規制監督体制を採用することによって、欧州では金融に関する法律などの枠組み作りが急速に進められた。

(3) 「金融サービス行動計画 (FSAP)」から「EU 金融サービス政策白書」へ

欧州における異なる金融仲介システムは「単一免許制度」と「分散型規制監督体制」の導入を軸として法整備が行われ、単一市場としての金融安定化を達成した。そして次なる段階として、金融サービスの充実化と安定化へ向けた更なる施策が必要視された。1998年10月、欧州委員会によって「金融サービス：行動のための枠組み構築」と題された報告書が公表された(図表1-3-1)。これを基にして、1999年5月に「金融サービス行動計画 (FSAP)」が採択・公表された。FSAPではホールセール市場⁸・リテール市場⁹の発展と金融市場の規制監督体制構築による金融健全性の強化を目標としている(図表1-3-2)。3つの目標に関連して42の基準が設けられているが、それぞれの基準には優先度とその施

⁵ 投資家・預金者の保護など、必要最低限の事項に関してのみ欧州レベルで統一した水準を定める方針。
⁶ 他国から進出してきた金融機関の規制監督に関して、基本は当該金融機関の本国当局が行うという原則。
⁷ 他国からの金融機関の受け入れ国は進出してきた金融機関の本国の規制監督体制を受け入れるという原則。
⁸ ホールセール (Wholesale) 市場とは機関投資家や大企業を取引相手とする市場。
⁹ リテール (Retail) 市場とは個人や中小企業を取引相手とする市場。

第1章 ユーロシステム、金融システム、影の銀行制度

行期限が定められている。この優先度と施行期限に関して、変更を加えるきっかけとなったのが2000年3月のリスボン特別欧州理事会において採択されたリスボン戦略である。1990年代後半にIT革命によって急激な発展を遂げた米国に倣って、EUでもICT化を促進するために基準毎の優先度と施行期限に変更が加えられ、証券市場の統合は2003年、金融市場の統合は2005年が期限とされた。

図表 1-3-1 金融サービスに関する動き

1998年10月	欧州委員会による報告書「金融サービス：行動のための枠組み構築」採択
1999年5月	金融サービス行動計画（FSAP）の採択
2000年3月	リスボン特別欧州理事会でFSAPの施行期限を設定
2000年7月	経済財務省理事会による賢人委員会（ラムファルシー委員会）設置
2001年2月	賢人委員会による最終報告書（ラムファルシー・レポート）の提出
2005年12月	EU金融サービス政策白書の公表

（出所） European commission より報告者作成。

図表 1-3-2 FSAPの4つの目標(3つの戦略目標と1つの一般目標)と目標実現への42基準

(1) 単一 EU ホールセール市場 (19 基準)	} 戦略目標
(2) 開放的かつ安全なりテール市場 (9 基準)	
(3) 最新の健全性規則監督体制 (10 基準)	
(4) よりよい単一市場のための条件整備 (4 基準)	} 一般目標

（出所） European commission より報告者作成。

FSAPの期限変更に伴い、EU規模での立法手続きの迅速化が問題となった。金融サービス市場における立法手続きの改革を行うため、同年7月に経済財務省理事会により賢人委員会（ラムファルシー委員会）が設置された。同委員会によって2001年2月に証券市場形成促進のための分析・優先事項、立法プロセスの改革について明記した最終報告書（通称：ラムファルシー・レポート）が提出された。またこの時、立法プロセスの第2、第3段階を担当する機関としてレベル2委員会とレベル3委員会が設立された（図表1-3-3）。ラムファルシー・レポートで提案された立法手続きは4段階に区分されている（図表1-3-4）。4段階の手続きはそれぞれレベル1からレベル4と名付けられる。レベル1では欧州委員会を中心としてEU法の大枠を設定する。レベル2では大枠に沿って技術的な詳細を決定していく。この時レベル3委員会は助言の役割を担い、レベル2委員会は最終的な採決を下す。レベル3ではレベル3委員会によってEU法が各国で実施される。レベル4では実施後のEU法が各国で適切に守られているか欧州委員会が中心となって監視を行う。ラムファルシー・レポートによって、立法にかかる時間の長さや仔細な変更点に対する柔軟性の不十分さなどの立法上の問題点を解決することが出来る。しかしながら、個々の金融機

第1章 ユーロシステム、金融システム、影の銀行制度

関の規制監督を意味するマイクロ・プルデンシャル監督の役割を担うはずのレベル3委員会は、その不十分な情報共有体制や、勧告などの是正措置に法的拘束力のないことから役割の強化を迫られることになる。この点については第3章のESAsの部分で扱う。

図表 1-3-3 立法プロセスを担う機関(レベル2、レベル3委員会)

	レベル2委員会	レベル3委員会
証券業務	欧州証券委員会 (ESC)	欧州証券監督者委員会 (CESR)
銀行業務	欧州銀行委員会 (EBC)	欧州銀行監督者委員会 (CEBS)
保険業務	欧州保険・企業年金委員会 (EI PPC)	欧州保険・企業年金監督者委員会 (CEI OPS)

(出所) ラムファルシー報告書より報告者作成。

図表 1-3-4 ラムファルシー・レポートの提案する立法手続き

レベル1 大枠の決定…EU立法における大枠を決める
レベル2 詳細の決定…レベル2委員会を中心に法案の技術的詳細を決定する
レベル3 構成国における実施…レベル3委員会を中心に加盟国によるEU法の実施
レベル4 法の執行…欧州委員会を中心に加盟国の監視を行う

(出所) ラムファルシー報告書より報告者作成。

1.4 金融市場

(1) 規制緩和

1980年後半以降、欧州各国は単一市場形成へ向けて国内・国外金融取引に関する規制緩和へ乗り出すことになる。そのひとつが英国で1987年に行われた金融制度改革「ビッグバン」である。英国では当時の米国のように銀証分離原則¹⁰、つまり銀行業と証券業を兼業することが禁止されていなかった。と言うよりも、きちんとした規定がされておらず、慣習によって通常の預金貸出業務を商業銀行が、証券業務をジョバー¹¹、ブローカー¹²、投資銀行などが行っていた。このような分業体制は世界的な自由化の流れと更なる金融業の発展への圧力から、ビッグバンにより垣根が取り払われた。この流れに沿うように、欧州全体でも銀行業務と証券業務を兼業する金融機関が増えてきた。ドイツ、フランス、スイスなどの欧州の国ではユニバーサルバンク制度¹³が採用されており、銀証分離原則があるわけではなかったが、前述したように間接金融中心であったため、EU第二次銀行指令によって銀行業務の明確化を行い、銀行の証券業務への進出を促した。規制緩和の結果、欧

¹⁰ 米国においては1933年に銀行法(グラス・スティーガル法)において規定されている。

¹¹ 自己勘定を用いてブローカーと取引する業者。普通投資家との取引は禁止されている。1908年の単一資格制度によりジョバーとブローカーの業務には明確な分離がなされてきた。

¹² 顧客とジョバーの取引を仲介する業者。

¹³ 銀行業務のみならず、証券業務など金融業務全般を担う総合的な金融機関のこと。

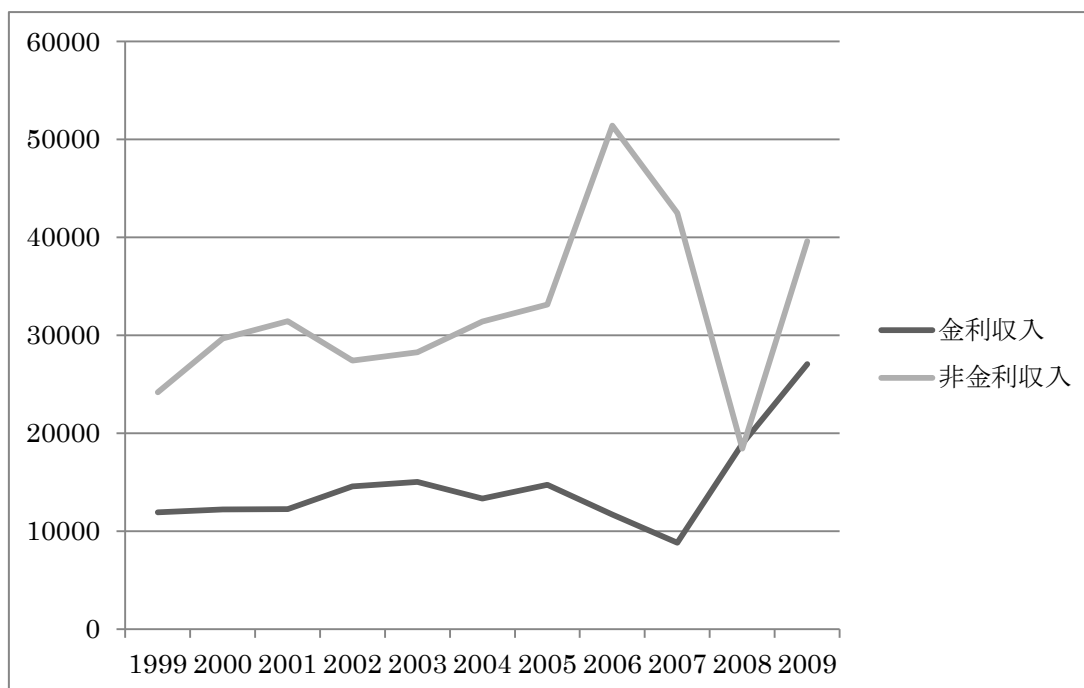
州各国は強い競争圧力にさらされ、金融機関は経営方針の改善を迫られることになった。

(2) 影の銀行制度の進展

米国の金融機関は FRB と証券取引委員会 (SBC) の厳しい管理の下で、業務を行っている。しかし、家計によるリスクの高い金融資産への傾倒、企業による資金調達方法が従来の銀行借入れから市場での調達へと変化したことなどにより、伝統的な銀行業務による金利収入では十分な収益が望めなくなっていた (図表 1-4-1, 1-4-2)。そして投資銀行業務の強化を余儀なくされたのだが、伝統的な投資銀行業務である社債・株式の引き受けによる資金調達、資産や事業の買収・売却に関するアドバイスなどの収益もまた低下していた。そこで金融機関が目をつけたのが、規制監督の網をかいくぐった「非伝統的投資業務」である。非伝統的投資業務は 1980 年代のレーガノミクスの一要素である金融自由化の名の下に少しずつ発展してきたが、2000 年代に入り、住宅バブルとともに一気にその勢いを増すことになる。以下では、2000 年代の非伝統的投資業務における金融商品の仕組みと金融システムでの主体について取り上げる。

図表 1-4-1 フランス商業銀行

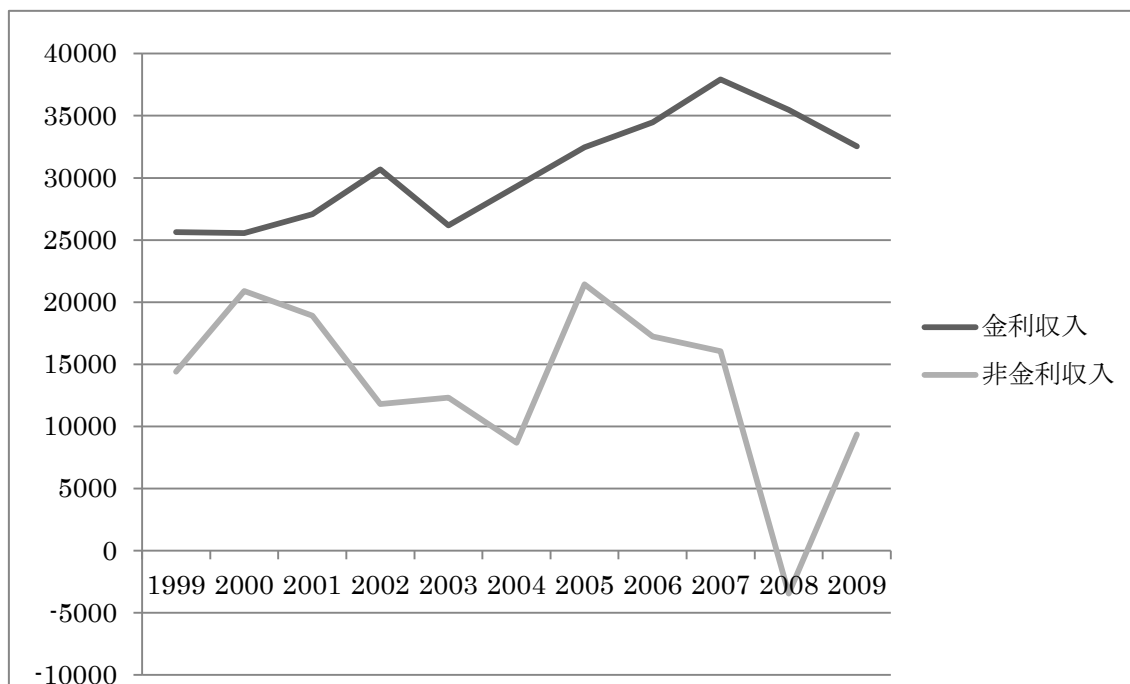
(単位: 100 万ユーロ)



(出所) OECD *Bank Profitability Statistics* より報告者作成。

図表 1-4-2 ドイツ商業銀行

(単位:100万ユーロ)



(出所) OECD *Bank Profitability Statistics* より報告者作成。

1.証券化と OTD モデル

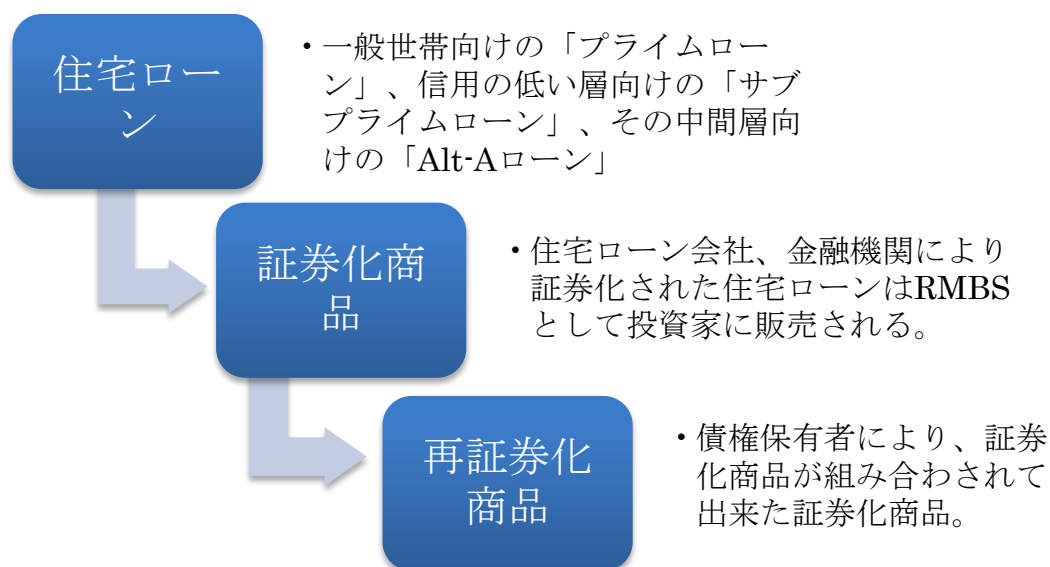
証券化とは、企業や銀行保有している資産や債券を担保として有価証券を発行し、資金調達を得る手段である。資産自体の需要先を探す必要が無いいため流動性が高く、債券を担保とした場合には貸倒れリスクを移転することが出来る。この点に着目し、2000年代の金融技術革新で生まれたのが、OTD (originate-to-distribute) モデルである。OTD モデルとは証券化商品を投資家に販売する事を前提としてローンを組成し、その債権を組み合わせることで証券化商品を作り出すビジネス・モデルである。既存のローンを証券化することで流動性確保やリスク分離を行った従来のバランスシート型に対して、OTD モデルでは売却を前提とした証券化により資金調達とリスク分離を行っている。OTD モデルの採用により、資金調達を預金に頼らない投資銀行が増加した。

2.証券化商品 RMBS・CMBS

それでは、OTD モデルにおいて扱われた証券化商品とはどのようなものであったのか。主な商品は2つのモーゲージ担保商品 (Mortgage-backed securities : MBS) の住宅ローン担保証券 (Residential Mortgage-backed securities : RMBS) と、商業用不動産ローン担保証券 (Commercial Mortgage-backed securities : CMBS) の2つである。RMBSは住宅ローン債権を担保として発行される有価証券であり、CMBSはホテルやビルといった商業用の不動産への貸し出しローン債権を担保として発行される有価証券である。MBS

はそもそも、1970年に連邦住宅抵当公庫¹⁴によって初めて発行された。1970年代には大恐慌時代において住宅ローンに対する貸し渋りの対応策として発展し、1980年代には金融自由化のもとで発展を続けた。そして2000年代、2つの証券化商品はOTDモデルの下で住宅バブルによって更なる発展を遂げる事になる（図表1-4-3）。

図表 1-4-3 証券化の流れ



（出所）Bloombergより報告者作成。

3.再証券化商品 ABS-CDO

上記のRMBSとCMBSは資産を担保として発行される資産担保証券（ABS）であり、RMBSやCMBSとその他のABS¹⁵を組み合わせで作られたのが債務担保証券（ABS-CDO：Asset Backed Securities Collateralized Debt Obligation）である。純粋な住宅ローン債権のみの証券化ではなく、証券化商品に比べてもよりいっそう不透明性が増した。それにも関わらず、ABS-CDOにも需要が集まったのは、その格付けが一つの要因であった。不透明性が高い証券は当然ながらハイリスクとなるが、ABS-CDOにおける信用を保証したのがモノライン保険会社であった。モノラインとは金融商品の元利払いを保証する保険会社を指し、その健全な経営から高い格付けを得ていた。モノラインによって保証されたABS-CDOは本来の信頼性に基づいた評価よりも高い評価を得ることになる。こうした住宅ローン関連の証券化商品へのモノラインの審査妥当性、格付け機関の審査妥当性、そして投資家による安易な格付け信頼などは、サブプライム・ローン問題発生後に問題視されるようになる。

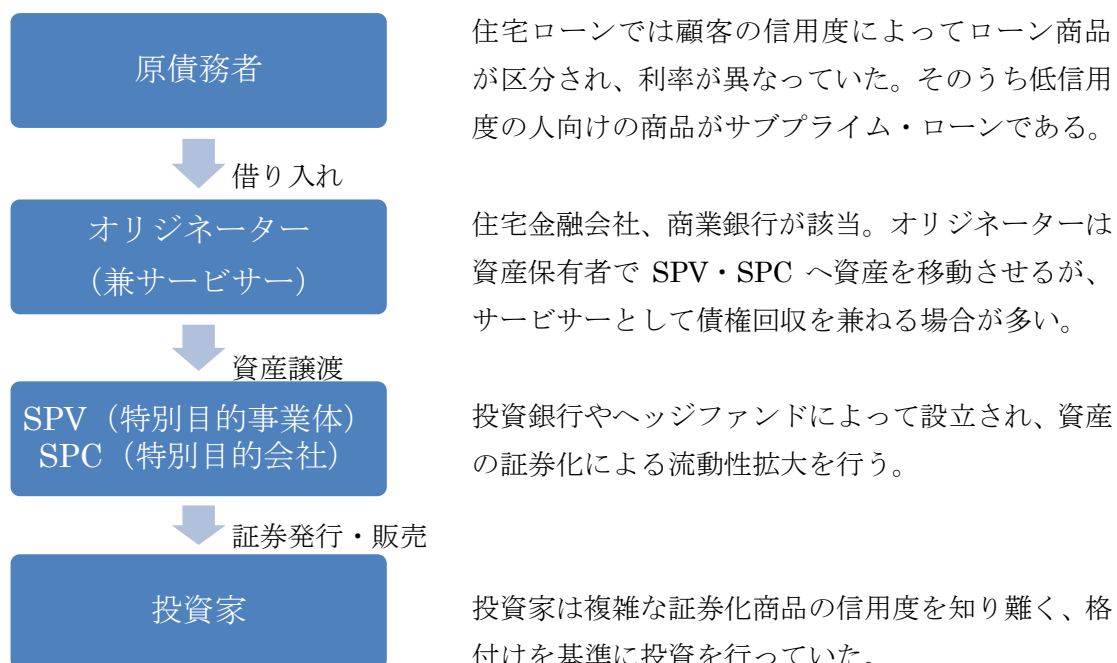
¹⁴ ファニー・メイと呼ばれる。金融機関からローン債権を買い取り、住宅ローンを担保に証券化商品を発行する機関。1938年に設立された。

¹⁵ 自動車ローン債権、社債、消費者ローン債権など。

4.投資銀行・ヘッジファンド・SIV

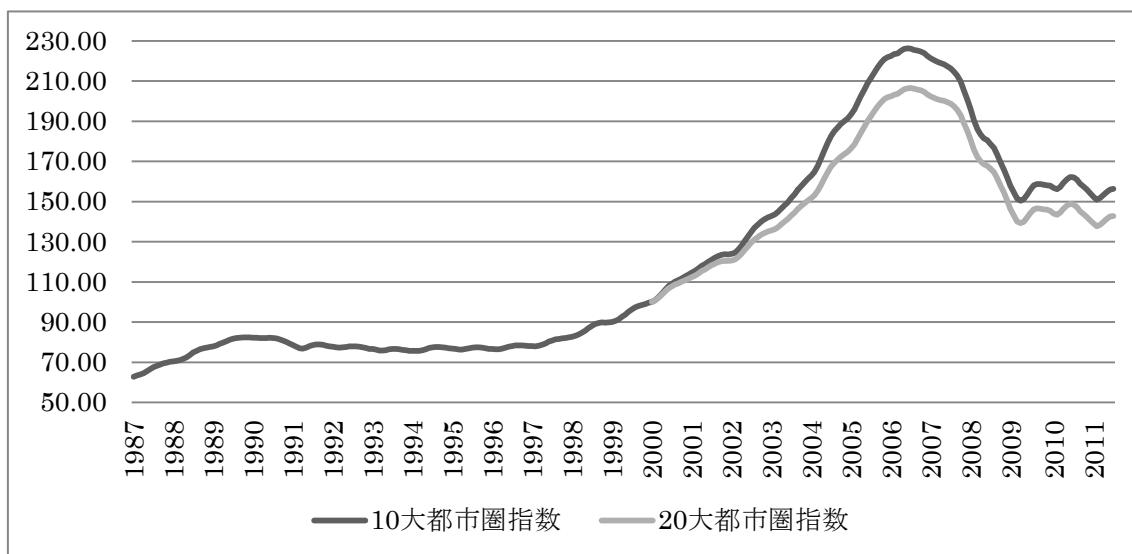
以上のような証券化商品という金融商品を扱っていた主体は一体何だったのか。まずは投資銀行やヘッジファンドといった、一般の銀行のように金融規制が課されることが無い機関である。そして、銀行によって設立された子会社の特別目的会社（SPV）である。SPVは会計上、連結対象外とされるため、金融規制の対象とはならない。これら従来の金融規制枠外に存在する機関を総称して、影の銀行制度と呼ぶ。証券化商品の流れについて、各主体毎に見てみよう（図表 1-4-4）。原債務者の信頼度によって区分された貸出ローンオリジネーターが貸し出し、資産保有者としてオリジネーターは投資銀行やヘッジファンドによって設立された SPV、SPC などに資産として債権譲渡を行う。これにより、SPV、SPC には債権プールが形成される。その債権プールから証券化される債権が選ばれ、さらに証券化商品の組み合わせによって更なる再証券化商品が作りだされる。モノラインの信頼によって格付け会社から高い格付けを得た証券化商品は投資家へと販売される、という流れが出来ていた。住宅バブルは 2007 年まで続き、住宅価格は上昇と共に証券化商品の取引拡大と外国による保有割合が高まっていたが、徐々に供給過多の時期に入ると住宅の担保価値がなくなり、債券自体の価値も下落していった。米国における住宅価格の一般的な指標である S&P ケース・シラー住宅価格指数は 2007 年を境に低下している（図表 1-4-5）。経営が立ち回らなくなった金融機関が破綻するのは時間の問題であった。

図表 1-4-4 証券化商品の流れ



（出所）Bloomberg, EBA より報告者作成。

図表 1-4-5 S&P ケース・シラー住宅価格指数



(注) 数値は各年1月時の数値としており、2000年1月(全米住宅価格指数は2000年第1四半期)の価格を100として算出する。10大都市圏とはボストン、シカゴ、デンバー、ラスベガス、ロサンゼルス、マイアミ、ニューヨーク、サンディエゴ、サンフランシスコ、ワシントン。20大都市圏はこの10大都市圏に、アトランタ、シャーロット、クリーブランド、ダラス、デトロイト、ミネアポリス、フェニックス、ポートランド、シアトル、タンパを加えたもの。
(出所) S&P Case-Shiller Home Price Indices より報告者作成。

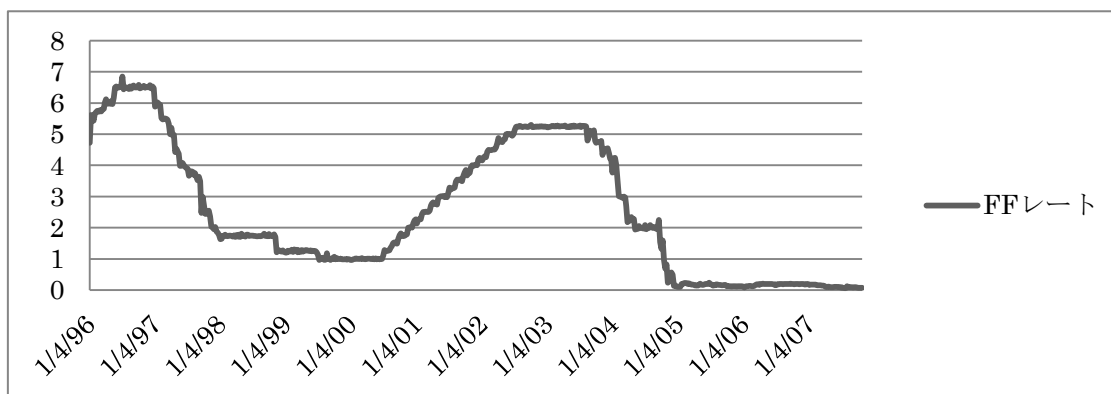
(3) 影の銀行制度と欧州との関連

これまでは米国における銀行業務の変化と影の銀行制度について概観した。以下では欧州ではこの影の銀行制度にどのように関与していったのかをみていく。

規制緩和によって業務を拡大させた欧州ではあったが、2000年代に入り、数々の問題に直面することになる。1つ目は米国でのITバブル崩壊である。1990年代後半からITバブルに突入した米国であったが、2004年の連邦準備制度理事会(FRB)による利上げによってバブル崩壊へと向かい、その後の実体経済の停滞を引き起こした(図表1-4-6)。

図表 1-4-6 FFレート

(単位:%)



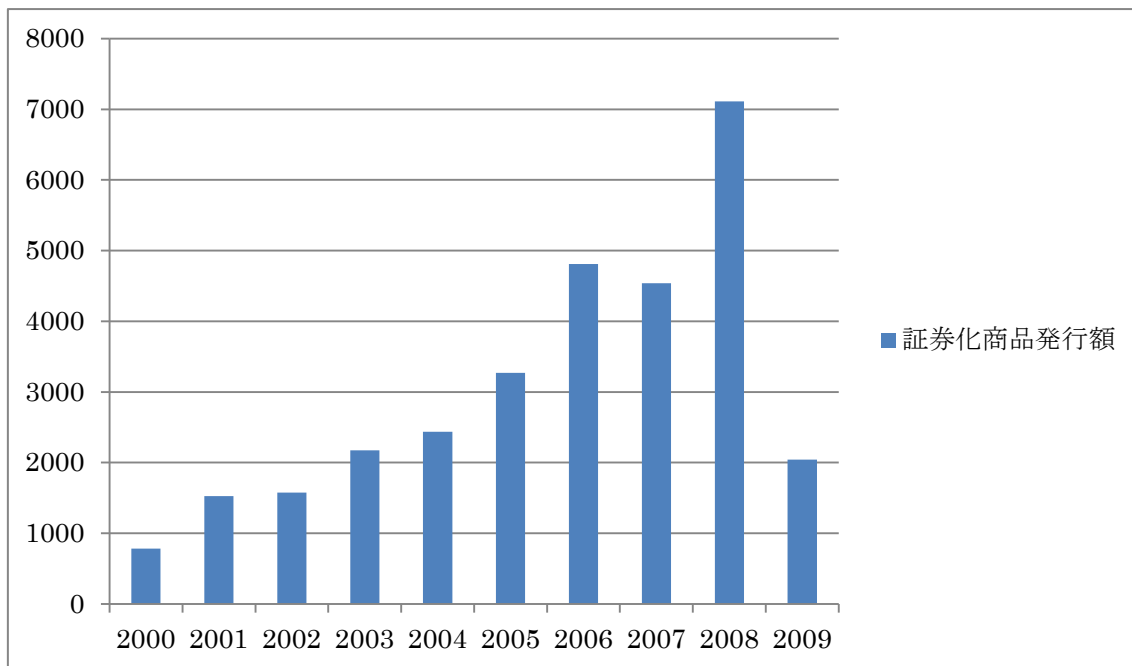
(出所) FRB より報告者作成。

欧州はこれらの状況に対し、いくつかの活路を見出した。一つは金融的東方拡大による金融市場の拡大である。2004年5月に中・東欧諸国10カ国がEUに加盟しEUは25カ国体制となった。社会主義を採用していた東方諸国はEU加盟に伴って、単一免許を始めとしたEUの金融制度を採用するために、早急な改革が必要とされた。そこで既にドイツ・フランスを中心とした西欧諸国はすでに確立された銀行経営と技術を東欧に導入することで競争優位を得ることが出来た。具体的には、東欧の既存金融機関の買収やグリーンフィールド投資¹⁶と呼ばれる銀行の新規設立といった金融部門における直接投資（FDI）を行い、収益を確保しつつ、グローバル化に対応した。2つ目は米国同様に投資銀行業務の拡大による新たな収益源の確保である。貸出業務による収益の限界から投資業務を行うことになるのだが、英国を除いて多くの欧州の金融機関では取引可能な金融商品が限定されていた。更に金利が平準化されつつあったEU内では投資業務の拡大に限界があった。そこで早い段階から金融自由化を促進し、当時金融技術の発達が目覚ましかった米国において投資業務を拡大させることになる。そして、この投資業務拡大のための資金供給の役割を担ったのが影の銀行制度である。

欧州と影の銀行制度の関連はいくつかに分類される。1つ目は証券投資の拡大である。欧州における証券化発行市場は2000年代拡大を続け、ピーク時の2008年には7000億ユーロを超えている（図表1-4-7）。特にMBSにおいてその成長は顕著であり、発行市場における9割近くがMBSであった（図表1-4-8,1-4-9）。2つ目はSIVへの出資である。SIVは短期・低利の資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行することで調達した資金をABS、CDOといった長期・高利の証券化商品で運用することで利ざやを稼いでいた。稼いだ資金は再度短期証券化商品へと投資され、資金の循環により証券化商品への投資は拡大されていったが、住宅価値の低下により資産価値がなくなったためABCPはその後の借り換えが困難となり、サブプライム問題へと発展することになる。3つ目は欧州金融機関がモノライン事業を行っていたことである。ベルギーの金融機関デクシアは米国における保険業務を行う一方でモノラインを通じてサブプライム関連の資産を拡大していた。その他にもプライベート・ファンドやミューチュアル・ファンドといった各種ファンドへの貸付を行っており、金融規制がかからないこれらのファンドは後に経営難から本社銀行に影響を及ぼすこととなる。かくして一連の欧州危機の幕開けへと誘う金融諸制度は整えられた。後は引き金を引くだけである。ヨーロンドンで金融危機の始まりだ。

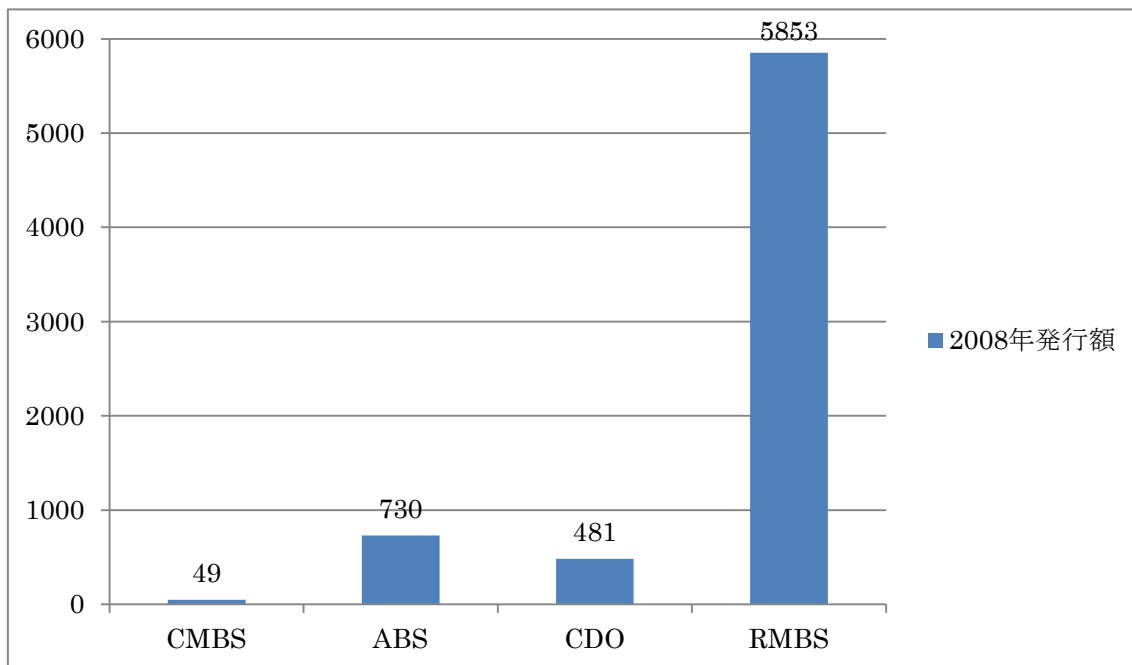
¹⁶ 新規に設備投資を行って一から事業を立ち上げる事。

図表 1-4-7 欧州における証券化商品発行市場 (単位: 億ユーロ)



(出所) ESF securitization data report Q2:2009 より報告者作成。

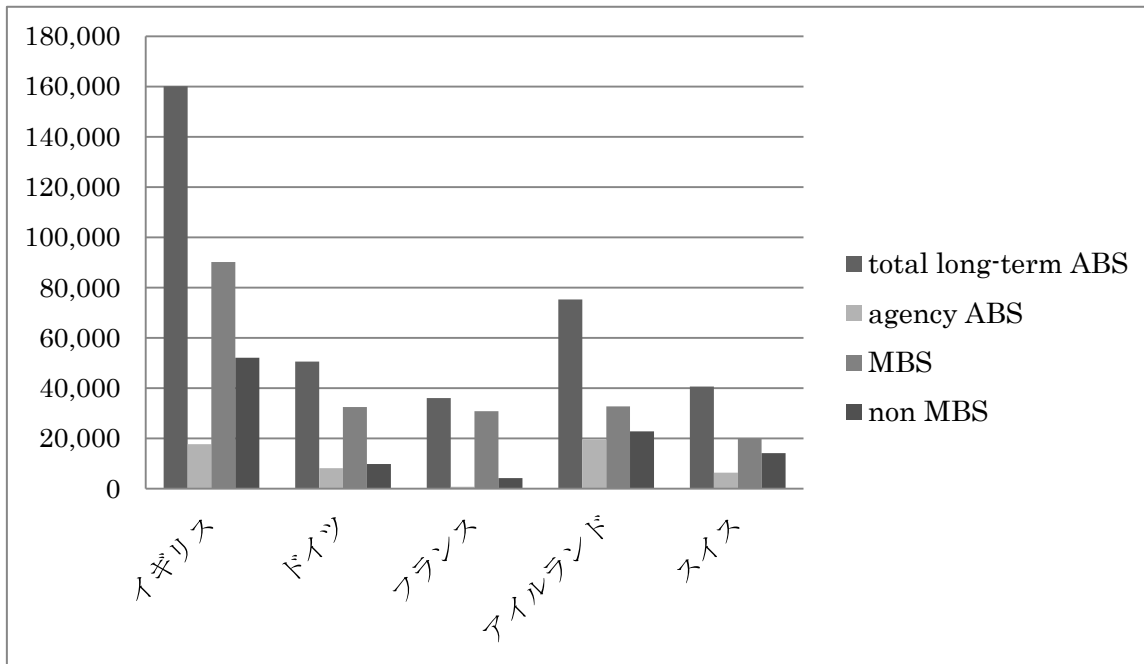
図表 1-4-8 2008年欧州発行市場における証券化商品発行額割合 (単位: 億ユーロ)



(出所) ESF securitization data report Q2:2009 より報告者作成。

図表 1-4-9 欧州のアメリカ ABS・MBS 保有額

(単位:100 万ドル)



(出所) Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2007 より報告者作成。

第2章 欧州震撼

2.1 はじめに

現在、EU ではギリシャの財政問題に端を発する財政危機が大きな問題となっている。この財政危機は、ギリシャだけでなく、アイルランドやポルトガル、さらにはスペインやイタリアといった他の財政赤字の大きな国々にまでも波及するのではと懸念され、一部ではユーロ崩壊説が唱えられるほど、深刻な事態である。ここまで事態が深刻化した原因は、汎EUの金融監督体制の不備や、問題国への対応が遅れたことなどが考えられる。だが、危機を経ての制度面の変化に関しては第1章及び第3章に譲ることとして、本章ではパリバ・ショックから始まる金融危機、経済危機を振り返り、どのように現在の財政危機へとつながったのかという過程を考察したい。これら一連の危機を、3つのフェーズに分類して論じていく。商業銀行のヘッジファンド化¹⁷によりトレーディング勘定に内包されていたリスクが原因となり従来とは異なる流動性危機が生じたフェーズⅠ、フェーズⅠの危機への銀行の行動により実体経済の悪化につながり、信用リスクがバンキング勘定で顕在化したことでソルベンシー危機が生じたフェーズⅡ、これまでの危機で巨額の資本注入や景気対策を行ったために、財政赤字の拡大や政府債務の累積など、各国で財政状態が悪化し、ギリシャの虚偽申告発覚をきっかけとして、連鎖的に問題が露呈したフェーズⅢの3段階に分類した¹⁸ (図表 2-1-1)。

図表 2-1-1 流動性危機からソルベンシー危機へ

	金融市場・ 実体経済	銀行の行動	銀行への影響
	短期金利の急騰	資産売却などを通じた流動性確保	資金ショートリスクの高まり
	証券価格の大幅下落	追加損失回避に向けた保有証券の大量売却	保有証券の損失発生
	実体経済の低迷	貸出削減などデレバレッジの推進	不良債権比率の上昇(信用コストの急増)

(出所) 新形[2011]をもとに作成。

¹⁷ 商業銀行が、伝統的な商業銀行業務ではなく、投資銀行業務を行うことで収益を得ていた状況を指す。

¹⁸ 岩田 [2010] を参考に分類。

2.2 フェーズ I

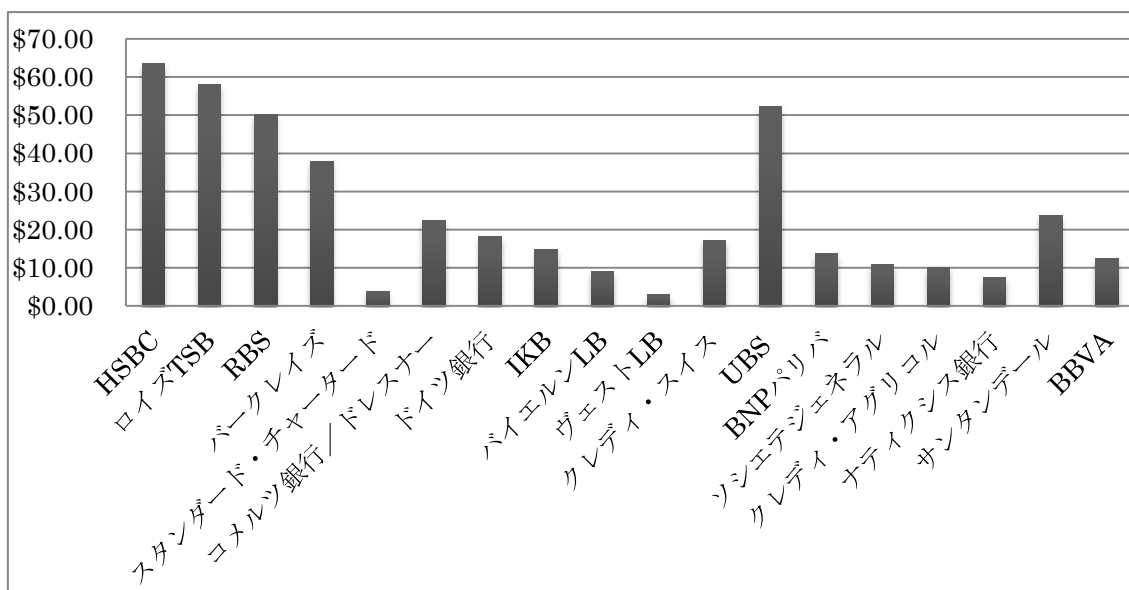
(1) パリバ・ショック

2007年8月9日、ついに引き金が引かれた。フランスの大銀行 BNP パリバが、傘下のミューチュアル・ファンドの解約凍結を発表し、市場が大混乱に陥ったのだ。世に言う、パリバ・ショックである。大銀行である BNP パリバが経営困難に陥ったことで、欧州各国で銀行経営への不安が生じ、金融危機へとつながった。なぜ、このようなことが起きたのだろうか。

第1章でみたように欧州の金融機関がアメリカの影の銀行制度に関与した結果、高レバレッジ化による脆弱なバランスシートを抱えた中、2006年初めにサブプライム・ローンが焦げ付き始める。この時点では、多くの金融機関は何も行動を起こさなかった。しかし、2007年に入り、サブプライム・ローン関連の貸し出しのデフォルトが相次いだ(図表 2-2-1)。このことにより、サブプライム・ローンを証券化していた RMBS や、それをさらに証券化していた ABS-CDO の価格が下落することになる。当然、これらの有価証券を保有していた金融機関は資産の評価見直しをしなくてはならず、さらに、格付け機関による格下げが行われたことで、各行は資本調達コストが増大した。7月に入ると、サブプライム・ローン関連の RMBS が大量に格下げされ、CDO 価格が下落し、アメリカの「影の銀行制度」の土台が崩壊してしまう。この影響は、アメリカだけにとどまらなかった。前述したように、欧州の主要金融機関は、「影の銀行制度」に大きく関与していたため、欧州でも問題が生じることとなった。それが最初に欧州で現れたのが、パリバ・ショックなのだ。これをきっかけに、欧州商業銀行のトレーディング勘定で、サブプライム関連商品の価値下落による損失の拡大が表面化することになる。代表例が、ドイツ IKB 銀行やザクセン州立銀行である。これら 2 行も、傘下のファンドの資金繰りが困難になり、多額の信用供与を受けた。また、大量の MBS を保有していたイギリスも、ノーザンロック銀行で取り付け騒ぎが起こった。

図表 2-2-1 サブプライム関連商品損失額

(単位:米ドル)



(注) RBS=ロイヤルバンク・オブ・スコットランド, BBVA=バンコ・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア。

(出所) Reuters annual reports company filings より報告者作成。

(2) リーマン・ショック

アメリカの株価が下落したことで、欧州金融機関が保有する株式の価値が低下し、財務状況が悪化した(図表 2-2-2, 2-2-3)。それに伴い、信用不安が生じ、投資リスクの上昇という金融危機の兆しが現れた。これらは、アメリカの証券化商品へ投資を行っていたために生じた問題である。これらの問題への対策として、FRBが政策金利を0.5%引き下げたり、アメリカ、欧州それぞれの中央銀行が大量の資金供給を行ったりした。しかし、生じた混乱はレバレッジ金融全体に波及し、モノラインの経営が急激に悪化した。上半期に稼ぎ出していた高収益のおかげで、乗り切れるかと思われたが、2008年に入ってもCDOやサブプライム関連商品の格付け見直しと価格下落が続いた。このことで、格付け機関の信認問題やモノラインの経営問題が顕在化して、アメリカ国内の住宅関連市場で信用収縮が進み、市場から資金が引き揚げられた。このことにより、市場性資金でバランスシートの拡大を行っていた金融機関は調達困難リスクに直面した。証券化市場は一時的に麻痺し、資金が調達できなくなった金融機関の自己資本にも影響した。

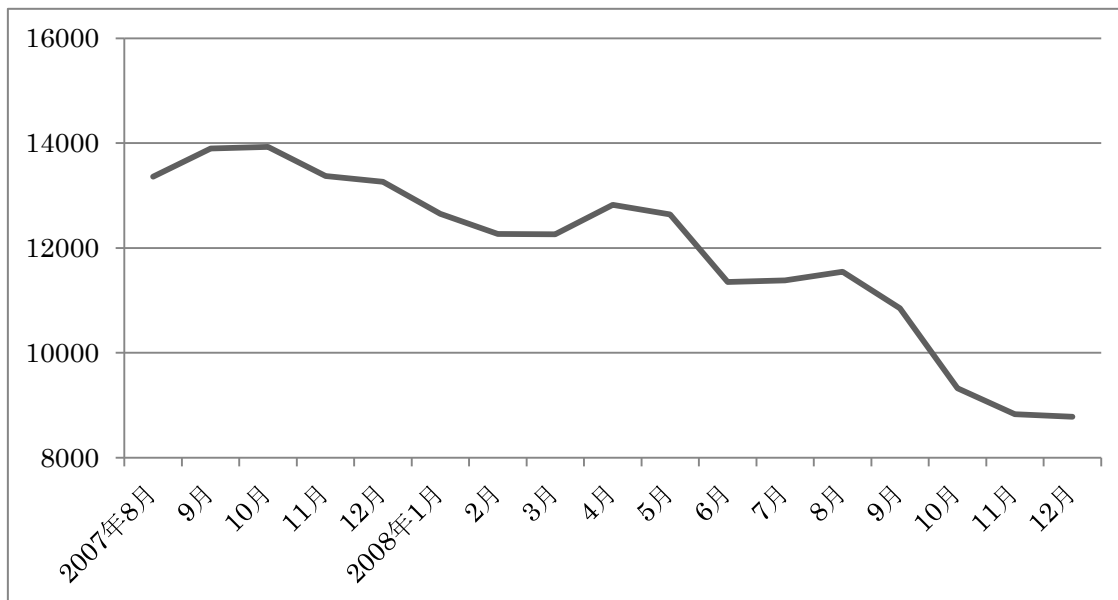
このような状況の中で2008年9月15日、アメリカの大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻することになる。「大きすぎて潰せない」と言われた大手のリーマン・ブラザーズが破綻したことで、銀行経営への不安、また銀行の融資態度の厳格化が予想され、景況感が落ち込み、企業は投資を減らし、家計は雇用不安から消費を減退させた。この影響は欧州でも一気に広がった。LCBG¹⁹の多くで、トレーディング勘定に内包された脆弱性が顕

¹⁹ Large and complex Banking Group の略。ECBによって分類された総合大銀行グループ。

第2章 欧州震撼

在化し、伝統的商業銀行型のリスクとは異質なリスクにさらされることになる。

図表 2-2-2 ダウ平均株価推移 (単位:米ドル)



(出所) Dow Jones Indexes より報告者作成。

図表 2-2-3 ダウユーロ 50 種株価指数 (単位:ポイント)



(出所) ECB より報告者作成。

異質のリスクは、負債と資産の両方に存在した。まず、負債側は流動性調達リスクである。トレーディング勘定の下で非伝統的投資銀行業務により、総資産を拡大させてきた。その拡大に預金が追いつかない部分を市場性資金で賄っていたため、市場性資金の調達困難に直面した。預金取り付けのような通常の流動性危機ではなく、投資銀行型の流動性危機である。資産側は、市場リスクとカウンターパーティー信用リスクである。1つ目の市場リスクには金利リスク、株価変動リスク、為替変動リスクがあるが、トレーディング勘定では、たとえ本来の貸出を証券化した有価証券であっても、評価損は価格下落による評価損として処理される。そのため、本当は市場リスクによって損失が発生していても、有価証券の価格下落による評価損として処理されてしまい、市場リスクとの見分けがつかなくなるのだ。2つ目のカウンターパーティーリスクとは、「種々の店頭（OTC：Over the Counter）市場におけるバイラテラルな非リテール取引に関連する信用リスク」²⁰のことである。簡単に言うと、正規の店頭を介さない取引（OTC市場）においては、誰がどれだけ証券化商品を保有しているか分からない。そのため、誰がどの程度損失を被っているかもわからず、信用リスクが生じるということだ。このように、LCBGの一部は、従来の伝統的商業銀行業務におけるリスクに加え、新たなリスクを抱えることになっていた。

このような異質のリスクの下で生じたフェーズ I の危機に EU はどのように対処したのだろうか。まず、流動性危機への対応策として、ECB とユーロシステムを構成する各国の中央銀行（NCBs）による、短期金融市場への流動性供給が行われた。ドル建資金に対しては、為替スワップ、アメリカ系 MMF（マネーマーケットファンド）²¹からの借入、在米子会社を通じた FRB からのドル資金調達などを駆使して、ドルを供給した。また、流動性危機がソルベンシー危機へと転化しつつある銀行には、EU 各国政府からの資本注入が行われた。ただしこの支援は、各国政府の独断により行われたため、支援のタイミングやルール、負担の国家間での分担といった問題が生じることとなった。さらに、ECB による利下げ、時価評価会計の一時凍結、銀行間預金の政府保証、預金保険額の引き上げなどの追加的な措置が取られた。これらは EU の金融システムの信認を保つための政策である。实体经济へのショックを緩和するために、VAT 税率²²の引き下げ、欧州委員会による「EU 経済復興プラン」、さらに 2009 年 2 月には EU 全体で総額 2000 億ユーロの景気対策が提示された。こうして、金融危機のフェーズ I は 2009 年第一四半期を以て終息した（図表 2-2-4, 2-2-5）。

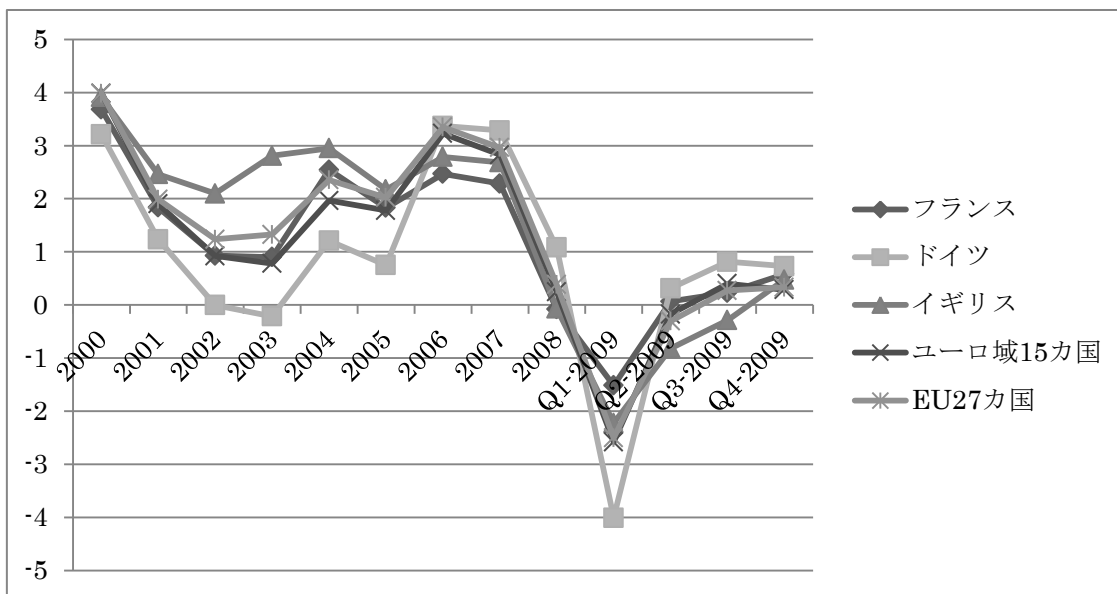
²⁰ 田中・岩田[2010]p71による。

²¹ 安全性の高い短期金融商品を中心に外貨で運用される短期金融資産投資信託。

²² 付加価値税率のこと。

図表 2-2-4 実質 GDP 推移

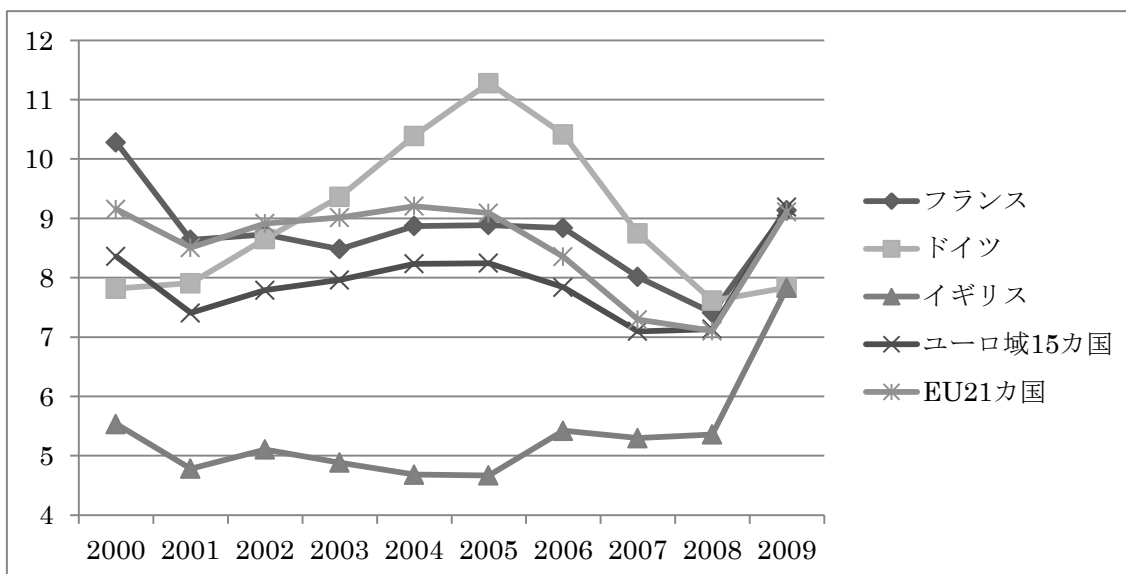
(対前年／前4半期比%)



(出所) OECD *Quarterly Growth Rates of real GDP* より報告者作成。

図表 2-2-5 失業率

(単位: %)

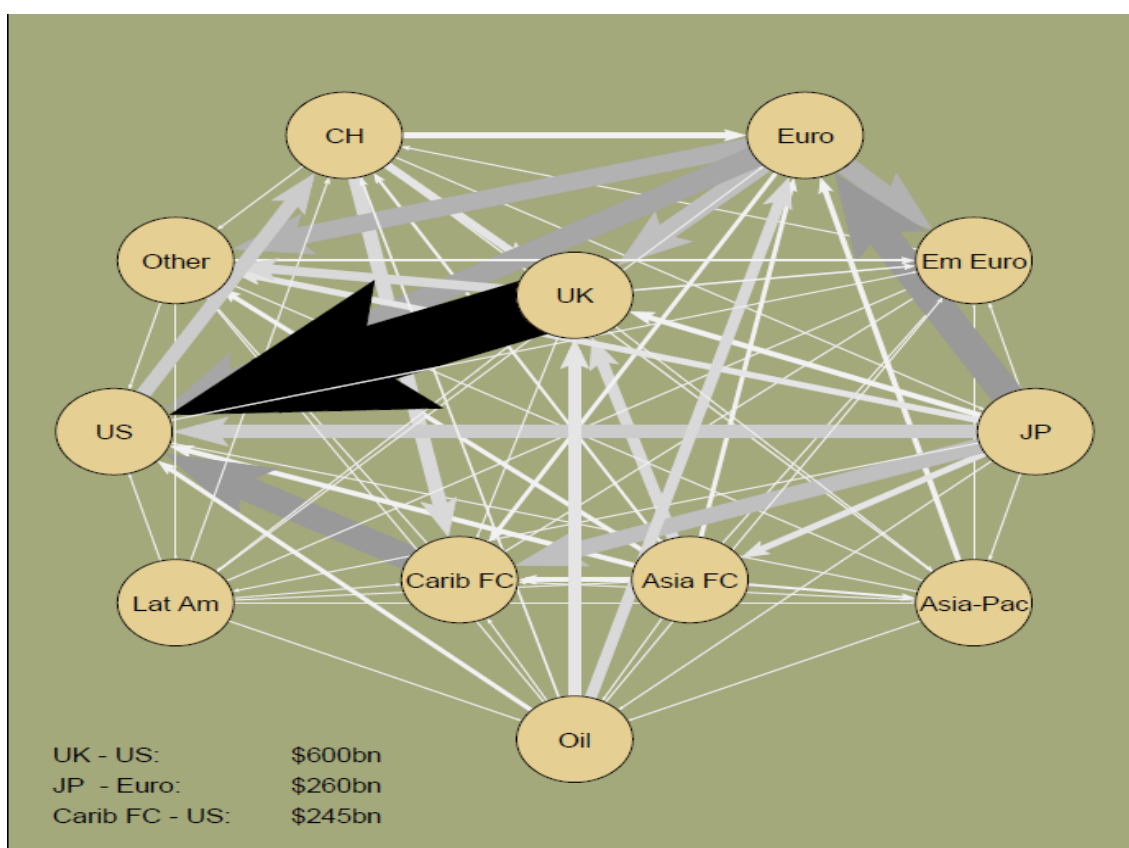


(出所) OECD *Unemployment Rate* より報告者作成。

(3) 金融危機後の各国銀行間資金移動の変化

世界金融危機後、各国の銀行間での資金移動の流れ、特にアメリカからの資金が大きく変化した。危機以前は2007年中盤まで、銀行は日本やユーロ圏、アジアの金融センター、石油輸出国からの国際的な資金移動を促進していた。銀行はこれらの資金をイギリスや、カリブ海金融センターを介して移転させ、資金は最終的にイギリスや新興市場の借り手のもとへ移動していた(図表2-2-6)。だが、危機を経てからこの資金の動きが逆転した(図表2-2-7)。しかし、この驚くべき資金移動の逆転が起こったことを説明する情報はほとんどないと言われている。

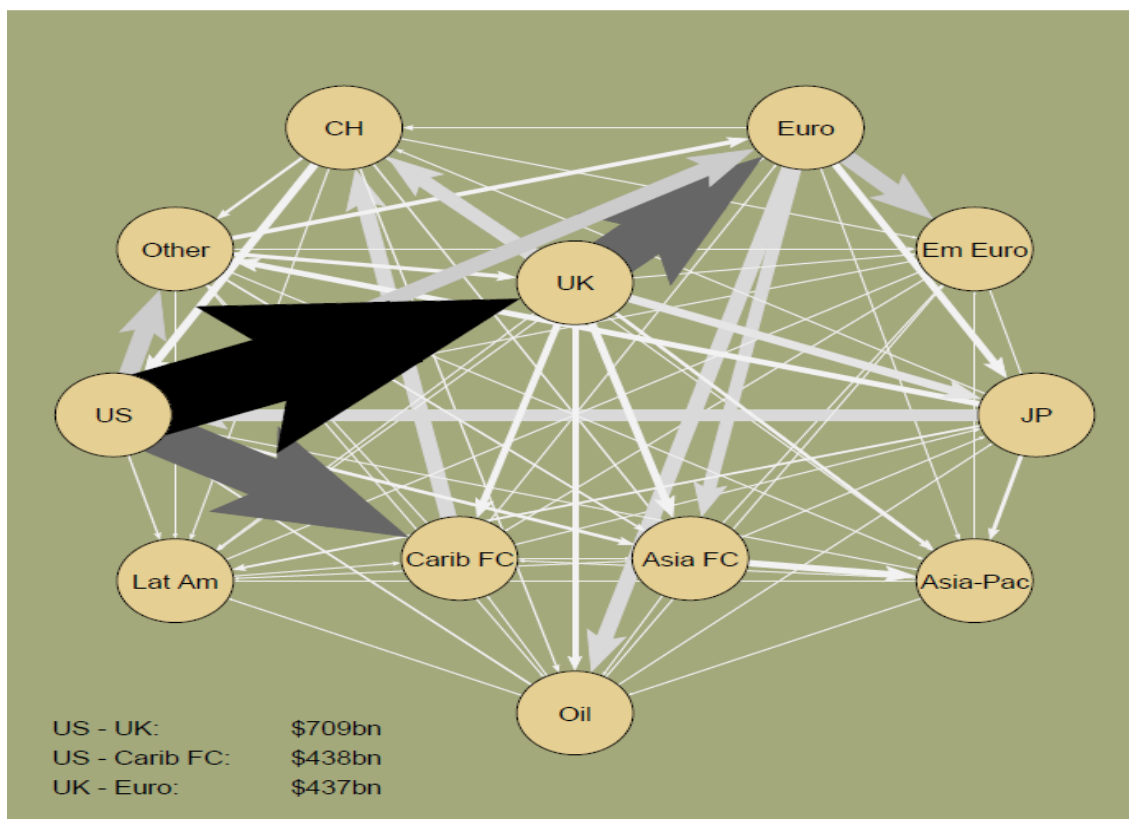
図表 2-2-6 累積結果としての純額の資金フロー(2000年Q1-2007年Q2)



(注) Em Euro=Emerging Euro,Asia Pac=中国、台湾、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、パキスタン、フィリピン、タイ。

(出所) BIS *Quarterly Review*,September 2010 より抜粋。

図表 2-2-7 累積結果としての純額の資金フロー(2007年Q3-2010年Q1)



(注) Em Euro=Emerging Euro,Asia Pac=中国、台湾、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、パキスタン、フィリピン、タイ。

(出所) BIS *Quarterly Review*,September 2010 より抜粋。

2.3 フェーズⅡ

(1) 実体経済の不況と信用リスク

LCBGの中には、伝統的商業銀行業務を営んできたため、フェーズⅠの危機の影響がなかった銀行も多い。これらの銀行は、自国や近隣諸国に広範な預金基盤をもっていたため、バンキング勘定をトレーディング勘定よりも優位に置くことができ、伝統的商業銀行業務を中心に続けてきたという特徴がある。2000年以降、非伝統的投資銀行業務に乗り出し、ヘッジファンド化した銀行が高収益を得ているなか、これらの銀行の収益は低かったが、おかげで、フェーズⅠの危機の影響を直接的に受けずに済んだ。しかし、実体経済の不況に伴い、これらの低レバレッジ銀行も、金融危機のフェーズⅡに触れ始めている。フェーズⅡの危機とは、実体経済の不況による収益の悪化と貸出先への信用リスクの顕在化によるものである。実体経済の悪化は、中・東欧諸国で明らかになり始めたが、ドイツでも、アメリカへの輸出が減少したことで、景気が悪化していた。また、南欧諸国でも景気の後退が明らかになった。不況によって、トレーディング勘定およびバンキング勘定双方において、銀行が保有する資産の劣化が生じる可能性がある。これについては、次の項で詳しく言及する。

(2) 2種類の資産劣化

1つ目は、東方展開の際にEUが取りこんだ新興市場諸国でのバンキング勘定の劣化である。これは、進出した国によって2つに分けることができる。1つの原因は、バルト海諸国における貸し倒れリスクである。バルト海諸国へ進出した銀行は、不動産バブルの中で、本国からの資金提供によって貸出を増大させていた。2006年以降、バブルが崩壊したことにより、バルト海諸国においてはカレンシー・ミスマッチ²³の脅威に、進出した銀行においては不良債権が急増する脅威にそれぞれ悩まされることになる。現在は、自国通貨を断固としてユーロにペッグし続けることで、このような脅威は抑え込まれているが、やはり資産劣化が懸念される。もう1つは、中東欧における貸し倒れリスクである。中東欧では、外国銀行のシェアが非常に高い²⁴。なかでも、地理的条件から特にEU域内からの進出が多くなっている。そのため、金融危機が中東欧にも波及し、資本流出が起きた。資本が流出したことにより、カレンシー・ミスマッチが生じ、貸出が不良債権化することが懸念される。不良債権化すると、今度は貸出側であるEU諸国の銀行が脅かされる。このように、双方において危機が深化する構造になっていた。

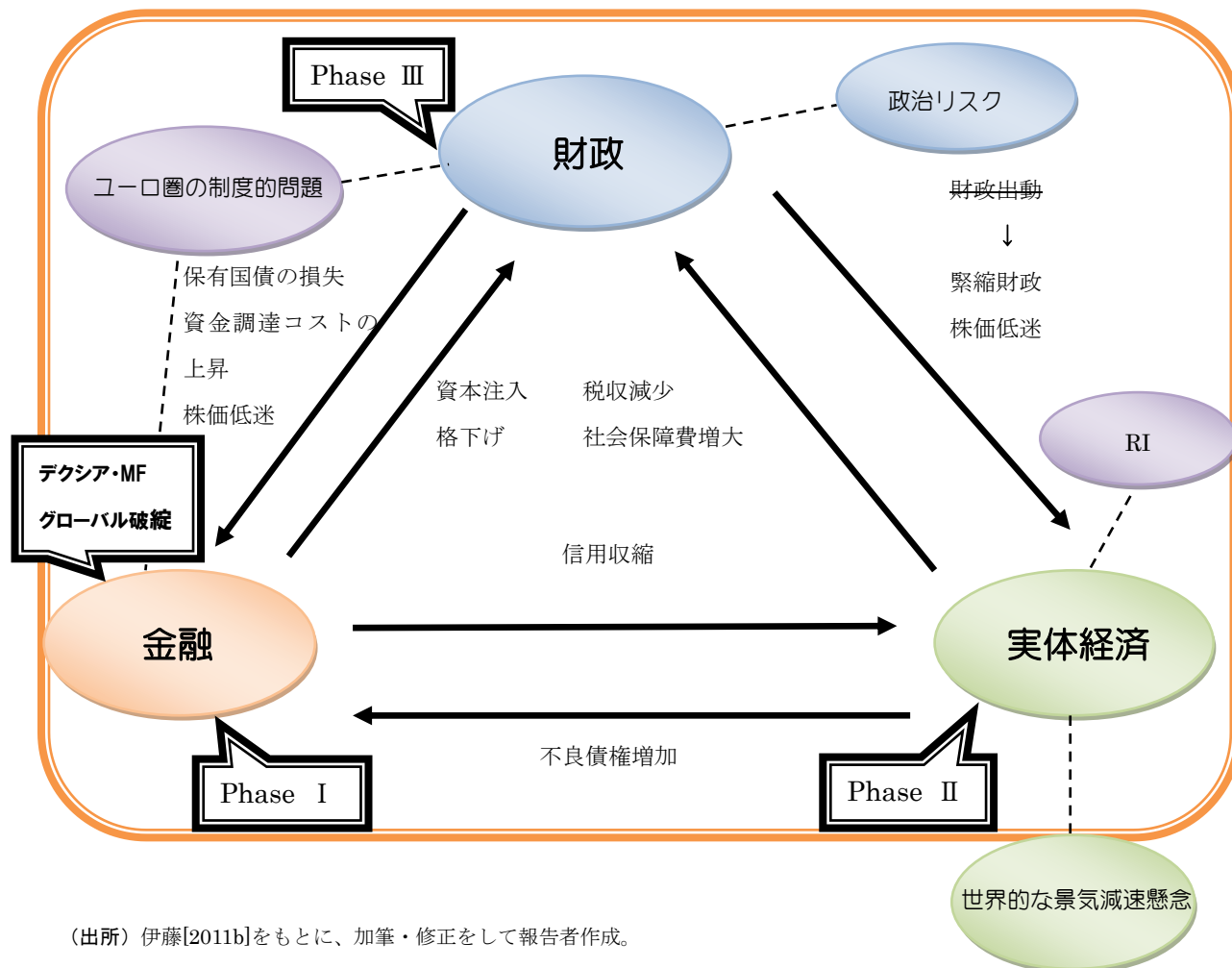
2つ目は、市場型の金融仲介システムを採っていたイギリスやアイルランド、スペインなどにおける各国の不動産バブル崩壊に由来する資産劣化である。イギリスでは、物価安定を重視して低い金利政策を維持してきた。さらに、住宅への実需、投資目的の住宅需要が加わり、住宅バブルが生じた。だが、2006年にインフレ率の上昇が見られ始め、政策金利の引き上げにより、バブルが崩壊することとなる。アイルランドでは、経済ファンダメンタルズが好調だったことにより、住宅需要、不動産需要が生じた。さらに、ECBの単一金利が、相対的に低かったためにローンを組みやすく、住宅ブームが起き、住宅価格の上昇とともに好景気が持続することとなった。ファンダメンタルズが好調であるため、適切な住宅ブームだと考えられていた。しかし、実際はバブルであり、2005年のECBの金融引き締めにより、バブル崩壊の布石となった。スペインでは、インフレ率に比して、ECBの単一金利が相対的に低くとどまったため、もともと高い住宅需要が、さらに高まった。金融機関もローン供給を積極的に行い、住宅ブームが生じた。これに、投機的な不動産需要が加わり、バブルへと転化する。だが、ECBの金利引き上げに伴い、スペインの住宅ローンは変動金利が多いため、住宅需要が低下していった。本格的には、サブプライム・ローン危機後に崩壊することになる。このように、資産劣化によって、バンキング勘定において信用リスクが顕在化したのが、金融危機のフェーズIIである。

²³ 自国通貨が対ユーロで減価することで、ユーロ建債務の返済が困難になること。

²⁴ ポーランドが71%、ハンガリーが57%、チェコが91%である（2007年時点、田中[2010]による）。

2.4 そしてフェーズⅢ、ソブリン債務危機へ

図表 2-4-0 ユーロ圏における相互作用と負の連環の構図



(出所) 伊藤[2011b]をもとに、加筆・修正をして報告者作成。

図表 2-4-0 はユーロ圏が負のスパイラル、つまり“亡環”にはまっていることを端的に示している。今まで、第2章の第2節では、フェーズⅠとして金融危機をみた。第3節では、それが実体経済に飛び火したことを、フェーズⅡとして描いた。投資家はサブプライム商品や株式などのリスク資産から債券への“質への逃避”を行ったが、その逃避先である国債が今度は惨劇の舞台となった。本節では、それを踏まえてフェーズⅢ、つまり財政危機を扱う。事態を賑わせているのはPIIGSとよばれる、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインの5カ国である。ここまで危機が転移したことで、欧州は容易に苦境から抜け出せなくなってしまった。政府の緊縮財政は、景気の低迷につながり、結果的に財政再建を阻み、景気回復の弱さや財政の問題は金融機関を保有国債の損失、資金調達難に陥れ、再びそれは財政や実体経済に回帰するという事態が発生した。実体経済が盛り上がらないことには、アメリカをはじめとする世界経済の減速懸念があり、欧州内

部では、“南北格差”、つまりリージョナル・インバランスという構造的な問題もある。また危機を悪化させた背景として、分権的な財政政策や“*One size fits all*”問題というユーロ圏特有の制度的問題も存在する。ここにきて、危機が一巡して、金融サービスグループ、デクシアは事実上の経営破綻に陥った。これはさらなる第二巡目の危機の序章かもしれない。この問題についても後に触れる。

(1) ギリシャと欧州ソブリン債務危機

2009年10月4日、この日ギリシャにおいて、左派の全ギリシャ社会主義運動(PASOK)が保守の新民主主義党(ND)から政権を奪還する出来事が起こった。同月21日、新政権のギリシャの財務相は、前政権が財政統計の粉飾決算を行っていたことを公表し、2009年の財政赤字対国内総生産(GDP)比を3.7%から12.5%に修正した。安定成長協定の「3%以内」という基準から大幅に逸脱するとともに、ギリシャの財政統計への信用も揺らいだ。誰も予期し得なかったことだが、欧州を以後さらなる危機の深みへと誘うギリシャは、まさにトロイの木馬であった。その後も、財政統計の修正は連続的になされ、最終的には2009年の財政赤字が15.4%にまで到達した。しかし、実はギリシャの財政統計のごまかしはこれが初めてではなかった。2004年11月において、ギリシャがユーロを導入する前年(2000年)に財政赤字は3%を超過し、4.1%であったことが露見する事態がすでにあつたのである。本来ならば加盟条件を満たしていないため、参加できなかった。その後も嘘の報告は続いた。やがてギリシャは裁かれる時がきた。だがそれは他の善人な欧州各国をも巻き込んだ一大悲劇となる。

ギリシャは1100万人余りを擁し、GDPはユーロ圏全体の2%強の小国である。主要な産業はGDPの2割近くを占める観光業と、周辺が海に囲まれた地の利を生かした海運業だ。観光客数では、イタリアやフランスと言った観光地として有名所には遠く及ばないことがわかる(図表2-4-1)。しかし視点を変えて、その国の人口に占める観光客数、およびGDPに占める観光客が落としていった金額で見ると、ギリシャの観光立国としての地位は高いことが判明する(図表2-4-2)。他の産業においては、建設業や、漁業、農業が比較的盛んで、経済基盤はあまり強くない。したがって輸出競争力もないのが現状である(図表2-4-3)。このグラフは品目ごとの国際的な競争力を貿易特化係数²⁵として示しているが、近年では全ての品目で「0」を下回っている。つまり、ありとあらゆる製品を海外から調達しているということだ。経常収支額はユーロ加盟後も悪化の一途を辿っていたが、世界金融危機後、経常赤字は縮小してきている(図表2-4-4)。もともとギリシャの以前の国民通貨、ギリシャ・ドラクマに比べて、ユーロが強く、為替レートが非可逆的に固定されているので、ギリシャは為替切り下げをできず、輸出競争力を回復させることが困難なこともその一因である。経常赤字の原因の大半は財の輸入超過であり、近年では所得収支の赤

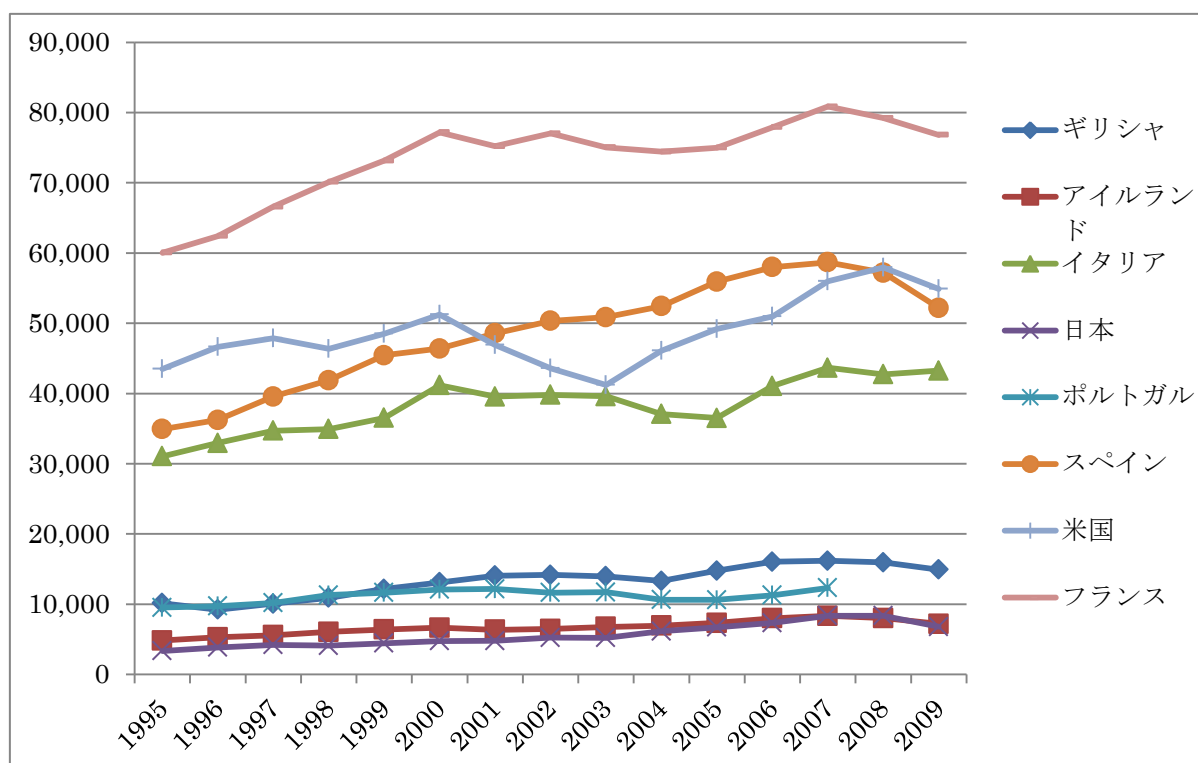
²⁵貿易特化係数は(輸出額-輸入額)/貿易総額(輸出額+輸入額)で算出され、品目ごとの国際競争力を示す指標と考えられている。同係数が「1」に近づく輸出競争力が強いと判断され、輸出入が均衡した状態では「0」となる。

第2章 欧州震撼

字も大きくなってきている。その経常赤字をファイナンスしてきたのが、資本流入である（図表 2-4-5）。証券投資を中心に資本黒字を形成し、2000 年代半ばからはその他投資の流入も増えてきている。国民経済的な観点からいうと、経常収支赤字を決定づけてきたのは、ギリシャ経済の投資超過と、後に述べる恒常的な財政赤字である。ギリシャでは貯蓄を投資が上回る経済構造が少なくとも 20 年は続いており、2005 年からはさらに差が広がっている（図表 2-4-6）。これは経常収支が悪化したのと機を一にしている。

図表 2-4-1 観光客数の推移(1995-2009 年)

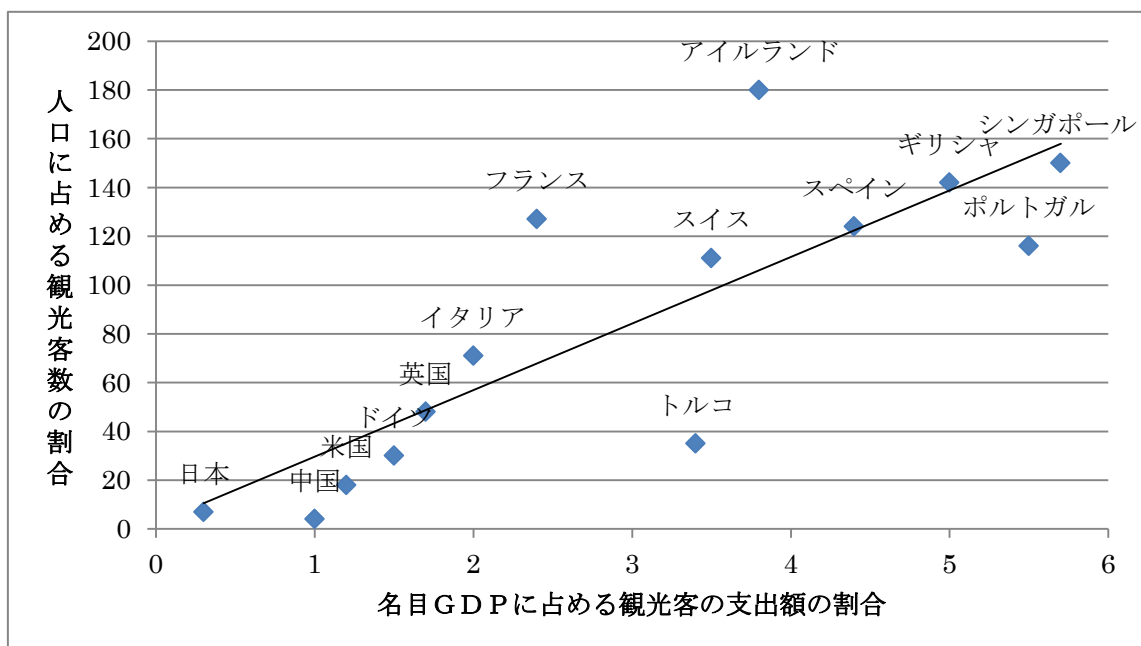
(単位:1000 人)



(出所) UNdata より報告者作成。

図表 2-4-2 世界各国の観光立国の度合い(2008年)

(単位:縦軸・横軸ともに%)

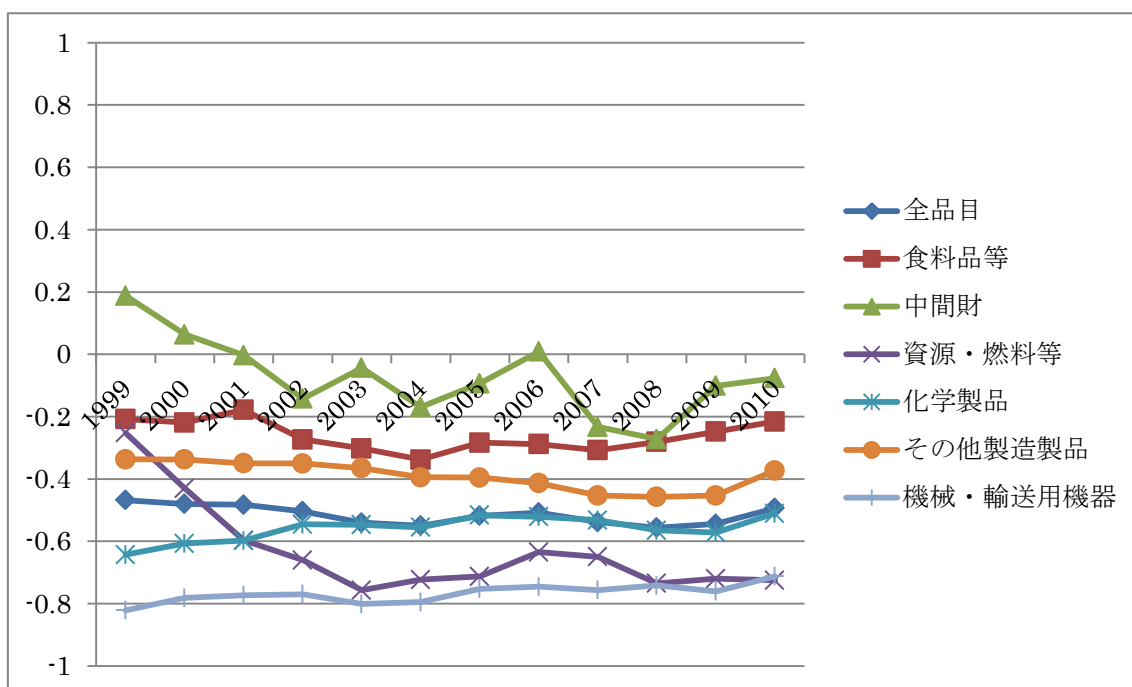


(注) ポルトガルは2007年時点。

(出所) UNdata, OECD より報告者作成。

図表 2-4-3 ギリシャの貿易特化係数(1999-2010年)

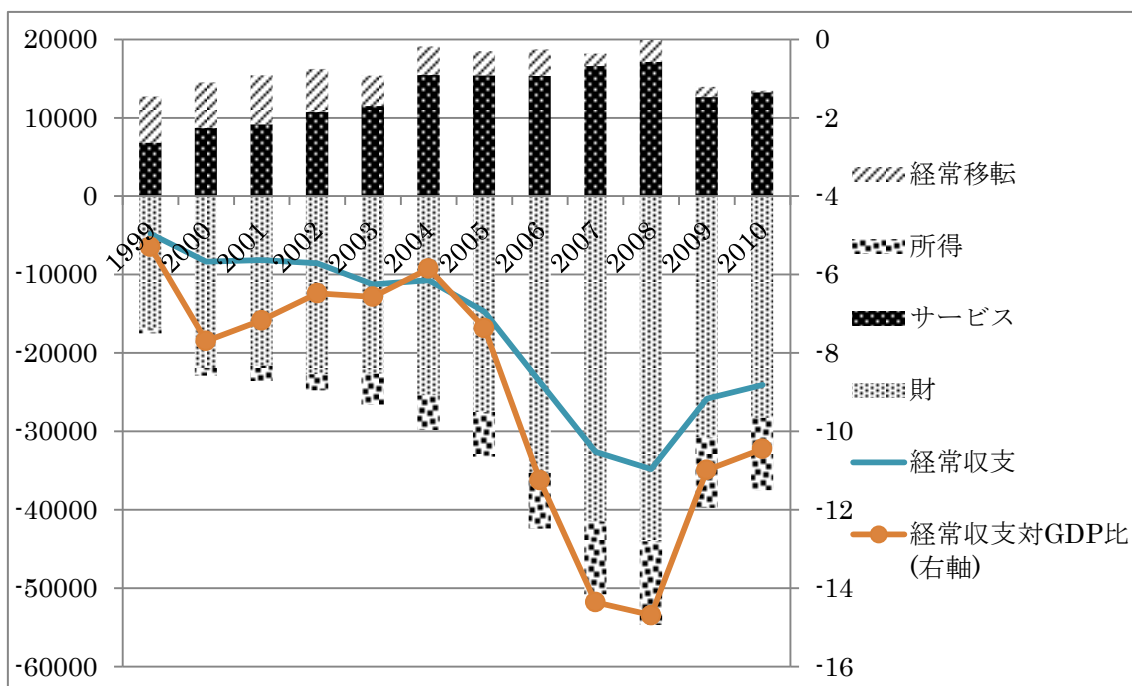
(単位:特化係数)



(注) 「1」に近づくほどその品目は国際的に競争力が強いとみなされる。

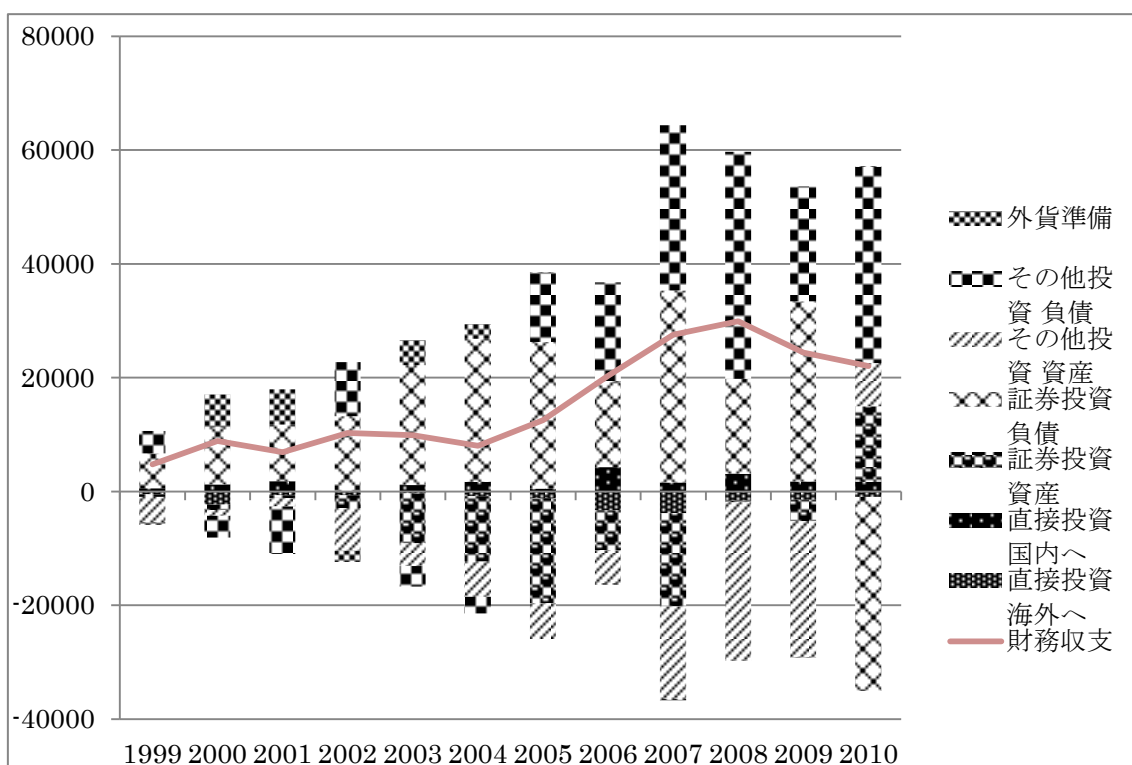
(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-4-4 ギリシャの経常収支の推移(1999-2010年) (単位:左軸 100万ユーロ、右軸:%)



(出所) ギリシャ中央銀行より報告者作成。

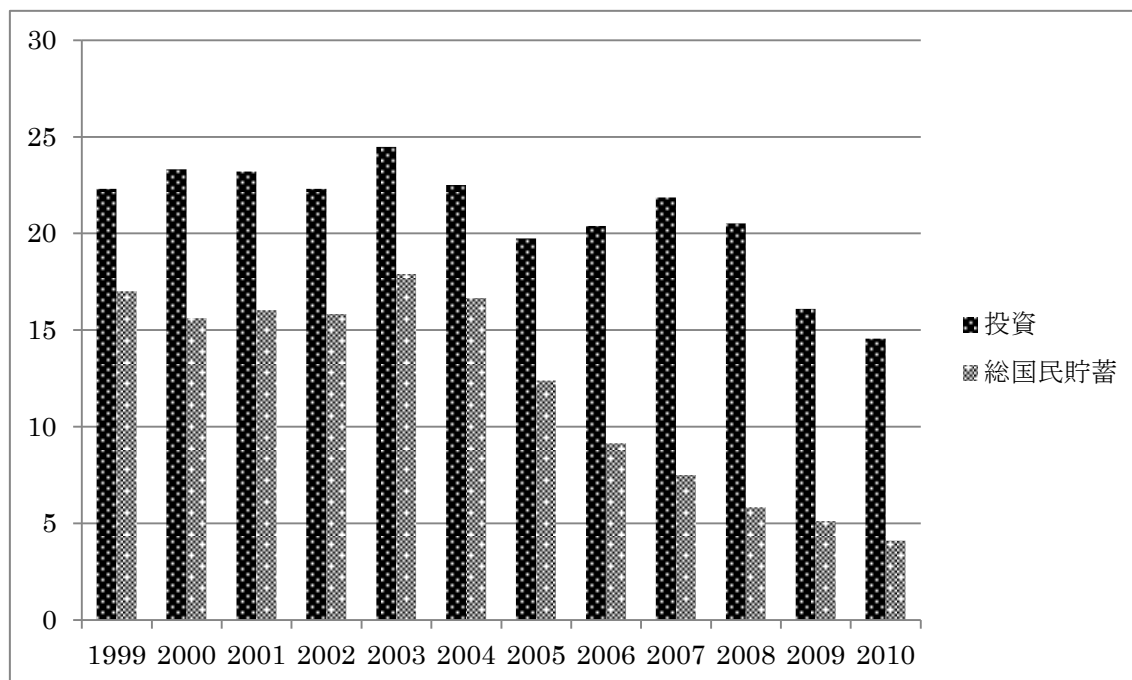
図表 2-4-5 ギリシャの財務収支とその構成(1999-2010年) (単位:100万ユーロ)



(出所) ギリシャ中央銀行より報告者作成。

図表 2-4-6 ギリシャにおける貯蓄・投資の対 GDP 比(1999-2010 年)

(単位:%)



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

ギリシャには、収益力のある企業が少なく、税収基盤は弱い。それでいて、徴税システムもきちんと整備されてこなかった。脱税が企業や労働者などの間において、日常的に横行していたのである。税金を当たり前に徴収し、脱税を摘発することに本腰を入れたのは、2009年12月になってからだった。このことはギリシャが財政危機に陥った一因でもある。ここに地下経済²⁶の規模を示したデータがある(図表 2-4-7)。この図表をみると明らかなように、南欧諸国がその規模が大きい。とはいうものの、世界全体で考えると、ギリシャはまだ小さい方である。ギリシャの特徴として別に挙げられるのが、公務員の数が非常に多いことだ。実に労働人口の25%にのぼる規模である。この背景には、全ギリシャ社会主義運動と新民主主義党が政権交代をするたびに、公務員への採用が選挙の看板として使われ、その支持者たちは公務員に雇用されてきた経緯がある。これには、社会主義時代の名残があるせいもあるだろう。そのため、公務員の人件費がかさんで、国の財政を圧迫し、また財政削減も行いにくい構造となってしまった。年金もまた国の財政を逼迫させる厄介者である。ギリシャの年金の所得代替率²⁷は欧州でも突出して高い。公的年金に職域年金を加えた所得代替率でみると、40年間65歳までフルタイムで働いて、2006年時点で退職したと仮定したならば、図表 2-4-8 のようになる。ここでも南欧諸国の値が高いことがう

²⁶地下経済とは合法・違法を問わず、税制や政府による規制から逃れてなされる経済取引や雇用のことであり、公式経済の範囲外で生み出されるため統計では把握されないものである。

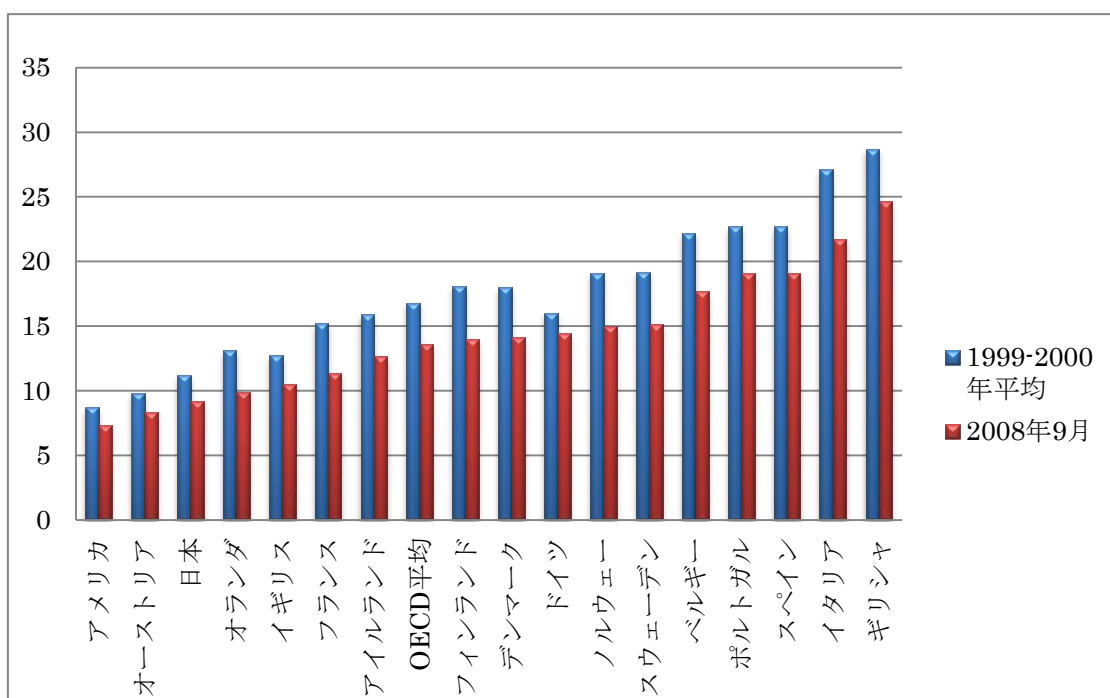
²⁷年金の所得代替率とは、現役期の賃金水準を基準にしてその相対比率として年金の給付水準を示す指標である(大谷津[2009]参照)。

第2章 欧州震撼

かがえる。参考のために、国民負担率²⁸も同時に掲載した。所得代替率が高いからといって、必ずしも国民負担率は大きくなってない。それどころか PIIGS 諸国は乖離幅が他の国と比べて一段と大きい。また、ギリシャ政府の年金負担が重いのは所得代替率が高いだけでなく、早期退職制度の存在も理由に挙げられる。仕事に危険が伴い、健康を害する恐れがあるような職種では、通常を受給開始時期を待たないで、年金を早期に受け取ることができるのである。

図表 2-4-7 地下経済の規模対 GDP 比

(単位:%)

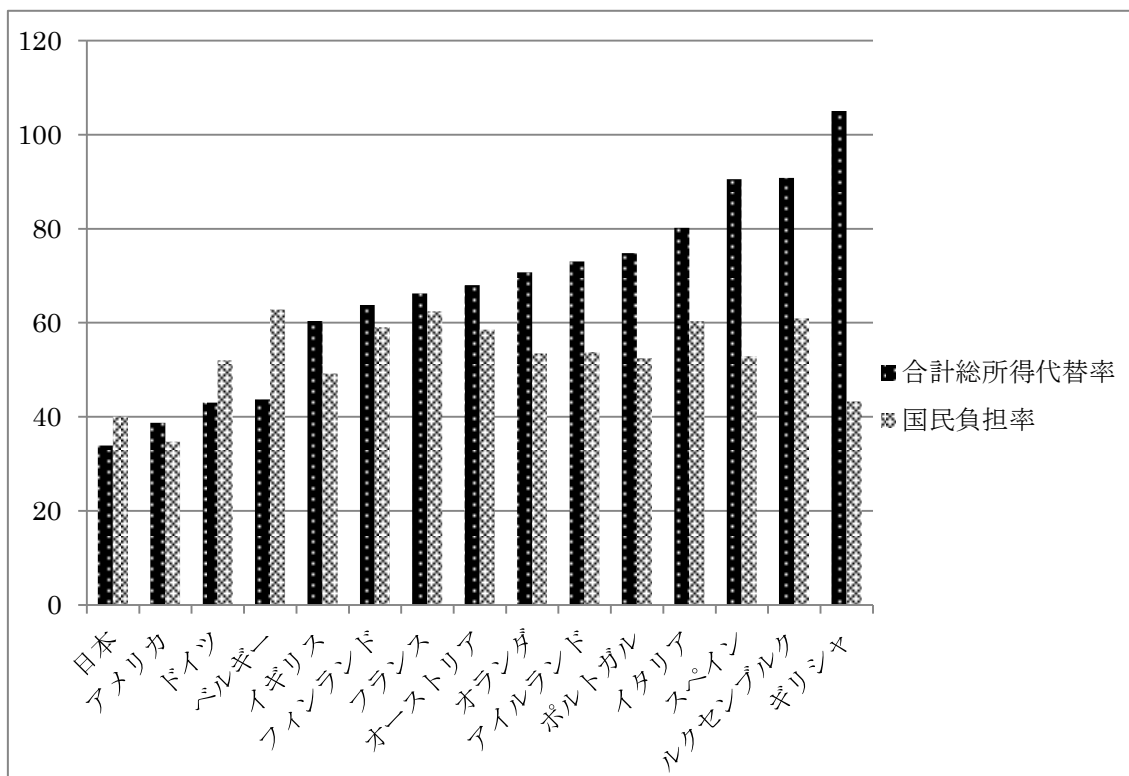


(出所) OECD より報告者作成。

²⁸国民負担率とは、租税負担と社会負担保障を合わせたものであり、国民所得に対する国民負担の比率を言う(河手[2007]参照)。

図表 2-4-8 所得代替率と国民負担率(2006 年)

(単位:%)



(注) 日本とアメリカの所得代替率は OECD より 2009 年時点。
 ポルトガルの国民負担率は 2005 年時点。日本の国民負担率は 2007 年時点。
 (出所) 大谷津[2009]、OECD のデータをもとに報告者作成。

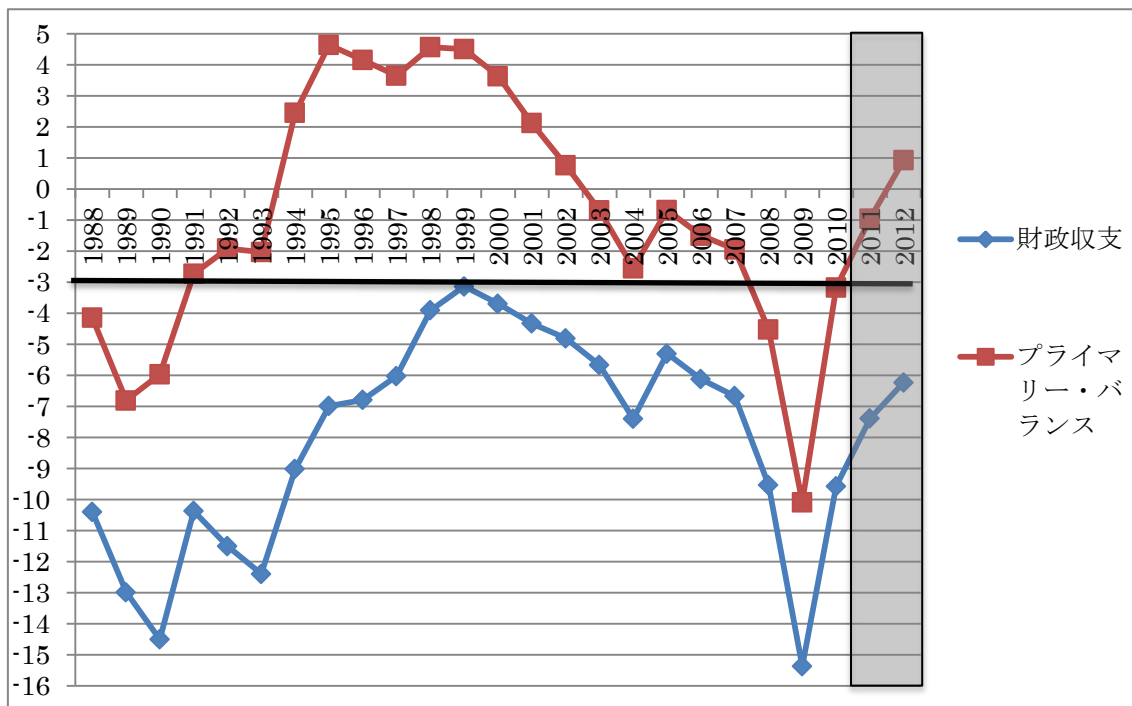
ギリシャは 1999 年のユーロ導入時には参加の条件を満たせず、2001 年からユーロへの加入が認められた。「GDP 比の財政赤字を 3%以下に抑える」「政府債務残高が 60%以内、あるいは満足いく速度で下がっている」という加盟条件を、為替スワップや金利スワップなどの金融デリバティブを駆使して、かろうじて「満たせた」というところだ。そうであるならば、ユーロを導入した一国として、財政規律を重んじて、引き続き財政赤字を縮小し、プライマリー・バランス²⁹を黒字化する努力を怠るべきではなかった(図表 2-4-9)。しかし 1999 年に達成した財政赤字対 GDP 比率 3.137%を最高に、安定成長協定の合格ラインである「財政赤字対 GDP 比率 3%以内」から、乖離幅を広げている。ユーロを採用したことで、ギリシャは従来に比べて国債の利払い負担が軽くなった。1990 年代後半までは 10 年物国債の利回りが 10%を上回る程度であったのが、半分以下に減少したのだ。逆に、ギリシャはその低金利に味をしめ、国債を発行して外国人投資家に売却し、借金を積み重ねた。プライマリー・バランスは黒字基調だったものの、2003 年から赤字に転落してしまった。ギリシャの政府債務額の GDP 比は、1993 年から 100%前後で推移しており、一時

²⁹ プライマリー・バランス (基礎的財政収支) とは、「借入を除く税収等の歳入」から「過去の借入に対する元利払いを除いた歳出」を差し引いて求められるものである (小池[2010]参照)。

第2章 欧州震撼

期は改善もみられるものの、財政健全化努力は怠慢であったといわれても仕方のない成績である（図表 2-4-10）。このようなギリシャのいい加減な財政運営のツケは後に回ってくることになる。

図表 2-4-9 ギリシャの財政収支とプライマリー・バランス(1988-2012年) (単位:%)

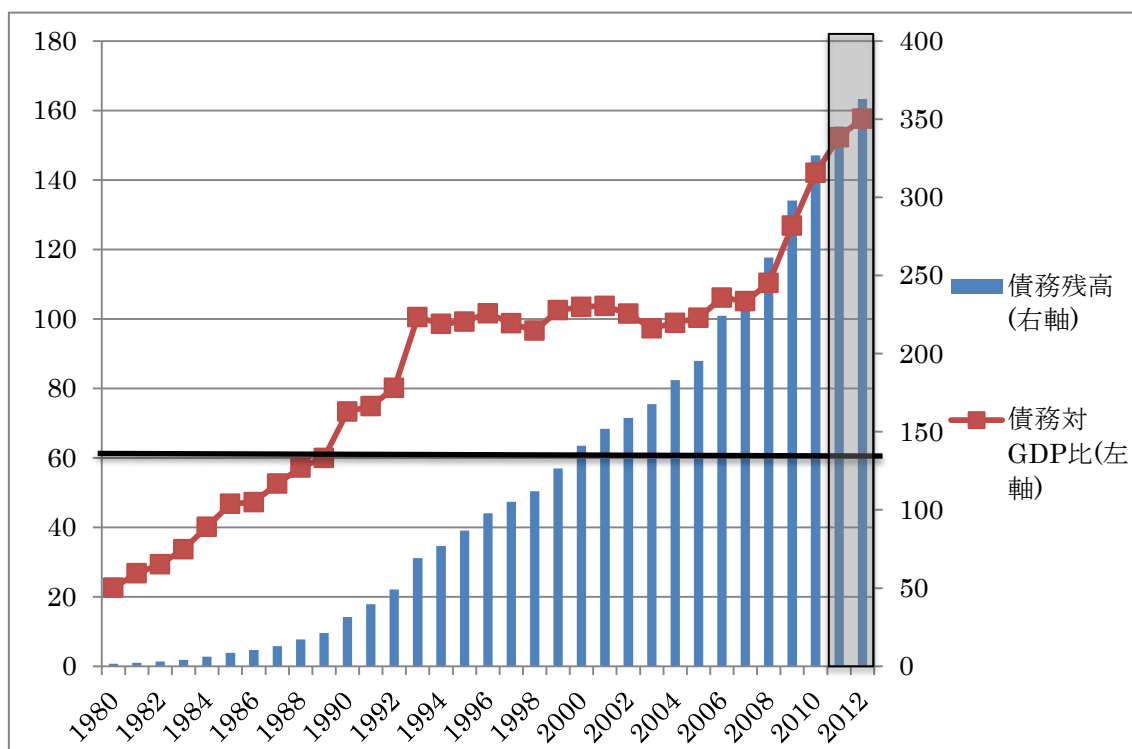


(注) 2011、2012年はIMFによる予測値。

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

図表 2-4-10 ギリシャ一般政府債務残高および対 GDP 比(1988-2012 年)

(単位:左軸%,右軸 10 億ドラクマ or ユーロ)



(注) 2011、2012 年は IMF による予測値。

(出所) IMF, *World Economic Outlook, April 2011* より報告者作成。

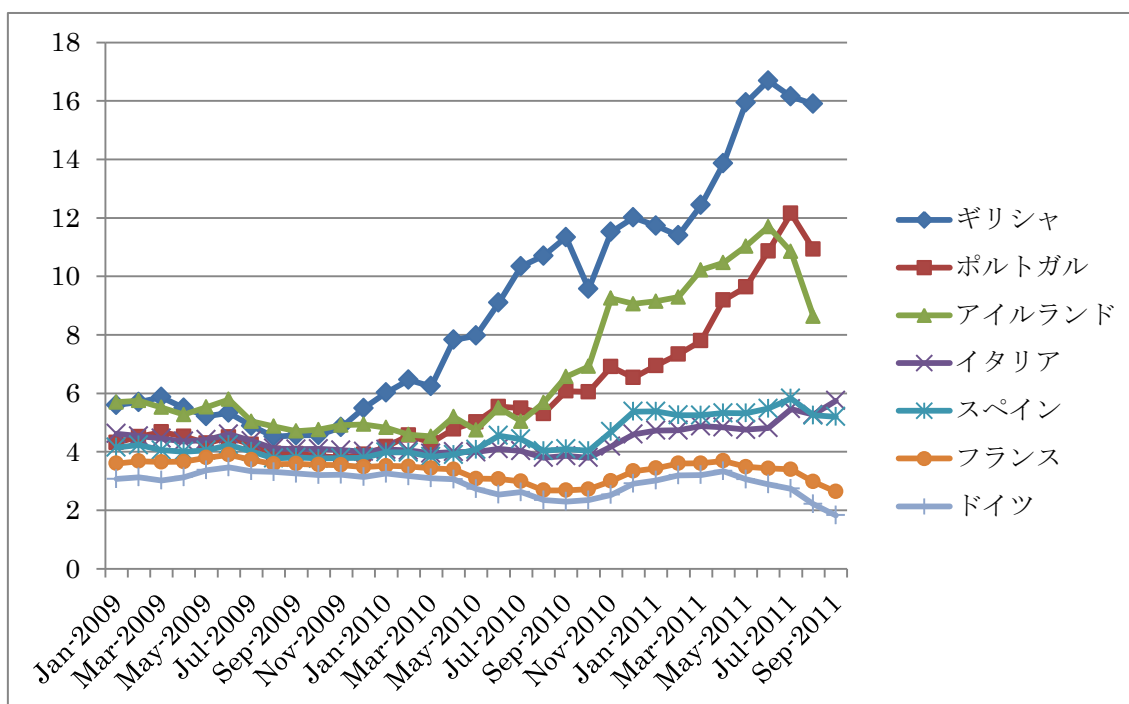
2007 年にサブプライム・ローン問題が浮上し、2008 年にはリーマン・ショックが激発して、欧州は深刻なリセッションへと突入していった。そんななかギリシャは財政赤字の悪化が懸念されたため、2009 年 3 月に、公務員給与の賃上げ凍結と高額所得者への一回限りの増税を実行したが、それだけに終わった。その結果、もともと財政赤字が大きかったこともあり、2009 年は 15.4%の財政赤字を計上してしまった(図表 2-4-9)。それと同時に、政府債務の規模も膨れ上がることになる(図表 2-4-10)。そしていよいよギリシャは審判の日を迎える。総選挙に勝った全ギリシャ社会主義運動が前政権の国家ぐるみの統計データ改竄を認めたことで、格付け会社は相次いでギリシャ国債の格下げを行い、長期金利が跳ね上がる事態が発生した。裁いたのは、神ではなく、市場であった。ギリシャ政府がデフォルトする恐れができたために、まず 10 月にフィッチ・レーティングスがギリシャ国債を格下げし、続いて 12 月にはスタンダード&プアーズと、またフィッチ・レーティングスが BBB+に下げたのをきっかけにギリシャ国債は売られ始めた。国債価格は大きく下落し、国債利回りは急騰した(図表 2-4-11)。ここに、カントリー・リスクの違いに気付いた市場によって、どれもユーロ圏内の国債としてほぼ同一の金利が付される神話が打ち砕かれ、国債の差別化とソブリン・リスクが立ち現れることとなる。このような状

第2章 欧州震撼

況を受けて、12月14日にパパンドレウ首相は社会保障費の1割削減や銀行員のボーナスへの90%課税などの財政赤字削減策を発表したが、市場の不安は治まらず、長期金利は上昇していった。2010年2月中旬にはユーロ圏財務相会合、EU臨時首脳会議、EU財務相理事会がギリシャの財政危機に対処し、市場の混乱を鎮めるために相次いで開催された。そこでは、財政赤字の削減目標や税収の確保、年金制度改革等の政府支出削減策などを含むギリシャ政府の財政再建計画が了承され、ギリシャへの支援も同時に確認された。

図表 2-4-11 10年物国債利回り(2009年1月-2011年9月)

(単位:%)



(出所) OECDより報告者作成。

だが懸念事項もあった。2010年に入ってから、財政の緊縮政策に反発した国民や労働組合による、デモやストライキが頻発しており、政府の政策の実行可能性への疑念が残っていた。もう一つはドイツがギリシャを支援することに前向きではなかったことが挙げられる。その背景には、放漫財政を続けてきたギリシャは自業自得であるにもかかわらず、そのギリシャの支援に自分たちの税金が使われることに反感を覚えたドイツ国内世論の圧力があつた。そのために、ユーロ圏によるギリシャの支援がどのような形で行われるのか、規模はどのくらいなのかといった具体策は遅々としてまとまらなかった。欧州各国の緩慢な対応は市場の輦蹙を買い、ギリシャが国債の償還期限が迫り、本気で欧州連合(EU)とIMFに支援を要請したときには、国債利回りは9%に達していた。金融市場では、その後4月末から5月上旬にかけて荒れに荒れ、ギリシャ国債は叩き売られ、ピーク時には10年物国債の利回りは13%に迫って、債務不履行が近いとみられて売られた2年物国債の利

第2章 欧州震撼

回りも一時、年38%にまで達した。ユーロの為替相場も1.2ドルに暴落した。これには4月27日にスタンダード&プアーズがギリシャ国債をジャンク債（投資不適格級）に引き下げたことも影響している。欧州だけでなく、その波紋は世界に広がり、世界中で株価が暴落し、金融市場をパニックに陥り、ギリシャのデフォルト（債務不履行）は「第二のリーマン・ショック」になりうるとの懸念が広がった。2010年5月2日になり、ギリシャ支援融資の枠組みが決まり、ユーロ圏と国際通貨基金（IMF）が共同で援助することとなった。ギリシャにはドイツやフランスの多くの金融機関が投融資しており、もはやギリシャ経済の問題だけではなくなくなったのがはっきりしたため、最終的にはドイツも金融支援に乗り出さずにはいられなかったのである。

ギリシャ救済策の中身は、ユーロ圏15カ国によるバイラテラル融資800億ユーロとIMFによるスタンバイ融資³⁰300億の計1100億ユーロ（約13兆円）の協調融資である。2012年3月までの3年間のローンで、利子率は5%となっている（図表2-4-11）。バイラテラル融資とは、ユーロ加盟各国がGDP比に対応してECBに払い込んだ出資金の割合に応じて、直接ギリシャに融資をする方式である。ドイツが28%、フランスが20%、イタリアが18%などとなっている。支援を受ける代わりに、ギリシャは新たな財政再建策を発表した。すでに2010年において2%増税されていた付加価値税をさらに21%から23%に引き上げ、たばこ税・酒税など多数の物品税の増税、2013年までの期限付き企業への特別課税、公共料金の値上げなどにより歳入の増加を計り、公務員賞与の削減、年金給付年齢の引き上げ、公共投資削減、国営企業への補助金削減など歳出の方も切り詰めた。困みにこのような消費税・物品税の上乗せに加えて、国際的な燃料・食料品価格の上昇により、2010年のギリシャの物価は急激に上昇した。ギリシャ政府は財政赤字の削減目標を設定し、構造改革も実行すると公表した。労使の賃金交渉や契約方法の改訂含む労働市場改革に、国際競争力向上を意図して新規ビジネス立ち上げに際しての手続き簡略化や、鉄道部門の改革などがその中身である。

また、ギリシャ政府は3か月ごとに財政赤字削減計画の達成度合いを報告し、その審査を経て追加の融資計12回を受けられるかが決まってくる。第一弾の貸し付けは、5月18日に行われた。その額は200億ユーロ（EUが145億ユーロ、IMFが55億ユーロ）であった。そもそも、ギリシャが外部に支援を求めたのは、自国債を自国通貨ユーロで発行しているのにもかかわらず、そのユーロを自由に増発する権限がギリシャになかったためである。ユーロ圏の通貨発行を担うECBが、リスボン条約により国債と引き換えにユーロを各国に拠出するのは、金融の安定性を確保するため、禁止されている。そのため、ギリシャは金融市場で国債を発行しても、買い手がつかず資金調達ができないときは、誰かに寄り頼ってお金を無心するか、デフォルトするしかない。そうであるのにもかかわらず、ユーロ圏では債務危機に陥った国に対しての支援体制が未整備であったため、その間

³⁰ 1952年に創設されたIMFの主要な融資制度のこと。通常、短期的に国際収支赤字に陥っている国を対象とする。もう一つのIMFの主要な融資制度はEFF(Extended Fund Facility)である。

第2章 欧州震撼

隙を縫って、市場からギリシャは集中砲火を浴びることになったのである。5月10日には、ユーロ圏全体、特にスペイン、ポルトガルといった南欧を対象とした金融安定化策も発表された。これは金融安定化メカニズムと呼ばれ、総額7500億ユーロ（約90兆円）規模の緊急融資枠である。ユーロ加盟国が拠出する最大4400億ユーロの欧州金融安定ファシリティ（EFSF）と欧州委員会が担当する最大600億ユーロの欧州金融安定化メカニズム（EFSM）、それに加えてIMFの最大2500億ユーロの共同支援で構成される。金融安定化メカニズムが大規模な支援枠組みとなったのは、経済状況が芳しくない南欧のポルトガルやスペインなどが、次の市場の不安の対象となったからである。それ故に市場に安心感を与えることを企図した。この金融安定化策については第3章で詳細に検討する。また、欧州中央銀行（ECB）は、五月上旬にギリシャ国債を買い取り、国債市場に資金を供給して市場機能を回復させようと試みた。ギリシャ国債は市中銀行の貸付担保の適格条件から外れているものの、ECBはそれを適格担保とし、ユーロ資金を供給するという行動にも出ている。このようにギリシャは国際金融支援を受け、財政再建プログラムを実行し、ECBの果敢な行動にも助けられて、5月には長期国債利回りは7~8%台で何とか踏みとどまって推移したものの、その後ムーディーズ・インベスターズ・サービスは6月に投機的水準にギリシャ国債を格下げ、利回りは10%を超えて高止まりするようになった。だがしかし、ギリシャは財政再建の努力をし、金融支援も受けているにもかかわらず、市場からの評価は厳しい状況が続くことになる。ギリシャは景気後退が深刻で、内需の縮小、高い失業率に直面して、税収が大幅に減少し、財政再建が公約通り果たされるのかが懸念されているからだ。経済成長は、2009年は-2%だったが、2010年は-4.5%に落ち込んだ。失業率は2010年において12.6%を記録している。12%台はユーロ加盟前の1999年以来だ。若年者の失業率に至っては35%にものぼっている。ギリシャは財政再建計画の第1回目の審査の日が2010年8月にきた。EUとIMFによる点検のもと、ギリシャは2010年上半期に前年同期比45%の赤字削減を達成し、財政目標は全て満たしていたことから、90億ユーロの融資を与えられた。第2回目の審査は同年11月下旬に行われた。このときの審査では、2011年度分の財政再建計画が不十分だと判定されたため、ギリシャ政府は医療・防衛予算のさらなる削減と、政府所有のエアバス4機の売却、売上税の3%アップを迫られものの、90億ユーロの融資は受け取ることができた。そして4回目の融資のときには、賃金上昇を抑制するための労働市場改革などの構造改革をより推進するよう要求され、ギリシャは150億ユーロを手にすることができた。2011年3月11日にはユーロ圏特別首脳会議が開かれ、ギリシャがかねてからそう望んできたように、返済金の金利が1%削減され、また平均償還期限も3年から7.5年に延長することが合意された。ただし、その条件としてギリシャは国有資産の売却ペースを加速して、500億ユーロを捻出することを要求された。第四次査察団が第五次融資（120億ユーロ）を敢行する際には、追加の財政赤字削減策をギリシャに要求した。そこでギリシャは財政再建化計画を策定し、6月末の議会で、2015年末までに283億ユーロの財政赤字を削減する法案を可決させた（図表2-4-12）。

それを受けて、予定よりも遅れたが、「トロイカ」調査団³¹はギリシャに融資をした。財政健全化策で目立つのは、公的機関の労働コストの合理化、社会保障費削減、社会保障拠出金引き上げ及び未納防止、徴税改善、脱税防止強化免税措置の縮小、その他の税収拡大の項目である。社会保障費を削減する一方でその負担を増加させたり、脱税が横行していた状態を改善し、税収の増加を図る政策は、国民の不満にもつながった。7月にはギリシャに対する第二次支援策が発表された。支援額は1090億ユーロであり、EFSFの融資期間の延長や融資金利の引き下げ、ギリシャの債務再編に関して民間部門の関与も盛り込まれた。だがしかし、第二次支援策の実現性や、6月に提出された財政健全化計画が足元の景気悪化等により実現が危ぶまれたことで、ソブリン・リスクは治まらなかった。もしこの段階でギリシャがデフォルトした場合、セーフティー・ネットが十分に整備されていないため、市場心理の悪化を通じて、他の周縁国に波及することが懸念された。そのため、イタリアおよびスペインの国債利回りは以後上昇することとなる。また、第六弾融資に関しては、今年の財政赤字の目標値を達成できない見通しとなったため、9月初めにトロイカ調査団が途中で帰国するという事態も起きた。結局ギリシャは融資を受けるため、不動産課税強化や公務員の削減などの追加財政赤字削減策を議会で通したため、短期的な資金繰りに窮することはなくなった。

10月末にはユーロ圏の債務危機に対処するためのユーロ圏首脳会議が開かれた。ギリシャの追加支援策の見直しとEFSFの利用可能額の拡大、金融システムを安定化させるための方策の三本柱で合意が形成された(図表2-4-13)。ギリシャ国債の額面の50%削減に関して、投資家が「自発的」に応じるようになった。7月のギリシャの第二次支援策では投資家に現在価値ベースで21%の損失率(額面のヘアカット率は平均10%)だったので、それから負担が増えた形だ。「自発的な」債務再編に関しては、クレジット・イベントに該当しないので、ソブリンCDSでの決済は行われず、その存在意義自体が疑われる結果となった。こうした前例が生まれたことは、CDSのヘッジ効果の無力化を意味するため、高債務国の国債の投げ売りにつながる恐れもある。国債の保証付与案については、国債の新規発行を行う国を対象としており、イタリアなどの財政懸念国の国債発行の円滑化やクーポンの低位安定につながると期待されている³²。裏を返せば、ギリシャなどの国債の新規発行ができない国への支援に対しては、全く使えないということになる。SPV(Special Purpose Vehicle)を設立して、投資を募り、高債務国への融資や国債購入の資金に充てるという計画に関しては、ギリシャなどにも使える枠組みである。だがしかし、SPVはハイリスク資産を大量に保有するということになるため、そのような機関に外部資金を必要な分だけ集められるかが懸念される。加えて、金融システム安定化のために、銀行の自己資本比率の引き上げと金融機関の資金調達への公的支援が決定された。欧州金融機関は2012年6月末までにCoreTier I比率を9%以上まで高めることを要求される。欧州銀行監督局

³¹ EU、ECB、IMFの三者のこと。

³² みずほ総合研究所[2011b]参照。

第2章 欧州震撼

によると、欧州の主要な銀行70行の資本不足額の暫定的な合計額が約1060億ユーロに上ると算出している(図表2-4-14)。ギリシャ分の300億ユーロはユーロ圏・IMF支援で賄われるため、実質的には約760億ユーロの資本増強額がユーロ圏全体の国で必要となる。スペインやイタリアといった国の負担がギリシャに次いで大きくなっている。金融機関の資金調達に公的支援をつける、つまり政府保証を付す背景にはユーロ圏金融機関が2012年内に多額の債券発行を控えていることがある。短期資金(流動性)については、ECBの無限流動性供給があり問題がないため、この対策は中期的な資金繰りに焦点を当て、2012年の大量債権償還と資本増強による市場の資金需給の逼迫懸念に対処したものとえよう。しかし、欧州の金融機関は短期間で自己資本比率の引き上げを要求されるため、信用収縮が引き起こされるリスクも無視できない。資本増強の手段は、まず銀行が自力で調達し、それが無理なら公的資金注入をし、それでもお金が不足するなら最後にEFSFの資金の活用が許されるという流れである。金融機関は公的資金に頼ることになるとコンディショナリティが課されるため、政府支援に依存しにくい状況となっており、多数の金融機関が自力でどうにかしようとするかもしれない。そのとき、銀行は金融市場が不安定なために自力での資金調達が難しく、資産圧縮によって対応することが十分にありうる。自己資本比率規制を満たすために、分母の方を減らすというこの行動は、760億ユーロの資本増強に対して7900億ユーロ³³のリスク・ウェイト資産を減少させるということを意味する。その金額はユーロ圏の名目GDP比約6.5%に相当する。これに伴い高まるであろう信用収縮のリスクに対しては、ユーロ圏当局は銀行に資本増強計画を提出させること等で監督を強化していくとしている。

³³ みずほ総合研究所[2011b]参照。

図表 2-4-11 ギリシャへの融資計画(2010年5月決定の第1次支援) (単位:億ユーロ)

実施状況	回数	融資実行 予定月	EU	IMF	合計	累計
実施済	1	2010年 5月	145	55	200	200
	2	9月	65	25	90	290
	3	2011年 1月	65	25	90	380
	4	3月	109	41	150	530
	5	6月	87	33	120	650
	6	9月	58	22	80	730
予定	7	12月	36	14	50	780
	8	2012年 3月	73	27	100	880
	9	6月	44	16	60	940
	10	9月	44	16	60	1000
	11	12月	15	5	20	1020
	12	2013年 3月	44	16	60	1080
	13	6月	15	5	20	1100

(注) 第5次融資の実行は2011年6月から7月に延期。

第6次融資の実行は2011年9月から11月に遅れた。

(出所) 山崎[2011]より報告者作成。

図表 2-4-12 ギリシャ財政再建化策(2011年6月発表)

(単位:100万ユーロ)

		2011	2012	2013	2014	2015	2011-2015	%GDP
1	公的機関 の労働コ ストの合 理化	800	660	398	246	71	2175	0.9%
2	経常歳出 の削減	140	90	98	223	33	584	0.2%
3	公的機関 の統廃合 及び補助 金削減	491	89	102	70	19	770	0.3%
4	国有企業 の合理化	0	414	329	298	274	1314	0.6%
5	国防費削 減	0	200	333	333	333	1200	0.5%
6	公共医療 サービスの 運営コ ストの合 理化	60	204	149	153	188	754	0.3%
7	医療費支 出の合理 化	250	493	200	42	0	985	0.4%
8	社会保障 費削減	1008	1260	1025	790	400	4483	1.9%
9	社会保障 拠出金引 き上げ及 び未納防 止	629	259	713	1127	337	3065	1.3%
10	徴税改 善、脱税 防止強化	0	0	878	975	1147	3000	1.2%

第2章 欧州震撼

11	免税措置 の縮小、 その他の 税収拡大	2450	2880	450	300	0	6080	2.7%
12	地方政府 自治体の 財政再建	0	355	345	350	305	1335	0.6%
13	公共投資 費の効率 化	700	-196	0	0	0	504	0.2%
	財政赤字 削減総額	6537	6785	5224	5453	4260	28259	12%

(出所) 中空[2011b]より報告者作成。

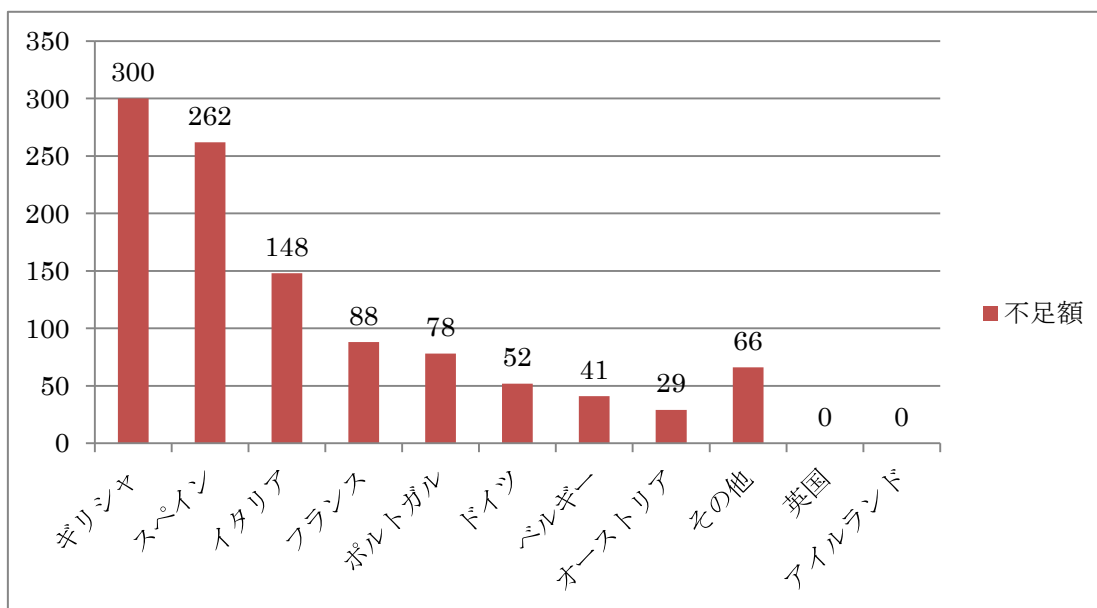
図表 2-4-13 ユーロ圏首脳会議(10月26、27日)の合意内容

○ギリシャ追加支援策
ギリシャ国債の元本を5割カットすることで投資家と合意
ヘアカット後の新たな国債にユーロ圏が信用補完(300億ユーロ)
ユーロ圏・IMFによるギリシャ追加支援は総額1000億ユーロ相当
○レバレッジを利用した EFSF の利用可能額の最大化
国債新規発行への EFSF による保証提供
国債購入や高債務国への融資を行う SPV を設立し、EFSF がエクイティ部分を拠出、当初損失を引き受け。官民から資金を募集
○金融システムの安定化
2012年6月末までに狭義の中核的自己資本が9%になるように資本を增強(EBSの見積もりによると総額約1060億ユーロ)
金融機関の債券発行に公的保証を検討

(出所) みずほ総合研究所[2011b]より報告者作成。

図表 2-4-14 各国別の銀行の資本不足額

(単位: 億ユーロ)



(注) 2011年6月のバランスシート及び9月末時点の国債価格により暫定的に算出。

合計で1064億ユーロ。

(出所) 三菱総合研究所[2011]より報告者作成。原データはEBA。

ギリシャが債務の減免を迫られるような悲惨な状況に陥ると予測できた人は果たしていただろうか。2010年に金融支援を受け入れることが決まっても、財政再建とある程度の成長によって、無事に今回の危機を切り抜けるだろうという見方が支配的だったはずだ。つまりギリシャに対する当時の評価は、流動性問題であり、支払い能力の問題でないと認識されていたのだ。流動性危機の場合、国が短期の資金調達に難があるということであり、その国は短期のつなぎ融資を受けることで、デフォルトせずに済む。一方、支払い不能と判断される時は、長期にわたって返済する意思または能力がないと認識されるということである。だが、国はときに「複数均衡」に陥るときがある。つまり防ぎうるデフォルトと防ぎようのないデフォルトとの差が紙一重であるということであり、これを見分けるのは容易ではない。ある一定の財政状況、債務水準、経済状況のもとで各プレイヤーが自己の利益を追求したとしても、予測と信頼次第で結果が大きく異なることになるからだ。「実際には返済能力と意思の欠如というもっと根の深い問題であっても、自分たちが直面しているのは一時的な信頼の欠如であって、この問題はつなぎ融資で解決すると自らを納得させがちだ³⁴」という洞察は、まさに今の欧州にあてはまるだろう。

現在のギリシャは、財源の半分をEU・IMFからの借入でまかなっており、このままでは突発的なデフォルトが起きるかもしれないという懸念から、民間の自発的な参加による元本削減が実現した(図表 2-4-15)。国債の格付けはだいぶ前から投機的水準に位置づけ

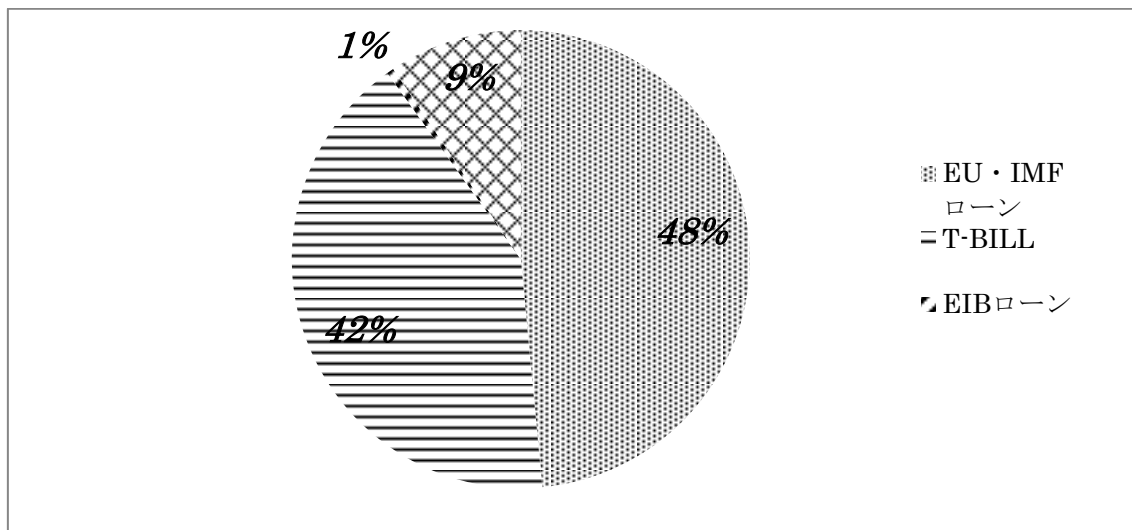
³⁴ カーメン.M.ラインハート・ケネス.S.ロゴフ著、村井章子訳[2011]参照。

第2章 欧州震撼

られており、今年の夏ごろからは、後は債務再編はタイミングの問題だとの声も聞かれ始めていた（図表 2-4-16）。もっとも、ギリシャ国債を一番多く保有しているのはギリシャの金融機関であり、他の国の金融機関のギリシャ国債への投資額は些細なものであった（図表 2-4-17）。そのため、直接的な他国金融機関への影響は少ないとみられている。債務カットされることになっても、2020年には債務水準が GDP 比 120%に到達し、現在のイタリアの水準とほぼ変わらないことが予想されている。これには ECB 保有分の約 35%はヘアカットの対象とはならないという事情もある。結局高債務水準が続くということは、ギリシャは将来的に再び債務再編を強いられるのではないかという危惧も生まれる。ギリシャは構造改革が遅れており、財政健全化計画の目標達成もままならず、緊縮財政が続くために不景気もこの先続くと予想され、それによる税収減は財政健全化を妨げる。競争力のある産業はなく、金融危機前までの高い成長は内需主導であり、すぐに経済を立て直す方策を考え出すのはほぼ不可能だ。米国と英国は 20 世紀に名目成長率が、国債発行残高の前年比の伸びを上回ったため、国債残高名目 GDP 比が急速に低下していった経験がある。名目成長率は、実質成長率とインフレ率に分解することができ、50、60 年代は前者の高さ、70 年代は後者の高さにより、国債残高名目 GDP 比を低下させることができた。ただ注意しておきたいことは、国債残高が減少していったというわけではないということである。ギリシャにあてはめてみると、成長をもたらすような要素を探すことは難しい。インフレ率を高めるという手段は ECB が許さない。高いインフレ率は実質的に債務負担を軽くするかもしれないが、ギリシャの競争力喪失の原因になったのも、高いインフレ率である。ギリシャは、為替による調整手段を有していないため、賃金、物価水準の切り下げにより、競争力回復をはかるしかないのが現状である。現実的には、ギリシャが競争力をつけ、経済水準をユーロ圏平均にもっていかなければならない。そのためには労働市場改革などの構造改革が必須だろう。インフレ率を低く抑え込むだけでなく、デフレにもっていかうという政策は負の側面が大きすぎる。企業は収益の低迷に拍車がかかり、税収の減少などから、緊縮財政の継続に困難も伴う。そもそも競争力格差は域内において相対的に評価されるものである。ギリシャの賃金の引き下げが成功したとしても、ドイツなどの生産性が上昇していれば、競争力の差は縮小していないことになる。

ギリシャの行く末は暗い。ギリシャのパパンドレウ首相は、10月31日に第二次支援策の受け入れの是非を問う国民投票を実施すると表明して、世界を驚かせた。否決されればデフォルトさえありうるとして相次いで懸念が表明されたが、ギリシャの未来を決めるのはギリシャ国民である。他の国から今まで助けてもらっているとは言っても、何もかも言いなりになる必要はどこにもない。ただ、感情論に流されずに、現実を直視して、国民がギリシャのとるべき正しい道を選択してくれることを願うばかりである。

図表 2-4-15 ギリシャ政府における債務証券の構成(2011年6月末時点) (単位:%)



(注) EIB=European Investment Bank (欧州投資銀行)。

(出所) ギリシャ債務管理庁より報告者作成。

図表 2-4-16 ギリシャの格付けの推移

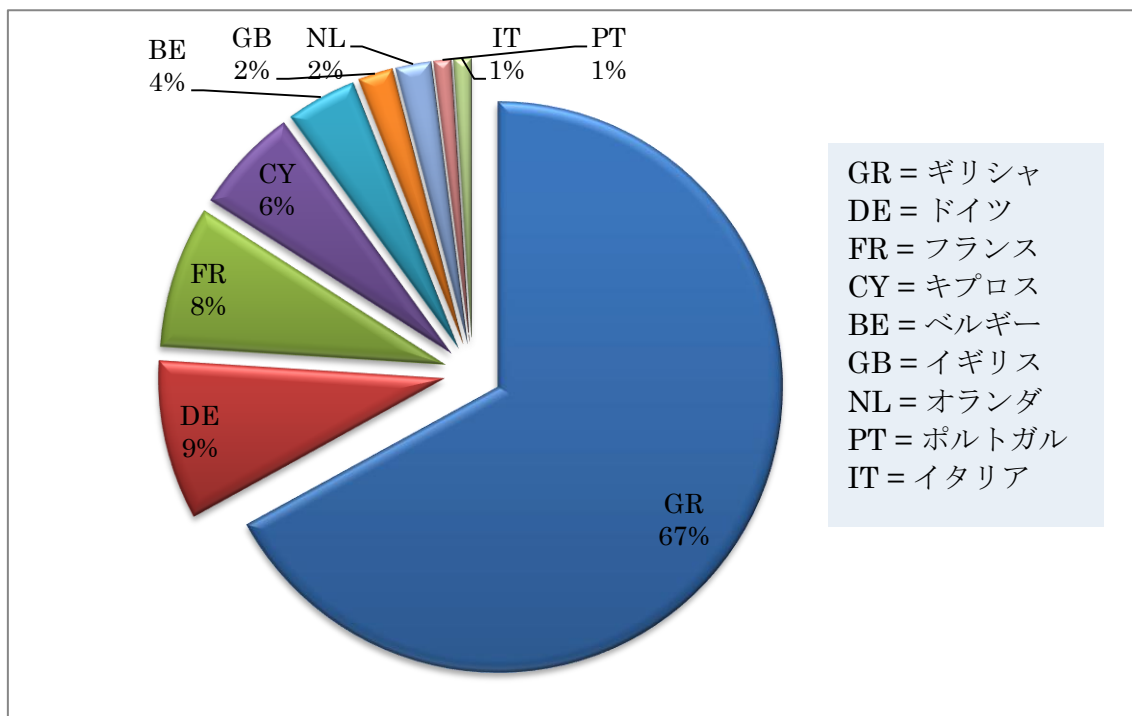
	ムーディーズ	S&P	フィッチ
2009年12月	A2	BBB+	BBB+
2010年3月			
4月	A3	BB+	BBB-
6月	Ba1		
7月			
8月			
9月			
10月			
11月			
12月			
2011年1月			BB+
2月			
3月	B1	BB-	
4月			
5月		B	B+
6月	Caa1	CCC	
7~10月	Ca	CC	CCC

(注) 塗りつぶし部分は投機的水準を表す。

(出所) ロイター、野村アセットマネジメント[2011]の資料をもとに報告者作成。

図表 2-4-17 金融機関所在国別のギリシャ国債保有状況(2010 年末)

(単位:%)



(注) ストレステスト参加行のみを対象として算定。90 行全体で総額 982 億ユーロのギリシャ国債を保有。

(出所) EBA による 2011 年ストレステスト結果の資料より報告者作成。

上述の金融安定化メカニズムの存在に象徴されるように、財政危機はギリシャ一国に止まらなかった。ユーロ圏の別の国にも、共通通貨ユーロを介して、危機が伝染したのである。ギリシャ国債の利回り上昇に裏打ちされたギリシャに対する財政不安は、経済ファンダメンタルズが良好でないような主に財政赤字や債務が大きな国にも、不安の輪を広げ、それらの国の国債も売りを進ませることとなった。具体的には、PIIGS と呼ばれている国がその対象だ。ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインの頭文字をとってそう呼ばれる。このユーロ圏ソブリン債務危機の真相は、財政収支と経常収支の「双子の赤字問題」に集約される。だが、各国のソブリン・リスク（政府債務の信認危機）も一様ではない。ここで図表 2-4-18 を見てもらいたい³⁵。国家の債務返済能力を表したのが「一般政府債務残高対 GDP 比」であり、政府・民間を含むその国の経済全体の純対外債務規模を表現したのが「純対外資産残高対 GDP 比」である。この二つの指標を用いることにより、各国のソブリン・リスクの程度が視覚的にわかる。左上にいくほど、デフォルトの確率も高くなる。例え、一般政府債務残高が大きかったとしても、純対外債務が大きくなければ、海外投資家による突発的な投資の引き揚げと言った事態には遭遇しにくいだろう。逆に純対外債務が大きかったとしても、政府の借金が小さければ、海外投資家は投資の手を控えるほど心配しなくていい。世界金融危機の影響で、各国は財政出動と税収減

³⁵ 白井[2011]参照。

により近年では債務の規模が拡大した。だが、財政危機が叫ばれている PIIGS は、イタリアを除いて、明らかに他の国とは様相を異にしているのが、この図表から見て取れる。特に、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの存在感が際立っている。つまり、外国に対する負債が大きい国がソブリン・リスクも高いということだ。ユーロ圏における危機の伝染経路には以下のようなことが考えられる。一つは、ギリシャに貸し付けていた債権やギリシャ国債保有していることで、バランスシートの悪化が懸念され、資金調達に窮するなどの銀行危機に陥り、それが貸し出し審査の厳格化や信用収縮を通じて、実体経済にも悪影響をもたらすというルートである。もう一つのルートでは、ギリシャ国債の利回りが高まるにつれて、市場心理の悪化を通して、同じように財政に問題を抱える国にも危機が波及し、それらの国の利回りも上昇する。上の二つのルートに他の PIIGS 諸国を主役としてあてはめてもよい。EU は金融統合によって、各国の金融機関はより高収益を目指して、共通通貨ユーロで所嫌わず投融資を行ってきた。その結果、そのような自由な資本移動が危機の一体化及び深化にも貢献してしまうという皮肉な図式が見え隠れする。ここに PIIGS 諸国とユーロ圏の二大国ドイツとフランスの合わせて 7 カ国の相互与信状況を最終リスクベース³⁶で表したグラフがある。金額ベースでみると、ドイツからフランス、スペイン、イタリア、フランスからドイツ、イタリアからドイツといった大国同士の与信の規模が大きいことがわかる。財政問題国に対する与信はどうだろうか。ギリシャに対しては、ドイツ、フランス、それにポルトガルが若干太い。アイルランドに対しては、フランスとドイツ、ポルトガルに対しては、ドイツとスペイン、スペインに対してはフランスとドイツ、イタリアに対してはドイツへの与信の線が比較的太い（図表 2-4-19）。一方で全ての国に対する与信に占める特定国への与信の割合で表した図表を確認してみる（図表 2-4-20）。これにより、その国にとって、特定国がどれほど重要か、特定国で問題が起きて債権が不良化したら、どれだけの影響を受けるかがわかる。この場合、ドイツやフランスの PIIGS 諸国などに対する与信は、さほど大きくないことがわかる。顕著なのは、アイルランドからドイツ、ポルトガルからスペイン、イタリアからドイツ、フランスからイタリアなどである。総括すると、フランスやドイツにとって PIIGS 諸国の経済状況等の悪化は好ましくないものの、債権が不良化してもさほど大きな打撃を受けないということをいえるだろう。PIIGS 諸国間でお金の貸し借りはそこまで活発ではないため、直接的に危機が連鎖するという事態はないだろうが、投資家心理の悪化、それに伴う銀行間金利の上昇などを通じた、危機の波及は考えられる。ただ、ポルトガルのスペインに対する貸付額は大きいため、

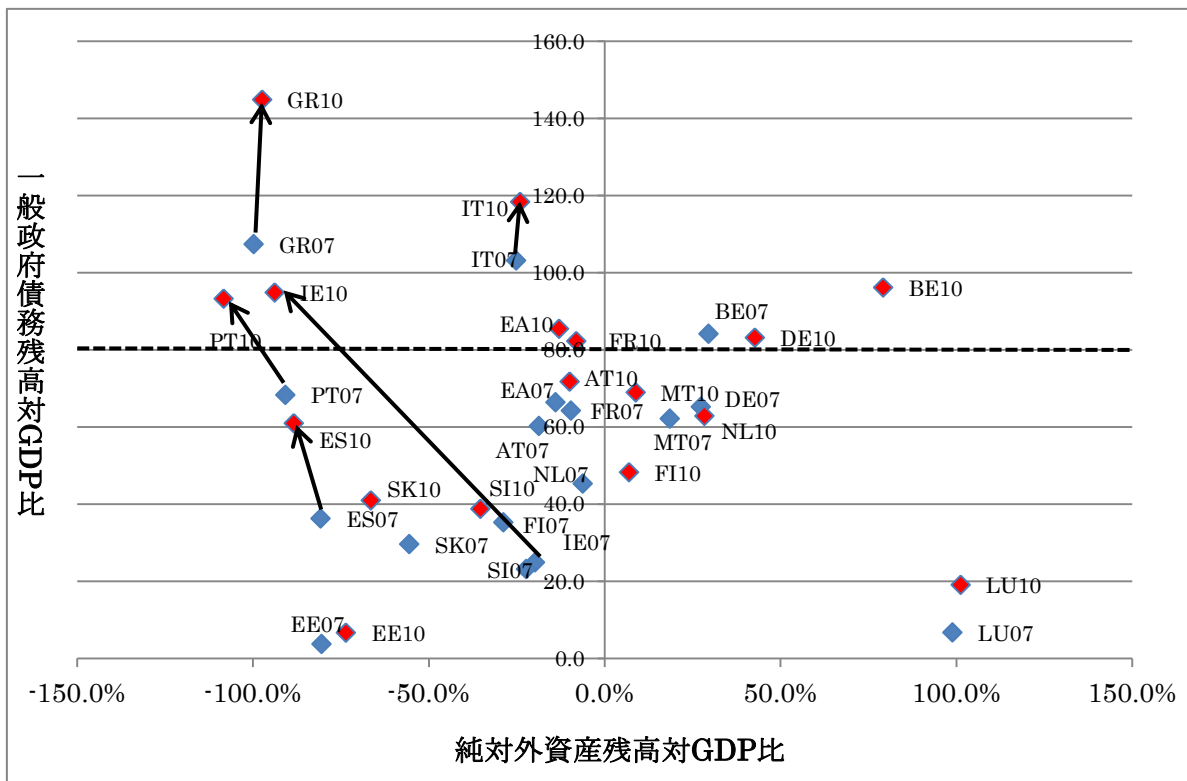
³⁶『「最終リスクベース」とは、与信対象の直接的な所在地ではなく、「与信の最終的なリスクがどこに所在するのか」を基準に、国・地域別の分類を行います。具体的には、海外の支店に対する与信を本店が所在する国への与信とみなすほか、保証やクレジット・デリバティブ、担保等による信用リスクの移転を勘案します。この結果、例えば、英国金融機関のニューヨーク支店に対する与信は、「米国向け」ではなく「英国向け」と捉えます。また、米国所在の米国企業に対する与信に英国金融機関の保証が付されている場合は、「米国向け」ではなく、「英国向け」と捉えます。最終リスクベースの分類を行うことで、与信対象の直接的な所在地に関わらず、実質的にみて、どの国にどれだけの与信を行っているのかを把握することができます。』（日本銀行ホームページより）

スペインの経済が立ち直らないと、ポルトガルの景気回復の足を引っ張る形になる可能性がある。次に、公的部門の与信にフォーカスして相互の与信状況を確認すると、ドイツからイタリア、ドイツとフランスからスペインの信用の供与が目につく（図表 2-4-21）。ただし、国債利回りが 6%を超えているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの他国に対する公的部門の与信は不明なため、口惜しいところである。

PIIGS 諸国の債務問題の熾りにより、各国の国債価格が下落し、そうした国債を保有している金融機関は資産の劣化に見舞われ、銀行間金利の上昇による資金調達難が生じる恐れがある。このことが他国への信用収縮につながる懸念される。そこで今度は、PIIGS 諸国向けの与信の毀損が、金融機関によるその他の国へ対外貸し付けの回収を促す可能性があるため、危機の二次的影響をみてみたいと思う。PIIGS 諸国向けに与信金額が大きい国と、その GDP 比が高い国は以下のとおりである（図表 2-4-22）。与信総額の方でユーロ圏に属する国は、フランス、ドイツ、オランダ、スペイン、ベルギー、イタリアの 6 カ国であり、対 GDP 比の方ではフランス、ポルトガル、オランダ、ベルギー、ドイツ、アイルランド、オーストリア、スペインの 8 カ国となっており、PIIGS 諸国の一部も顔を見せている。この図表をもとに、PIIGS 向けの債権が多い国を対象にその国の外国への与信状況をまとめたのが図表 2-4-23 である。ユーロ圏内で与信受け入れ額の対 GDP 比の大きさが目立つのは、アイルランド、マルタ、ルクセンブルク、それに加えて、オランダ、キプロス、スロバキア、ベルギー、ポルトガルの 9 カ国である。国際金融サービスセンター (IFSC) があるアイルランドやルクセンブルクは金融センターの位置づけと考えられる。これらの国が PIIGS 諸国向けの債権が焦げ付くような事態になった場合に、特に与信の回収を通じて受ける打撃が大きい可能性がある。中東欧への与信は、地理的・歴史的経緯からオーストリアが主要与信国になっていると思われる。

図表 2-4-18 ユーロ圏のソブリン・リスクの一指標

(単位:%)

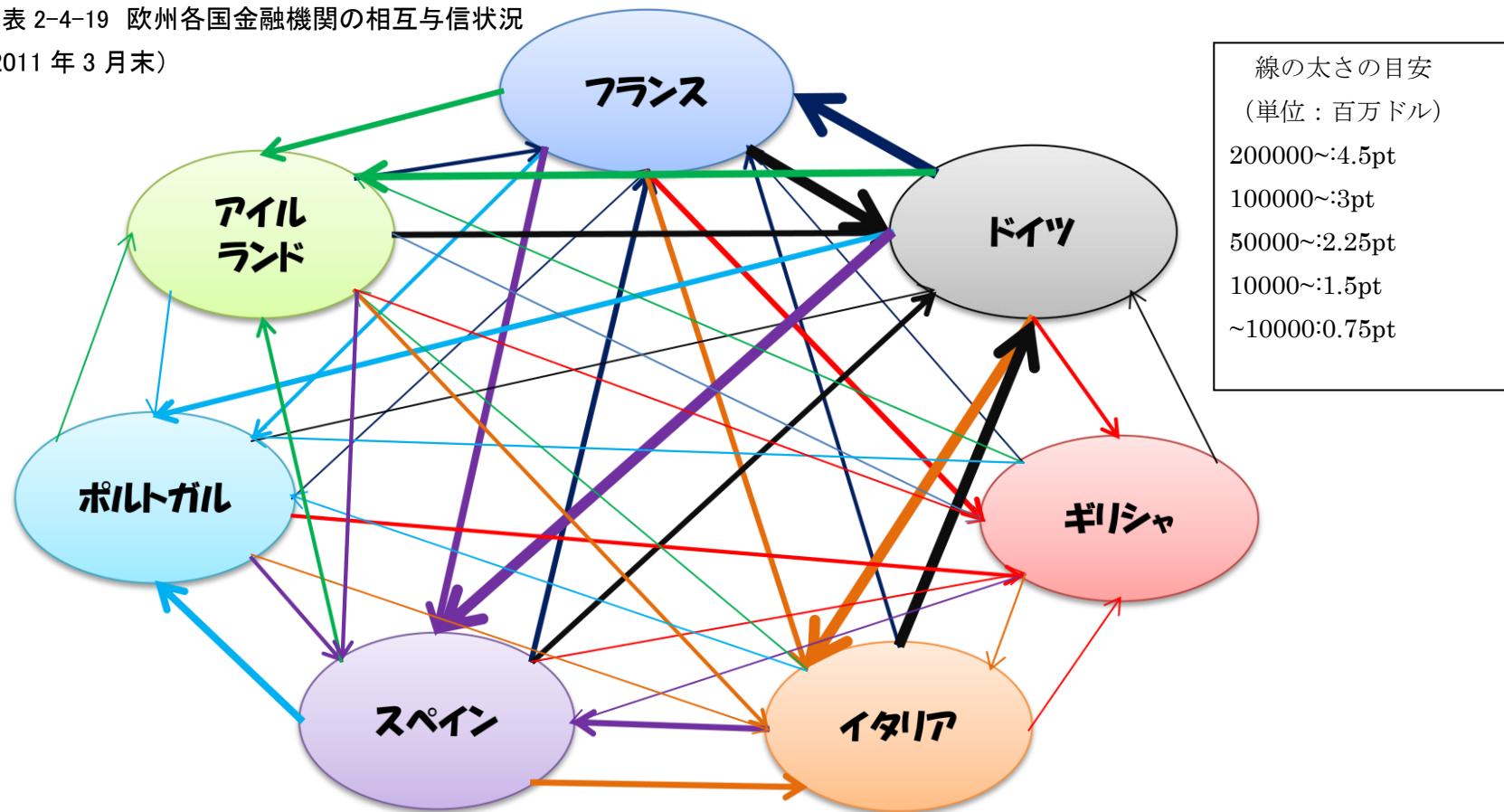


(注) 07=2007年、10=2010年。

アイルランドの純対外資産残高対GDP比は2009年時点。

(出所) EUROSTATより報告者作成。

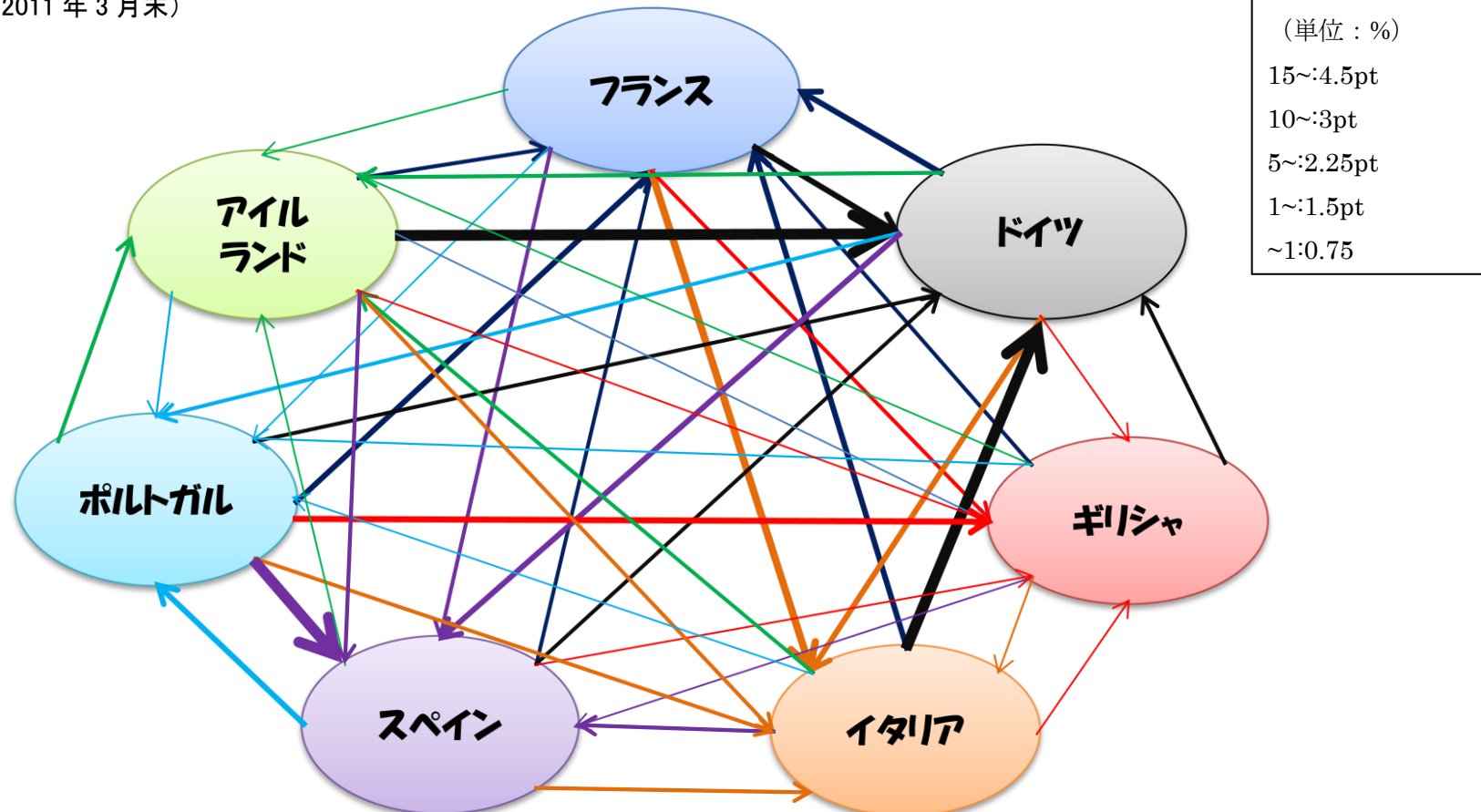
図表 2-4-19 欧州各国金融機関の相互与信状況
(2011年3月末)



(注) 最終リスクベース。銀行、公的部門、非銀行民間部門、未分類の部門の対外与信と、デリバティブ関連与信、支払承諾勘定残高、コミット済未実行残高のその他潜在的エクスポージャーを、足した合計額。ただし、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの他国に対する潜在的エクスポージャーは不明。

(出所) BIS より報告者作成。

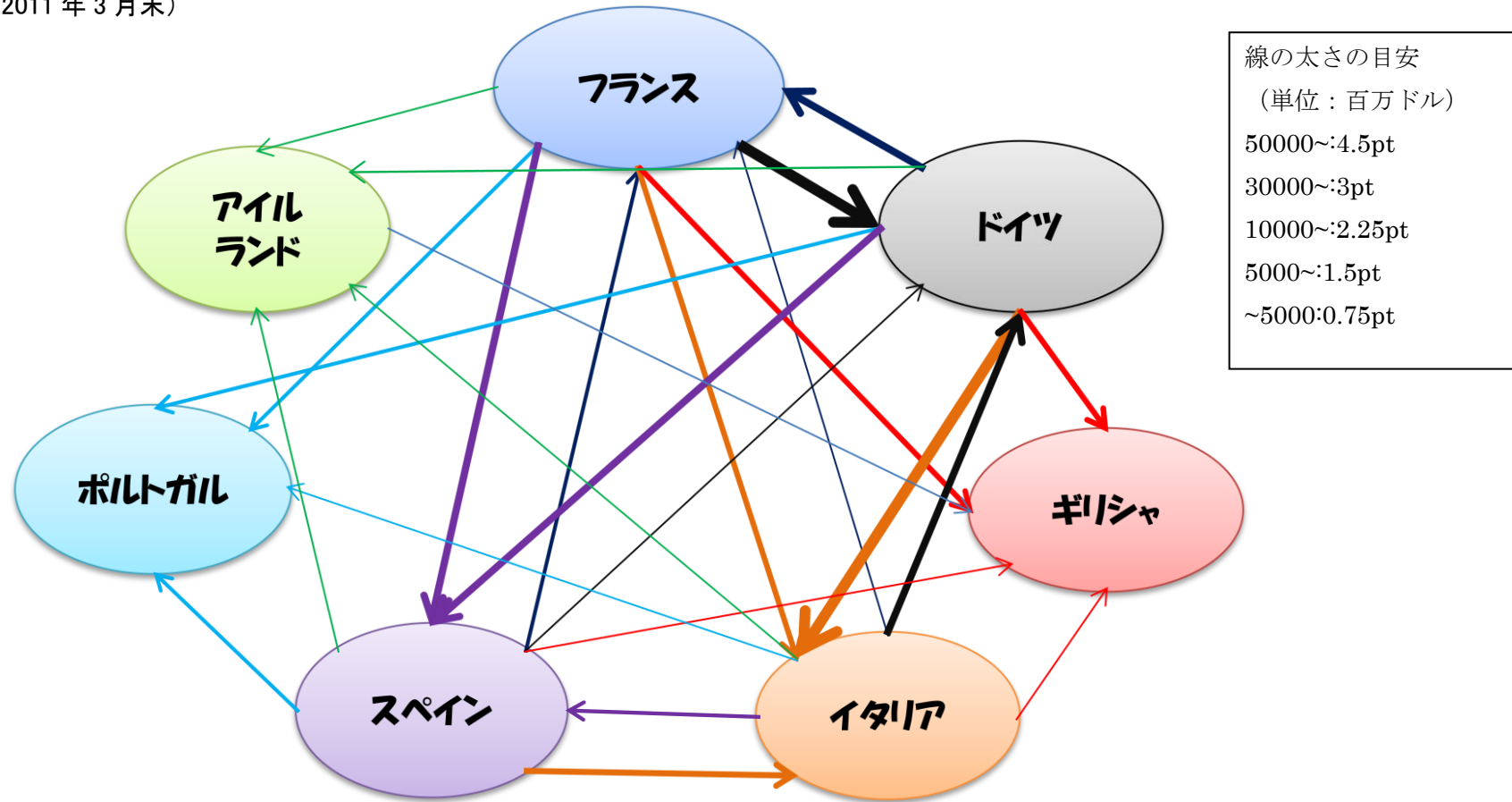
図表 2-4-20 欧州各国金融機関の相互与信状況
(2011年3月末)



(注) 最終リスクベース。銀行、公的部門、非銀行民間部門、未分類の部門の対外与信と、デリバティブ関連与信、支払承諾勘定残高、コミット済未実行残高のその他潜在的エクスポージャーを、足した合計額。特定国の、個別の国に対するそれらを全ての国に対する合計額で割った。ただし、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの他国に対する潜在的エクスポージャーは不明。

(出所) BIS より報告者作成。

図表 2-4-21 欧州各国金融機関の公的部門向け与信状況
(2011年3月末)



(注) 最終リスクベース。ただし、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの他国に対する公的部門対外与信は不明。

(出所) BIS より報告者作成。

図表 2-4-22 PIIGS 諸国向け銀行与信の国別残高と対 GDP 比の上位 10 カ国

	与信総額	対 GDP 比
1	フランス	フランス
2	ドイツ	ポルトガル
3	イギリス	オランダ
4	アメリカ	ベルギー
5	オランダ	ドイツ
6	スペイン	イギリス
7	日本	アイルランド
8	ベルギー	スイス
9	スイス	オーストリア
10	イタリア	スペイン

(注) 与信総額は 2011 年 3 月末。GDP は 2010 年。

与信総額はドイツを除き最終リスクベース。また、ドイツは所在地ベース。

(出所) 大和総研[2011]より報告者作成。原データは BIS、IMF。

図表 2-4-23 PIIGS 諸国向け与信の大きい国から外国への与信状況

	被与信国	与信受け入れ額 合計 (100 万ドル)	対 GDP 比	主要与信国
ユーロ圏	アイルランド	359960	161.9	DE, UK
	イタリア	815499	36.3	FR
	オーストリア	149881	35.3	DE
	オランダ	564507	65.8	DE
	キプロス	21901	85.4	DE
	ギリシャ	121178	38.8	FR
	スペイン	597303	38.9	DE
	スロバキア	52019	53.5	AT
	スロベニア	24323	46.4	AT
	ドイツ	951205	26.2	FR, UK
	フィンランド	46354	17.1	BE
	フランス	786706	28	UK
	ベルギー	438713	82.9	FR
	ポルトガル	199350	82.4	ES

第2章 欧州震撼

	マルタ	13157	141	UK
	ルクセンブルク	392495	623.6	FR, DE
その他欧州	アイスランド	7926	56.2	DE
	イギリス	1784627	71.9	DE
	クロアチア	44584	69.5	AT
	スイス	241967	36.3	FR, DE, UK
	スウェーデン	99247	17.4	DE
	セルビア	11908	25.6	AT
	チェコ	185714	84.3	AT, BE
	デンマーク	91202	26.1	DE
	ノルウェー	82967	17.3	DE
	ハンガリー	98398	66.5	AT
	ブルガリア	12979	23.9	AT
	ポーランド	184636	34.7	DE, NL
	ボスニア・ヘルツェゴビナ	6705	36.6	AT
	モンテネグロ	1086	26	AT
	ルーマニア	69574	37.5	AT
	ロシア	106519	5.7	FR
その他	米国	3572647	23.7	UK
	中国	214001	3.1	UK
	日本	431935	7.4	FR, UK

(注) PIIGS 向け与信の大きい国とは、フランス、ポルトガル、オランダ、ベルギー、ドイツ、イギリス、アイルランド、スイス、オーストリア、スペインの10カ国。

対GDP比は10カ国の当該国向け与信÷与信受け入れ国のGDP。

与信受け入れ額は2011年3月末。

GDPはIMFによる2011年予想。

地域の分類は財務省を参考。

(出所) 大和総研[2011]より報告者作成。原データはBIS、IMF。

欧州の財政危機国は相次いで格付け会社から国債の格下げを受けている。ここでは現在のユーロ圏17カ国の格付けを表した(図表2-4-24)。格付け会社3社全てから最高格付けを得ているのは、オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダの6カ国だけである。スペインは3社から「信用リスクが極めて低い」との評価を得ているが、イタリアは1社から「信用リスクが低い」という評価を与えられており、両国の国債利回りにも現れているように、現在における両国のソブリン・リスクの微妙な差が反映されていると考えられるだろう。アイルランドとポルトガルはムーディーズから「相当の信用リスクがある」という烙印を押されている。少し前までは、ギリシャを筆頭に、

第2章 欧州震撼

バブルが崩壊したアイルランドや低成長が続いていたポルトガルが、ソブリン・リスクがかなり意識されており、スペイン・イタリアの両大国は比較的温かい眼差しで見られていた。だが、10月のユーロ圏首脳会議の合意内容が公表された翌日の28日に、ギリシャ、ポルトガルの国債利回りが低下したのに対して、スペイン、イタリアの利回りが上昇したことが示唆するように、今年の夏以降各国の従来の見られ方にも変化が生じている。

2010年末に金融支援を受けたアイルランドは夏場以降利回りが安定している。財政健全化計画が順調に進んでいることや、2012年の経済成長率は1.5%になると予測されていることが市場に好感を呼んでいる。アイルランドは医薬品などを含む化学製品を中心に食料品や中間財などが強い輸出競争力を有しており、外需が成長を支えている状況である。このような理由からアイルランドは信用リスクが落ち着きを見せており、2012年終盤から2013年前半には市場調達が可能になるという見方もある³⁷。2014年初旬に大量償還があるため、2013年の第2四半期までに市場復帰を行いところだ。課題がないわけではない。高い失業率や依然として低い生産水準、債務のGDP比を60%以下にするには、最長で20年間かかる可能性も指摘されている。だが、アイルランドはPIIGS諸国の中から一抜けする確率は高いだろう。

2011年5月に金融支援を要請したポルトガルも今夏以降、安定した利回りの推移をみせているが、アイルランドとは様相が違う。2012年の成長率予測は-1.8%であり、国際的に競争力のある分野がないため、外需に頼ることもできない。しかし、ポルトガルは、アイルランドもそうであるが、政権基盤が今のところ安定しており、財政再建の執行能力が確保されている。他方でギリシャは政権運営への不安が日に日に高まっている。またポルトガルはギリシャに比べ、計画に沿って財政健全化が進行している。

イタリアは危機波及のリスクが高い。景気の低迷が続き、ベルルスコーニ首相の支持率は悪化の一途を辿っており、公的債務のGDP比は約120%である。そんな中、イタリアは追加の財政健全化策を他国から要求され、ユーロ圏首脳会議で首相は年金支給年齢の65歳から67歳への引き上げを含む新たな財政再建の提案をした。今後市場の耳目は財政破綻のリスクが高まっているイタリアに集まるだろう。スペインの報道はあまりなされなくなっている。だが信用リスクが意識されなくなったわけではない。今年10月に入り、スペインは米格付け会社3社から格下げを受けている。スペインの経済成長見通しがさらに後退したことや市場のストレス、イベントリスクに対して依然として脆弱であることが格下げの主な理由である。

³⁷ IMFのオリビエ・ブランシャール氏。

図表 2-4-24 ユーロ圏長期ソブリン格付け(2011年10月20日時点)

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
オーストリア	Aaa	AAA	AAA
ベルギー	Aa1	AA+	AA+
キプロス	<u>Baa1</u>	<u>BBB+</u>	<u>BBB</u>
エストニア	<u>A1</u>	AA-	<u>A+</u>
フィンランド	Aaa	AAA	AAA
フランス	Aaa	AAA	AAA
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
ギリシャ	Ca	CC	CCC
アイルランド	Ba1	<u>BBB+</u>	<u>BBB+</u>
イタリア	A2	<u>A</u>	AA-
ルクセンブルク	Aaa	AAA	AAA
マルタ	<u>A1</u>	<u>A</u>	<u>A+</u>
オランダ	Aaa	AAA	AAA
ポルトガル	Ba2	<u>BBB-</u>	<u>BBB-</u>
スロバキア	<u>A1</u>	<u>A+</u>	<u>A+</u>
スロベニア	Aa2	AA-	AA
スペイン	A1	AA-	AA-

(注) Aaa/AAA…信用リスクが最小限 Aa/AA…信用リスクが極めて低い A/A…信用リスクが低い Baa/BBB…信用リスクが中程度 **Ba/BB**…相当の信用リスク **B/B**…信用リスクが高い **Caa/CCC**…信用リスクが極めて高い。

(出所) ロイターより報告者作成。

ユーロ圏全体では、弱々しいながらも7～9月は景気回復が続いていたが、10～12月期に入り、景気は失速感をみせている。ユーロ圏の景気を引っ張ってきたドイツやフランスの企業収益においても悪化がみられる。海外景気の鈍化や金融不安により下押し圧力がかかって、金融機関の融資姿勢の厳格化や企業・家計の投資抑制を招いている。各国の景況感はずでに夏ごろには悪化しており、PIGS 諸国はユーロ圏平均より悪い状況が続いている(図表 2-4-25)。このような経済状況に、ドラギ新総裁の船出である11月初めの理事会で、利下げに目を向けるだろうと予想されていたが、実際に1.5%から1.25%に政策金利が引き下げられることとなった(図表 2-4-26)。だが一部では、不況と高いインフレ率が併存するスタグフレーションのリスクも囁かれており、今回の利下げでインフレの高進に対応できるのか、“スーパーマリオ”の手腕が注目される場所である(図表 2-4-27)。

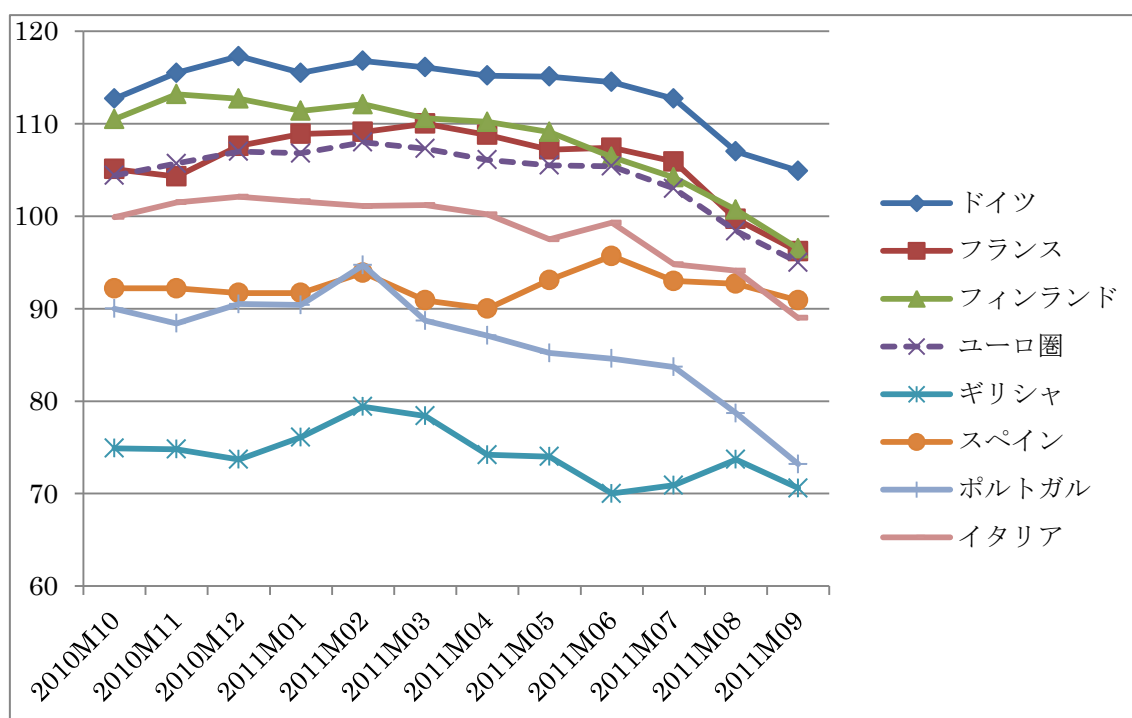
私たちは図表 2-4-0 において、金融・実体経済・財政の3つの次元の相互作用と危機の転移するさまを描いた。フェーズ I の危機は金融の次元で発生し、フェーズ II は実体経済

第2章 欧州震撼

の次元でそして本稿で扱ったフェーズⅢの危機は財政の次元で勃発した。その財政危機が次の金融危機を誘発するか、ということが最近の注目点であるが、金融危機の序章、つまり負の連鎖の2巡目のシグナルとも言える現象が最近起こった。デクシアとMFグローバルの経営破綻である。10月4日にフランス・ベルギー系の大手金融機関デクシアの問題が表面化し、デクシアは10日にフランスとベルギー両国政府が提案した救済策を受け入れ、同社は分割、国有化されることが決定した。市場からの資金調達への依存度が高いデクシアはフェーズⅠのときも公的支援を受けており、今度はギリシャやイタリアへの高いエクスポージャー懸念や地方公共団体への多額の貸付を行っていたことから、資金繰りに窮していた。一方のMFグローバルは海を渡ったアメリカの金融機関であり、10月31日に経営破綻した。ハイリターンを狙って欧州のソブリン債への投資を行っていたが、欧州債務危機のあおりを受けて保有国債の損失発生が懸念され、監督当局から資本増強要求を受け、それに追い討ちをかけるように、格下げと証拠金請求が続いて、こうした結末となった。

今後も、金融機関の破綻が続くかはわからない。だが、危機はまだ欧州から去っていないのは断言できる。危機を解決するには、速やかな対策の実行が必要だが、欧州にはいつも政治リスクが付きまとっていた。さらに、自分たちだけでは問題に対処できず、IMFという外部者に頼ったり、SPVへの投資を募るために中国などの政府へ頼んだりもした。今回の欧州の経験は禍根を残すとともに、永遠に後世に語り継がれることになるだろう。

図表 2-4-25 欧州各国の景況感指数(2010年10月-2011年9月)



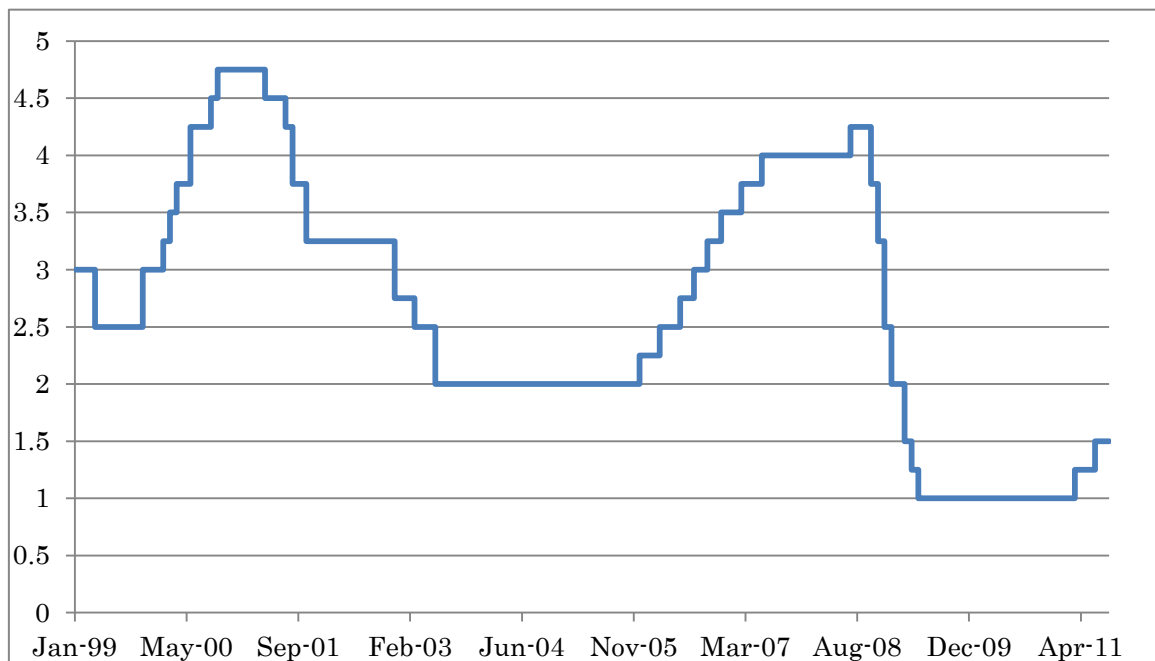
(注) 景況感指数=Economic sentiment indicator。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

第2章 欧州震撼

図表 2-4-27 ECBの政策金利の推移(1999年1月-2011年10月)

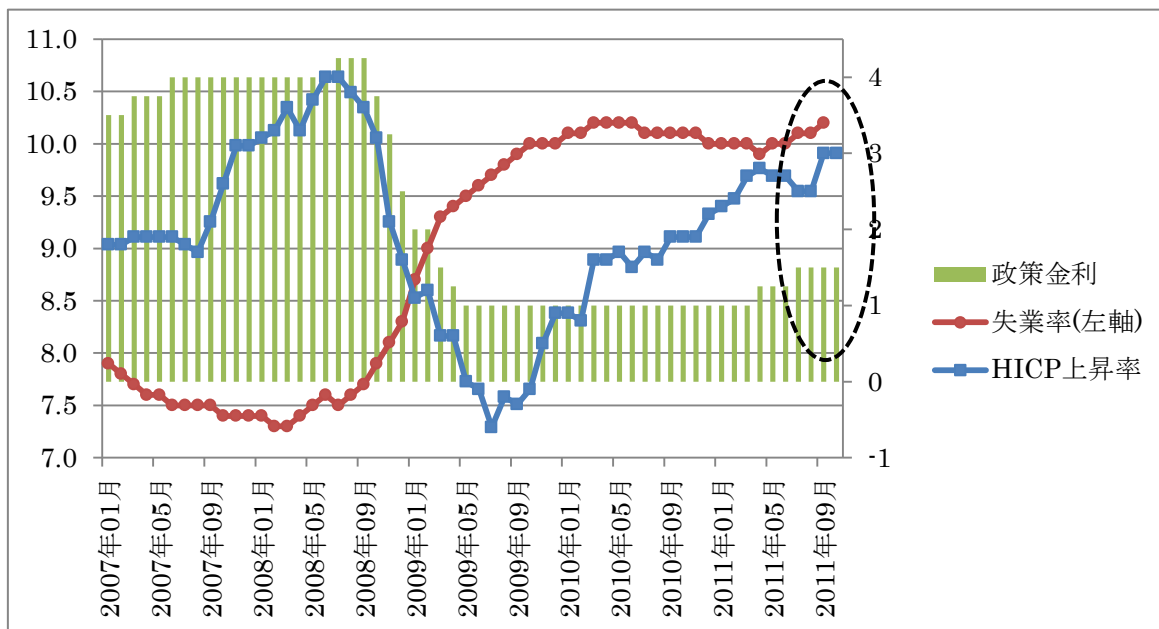
(単位:%)



(出所) ECBより報告者作成。

図表 2-4-28 ユーロ圏のスタグフレーション・リスク

(単位:%)



(注) HICP 上昇率は前年比。

(出所) EUROSTATより報告者作成。

(2) ユーロ圏が抱える構造的問題

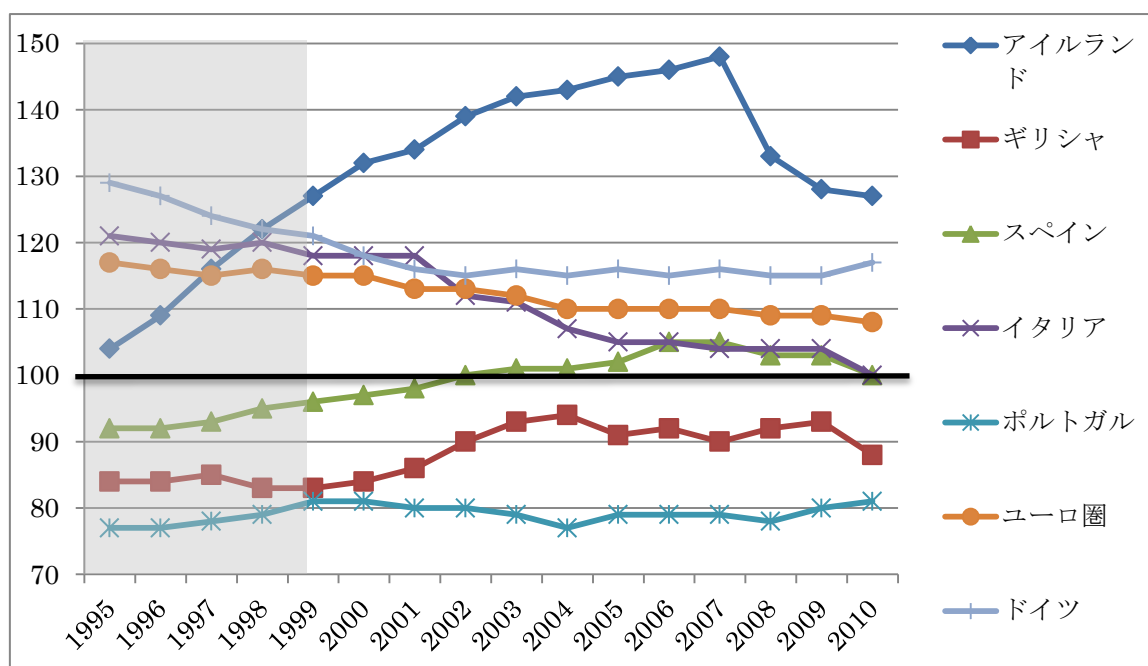
歴史上、金融危機、銀行危機、財政危機は幾度となく繰り返されてきた。そして、現在においても欧州を舞台に惨劇が繰り返されている。だが、今回のものは今までとは違う。これはどこの国もデフォルトに陥らない、より悲惨な経済状況に直面しない、ということを行っているのではない。欧州が関税同盟、共通農業政策、単一市場・欧州通貨制度を経て、国境をまたいで、経済・通貨同盟を形成している、ということである。二度と戦禍を繰り返さないという意味も込められてつくられた、この欧州の団結は、複数のコードを放っておくと必ず絡まるように (spontaneous knotting of an agitated string)、昨今の危機の諸相を複雑なものにしている。つまり、ギリシャやその他支援を仰いだ国などの固有の問題と、それに加えユーロ圏としての問題が密接に結びついているのである。そこで、この項では、他国とは違う、実体経済に直接かかわるようなユーロ圏の特殊な内部事情に光を当てて、危機に内在する本質的な問題を分析する。

今次の危機を経て、よりクローズアップされるようになったのが、リージョナル・インバランスである。リージョナル・インバランスは経常収支格差としてとらえられることが多い。その意味で、グローバル・インバランスの縮図とも言える。ユーロ圏内において、経常収支黒字国と経常収支赤字国に分かれているその根底には、競争力格差がある。もともと、通貨統合は経済力格差が存在する国が集まって、スタートしたものであった。だが、やがて遅れている国はドイツなどの裕福な国に、それらの国からの資本蓄積などを通して、キャッチアップしていくものと考えられていた。その意味で、現在においても域内に競争力の違いがあるのも当然である。もし、ある国が不況に陥った場合は、賃金を下落させるか、好況な国に労働者が移動するかして、景気回復を図り、一方で好況な国は賃上げか、労働者受け入れをして、域内での景気と同調を促して、非対称的ショックの影響を緩和させられるはずだった。だが、理論通りに現実が事を運ぶことはもちろんなかった。一人当たり GDP を購買力平価で見ると、ユーロ導入前まではどの国もユーロ圏平均に収斂しているように見える (図表 2-4-29)。だが、通貨統合の試みが始まってからは、ポルトガルに加え、中途からはギリシャやスペインもその歩みを殆ど止めている。イタリアの購買力はユーロ圏平均から落伍する事態となっている。他方でアイルランドは飛ぶ鳥を落とす勢いで、金融危機までは力をつけていった。これはリージョナル・インバランスの一端にすぎない。それはあくまで様々な方面から検証される必要のある性質のものだからである。ユーロ圏内には 17 の国が集い、「十七人十七色」の経済状況だ。だがここでは、欧州ソブリン危機以来、世間を騒がせているギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアに焦点を絞り、それらと対座するものとして、ドイツ、オランダ、ベルギー、オーストリア、ルクセンブルク、フィンランドの北方諸国 6 カ国をあげたい。この区分けは、経常収支の赤字国と黒字国の違いに基づいている (図表 2-4-30)。経常赤字国の筆頭にはスペインがいて、経常黒字国のトップにはドイツが座する。そして、その不均衡は 1999 年のユーロ導入以来、年を追うごとに拡大している。2008、09 年は世界金融危機の煽り

第2章 欧州震撼

もあって、一旦縮小しているが、2010年にふたたび悪化している。リージョナル・インバランスという問題が解決していないのだから当然といえる。もっとも欧州の景気の先行きが不透明な中で、この不均衡がこの先拡大せず、沈着な動きをみせることはありうる。だが、これは経済が振るわないからであり、根本の競争力格差の問題は取り残されたままである。不況が続くと、益々その問題は解決困難になる恐れもある。この経常収支不均衡の拡大は、資本収支面で考えると、為替リスクが消失したユーロ圏で、経常黒字国が経常赤字国に直接投資や証券投資、貸付を行っていた。経常赤字国はその海外からの資金流入により、旺盛な内需を享受したということになる。その経常赤字国に輸出することで、経常黒字国は栄えていた。畢竟、域内ではもちつ、もたれつの関係でつい最近まで上手くやっていたということである。

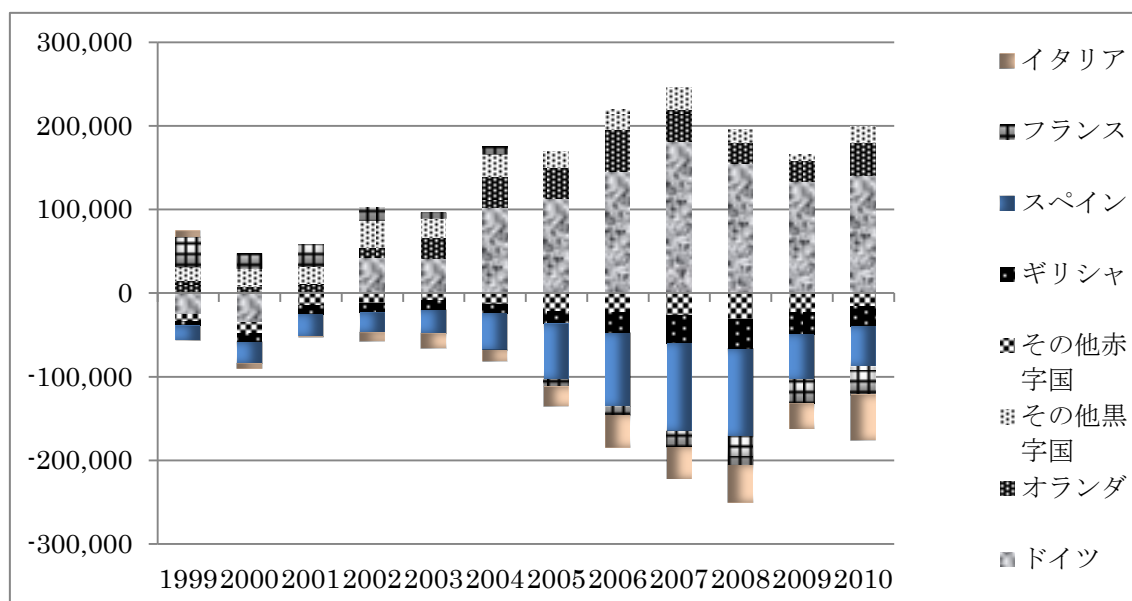
図表 2-4-29 購買力平価に基づいた一人当たりGDP対EU27比(1995-2010年) (単位:%)



(注) EU27比=100とする。

(出所) EUROSTATより報告者作成。

図表 2-4-30 ユーロ圏における経常収支不均衡の拡大(1999-2010年) (単位:100万ユーロ)



(注) その他黒字国とは、ルクセンブルク、フィンランド、オーストリア、ベルギー。
 その他赤字国とは、アイルランド、ポルトガル。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

一般的に経済成長にインフレはつきものである。もちろんその逆は必ずしも言えない。周辺国が中核国に追い付こうと盛んに成長すると、インフレが発生し、逆説的だがユーロ圏内では競争力低下につながる。イタリアは周辺国とは言い難いが、便宜上上記の分類に従って以下でも一括りに扱っていく。実際のインフレ率をみると、2007年までは恒常的にPIIGS諸国と北方諸国は2%ほどの差があった(図表 2-4-31)。個別の国に分解すると、PIIGS諸国5カ国とも常にユーロ圏平均を上回っていることがわかる(図表 2-4-32)。PIIGS諸国は北方諸国よりも物価が上昇することにより、じりじりと価格競争力を喪失していったのである。インフレ率格差の原因には3つほど挙げられる³⁸。バラッサ=サミュエルソン効果³⁹と、価格ショック、公共部門に端を発する賃金・価格の上昇である。1つ目については、南欧諸国においてその効果は小さいとみられている⁴⁰。2つ目は、各国の生産・消費構造などの違いに起因した、原料価格や食糧価格などの上昇をもたらす消費者物価の上昇である。3つ目については、公務員部門の賃金上昇や電力・交通・水道などのインフラ部門の管理価格引き上げなどが、民間部門の賃金や価格の上昇に影響を及ぼす例であり、ギリシャやスペイン、ポルトガルなどの国が該当すると指摘されている。ここで競争力の目安にもなる単位労働コストの変化率をみてみる。単位労働コストは雇用者報酬が実質GDPに占める割合で求められると同時に、一単位の労働投入量に対する雇用者報

³⁸ 以下三つの説明は田中・岩田[2008]を参照。

³⁹ 貿易財部門の生産性の上昇とそれに伴う賃金上昇が、非貿易財部門の賃金上昇をもたらす結果生じるインフレ。

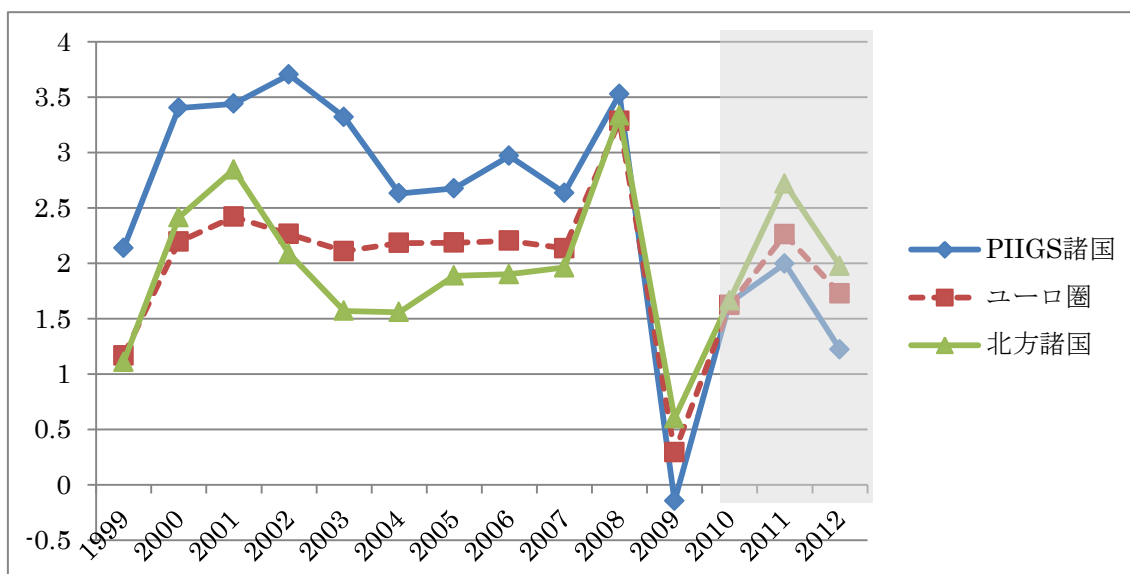
⁴⁰ この部分はみずほ総合研究所[2010]を参照。

第2章 欧州震撼

酬と労働生産性の関係でもとらえられる。雇用者報酬などの労働コストが労働生産性よりも上昇しているなら、それはコスト競争力にもかかわってくる。別の言葉で言い換えるなら、単位労働コストの増加は、物価上昇圧力をもたらすのである。PIIGS 諸国の単位労働コストは北方諸国のそれよりも殆どの期間において高く推移している（図表 2-4-33）。合わせて、労働生産性の成長率も考慮すると、この方面では単位労働コストと違って PIIGS 諸国と北方諸国に大きな差は確認されない（図表 2-4-34）。つまり、この 2 つの図表から、厳密ではないものの、PIIGS 諸国においては、雇用者報酬がより上がることによって、単位労働コストの上昇をもたらされ、ひいてはそのことが部分的にはインフレ率の上昇につながったといえるだろう。ただし、労働生産性の絶対値が両諸国において大きな開きがあることに注意しなければならない。まだ周辺国がキャッチアップする余地があるためである。図表 2-4-35 は、購買力で測った一時間当たりの労働生産性の EU27 比に占める割合であるが、アイルランドや北方諸国を除いて、南欧諸国はユーロ圏平均に追い付いていない。イタリアの凋落ぶりと、ポルトガルとギリシャがほぼ平行線を辿っているのが目につく。もちろん、急激に改善するのは難しいが、南欧諸国にとって今後労働生産性をいかに高めていくかが課題である。労働生産性を高めるためには、機械装置の導入や効率的な組織、物理的・制度的インフラの整備、労働者の体調管理・能力向上、新技術の発掘などが必要とされている⁴¹。

図表 2-4-31 インフレ率格差(1999-2012 年)

(単位:%)



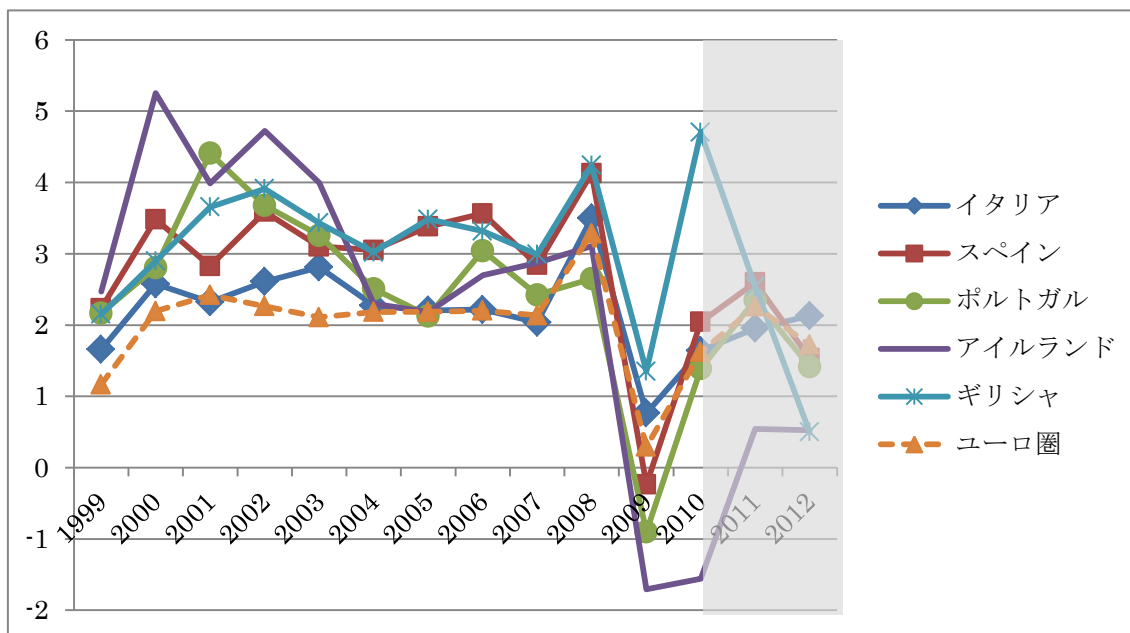
(注) 2011,2012 年は予測値。

(出所) IMF, *World Economic Outlook April 2011* より報告者作成。

⁴¹ OECD 参照。

図表 2-4-32 問題国のインフレ率推移(1999-2012年)

(単位:%)

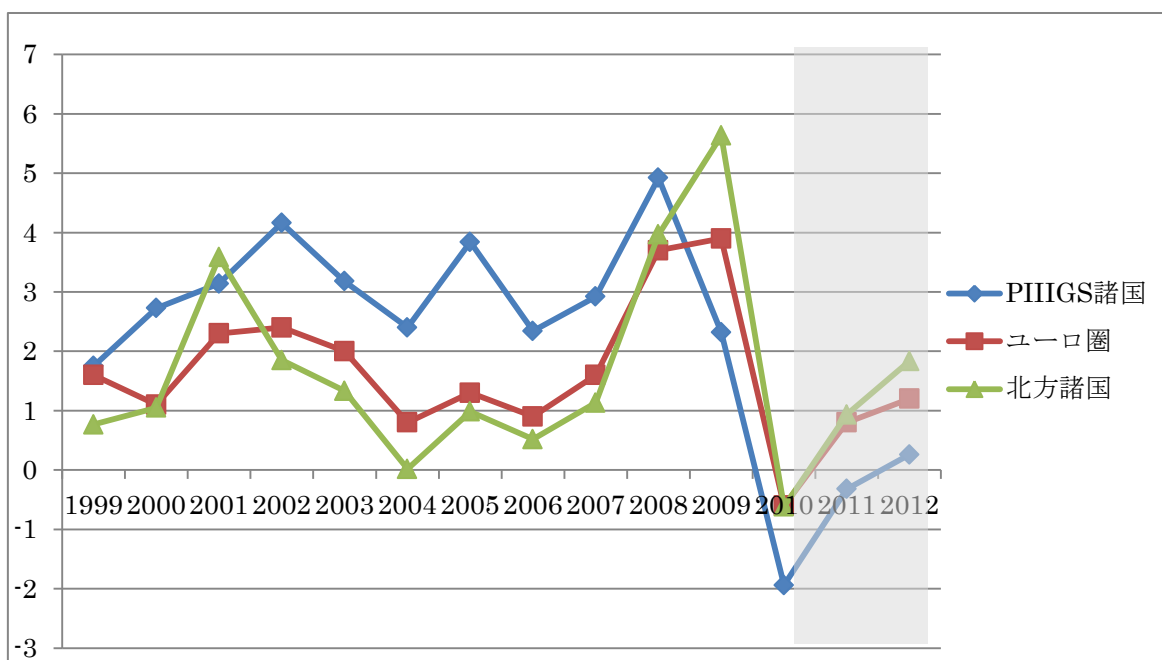


(注) 2011,2012年は予測値。

(出所) IMF, *World Economic Outlook April 2011* より報告者作成。

図表 2-4-33 単位労働コストの変化率(1999-2012年)

(単位:%)

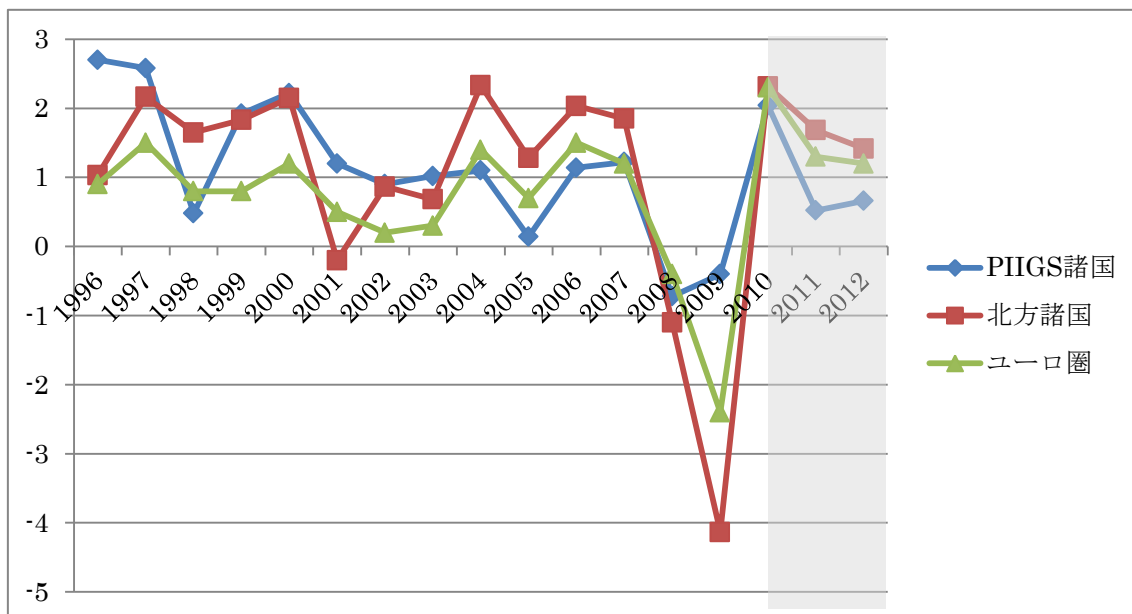


(注) PIIGS 諸国とは、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン。北方諸国とは、ドイツ、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、オーストリア、フィンランド。2011, 2012年は予測値。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-4-34 一人当たり労働生産性の成長率(1996-2012年)

(単位:%)

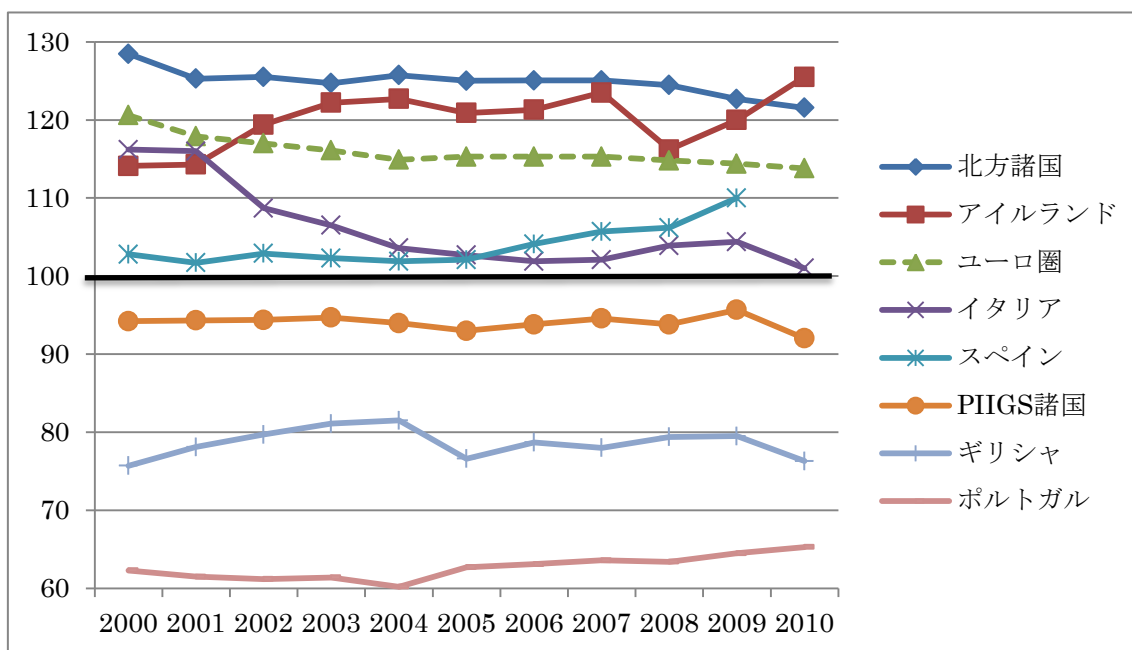


(注) PIIGS 諸国とは、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン。北方諸国とは、ドイツ、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、オーストリア、フィンランド。2011、2012年は予測値。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-4-35 労働生産性対 EU27 比(2000-2010年)

(単位:%)



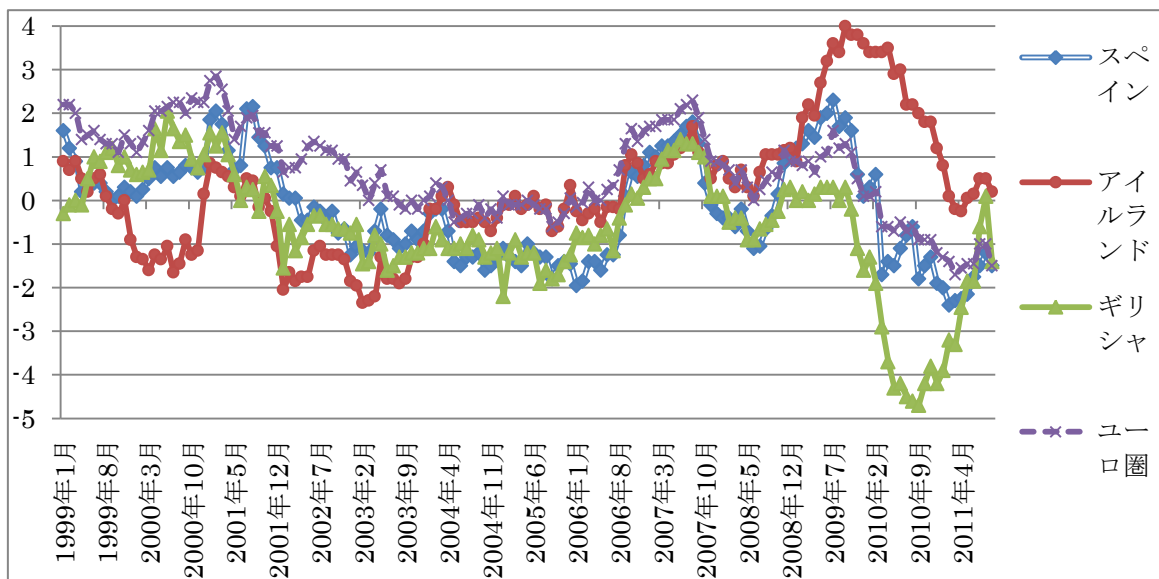
(注) 一時間労働当たり購買力基準。PIIGS 諸国とは、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン。北方諸国とは、ドイツ、オランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド。ルクセンブルクは高すぎるため除外。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

上述の、インフレの発生による、競争力の喪失にはユーロ圏特有の事情が一枚噛んでいる。それはユーロ圏内では単一の金融政策で、様々なマクロ状況に対応していることである。いわゆる、“One size fits all”問題だ。つまり、各国は自国の経済状態に適切な金利を自由に設定する裁量権をもっていない。ECBはユーロ圏の消費者物価を「2%以下だが、2%近傍」に維持するように、金融政策を実施している。そして、その消費者物価は、各国のそれを経済規模でウェイト付けした加重平均値として算出される。この意味することは、ユーロ圏消費者物価指数は、小国においてインフレ率が高まっても、金融政策に反映されにくい、ということである。この単一の金融政策のもとでは、常に緩和バイアスの国と、引き締めバイアスの国が共存することになるが、元気のよい小国は緩和バイアスになりがちであり、さらに金融政策への影響度が小さいため、より緩和的に金利設定がなされる恐れがある。そのバイアスとは、ECBの政策金利から、消費者物価上昇率を差し引いて求められた実質金利が、相対的に高いか、低いかで見極められる。図表 2-4-36、37、38は、いくつかの国、集団に渡って、ユーロ導入後からの実質金利の推移を示した。バブルが発生し破裂したスペインやアイルランド、内需が盛り上がり比較的高成長を謳歌していたギリシャにおいては、ユーロ圏平均よりも実質金利が、金融危機が起こるまでは低いことがわかる（図表 2-4-36）。低成長に喘いでいたイタリアとポルトガルにおいては、イタリアはユーロ圏平均と歩みをともにしているものの、ポルトガルは緩和バイアスがかかっていたことが見て取れる（図表 2-4-37）。2000年代前半低い成長率に悩まされていたドイツは、引き締めバイアスであり、これが景気低迷の一因と考えられる（図表 2-4-38）。一方のPIIGS諸国は低い実質金利の恩恵を長期にわたり受けている。

図表2-4-36 実質金利の推移(1999年1月-2011年9月)

(単位:%)

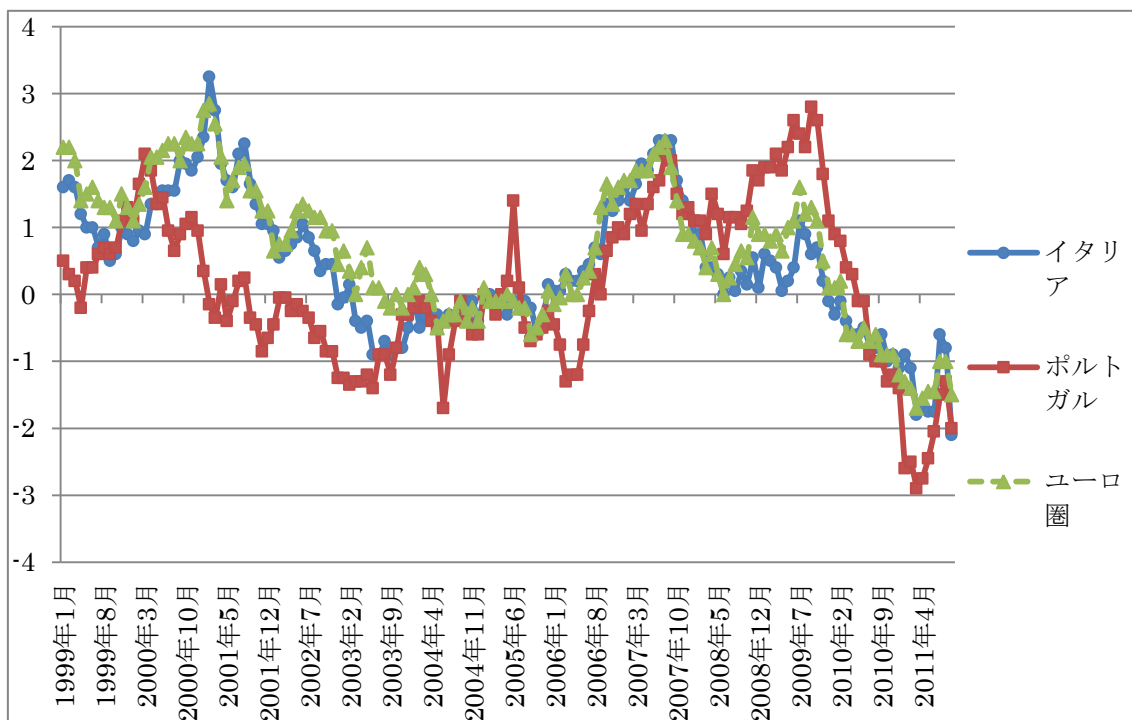


(注) 実質金利=政策金利-HICP 上昇率。

(出所) ECB より報告者作成。

図表2-4-37 実質金利の推移(1999年1月-2011年9月)

(単位:%)

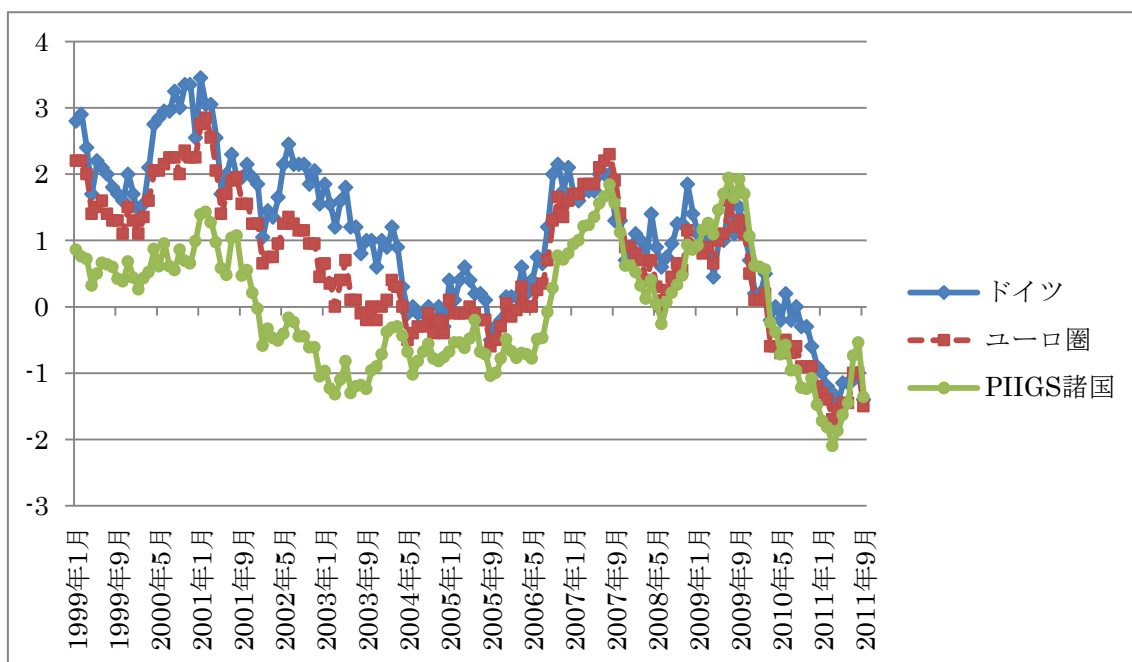


(注) 実質金利=政策金利-HICP 上昇率。

(出所) ECB より報告者作成。

図表2-4-38 実質金利の推移(1999年1月-2011年9月)

(単位:%)



(注) 実質金利=政策金利-HICP 上昇率。

(出所) ECB より報告者作成。

実質金利が低いことは、好況につながる要素であるが、それは比較的高いインフレが発生しているということであり、その物価の上昇はやがて競争力の低下につながる。これを示したのが図表 2-4-39 である。スペインなどの物価上昇が大きい国は、低い実質金利を享受し、成長が刺激されることによって、さらなるインフレにつながる。一方で、ドイツなどの物価安定国は高い実質金利に直面し、成長が抑制されることで、物価の安定は揺るぎないものとなる。このようにインフレ率が乖離する短期的な現象をダイバージェンス I とする⁴²。やがて、この現象は次のステップへと進んでいく。インフレが続いた国は、実質為替レートが上昇したことにより、競争力を殺がれ、輸出が減少する傍らで輸入は増加する。他方で、物価が安定していた国は、実質為替レートが切り下がり、競争力を身につけ、輸出が促されて、輸入は抑制される。この中長期的な競争力の乖離が起こる現象をダイバージェンス II という⁴³。この連鎖に典型的にはまったのが、スペインであり、ドイツといえよう。他にも似たような症状を起こしている国は当然存在する。消費者物価指数による競争力指数をみてみると、インフレ率が高かった PIIGS 諸国全てが「100」を超えている（図表 2-4-40）。単位労働コストで確かめても、同様の結果だ（図表 2-4-41）。指数が上昇するほど、競争力を失っていくことになる。特にアイルランドは顕著な上昇を見せている。これは実質実効為替レートも表すが、これが切りあがったからといって、経常収支が悪化するわけではないということに注意したい。説明力の度合いは、国ごとに違う。あくまで競争力を示す一指標なのである。オランダやルクセンブルク、ベルギーは「100」を超過しているが、経常収支は黒字を維持していた。南欧諸国の実質実効為替レート上昇に関しては、バブルや内需活発化による賃金上昇による部分が大きいとされ、輸出関連部門の生産性改善（バラッサ＝サミュエルソン効果）に起因するものではないとみられている⁴⁴。つまり、この場合はキャッチアップ過程の周辺国が高い成長率を達成する中で、競争力を着実に付けてきたとは限らない、ということになる。

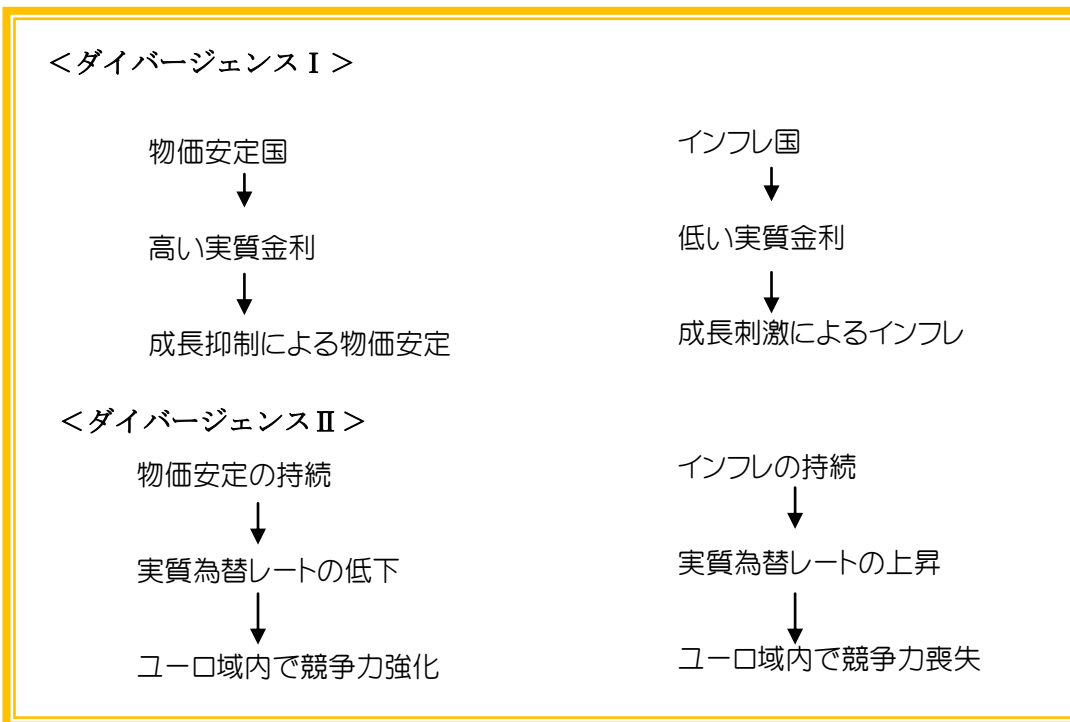
競争力を喪失したとき、かつての固定相場制時代であったなら、為替レートを切り下げれば済むことであった。だが、今となってはユーロ圏内で、為替調整を行うことは不可能である。この構造的な制約が、ユーロ導入国の競争力回復を難しくしている。そのため、今までみてきたように、インフレ率や労働コストの上昇率が高い国は、競争力低下に直結し、実質実効為替レートの上昇を招いてしまう。ひいては、このことが経常収支不均衡の拡大という事態ももたらすのである。そうなると、ドイツのように企業は労働組合との賃金交渉において、何らかの条件をのむ代わりに、賃金抑制を要求したり、日本のように、意図して陥ったわけではないが、デフレ政策を実施して、実質実効為替レートを減価方向にもっていくしかない。だが、デフレは実質債務負担の増大をもたらし、实体经济への悪影響も計り知れない。このように、一旦失った競争力を取り戻すのは非常に困難を伴う。

⁴² 田中[2007]参照。

⁴³ 同上。

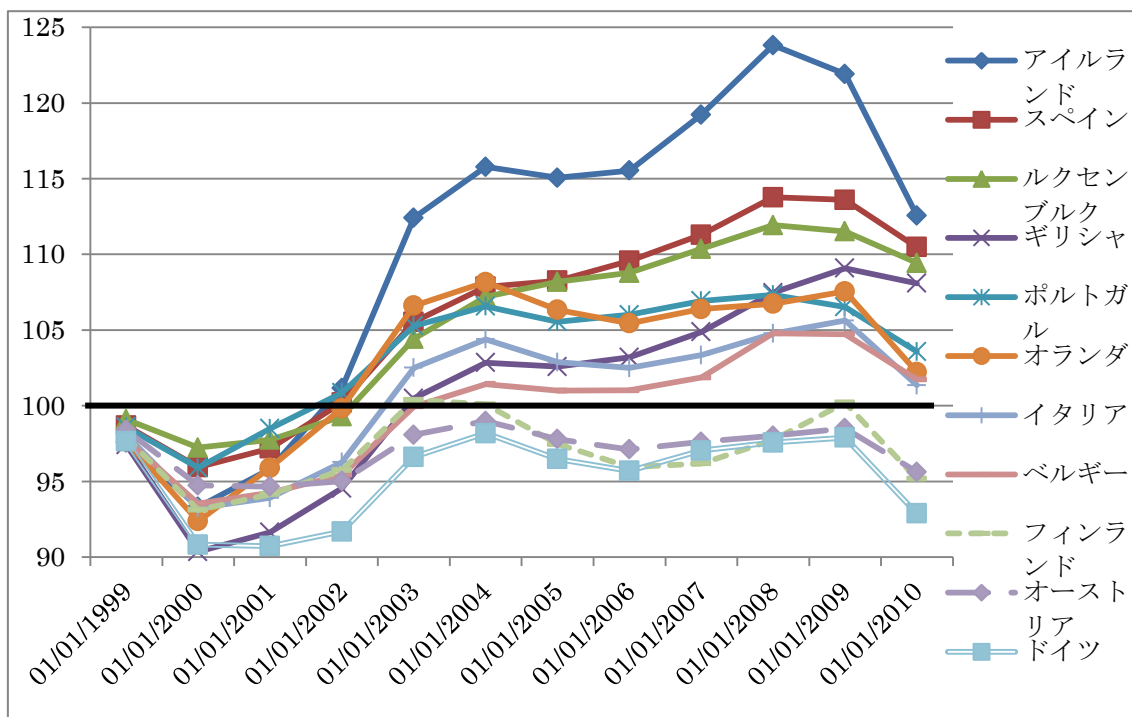
⁴⁴ みずほ総合研究所[2010]参照。

図表 2-4-39 インフレ率拡大とそれに続く競争力喪失過程



(出所) 田中[2007]より報告者作成。

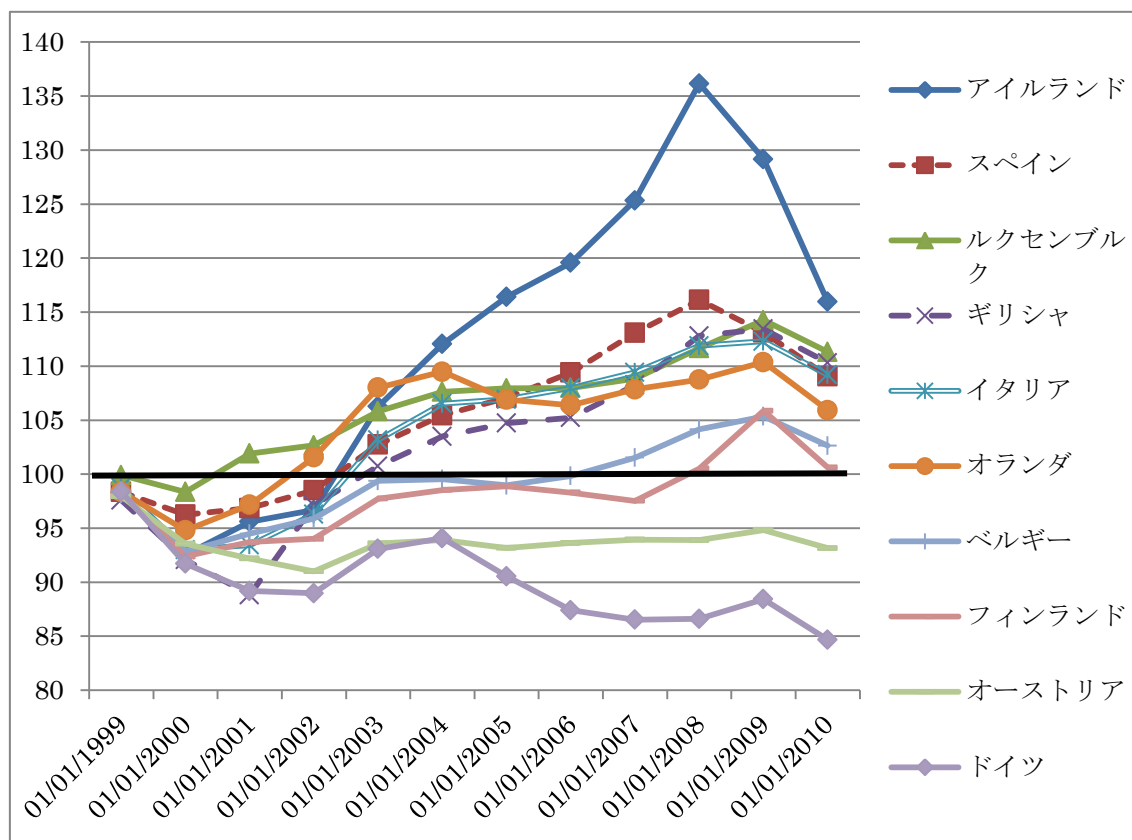
図表 2-4-40 CPIによる(価格)競争力指数(1999-2010年)



(注) 消費者物価指数に基づいて貿易によってウェイト付けした実質実効為替相場。

(出所) ECBより報告者作成。

図表 2-4-41 ULC による(コスト)競争力指数(1999-2010年)



(注) 単位労働コストに基づいて貿易によってウェイト付けた実質実効為替相場。

(出所) ECBより報告者作成。

今までは、ユーロ圏に巣くう制度的・構造的問題をみてきた。リージョナル・インバランスという経常収支・競争力格差問題、“One size fits none”の可能性すら秘めている“One size fits all”問題、単一通貨による為替調整手段の喪失という問題である。ユーロ圏内の経済・物価水準が収斂しない限り、インフレ率格差は残り続ける。北方諸国は南欧諸国に製造業を中心とした輸出（経常収支面）や証券投資（資本収支面）といった形で利益を確保し、南欧諸国はユーロ導入以前と比べて安定した物価や、低金利の恩恵を受けてきた。相互に実現したかに見えた経済・通貨同盟の利益は、実は「北」の製造業繁栄、「南」の製造業衰退という悲劇的な結末を生んでいる。経済格差が縮小しない限り、単一通貨圏は生来的に、「ブーム・アンド・バスタを繰り返すような不安定さ⁴⁵」を内包している可能性も指摘されている。中長期的には中東欧のユーロ加盟も予想される。競争力問題の解決は一朝一夕にできるものではない。かなり長い目で向き合っていかなければならない課題である。どこかで製造業が衰退すれば、その負担を「北」も背負わなければならないかもしれない。その意味で、これは競争力を喪失している側だけの問題ではない。危機の渦中の現

⁴⁵ みずほ総合研究所[2010]を参照。

在のユーロ圏は、この問題に取り組もうとする気概があるが、嵐が去って、また活況が戻ってきたとき、人はユーフォリアに陥り、また同じ過ちを繰り返してしまうのではないか。もちろん、そのときに物価上昇率が収束しているような、まさに単一の経済圏を構築しているなら、それは、それまでの地道で懸命な取り組みの御褒美と受け止めてもよいかもしれない。

以下では、上述のような問題に直面する PIIGS 諸国でも、内実は様々であるということを示していきたいと思う。イタリアとスペインは次の節で詳しく掘り下げていくが、アイルランドとポルトガルは単独で扱うパートを設けていないのも、ここで扱う理由だ。まず、実質 GDP の成長からみてみよう（図表 2-4-42）。アイルランド、ギリシャ、スペインはユーロ導入以来、急速に成長し、一方でポルトガル、イタリアはユーロ圏平均以下の成長しかしていないのが明示されている。PIIGS 諸国内でもはっきりと明と暗にわかれている。これと同じ傾向を表しているのが、内需の成長だ（図表 2-4-43）。もともと、ユーロ圏平均においても、実質 GDP と内需の成長は一致しており、大体の国は内需の GDP に占める割合が大きいから当然と言える。目につくのは、ポルトガルの減速ぶりだ。他の国よりも、基準年の 2000 年を境に、GDP、内需ともに、腰折れになっている。一方、輸出の成長になると、前二つの図表のように、二極分化はしていない（図表 2-4-44）。相変わらず、輸出においてもアイルランドの成長ぶりは飛びぬけているが、他の国も健闘している。少し気になるのは輸出依存度の高いイタリアが、輸出の伸びが鈍重であるということだ。2009 年には、2000 年以前の輸出の水準に戻ってしまっている。ここではポルトガルとアイルランドについて簡単に述べたい。

ポルトガルは従来繊維・衣類・履物などの伝統的な低スキル産業を強みにしていたが、EU に加盟した後、外資流入がキャッチアップを促し、自動車や半導体産業も根付いていった。これは 1990 年代の話であるが、同時期に中東欧への直接投資が本格化したため、「EU の東方拡大の犠牲⁴⁶」となった。ユーロ導入後はイタリアと同じく、「ダイバージェンス II」に悩まされたため、上記のような本職の伝統的な輸出セクターは競争力を失っていった。労働生産性は低く、労働市場の解雇規制も厳しい。このことは、人材の移動を妨げ、産業転換を難しくしている。研究開発や人材開発を積極的に行ってこなかったのも競争力が付いていない原因である（図表 2-4-45）。教育レベルはヨーロッパの中でも低い部類に入る。また、ポルトガルはユーロ参加が決定すると、ギリシャと同様に、財政健全化の手綱を緩め、財政赤字を垂れ流すようになった。スペインとは正反対の動きである。ポルトガルは社会福祉を充実させ、公務員の給与を引き上げて、付加価値税を引き下げるといった大衆受けをする措置をとった。だがやがて、EU から財政赤字を是正するよう勧告を受けて緊縮財政を実施するが、結果的にマイナス成長に陥るなど散々であった。ポルトガルは、イタリアと同様に、供給側の構造的問題が経済の足を引っ張っていたにもかかわらず、構造改革などの適切な政策対応をしてこなかった。同じ低成長に苦しんでいたドイ

⁴⁶ 田中[2007]参照。

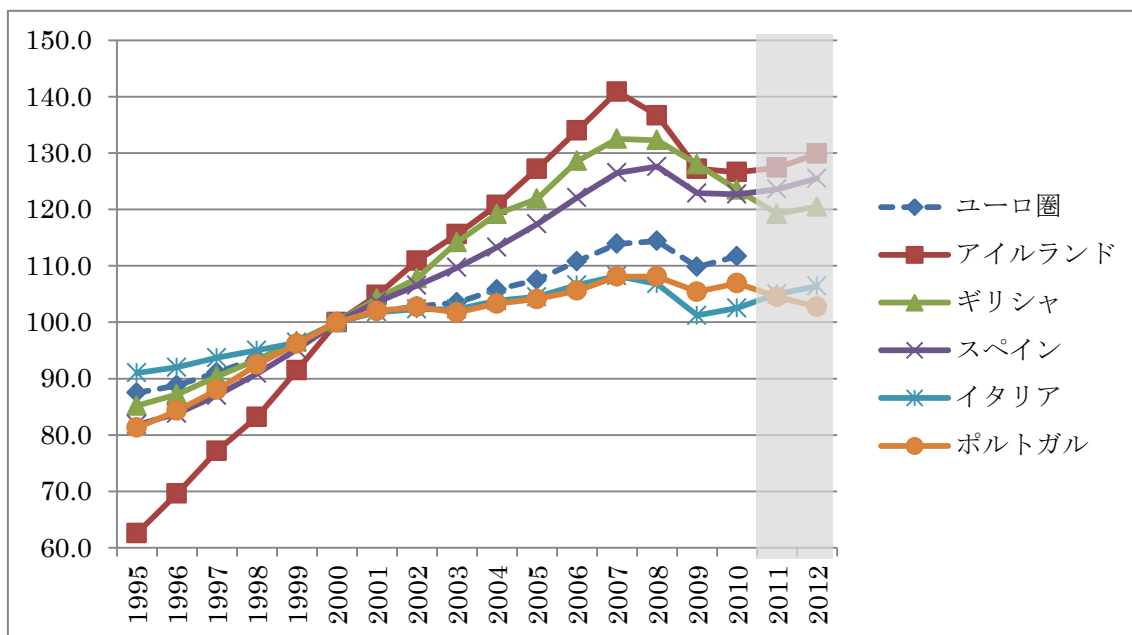
第2章 欧州震撼

ツが低インフレで競争力を回復したのとは対照的に、ポルトガルでは供給サイドの問題による低成長・高インフレが続き、競争力は喪失する一方であった。今後は、低成長下で財政緊縮をするなかで、いかに実質賃金の抑制や労働生産性の引き上げ、労働市場改革といった構造改革を断行していけるかが復活のカギである。

アイルランドは、ユーロ圏内で唯一の公用語が英語、高い教育水準、12.5%と圏内でも断トツに低い法人税率を中心とした外資優遇策、整ったインフラなどを武器に積極的に外資を誘致してきた。FDIの流入額のストックは一時、経済規模も国土面積も全く違うイタリアさえも、抜いている（図表 2-4-46）。だが、それを対 GDP 比で見ると、少なくとも PIIGS 諸国内では圧倒的に高い流入額であることがわかる（図表 2-4-47）。2002 年頃ピークに達し、バブル崩壊、世界金融危機の影響で低迷した後は、2009、10 年においてまた再び、FDI が入ってきている。アイルランドは財政に問題がある国として PIIGS 諸国と、十把一絡げに扱われているが、そもそも 1 カ国だけ南欧諸国ではなく、他の国よりも社会・経済構造はしっかりしたものがあり、良好な経済パフォーマンスを収めてきた。購買力平価に基づく一人当たり GDP はキャッチアップするどころか、ルクセンブルクに次いで圧倒的な存在感を示すまでになっており、労働生産性も高い。人口は少ないものの、活況を呈するアイルランドめがけて、移民が大量流入してきた。そのおかげもあって、労働投入量の増加が成長に寄与したが、やはり顕著なのは全要素生産性の上昇だ（図表 2-4-48）。スペインやイタリアよりも、全要素生産性に負う成長の部分が大きい。そのような高成長を背景にアイルランドは、次節で扱うスペインとほぼ同じ形で、住宅・不動産ブームが発生し、それに投機が加わって、バブルに転化していった。転換点となったのは、2005 年末の ECB の金融引き締めで、その後不動産価格は徐々に上昇を鈍くし、サブプライム危機で止めの一撃を刺された。アイルランドは今までの実績から将来に悲観的な見通しが立っていないのも、他の PIIGS 諸国と一線を画しているところだ。

第2章 欧州震撼

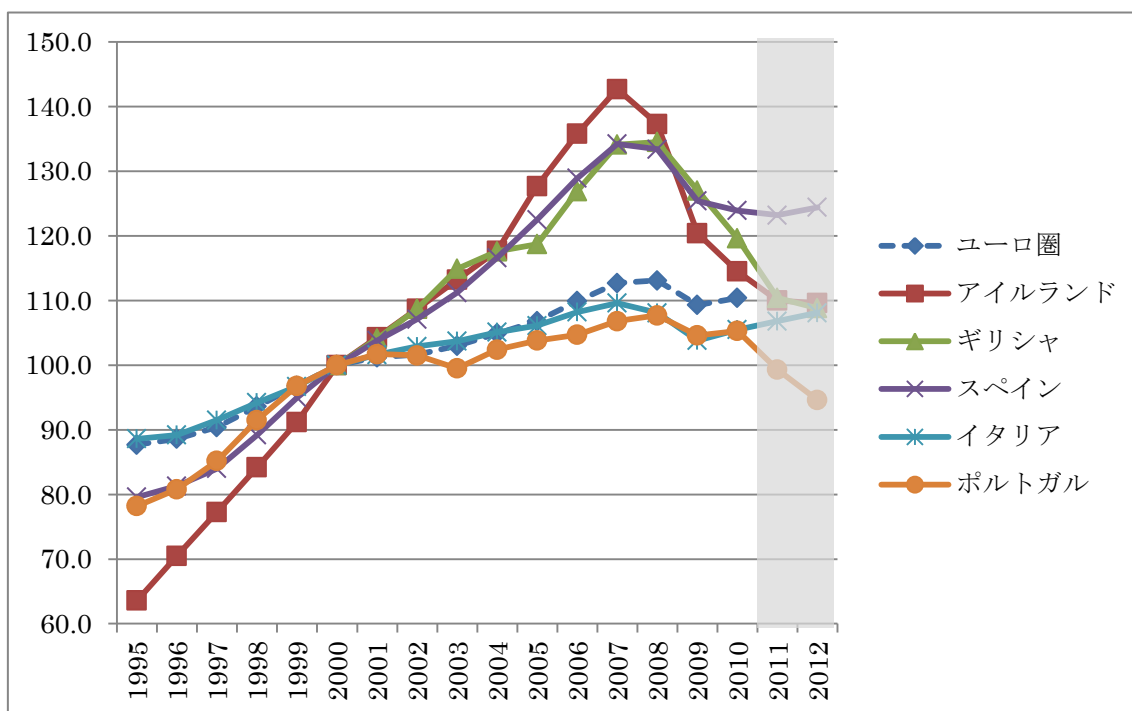
図表 2-4-42 実質 GDP の成長(1995-2012 年)



(注) 2000 年を 100 とする。2011、2012 年は欧州委員会の予測。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

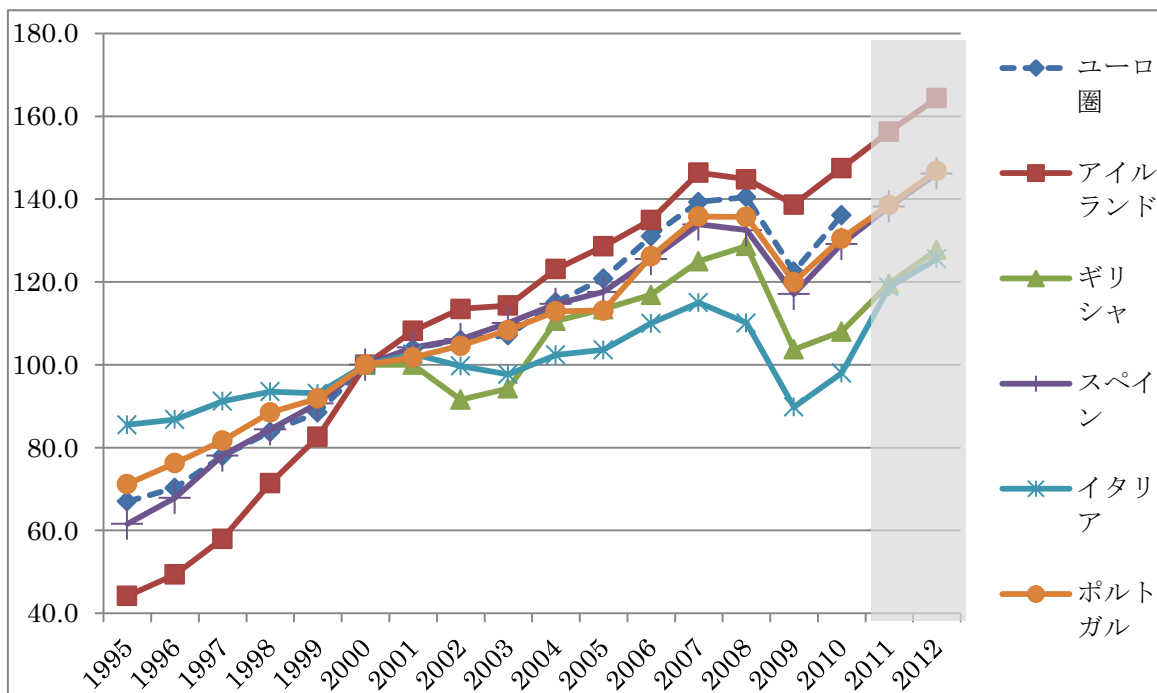
図表 2-4-43 内需の成長(1995-2012 年)



(注) 2000 年を 100 とする。2011、2012 年は欧州委員会の予測。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-4-44 輸出の成長(1995-2012年)

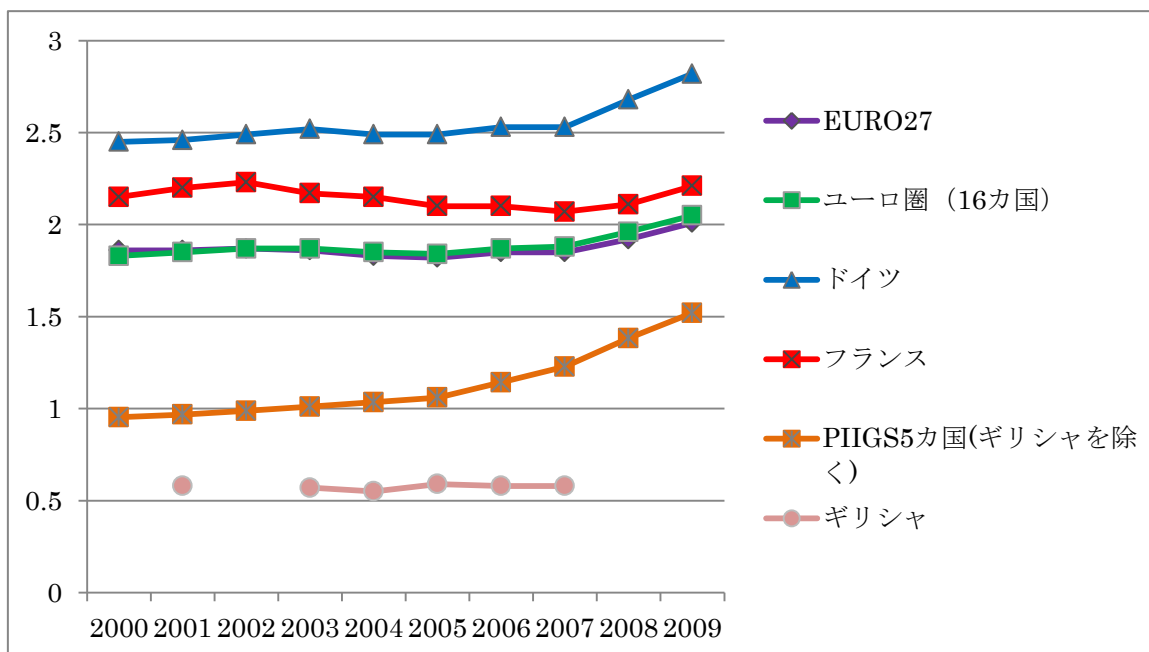


(注) 2000年を100とする。2011、2012年は欧州委員会の予測。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-4-45 研究開発(R&D)投資額の GDP 比

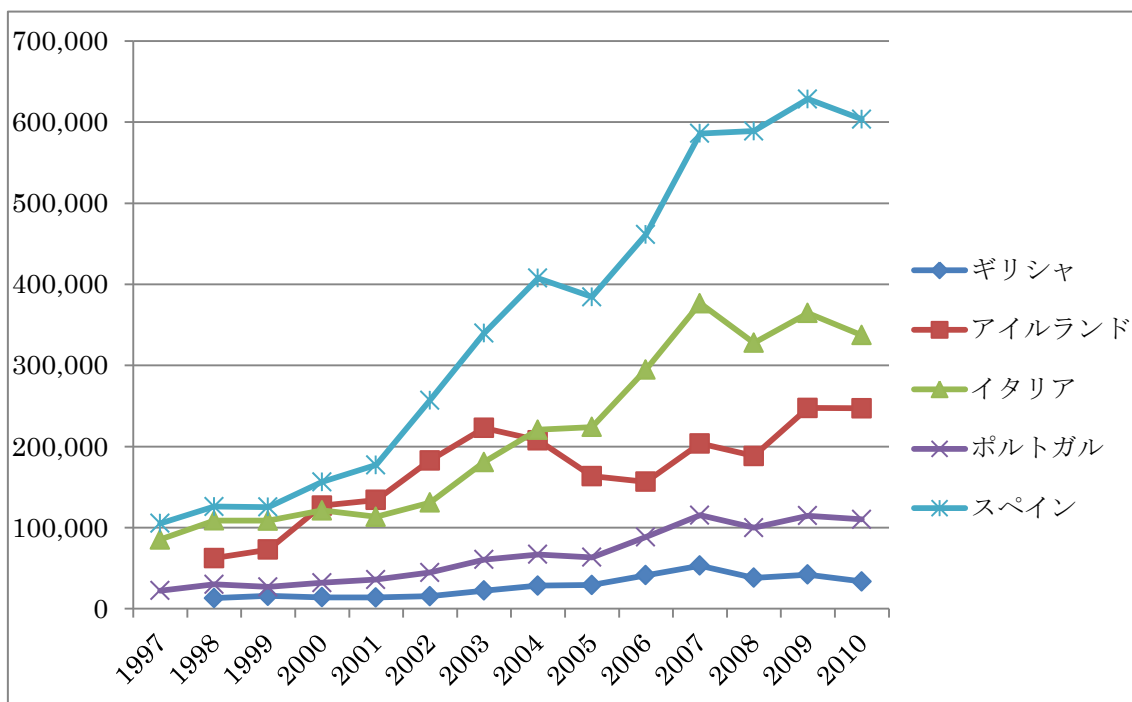
(単位:%)



(出所) Eurostat, Europe 2020 indicators より報告者作成。

図表 2-4-46 国内への直接投資のストック額(1997-2010年)

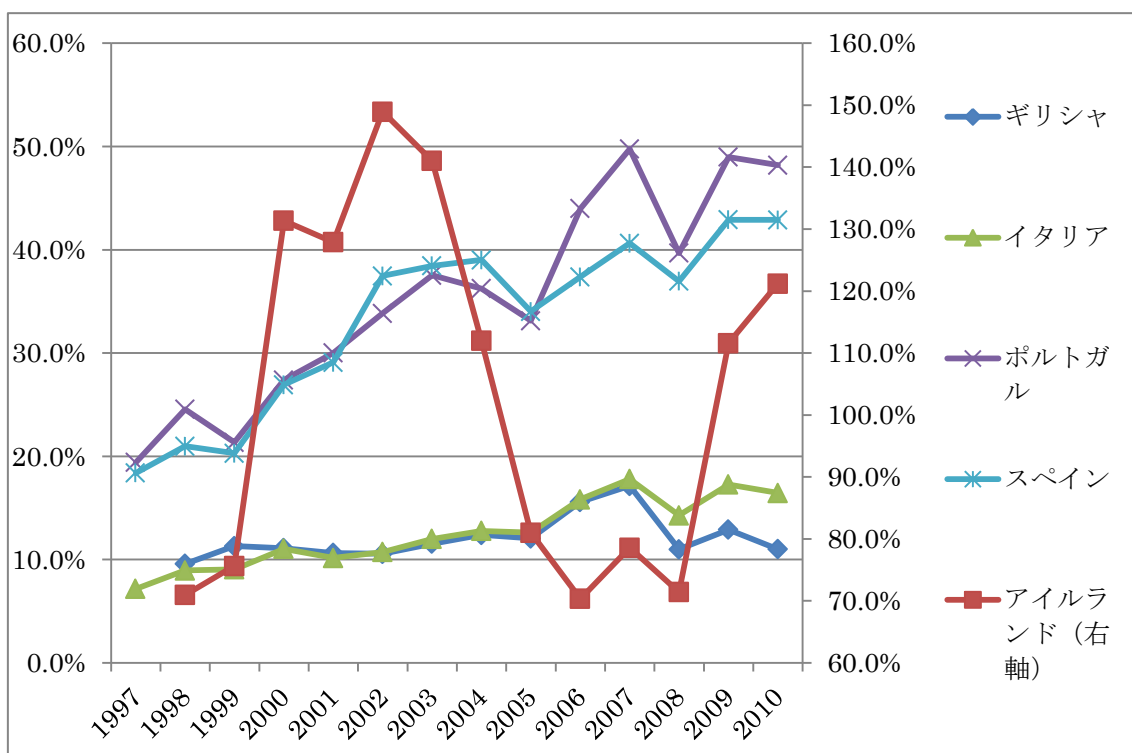
(単位:100万ドル)



(出所) OECD より報告者作成。

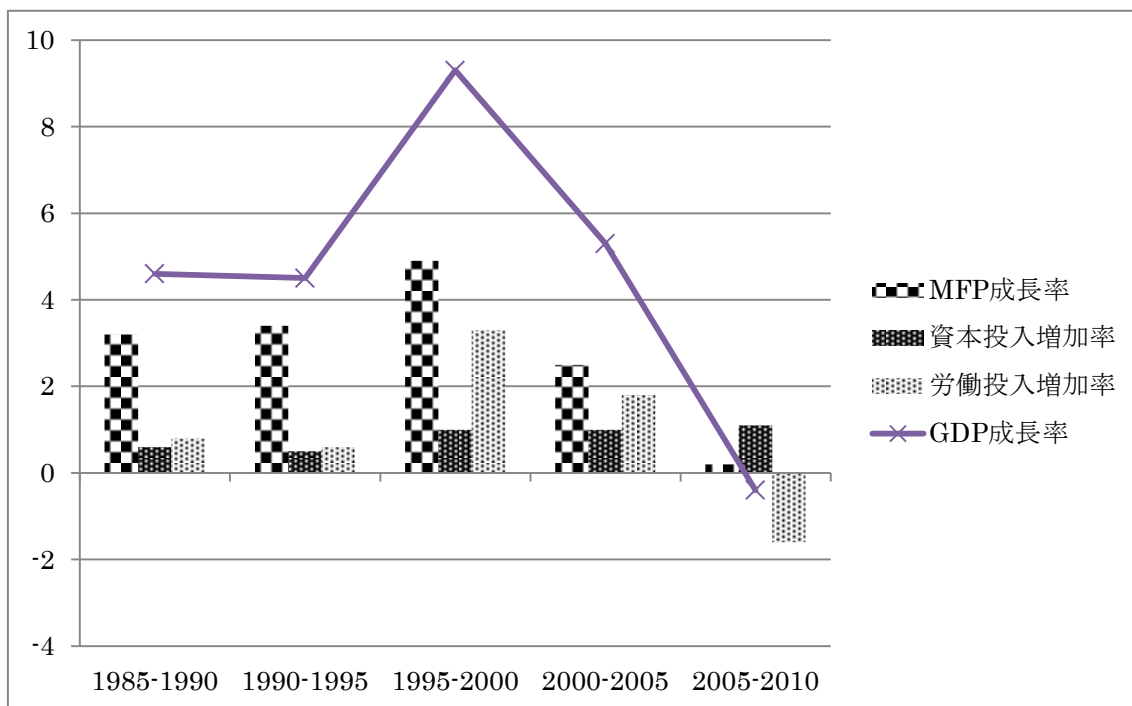
図表 2-4-47 国内への直接投資のストック額対 GDP 比(1997-2010年)

(単位:%)



(出所) OECD より報告者作成。

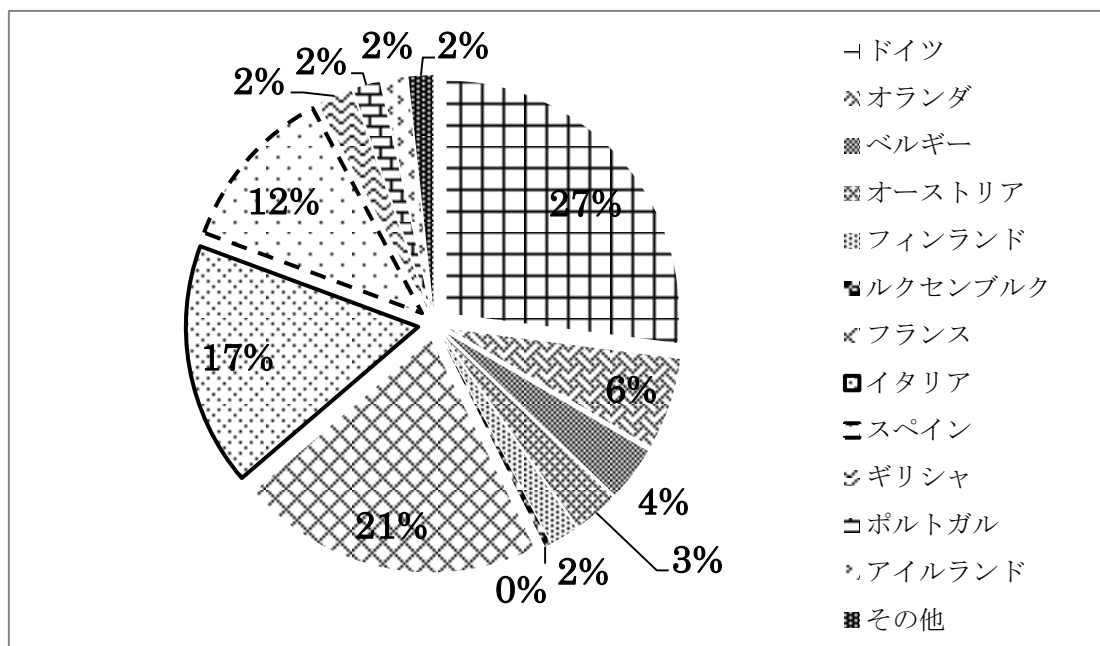
図表 2-4-48 アイルランドの GDP 成長率と成長率要素分解(1985-2010年) (単位:%)



(出所) OECD より報告者作成。

2.5 揺れる大国の現状と展望

図表 2-5-0-A ユーロ圏における各国 GDP のシェア(2010年) (単位:%)

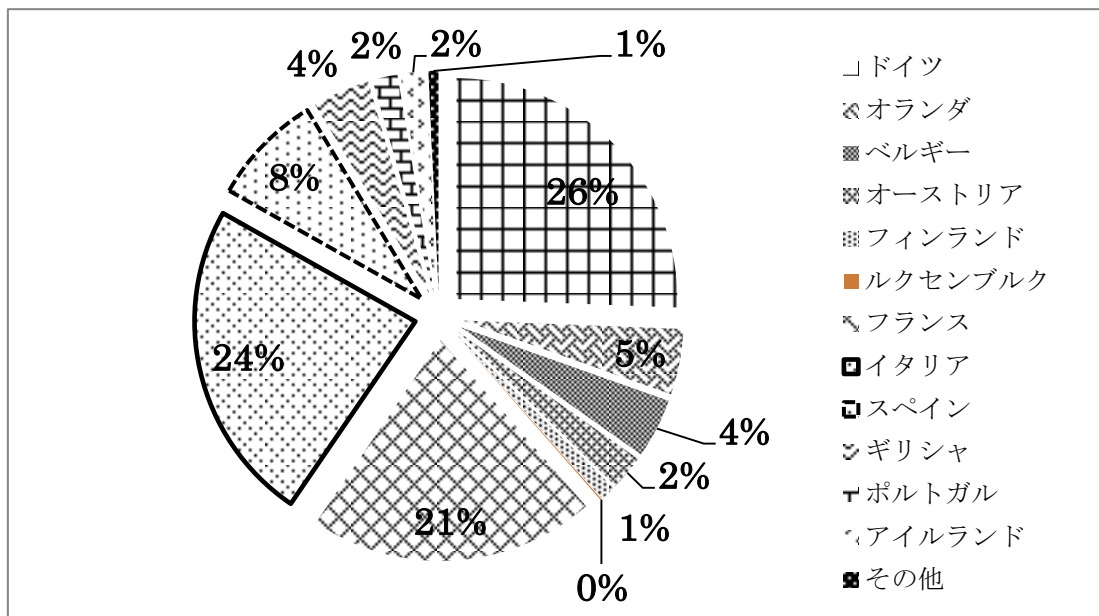


(注) 総額 9 兆 700 億ユーロ。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-0-B ユーロ圏における各国政府債務残高のシェア(2010年)

(単位:%)



(注) 総額 7 兆 8060 億ユーロ。

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

上記の図表を見てもらえばわかるように、イタリアはユーロ圏で第3位の GDP 規模と、第2位の債務規模を有している。世界的には第8位の GDP 規模を誇り、欧州ではイギリスも含めて、第4位の人口数である。一方で、スペインはユーロ圏で第四位の GDP 規模と債務規模を誇っている。世界レベルでみると、GDP 額は12番目に位置する。人口は欧州内で、イタリアに次ぐ大きさである。これだけ示されれば、少々簡単であるが、両国は大国である、と結論付けても問題あるまい。このような大きな国が、ギリシャなどのように支援要請をすることになったらどうなるだろうか。デフォルトしたとすると、世界に及ぼすその影響力は——。以下では世界が注視する2つの大国の現状と展望を解き明かしていく。フランスについてもその信用が揺らいでいるが、上記の二大国に比べ相対的にソブリン・リスクが小さいので、本稿ではその詳細な分析を省かせてもらう。

(1) イタリアの場合

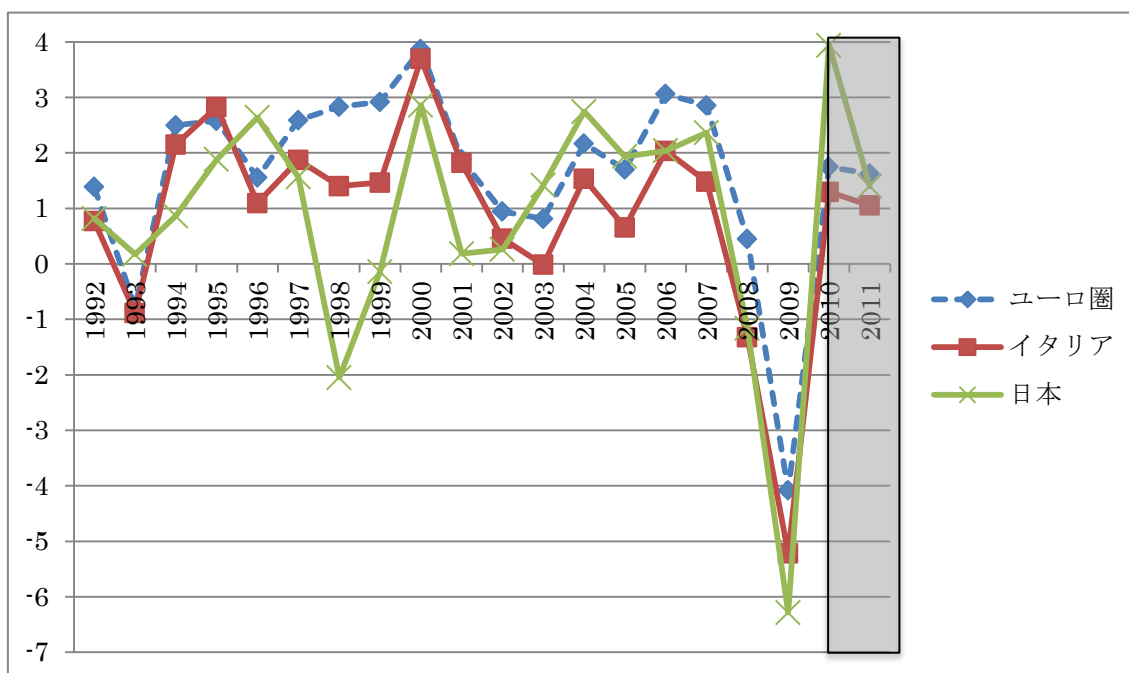
PIIGSの1人に数えられているイタリアは、GDPの規模ユーロ圏第3位、その人口6000万人の大国である。政府債務の規模も対GDP比で120%にも及び、日本と同じく経済の長期停滞に悩まされている(図表2-5-1)。2011年の成長率も1%程度と見込まれ、ユーロ圏平均を下回る予定だ。日本と顕著に異なるのは、経常赤字が年々拡大してきており、それを資本流入でカバーするというPIIGS諸国の共通の経済構造を有していることだ(図表2-5-2, 2-5-3)。所得収支と経常移転収支が一貫して赤字であり、2000年代後半からはサービス部門も経常赤字を構成するようになった。財項目は2000年代半ばから経常収支の

第2章 欧州震撼

改善に寄与しなくなった。2009年は世界金融危機の影響により一時的に経常赤字が縮小したものの、2010年にまた悪化している。一方の経常収支の対になっている資本収支の内容はどうであろうか。証券投資はイタリア国内にも、海外に向けても盛んになされている。2005年頃から外国からの借入が多くなり、2007年に海外への直接投資とともに、ピークをうっている。国内への直接投資はあまりふるっていない。イタリアは今年になり、昨今のソブリン債務危機の表舞台に引きずり出された。その一因として、イタリアの長きにわたる停滞があるように思われる。つまり、その長期経済低迷の原因を少しでも明らかにし、把握することは、イタリアに内在するソブリン・リスクの本質的な理解の役に立つと考える。そこで、この項ではまずはその停滞の要因から探っていきたい。その原因として主に次の3つが考えられている。

図表2-5-1 イタリアの実質GDP成長率(1992-2011年)

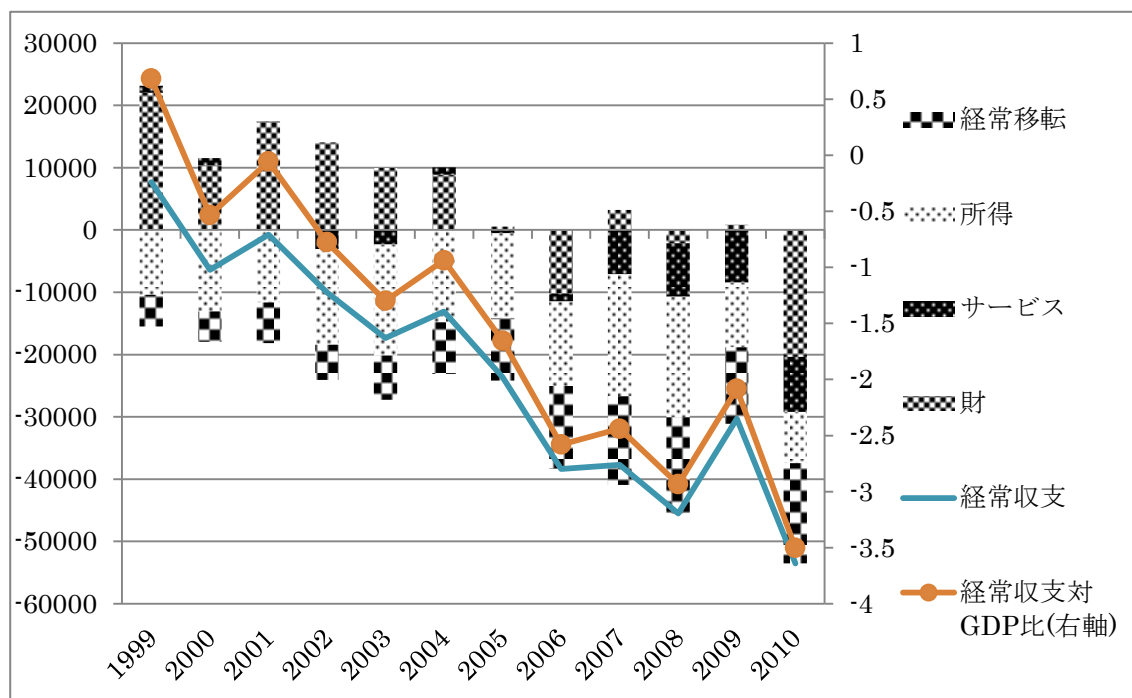
(単位:%)



(注) 2011年はIMFによる予測値。

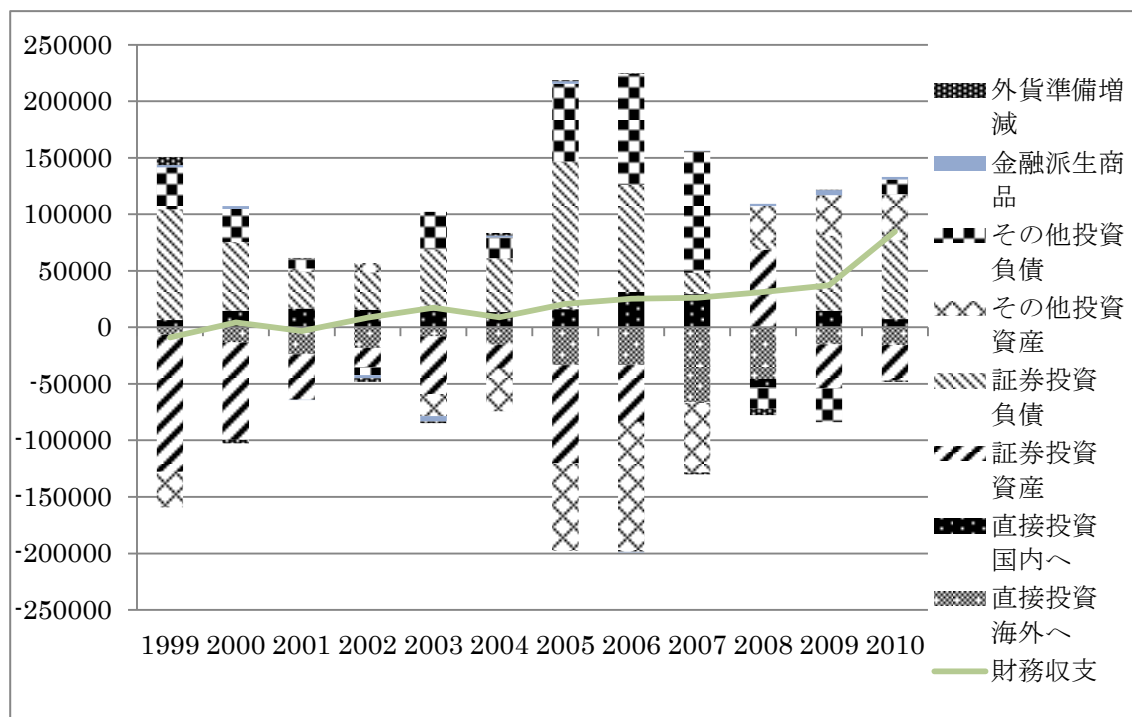
(出所) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

図表 2-5-2 イタリアの経常収支とその構成 (1999-2010年) (単位:左軸 100万ユーロ、右軸%)



(出所) イタリア中央銀行より報告者作成。

図表 2-5-3 イタリアの財務収支とその構成 (1999-2010年) (単位:左 100万ユーロ、右軸%)



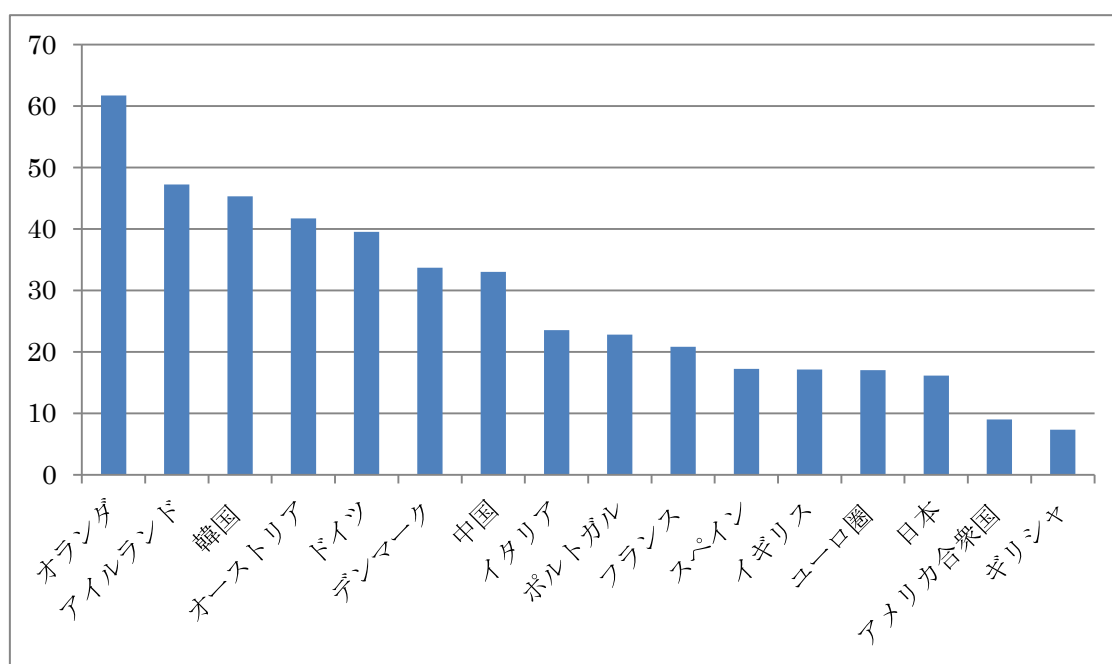
(出所) イタリア中央銀行より報告者作成。

1つ目は、1990年代半ば以降の労働集約的な製品に価格競争力をもつ新興国の台頭により、イタリアが競争を強いられ、輸出競争において敗退を迫られていったことだ。イタリア経済は比較的輸出に依存した経済構造をもち、2000年代は20%を少し上回る程度で推移している。図表2-5-4をみれば明らかなように、イタリアはフランスや日本などの先進国よりも輸出依存度が高い。それ故に輸出の低迷は経済成長に対して無視できない影響を与える。図表2-5-5ではイタリアが1996年の経常収支額をピークに以後減少・悪化し、輸出も伸び悩んできたことがわかる。伝統的な輸出産業は、繊維・衣料品・皮革製品である。また金属製品や機械、輸送機器も主要な輸出品だ。

2つ目に、イタリアが時代の流れに適応して、企業がIT技術を導入したり、グローバル化を図るなどの反応が鈍重であったことが指摘できる。旧態依然とした経営体制のまま、生産・経営における効率化を怠り、イノベーションの芽を上手く出すことができなかった。それにより産業構造の高度化も遅れ、新興国同じ土俵で戦わなければならない事態に陥った。ここで品目ごとの国際的な競争力を示す貿易特化係数のグラフをみてもらいたい(図表2-5-6)。イタリアの製品は競争力があるとは言い難い。だが機械・輸送機器やその他製造製品は比較的奮闘している方である。中間財がわずかに競争力をつけてきているだけで、全品目の競争力は微小ながら低下してきている。ここで別の図表2-5-7をみると、ハイテク製品の輸出の割合は2000年に向かって少しずつ伸びていったものの、以降は伸び悩んでいる。EU平均とは約10%もの開きがある。このことは依然としてイタリアのハイテク産業が脆弱であり、産業構造の高度化が充分でないことを示している。

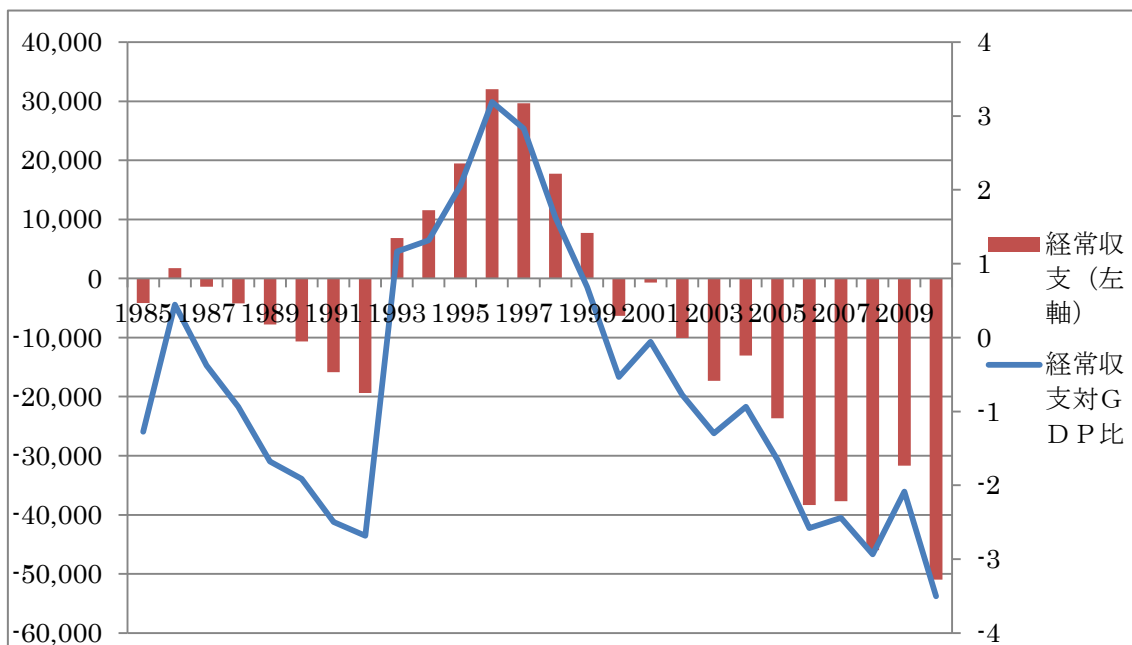
図表2-5-4 輸出依存度の国際比較(2008年)

(単位:%)



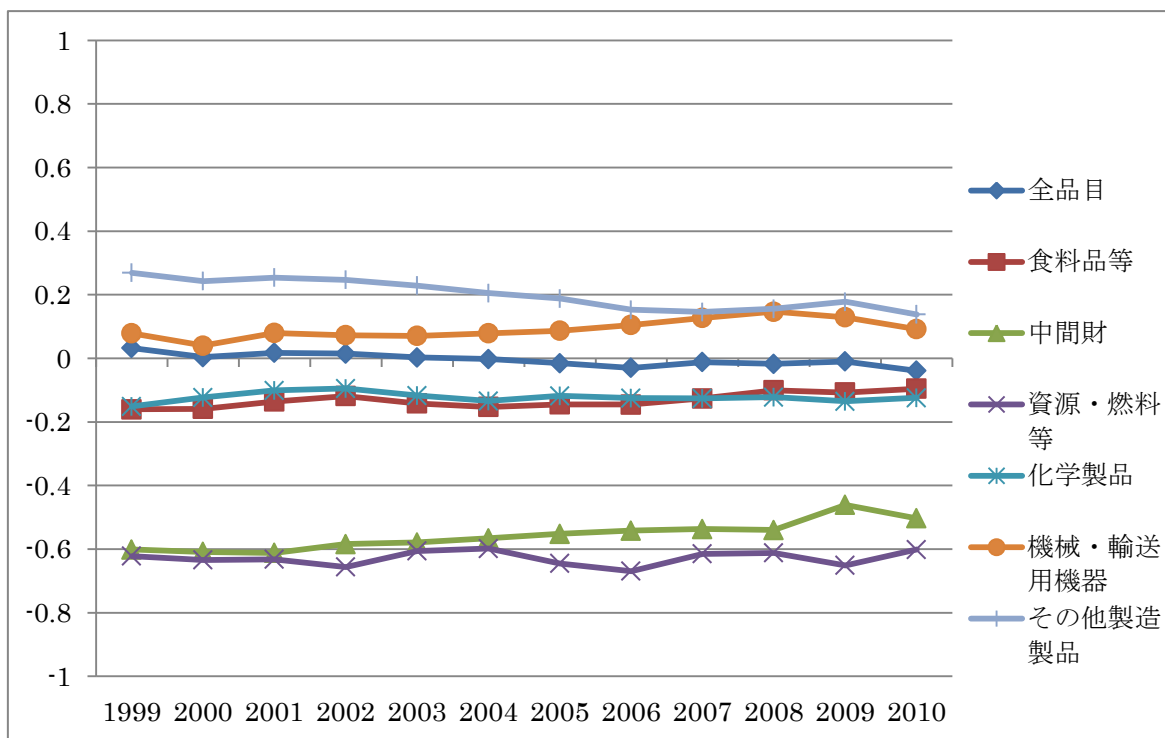
(出所) 統計局ホームページより報告者作成。

図表 2-5-5 イタリアの経常収支(1985-2010年) (単位:左軸 100万リラ or ユーロ、右軸%)



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

図表 2-5-6 イタリアの貿易特化指数(1999-2010年) (単位:特化係数)

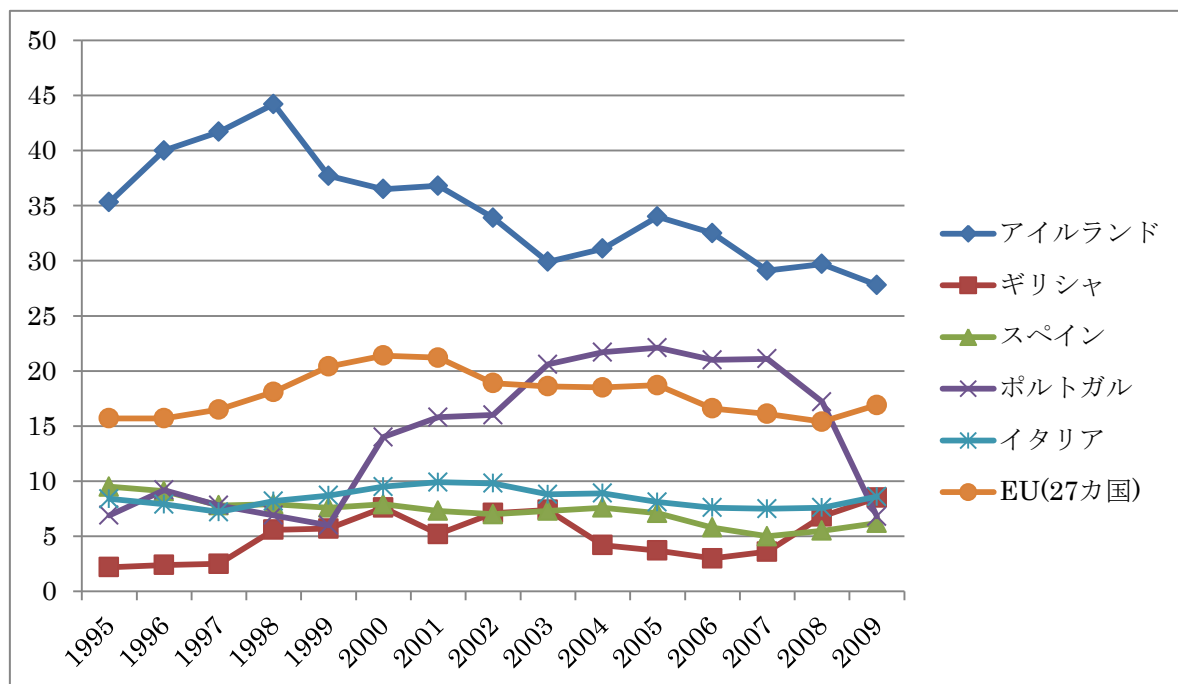


(注) 「1」に近づくほどその品目は国際的に競争力が強いとみなされる。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-7 全輸出に占めるハイテク製品の割合(1995-2009年)

(単位:%)



(注) EU27カ国外への輸出。ハイテク製品とは、宇宙航空機器、コンピュータオフィス機器、電気通信機器、薬剤、科学機器、電気機械、化学製品、非電気機械、軍事製品をさす。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

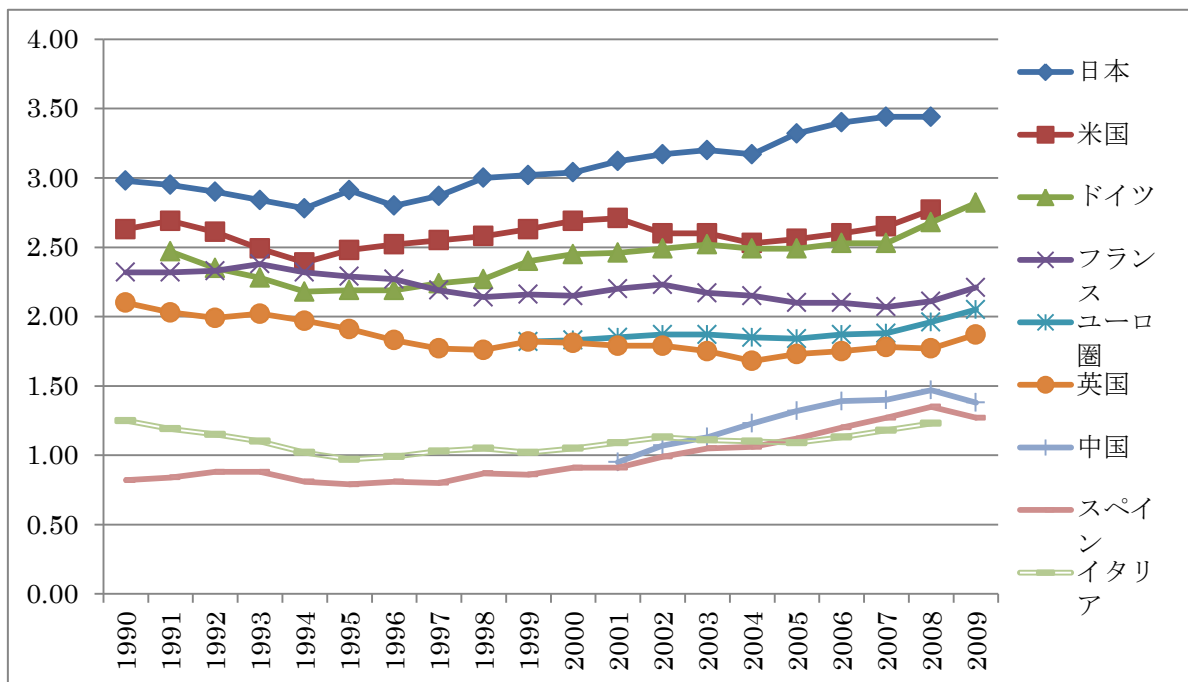
こうした環境の変化への適応能力のなさにもいくつか理由がある。教育水準の低さに加えて、零細な家族経営企業が支配的であることや、非製造業を中心に競争制限的な規制・慣行が多いことだ。これらは、経済における生産性の問題にもつながる重要なことである。2009年のOECDによる15歳時点での学習到達度調査(PISA)の結果をみると、イタリアの成績は芳しくない。数学的リテラシー、科学的リテラシー、読解力の各分野において、OECD平均を下回った。スペイン、ポルトガル、ギリシャはイタリアの下に位置する。次に高等教育に目を移すと、2006年時点での25~64歳人口に占める高等教育(大学以上に相当)修了者比率は、OECD平均26%に対して、イタリアは13%である。31カ国が対象のそのOECDの統計によると、イタリアの下にはトルコしかいない。ポルトガルやギリシャ、意外なことにドイツも平均より低く、スペインおよびアイルランドは平均より高い。高等教育の国際的にみたレベルも決して高いとは言えず、イギリスのTimes社が公表している世界の大学ランキング2010年度版によるとイタリアの大学は200位以内に入っていない。こうしたなか、優秀な人材は海外の大学進学を志向し、学位取得後もそのまま外国に居座る、数多くの頭脳流出が起きている一方、頭脳流入はあまりない。このように初等教育から高等教育に至る教育水準の低さが、ビジネス環境の変化に柔軟に対応することの阻害要因となっていると考えられる。

また、イタリア企業の多くが零細の家族経営であり、中規模以上の組織化された企業が少ないことも、イタリアがグローバル化や IT 化のもたらす成長機会を逸機する原因だと考えられる。9 人以下の従業者で構成される企業の割合は 2007 年の段階において 95% である（日本は 2006 年時点で 80%）。従業者の 24% が、その小規模な企業で働いている（日本は 27%）。この割合は欧州主要国よりも高い。一企業で働いている平均の労働者数も 2.7 人とドイツやフランスなどよりも低く、日本でさえ 9.5 人である。このように、イタリアの企業が零細な理由として、イタリア社会に「家族主義」と「不信の文化」が伝統的に根付いているためだと考えられている。その意味するところは、家族の絆が強い反面、社会においては社会構成員の相互信頼が総じて希薄なため、必然的に血縁の枠組みに限定された経営が志向され、そのことが企業規模の拡大にマイナス要因として働いているということである。その背景として、カトリックの歴史的な影響の強さや、外国人君主の圧政の歴史が繰り返されたことが指摘されている⁴⁷。このような零細な家族経営の企業は、経営権の喪失を嫌うため、株式公開による外部資金の導入に消極的であったり、正確な会計・経営情報の提示を強く求められないため、労働や税制の規制逃れに手を出す悪習がみられる。こうしたことは、結果的に企業規模を零細な状態のままに留めることとなった。加えてその理由として、企業が大きくなるにつれて雇用コストが上昇する制度の存在も見逃せない。かつてはイタリア企業規模の小ささは、経済の強みと考えられていた。なぜなら、市場のニーズや需要の変化に柔軟に対応できると考えられたからだ。だが、2000 年代半ばには、そのメリットよりもデメリットが大きいという社会的合意が公に形成されるにいたった。そのデメリットとは、コストのかかる海外市場への事業展開や大規模な投資、および専門家の指導による研究開発の組織的実行といったことの困難さだ。図表 2-5-8 をみれば、イタリアは昔から研究開発投資の額が主要先進国の中でも一段と低かったことがわかる。最近ではライバル意識をもつスペインにも追い抜かれた。これではグローバルに動き回って収益先を確保し、IT 化を通じた経営の効率化が図られている世界の中で、持続的に競争力や製品の優位性を確保していくことは難しいだろう。

⁴⁷ 松本[2007]中の Francis Fukuyama “Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity”, Free Press, 1995 の言によった。

図表 2-5-8 主要先進国の研究開発投資対 GDP 比(1990-2009 年)

(単位:%)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

これまでに述べた、イタリアの教育水準の低さや企業規模の小ささは、生産性にも影響をしてくる。長期にわたる経済低迷の根本原因として、イタリアでは生産性の低下という構造的・慢性的な要因が取り沙汰されている。その生産性を表す指標として労働生産性とMFP（全要素生産性）をみてみよう。労働生産性とは、労働者が単位時間あたりに生み出すことのできる付加価値であり、MFPは経済成長のうち、資本量・労働量の増加では説明のつかない部分と定義されており、具体的には技術進歩や経営手法の効率化、労働者のスキル向上などが関係しているとされ、TFPと同義である。図表 2-5-9 は主要国において1990年から2000年までの期間における、その労働生産性の年平均上昇率と、2001年から2008年までに至る、それとを各国で比較する形で示したものである。イタリアは1990年から2000年までの期間においては、OECDの調査対象となった35カ国中、下から二番目であり、スペインを唯一下に抑えただけの、0.89%であった。OECD平均は2.33%であり、イタリアは半分にも届かず平均の38%の上昇率にとどまった。そのうえ、2001年から2008年の期間においては、OECD調査対象国中唯一のマイナス値を記録した。OECD平均も1.7%に低下しているが、前期間において最低だったスペインが、そこから0.66%も増加しているのとは対照的だ。もう1つの生産性の指標であるMFPを図表 2-5-10でみると、ここでもイタリアは最下層グループを形成しているといえる。19カ国が対象となっているが、ほとんどの国では2000年から2010年までの後の方の期間で、MFP成長率が下落している。イタリアはまた、唯一のマイナスの成長率に陥っており、値は-0.8%

と労働生産性の落ち込みよりひどい。イタリアは他国に比べてまったく資本や労働力を効率的に利用できていないのである。1990年代半ば以降のイタリアの長期経済停滞を特徴づけてきたのは、まさにこの生産性の低迷だったのだ。図表 2-5-10 からは各国が近年においてどのように経済成長をしてきたかも大雑把にわかる。アイルランドや韓国、フィンランドなどは生産性の上昇を軸に比較的高い成長を享受してきたのに対して、スペインやデンマークなどは資本や労働の投入量の増大によってそれを実現し、一方でイタリアや日本、ドイツなどは資本や労働の導入が進まず低い成長に陥っているといえるだろう。次に、イタリアの GDP 成長率と MFP 成長率、それに加えて生産要素の投入量の変化を時系列でみてみる（図表 2-5-11）。このグラフはイタリアの停滞と生産性の低下の関係を明示的に表してくれる。1990年代後半には MFP 成長率が顕著に低下し、2000年代は完全にマイナスとなっていることが読み取れる。GDP は1990年代後半、労働投入の増加により、前期よりも成長率が高まったものの、以降は下降している。一般に、生産性の上昇要因として、技術進歩や経営手法の向上、労働者のスキル向上、需要環境の変化による財・サービスの価値の上昇などが挙げられるが、イタリアはそういった布石をことごとくあたかも狙い澄まして外してきたといわざるをえない。そのため、イタリアは国際競争力を喪失し、市場における輸出シェアの低下に直面することとなった。

生産性の低下を招いたものとして他に考えられているのが、主にサービス産業において競争制限的な規制や慣行が存在していたことである。数例を挙げると、タクシー業界や銀行業界、小売業界、保険業界、専門的な知識を必要とする会計士や弁護士などの業界において、そのことが指摘されていた。しかし、2006年以降の規制緩和により、かつてほどサービス業界において非競争的な制限は強くなってきている。非競争的な市場であると、経営者が会社の経営効率化に取り組んだり、新技術の開発に着手したりするインセンティブが弱くなり、このことが生産性の上昇を抑制してきたといわれている。また2000年代前半において、製造業のインフレ率は一貫して2%を下回ってきたが、一方でサービス業界全体インフレ率は3%を常に上回って推移してきたことから、後者は前者に比べ市場が非競争的であることを反映している。イタリア政府がこうした状況に本腰を入れて対処したのが2006年になってからであり、そこまで遅れたのは政権が伝統的に多党連立で不安定な権力基盤であったため、強い影響力を保持している同業者組合にメスを入れることができなかったからだ。イタリアは伝統的に「ギルド社会」であり、その基本的生理は、組合員同士の競争を回避し、なるべく新規参入を排除して、業界内の秩序を保つことである。市場経済の論理とは水と油である。

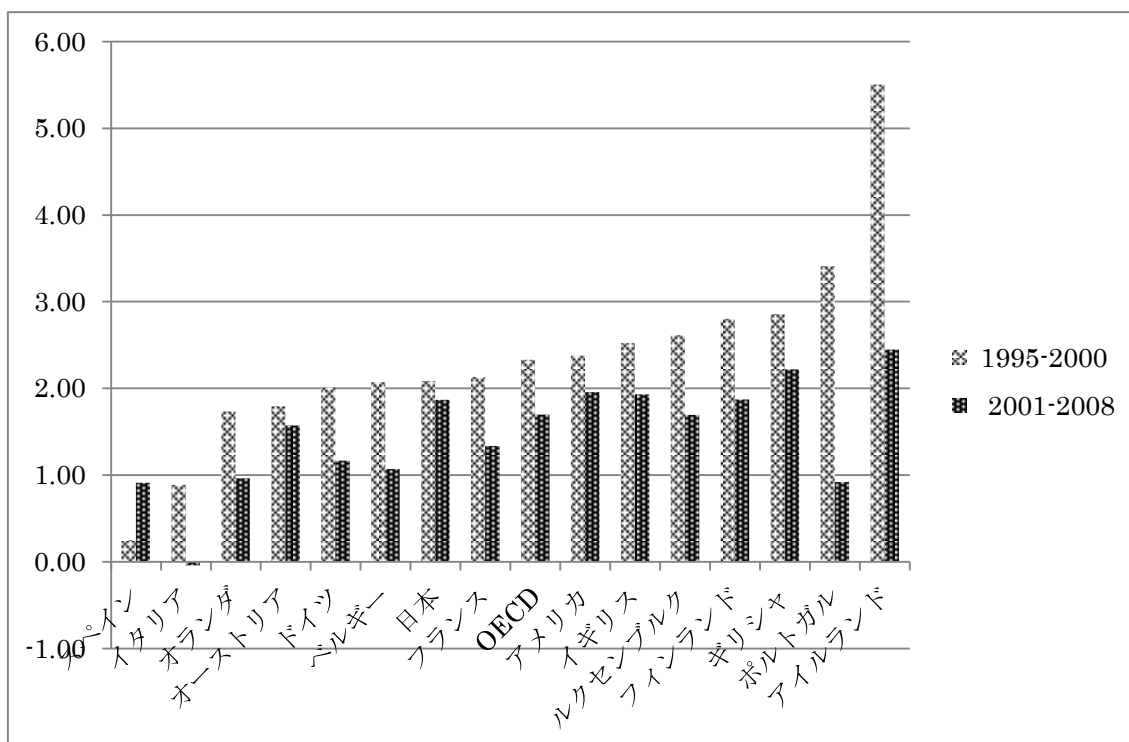
3つ目に、イタリア経済の停滞を長引かせたものとして、ユーロの導入が2000年代半ばにイタリア国内で指摘されるようになった。リラ時代のイタリアは、固定為替相場制度である EMS（欧州通貨制度）に参加しており、インフレの亢進によって失った国際競争力は、為替切り下げによって対応してきた。1981年から1990年まででイタリアは計6回も切り下げている。これは EMS 参加国の中でも非常に多い。欧州通貨危機が1992年～

1993年に発生したときには、為替レートを固定させ続けられず、フロート制に移行した。それでも1999年には晴れて欧州通貨同盟の仲間に加わられた。2000年後半以降はユーロ高基調であった。そのため輸出産業には苦しい状況が続いた。為替レートは非可逆的に固定されており、切り下げによる競争力回復はできない。このことがイタリア経済不振の原因の一部であるといわれる。だがしかし、他のユーロ圏各国も同じ条件であり、ユーロ圏平均よりも経済成長ができず、深刻な生産性の低迷が続いたことの原因にはならないのは注意を要する。

次の段落から、世界金融危機勃発からのイタリアの状況を概観する前に、経済低迷とは直接関係ないが、ソブリン・リスクが取り沙汰される遠因となったと思われる、南欧諸国に見られるような経済構造の特徴をみておく。ギリシャについて述べた項の内容と皮肉にも被るが、ユーロ加盟後金利低下、インフレ率低下により、利払い費が減ったにもかかわらず財政状況が悪化したことがまずあげられる。高齢化を背景として社会保障関係費の増大し、公務員の人件費抑制も図られず、それどころか法人税や所得税の減税などを実行し、財政悪化に拍車をかけた。ギリシャと同じく納税意識の低さに起因した「脱税天国」状態であり、税務調査の頻度も少なく、闇経済の規模も大きかった（図表2-4-7）。財政の構造的な改革は行われなかった。経済規模は違おうとも、リスクが意識される国には、それなりの共通項があるものである。

図表 2-5-9 世界各国の労働生産性の年平均伸び率

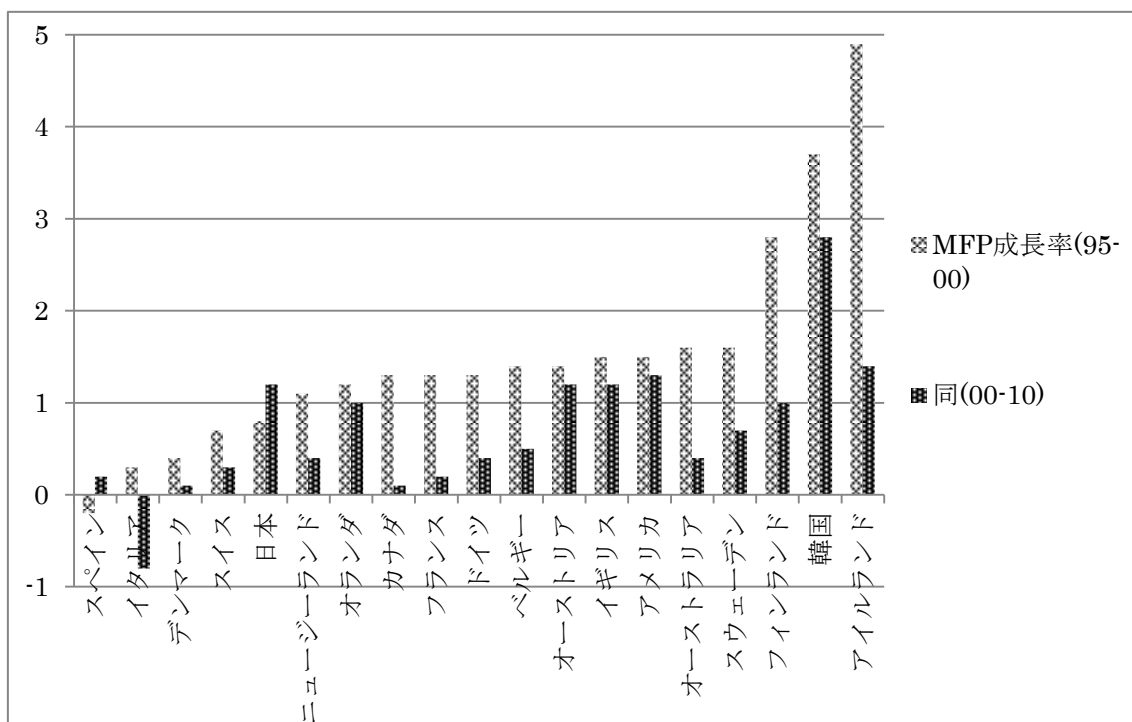
(単位:%)



(出所) OECDより報告者作成。

図表 2-5-10 世界各国の MFP の年平均成長率

(単位:%)

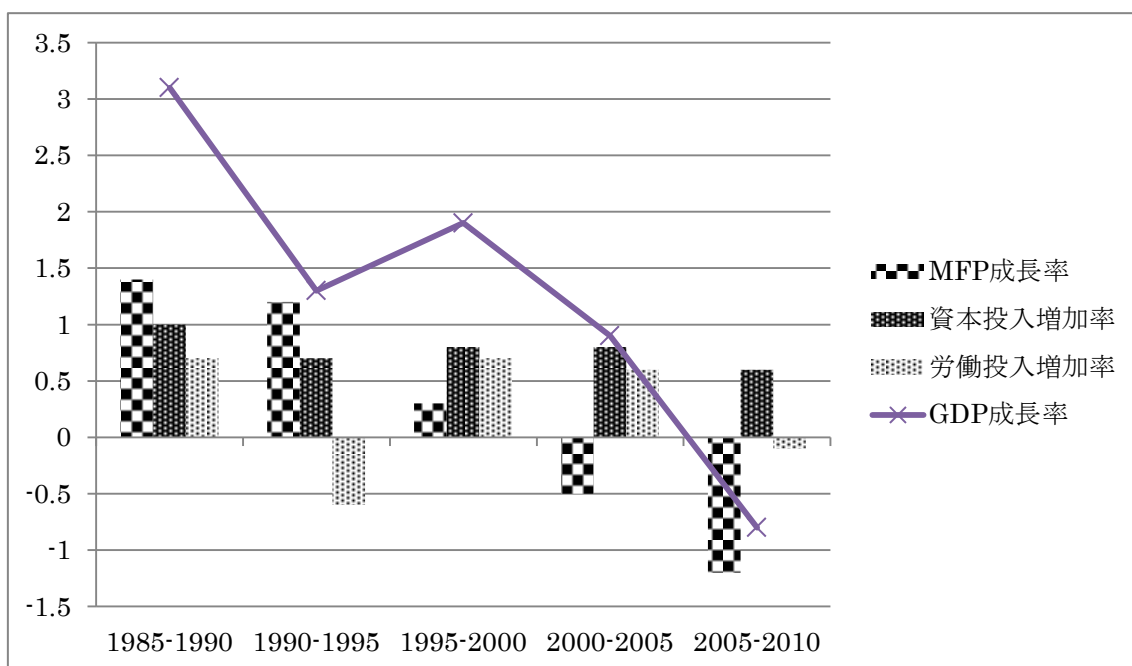


(注) MFP=Multi Factor Productivity.

(出所) OECD より報告者作成。

図表 2-5-11 イタリアの成長率と成長率の要素分解(1985-2010年)

(単位:%)

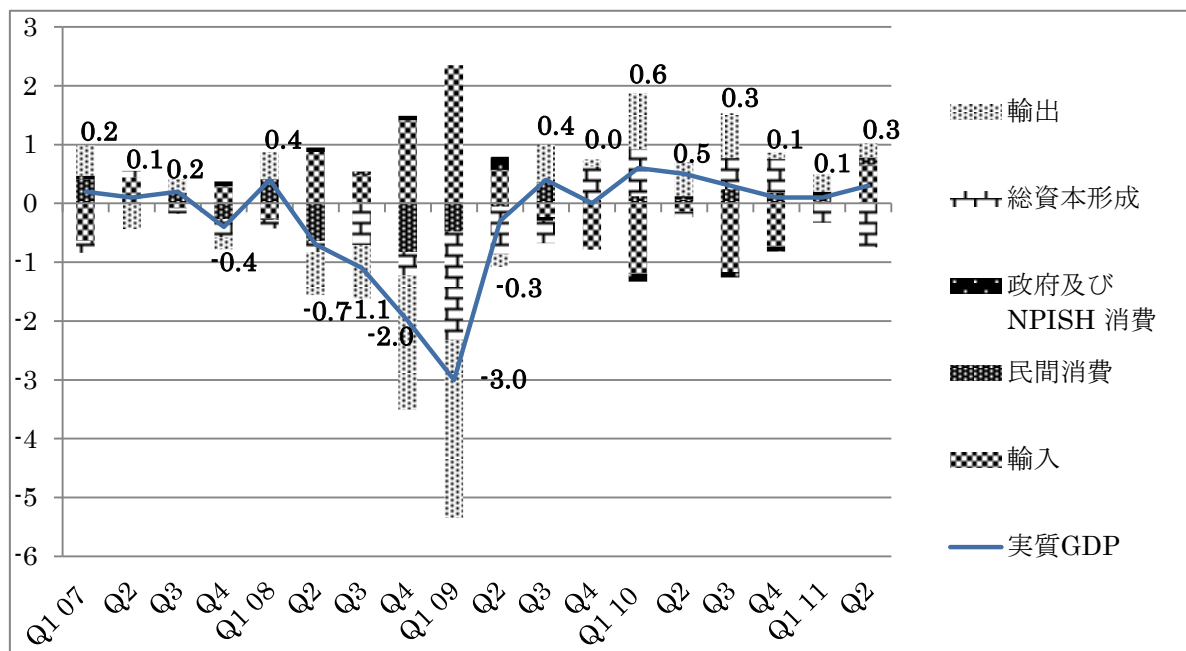


(出所) OECD より報告者作成。

第2章 欧州震撼

上述のように、イタリアは長期経済停滞に悩まされ、財政状況もよくなかった。その最中に激発したのが、世界金融危機である。イタリアは2008、2009年にそれぞれ-1.323%、-5.217%の成長を記録した。2003年以来のマイナス成長である。世界需要の減退を受けた輸出の減少と総固定資本の形成の減退が大きく響いた(図表2-5-12)。だがしかし2009年第3四半期にはわずかながらプラス成長に転じ、以後何とか0%以上の成長を維持している状況である。これには政府が実施した、一時帰休者への賃金保証制度の拡充、自動車スクラップ手当、一年期限の設備投資減税政策が功を奏したといえる。ユーロ安や世界経済の回復により、輸出がその後のプラス成長に貢献していたものの、徐々に縮小している。2011年の成長は、欧州債務問題の長期化や世界経済の減速懸念から、前年より減速するとみられており、楽観的な見通しは立たない。また、世界金融危機に伴い若者の失業者や、一年以上職がない長期失業者も増えている(図表2-5-13)。イタリアの失業率は日本に比べればこそ高かったものの、長期停滞に悩まされていた割には、ユーロ圏平均をわずかに下回りながら推移してきた。しかし、15歳から24歳までの若年層の失業率は、ユーロ圏平均より5ポイント以上恒常的に高く、世界金融危機が起こる前までは、平均に収斂してきていたものの、発生してからはまた差が拡大している。若年層の失業の長期化は、将来的な労働力の質の低下につながる恐れがあり、ひいては潜在成長力にも響いてくるので、回避されなければならない。1年以上の長期にわたって失業状態の人の割合はユーロ圏平均とさして変わらない。しかし、2010年を例にとると失業率が8.4%なのに対して、長期失業率は4.1%であることから、失業者中に占める長期失業者は約50%にも及ぶ。これは無論、ユーロ圏において最も悪い部類に入る。加えて、イタリアの労働市場の特徴は、実際に働いている人、働きたいけど職を見つけられない人たちを生産年齢人口で割った労働力率が著しく低いことと、生産年齢人口のうち実際に働いている人の割合である就業率もまた顕著に低いことである(図表2-5-14, 2-5-15)。どちらも、ユーロ圏平均と10ポイントの開きが縮まりそうにもない。労働力率と雇用率の差が通常、求職中の人たちの割合であるが、それが失業率と一致しないのは、失業率は労働力を分母にしているからである。図表中の他の国との相違点を1つ指摘しておくならば、危機を経ても、イタリアだけ唯一労働力率と雇用率の差が良くも悪くも、広がっていないことである。こうした背景には、労働組合の力が強いことがある。またそのことは、先にみた労働生産性の低迷にも悪影響を及ぼしている。

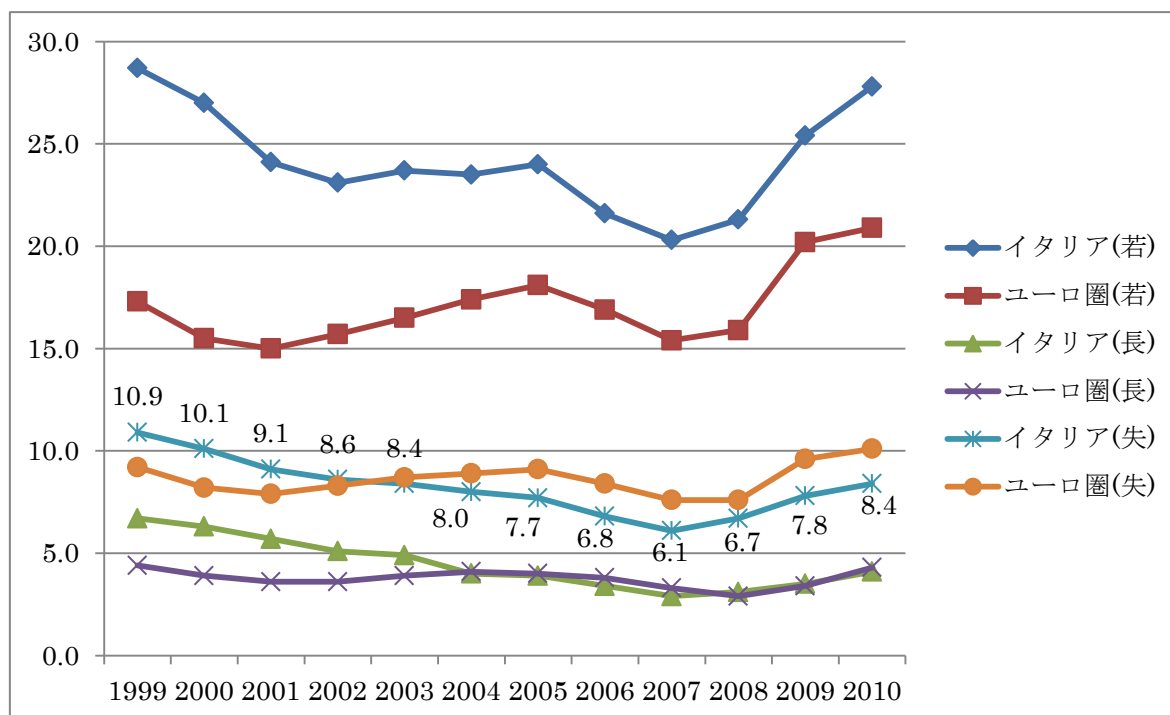
図表 2-5-12 イタリアの実質 GDP 成長と需要項目別寄与度 (2007Q1-2011Q2) (単位:%)



(注) NPISH=Non-profit institutions saving households (対家計民間非営利団体)。

(出所) イタリア政府国家統計局、EUROSTAT をもとに報告者作成。

図表 2-5-13 失業率、長期失業率、若年層失業率 (1999-2010 年) (単位:%)

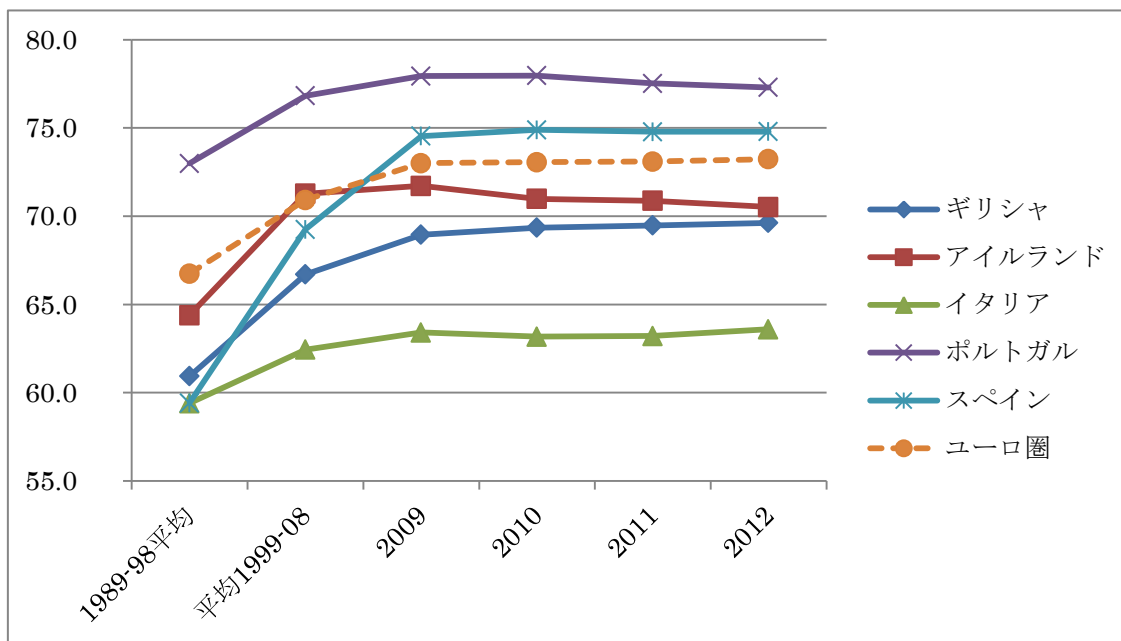


(注) 数値はイタリアの失業率。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-14 労働力率(1989-2012年)

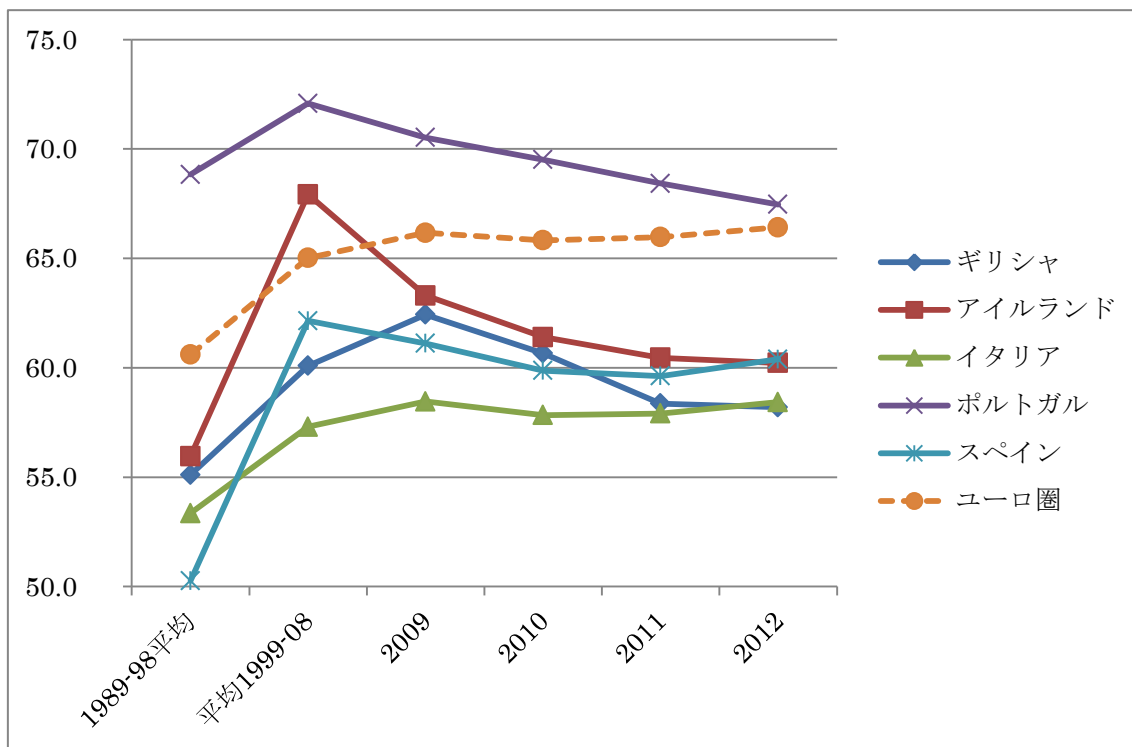
(単位:%)



(出所) OECD より報告者作成。

図表 2-5-15 就業率(1989-2012年)

(単位:%)



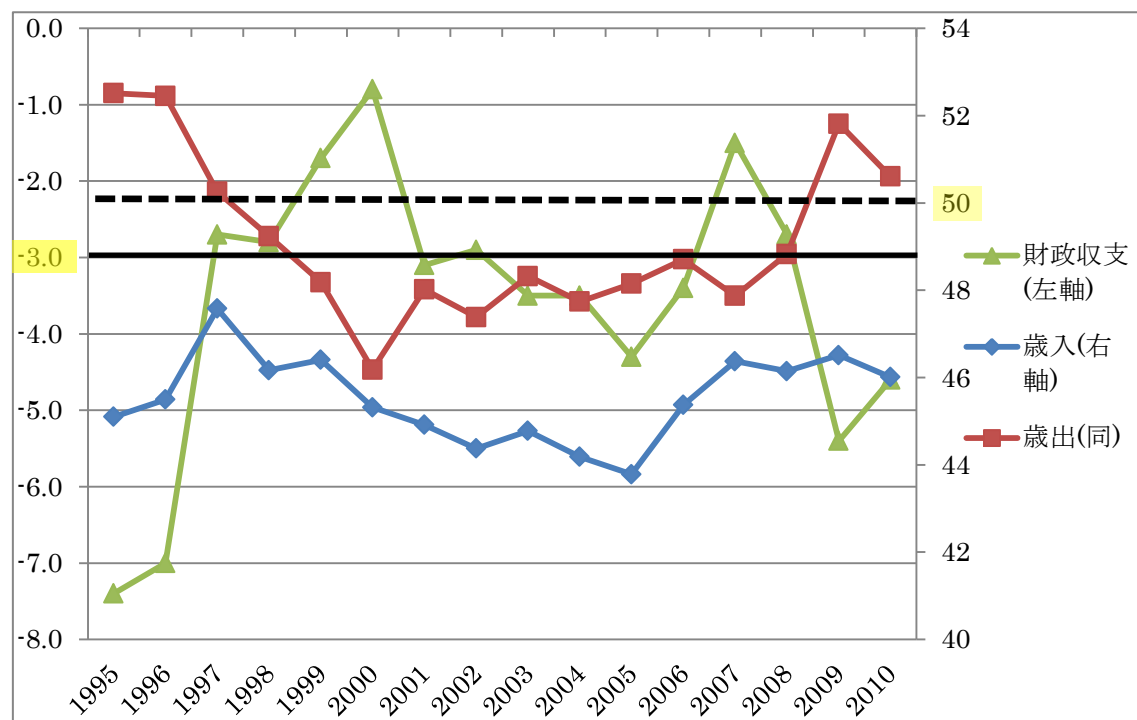
(出所) OECD より報告者作成。

2009年にギリシャ問題が起こり、2010年に入ってからにはアイルランドやポルトガルにソブリン・リスクが飛び火したが、イタリアにおいて顕在化することはなかった。その理由として5つほど考えられていた⁴⁸。1つ目は、財政が相対的に悪くないことである。2009年の財政赤字が5.3%と、ユーロ圏平均の6.3%を下回っていたうえに、イタリアはそれまでプライマリー・バランスが良好な成績を収めていた(図表2-5-16,2-5-17)。ただし、依然として政府の債務額は無視できない大きさである(図表2-5-18)。リーマン・ショック後にイタリア政府が実施した経済対策は、GDP比0.3%にすぎなかった。財政出動により歳出は増えたが、歳入は減少しなかったことも、財政赤字の悪化を最小にとどめた要因である。また、2009年時点でイタリア国債の国内での国債保有比率が約55%であり、ギリシャやポルトガルの約30%より大きかったことも投資家に安心感を与えた。2つ目に、限定的な景気刺激をしたことと関係するが、トレモンティ経済財政相が財政規律路線を堅持していたことである。2009年後半以降の与党からの財政拡張圧力に屈することがなかった。ソブリン・リスクの懸念が高まった2010年5月には、地方財政移転の減額など歳出削減を柱とする総額250億ユーロ規模の2011年から2013年に渡る緊縮財政計画が決定された。金融システムへの打撃が小さかったことが3つ目の理由である。銀行支援のために投じられた金額は40.5億ユーロ(対GDP比0.3%)であり、ユーロ圏諸国の中でも小規模なものであった。またギリシャやアイルランド、スペイン、それにドイツやフランスよりも、金融機関のECBへの資金調達依存度が低いことも見逃せない。4つ目に、経常収支赤字額対GDP比が恒常的に拡大してきていたものの、ギリシャやポルトガル、スペインなどよりも相対的に小さかったことがあげられる(図表2-5-5)。5つ目に、住宅バブルが発生していなかったことがある。スペインやアイルランドでは、住宅バブル破裂により深刻な打撃を受けた。家計もそれらの国ほど、借金を積み上げておらず、バランスシート調整の影響が少ないとみられていた。

⁴⁸ 本多[2010]参照。

図表 2-5-16 イタリアの財政収支・歳入・歳出対 GDP 比 (1995-2010 年)

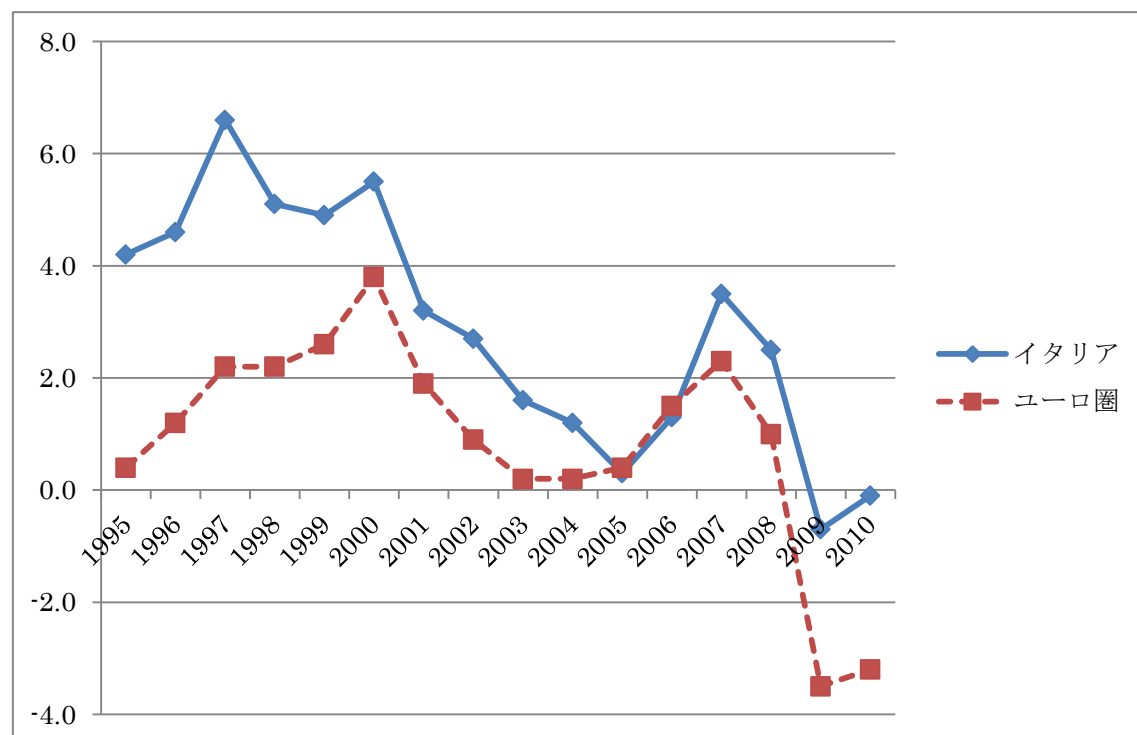
(単位:%)



(出所) EUROSTAT 及び IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

図表 2-5-17 イタリアのプライマリー・バランス対 GDP 比

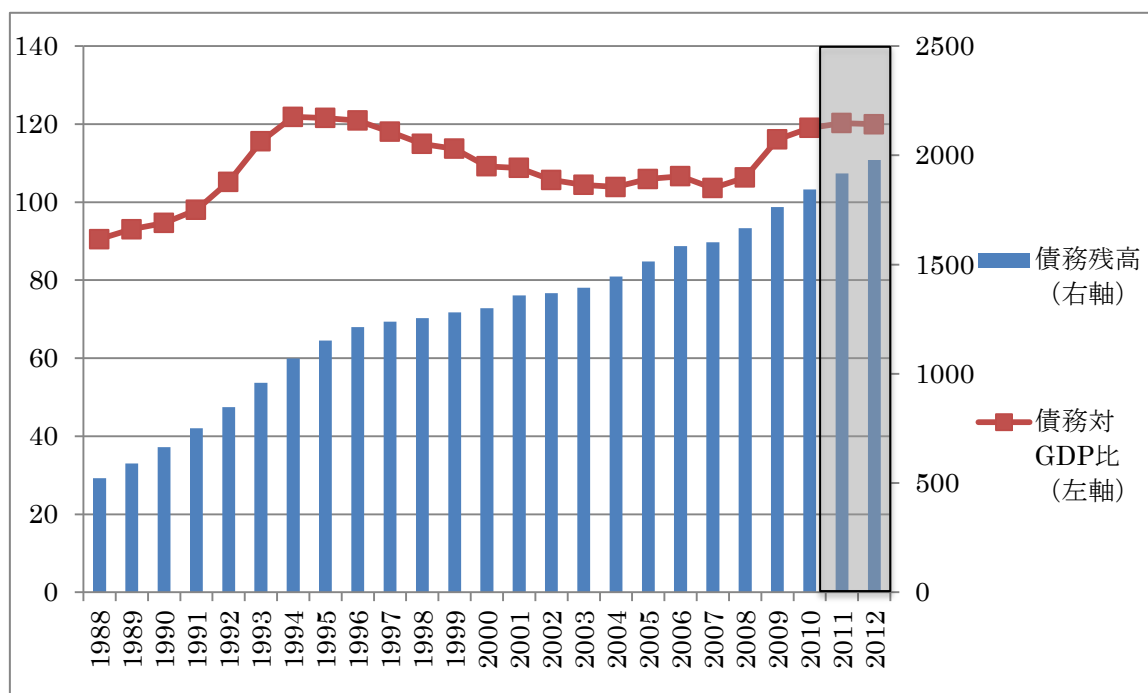
(単位:%)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-18 イタリア一般政府総債務残高および対 GDP 比(1988-2012 年)

(単位:左軸%,右軸 10 億リラ or ユーロ)



(注) 2011, 2012 年は IMF による予測値。

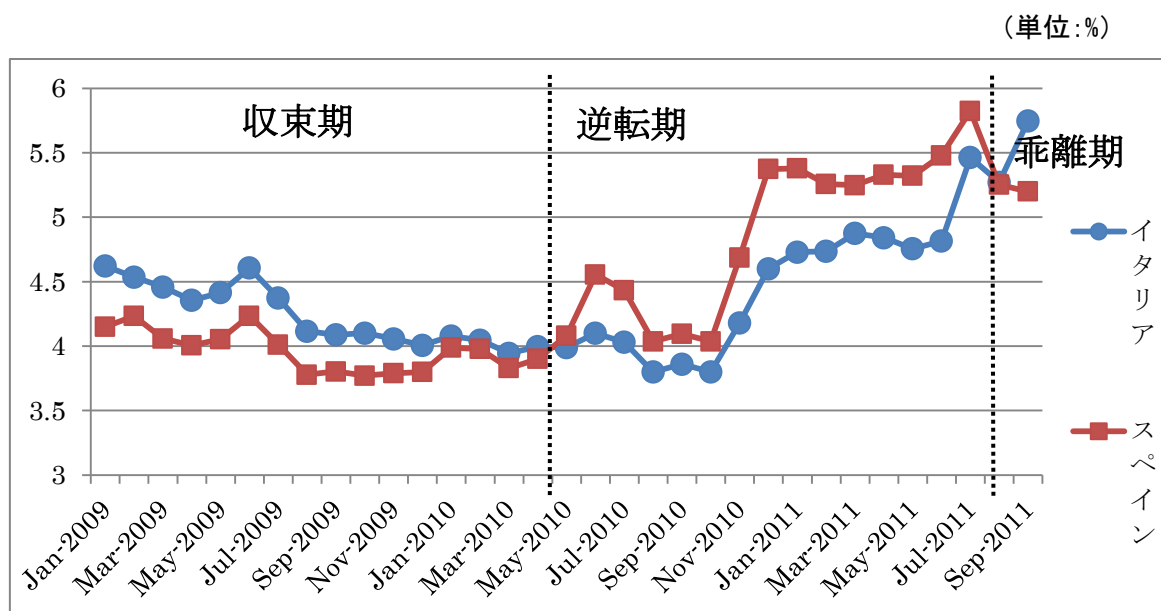
(出所) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

だがしかし、2011 年の夏になって、イタリアやスペインへの風当たりが強くなった。イタリアではギリシャ支援が表明された 2010 年 5 月に、スペインとの利回りの逆転現象が起きて、それ以降イタリア利回りはスペインを下回って推移していた (図表 2-5-19)。2011 年 11 月にアイルランドに支援が必要とされてからは両国とも国債利回りが上昇したが、イタリアは 5%以下の水準を保っていた。2011 年 7 月に今度はギリシャの第二次支援が決定してからは、両国国債の利回りは常に 5%を超えるようになった。このとき両国は相次いで利回りの急騰に直面することになる。イタリアは 7 月 18 日には 5.97%、8 月 4 日には 6.125%という高値を更新した。スペイン国債利回りも 8 月 4 日に 6.248%という値をつけた。またこれを境に、再びイタリアがスペイン国債利回りを下に抑えるようになった。急激に両国のファンダメンタルズが悪化したわけでもないのに、7、8 月になぜか利回りが急騰したかは定かではない。当事国からも「不合理な市場の投機」との声が聞かれた。考えられるのは、7 月 21 日にユーロ圏首脳会議で決定された、対ギリシャ・周辺国対策で EFSF の資金支援枠拡大が見送られたことで、市場がセーフティー・ネットの不備が改善されなかったことに不満を抱いたからだ。機能拡充された EFSF ではギリシャやポルトガル、アイルランドを救済するには十分であるが、イタリアやスペインと言った大国を救うには不十分すぎる。EFSF の融資能力を現在の 3 倍程度に拡充する必要があるという話も

第2章 欧州震撼

ある。イタリア・スペイン両国が財政支援を必要とする事態に陥ったと仮定して、すでにそうってしまったギリシャ・アイルランド・ポルトガルの例から類推してみると、3カ国とも各国GDP比で約40%~50%の支援規模を提供されたことから、EFSFが両大国に同じ支援規模の3分の2を拠出するとしたならば、イタリアには5000億ユーロ超、スペインには3000億ユーロ超の額が必要だ。ここに財政状況が芳しくないフランスが仲間入りするのは、想像したくない。(2010年時点の財政赤字はGDP比で7%)。具体的には、大きな政府志向であり、政府債務残高対GDP比率が94%と高水準であること、金融機関のPIIGS諸国へのエクスポージャーの大きさ、大統領選挙を来年に控えているので国民の痛みを伴う財政再建策の遂行リスク、成長見通しの厳しさなどがフランスの懸念材料だ。

図表 2-5-19 イタリアとスペインの長期国債利回り推移(2009年1月-2011年10月)



(出所) OECDより報告者作成。

国債利回りが上昇したことで、救援要請のラインとされる7~8%にまでさらに高騰するのを防ぐため、さらなる財政再建と構造改革を条件に、ECBは8月8日にイタリア・スペインの国債の購入を開始した。国債買い入れ額は、8~12日は220億ユーロ、15~19日は143億ユーロ、22~26日は67億ユーロである。両国の出回っている国債の流通量からすると小規模なもの、金融空売り規制のおかげもあり、8月中旬には一時的にイタリアとスペインの国債利回りは5%台を割り、利回り抑制にECBは一応の成果を収めた。しかし、その後の展開はというと、イタリアとスペインの立場が逆転してしまった。2010年11月下旬から、イタリアは先にも述べたように4%台後半で推移したのに対し、スペインは5%台前半で高止まりしていた。2011年7、8月に両国の利回りが急騰した後は、イタリアが5%台後半、スペインが5%少しで進行しているのである。この変化はCDSの動き

にも現れている。これは市場が両国に対するソブリン・リスクの認識を反転させたともてよいだろう。

このような市場の動きに対してイタリア政府は8月5日に約450億ユーロの追加緊縮策を策定して、2013年までに財政均衡化を目指すことを公表した。だがしかし、その後政府は一連の措置を提案しては、掌を返して年金改革や富裕税などの措置を撤回するといった煮え切らない態度が続いた。イタリアはECBからは苦言を呈され、釘を刺された一方で、労組は緊縮策に抗議して全国ストを実施し、市民のデモも盛り上がり、連立政権の利害調整も迫られたため、板挟みにあい、政治的に苦しい立場に追い込まれていたのである。結局イタリア政府は、9月14日に上院に引続き下院でも緊縮財政策の承認にこぎつけた。付加価値税の20%から21%への1%の増税や、民間に勤める女性の年金支給年齢引き上げの前倒し実施、エネルギー関連企業を対象とした特別税の導入、富裕税増税など、総額540億ユーロ規模に上った。そんな矢先に、米格付け会社スタンダード・アンド・プアーズはイタリアの長期国債格付けを「A+」から「A」に引き下げた。もともと、5月20日に格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げており、政府が新たな財政再建策を打ち出した7月1日においても、経済成長見通しの脆弱さを勘案して「ネガティブ」に据え置いていた。9月の格下げの理由としてS&Pは経済成長見通しの下方修正に加え、政権の不安定さによるマクロ環境変化に対する政府の決断力に疑問を挙げている。この出来事は個別の国の財政再建の努力に加え、ユーロ圏全体における債務問題解決への取り組みの重みを印象付けることとなった。

イタリアはその債務額の大きさとといった財政面に加え、実体経済のひ弱な成長が注目されるが、金融機関のエクスポージャーはどうなっているだろうか。ストレステスト対象行のPIIGS国債の保有額は1638億3000万ユーロである。イタリアの金融機関は自国国債へのエクスポージャーが大きく、それに比べれば、他の国のソブリンは取るに足らない額である(図表2-5-20)。しかし、注意すべきことは、保有PIIGS国債の合計が狭義の中核的自己資本の額を全ての銀行において上回っていることである。つまり、折れ線でみたところ右軸の100%を下回っている銀行はない。ある一つの銀行は500%にすら達している。楽観視できる状況には決してない。次の項で述べるが、これはスペインの金融機関にも共通する現象であり、以下に展開する現象の説明もスペインにとっても無視できない問題だ。

2007年半ば以降の金融危機の際に、流動性問題がソルベンシー問題に転化するという事態がみられた⁴⁹。そのプロセスはこうだ。

- ①金利急騰に伴い、流動性を確保するため金融機関が資産売却を進める
- ②資産が投げ売りされたため、証券価格が全般的に下落し、含み損・売却損の発生
- ③大幅な資産圧縮(デレバレッジ)の進展に付随して実体経済が悪化し、
信用コストも上昇

⁴⁹ 以下、この段落の説明は新形[2011]によった。

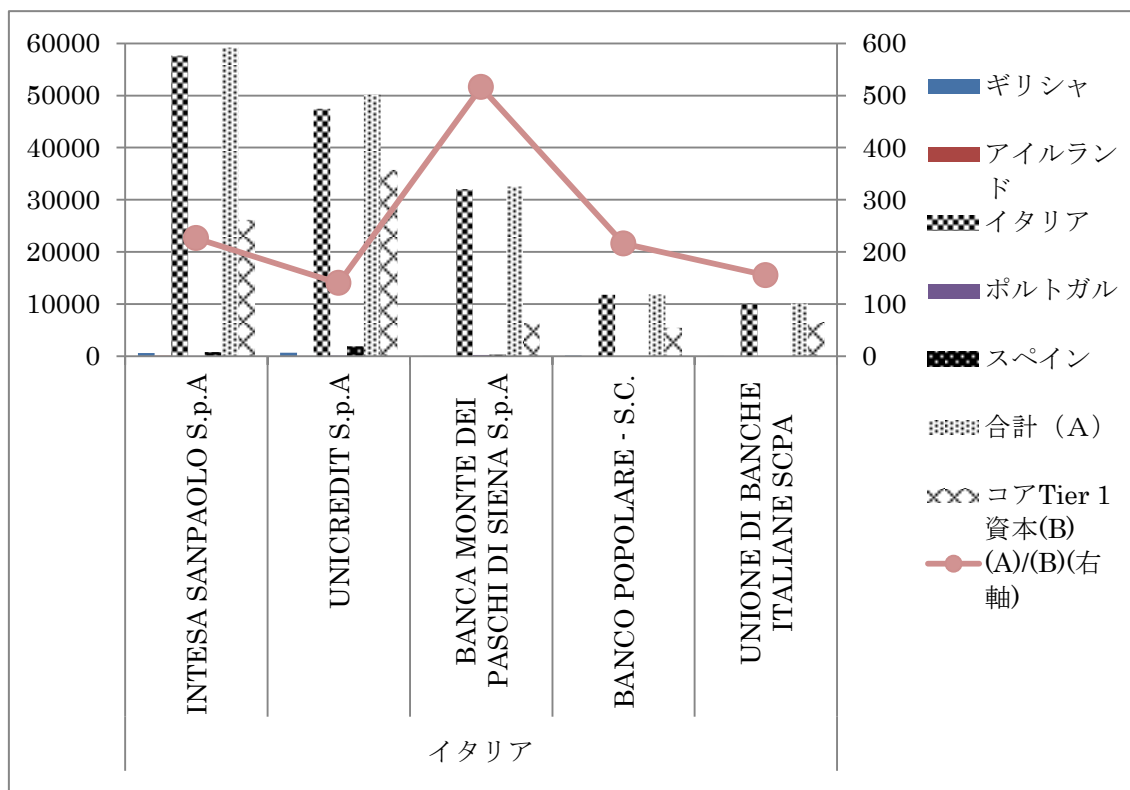
この現象⁵⁰が2008年末から2009年初頭にかけて続いたのである。このことを踏まえて現状をみても、ECBが「最後の貸し手」として機能し、資金供給オペを続けている（図表1-2-2）。さらにECBは証券市場プログラム（SMP）で2010年5月にギリシャなどの周辺国国債を大量に買い入れ、利回りの抑制を図ったように、今年の夏には今度はイタリア・スペイン両大国の国債でも同じことを企図して証券市場プログラムを活用した。また昨年から引き続き、ギリシャなどの問題国国債も特別にオペの適格担保として受け入れている。これらECBの大奮闘が奏功してか両大国の国債の投げ売りは発生していない。ECBは以前のソルベンシー危機を未然に防ぐのには失敗したが、今回の国家の命運すらかかった危機下においては、流動性供給と国債価格の下支えという重要な役割を全うしており、ソルベンシー問題を生じさせていない。少なくともドイツやフランス、イタリア、スペインなどの国において、銀行間金利の上昇という流動性問題のわずかな発露がみられるだけである。今後の展開において、収益の激減や不良債権の急増といった出来事が起こらない限りは、ソルベンシー問題に発展しないとみられている。というのも、欧州大手行の不良債権処理額（信用コスト）が収益の範囲内に収まっているからであり、つまり自己資本を毀損するような事態は起きていないからである。

イタリアがギリシャのように、債務再編や償還の完遂リスクに直接曝されるのは、目下可能性としてむやみに高くはないとみられている。イタリアはギリシャなど周辺国とは違って、国債の流動性が高く、またイタリア家計の貯蓄性向も高いので国内での国債保有が比較的多いといった優位性が指摘されているからだ。当面は、ソルベンシー危機を回避することが大事のように思える。だがしかし、事態は予断を許さない。セーフティー・ネットの不十分さを市場は認識している。イタリアの債務規模が大きすぎるからだ。大国は“too big to fail”であるが、同時に“too big to save”の危険性も備えている。そして何より、イタリアは著しい生産性の低迷に加え、国際競争力をなかなかつけにくい社会・経済構造を有している。これを抜本的に解決し、力強い実体経済を作り上げるには、気の遠くなるような歳月が必要となる可能性もある。その意味で、イタリアの将来は決して明るくない。実体経済がよくなるならば、貸出債権の劣化を通じて金融機関に打撃を与えてしまう。政府の財布は真っ赤に染まっている。イタリアは今回の危機の経験を通して、目覚めることができるのか。パックス・ロマーナの日は遠い。

⁵⁰ 図表2-1-1参照。

図表 2-5-20 イタリアの金融機関の問題国債保有状況(2010年末)

(単位:左軸 100万ユーロ、右軸%)



(出所) EBA のストレステスト結果に基づき報告者作成。

(2) スペインの場合

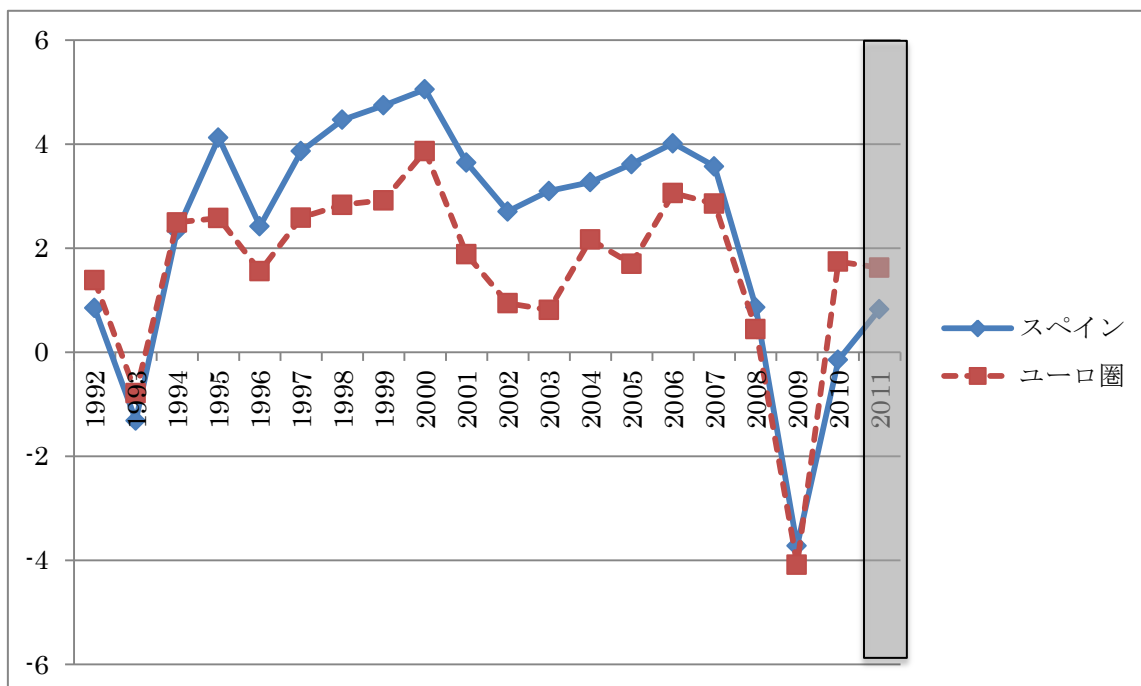
スペインやギリシャは内需主導の成長を享受し、アイルランドは内需と外需の双エンジンの型の高成長をしてきた。外需頼みのドイツの成長パターンとは正反対である。スペインは1995年から2007年までの成長率はユーロ圏平均を上回り、繁栄を謳歌していた(図表 2-5-21)。これほど、長期安定成長を実現できたのはいかなる理由であろうか。その理由として4つほど考えられている⁵¹。

1つ目は、スペイン政府がユーロ参加を目指して、継続的な物価上昇の抑制を図り、期待インフレ率を低下させて、長期実質金利を下落方向にもっていったこと、それに伴う民間消費の拡大が生じたことである。政府は財政支出の抑制を含めた経済の構造改革を進め、労働組合は賃上げ要求を控え、企業は製品価格の引き上げを我慢するという、三者一体となった、ユーロ参加に向けた努力がなされた。インフレ率が抑えられたことで、為替相場が安定し、それまでのように為替の切り下げを迫られることはなくなった。実質金利の低下は、民間消費の増大と建設投資を呼び込み、経済成長にプラスに働いた。だが一方で内需の増加は、輸入の増大につながり、経常収支の赤字は悪化していくことにもなった

⁵¹ 田中[2007]を参考にした。

図表 2-5-21 スペインの実質 GDP 成長率(1992-2011 年)

(単位:%)



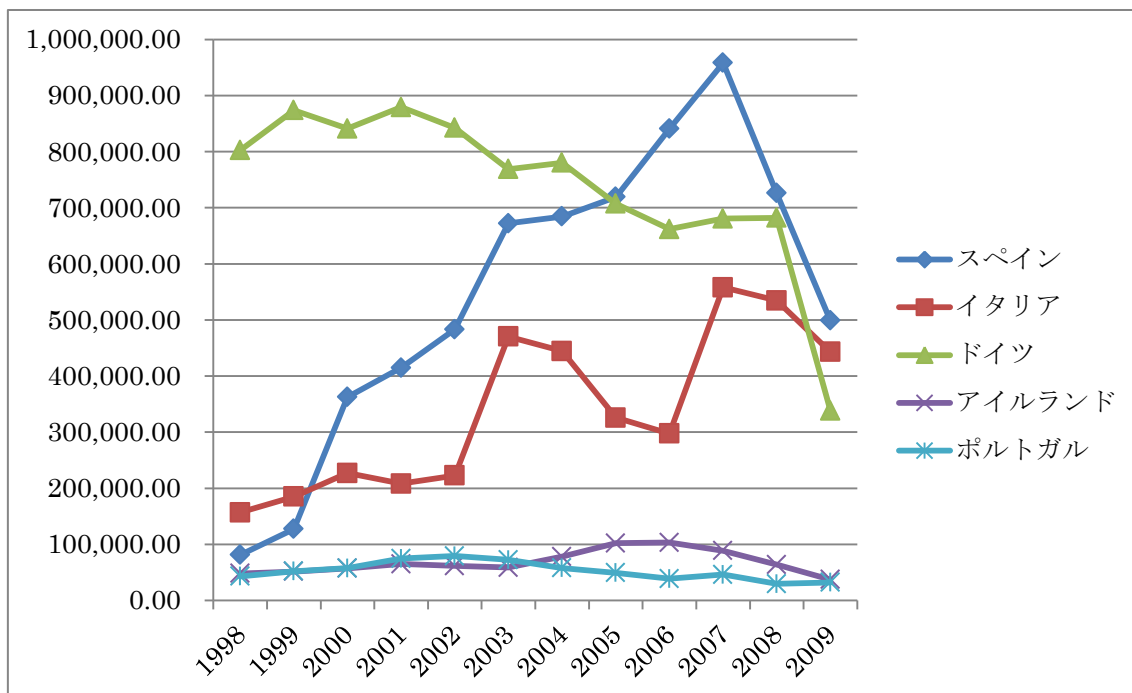
(注) 2011 年は IMF による予測値。

(出所) IMF, *World Economic Outlook, April 2011* より報告者作成。

2 つ目に、建設業の繁栄、特に 1998 年ごろから住宅投資が盛り上がったことである。建設業は、インフラ公共投資と住宅建設を主に扱うが、前者は 30%程度であった。一戸建ての着工が多く、海外からの別荘建設も盛んに行われたものの、大半はスペイン人や移民によって住宅が建てられた。移民はアフリカ出身が多く、彼らは建設業などに労働力を供給し、経済成長を支えた(図表 2-5-22)。移民が多いといわれるイタリアへの流入数も抜いて、スペインは継続的に移民数が増えていった。少子高齢社会であるスペインにとって労働力の確保は潜在成長力の引き上げにつながる。同時に、2001 年まではほとんどなかった海外への移民が、より良い収入や仕事を求めて、2000 年代半ばから増加している(図表 2-5-23)。移民という労働力は、経済成長を資本投入量、労働投入量、全要素生産性の 3 つに分解したとき、1990 年代後半からのスペインの経済発展に顕著に貢献していることがわかる(図表 2-5-24)。この住宅市場の活況は、住宅建設コストの上昇率に比べ、住宅価格がその何倍ものスピードで上昇していたのにもかかわらず、実需が強いおかげだ、という合意が形成されていた。「今回は違う」と思ったがる人の性は永遠に直らないものなのだろう。この住宅バブルについては後ほどまた触れる。

図表 2-5-22 欧州各国の移民流入(1998-2009年)

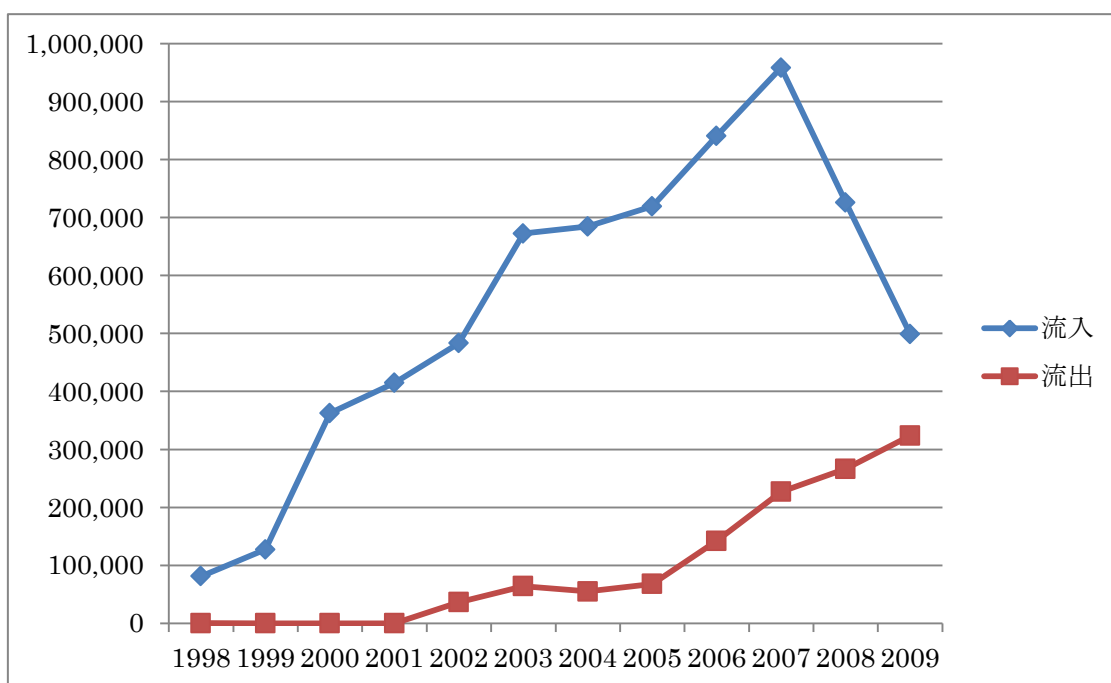
(単位:人)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-23 スペインの移民状況(1998-2009年)

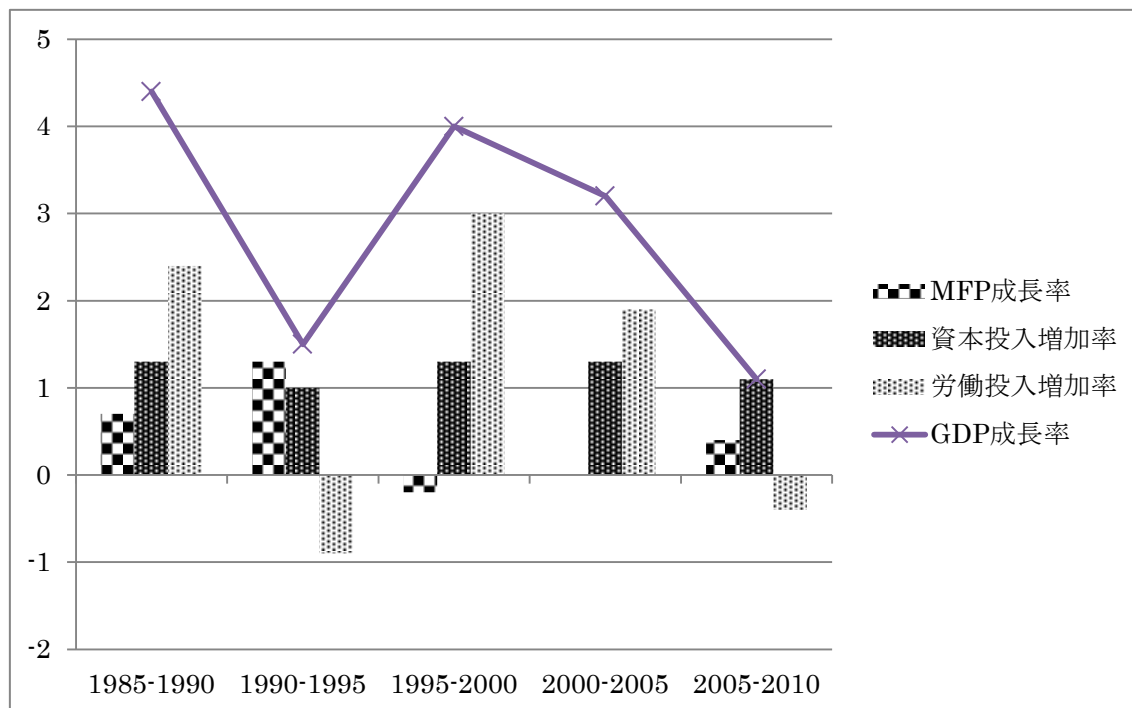
(単位:人)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-24 スペインの成長率と成長率の要素分解(1985-2010年)

(単位:%)

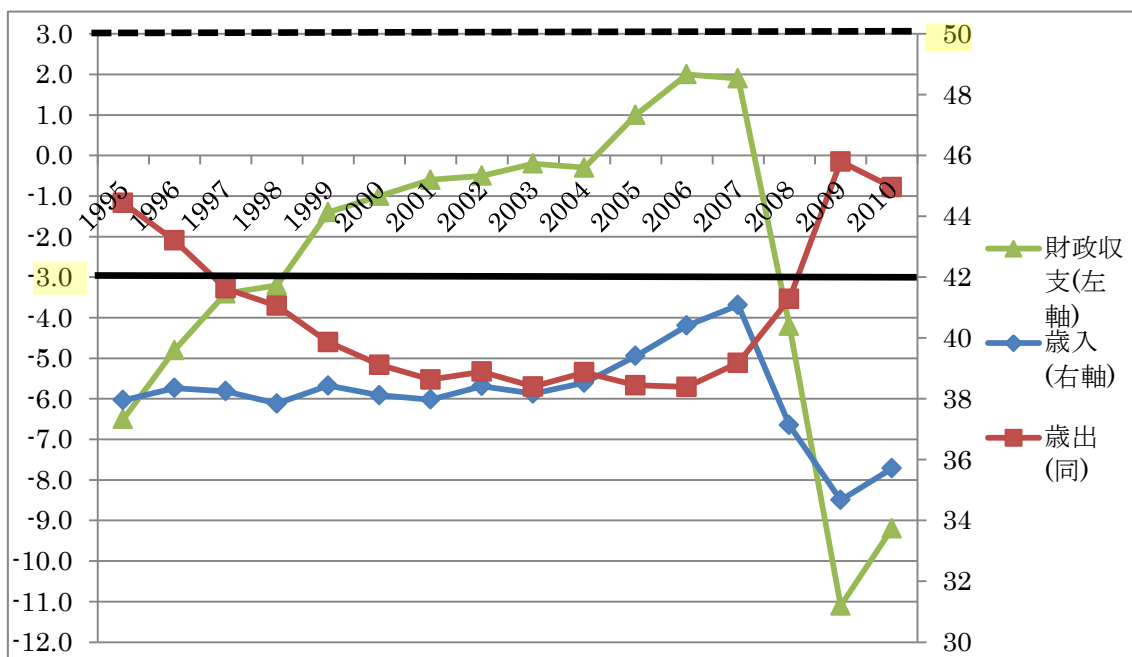


(出所) OECDより報告者作成。

3つ目に、スペインの経済発展に貢献したものとして、1996年から8年間にわたる中道右派の民主党アスナール政権による、一貫した財政健全化政策の存在がある。政府改革、経済自由化、及び分野別政策などの構造改革が柱だ。政府改革は公共部門の改革による財政支出削減と公的債務の削減に加え、税制の改革にまで手は及んだ。自由化が図られたのは、サービスやエネルギー部門で、硬直的といわれる労働市場の規制緩和も行われた。分野別政策では民営化や中小企業の改革などが実施された。公企業への資本移転を減らし、金利低下したことで国債の利払い費の負担も軽くなり、年金の給付も抑制して、好況により失業率が低下していたので、社会保障関連支出も抑えられた。以上は歳出面で、歳入の方では、税収が増え、移民による年金基金への払い込みも手伝って社会保障関連における収入が増加した。スペインはユーロに参加してからも、2004年に社会民主労働党のサパテロ政権に交代してからにおいてさえ、財政規律が緩むことはなかった。図表 2-5-25、26には、その財政健全化の努力の成果がはっきりと表れている。ユーロに参加してから、財政規律が弛緩し、国債利回り低下の恩恵を十分に生かすことのできなかつたギリシャやイタリアとは違ったのである。

図表2-5-25 スペインの財政収支・歳入・歳出対GDP比(1995-2010年)

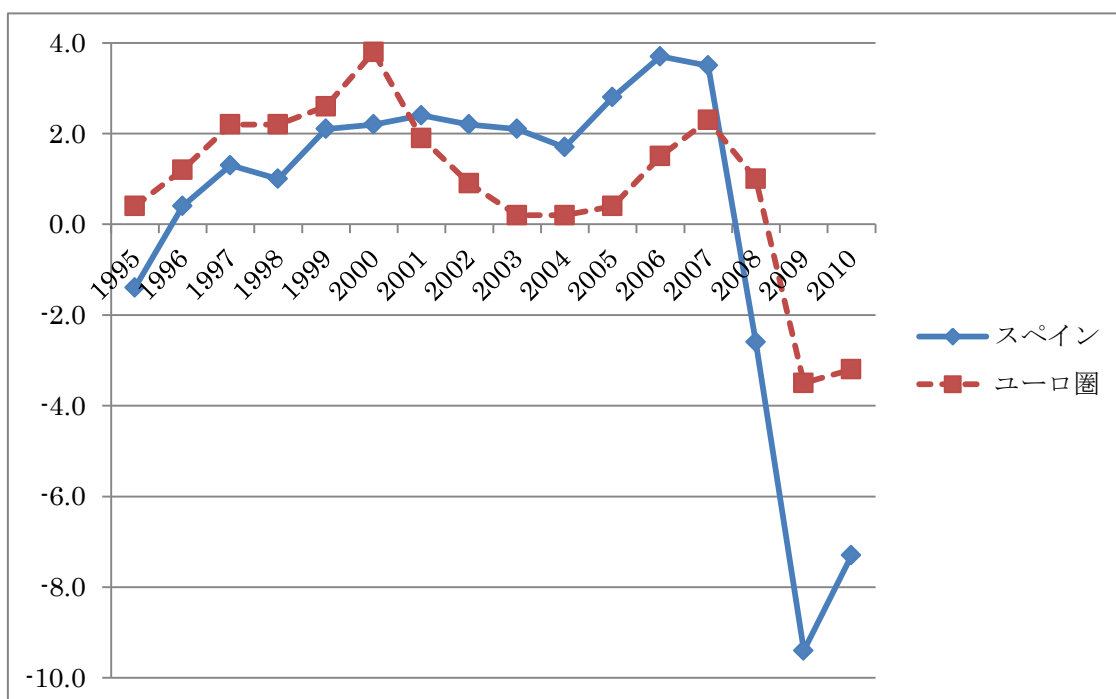
(単位:%)



(出所) EUROSTAT 及び IMF, *World Economic Outlook*, April 2011 より報告者作成。

図表2-5-26 スペインのプライマリー・バランス対GDP比

(単位:%)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

第2章 欧州震撼

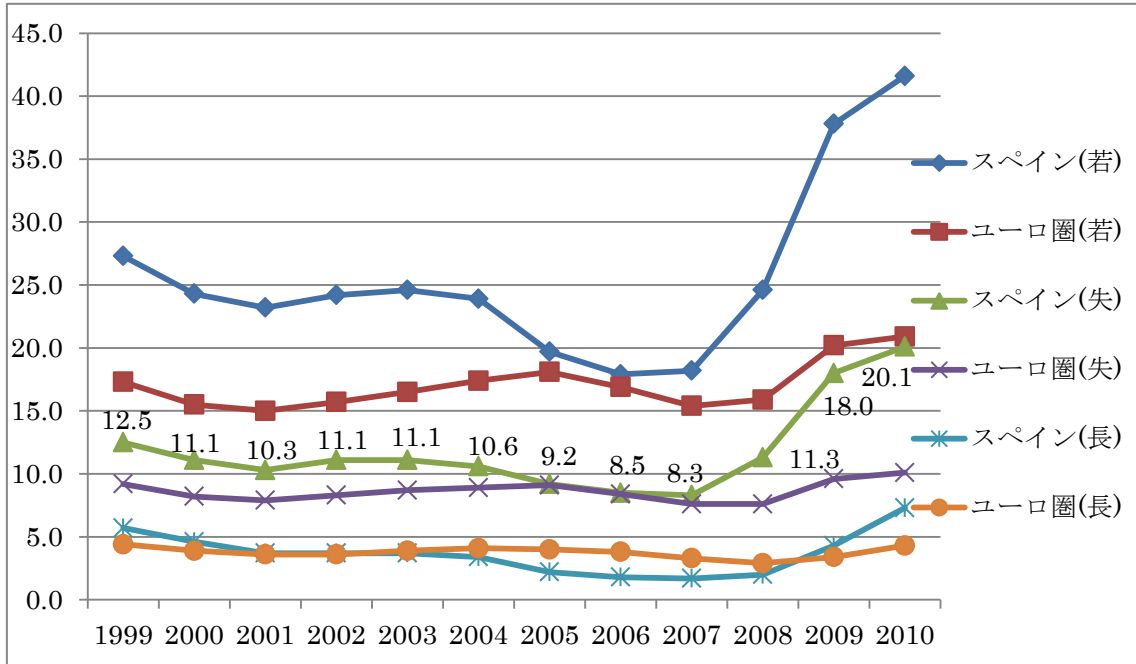
4つ目に、農業市場政策や構造基金、格差是正基金といったEUからの補助金を、スペインが巧みに活用したことである。構造基金は、一人当たり所得がEU平均の75%以下の地域等の経済発展を支援する地域開発基金、高失業地域における職業訓練などの人の支援に充てる社会基金、農業構造の改善を意図する農業構造基金の3つからなる。格差是正基金は国民一人当たり所得が90%以下であるスペインに加え、ポルトガルやギリシャ、アイルランドといった国にも支払われた。スペインはこれら基金の最大の受益国であった。90年代後半以降の毎年の純受取額は、名目GDPの1%超にも上った。スペインは交通インフラ整備に力を入れ、発展地域と貧困地域を新幹線や高速道路網で結び、空港の整備も進めた。低労働コストを求めて貧しい地域に企業は進出しやすくなり、その地域の経済発展を促した。物流インフラの整備具合はフランスに並ぶほどになり、ほとんど完了した。観光するにも利便性が高まり、日帰り観光も可能となった。観光はスペインの重要な産業の1つである(図表2-4-1,2-4-2)。スペインは、ポルトガルやギリシャに比べて基金を戦略的に利用し、経済活性化につなげたといわれている。

このようにして実現した経済成長は、スペインの失業率改善に寄与し、2000年代半ばにはユーロ圏平均に追い付いた。ユーロ参加時には27%程度であった高い若年層失業率も、同じくユーロ圏平均になんとか接近していった(図表2-5-27)。90年代の、解雇手当の引き下げ、パートタイム労働者への社会保護の引き上げなど、雇用と解雇の両面からの労働市場の柔軟化が図られたこともあり、就業率も大幅に改善した(図表2-5-15)。それでも、南欧諸国に共通の労働組合の力の強さもあって、解雇規制は世界的にみると、ギリシャやポルトガルと並んでまだまだ厳しい方である(図表2-5-28)。

一方で、輸出産業の方はというと、こちらの方は目立った成績を収めることはできなかった。競争力のある強い産業は育っておらず、製造業は若干衰えたとすら言われることがある(図表2-5-29)。ほとんどの輸出品目において「0」を下回る貿易特化係数を示している。全品目ベースでみると、2000年代半ばにわずかながらも競争力を低下させており、イタリアより「0.2」ほど低い。イタリアは機械・輸送用機器及びその他製造製品が「0」を超えていたが、スペインは食料品だけ「0」を超えるか越えないかだ。経常収支は、イタリアとは異なりサービス項目が安定して黒字だが、好調な民間消費による財の輸入超過で、経常赤字は世界金融危機が起こる直前には、GDP比10%程度にまで膨れ上がっていた(図表2-5-30)。資本流入は海外からの証券投資と借入が多く、国内への直接投資も比較的入ってきている。この資金流入はスペインのバブルを助長する方向にも働いた(図表2-5-31)。

図表 2-5-27 失業率、長期失業率、若年層失業率(1999—2010年)

(単位:%)

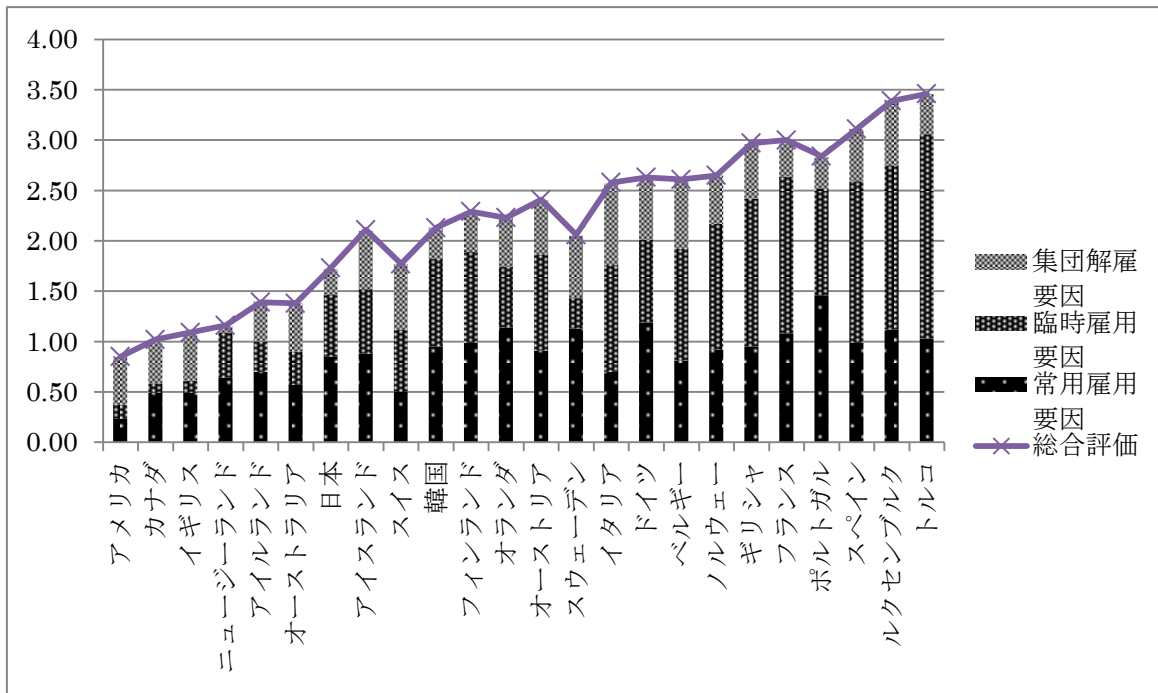


(注) 数値はスペインの失業率。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-28 雇用保護指標(解雇規制)の国際比較(2008年)

(単位: EPL)

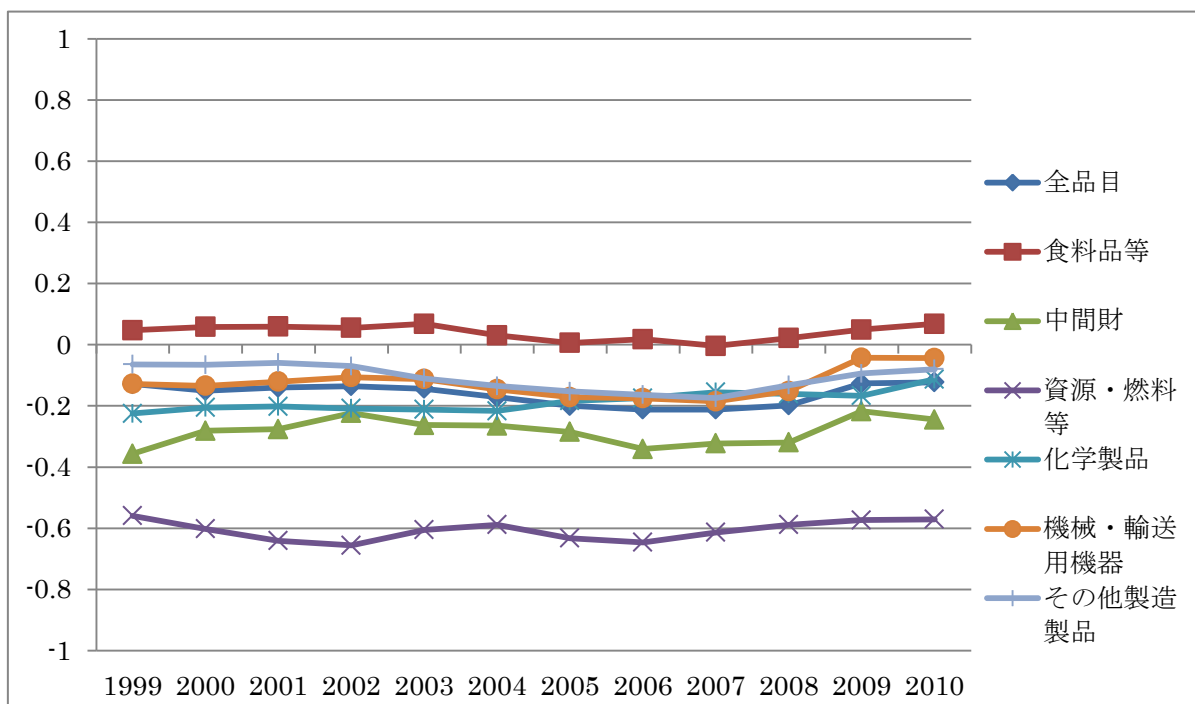


(注) EPL=Employment Protection Legislation indicator。

(出所) OECD,厚生労働省より報告者作成。

図表 2-5-29 スペインの貿易特化係数(1999-2010年)

(単位:特化係数)

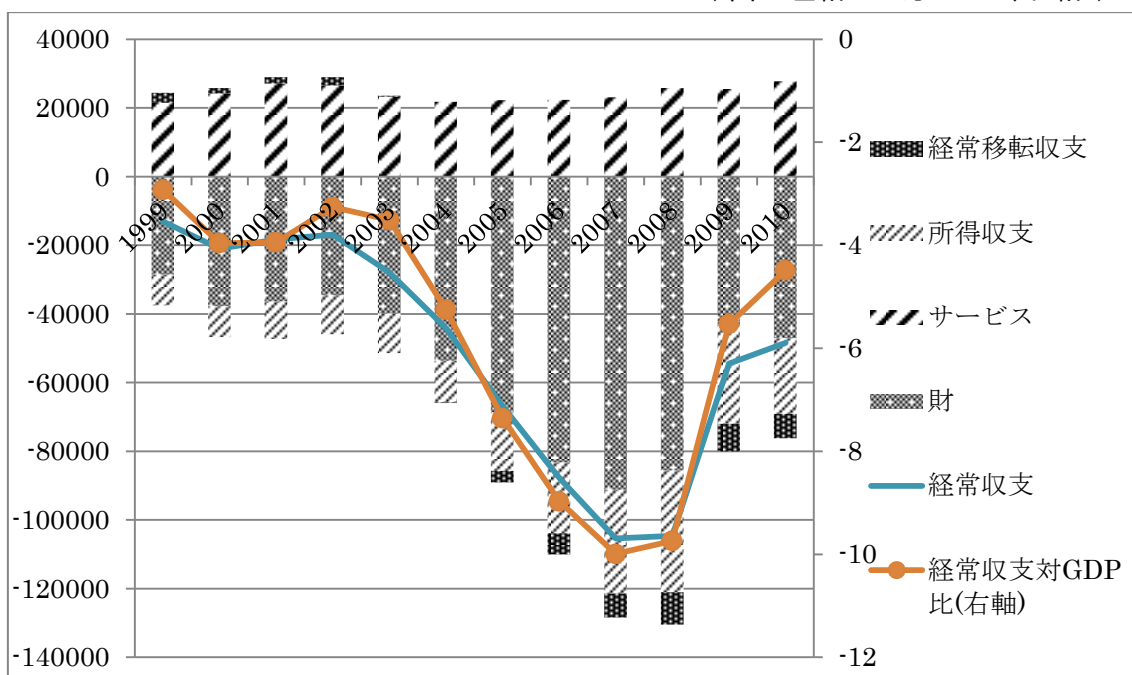


(注) 「1」に近づくほどその品目は国際的に競争力が強いとみなされる。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

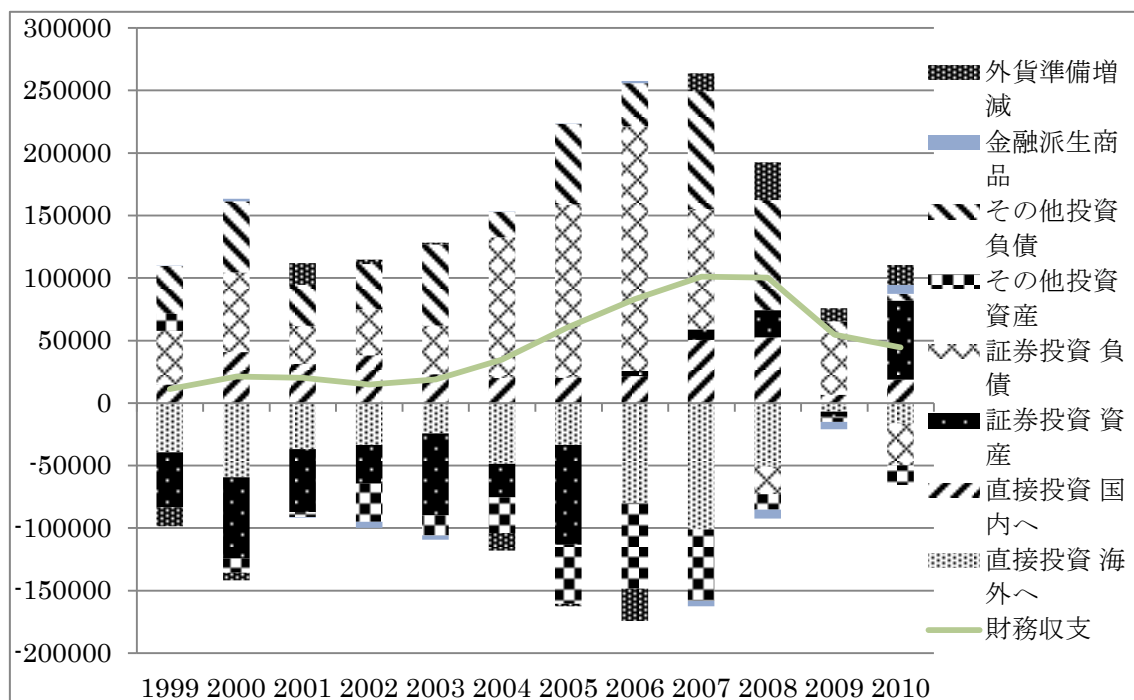
図表 2-5-30 スペインの経常収支とその構成(1999-2010年)

(単位:左軸 100万ユーロ、右軸%)



(出所) スペイン中央銀行より報告者作成。

図表 2-5-31 スペインの財務収支とその構成(1999-2010年) (単位:100万ユーロ)



(出所) スペイン中央銀行より報告者作成。

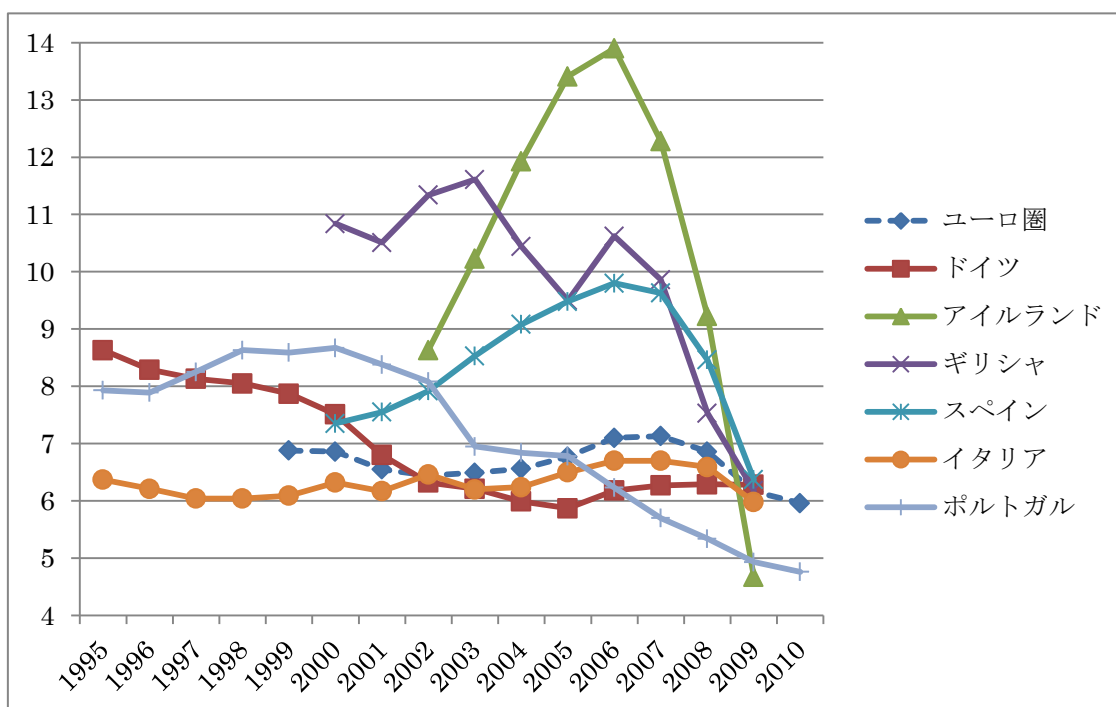
スペインの黄金時代を共に歩んだ、住宅市場の活況は、同時にバブルでもあった。2002年頃から、客観的にみれば住宅・不動産ブームに過熱感が始まったのである。住宅投資は、アイルランド、ギリシャ、スペインで盛んだっただが、ギリシャではバブルは生じなかった(図表 2-5-32)。この3カ国は他のユーロ圏諸国に比べ、住宅市場の盛り上がりが激しく、特にアイルランドは熱狂的であった。住宅価格は、1999年から2007年までの間に、スペインでは2.5倍、アイルランドでは2.2倍にまで上昇した(図表 2-5-33)。住宅価格の上昇率のピークは2003年であるが、住宅価格はその後も上昇を続け、2007年に最高潮に達した。住宅投資をするために、家計は金融機関から借入を行った。スペインは2000年に入ってから、借入の増加ペースが加速している(図表 2-5-34)。ギリシャも借入の対GDP比は急速に上昇している。ポルトガルは、GDPに対する投資の割合は2000年ごろから継続的に下落しているにもかかわらず、借入の割合はスペインさえも超え、急速に上昇している。お金を貸し出す側である金融機関はというと、スペイン経済の好況と相俟って、貸出を急速に増やし、ユーロ導入時には貸出額対GDP比が100%程度であったのが、2007年には約180%に達した(図表 2-5-35)。ポルトガルはスペインと遜色なく、貸し出しが増加させていることがわかる。ギリシャも伸び率という点では引けをとらない。これは家計だけではなく、企業に対する貸し出しも含まれている。企業も本当に借入を積極的に行っていたかというと、スペインは99年時点で金融機関以外の企業の借入額対GDP比は50%であったのが、8年後には120%ほどにまで伸びている(図表 2-5-36)。ギリシャや他の国

第2章 欧州震撼

の追随を許さない上昇率である。ポルトガルはユーロ導入する前までの経済がまだ好調だったときに急速に借入を増やして、導入した後では浮き沈みしている状況である。お金を借り入れた企業は、それを設備投資に回した。スペインは2000年代初頭から金融危機が起こる前まで、順調に投資額を増やしている(図表2-5-37)。ポルトガルはユーロ導入以前に設備投資が盛り上がり、2000年代は若干低迷している。ギリシャやアイルランドはGDPに占める設備投資額の割合は顕著に低い。スペイン経済全体で、貯蓄・投資バランスをみてみるとどうだろうか(図表2-5-38)。1998年から、投資が貯蓄を上回り、差ができた。ユーロ参加によって、資金調達が容易になったことと、EUからの資金援助のおかげもあって、経済の三主体が活発な投資を始めたのである。家計は住宅に投資し、企業は生産設備や機械類を新調し、政府はインフラ整備に力を注いだ。このことは前出の図表をみれば確認される。

図表2-5-32 家計及び対家計民間非営利団体部門の投資対GDP比(1995-2010年)

(単位:%)

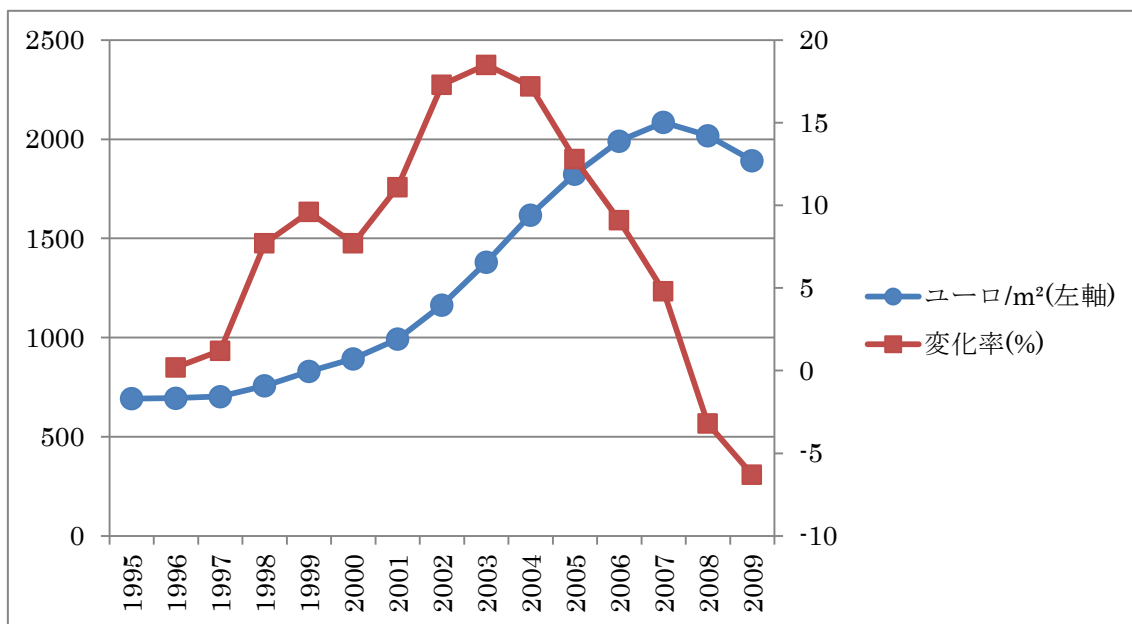


(注) 住宅関連投資が主。

(出所) EUROSTAT より報告者作成。

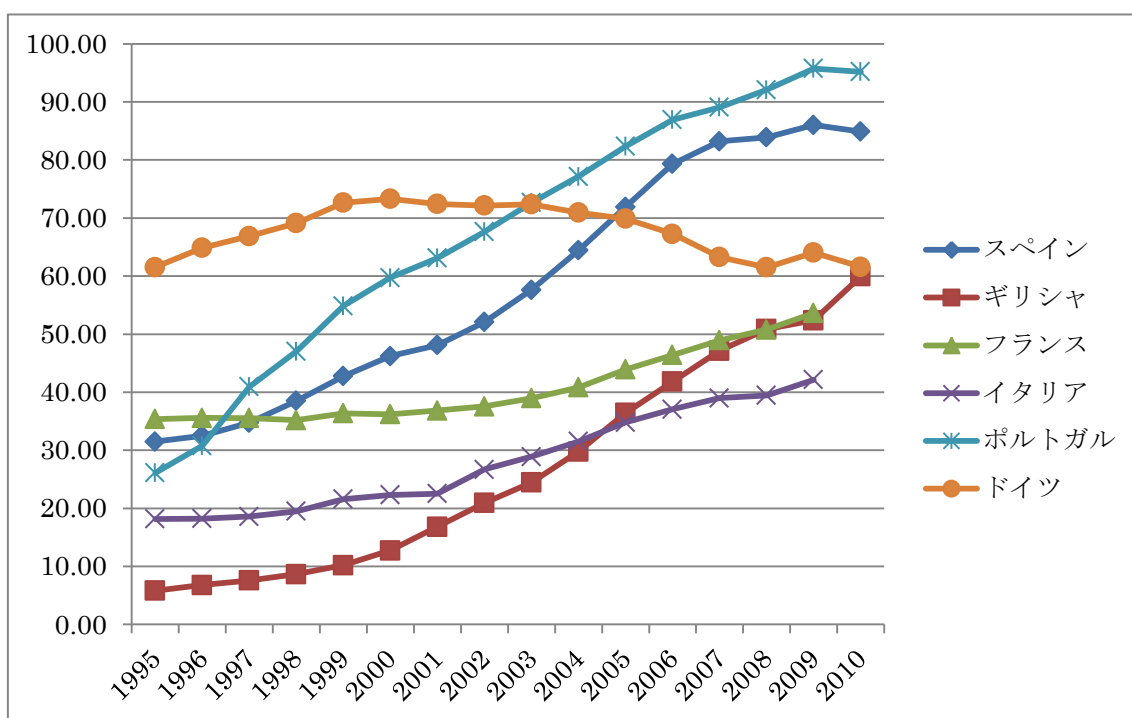
図表 2-5-33 住宅価格の推移(1995-2009年)

(単位:左軸ユーロ/m²、右軸%)



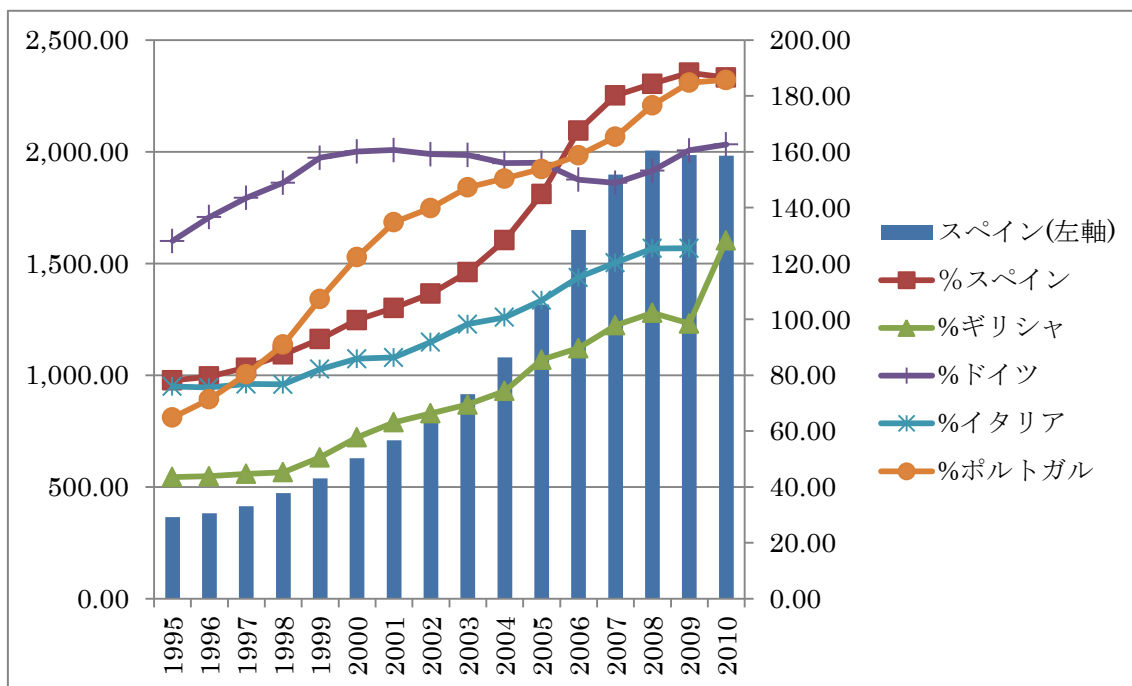
(出所) 楠[2011]より報告者作成。

図表 2-5-34 家計及び対家計民間非営利団体部門の借入対 GDP 比(1995-2010年)(単位:%)



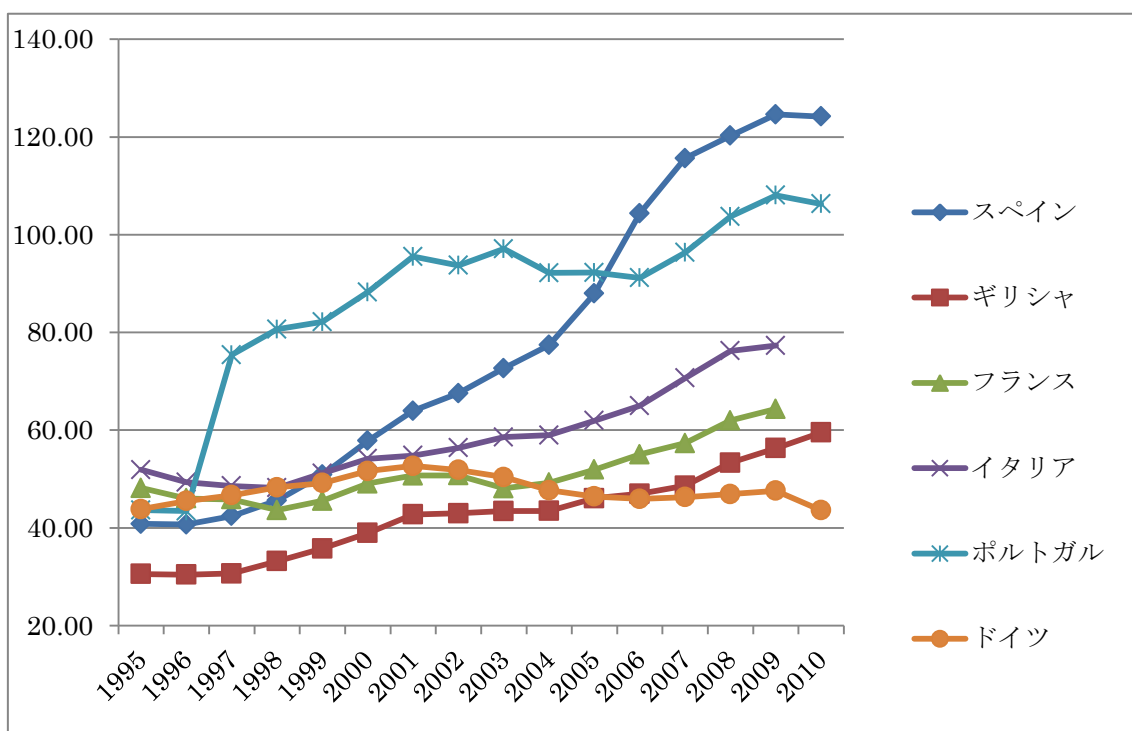
(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-35 金融機関の貸出額と対 GDP 比(1995-2010 年) (単位:左軸 10 億ユーロ、右軸%)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

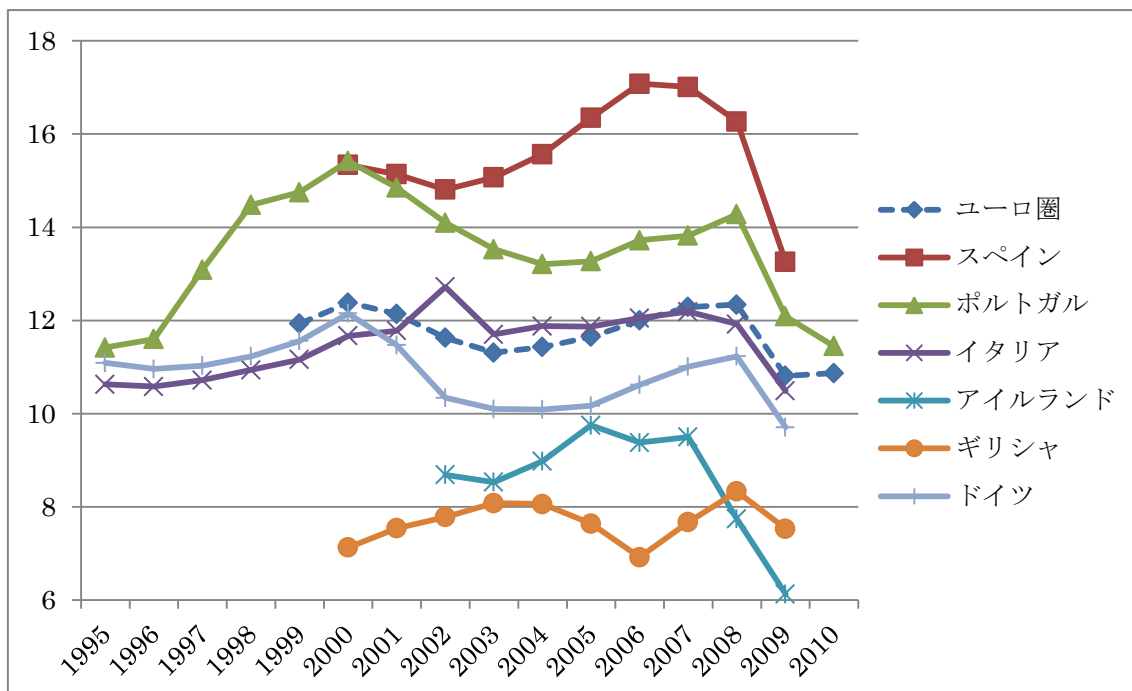
図表 2-5-36 非金融法人企業の借入対 GDP 比(1995-2010 年) (単位:%)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-37 民間企業の設備投資対 GDP 比(1995-2010 年)

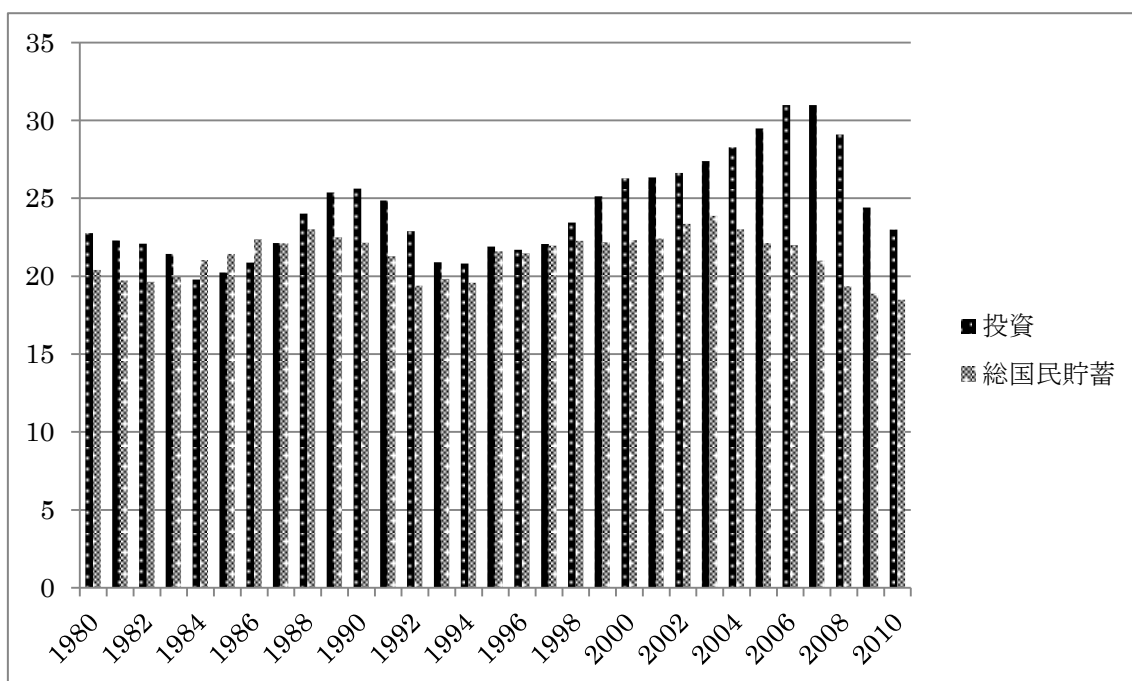
(単位:%)



(出所) EUROSTAT より報告者作成。

図表 2-5-38 スペインにおける投資・貯蓄の対 GDP 比(1980-2010 年)

(単位:%)



(出所) IMF, World Economic Outlook, April 2011 より報告者作成。

実際のデータをもとに、バブルの様相を確かめたところで、住宅・不動産ブームの要因は何か、そして何故それがバブルに転化したのかを以下ではみていく。大まかなことは全て図表 2-5-39 にまとめられている。住宅建設ブーム生み出した要因からみていこう⁵²。まず1つ目に、国民の所得が増大し、失業率も減少したおかげで、住宅ローンを組める人が増えたことだ。国民は収入以上の借入をすることで念願のマイホームを購入できた。2つ目に、ユーロ参加による低金利の影響がある（図表 2-4-36）。人々はローンを組んで住宅を購入するまたとない機会をものにしようとしたわけである。3つ目に、スペインは男性優位なお国柄であるが、女性の社会進出も進んできたことである。夫だけの収入では厳しいかもしれないが、配偶者も仕事について稼いでいるなら、住宅購入のハードルも低くなるだろう。4つ目に、移民も家を買うようになったことである。大量の移民の中の一部の成功者は、家庭をもって、家族で集合住宅（ピソ）などに住むことを志向した。5つ目に、ベビーブーム世代（1975~77年生まれ）が親離れする時期と重なったことである。彼らはピソを購入して、独立したい年頃であった。6つ目に、スペイン人は持ち家志向の人が多いということが挙げられる。欧州では、同じく住宅バブルに沸いたアイルランドに次いで高いという。

長期安定成長を牽引し、住宅建設ブームも支えたのは建設部門であった。ディベロッパー（宅地開発業者）と呼ばれる、新たに開発した宅地にできるだけ不動産価値が付くように営業して回る業者が、このブームをバブル化させた張本人の一人である。1998年から2005年までの旺盛な住宅需要は、住宅の供給をいくら増やしても満足しなかった。貯蓄金庫や銀行といった金融機関は、建設業やディベロッパーに超低利で多額の融資を行い、時には自ら不動産事業に直接参加し、またある時にはディベロッパーに資本参加したりもした。建設業は次々と住宅を建て、ディベロッパーは土地の購入に、ビルディングの建築も行い、土地を投機対象とみなし始めた。2001年までは実需だったのが、その後投機的な住宅需要も混在してきた要因は他にも色々ある⁵³。まず一つに、住宅は安全な金融資産として買われることとなった。ITバブルの崩壊や「9.11」で投資家はリスクが高い株式を毛嫌いして、比較的な安全な貴金属や債権、住宅に逃避したのである。他には、スペイン独特の「代位弁済⁵⁴」や「住宅ローン担保証券⁵⁵」の存在がある。前者は貯蓄金庫から先行融資を受けたディベロッパーと建設業者が、見計らいで建売住宅を建設して、将来のその住宅の買い手（弁済者）に変わり、彼らが既に売れた住宅の購入者から分割で支払われる購入代金をもって、貯蓄金庫に返済していくというものである。この仕組みにより、ディベロッパーは将来の住宅購入者が現れないことによって分割払いの購入代金が回収できないというリスクを負うが、その到来すると確信している未来人に対する担当権は貯蓄金庫から譲り受けることになる。そして、このリスクを回避するために、米国のサブプライム・ロ

⁵² 楠[2011]参照。

⁵³ 同上。

⁵⁴ 同上。

⁵⁵ 同上。

第2章 欧州震撼

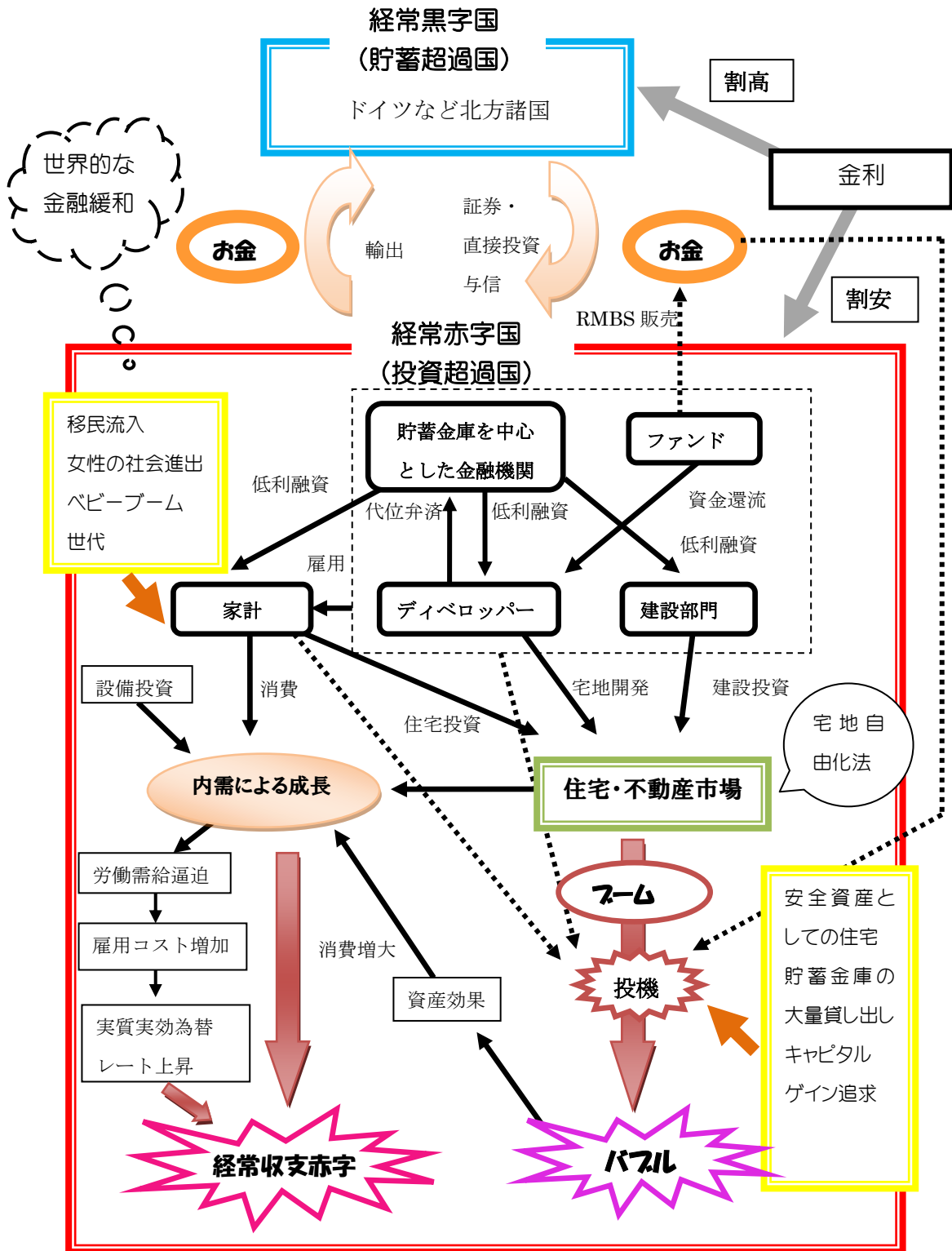
ーンに似たスペイン版の住宅ローン担保証券が発明された。もともと抵当証券という、様々な不動産を担保にとった債権を証券化したものは、小口で販売されていた。新たに開発された住宅ローンをバックにした証券を、担保証券ファンドが、機関投資家などに販売して得た代金は、原資産を担保として保有するディベロッパーに還流し、ディベロッパーの重要な収入源となった。もう一つ、今次のバブルを発生させる要因となった可能性のある興味深いデータがある。それは生産年齢人口を非生産年齢人口で割った「生産年齢人口・非生産年齢人口比率⁵⁶」のピークとバブルのピークが概ね一致しているということを示すものである⁵⁷ (図表 2-5-40)。スペインやアイルランドのピークは 2005 年頃であり、まさにバブルがはちきれんばかりに膨らんでいた時期と符合する。ポルトガルのピークの 2000 年頃については、ユーロ導入以前の高成長や、家計の投資額、非金融法人企業の借入などが増加していた。ギリシャは、1990 年代から急速に経済全体で投資が貯蓄を超過するようになっていた時期だ。この比率のピークは、日本のバブルや、米国の住宅バブルにも当てはまっており、「人口動態の観点から期待が高揚する局面で不動産を中心とした信用バブルが発生しやすい⁵⁸」とすることができるかもしれない。この比率のピークが中国などのアジア新興国では 2010 年代前半に集中しており、今後新興国はバストに直面するのか注目される場所である。他方で、住宅・不動産ブーム、そしてバブルは、経常収支を悪化させた (図表 2-5-30)。建設投資と個人消費、それに加えて資産効果の影響で、内需が拡大したことと、高成長により労働需給が逼迫したため、雇用コストが増えて実質実効為替レートが上昇したことが、原因だ (図表 2-4-41)。この需要面と価格面の双方による経常収支の悪化はアイルランドでもみられた現象である。一方で、北方諸国は内需が旺盛な国に対して輸出を行い、積極的に資本を投下したことで、経常収支黒字を拡大させてきた (図表 2-4-30)。

⁵⁶ 人口動態の目安とされる。何人の生産年齢人口で、その他の人口一名を支えるかを示す。

⁵⁷ 高田[2011]参照。

⁵⁸ 同上。

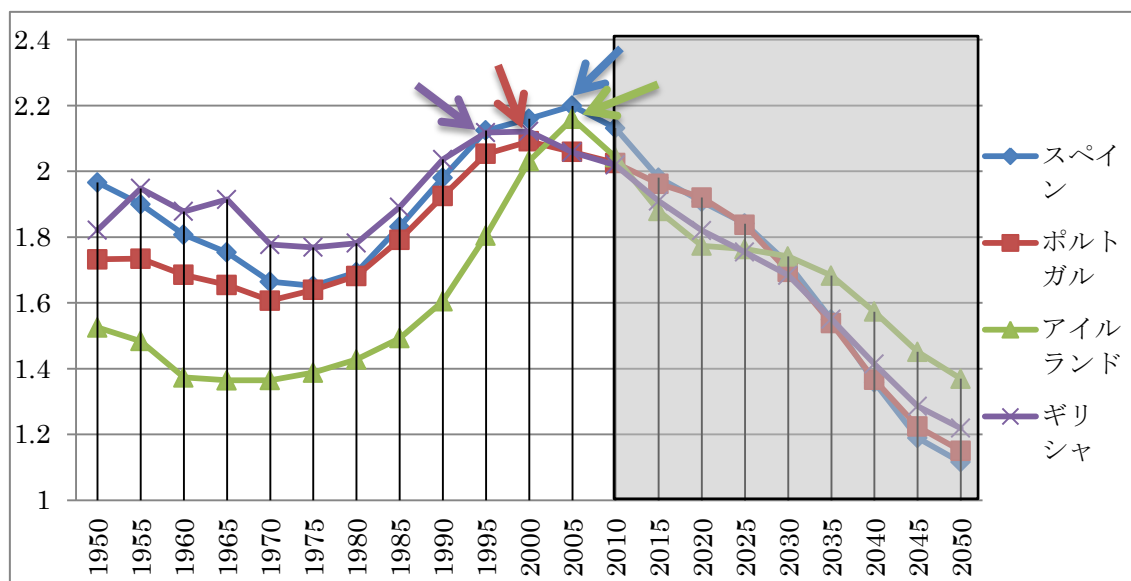
図表 2-5-39 信用膨張と不均衡拡大による成長パターン(主に、スペイン)



(出所) 楠[2011]、みずほ総合研究所[2010]を参考に報告者作成。

図表 2-5-40 バブルと人口動態の関連性(1950~2050年)

(単位:人)



(注) 生産年齢人口/非生産年齢人口。5年ごとのデータ。2010年以降は予測値。

(出所) United Nation World Population Prospects, the 2010 Revision より報告者作成。

住宅バブルは 2005 年にピークを迎えた。翌年から、住宅価格の上昇率は低下し、2007 年末から 2008 年初めにかけて本格的に崩壊していった。これには、2005 年からの ECB の利上げに始まり、サブプライム危機やリーマン・ショックが崩壊に追い討ちをかけた。このような信用バブルの崩壊と世界金融危機のダブルパンチはスペインやアイルランドを好況から不況のどん底に突き落とした。バブルに沸いていた国の成長率の落ち込み具合がやはり他の国よりも大きかった。民間部門は過剰な対外債務を抱え、その裏側として信用を供与していた国は資産が不良化し、政府はバブル崩壊により打撃を受けた金融機関の救済に、景気を盛りたてるための財政出動、景気悪化に伴う税収減で財政が大幅に悪化した。失業率は悪化し、移民の流入は細くなっていった。

スペインでは金融機関の急激な融資拡大により、貸出額対 GDP 比は 180%にも及んでいた。融資額はスペインの成長率を遥かに上回る水準で拡大しており、金融技術の発達などの諸要因を考慮しても、過剰感が否めない。国内融資額のブームが始まってからの増加分は、建設業が一割、不動産業が二割、住宅ローンが三割以上だったという⁵⁹。問題債権の増加は 2007 年後半から始まり、金融機関の経営危機が懸念されたものの、2000 年 7 月に導入されたスペイン独自の「ダイナミック・プロビジョニング⁶⁰」制度があったおかげで比較的軽微な影響にとどまった。2009 年にかけてスペインでは不良債権が増大し始めたが、多額の貸倒引当金がこのとき大きな資本バッファーとなった。そのこともあり、同じバブ

⁵⁹ みずほ総合研究所[2010]参照。

⁶⁰ 不況期に備えて、銀行のバランスシートが拡大する好況期に貸倒引当金多く積み増す金融規制。

第2章 欧州震撼

ル崩壊に見舞われたアイルランドほど銀行危機には陥らなかった。スペインの場合問題は、大手銀行ではなく貯蓄金庫（カハ）にある。カハは建設関係の融資や住宅ローン提供を積極的に行ってきた、それが不良債権化してきたのが問題視されていた。実に、スペインの金融機関の融資総額の半分をカハが占めるまでになっていた。同時に、上場していないため、情報開示が進まず実態が不透明なのも不安感を煽った。そこで政府は銀行再建基金（FROB）を、政府予算から 67.5 億ユーロ、預金保険基金から 22.5 億ユーロの合計 90 億ユーロの拠出により、創設した。資金規模は借入により最大 990 億ユーロまで拡大できるようにした。銀行再建基金が中心となり、金融機関同士の合併を促進し、合併のための金融支援も行った。結果的に、カハの数は 45 行から半分以下にまで減少し、政府の銀行改革は一応の成功を収めた。2011 年になると、銀行改革の焦点は、銀行の増資に移った。政府は金融システムへの信頼感を高めるため自発的に自己資本比率規制を設けることに決め、銀行間での借入への依存度が高い銀行とカハに、2012 年 3 月までに中核的自己資本比率を 10%まで引き上げることを要請した。

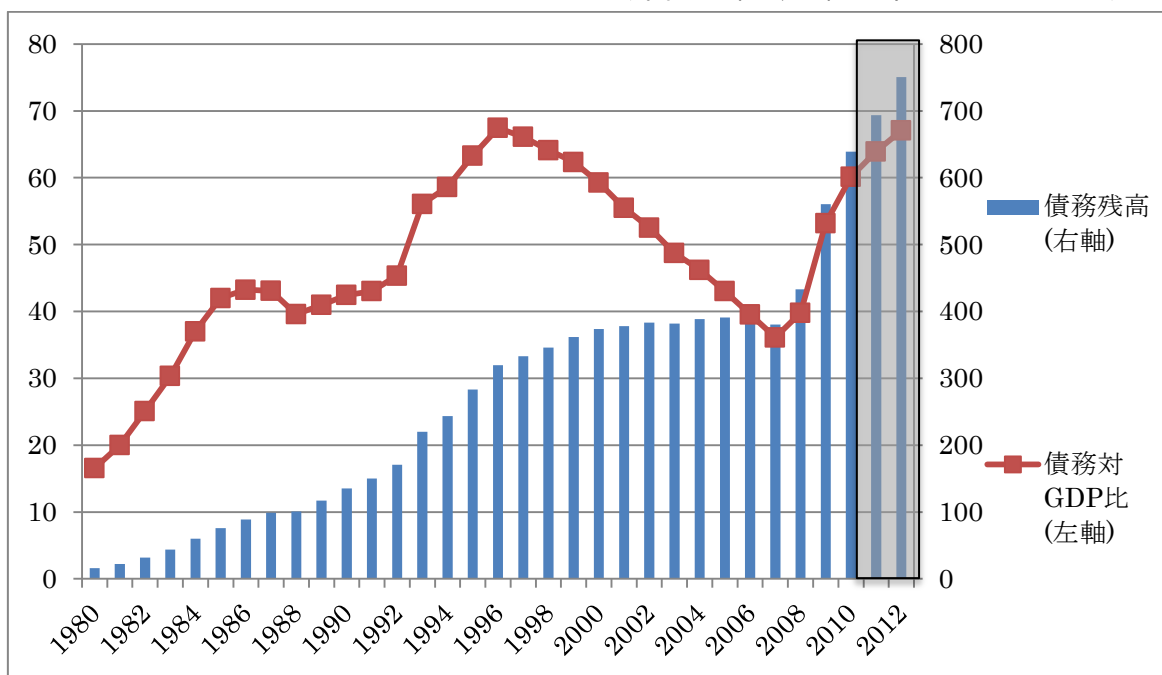
スペインは既にみたように財政健全化努力により、財政収支もプライマリー・バランスも良好であったため、今回の危機では景気対策として、2008 年には GDP 比 1.8%、2009 年には 2.6%、2010 年には 0.4%の財政支出拡大をした。ユーロ圏の中でも積極的な方であり、総額 496 億ユーロに上った。具体的には、自動車買い換え支援、公共投資、所得税還付、法人税減税などを行った⁶¹。これにより低水準で、低下傾向にあった政府債務残高は、2010 年には対 GDP 比で 60%と 2000 年頃の水準に逆戻りしてしまった（図表 2-5-41）。欧州委員会の勧告もあり、スペインは 2010 年から財政再建に取り組んでいる。1 月に閣議決定された財政強化プログラムは、「2010 年緊急行動プラン」と「2011~13 年緊縮プラン」の二つからなる。財政赤字を 2011 年に GDP 比 6%、2013 年に 3%にまで抑え込むことを目標としている。具体的には、政府は公務員の給与削減や公共投資削減、年金改革、付加価値税率の 2%引き上げ、税還付の廃止などに手をつけた。これらの政府の緊縮策に対して、国民からの反発があった。2010 年 6 月 8 日に公務員ストライキ、9 月 29 日にはゼネストがあったが、比較的平穏に終わった。だが 2011 年 5 月のデモでは逮捕者や負傷者が出るなど、やや荒れたデモになり、今後改革を進めるうえでの不安材料となった⁶²。

⁶¹ 高屋[2011]参照。

⁶² 楠[2011]参照。

図表 2-5-41 スペイン一般政府総債務残高および対 GDP 比(1988-2012 年)

(単位:左軸%,右軸 10 億ペセタ or ユーロ)



(注) 2011, 2012 年は IMF による予測値。

(出所) IMF, *World Economic Outlook, April 2011* より報告者作成。

こうした財政再建に取り組んだのは、当然ギリシャの二の舞を回避するためだった。だが、政治的に他国よりも意思をもって財政の立て直しを図ったものの、景気見通しの弱さや財政悪化等を理由に、2010年9月30日にムーディーズはスペイン国債の格付けを一段階引き下げた。ムーディーズは6月末にはスペイン国債格付けを見直すことを公表していた。スペイン国債利回りは2010年5月頃までイタリアを下回って4%程度で推移していたのに、ギリシャが支援を要請したことで他国のソブリン・リスクにも関心が集まり、スペインの利回りが4.5%にまで急騰したことが原因だろう(図表2-5-19)。その後はスペイン国債利回りがイタリアを常に超えた状態が2011年夏まで続くことになる。2010年11月にアイルランドが支援を受け入れることになった後も、懸念が周辺国に飛び火し、一時落ち着いていたスペイン国債利回りが、5.5%近くで高止まることになってしまった。だが、2011年4月にポルトガルが支援要請を決断したときは、スペイン国債利回りが上昇するようなことはなかった。スペインへの危機波及の懸念が薄らいできたのは次の3つの理由が考えられた⁶³。政府の財政再建への取り組みを市場が評価していることと、貯蓄銀行の資本不足の問題への対処も積極的に実行されていること、EUなどの政策当局はスペインへの危機波及は何としてでも阻止するであろうという期待感、の3つである。政府は2010年の財政再建目標を達成し、硬直的と言われる労働市場へメスを入れることができた。中

⁶³ 田中理[2011a]参照。

第2章 欧州震撼

中央銀行は金融機関に不動産・建設業向けローンの情報開示の強化を要求し、政府は銀行システム強化のための法案も2月に可決させた。

だがしかし、大丈夫かに見えたスペインは再び災厄に見舞われることとなった。7月21日にユーロ圏の首脳陣はギリシャの第二次支援とEFSFの機能拡充案について合意したが、その合意前の7月18日にはスペイン国債利回りが6.316%をつけ、8月4日にも6.284%と高水準の利回りがついた。この第二次ギリシャ支援策が決まった後は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの長期金利は低下し、それまで市場の矛先があまり向いていなかったイタリアとスペインの金利が上昇し始めたのである。前者の3カ国なら、7月の合意で十分であるが、後者の二大国ともなると、このスキームでは不十分だと市場は受け止めたと考えられる。そこでECBが動いて、8月に両大国の国債の大量購入を開始し、その結果、長期金利は鎮静化へと向かった。そして、その騒動の後にはイタリアがスペインの金利を上回るようになったのである、市場の両国に対するリスクの評価の見直しとみなせる。スペインは財政再建を進めるという断固とした姿勢をみせるため、次に憲法のもとで制限する方策に出た。自然災害や景気後退などの例外を除いて、財政赤字と公的債務に憲法で上限設定を設けるというものだ。この憲法改正案は無事、下院を経て9月7日に上院で可決された。しかし、スペインへの不安は消えていない。10月中旬には米国の大手格付け会社3社は相次いでスペインの格付けを引き下げた。そのうちの1社、スタンダード・アンド・プアーズは「スペイン経済は2011年、底堅さを示してきたが、高失業率、厳しい財政状況、高水準が続く民間セクターの債務、主要貿易相手国・地域の景気減速見通しから成長見通しのリスクが高まった⁶⁴」のが格下げの理由だとした。

スペインはイタリアよりも政治リスクは低く、投資家心理は現在のところイタリアの方が悪いが、ユーロ圏の大国として市場からの注目を受けていることは間違いない。スペインは今年7月のストレステストの際、金融システムへの信頼を回復させるため、多くの金融機関に審査を受けさせた。こういう理由もあり、そのストレステストで不合格だった金融機関8行のうち、5行がスペインの金融機関であった。スペインの金融機関は自国国債を大量に保有している（図表2-5-42）。Core Tier I資本比率5%以上をクリアした金融機関でも、PIIGS諸国の国債がコアティアI資本に占める割合は高水準のところが多い。このことは、将来的にスペインのソブリン・リスクがさらに高まったときに、大きな懸念事項となるだろう。スペインのソブリン・リスクが高まれば、国債価格の下落が金融機関の収益を圧迫し、金融機関は資金調達難や、貸し倒れに直面する恐れもある。またスペインでこうした事態が起これば、スペインに対する欧州諸国の与信が多いため、欧州全体の金融システム不安を惹起する可能性すらある。加えて、スペインには懸念材料がある。スペインの住宅価格は2007年末のピークから約20%下落しているものの、まだ底を打っていないというのが大勢の見方だ。スペインの金融機関、特にカハは依然として、建設・不動産部門向けの多額の与信を抱えている（図表2-5-43）。建設・不動産部門向けの与信は、商

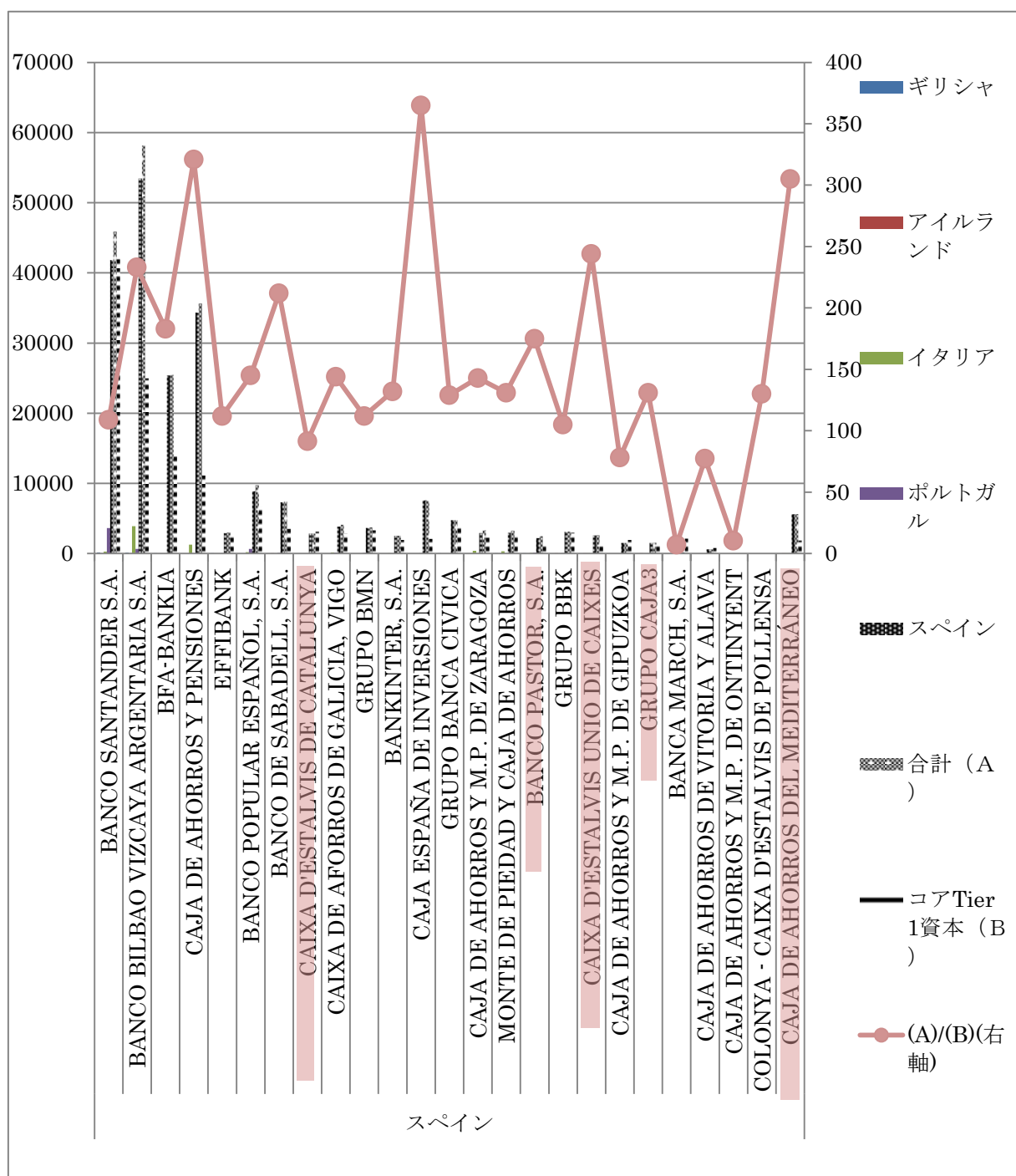
⁶⁴ ロイター2011年10月24日参照。

第2章 欧州震撼

業銀行が半分以下であるのに対して、カハは50%超である。不良債権は現在においても増え続けており、さらなる住宅価格下落によって与信が焦げ付けば、不良債権が増大するリスクがある。ソブリン債ではなく、この方のルートでスペインの金融機関に対する不安が盛り上がって、今後ソブリン・リスクが上昇する可能性も否めない。他にもスペインは現在において、高い失業率（特に若者）、競争力のなさ、財政赤字など不安の種は尽きない。今後は建設業主導による経済成長は期待できそうもない。労働市場改革などの構造改革を進め、財政健全化努力の継続を通じて、経済の復活と市場からの信頼を勝ち得るしかない。スペインの挫折はユーロ圏全体を大いに脅かす。「ユーロ圏の優等生」の名は伊達じゃなかったという事績を残せることを期待する。

図表 2-5-42 スペインの金融機関の問題国債保有状況(2010 年末)

(単位:左軸 100 万ユーロ、右軸%)

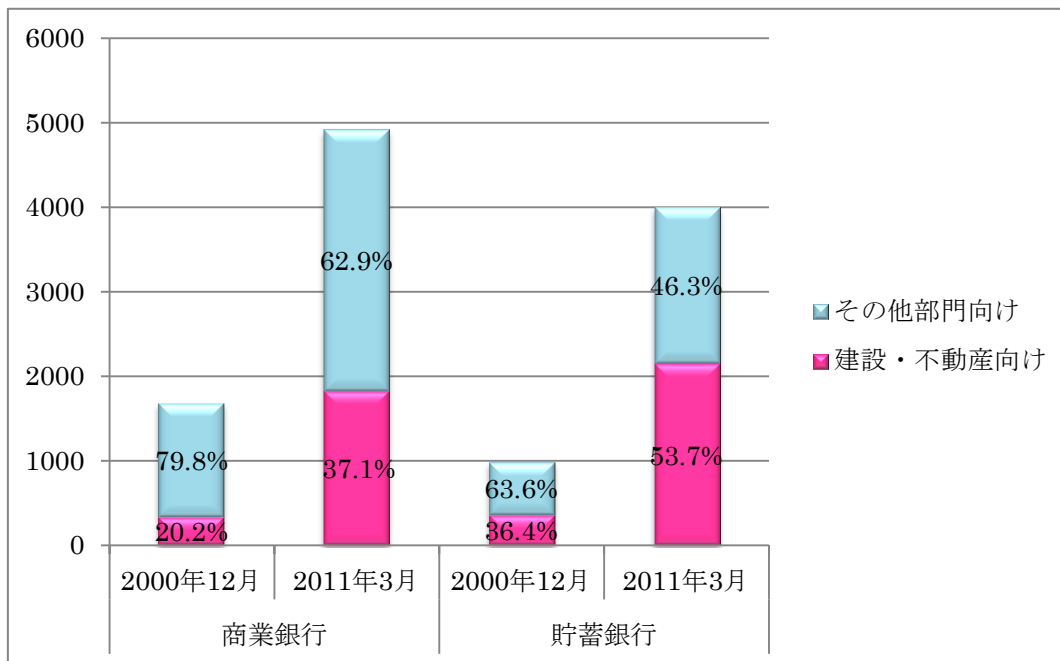


(注)色が付いているものはストレステストで資本不足であるとして不合格となった金融機関。

(出所) EBA のストレステスト結果に基づき報告者作成。

図表 2-5-43 スペインの金融機関の国内向け貸し出し

(単位:億ユーロ)



(出所) 内閣府[2011]より報告者作成。

第3章 欧州再建への処方箋

3.1 はじめに

欧州委員会は2011年10月12日に「安定と成長のためのロードマップ（A roadmap for stability and growth）」を発表した（図表3-1-1）。財政、金融、そして実体経済に至る包括的な対応策を示した同ロードマップは、現在まで至る欧州危機の問題点が相互に作用し、断ち難い悪循環の元にあることを示している。それは、欧州危機の諸問題とその解決策は決して1対1対応の関係ではないことと同義であり、いずれの解決策も快刀乱麻という訳にはいかない。第3章では亡環上にあるユーロ圏の再建に必要な、いわば「処方箋」とも言えるEUの対応策について、財政・金融・実体経済の面から取り上げていく。そしてそれらの解決策は図表3-1-2にあるように相互関連の輪の中にある。危機は複雑で絡まったコードを1本ずつ解いていくかのようだ。しかし、それぞれの解決策を各国が真剣に取り組めば危機は解決できる。“Theories follow events.”⁶⁵ 後は各国が責任と矜持に従うか、否かだ。

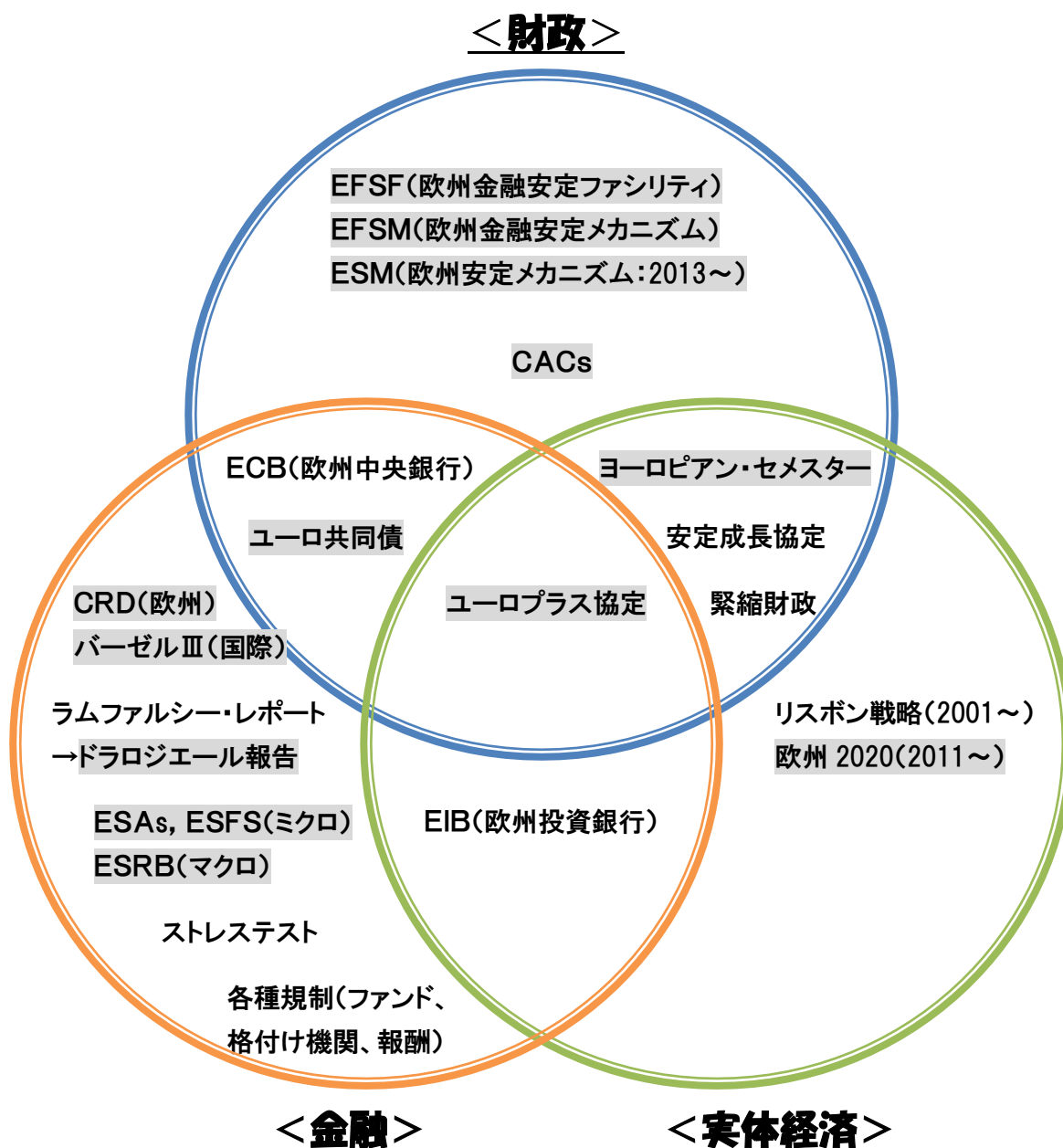
図表3-1-1 成長と安定のためのロードマップにおける5つの行動分野

1. ギリシャ問題への決定的対応
2. 危機に対するユーロ圏の緊急時セーフティ・ネットの充実化
3. 銀行システムの強化
4. 経済成長戦略の加速
5. より堅固で統合した経済ガバナンスの構築

（出所）European commission より報告者作成。

⁶⁵ “理論は現実に従う” という P.F.ドラッカーの言葉。

図表 3-1-2 欧州危機への処方箋-全体像-



(出所) 報告者が独自に作成。

3.2 金融安定化メカニズムと債務再編

(1) 「EFSF と ESM」 金融支援制度の創設、拡充、そして永続化へ

EU の金融支援制度としては「欧州金融安定基金 (EFSF)」が創設されたのが大きな前進と言えるだろう。最初にギリシャの粉飾決算が明らかになった後に財政危機が発生し、ギリシャは EU に対して金融支援を要求したのだが、明確な金融支援制度が確立されていなかったために、財政危機は悪化した。ギリシャ問題が欧州全体の危機へと繋がる事を認

第3章 欧州再建への処方箋

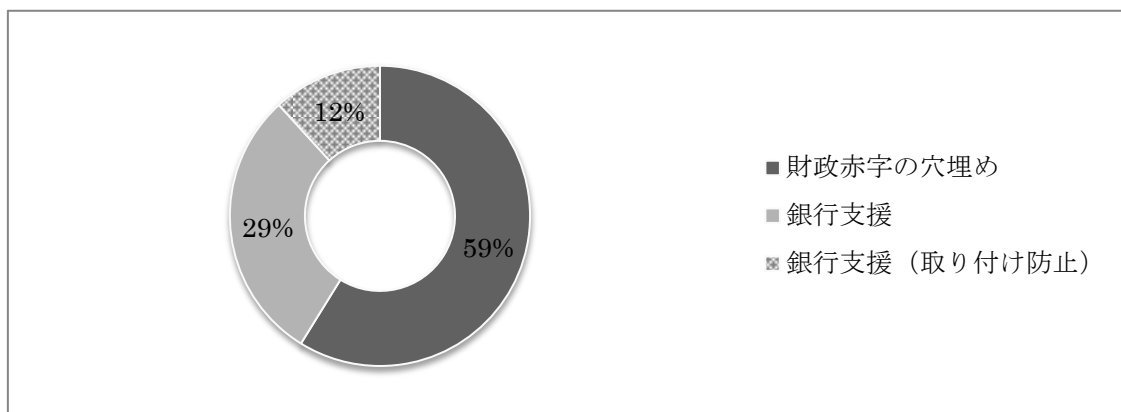
識し、ユーロ圏とIMFによる総額1,100億ユーロの金融支援が2010年5月に合意された。ギリシャ支援の決定後に、金融支援制度を確立するため、同月にEFSFの創設を決定し、6月に設立された。こうして、ギリシャ支援後に安定を取り戻したかのように見えた欧州であったが、第2、第3の危機をその内部に蓄積していた。EFSF設立後、最初に動きがあったのはアイルランドである。2010年11月に財政危機がアイルランドで発生し、EFSFによる初の金融支援が行われた(図表3-2-1,3-2-2,3-2-3)。これはアイルランド政府の正式な要請を受けて、欧州委員会とIMF、ECBとの間で合意された2010年から2013年までの包括的政策パッケージによる緊急融資850億ユーロの一部である。国際支援として2国間支援を英国、スウェーデン、デンマークが申し出て、3カ国合計で48億ユーロもの融資を行っており、EFSFの177億ユーロと合計すると225億ユーロの融資額となる。更に2011年に入り、EFSFはポルトガルへの支援を決定した。ポルトガル支援はアイルランド支援の850億ユーロを下回る780億ユーロの支援であったが、EFSFの内訳は260億ユーロとなり、アイルランド支援時の177億ユーロを上回って金融支援における役割が高まったといえる。支援に際して、救済条件がポルトガルには提示されている。雇用や成長力改善のための構造改革、財政赤字削減のための再建戦略、銀行の資本増強による金融部門の安定性強化などが具体策としてあげられている。支援はあくまでも一時的な対応であり、実体経済の改革が避けては通れない。

図表 3-2-1 EFSF による支援の経過

- ・2010年6月7日：欧州金融安定ファシリティー（EFSF）の創設
- ・2010年11月28日：アイルランドへの850億ユーロの金融支援プログラムに合意（EFSF177億ユーロ分）
- ・2011年1月25日：アイルランド支援のためのEFSFによる債券発行
- ・2011年5月17日：ポルトガルに対する780億ユーロに合意（EFSF260億ユーロ分）
- ・2011年6月15日：ポルトガル支援のためのEFSFによる債券発行（1回目）
- ・2011年6月22日：ポルトガル支援のためのEFSFによる債券発行（2回目）

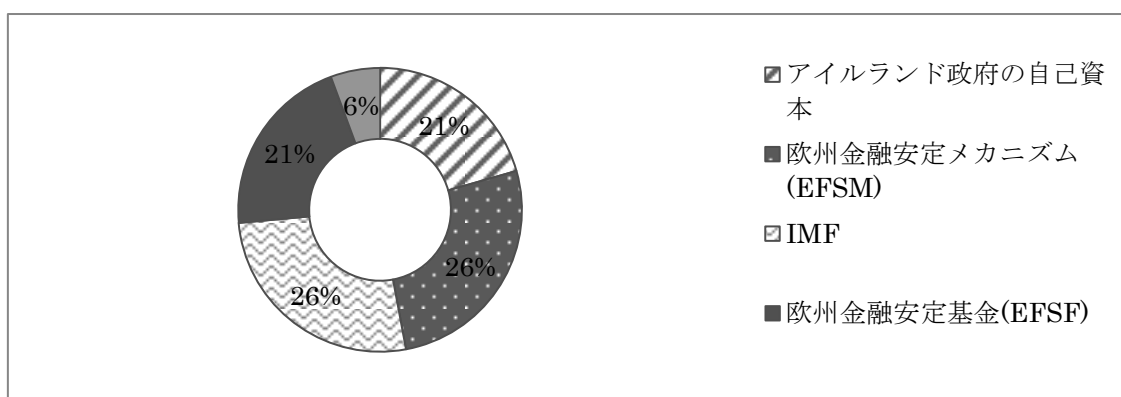
(出所) EFSF より報告者作成。

図表 3-2-2 アイルランド支援資金の内容と拠出割合



(出所) European Commission より報告者作成。

図表 3-2-3 アイルランド支援資金の拠出割合



(出所) European Commission より報告者作成。

EFSF は今のところアイルランドとポルトガルの支援に対してはさほど問題なく債券発行による資金供給を実行しており、格付け機関も EFSF 債に対して「AAA」の評価をしているため需要も高い。しかしながら、EFSF は創立後に1つの問題が浮上した。それは想定されていた4400億ユーロの貸出額の内、ユーロ圏の中で国債評価が「AAA」である国々の保証金額の総額である2550億ユーロを超えて融資出来ない事である。これを超えた場合、EFSF 債の格付けは「AAA」を維持できない可能性があり、低い利率による資金調達が可能となってしまう。更に制限された資金額では、小国であるポルトガルやアイルランドはカバーできたとしても、更なる危機の連鎖の危険性として問題視されるスペインやイタリアといった大国への支援としては不十分になる可能性がある。これらの問題を解決すべく、自国国債が「AAA」の評価である国々の請求払い資本額を引き上げるとともに、EFSF 債による融資可能額を元々の4400億まで引き上げた。さらに2011年10月26日の欧州首脳会議において、EFSF の融資可能額を1兆ユーロに拡充する事が合意された。

ドイツにおいては国内の反対が強く、更なる拠出額の増加は見込めず、フランスにおいては拠出額の増加は財政圧迫、ひいては自国国債の格下げに繋がる危険性もある。その中で EFSF の融資可能額拡充のためにレバレッジを活用することで資金調達をする、という案で合意がなされた。また、EFSF 資金援助以外の権限を与える案についてもここ最近議論が加熱している。主な拡充案は 1.国債の買い入れ、2.自国国債の買い戻し、3.ユーロ共同債の発行、4.EFSF の銀行化の 4 つである。2011 年 3 月のユーロ圏特別首脳会議においては、国債の買い入れについて部分的ではあるが合意に至っている。しかし、自国国債の買い戻しと EFSF の銀行化はドイツの反対により合意には至っていない。銀行化により資金調達の拡大が可能となり、ECB からの資金調達も可能となるが、ドイツは ECB の信頼力低下を恐れ、反対の姿勢を貫いている。ユーロ共同債も構想段階に留まっている。ユーロ共同債に関しては第 4 章においてその有用性を述べているので、目を通して頂きたい。

最後に EFSF の今後について述べる。EFSF は 2010 年から 2013 年 5 月までの制限的な対策であり、EFSF を引き継ぐ恒久的な制度が必要とされた。そこで EU 全体で新たな制度について議論が重ねられ、2010 年に EFSF と EFSM (欧州金融安定メカニズム)⁶⁶を 1 つにした ESM (欧州安定メカニズム) を 2013 年以降設立することが決定された。ESM では融資可能額が 5000 億ユーロまで引き上げられ、ESM 発行の債券格付けを AAA に維持するために資本金を 7000 億ユーロ (800 億ユーロはユーロ圏諸国による払込資金、6200 億ユーロはユーロ圏諸国からの請求払い資本と政府保証) に引き上げることが決定されている (図表 3-2-4)。また、債務再編についても 2013 年 7 月から新規発行される全ての償還期限 1 年以上の長期国債に対して CACs (集団行動条約) が適応されるなど、一定の制度化がなされ、投資家に対しても一定の負担を課す形での合意となっている。EFSF の拡充により、ESM を 2012 年中に開始出来るよう前倒しする案などが議論されており、早急な欧州安定へ向けた今後の更なる拡充も考えられる。

図表 3-2-4 ESM の内容

導入時期：2013 年 7 月以降
貸出能力：総額 5,000 億ユーロ
信用資本額：請求払い資本 6,200 億ユーロ + 払込資本 800 億ユーロ
変更点：EU 基本条約による政府間組織 ⁶⁷ として正式に設立
ESM 融資には優先弁済権 ⁶⁸ がある
2013 年 7 月から ESM により発行される長期国債には
後述の集団行動条項 (CACs) が付帯される

(出所) EFSF より報告者作成。

⁶⁶ European Financial Stability Mechanism の略。ユーロ圏に対する資金援助を行う EFSF とは異なり、EU 加盟国すべてを対象とした金融支援制度。

⁶⁷ 3 カ国以上の政府によって組織される団体。

⁶⁸ 他の債権をもつ債権者よりも優先的に返済を受ける権利。

(2) 「CACs」秩序ある債務再編

また、金融支援の一部として、債務再編についても明確な枠組みの構築が必要とされたため、集団行動条項（CACs）を国債発行に適用することが決定された。CACsとは債券発行主体と投資家間で結ばれる契約であり、債務再編の必要性が発生した場合に一定割合の投資家の合意が得られれば債務再編を行ってもよいという内容である。その内容は満期の延長や金利・元本の支払い一時停止から金利・元本削減まで、債務危機の深刻さに沿ったものとなっている。CACsは構想段階ではなく、既に2013年7月以降に新規発行する長期国債の契約条項として付帯されることが決定している。ここで問題になるのはCACsが付帯している国債が市場でどのような反応を取られるか、という点である。債務再編の恐れのある国債に対して投資家がリスクを感じれば、それらの金利はさらに上昇する恐れもある。EU諸国に求められるのは投資家の債務再編への不安を解消すべく、CACs導入までに金融支援制度の確立を徹底することと、各国の財政再建のために改革と対策を早急に実行することである。

3.3 金融規制監督体制の改革

サブプライム・ローン問題を引き金とした一連の金融危機は欧州諸国にとって対岸の火事ではなく、むしろ危機の本質を含む震源地として認識された。ここでは危機と同時に発覚した金融部門に関する問題点、すなわち規制監督・規制強化という未然措置について対応の経過を説明していく。

(1) 「ドラロジエール報告」新たな金融監督規制体制のマニフェスト

当然ながら、危機発生以前から金融監督に対する問題は認識されており、第1章で述べたラムファルシー・レポートのような試みはされてきたが、金融市場の変化の速さに対応する事が出来なかった。金融危機を経てEUは2008年10月にそれまでの問題点を踏まえて金融危機の分析や必要な対応策、将来的な金融システムの改革案を討議するための専門家機関を設置した。議長をドラロジエール氏とした同グループによって2009年2月に金融システム監督のマニフェストともいえる「EUにおける金融監督に関するハイレベルグループ報告書」（通称：ドラロジエール報告）が欧州委員会に提出された。この報告では政策、規制、監督体制など31項目に渡る様々な提言がされたが、特にマクロ・プルデンシヤル監督とミクロ・プルデンシヤル監督という2つに監督体制を分割する提言が特徴的である。この2つの監督体制は「銀行・証券・保険等の個々の金融機関の財務状況を監視することで顧客を保護するミクロ・プルデンシヤル監督と、一金融機関の経営危機が他の金融機関、ひいては金融システムへと波及する、いわゆるシステムック・リスクを防止するためのマクロ・プルデンシヤル監督」⁶⁹と定義できる。

⁶⁹ 岩田[2010]より引用。

(2) 「ESAs」従来のマイクロ・プルデンシャル監督の強化

マイクロ・プルデンシャル監督の役割を担うのは ESAs である。前述したように ESAs に期待されるのは従来通りの個別金融機関への監督体制を継続して行うことであるが、危機を経てその内容は以前よりも強化される必要がある。ドラロジュール報告、欧州金融監督パッケージを通して合意されたその強化内容について以下で触れていく。

まず、各国の金融監督当局は従来通りの監督を行う前提で、今まで拘束力のある権限を持たなかったレベル 3 委員会である欧州銀行監督者委員会 (CEBS)、欧州保険・企業年金監督者委員会 (CEIOPS)、欧州証券監督者委員会 (CESR) を格上げし、それぞれ欧州銀行監督当局 (EBA)、欧州保険・企業年金当局 (EIOPA)、欧州証券・市場当局 (ESMA) の新当局として各国金融監督当局の上位組織として設置された。3 当局をまとめて欧州金融監督機関 (ESAs) とし、これに加えて欧州監督当局の合同委員会、加盟国の監督当局、欧州委員会によって監督当局と ESAs を繋ぐネットワークとして ESFS が構成される。ESFS の主な内容はまず各国監督当局間の調整である。各国当局間の協力関係を強化させ、危機発生時の協調や利害の調整をスムーズに行うネットワークの役割を担う。次に監督規制に関するルールの一から適応までを実施する役割である。各機関の監督において適応される基準などを EU 内で統一し、各主体の利害関係を調整したうえで合意形成する。危機発生時には設定した基準やルールに基づいて事案処理に取り掛かる。

監督規制体制をより強化させた ESFS であるが、問題点は以前残されたままである。1 つは各国の監督機関の権限・責任が残存している点である。監督責任の一元管理化は財政政策の一元化と同じく各国の主体性を担う重要な役割の 1 つであり、容易に解決できる問題ではないが、情報共有や監視体制の面から考えると解決を急ぎたい問題の 1 つであるといえる。また、3 当局はそれぞれ別の国に所在地を置いている点も注目したい。EBA はイギリス、EIOPA はドイツ、ESMA はフランスにあるため、情報共有の徹底や、監視体制や危機発生時の対応の協調に不安が残る。

(3) 「ESRB」マクロ・プルデンシャル監督という考え方

銀行業務のグローバル化により、上で述べたようなマイクロ・プルデンシスの観点からでは対応できない市場型システムミック・リスクへの対応、すなわち、マクロ・プルデンシスの観点による対応という監督体制が必要視された。危機発生時に国境を越えて危機が波及することを防ぐべく、金融システム全体の監督規制を通してその安定化に努める。従来のマイクロ・プルデンシスに加えてマクロ・プルデンシス監督機関の具体的な創設とその内容を提言したのが前述のドラロジュール報告である。この時点では監督機関は欧州システムミック・リスク評議会 (ESRC) とされ、後に 2009 年 6 月の欧州理事会によって欧州システムミック・リスク理事会 (ESRB) と名称が変更された。ESRB に期待される働きは金融システム全体に影響を及ぼしかねないリスクの把握、分析、特定、そして対象機関への勧告とリスク除去のフォローである。リスクの把握・分析において重要なのは各機関の情報

共有である。個別金融機関に関してその経営情報を収集し、ESFS とその情報を共有する。ESFS が個々の経営状態について分析し、ESRB ではマクロ経済の観点から分析を行う。ESRB ではドラロジュール報告で提言されたリスク警告に関する優先順位について採用しており、分析された情報をもとにマクロ・プルデンシャルの観点からリスクの評価付けを行い、警告・リスク除去措置・立法措置を行う。また、リスクの程度が高く通貨・金融危機の危険性があると判断された場合には監督当局及び ESA に加え、IMF、FSF、BIS に対し警告を発し、解決に向けて協調した対応を要求する。

危機を経て、新しく発足した ESRB であるが、マクロ・プルデンシス監督においても ESFS 同様に問題点は残っている。まずは ESRB の警告に直接的拘束力がない点である。警告を受けた機関は問題点の改善か、適切な説明責任を要求されるが、システムック・リスクの早期解決のためには立法措置のみならず、拘束力ある強制的警告の権限を付与することが必要である。次に ESFS との情報共有の手段の明確化、迅速化が達成されるか、という点である。適切な情報把握の枠組みを形成する事こそが危機の事前予防ないしは危機発生時の波及防止、解決の鍵であることは言うまでもない。

(4) 「バーゼルⅢ」自己資本比率規制の国際的改革

2010年9月12日、バーゼル銀行監督委員会首脳会議においてバーゼルⅡに代わる新たな自己資本比率規制であるバーゼルⅢの骨子が発表された。その後、2010年11月にはソウルで開かれたG20サミットにおいてバーゼルⅢの報告と了承がなされ、同年12月にはテキストの公表が行われた(図表3-3-1)。バーゼルⅡからバーゼルⅢへの移行に伴う変更点について、ここでは資本の質の強化、カウンターシクリカル、レバレッジ比率規制の3つについてみていく。

図表 3-3-1 バーゼル規制の展開

1988年	バーゼルⅠの公表
1993年	バーゼルⅠの導入
1998年	バーゼルⅠ見直し開始
2004年6月	バーゼルⅡ最終文書公表
2007年3月	バーゼルⅡ適用開始
2008年	バーゼルⅡ見直し開始
2010年11月	ソウルでのG20サミットでバーゼルⅢの了承がなされる
2010年12月	バーゼルⅢテキストの公表
2013年1月	バーゼルⅢ適用開始(予定)

(出所) 金融庁より報告者作成。

第3章 欧州再建への処方箋

まずは資本の質の強化について、銀行の資本を①中核的自己資本、②狭義の中核的自己資本（Core Tier I）、③総資本の3パターンに分類し、それぞれについて自己資本比率規制を定める事が組み込まれている（図表 3-3-2）。資本の質の強化とは、従来の中核的自己資本から繰延税金資産、無形固定資産、のれん、営業権などを除外し、普通株と内部留保中心で構成された Core Tier I とその資本比率を新たに導入した事を指す。更に、各資本比率に 2.5% ずつ加えるよう規定された資本保全バッファの導入も質の強化の一要素といえる。資本保全バッファとは、通常の業績の時に資本バッファを積み立てておき、業績が悪くなった時に積み立てておいた資本バッファを取り崩すことで銀行の安全性を保つ、というものである。2.5% の水準を下回った場合は配当の制限という罰則が加えられる。

図表 3-3-2 バーゼルⅢにおける自己資本比率規制 (単位: %)

	Core Tier I	Tier I	総資本
最低水準	4.5	6.0	8.0
資本保全バッファ	2.5		
合計	7.0	8.5	10.5
カウンターシクリカル資本バッファ	最大 2.5		

(出所) みずほ総合研究所レポート[2011a]より報告者作成。

2 つ目のカウンターシクリカル (countercyclical) とは、英語で「景気循環抑制的な」という意味合いであり、ここでは「経済状況に依存して自己資本比率規制水準を変更する考え方」とする。図表 3-3-2 にあるように、カウンターシクリカル資本バッファとして最大 2.5% が設定されており、これは景気が過熱した時に通常水準と資本保全バッファの合計に上乘せするものであり、通常時よりも高い自己資本比率水準を設定することで景気過熱を抑制する効果が期待できる。

3 つ目のレバレッジ比率規制は、金融危機の原因の 1 つとして挙げられうるレバレッジ型金融モデルへの反省から、レバレッジ自体を規制する、という考え方である (図表 3-3-3)。

図表 3-3-3 レバレッジ比率の計算式

$$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{資本 (Tier I または Core Tier I)}}{\text{B/S 上の総資産 + オフバランス項目}} \geq ? \% \text{ 等}$$

(出所) みずほ総合研究所レポート[2011]より報告者作成。

バーゼル規制の展開によって、自己資本比率規制国際的な協調は達成されてきたが、欧州ではバーゼル規制とは別に独自の自己資本比率規制の展開を見せている。それが資本要求指令 (CRD) である。CRD とはマイクロ・プルーデンス監督規制体制の 1 つで、欧州独

自の自己資本比率規制の枠組みを作ることでバーゼル規制の補完的役割を担うものである。CRDは2006年から始まり、CRD I から CRDIV⁷⁰までであるが、ここではCRD IIIとCRD IVについてみていく（図表 3-3-4）。

CRD IIIの特徴の1つが、再証券化商品⁷¹に関して通常の証券化商品よりも高い資本要件を満たすよう求めていることである。金融危機後に再証券化商品の複雑性、不明瞭性が明らかとなったため、再証券化商品に対する高い資本比率の要求、監督体制の強化、商品の調査活動の強化をCRD IIIで示した。具体例としては、商品の調査活動が十分になされない場合にその商品のリスク・ウェイトを一番厳しい基準（1250%）に設定するか、もしくは自己資本から控除する必要がある、と規定している。

2つ目の特徴はトレーディング勘定についてより監督規制が強化された事が挙げられる。従来のトレーディング勘定のリスク計算であるバリュー・アット・リスク⁷²（VaR）は十分でないとの批判を受けて、従来のVaRに加えて、ストレスをかけたVaR⁷³についても考慮する方法が提案された。結果として再証券化商品同様にトレーディング勘定でも必要な自己資本比率を高めざるを得ない。また、CRD IIIにおいて、一部で行われていた証券化商品などのエクスポージャー開示がCRD対象銀行すべてに拡大する提案がなされたが、その中でもトレーディング勘定は通常の銀行勘定と同様に情報開示を強化することが求められている。

次にCRDIVであるが、これは基本的には2013年開始予定のバーゼルIII導入に向けたEU域内自己資本規制案であり、大枠はバーゼルIIIの内容を踏襲している。しかしながらいくつかの点で違いがみられる⁷⁴。それはCRDIV法案がCRDにおける提案をEU法における「指令」と「レギュレーション」に2分して考えているからである。「指令」はレギュレーションに比べて裁量的であり、加盟国は提案を最低水準としてより厳格な独自の規定を導入することも可能である。一方、「レギュレーション」は規定的要素が強く、EU加盟国に直接的な強制力を持つ（図表 3-3-5）。例をあげると、自己資本比率規制に加えてコーポレート・ガバナンスの強化、罰則規定の導入、金融規制監督の強化、格付け機関の外部委託抑制などの提案をしている事である。例えば、コーポレート・ガバナンスについては将来のリスク見通しに関する新ルール導入を検討している。罰則規定の導入については業務停止命令、違反対象機関の公表、さらに年間売上高の10%の罰金の導入を検討している。違反行為については各銀行の義務（銀行業務認可取得義務、情報開示義務、規制当局

⁷⁰ CRDIVについては2011年11月1日現在未実施である。

⁷¹ 証券化商品を組み合わせて証券化商品としたもの。通常の証券化商品よりも透明性が低く、リスクが高い場合が多い。

⁷² 統計的手法による市場リスク最大損失額の算出方法。

⁷³ バーゼル銀行監督委員会において、ストレス期は2007年から2008年にかけての12ヶ月間であったと考えられている。

⁷⁴ ここではEuropean CommissionのCRD-Frequently Asked Questionsを参考にしている。

(<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/527&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>)

への報告義務)、自己資本比率などの規制などが挙げられる。

図表 3-3-4 資本要求指令(CRD)の展開

2006年6月	CRDの採択
2007年1月	CRDの導入開始
2008年10月	欧州委員会によるCRDⅡへの改正案提案
2009年7月	CRDⅢへの改正案提出
2009年9月	CRDⅡの採択
2010年9月	CRDⅢへ改正
2010年12月	CRDⅡ・Ⅲによる国内整備の期限
2011年7月	CRDⅣ法案公表(2012年末までの採択を想定)

(出所) BIS, みずほ総合研究所 report[2011a]より報告者作成。

図表 3-3-5 指令とレギュレーションの分類

指令(directive)	レギュレーション(regulation)
資本バッファー	資本の最低水準
健全性監督	流動性
コーポレート・ガバナンス	レバレッジ
罰則規定	カウンターパーティー信用リスク

(出所) European Commission より報告者作成。

3.4 実体経済の再建

(1) 「ヨーロッパ・セメスター」予算の事前審査と目標実現への政策監視

財政政策に関しては経済危機によってEU規模でのより強固な経済ガバナンスの調整と協調の必要性が再認識された。経済政策や構造改革に関するEUと加盟国間の協議は今まで場所を問わず、様々なプロセスを経て行われて来た。しかし、それらは互いに関連性を持ちながら必ずしも有機的に組織されていないため、政策間の調整を行う必要が出てきた。そこで財政規律の維持と強化に関して働いている安定成長協定を強化する形で財政政策の監視と調整の枠組みとして「ヨーロッパ・セメスター」が導入された。戦略の主要な要素は各国の予算案と経済政策策定の前にEUレベルで財政政策の監視・評価を行い、国家間の協調を高めることである。そのために一年周期のマクロ経済的、予算的、構造的な政策の協調を通して実現していく。ヨーロッパ・セメスターの各段階は以下の通りであり、各段階の流れは図1によって示してある。ヨーロッパ・セメスターは約6ヶ月間を1つのサイクルとして毎年1月から実施される(図表3-4-1)。

図表 3-4-1 ヨーロピアン・セメスターの行程

第1段階：3月の欧州理事会に向けた準備

① 年次成長外観提出（欧州委員会）

欧州委員会は毎年一月に年次成長外観を提出する。

② 協議と方向性の明確化（欧州議会・EU 閣僚理事会）

年次成長外観を基にして、欧州議会と EU 閣僚理事会は協議を行う。経済・環境・通信・教育などの各分野に対して今後の方向性を明確にする。

③ 方向性の提示（欧州理事会）

欧州議会と EU 閣僚理事会における協議を基にして、欧州理事会は政策に関するガイダンスを EU 加盟国に提示する。

第2段階：3月の欧州理事会後

④ 予算戦略と行動案提出（EU 加盟国）

欧州理事会からガイダンスを受け取った各国は欧州 2020 に基づいた国家目標と、各分野に対応した行動案を示す「国別改革プログラム（NRP）」と「安定・収斂プログラム（SCPs）」を欧州委員会に提出する。

⑤ 評価と勧告の整理（欧州委員会）

欧州委員会は提出された NRP と SCPs を評価し、それらに基づいた各国毎への意見と勧告を整理する。

⑥ 意見と勧告の採択（EU 閣僚理事会）

EU 閣僚理事会は意見と勧告をまとめたガイダンスの採択を行う。

⑦ 勧告の確認（欧州理事会）

欧州理事会の首脳会議において、各国別のガイダンスの確認を行う。

⑧ 翌年度予算案策定・提出（EU 加盟国）

EU 加盟国はガイダンスに基づいて予算案を策定し、各国の議会において予算案の採択を行う。

（出所）JETRO 調査レポートより報告者作成。

2011 年はヨーロッパ・セメスターが初めて実施された年であり、今後の動きを決める大事な年であるといえる。理事会によって行われる勧告について国別の概要が 2011 年 7 月に EU 官報で公表された。勧告対象となる分野は主に財政・予算、金融部門、労働市場・税制、規制改革、競争である。財政部門における「過剰赤字手続きのもとで財政再建実施や理事会勧告の順守を行うこと」という勧告のように、多くの国に勧告されている内容もあれば、競争力拡大や労働市場の整備などの部門では比較的、各国別の問題に焦点を当てた内容となっている。各国によって具体的に提示された目標達成計画や理事会による勧告を、今後どれだけ実現できるかがヨーロッパ・セメスターの評価の分かれ目となるだろう。

(2) 「欧州 2020」新たなる 10 年間の中期的成長戦略

2000 年代の欧州の成長戦略は 2000 年 3 月の欧州理事会で採択されたリスボン戦略によって形づけられていた。当時のグローバル化と技術革新に対応するため、条約では労働市場・金融市場の深化を目指す経済政策、人的資源の有効活用を目指した雇用政策、貧困対策といった社会政策など広範囲にわたって包括的に EU の成長を促す戦略・政策を掲げた。

では、リスボン戦略は 2000 年代の 10 年間に機能してきたのだろうか。答えは Yes であり、No ともいえる。一定の成果を見せたリスボン条約ではあるが、国によっては停滞を続けている国も存在し、その成果は十分なものとは言えない、との批判もある。

欧州委員会では、2010 年で終了するリスボン戦略を引き継ぐ“新たなる 10 年間の中期成長戦略”を 2008 年から考案していた。この時には既に金融・経済危機を経験していたため、新たなる戦略はリスボン戦略からのグローバル化・技術革新・高齢化といった問題への更なる対応とともに、危機によって明らかとなった問題点に対処したものとなった。2009 年 11 月に草案発表、2010 年 3 月に欧州 2020 の骨子発表が行われ、同月には欧州理事会にて承認された。同年 6 月に欧州理事会によって正式に採択され、その後は具体的な政策の議論が重ねられた。リスボン戦略では 3 つの政策課題を①持続的な (Sustainable) 経済成長、②より多くのより良い雇用 (more and better jobs)、③社会的結束の強化 (greater social cohesion) としている。

一方で欧州 2020 では優先事項として①持続可能な (Sustainable) 経済成長、②知的な (Smart) 経済成長、③社会全体を包括する (Inclusive) 経済成長の 3 つを挙げている。リスボン戦略の政策課題を引き継ぎながらも、危機を経た上で更なる深化を目指す戦略となっている。3 つの優先事項に沿う形で 7 つのテーマと各テーマ毎の戦略実行のための最有力事項 (旗艦イニシアティブ) が提案されており、以下では各テーマと旗艦イニシアティブについて説明していく。

① 知的な (Smart) 経済成長

7 つのテーマの中で知的な経済成長に含まれるのは (1) イノベーション、(2) 教育、(3) デジタル社会、の 3 つである。

EU の研究開発投資は GDP 比で 2%弱であり、米国の 2.6%や日本の 3.4%に比べて少ない。イノベーションのための枠組み条件の改善などによって絶対的な投資水準を高め、質と量の両面にアプローチする戦略を取る。

図表 3-4-2 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:イノベーション)

旗艦イニシアティブ「イノベーションの統合」
<p>EU</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 欧州研究領域 (ERA) の完成と戦略的研究 ・ 企業のイノベーションのための枠組み条件の改善 ・ 欧州イノベーション・パートナーシップ (EIP) の導入 ・ イノベーション支援策の強化と開発 ・ 知識パートナーシップの促進と研究・産学連携の強化
<p>加盟国</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 大学・研究機関・企業の連携強化と共同プログラムの実施 ・ 国家間協力の強化 ・ 研究開発・イノベーションシステムの改革 ・ 科学、数学、工学の学部卒業者の労働力確保 ・ 知識関連予算の優先順位付け

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

図表 3-4-3 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:教育)

旗艦イニシアティブ「若者の移動促進」
<p>EU</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 学生、研究者の移動促進プログラムの確立と強化 ・ 高等教育の近代化計画の向上 ・ 若年層専門家の発展を中心とした起業促進方策の発展 ・ ノンフォーマル学習 (学外施設を通じた組織的な学習) とインフォーマル学習 (生涯を通じた非組織的な学習) の評価 ・ 若年層雇用の促進政策枠組みの確立
<p>加盟国</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 高等教育までの教育・訓練制度への効率的投資の保障 ・ 高等教育までの各段階における教育成果の向上 ・ 国家資格枠組みの確立による教育制度の開放性・妥当性の強化 ・ 若者の労働市場参入の促進

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

図表 3-4-4 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:デジタル社会)

旗艦イニシアティブ「欧州のデジタル化」	
EU	<ul style="list-style-type: none"> ・インターネット基盤高速化への投資を促進する法的枠組みの確立 ・ブロードバンド周波数の効率化政策の策定 ・デジタル社会促進のためのEU 構造基金の利用促進 ・オンラインのコンテンツとサービスの単一市場の設立 ・研究及びイノベーション基金の改革と ICT 分野への支援強化 ・市民のインターネット利用の促進
加盟国	<ul style="list-style-type: none"> ・高速インターネット戦略の策定 ・ネットワーク発展のコスト削減に向けた効率的な整備のための法的枠組み ・現代のオンラインサービスの展開と利用の促進

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

② 持続可能な (Sustainable) 経済成長

持続可能な経済成長に含まれるテーマは (4) 環境、(5) 競争力、の2つである。

図表 3-4-5 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:環境)

旗艦イニシアティブ「欧州における資源の効率的活用」	
EU	<ul style="list-style-type: none"> ・資源の効率的利用に関する市場の取り組み活用の枠組み強化 ・交通近代化と脱炭素化の提案 ・欧州各国を繋ぐインフラ整備等の戦略的プロジェクトの実施を加速 ・域内エネルギー市場の完成と「戦略的エネルギー技術計画」の実行 ・エネルギー効率化行動計画の採択と実施、資源効率改善のための大規模プログラム促進 ・2050 年を期限として低炭素、高い資源効率、気候変動に対する柔軟性の高い経済を達成するための構造的・技術的改革構想の確立
加盟国	<ul style="list-style-type: none"> ・環境に有害な補助金の段階的廃止 (漁業、農業) ・交通・エネルギーに関するインフラ整備、ICT のフル活用 ・EU 域内全体の交通インフラ整備計画の連携 ・資源利用削減のための規制、基準の確立 ・エネルギー集約産業におけるエネルギー効率向上手段の利用インセンティブ強化

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

図表 3-4-6 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:競争力)

旗艦イニシアティブ「グローバル化に向けた産業政策」
<p>EU</p> <ul style="list-style-type: none">・ 産業拠点を維持・開発するための産業政策の確立・ 複数の政策手段による産業政策への横断的アプローチの開発・ 事業環境の改善 (中小企業中心)・ 国家による補助・グローバル化調整基金によるセクター再編促進・ 中小企業の国際化の促進・ 天然資源の使用削減へ向けた技術・生産の発展・ EU・世界市場に効果的にアクセス可能な交通・物流ネットワークの整備・ 地球全体の測位・監視のための宇宙政策・ 観光産業競争力の強化・ サービス・製造部門の資源効率向上支援のための規制見直し
<p>加盟国</p> <ul style="list-style-type: none">・ イノベーション企業の環境改善・ 知的財産権の施行環境の改善・ 企業の管理上の負担の軽減

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

第3章 欧州再建への処方箋

③ 包括的な (Inclusive) 経済成長

包括的な経済成長に含まれるテーマは (6) 雇用・技能、(7) 貧困撲滅、の2つである。

図表 3-4-7 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:雇用・技能)

旗艦イニシアティブ「新たな技術・職業に向けた課題」
<p>EU</p> <ul style="list-style-type: none"> ・柔軟かつ安定した訓練・再雇用システムの策定と実施 ・複雑化する作業パターンに対応した法整備 ・EU 域内の労働力流動性促進と労働需給の均衡 ・労働組合・経営者連盟などの能力強化 ・教育・職業訓練分野の戦略的協力枠組みの強力な推進 ・生涯学習・労働力市場への参加へ向けた教育・職業訓練
<p>加盟国</p> <ul style="list-style-type: none"> ・フレキシキュリティを高める工程の導入 ・税制・社会保障給付制度の効率化に関するレビューと定期的な監視 ・ワークライフ・バランスの促進 ・EU における資格枠組みの導入支援 ・生涯学習と労働力市場への参加に必要な能力取得支援 ・教育・職業訓練業界と職場のパートナーシップの開発

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

図表 3-4-8 旗艦イニシアティブとEU・加盟国の役割(テーマ:貧困撲滅)

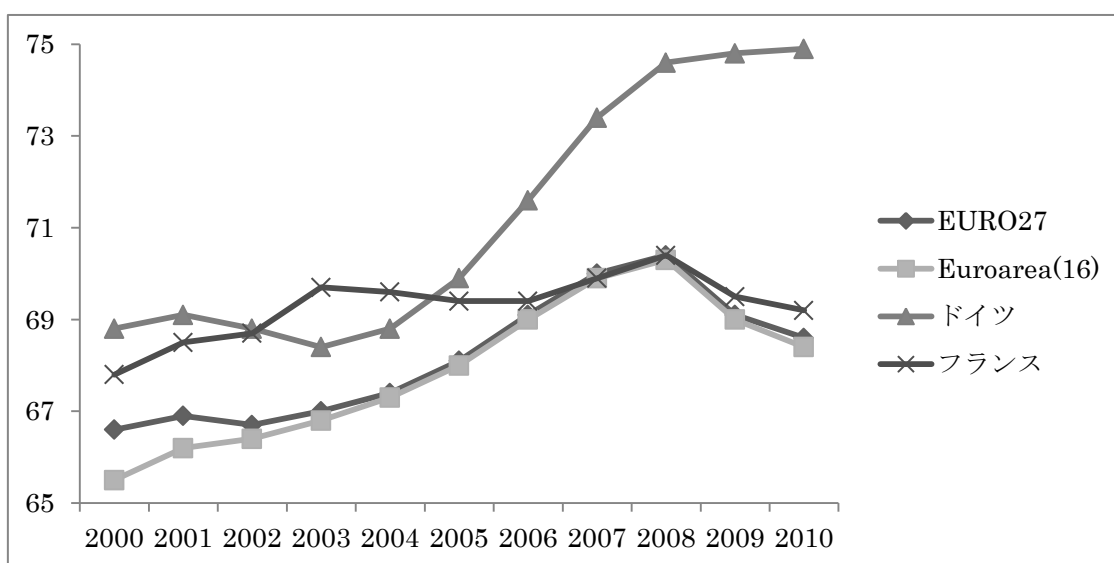
旗艦イニシアティブ「欧州貧困対策プラットフォーム」
<p>EU</p> <ul style="list-style-type: none"> ・社会的疎外・保護に関する最良な調整方式の見直し ・社会的弱者のための社会的イノベーション促進プログラムの設計・導入 ・社会保護と年金制度の妥当性と持続可能性の評価 ・医療制度へのアクセス改善
<p>加盟国</p> <ul style="list-style-type: none"> ・貧困と社会的疎外の撲滅における全体と個人の責任を明確化 ・特別なリスクを持つ人々（高齢者、障害者、少数民族など）への対応 ・適正な所得支援や医療へのアクセスを改善する社会保障と年金制度の改革

(出所) JETRO, *Europe 2020* より報告者作成。

また、欧州 2020 には 5 つの数値目標が定められている。5 つの主要目標とは、就業率、研究開発投資の GDP 比、温室効果ガスの排出削減、教育水準、貧困削減の 5 分野における数値目標を達成することであり、各テーマの詳細については以下で取り上げる。

就業率における数値目標は 20~64 歳の就業率を 69%から 75%に引き上げることである。2000 年代を通して EU 加盟国の就業率は 2%しか伸びておらず、数値目標の実現にはより一層の対策が必要であるといえる（図表 3-4-9）。改善策として教育や労働市場の改善により女性及び高齢者の就業率を高め、労働力としての移民の働きを強化することが挙げられる。

図表 3-4-9 就業者の割合 (単位: %)



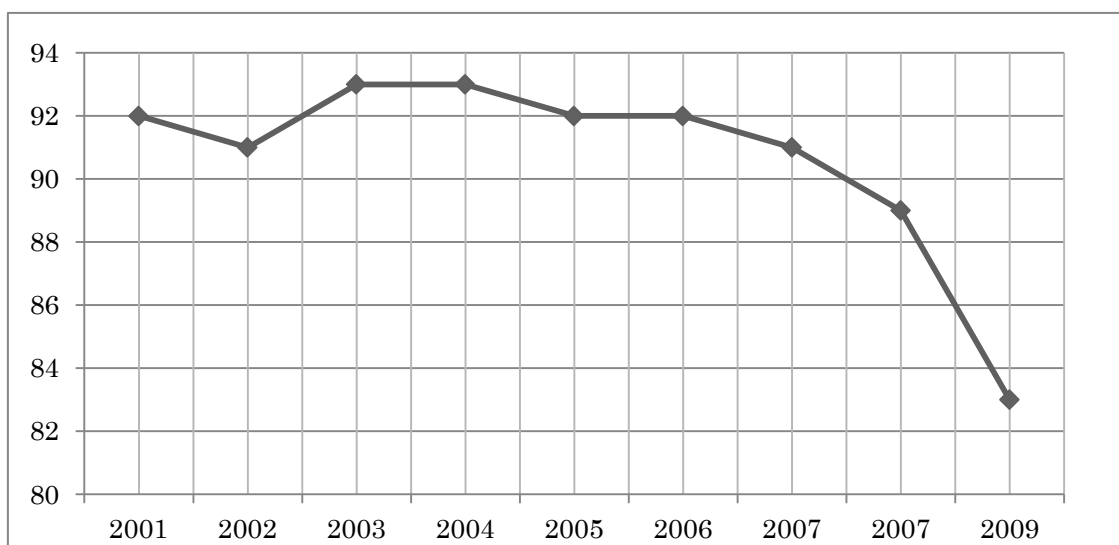
(出所) Eurostat, *Europe 2020 indicators* より報告者作成。

研究開発投資の GDP 比に関しては GDP 比 3%が数値目標であるが、欧州の中でも中心国であるドイツ、フランスも達成には至っていない。特に PIIGS 諸国は 2%を下回っており、今後の実体経済の発展において大きな阻害要因となることが考えられる（図表 2-5-8）。民間部門を中心とした研究開発投資を増大し、旗艦イニシアティブ「イノベーションの統合」において上述したように、研究投資の効率的な配分と活用方法についても改善する必要がある。

温室効果ガスの排出削減の数値目標は、1990 年時点の温室効果ガスの排出量を 100 として、20%以上削減することである。2000 年代においては一定の改善がみられ、他の数値目標に比べて実現可能性が高いと言える（図表 3-4-10）。欧州は他の先進国の削減協調と途上国による十分な削減への貢献が国際的に合意された場合には 20%から 30%へ削減目標を引き上げる、としている。欧州議会の環境・公衆衛生・食品安全委員会は 2011 年 5 月に国際的な合意に関わらず 2020 年における削減目標を 30%に引き上げる決議案を採択

したが、同年7月に本会議において否決されたため採択には至らず、EUは欧州2020における削減目標の20%を維持している。また、温室効果ガス削減に関して欧州委員会から2011年3月に「競争力のある低炭素経済へと転換するためのロードマップ」が公表されている。ロードマップでは欧州2020における削減目標よりも長期的な温室効果ガス削減計画について提示されている（図表3-4-11）。同ロードマップは協議段階であり、石炭依存度の高いポーランドなどの反対により採択には至っていない。

図表 3-4-10 温室効果ガス削減量 (単位: %)



(注) EU27の平均。1990年の排出量を100とする。

(出所) Eurostat, *Europe 2020 indicators* より報告者作成。

図表 3-4-11 ロードマップにおける部門別削減率

削減部門	2005年	2030年	2050年
合計	-7%	-40 ~ -44%	-79 ~ -82%
電力部門 (CO ₂)	-7%	-54 ~ -68%	-93 ~ -99%
産業部門 (CO ₂)	-20%	-34 ~ -40%	-83 ~ -87%
運輸部門 (CO ₂ , 航空を含み、海運を除く)	+30%	+20 ~ -9%	-54 ~ -67%
家庭・業務部門 (CO ₂)	-12%	-37 ~ -53%	-88 ~ -91%
農業部門 (CO ₂)	-20%	-36 ~ -37%	-42 ~ -49%
CO ₂ 以外のGHG ⁷⁵	-30%	-72 ~ -73%	-70 ~ -78%

(注) 1990年時点の排出量を100としている。

(出所) *A Roadmap for moving to a Competitive Low Carbon Economy in 2050*より報告者作成。

⁷⁵ 温室効果ガスのこと。

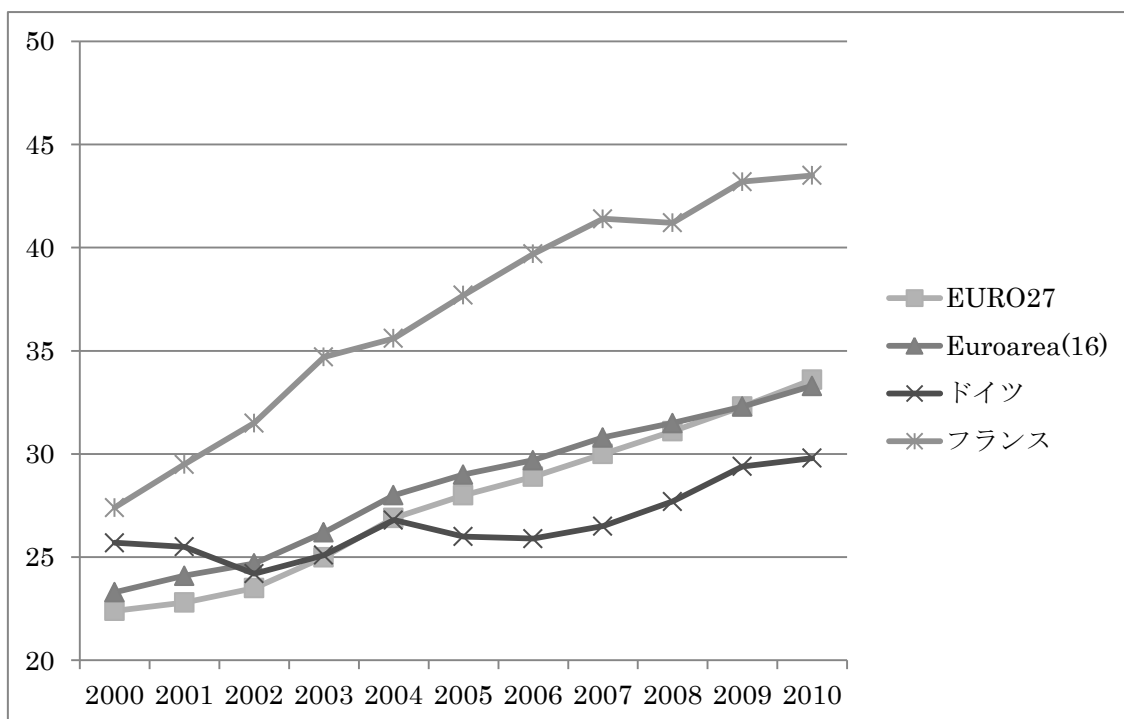
第3章 欧州再建への処方箋

教育水準における数値目標は学業放棄の割合を10%以下に引き下げること、30～34歳の高等教育卒業比率を31%から40%以上に引き上げることである。前者の目標はEU加盟国全体で2000年の17.6%から2010年段階で14.1%まで引き下げた実績があり、対策の継続と強化により目標の10%以下は十分実現可能であると考えられる(図表3-4-12)。しかしながら、2010年の段階においてスペイン(28.4%)、スロバキア(28.7%)、マルタ(36.9%)など高い中途放棄率を維持している国々もあり、協調した対策と共に各国毎の対策も重要である(図表3-4-13)。後者の目標である40%も2000年の22.4%から2010年の33.6%と10年間で11.2%の上昇を達成した実績があるため、十分実現可能な目標値であると言える。しかし、こちらもまたルーマニア(18.1%)、マルタ(18.6%)、イタリア(19.8%)など低位の水準に位置する国々が存在しており、各国別の対策が重要視される。

貧困削減における数値目標は、貧困・排斥の危険性のある人口を25%削減、EU全体で2,000万人を貧困層から引き上げることを目標としている(図表3-4-14)。

図表3-4-12 30～34歳の高等教育卒業比率

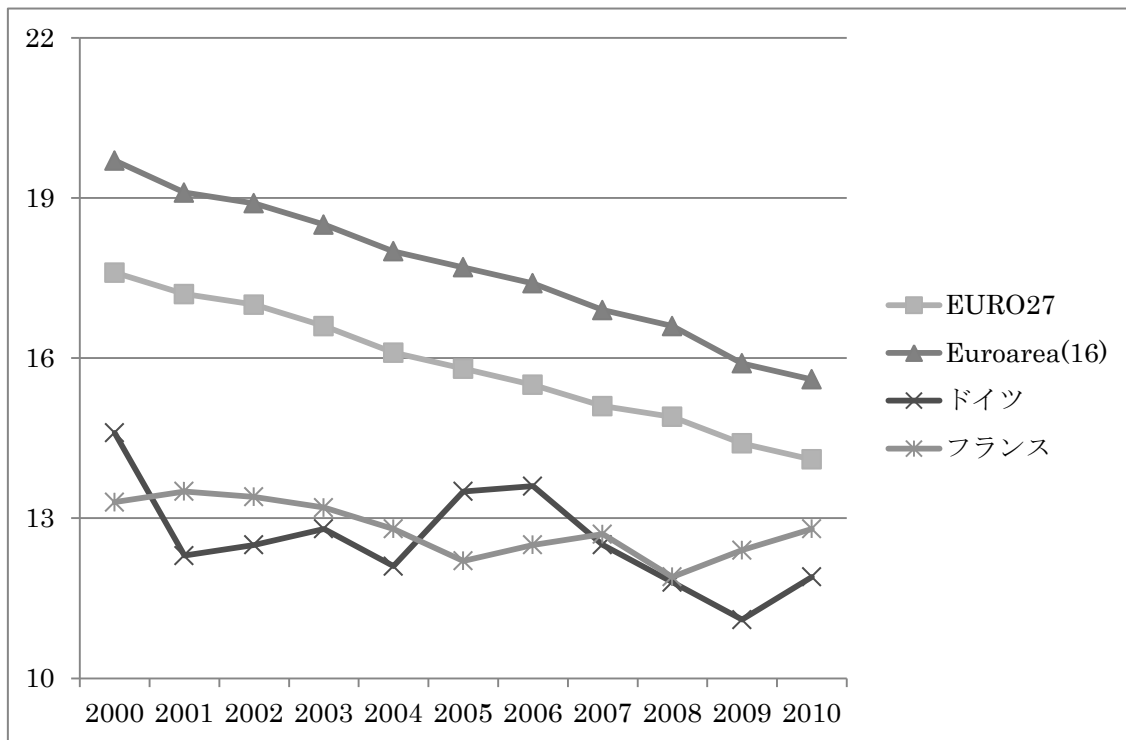
(単位: %)



(出所) Eurostat, *Europe 2020 indicators* より報告者作成。

図表 3-4-13 前期中等教育⁷⁶放棄人口の割合

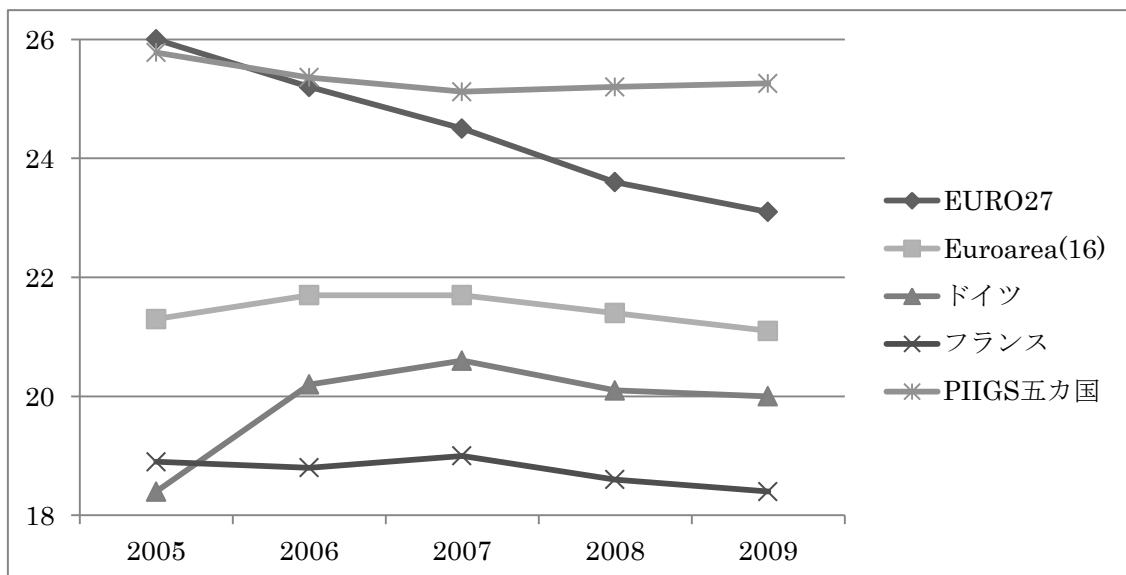
(単位:%)



(出所) Eurostat, *Europe 2020 indicators* より報告者作成。

図表 3-4-14 貧困・排斥の危険性のある人口割合

(単位:%)



(出所) Eurostat, *Europe 2020 indicators* より報告者作成。

⁷⁶ 日本における中学校に相当する。

(3) 「ユーロプラス協定」競争力と収斂のための経済政策協調の強化

2008年からの一連の経済危機はEU全体での政策協調の必要性を明らかにした。EUの財政政策においては既に安定成長協定によって一定の強調が取られていたが、新協定では安定成長協定の更なる強化と、新たな分野への協調拡大が求められた。2011年2月にドイツとフランスの話し合いによって提案された「競争力強化に向けた協定（以下、競争力協定）」を草案として、3月にはEU全体の経済政策協調の詳細が決まり、最終的に「ユーロプラス協定（Euro Plus Pact）」としてEU首脳会議において合意されている。ユーロプラス協定は競争力協定を元にしたものではあるが、いくつかの点において相違点がある。例えば、競争力協定では6項目の対策が提案されていたが、予想を超えてユーロ圏の国々から反対意見が出された。EUにおいて低い法人税率を課すことで外国企業を誘致しているアイルランドは法人税の引き上げに対して反対し、賃金の物価スライド制を採用しているベルギーとルクセンブルクは物価スライド制の撤廃に反対している。このような反対を受けてユーロプラス協定の内容は一般化され、罰則も規定されていない。ユーロ圏以外の参加は任意としていたが、6カ国（デンマーク、ブルガリア、ポーランド、ラトビア、リトアニア、ルーマニア）が参加を表明した。残りの4カ国（英国、スウェーデン、チェコ、ハンガリー）についても事後の参加を認めている。そして協定の内容についても当初の案と異なり、具体的な対策は各国毎に任せるとしている。各国の具体策は以下で述べる4つの目標に則り、実行する対策はヨーロッパ・セメスターにおける安定・収斂プログラム（SCP）と国家改革プログラム（NRP）の一部に組み込まれ、欧州委員会、ユーログループなどの監視対象となる。

ユーロプラス協定の4つの目標は競争力の強化・雇用の創出・財政の持続可能性強化・金融安定性の強化である。競争力の強化の指標として「単位労働コスト（ULC）」が挙げられている（図表2-4-33）。経済全体のULCに加え、製造業やサービス業などの主要セクターのULCの評価も行い、競争力の改善の指標とする。具体的な対策は賃金設定方法の見直し、サービス産業の規制緩和、教育制度の改善、研究・イノベーションへの投資、行政制度の改善などが挙げられている。雇用の創出の指標としては長期失業率、若年層の失業率、労働参加率が挙げられる。長期失業率に関しては、EU全体でみるとおおむね減少傾向であったのが2010年度に大幅に減少している（図表3-4-15）。期間別の失業者割合をみると一年未満の失業者が2010年に増加しており、これは危機によって発生した失業者増加が長期失業者の増加につながったものと考えられる（図表3-4-16）。雇用対策の充実化を図らない限り、長期失業者の増加は免れないため、今後の対策が必要となる。若年層の失業率も2008年から増加しており、特にPIIGSの増加率は顕著である（図表3-4-17）。労働力率をみると、25歳から54歳の壮年層はOECD諸国の平均と比べてもほぼ変わらない（図表3-4-18）。しかし、15歳から24歳の若年層と、55歳から64歳の老年層の労働力率はOECD平均を下回っており、それぞれの解決に適した対策が必要とされる。具体的な対策は労働市場の柔軟性促進などの改革、生涯学習の促進、労働参加を促す税制改革な

どが挙げられる。財政の持続可能性強化の指標は持続可能性ギャップ指数⁷⁷である。財政の持続可能性強化に必要なのは年金、医療、社会福祉制度の改革であり、主な対策はまず平均寿命に準じて退職の年齢を変更、払込額の引き上げなど年金制度を現状の財政に順応させる。次に早期退職の制限（特に 55 歳以上の労働者）によって高齢労働者の雇用促進を行うことが挙げられている。また、加盟国に対し安定成長協定で定められた財政健全化に関するルールを国内法（憲法や枠組み法など）にも適応し、そのルールに基づいて具体的な財政政策を行う事が要求されている。金融安定性の強化の指標は各国の銀行、家計、企業の債務残高であり、これらの監視体制の強化が各国に求められる。特に銀行に関しては規制・危機発生時の法整備を行い、EU レベルでのストレステスト⁷⁸を行う。しかしながら、ストレステストにより健全性が不合格とされた銀行数とその資金不足額は研究機関や投資家の予想をはるかに下回る結果となり、その結果が疑問視されている。その不安が的中したかのように 2011 年の 10 月には、7 月にストレステストに合格したはずのフランス・ベルギー系大手銀行デクシアが経営破綻したため、年内に追加審査が行われることになった。（図表 3-4-19）。次回のストレステストでは要求する自己資本比率を CoreTier1 比率で前回の 5%から 9%まで引き上げる構想が練られているが、この場合対象銀行の過半数を超える銀行が不合格対象として資本不足を指摘されるだろう。

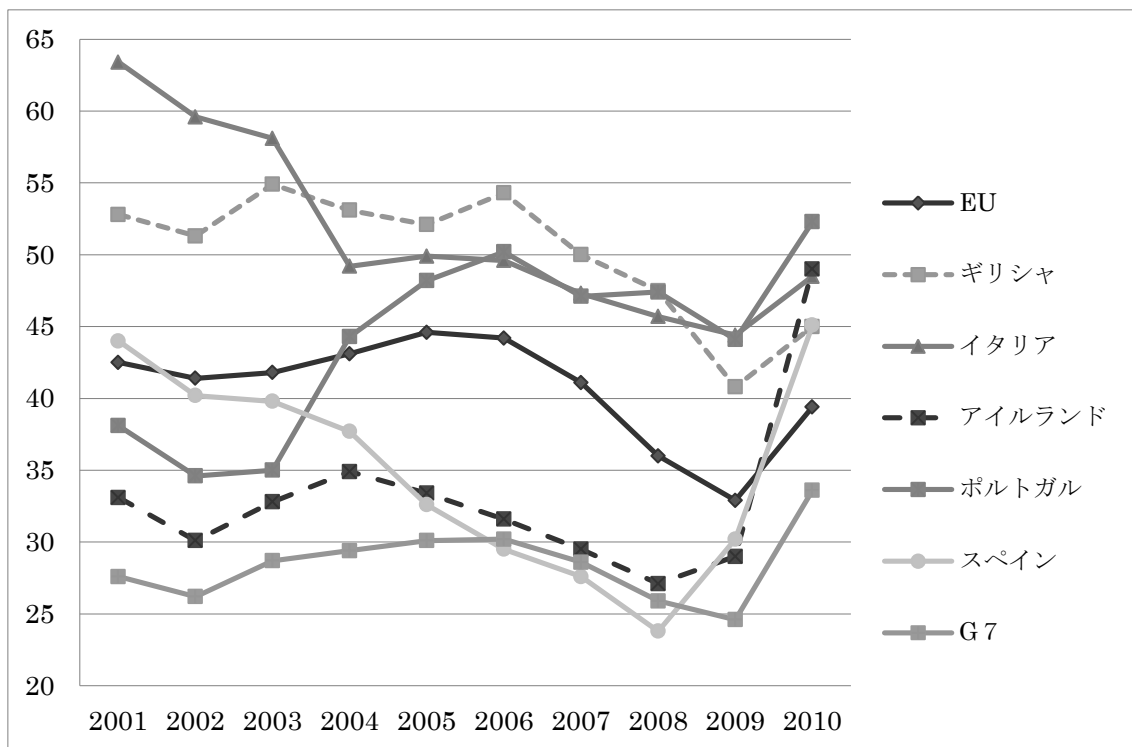
以上の 4 項目に加え、租税対策にも言及している。基本的には各国にその権限を認めただ上で、今後の財政再建のために税制の改革や租税政策の協調が必要であると述べられている。

⁷⁷持続可能性ギャップ指数とは財政の持続可能性を示すために、欧州委員会と加盟国によって取り決められた指標である。

⁷⁸ ストレステストとは定期的を実施する EU レベルで大手銀行の資産を対象とした健全性審査を指す。2010 年に実施されたテストで 7 行の資金不足（合計 35 億ユーロ）が、2011 年 7 月に実施されたテストで 8 行の資金不足（合計 25 億ユーロ）が指摘された（図表 3-4-20,3-4-21）。

図表 3-4-15 1年以上の長期失業者

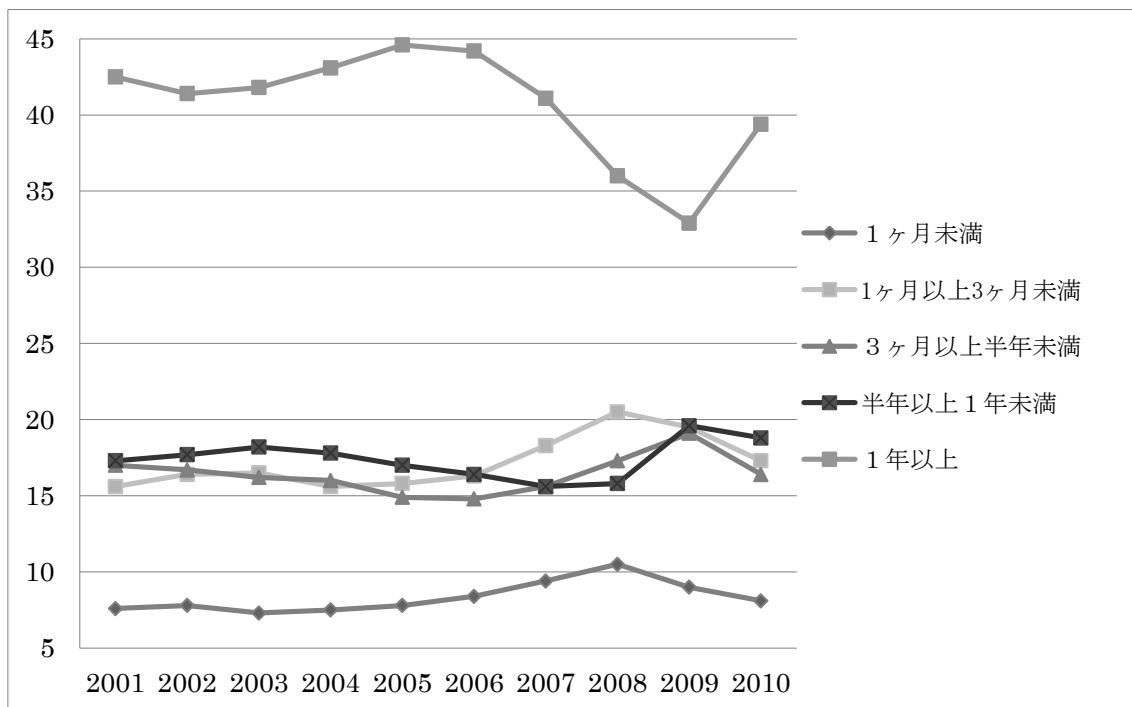
(単位:%)



(出所) OECD, *Statistics* より報告者作成。

図表 3-4-16 期間別の失業者割合 (EU 全体)

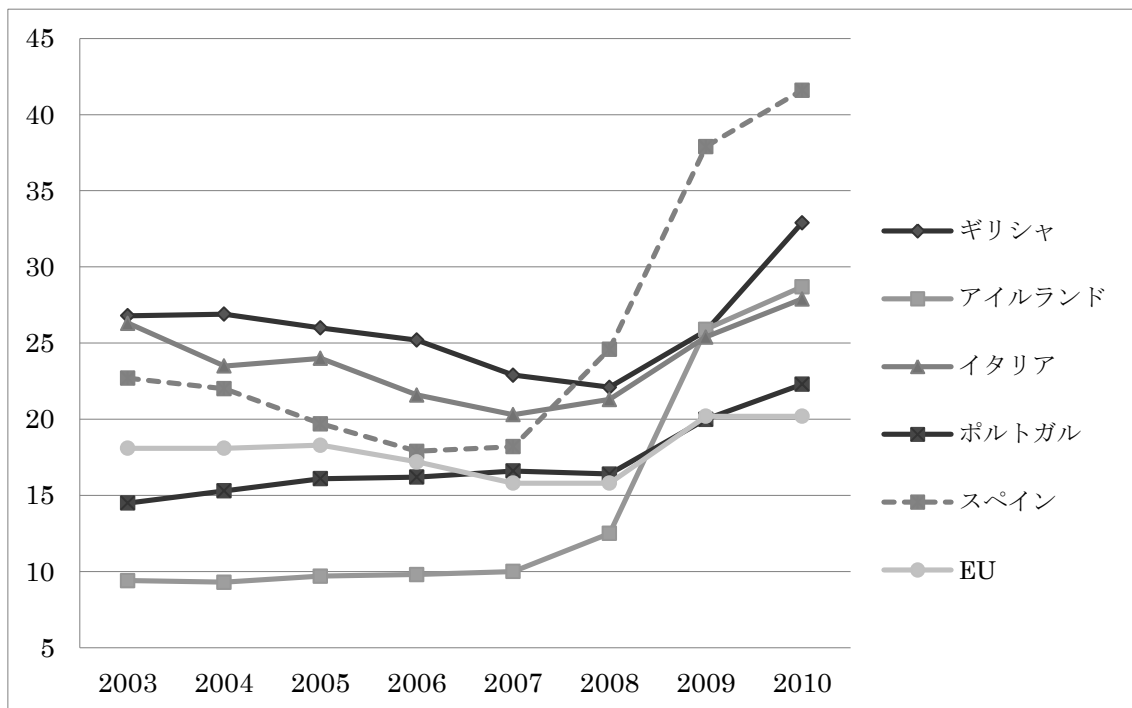
(単位:%)



(出所) OECD, *Statistics* より報告者作成。

図表 3-4-17 若年層失業率(15~24歳)

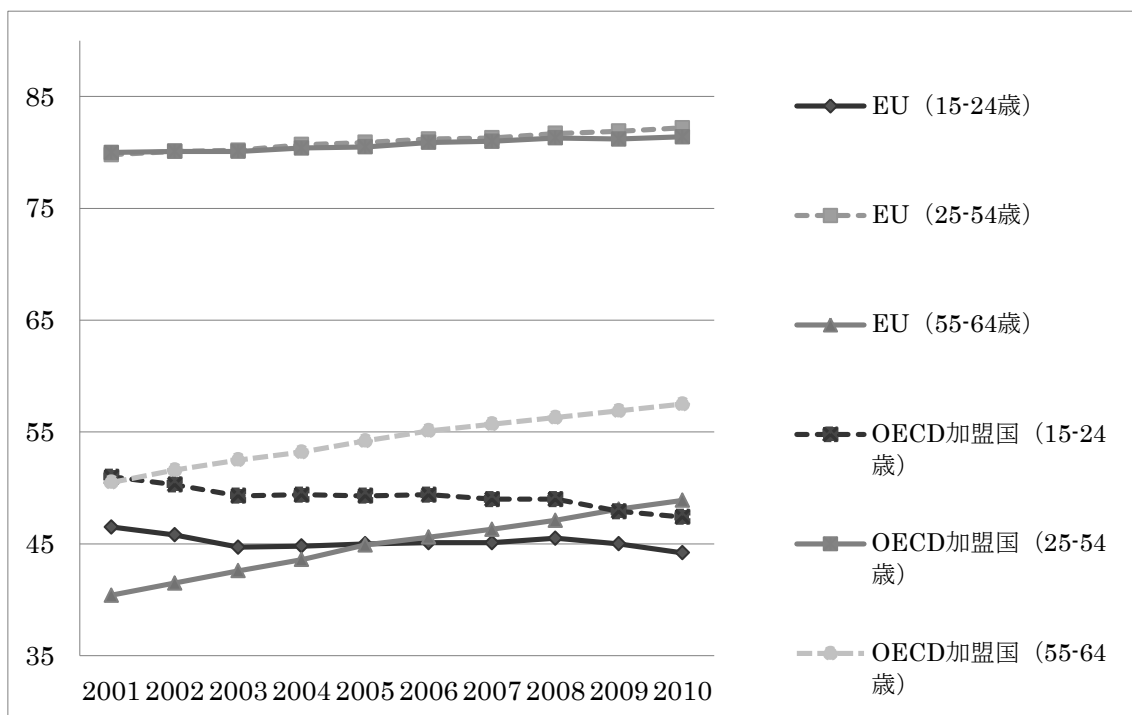
(単位:%)



(出所) OECD, *Statistics* より報告者作成。

図表 3-4-18 EUとOECD加盟国の労働力率

(単位:%)



(出所) OECD, *Statistics* より報告者作成。

図表 3-4-19 デクシアのストレステスト結果

実施時期	ストレシナリオ下の Tier 1 比率 (ソブリンリスクあり)	資本不足額
2010年7月	10.9% (2011年末の予想値)	なし
2011年7月	10.4% (2012年末の予想値)	なし

(出所) EBA より報告者作成。

図表 3-4-20 2010年7月実施ストレステスト不合格対象の銀行

(単位: 資本不足額は億ユーロ)

対象銀行	本国地	ストレシナリオ下のティア1 比率 (ソブリンリスクあり) 2011年末の予想値	資本不足額
ディアダ	スペイン	3.9%	10.32
コルドバ貯蓄銀行(カハスール)	〃	4.3%	2.08
UNNIM	〃	4.5%	2.70
バンカ・シビカ	〃	4.7%	4.06
エスピーガ	〃	5.6%	1.27
ギリシャ農業銀行	ギリシャ	4.4%	2.43
ヒポ・リアル・エステート	ドイツ	4.7%	12.45

(出所) EBA より報告者作成。

図表 3-4-21 2011年7月実施ストレステスト不合格対象の銀行

(単位: 資本不足額は億ユーロ)

対象銀行	本国地	ストレシナリオ下の Tier 1 比率 (ソブリンリスクあり) 2012年末の予想値	資本 不足額
カハ・デ・アルロスデル・メディオ ラネオ (CAM)	スペイン	3.0%	9.47
カタルーニャ・カイシャ	〃	4.8%	0.75
バンコ・パストール	〃	3.3%	3.17
カハ3	〃	4.0%	1.4
UNNIM	〃	4.5%	0.85
ギリシャ農業銀行	ギリシャ	-0.8%	7.13
EFG ユーロバンク・エルガシアス	〃	4.9%	0.58
オーストリア・フォルクスバンケン	オーストリア	4.5%	1.6

(出所) EBA より報告者作成。

第3章 欧州再建への処方箋

今後への課題策としてはまず、ユーロプラス協定に加盟していない国への対応である。ユーロプラスのプラスとはユーロ圏の他に協定に加わった6カ国（ルーマニア、ブルガリア、ポーランド、リトビア、リトアニア、デンマーク）を指すが、チェコ・ハンガリー・英国・スウェーデンの4カ国は参加を見送っている。チェコは財政政策協調が自国の利益に繋がらないと意見を表明している。ハンガリーは税制への介入を拒んでいる。英国はユーロと距離を置く姿勢を示し、スウェーデンは時刻の保証制度に支障を来す恐れがあるとし、各国それぞれ参加を見送っている。協定の参加国と不参加国の二分化を恐れる声もあり、今後の協調体制の再考が必要であるといえる。次に、具体策の実行についてヨーロッパ・セメスターとの連携の上で、各国の具体策の明確化と監視が適切に行われるよう注意する必要がある。ユーロプラス協定は各対応策において金融・財政・実体経済のすべてにフォーカスした非凡な対策案であり、その意義を実際に行動に移せるかどうかは今後のユーロプラス協定の評価の分かれ目といえるだろう。

第4章 ユーロのこれから

4.1 はじめに

3章にわたり、EU発足から現在に至るまで、EUの状況を金融面に重点をおいて説明してきた。第1章では、危機に至るまでの金融システムの変遷及び金融市場の動向をみて、金融危機へとつながる背景を克明に描き出している。そして、第1章を受けて第2章ではパリバ・ショックに端を発する金融危機および経済危機を振り返り、ソブリン危機に至る過程を分析し、現在のリージョナル・インバランスの問題にも言及している。第3章では、一連の危機の中で明らかになったEUの制度面での不備を踏まえ、新たな制度や解決策を紹介してきた。

現在、EUについては多くの識者が様々な意見を述べている。その中身はユーロ崩壊説のようなネガティブなものから、危機の抜本的な解決策になりうるユーロ共同債提案のようなポジティブなものまで多岐にわたっている。これらの意見の中で、第4章ではユーロ崩壊説とユーロ共同債について分析していく。これらの分析を踏まえ、ユーロ共同債をEUの危機への解決策と位置付け、オリジナルのユーロ共同債構想も提案している。参考にしていきたい。

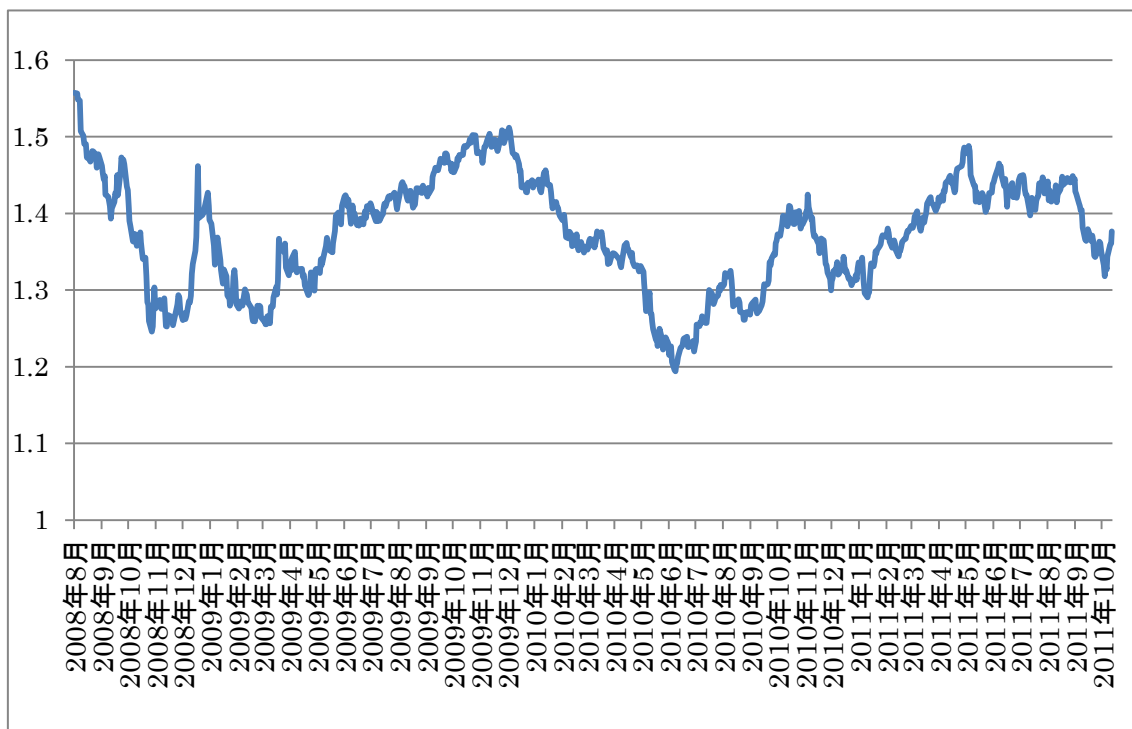
4.2 ユーロ崩壊説

(1) ユーロ崩壊論

財政赤字国の国債格下げが相次ぎ(図表2-4-16)、利回りも上昇している中(図表2-4-11)、問題国においては財政再建がなかなか進まず、IMFやECB、EFSFによる支援も思うような効果を発揮していない。そのため、ユーロの信認が低下し、(図表4-2-1,4-2-2)、ユーロ崩壊という論が至るところで唱えられるようになった。崩壊論と一口に言っても、問題国であるギリシャの離脱から、EUの要ともいえるドイツの離脱まで内容は様々である。その中から、ギリシャ離脱論、ドイツ離脱論、南と北で2つのユーロに分けるというMed通貨論の3つを考察する。

図表 4-2-1 ユーロ対ドル為替相場

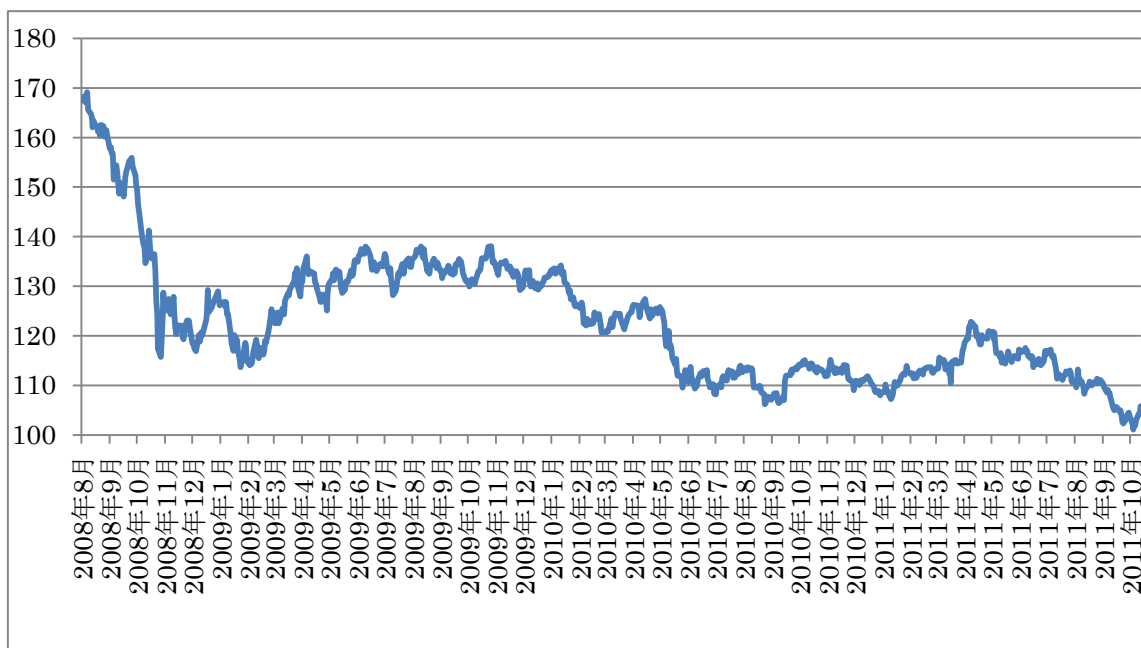
(単位:米ドル)



(出所) ECB より報告者作成。

図表 4-2-2 ユーロ対円為替相場

(単位:円)



(出所) ECB より報告者作成。

(2) ギリシャ離脱論

今回のソブリン危機の引き金となったギリシャは、財政健全化を条件に、加盟各国やIMFなどから支援を受けてきた。だが現状をみても、財政赤字削減は計画通りには進んでおらず、不安の種が尽きない状況だ。市場の懸念を反映し、ギリシャ国債の信用は失墜し、先進国では異例の「ジャンク債」にまでなってしまった。ジャンク債と化した国債では資金調達が行えず、財政再建を進める必要があるにもかかわらず、資金が足りない状況に陥っている。また、これまで行われてきた財政再建策の影響で景気は減退し、ギリシャ国民は不満が増大し、ストライキが相次いでいる。このような状況では、ユーロを捨て、ギリシャ・ドラクマを再び導入することで、問題が解決されるという甘言に惑わされるのも仕方がないかもしれない。

だが、本当に問題は解決されるのだろうか。ギリシャ離脱論の主張は、ギリシャ・ドラクマを導入することで、ユーロに対してドラクマの為替相場が切り下がることを利用して輸出競争力をつけ、景気回復を図ろうというものである。だが、為替相場が切り下がることで、ギリシャ国内ではインフレ率が上昇するため、輸出競争力の効果は減少、もしくは打ち消されることになる。また、図表 2-4-3 を見てもらえば分かるとおり、そもそもギリシャには国際競争力のある輸出財がなく、観光と海運で成り立っているため、輸出競争力の議論はあまり役に立たないように思われる。また、歴史を見ても為替相場の切り下げによって景気回復に成功した国は稀だ。

他にも問題はある。ドラクマの切り下げが予想されれば、国民は自分の資産価値を守るため、より安全なユーロ建て資金で保有しようとするだろう。これにより、ギリシャ国内から預金流出が起き、金融危機、銀行危機につながる可能性もある。資産価値に関連して、ギリシャの政府債務のことにも触れておこう。政府債務はユーロ建てであるため、ドラクマがユーロに対して大幅に切り下がれば、政府債務負担は増大することになる。

また、実際にドラクマを導入となった場合の実務的なコストも問題だ。ユーロを捨て、ドラクマを導入するということは、再び新たなドラクマ通貨を発行し、価格表示もすべてドラクマ表示に変えなければならない。これには莫大なコストがかかることになろう。財政危機の中にあるのに、このようなコストに追われている余裕はないのではないだろうか。

では、もう1つのドラクマ導入のメリットである自国に適した金融政策はどうだろうか。おそらく、ギリシャの中央銀行は景気刺激のために金利を引き下げるだろう。企業の設備投資などが増大するかもしれないが、企業にそれだけの余力があるのかは疑問である。また、預金者にとっては金利が下がることは望ましいことではないため、前述した預金の海外流出につながることも否定できない。

最後に、ギリシャの離脱はEUにどのような影響を与えるかを考えたい。ギリシャが離脱すれば、もう支援をする必要はないし、ユーロの信認が放漫財政の国によって下落することもないだろう。物価安定重視の政策もとりやすく、ユーロの運営という面では、ギリシャの離脱は大きなメリットといえるだろう、だがユーロはEUの法貨であり、放棄する

ことは難しい。また、EU からの離脱の話にもつながるかもしれないが、離脱規定はないため、こちらも困難だろう。また、感情論になってしまうが、一度仲間にした国を見捨てたということは、ユーロという単一通貨自体に疑問の声があがるのではないだろうか。

以上の理由からギリシャのユーロ離脱にはメリットがほとんどないように思われる。そのため、ギリシャの離脱はないであろう。

(3) ドイツ離脱論⁷⁹

ユーロ崩壊説の中には、ドイツがユーロ圏から離脱した方がいいという意見もある。次はこの意見について考察してみよう。そもそも、なぜユーロ圏の中核国であるドイツの離脱論が出てくるのだろうか。ドイツは、経済成長よりも物価安定に重きを置き、厳格な金融政策を行っている。だが、今回ギリシャのような放漫財政を行っていた国のために、救済としてかなりの出費を強いられることとなった。年金受給開始時期を 65 歳から 67 歳へ段階的に引き上げるなど、負担を強いられているドイツ国民にしてみれば、就業者の 4 分の 1 が公務員といわれ、年金受給開始の平均年齢が 61 歳で、55 歳からの前倒し受給も可能といった充実した保障を受けているギリシャのために、なぜ自分たちの税金が使われなければならないのかと憤るのももっともな話だ。こういうわけで、放漫財政の国の支援に疲れたドイツがユーロを離脱するのではないかという話になるのだ。

だが、ドイツにとってユーロを放棄することは、デメリットの方が多いように思われる。ドイツは、マルクの時代から輸出競争力が強かったが、ユーロ導入以後、さらに競争力をつけた（図表 4-2-3）。というのも、ユーロの為替相場はドイツにとっては相対的に低く、輸出がしやすい環境であった（図表 4-2-4）。それに加え、周辺のライバル国もユーロという単一通貨を導入したため、為替相場の変動によってライバル国が輸出競争力をつけるといこともなくなった。ユーロの導入によって、ドイツの一人勝ち市場が出来上がったのだ。

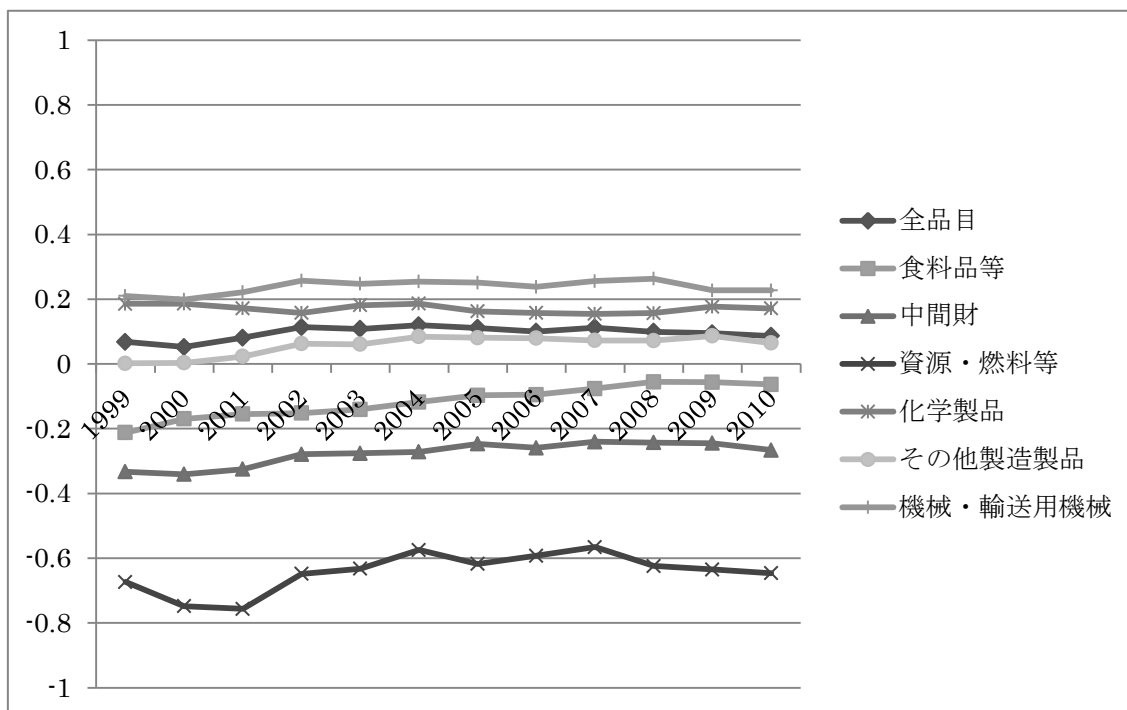
では、もしユーロを離脱し、ユーロ導入以前の通貨、マルクを再び導入したらどうなるであろうか。市場の信頼が厚いドイツの通貨であるマルクは、ユーロに対して大幅に切り上がることが予想される。ユーロ換算で少なくとも 1.53 ドル前後まで切り上がるという試算もある⁸⁰。すると、輸出競争力が低下し、ドイツ経済を支えている輸出産業は打撃を受けることになるだろう。また、ドイツが抜けた場合の残存ユーロに関しても、問題がある。中核国であるドイツを失って、ユーロの為替相場は安定することができるだろうか。たとえ、安定したとしても、少しでも残存ユーロへの不安が生じれば、人びとは安全なマルクへ逃げ、ユーロ売り、マルク買いが行われた結果、マルクが暴騰することになる。輸出競争力がさらに低下するのはもちろん痛手だが、加えて、ドイツはユーロ圏への投融資が多いため、その資金が焦げ付く可能性がある。

⁷⁹ 田中[2010b],白井[2011]を参照した。

⁸⁰ 日本総研[2011]のレポートを参照した。

図表 4-2-3 ドイツの貿易特化係数

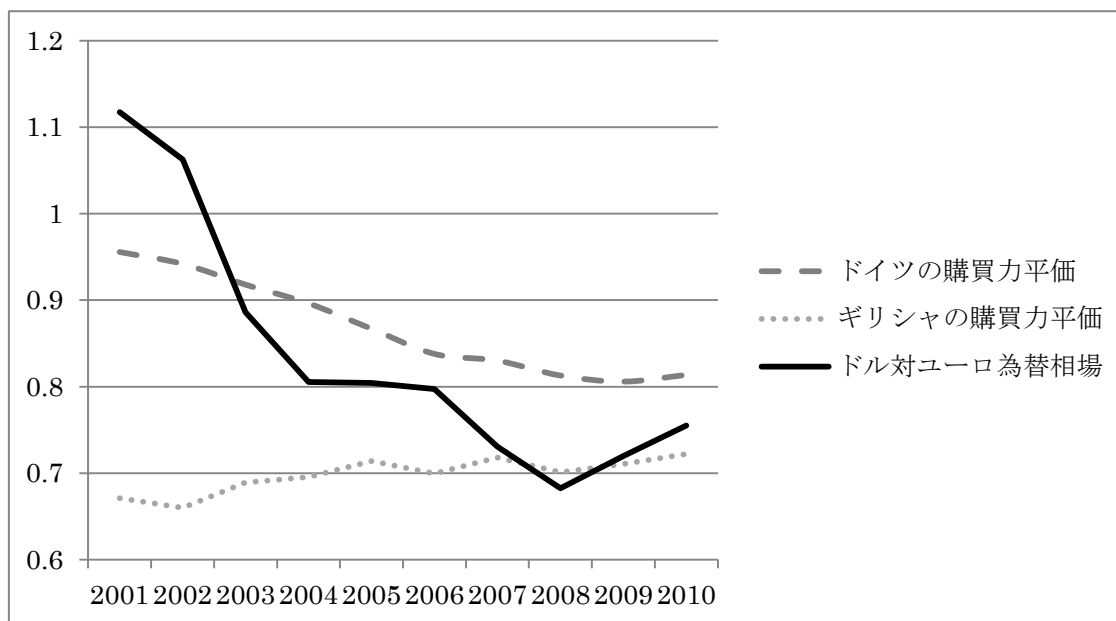
(単位:特化係数)



(出所) Eurostat より報告者作成。

(注) 「1」に近づくほど、その品目は輸出競争力が高いとみなされる。

図表 4-2-4 ユーロの為替相場とドイツ・ギリシャの購買力平価との乖離 (単位:ユーロ)



(注) 為替相場と購買力平価が連動することを利用した。全て1米ドルがいくらなのかを計算したものである。

(出所) OECD より報告者作成。

こうなると、二重で打撃を受けることになる。以上のように考えていくと、ドイツがユーロを離脱するメリットは、ほぼないように思われる。ギリシャ同様、ドイツがユーロを離脱する可能性も、ないと言ってよいであろう。

(4) 南欧ユーロと北方ユーロ

最後に、Med 通貨圏⁸¹について考察してみよう。これは、ユーロ崩壊論と言っても、どこか1国の離脱によるものではなく、ユーロを南欧諸国と北方諸国⁸²で分けてそれぞれ別の通貨を用いようという構想である。分裂した場合、現在の統一通貨ユーロではなくなるため、崩壊論として分類した。

第2章で述べたとおり、ユーロ導入国は、ギリシャやイタリアなどの南欧諸国と、ドイツやオランダなどの北方諸国とで、恒常的な競争力格差が存在している(図表 2-4-30)。このようにリージョナル・インバランスが存在するため、経済構造の類似した地域で2つに区分し、それぞれで通貨圏を形成したらどうだろうかというものだ。ここでは、現在のユーロを北方諸国で用い、南欧諸国で新たに南欧ユーロを導入すると仮定する。北方諸国にしてみれば、財政規律を守らない傾向にある問題国が抜けることは、物価安定を第一とした金融政策をとりやすく、ユーロの運営が今までよりも行いやすくなることが予想される。北方諸国にデメリットはあまり感じられない。では、南欧諸国はどうだろうか。経常収支を見てみると、南欧には経常赤字国が多く、前述のように競争力もない(図表 2-4-40)。また、南欧の国民性もあり、財政規律をきちんと守ることができるのかという懸念もある。これらの理由から、市場の南欧ユーロへの信認は低いものとなるだろう。信認が低いことにより、南欧ユーロはユーロに対して切り下がることをが予想されるため、これを利用して、南欧諸国は輸出競争力をつけることができるかもしれない。だが、南欧諸国は輸出依存度が低い傾向にあるため(図表 2-5-4)、輸出競争力がついたところで、それほど大きな経済成長は見込めないだろう。

また、ユーロを2つに分けると言うことは、単一市場の中に2つの通貨、2つの中央銀行が存在することになり、単一の金融市場が存在しなくなる。確かに、経済構造の似た国でまとめるため、今よりは適切な金融政策を採ることができるかもしれない。だが、そもそもこれはEU統合の深化に逆行しており、それこそ“EU崩壊”という話になってしまうのではないだろうか。余談だが、南欧諸国はかつてユーロを導入できない二流国家になることは恥であるとして、ユーロ導入のために財政健全化の努力をし、やっとの思いでユーロ導入にこぎつけたのだ。それなのに、わざわざ自ら二流国家であることを示すような、「恥さらし」の通貨を形成することは国民感情としてもありえないだろう。以上より、南欧と北方諸国での分裂もいい案だとはいえない。

このように、ユーロからの離脱や、新たに形成することは一時的にわずかな利益はある

⁸¹ 田中[2010b]より用いた。Med とは地中海沿岸諸国、つまり南欧諸国を表す。

⁸² ドイツ、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、オーストリア、フィンランドを指す。

かもしれないが、その方法を採用することによるデメリットのほうが大きいように思われる。確かに現在、ユーロ圏では様々な問題が複雑に絡み合っているため、ユーロの為替相場の下落を見ればわかるとおり不安がある（図表 4-2-1,4-2-2）。だが私たちは、ユーロから誰 1 人かけることなく、困難を乗り越え、さらなる深化を迎えることができると信じている。そのための具体的方策として、次の節でユーロ共同債を提案したい。

4.3 ユーロ共同債

(1) ユーロ共同債とは⁸³

ここまで見てきた EU 財政危機の有効な解決策として、私たちが注目したのはユーロ共同債⁸⁴である。これは、ユーロ導入国すべてが共同で発行する債券のことで、1 国で発行する債券よりも信用が高いことに加え、巨大な市場ができあがるため流動性が高まり、資金調達コストが低くなるというメリットがある。ギリシャなど財政危機に瀕している国は、財政再建が必要となるが、財政再建を行うと消費が減少し、景気が後退する。そして、景気後退により税収が減り、さらに財政問題が深刻化するという悪循環が生まれる。これを断ち切るのは、1 国では不可能である。そこで、他国からの支援が必要となるのだが、支援が必要だからといってただ財政支援を行うだけでは、抜本的な解決にならないと考える。なので、根本的な解決策として、ユーロ共同債を提案したい。

ユーロ共同債が導入されれば、信用が低下していて、資金調達が困難なギリシャのような国は低コストで資金を調達できるようになる。だが一方で、もともと信用があり、自国で債券を発行してもコストがそれほどかからないドイツのような国にとっては、逆にコストが増大する可能性もあり、反対意見も多い。とはいうものの、EU という共同体のさらなる深化のためには、ユーロ共同債は重要な施策だと考える。最近では、これまで断固として反対し続けていたドイツも、少しずつ態度を軟化させつつあることにもユーロ共同債の重要性が表れているのではないだろうか。ユーロ共同債については、様々な研究所や経済学者が提案をしている。以下で、4 つの構想を紹介し、考察していく。各構想の概念図も各項の末尾に掲載しているので、参考にしてもらいたい。また、4 つの構想を分析したうえで、私たちオリジナルのユーロ共同債構想を考えたので、提案させていただきたい。

(2) モンテニュー研究所構想

この構想は、EU の諸問題を解決するためには、現行の安定成長協定では不十分であるとし、ユーロの安定成長のためには、ドイツ・フランス両国の財政面での連携や統合を進める必要があるとしている。その 1 つとして独仏共同債の発行を挙げ、これに他の加盟国が参加することでユーロ共同債に発展するというものだ。だが、この構想は具体的な手順や方法に全く触れておらず、重要な解決策としてユーロ共同債の創設を提案したというわ

⁸³ ユーロ共同債に関しては、中川[2011]を参考にした。

⁸⁴ 各レポートでは、ブルーボンドや共同連帯債、E-ボンドなど様々な表現が使われているが、混乱を防ぐため、本稿ではすべてユーロ共同債で統一している。

けではないようである。しかし、これまで禁句とも言われてきたユーロ共同債という構想を表に出したという点では、重要な構想だと言えるだろう。具体的な手順がないため、詳細な分析は行っていない。

(3) ブリュージュ研究所構想

この構想は、各国の政府債務残高の GDP 比 60% を上限として政府債務をプールし、加盟各国で共同連帯保証を行うブルーボンドと、上限の超過分のレッドボンドの 2 種類に分けて発行するものである。このうち、ユーロ共同債として発行されるのは、ブルーボンドのみで、レッドボンドは、今まで通り各国の国債として発行される仕組みだ。そのため、発行コストの低下と財政規律の遵守という 2 つの目標の達成を可能にされている。

まず、発行コストの低下について分析しよう。ブルーボンドは安定成長協定で定められた政府債務残高の GDP 比 60% という基準に基づいて発行されるため、レッドボンドに比して上位債務となる。さらに、ユーロ加盟各国が共同連帯保証するため信用も高く、最上級の信用格付けが想定される。これらの理由により、発行コストの低下が考えられる。また、各国の政府債務残高の GDP 比 60% をプールして発行するため、約 7 兆 3000 億ユーロのアメリカ国債市場に匹敵する約 5~6 兆ユーロの巨大市場が形成される⁸⁵。そのため、国債市場において流動性が高くなり、利払い費の低下が予想される。このように、発行コストだけでなく、利払い費についてもメリットが生じるため、ユーロ加盟国すべてに便益がもたらされると言われている。

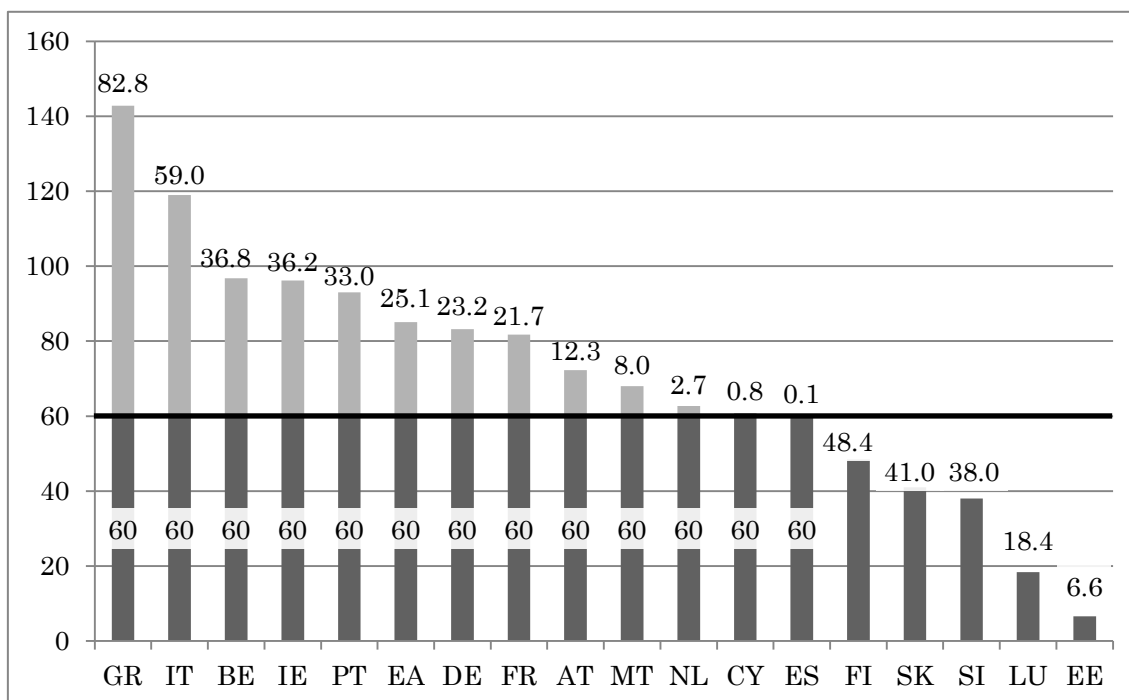
次に、財政規律の遵守について考えてみよう。安定成長協定で定められた政府債務残高を超過した分のレッドボンドは、各国の国内債として発行することになっているため、ブルーボンドに比べると信用は低い。それに伴い、発行コストはブルーボンドよりも高くなり、レッドボンドを発行するインセンティブは低下するだろう。そのため、安定成長協定を遵守するインセンティブが生まれるのではないかとされている。特徴を抑えたところで、具体的な内容を考察していこう。ユーロ共同債の発行に当たって、独立安定評議会 (Independent Stability Council :ISC) を設立する。そして、各国の財政規律の遵守状況に応じて、ISC がブルーボンドの発行割当額を設定し、その後に各国の議会が設定された割当額を承認するか否かを決定する仕組みになっている。これは、“take-it-or-leave-it offer”方式⁸⁶と呼ばれる方式で、各国は ISC が提案する金額を承認して、ユーロ共同債を発行するか、拒否して発行を断念するかのも二択しかない。そのため、ISC の活動は、経済や財政の専門家から成る事務局によって補佐されることが必要となると言われている。

⁸⁵ ブリュージュ研究所の試算による。

⁸⁶ 「受諾／拒絶オファー」方式や「交渉の余地のないオファー」方式とも言われる。

図表4-3-1 ブルーボンドとレッドボンド

(単位:%)



(出所) Eurostat より報告者作成。

ブリュッセル研究所構想は、現存政府債務からの移行期の問題についても触れている。移行をスムーズに行うため、現存政府債務のうち、60%以内はブルーボンドとして処理し、超過分はレッドボンドとして処理する。ブルーボンドの発行が始まったら、順次交換していき、レッドボンドは、ロールオーバーの対象とする。こうすることで、移行をスムーズに行えると考えられる。

だが、この構想にはいくつか問題があるように思われる。まず、ISCの発行割当額が財政規律の遵守状況に応じて決定されることになっているが、これでは一番資金を必要としているであろう、ギリシャをはじめとするPIIGS諸国がユーロ共同債によって十分な資金を調達できないことになる。これらの国は結局不足分をレッドボンドの発行によって調達することになるため、現在の状況とそれほど変わらないのではないだろうか。これでは、共同債を発行するメリットがあまり発揮されないように感じる。

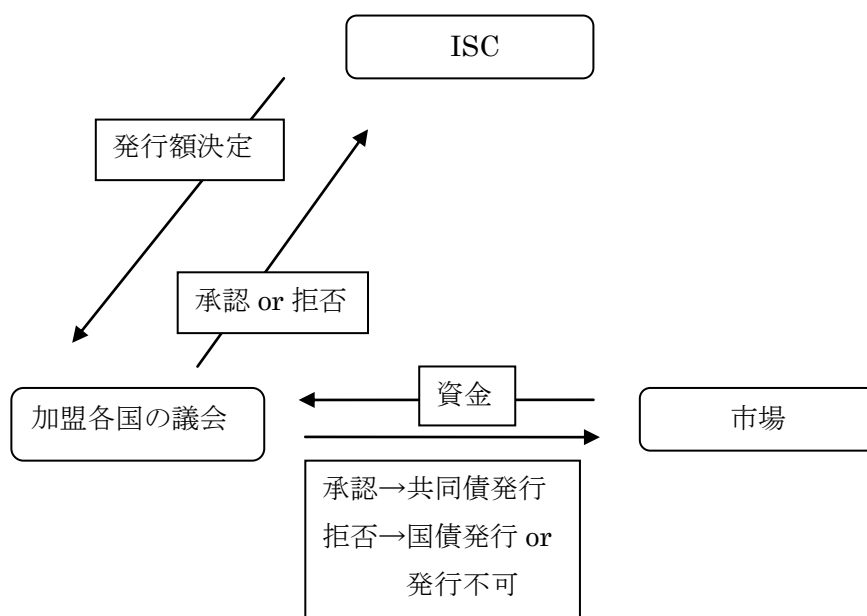
また、ISCを設立する上での条約や法律との整合性も問題になってくるだろう。なおかつ、ISCの代表者は、各国のユーロ共同債発行額の割り当てを行うため、大きな責任が生じる。重要なポストとなる代表者を誰が務めるのか、という問題もある。責任の問題は、他の構想でも重要な問題となるだろう。

そして、安定成長協定の政府債務残高のGDP比60%を基準にしているが、そもそも60%は適正な数値なのかという疑問がある。この60%と言うのは、安定成長協定を定めた当時のEU平均であるため、60%に固執する必要はないのではないか。例えば、現在のユーロ

圏平均は85.1%なので、85%~90%で線引きしてみると、ユーロ共同債によって調達できる金額が増え、すべてユーロ共同債で調達できる国が増える。このほうが、共同債を発行するメリットが大きいように感じる。

確かに、ユーロ共同債であるブルーボンドと、各国の国内債であるレッドボンドに分けることは財政規律の遵守につながるだろう。だが、今現在のソブリン・リスクを解決するためには、あまり効果がないのではないだろうか。

図表 4-3-2 ブリュージュ研究所構想概念図



(出所) 中川[2011]を参考に報告者作成。

(4) ユンケル＝トレモンティ構想

ジャン＝クロード・ユンケル⁸⁷とジュリオ・トレモンティ⁸⁸が提案したこの構想は、有効性、現実性が高いため、ユーログループ⁸⁹の多くのメンバーが基本的に賛成の意を表明しており、ヨーロッパ委員会のオリ・レーン⁹⁰など、EUの中にも支持者がいたと言われている。大筋としては、前述したブリュージュ研究所構想に似ているが、細かく見ていくと、相違点も多数ある。詳しく見ていこう。

この構想では、ユーロ共同債を創設してからも、各国は今まで通り国債を発行できるこ

⁸⁷ 元ルクセンブルク首相で、現在はユーログループ議長を務める。

⁸⁸ イタリアの財政相。

⁸⁹ ユーロ導入国の財務相からなる会合で、通貨同盟にかかわる案件などに対する政治的な統制を担っている。

⁹⁰ 欧州委員会、経済・通貨問題担当委員。

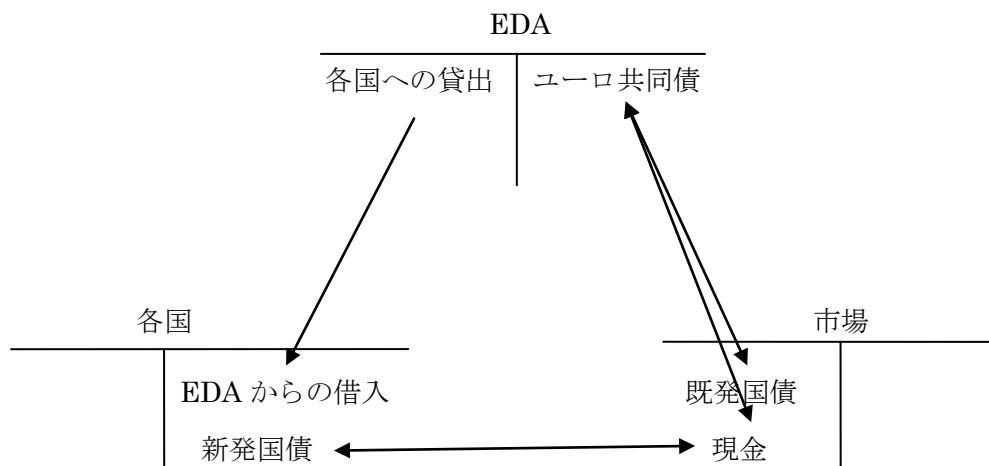
とになっている。だが、ユーロ共同債の発行に関しては、現行の EFSF をベースとした新設のヨーロッパ公債管理庁 (European Debt Agency :EDA) が発行額の承認と残高管理を行うことになっている。ユーロ共同債を発行するには、加盟各国が必要額を EDA から借り入れ、その貸出債権を見合いに EDA がユーロ共同債を発行するという仕組みだ。ブリューゲル研究所構想では、各国が発行主体であったが、ユンケル＝トレモンティ構想では、EDA が発行主体となっている。

注目すべき点は、この借入には制限がかかっているということだ。加盟各国は、毎年の借入必要額の 50% を EDA から借り入れることができ、さらに EDA からの借入総額は各国の GDP の 40% が上限となっている。つまり、500 万ユーロ必要だった場合、50% の 250 万ユーロは EDA からの借入、つまりユーロ共同債によって調達できるが、残りの 50%、250 万ユーロは各国の国債によって調達しなければならない、ということになる。ただし、危機時には必要額の全額を EDA から借り入れることができる。ブリューゲル研究所の構想よりも厳しい内容ではあるが、ギリシャのような高債務国にとっては、やはり従来よりも低コストで資金を得られるためメリットが大きい。なおかつ、現在ギリシャは危機時とみなされるであろうから、必要額の全額を低コストで借り入れることができるだろう。だが、前述したとおり、ドイツのようにもともと借入コストが低い国家は逆にコストが増大する可能性がある。しかし、将来的には、ブリューゲル研究所構想と同じように巨大かつ流動的なユーロ共同債市場が形成されるため、現行の国債よりも利払いが低下し、加盟国すべてが、等しくコスト低下の恩恵を受けられると言われている。

また、EDA は投資家を対象に、既発行国債の市場買い入れやデットスワップなどの国債管理業務を行うことができる。投資家が既発行国債とユーロ共同債とのデットスワップを希望する際、市場価格で行うとしているため、投資家は大幅な損失を被ることになるが、一方で高い信用を持つユーロ共同債と交換することができるため、市場リスクを回避できるメリットがある。EDA はそこから利益を得られると予想でき、この利益をユーロ加盟各国に還元し、さらに起債や利払いコストが軽減できると言われている。

一方、いくつかの問題点が挙げられる。ユーロ共同債の発行体となる EDA は、EFSF を母体として新設すると提案されているが、既存の制度との整合性が問題となるだろう。また、EFSF は ESM として 2013 年に生まれ変わる予定だが、こちらの機関との兼ね合いも疑問である。2 つ目は、各国は国債を今まで通り発行でき、従来为国債とユーロ共同債を併用する形になるが、各国国債の利回りがユーロ共同債の創設により、現在よりも高くなるリスクだ。利回りが高くなるのであれば、ドイツのように堅実な政策に励んで利回りを低く抑えてきた国は難色を示すのではないだろうか。また、これは他の構想についても言えることだが、ユーロ共同債は AAA 格を与えられることを想定している。だが、本当に高格付けが得られるのか、というのは疑問が残る。単純に GDP 規模を考えると、ドイツよりも、PIIGS 諸国の方が大きくなる。それでも、最高格付けが必ず得られると断言はできないのではないだろうか。

図表 4-3-3 ユンケル＝トレモンティ構想概念図



(出所) 中川[2011]を参考に報告者作成。

(5) アマート＝ヘルホフスタット構想

ジュリアーノ・アマートやギー・ヘルホフスタットをはじめとする9名⁹¹によるユーロ共同債構想である。この構想の特徴は、可能な限り現行のEUの制度や法律、ルールの中でユーロ共同債を創設しようとしている点である。さらに、共同債を高債務国や事実上のデフォルト国の単なる債務処理のためではなく、経済再建および成長の支援のための提案としている。できる限り現行の制度を変えずに行うため、発行主体は既存機関のEIB（ヨーロッパ投資銀行）⁹²である。すでに高格付け（AAA）を得ているEIB債として、ユーロ共同債を発行する計画である。この方法のメリットは、EIB債はすでに高格付けを得ている債権であるため、新たに域内各国や機関の保証を付す必要がないことだ。そのため、EU条約の改定を必要とする制度や法律の変更、および承認作業が不要になる。さらに、この構想では発行されるユーロ共同債は既存の国債の共同債への転換であるため、国債負担と利払いの責任が分担されることになり、ドイツが反対する理由の一つである国家間の財政移転が生じない。また、高格付けを得ているため、他の構想同様、発行コストや利回りが低く抑えられる。

さらに、EIB債の本来の目的であるプロジェクトファイナンス⁹³の原資として利用され

⁹¹ 他7名は、エンリケ・バロン、ステュアート・ホランド、ミシェル・ローカル、ヤン・プロンク、ホルヘ・サンパイオ、マリオ・ソリアス、ヤチュク・サリュシ＝ヴォルスキ。全員EU加盟各国の大統領・首相経験者である。

⁹² EUのバランスのとれた発展に寄与するために創設された金融機関。EU加盟国の共同出資によって成り立っているが、財政的にはEUから独立している。

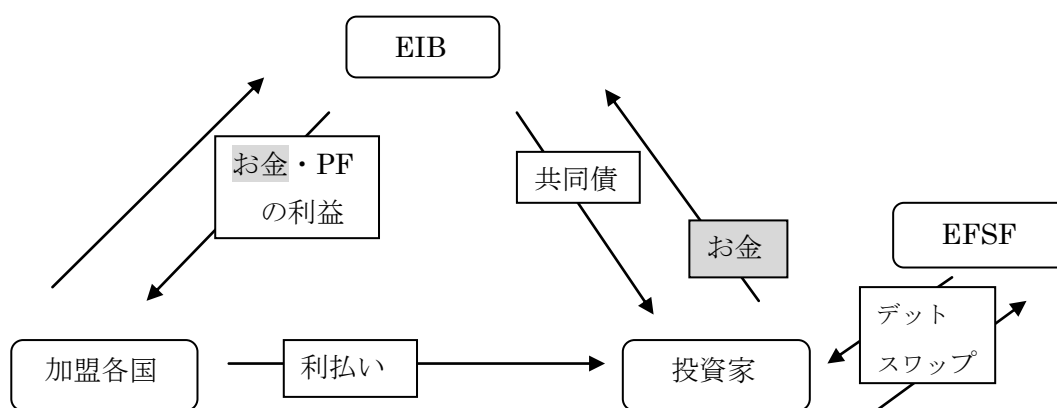
⁹³ ある特定のプロジェクトから得られる予想収益を元手に借入れを行うこと。担保は、特定のプロジェクトの資産すべてである。

れば、ユーロ共同債はEUのプロジェクトファイナンスに共同出資することと同義なので、プロジェクトから得られた収入の一部を利払いに充てることもできると言われている。この点が非常に重要で、EIB債として新たに発行されるユーロ共同債はEU域内各国の産業競争力の向上、地域振興および開発を目的としているため、アマート、ヘルホフスタットをはじめとする9名がただの債務処理としてではなく、経済再建・成長支援といった効果が期待できると主張している。

また、この構想では、EFSFも保有する国債を担保にユーロ共同債を発行することができることになっている。この場合、新たに資金を調達するために発行するわけではないので、EU加盟国間の財政移転は生じないとされている。この構想が発表された直後にアメリカの格付け会社によってギリシャ国債が格下げされ、これまでの債務処理および解決策の見直しが迫られたため、これまで禁句とされてきたユーロ共同債が有効な手段として述べられるようになった。そのため、ユーロ圏の政治家だけでなく、市場関係者やメディアの注目を集め、元ヨーロッパ委員のマリオ・モンティらが指示を表明した。

しかし、この構想には重大な問題があるように思われる。確かに、既存のEIB債としてユーロ共同債を発行すれば、条約や制度の改変、保証の付与などは必要ないかもしれない。だが、そもそもEIBが行ってきたことは、中小企業の支援や環境問題への取り組みなど、実体経済への支援であり、決して財政政策ではないのだ。そのような対実体経済用の機関を財政に振り向けるのは話が少し混同してしまっているのではないだろうか。また、これまで行ってきた業務はどうなるのか、ユーロ共同債の利払いは各国が行うのか、それともEIBが行うのか、お金の流れはどうなるのかなど不明瞭なところもある。これらの理由から、この構想は、これまでの3つとは違うものとして区別する。

図表 4-3-4 アマート=ヘルホフスタット構想概念図



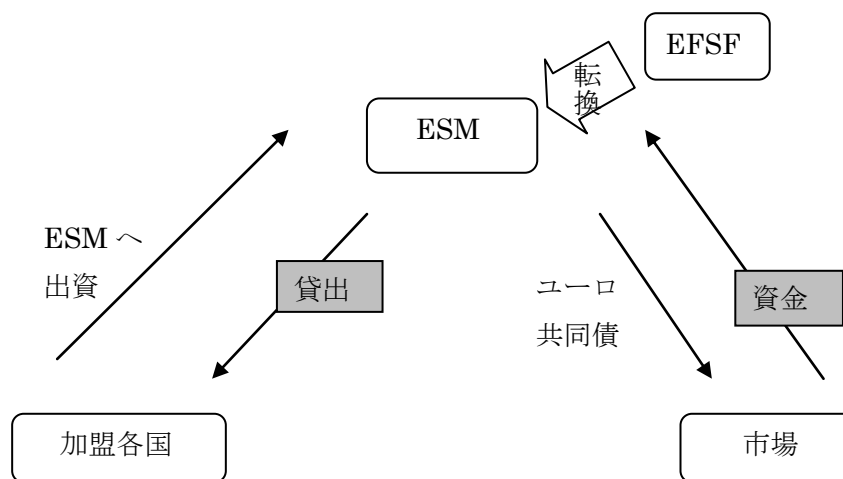
(出所) 中川[2011]を参考に報告者作成。

(6) HIT 構想 presented by 九大欧州班

これまで4つの構想を考察してきた。ここで軽くおさらいしてみると、各構想それぞれにメリット、デメリットがあったが、すべてに共通して挙げることができる問題は、誰が最終責任を負うのか、果たして本当に高格付けが得られるのか、既存の制度との整合性の3つである。私たちは、上述した4つの構想では危機解決には不十分だという結論に達した。そこで、私たち九州大学欧州班が他の構想を参考にしながら、新たなユーロ共同債構想を考えたので、説明させていただきたい。私たちの考えたユーロ共同債構想では、発行体をEFSFの後継機関であるESMとした。そのため、EFSFからESMへの移行を2012年半ばに前倒しし、ユーロ共同債をなるべく早く導入することが望ましいと考える。それでは具体的な手順を説明しよう。

まず、加盟各国は毎年の予算作成時に、ESMからの借入必要額を決定し、ESMへ申請する。そして、各国の予算及び借入額をヨーロッパ・セメスターが審査し、最終決定を発行体であるESMの最高経営責任者、中央銀行であるECBの総裁、EU財政を担っている欧州委員会の委員長の3名から成る最高意思決定機関が下す。そして、決定した金額を2回に分けて6カ月分ずつまとめて各国へ貸し出し、各国はESMに設けられた自分の口座からその貸出金を自由に引き出して使うことができる。ESMは、各国への貸出金を見合いにユーロ共同債を発行し、市場から資金を調達する。そして、償還及び利払いも行うという仕組みだ(図表4-3-5)。

図表 4-3-5 HIT 構想概念図—It's radical, but simple.—



借入額については、低金利で借りることができる金額に制限を設け、その制限枠を超えた分に関してはより高い金利での借り入れとなる。詳しくは以下にまとめたのでそちらを参照していただきたい（図表 4-3-6）。

図表 4-3-6 低金利借入枠

- ・ 平時：各年 GDP の 3%以内。借入総額は GDP の 60%以内。
- ・ 危機時：各年 GDP の 6%以内。借入総額は GDP の 85%以内。

※金利は、ユーロ共同債の市場利回り±リスクプレミアムとし、各国の財政規律遵守状況に基づき毎年決定される。

平時、危機時、超過分問わず金利の上限は 6%とする。なお、ユーロ共同債発行初年度の金利は、共同債導入前 1 年間の各国国債それぞれの平均利回りとし、1 年間の平均が 6%を超過する国に関しては 6%とする。

次に、私たちの構想における ESM の役割について具体的に述べていく。ESM の資金は加盟各国の GDP 規模に応じた払込資本及び請求払い資本、各国への貸出金による金利収入、ユーロ共同債による市場からの資金調達とする。ESM の信用を高めるため、資産については流動性比率規制を設け、また各国への貸出金については優先弁済権⁹⁴を付すこととする。まず、流動性比率規制であるが、これを維持する限りでは、現行の EFSF が行うことが決定している特別目的事業体を介したレバレッジも可能とする。ちなみに、レバレッジのもう一つの方法である各国への共同債の保証を通じたレバレッジは、各国国債が無くなるため行うことはできない。優先弁済権については、この権利があることで各国から ESM への返済が優先的になされるため、市場からの信用が高まることを予想している。既発国債についても、ESM が大きな役割を果たす。既発国債については 85%を上限に ESM からの債務と交換するという会計上の操作を行う（図表 4-3-7）。そうすることで、各国は国債の償還及び利払いという負債ではなく、ESM からの借入金という負債を負うことになり、ソブリン・リスクが低下する。だが、実際は ESM へ借入金の返済を行わなければならないので、債務が帳消しになるわけではなく、間接的に市場へ支払うことになる。だが、国債のまま負債を保有しているよりも負担が軽減されると考える。ESM は国から返済されるお金を使って、市場へ償還及び利払いを行う。また、85%を超過した分の国債に関しては各国が市場へ償還及び利払いを行うこととする。

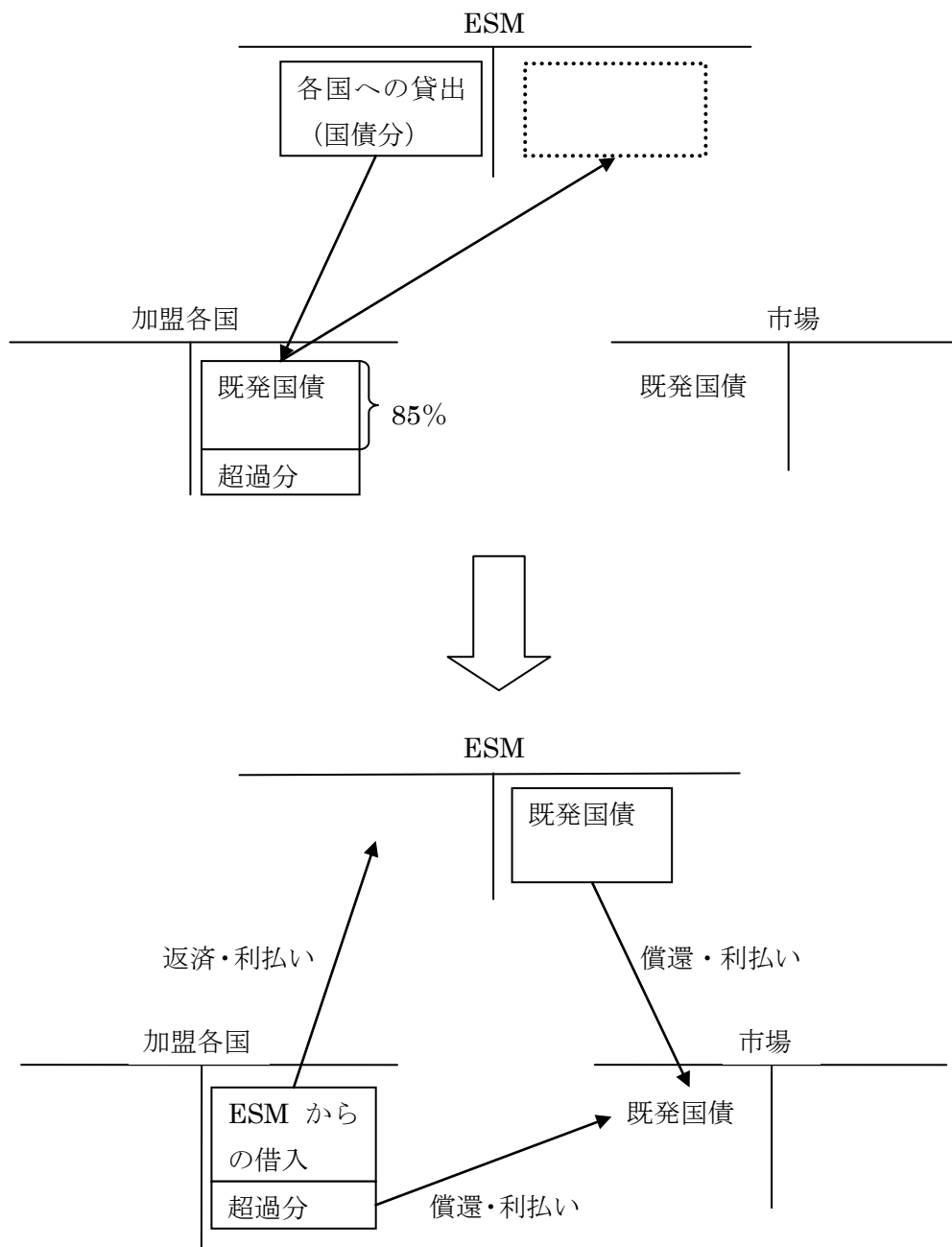
ESM からの借入金の返済、もしくは市場への償還及び利払いができなくなることもありうるだろう。その時は、ESM が緊急融資を各国に対して行う。この金利は、図表 4-3-6 で述べた共同債の市場利回り±リスクプレミアムという各国への貸出金利よりも低い金利で行うだが、この制度があることで、借入額の申請時にわざと必要額よりも少なく申請して、緊急融資を利用して低金利で借りようとする国が現れないとも限らない。そのため、

⁹⁴ 優先弁済権がある債権は、他の債権よりも優先して返済される。

第4章 ユーロのこれから

ヨーロッパ・セメスターは予算及び借入額の審議の際、過大な予算も過小な予算も取り締まり、適切な予算と必要額になるように慎重に審議しなくてはならない。そのために、ヨーロッパ・セメスターの強化が必要であると考えられる。

図表 4-3-7 バランスシートで見る HIT 構想



(出所) 報告者が独自に作成。

第4章 ユーロのこれから

図表 4-3-6 で平時と危機時に分けて述べているが、危機について定義しておく。欧州銀行間貸出金利（Euribor）及びロンドン市場における銀行間貸出金利（ユーロ Libor）の上昇、消費者物価指数や失業率の上昇、経済成長率や株価の下落など各種の指標を参考に最高意思決定機関の判断で危機時と平時の使い分けをすることとしている。

最後に、ユーロ共同債にどのような格付けが与えられるか、現在の各国国債の格付けと政府債務残高の割合をもとに予想してみた。各国国債の格付けを数値化し、その値に政府債務残高の割合を掛け、17カ国合計することで予想格付けを算出した（図表 4-3-8, 4-3-9）。

図表 4-3-8 予想格付け(ムーディーズ)

	格付け	数値	政府債務残高割合		格付け	値
AT	Aaa	21	2%	0.42	Aaa	21
BE	Aa1	20	4%	0.8	Aa1~3	18~20
CY	<u>Baa1</u>	14	0%	0	A1~3	15~17
EE	<u>A1</u>	17	0%	0	Baa1~3	12~14
FI	Aaa	21	1%	0.21	Ba1~3	9~11
FR	Aaa	21	21%	4.41	B1~3	6~8
DE	Aaa	21	26%	5.46	Caa1~3	3~5
GR	Ca	2	4%	0.08	Ca	2
IE	Ba1	11	2%	0.22	C	1
IT	A2	16	24%	3.84		
LU	Aaa	21	0%	0		
MT	<u>A1</u>	17	0%	0		
NL	Aaa	21	5%	1.05		
PT	Ba2	10	2%	0.2		
SK	<u>A1</u>	17	0%	0		
SI	Aa2	19	0%	0		
ES	A1	17	8%	1.36		
				18.05	→Aa3	

(注) 政府債務残高割合が1%未満の国については0%として計算している。網掛けは投機的水準を表す。

(出所) ロイターをもとに報告者作成。

図表 4-3-9 予想格付け(S&P)

	S&P	数値	政府債務残高割合		格付け	数値
AT	AAA	20	2%	0.4	AAA	20
BE	AA+	19	4%	0.76	AA(±)	17~19
CY	<u>BBB±</u>	13	0%	0	A(±)	14~16
EE	AA-	17	0%	0	BBB(±)	11~13
FI	AAA	20	1%	0.2	BB(±)	8~10
FR	AAA	20	21%	4.2	B(±)	5~7
DE	AAA	20	26%	5.2	CCC(±)	2~4
GR	CC	1	4%	0.04	CC	1
IE	<u>BBB±</u>	13	2%	0.26		
IT	<u>A</u>	15	24%	3.6		
LU	AAA	20	0%	0		
MT	<u>A</u>	15	0%	0		
NL	AAA	20	5%	1		
PT	<u>BBB-</u>	11	2%	0.22		
SK	<u>A+</u>	16	0%	0		
SI	AA-	17	0%	0		
ES	AA-	17	8%	1.36		
				17.24	→AA-	

(注) 政府債務残高割合が1%未満の国については0%として計算している。網掛けは投機的水準を表す。
 (出所) ロイターをもとに報告者作成。

計算結果としては、ムーディーズが Aa3 (18.05)、S&P が AA- (17.32)、フィッチ・レーティングスが同じく AA- (16.85) となった。残念ながら、最高格付けの AAA には 3 社ともにならなかった。だが、これはあくまで現在の各国国債の平均をもとに算出した格付けである。ユーロ共同債市場は、アメリカの約 7 兆 3000 億ユーロという国債市場に匹敵するだけの巨大市場になる⁹⁵と考えられるため、今までよりも流動性が増すことが考えられる。また、市場からの信用を高めるため優先弁済権や流動性比率規制などを設けている。これらにより、Aaa/AAA まではいかなくとも、Aa/AA、もしくは Aa1/AA+ を与えられるのではないかと予想している。

ユーロ共同債の導入は、ユーロ圏の危機の抜本的な解決策となると考えている。一刻も早く危機を乗り越えて、EU の安定、そして発展へとつながることを望むばかりだ。

⁹⁵ ブリュッセル研究所の試算によると 5~6 兆ユーロ相当と言われている。

結びに

国民国家の概念が形作られる契機となったウエストファリア条約は、ドイツで締結された。それから 351 年の時を経て、同じ欧州で、ドイツを中心に、経済・通貨同盟は成立するに至った。欧州で始まった国民国家は、同じ場所でその概念の揺らぎが生じている。1929 年に米国の株価暴落で始まった世界大恐慌が、欧州に飛来し、欧州を大不況に陥れた。そして、欧州を含め世界を深刻なリセッションに追い込んだリーマン・ショックが米国で発生したのは 2008 年のことであった。その影響は、2011 年現在においても深刻に残存しており、危機を助長させたのは、複数の国家で 1 つの通貨をもち、統合がまだ中途半端な状態から生じる構造的問題である。

ソブリン・リスクが最も意識され、デフォルトが騒がれている国は、ギリシャだ。ギリシャは 10 月のユーロ圏首脳会議で事実上の選択的デフォルトが決定した。欧州における文明の発祥の地ともされるギリシャ。古代ギリシャは一般にはデモクラシーの起源とも言われることがある⁹⁶。EU は民主主義の理念に最大の敬意を抱いている。そのこともあり、ユーロの貨幣にはギリシャ語でも金額が書かれている。そのような国が、欧州の“落第生”的扱いを受けているのが現状だ。だが注意しておきたいことは、もともとギリシャは“デフォルト体質”であったことである。ギリシャはここ 200 年では、1826、1843、1860、1893、1932 年に対外債務のデフォルトもしくはリスケジュールリングを起こした。そして、今年になりそこに 1 つの年数を加えたことになる。だがしかし、50%の元本削減が実行されても、ギリシャの状況は芳しくない。今後とも緊縮財政が継続して、長期的な不況になる恐れがある。失業率も高く、物価上昇、社会保障手当の削減、年金の削減と、国民は窮乏を極めている。中流階級基盤でもある小規模企業は廃業に追い込まれ、政府への税収の入りはよくなく、財政再建が順調に進まない。このままでは、ギリシャは早ければ 2010 年代にもう一度、元本削減を迫られる可能性もある。さらに、今後はギリシャだけでなく、他にソブリン・リスクが懸念されている国も一部債務不履行に陥ることも否定できない。最近では、特にイタリアが市場の注目の的だ。だが、何としてでもギリシャだけで、デフォルトは止めなければならない。イタリア国債が 50%へアカットされる事態になると、イタリアはギリシャとは経済規模も債務規模も大きく異なるために、欧州ひいては世界に与える影響は計り知れない。

歴史的にはデフォルトには波がある。最近では、1930~50 年代前半までと、1980~90 年代において世界はデフォルトの波に見舞われた。そして世界金融危機が起こるまでは、デフォルトの風の時代であった。だが、「風の時期が 10 年、20 年と続く例がまったくないとはいえないが、どの風も必ずデフォルトの大波によって終止符を打たれている⁹⁷」のが現実である。今までのデフォルトは新興国が中心であった。2010、2020 年代は先進国がデ

⁹⁶ 学術的には、疑問視されているところがある。

⁹⁷ カーメン.M.ラインハート・ケネス.S.ロゴフ著、村井章子訳[2011]を参照。

フォルトに陥る新たな時代に入るのか。それともギリシャだけで済むのか。“信頼”というものは、移ろいやすく、将来予測に左右されやすい。そのようなあやふやなものに、一国の運命は翻弄されているのである。故に、将来的に PIIGS 諸国がデフォルトするのか予想するのも難しい。

ただ欧州の未来は決して明るくないのは、ある程度の自信をもって言うことができる。今次の危機で民主主義の限界が露呈し、とるべき対策がスムーズになされないリスクは今後も続く。そうでなくても、経済は相当の痛手を被ったので、2010年代は欧州は不景気に苛まれるだろう。2020年代は徐々に回復していくと思われるが、課題もある。競争力格差の問題だ。ユーロプラス協定、欧州 2020 が始動するものの、それらの効果が発現するのは 2020 年代以降だろう。今回の危機で、リージョナル・インバランスという競争力問題が取り沙汰されたが、その問題が解消するのは、20、30 年は最低でもかかると見込まれ、積極的な解決への取り組みが期待される。リージョナル・インバランスは危機の背景にあったが、将来的に中東欧諸国のユーロ加盟も予想される。すると、再び今回と同じように、バブルが生まれ、ソブリン・リスクが顕在化する事態が起こることは十分にありうる。そのような危機を繰り返さないために、私たちは“HIT 構想”としてユーロ共同債を提案した。各国は市場から切り離され、各国国債の利回り上昇をソブリン・リスクの高まりと認識されることもない。米国債市場と匹敵する市場の誕生はユーロのプレゼンスも高めるだろう。関税が 1 つ、市場が 1 つ、通貨・金利が 1 つに次いで国債が 1 つと新たな深化の階段を上るわけだ。将来的に、欧州が財政統合という統合の最終段階に達するのは、政治的に相当困難を伴う。政治も国民感情もまだ全然ユーロ圏として成熟をしていない。財政統合が必要と欧州市民の認識が一致するほどの危機が発生するなど、何らかのトリガーが必要だろう。現実として、すでにユーロ圏は 1 つの蓮の上で苦楽を共にしている。多大な困難が付きまとうだろうが、お互いの利害を超越し、ヨーロッパは栄誉ある 1 つの通貨圏を構築しなければならない。夜明けは遠い。だが、朝の来ない夜はない。

参考文献

- 有田哲文[2011],『ユーロ連鎖危機—漂流する「通貨同盟」』朝日新聞出版社。
- 伊藤さゆり[2011a],「Weekly エコノミスト・レター」,ニッセイ基礎研究所,2011年1月14日。
- 伊藤さゆり[2011b],「欧州経済見通し～懸念される財政—金融—景気の悪循環～」,『Weekly エコノミスト・レター』,ニッセイ基礎研究所,2011年9月9日。
- 岩崎一郎・菅沼桂子[2007],「EU の東方拡大と直接投資」,IER Discussion Paper Series(A),一橋大学経済研究所,2007年4月。
- 岩田健治著[1996],『欧州の金融統合—EEC から域内市場完成まで』日本経済評論社。
- 岩田健治[2002],「ユーロとヨーロッパ金融・資本市場」日本金融学会 2002 年度秋季大会 2002 年 11 月 25 日。
- 岩田健治編[2003],『ユーロと EU の金融システム』日本経済評論社。
- 岩村充著[2011],『貨幣進化論「成長なき時代」の通貨システム』新潮社。
- 内田享・飯島悠太・井手麻那美・高山史織[2010],「EU の深化を目指して～ギリシャ危機に学ぶ構成国の在り方～」岩田ゼミナール。
- 内田和人他[2008],「グローバル金融危機の行方～主要国の金融危機分析からの視点～」,『経済レビュー』,三菱東京 UFJ 銀行,2008 年 11 月 6 日。
- 大幸雅代[2011],「イタリア経済・金融状況（四半期速報）」,三菱東京 UFJ 銀行,2011 年 6 月 13 日。
- 大谷津晴夫[2009],「EU 諸国の年金所得代替率について」南山大学ヨーロッパ研究センター報。
- 奥田宏司・神澤正典編[2010],『現代国際金融—構図と解明—』法律文化社。
- カーメン.M.ラインハート・ケネス.S.ロゴフ著、村井章子訳[2011],『国家は破綻する 金融危機の 800 年』日経 BP 社。
- 上川孝夫[2011],『国際通貨体制と世界金融危機 地域アプローチによる検証』日本経済評論社。
- 上川孝夫・藤田誠一[2010],『現代国際金融論』有斐閣。
- 上川孝夫[2010],「世界金融危機から欧州ソブリン債危機へ—「ドル不足」問題の深層—」,『国際金融』1217号,2010年10月1日。
- 河手雅己[2007],「国民負担率に関する一考察」財務省。
- 楠貞義[2011],『現代スペインの経済社会』勁草書房。
- 小池拓自[2010],「日本財政の現状と再建への論点—財政規律の確立をめぐる—」,『ISSUE BRIEF』国立国会図書館,2010年6月8日。
- 小立敬[2009],「プルーデンス政策の新たな課題を考える」,『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所,2009年夏号。

参考文献

- 国際金融情報センター・地域総括部[2011],「主要国の政治動向」,2011年9月6日。
- 児玉卓[2011],「ユーロ圏の危機対策の評価」,『Economic Report』大和総研,2011年8月16日。
- 紺井博則・上川孝夫編[2003],『グローバリゼーションと国際通貨』日本経済評論社。
- 小林正宏・中林伸一著[2010],『通貨で読み解く世界経済』中公新書。
- 佐久間浩司[2011],「ヨーロッパの熱い夏～ソブリン債務危機を打破する残された道～」,『国際金融トピックス』国際通貨研究所,2011年6月30日。
- 篠崎彰彦[2007],「日本経済の生産性と情報技術一成長会計モデルによる潜在成長力の長期推計」『New ESRI Working Paper』,2007年10月。
- 清水良樹[2009],「ユーロ域内取引における国際収支不均衡とその限界」,『立教経済学研究』63巻2号。
- 宿輪純一著[2010],『通貨経済学入門』日本経済新聞出版社。
- 白井早由里[2009],「IMFの融資制度—アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースをもとにして—」,2009年2月。
- 白井さゆり[2011],『ユーロ・リスク』日本経済新聞出版社。
- 代田純編著[2010],『金融危機と証券市場の再生』同文館出版。
- 信用理論研究会編[2006],『金融グローバリゼーションの理論』大月書店。
- 杉田浩治[2008],「ユーロ圏の政府債共同発行構想」日本証券経済研究所,2008年11月18日。
- 住信アセットマネジメント株式会社[2010],「貿易の状況」,『教えて中国』,2010年5月28日。
- 大和証券投資信託委託株式会社[2011],「S&Pによるイタリアの格下げについて」,『Market Letter』,2011年9月21日。
- 大和総研[2011],「欧州金融財政危機と世界経済」,『Economic Report』,2011年10月19日。
- 高田創[2011],「バブルと人口動態、こんなに一致するのは驚き」,『リサーチ TODAY』,みずほ総合研究所,10月17日。
- 高屋定美[2011],『欧州危機の真実』東洋経済新報社。
- 高山洋一[2004],「ユーロシステムの金融危機・安定問題」『環境創造』7号。
- 田島恵児[1978],「ハミルトン公債政策の史的分析」,『土地制度史学』,1978年10月20日。
- 田中理[2011a],「スペインへの財政危機波及の可能性は?～財政支援要請はポルトガルで打ち止め～」,『EU Trends』第一生命経済研究所,2011年4月13日。
- 田中理[2011b],「ギリシャ国債の自発的な債務交換と ECB の最後の貸し手機能」,『EU Trends』第一生命経済研究所,2011年6月10日。
- 田中理[2011c],「欧州財政危機をめぐる最近の論点～一難去ってまた一難～」,『EU

- Trends』第一生命研究所, 2011年8月31日。
- 田中素香編[1996], 『EMS: 欧州通貨制度』有斐閣。
- 田中素香編[2002], 『単一市場・単一通貨とEU経済改革』文眞堂。
- 田中素香・藤田誠一[2003], 『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治著[2006], 『現代ヨーロッパ経済』有斐閣。
- 田中素香著[2007], 『拡大するユーロ経済圏—その強さとひずみを検証する—』日本経済新聞出版社。
- 田中素香・岩田健治編[2008], 『現代国際金融』有斐閣。
- 田中素香編[2010a], 『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。
- 田中素香著[2010b], 『ユーロ 危機の中の単一通貨』岩波書店。
- 内閣府[2008], 「世界経済の潮流 2008」。
- 内閣府[2010], 「アメリカ・英国: 経済成長やインフレにより国債残高対名目GDP比が低下した事例」, 『今週の指標』, 2010年11月22日。
- 内閣府[2011], 「スペイン銀行部門の損失拡大により欧州全体の金融システム不安が高まるリスク」, 『今週の指標』, 2011年7月4日。
- 中川辰洋[2011], 「ユーロ債券構想の有効性と実効性」, 『青山経済論集』, 第63巻第3号。
- 中空麻奈[2011a], 『ユーロ連鎖不況』PHP研究所。
- 中空麻奈[2011b], 「欧州債務問題のアップデート～マーケット実体経済の側面から～」BNP PARIBAS, 2011年8月。
- 新形敦[2011], 「欧州銀行はソルベンシー危機か?～現状リクイディティの問題にとどまるが、解決には長期化～」, 『みずほマーケットインサイト』みずほ総合研究所, 2011年9月9日。
- 日本総合研究所[2011], 「究極の選択を迫られるドイツ～ユーロを離脱すれば大幅な自国通貨高は必至～」, 『日本総研リサーチ・アイ』, 2011年9月21日。
- 野村アセットマネジメント株式会社 [2011], 「ユーロ圏の債務問題に関する動向について」, 2011年7月15日。
- 日本EU学会編[2003], 『ユーロの再検討』有斐閣。
- 日本EU学会編[2010], 『ユーロ10年と金融危機』有斐閣。
- 橋本択磨[2009], 「身動きとれないイタリア」, 『第一生命経済研レポート』, 2009年3月。
- 橋本択磨[2010], 「政局混迷で不透明感が高まるイタリア」, 『トピックスレポート: イタリア』国際金融情報センター, 2010年11月1日。
- 浜矩子[2010], 『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版。
- 春井久志[2004], 「ユーロシステムにおける金融の安定性」, 『経済学論究』58巻, 3号。

参考文献

- 藤戸則弘[2011],『「8月の砲声」～「ギリシャ問題」から「スペイン・イタリア問題」へ』, 三菱UFJモルガンスタンレー証券, 2011年8月17日。
- 本多克幸[2010],「イタリア経済:他の南欧諸国より安定するも構造改革は必須」, 『BTMU FOCUS, London』三菱東京UFJ銀行, 2010年9月29日。
- マーガレット G.マイヤーズ著、吹春寛一訳[1979],『アメリカ金融史』日本図書センター。
- 増川智咲[2011],「欧州の財政協調、道のりは長い」, 『Economic Report』大和総研, 2011年7月12日。
- 松本千城[2007],『イタリア病の教訓』洋泉社。
- みずほ総合研究所[2010],『ソブリン・クライシス—欧州発金融危機を読む』日本経済新聞社。
- みずほ総合研究所[2011a],「国際的な金融規制改革の動向」, 『みずほ欧州経済レポート』, 2011年2月22日。
- みずほ総合研究所[2011b],「欧州経済・金融市場の概況」, 『みずほ欧州経済情報』, 2011年10月号。
- 三菱総合研究所[2011],「ギリシャ支援をめぐる動き—その3—」, 『MRI Policy Review』, 2011年10月31日。
- 山崎加津子[2011],「ギリシャ危機対応への行方」, 『大和総合研究所 Economic Report』, 2011年10月12日。
- JETRO[2010],『欧州2020 (EUの2020年までの戦略)の概要』。
- JETRO[2011a],「欧州金融監督制度 (ESFS)の概要」。
- JETRO[2011b],『経済政策協調を目指したユーロプラス協定の概要』。
- JETRO[2011c],『ヨーロッパ・セメスターの概要と今後のスケジュール』。
- Bruegel[2010], *The Blue Bond Proposal*, May 3 2010.
- Bruegel[2011], *Does Europe need a Eurobond? The Blue-Bond Proposal*, May 11 2011.
- Natixis[2011], *What bonus/penalty system for the eurobond?*, FLASH ECONOMICS, ECONOMIC RESEARCH, August 22 2011.

参考ホームページ

- イタリア国家統計局(<http://www.istat.it/en/archive/37822>)
- イタリア中央銀行(<http://www.bancaditalia.it/>)
- 外務省 (www.mofa.go.jp)
- ギリシャ財務省 (<http://www.minfin.gr/portal/en>)
- ギリシャ中央銀行(<http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/default.aspx>)
- 厚生労働省(<http://www.mhlw.go.jp/>)
- スペイン中央銀行(<http://www.bde.es/webbde/en/>)

参考文献

統計局ホームページ(<http://www.stat.go.jp/>)
日本銀行(<http://www.boj.or.jp/index.html/>)
みずほ総合研究所(<http://www.mizuho-ri.co.jp>)
ロイター(<http://jp.reuters.com/>)
Bloomberg(<http://www.bloomberg.co.jp/?JPIntro=jpintro>)
BIS(<http://www.bis.org/>)
EBA(<http://www.eba.europa.eu/>)
ECB(<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>)
Dow Jones Indexes (<http://www.djindexes.com/>)
Financial Times(<http://www.ft.com/>)
PDMA([http://www.pdma.gr/\(S\(vjmkcfdzrvbcvbjdxwoxplny\)\)/ODDHX/fMain.aspx?lang=en-US](http://www.pdma.gr/(S(vjmkcfdzrvbcvbjdxwoxplny))/ODDHX/fMain.aspx?lang=en-US))
THE WALL STREET JOURNAL (http://jp.wsj.com/Opinions/Opinion/node_255869)
THE WORLD UNIVERSITY RANKINGS
(<http://www.timeshighereducation.co.uk/world-university-rankings/>)
UNdata (<http://data.un.org/Default.aspx>)
UNITED NATIONS (<http://www.un.org/en/index.shtml>)