欧州債務危機とユーロの将来

仲野　　昭

要　旨

財政移転メカニズムを想定しないユーロ圏が最適通貨圏になりえないことは繰り返し指摘されてきたところである。しかし、ユーロの問題はこの点にとどまらない。共通通貨の採用によりユーロ圏では同質性が高まるよりも、むしろ異質性を顕在化させるような経済転換が内生的に生じたこと、またユーロが財政同盟を前提にしなくとも、各国の財政状況の格差が国債の市場価格に反映されていれば､財政赤字国に対しては市場からの改善圧力が働き、財政の規律付けが行われたはずであるが、そのような市場の圧力も十分には働かなかったことなど、理論的にも政策的にも検討すべき問題は多い。

本論文では、ギリシャの財政問題表面化以降の経緯を振り返りつつ今回の危機の本質を明らかにするとともに、危機収束のため EU とユーロ圏が講じた対応策に言及し、とくにその評価については近年注目されるようになった複数均衡論のアプローチからの省察を加えた。

言うまでもなく、ユーロ圏諸国のソブリン債務危機に終止符を打つためには、財政収支悪化国の財政再建と財政規律の強化が求められる。財政支出の削減を柱とする財政再建策は、一面では経済にネガティブな効果をもたらすが、上限を設けない国債買上げなどの大胆な金融緩和措置を同時に講ずれば財政再建策のネガティブ効果が緩和されるのみならず、ソブリン債務危機回避のため大胆な介入を行う意思の表明そのものが､いわゆる複数均衡内の｢悲観的均衡」から「楽観的均衡」への転換を図る効果をもちうる。

2013 年 1 月 1 日に発効した新財政協定は、将来に向けて講ずべき政策対

応の集大成ともいうべきものである。新財政協定は、財政主権そのものを統合する「財政同盟」ではなく、「財政安定同盟」を目指すものであるが、共通の財政ルールを各国の憲法等に規定することを義務づけた。ソブリン債務危機の収束とユーロの信頼性回復に大きな貢献を期待できるものとして評価したい。

１．はじめに

2009 年以来、ユーロ圏ではギリシャ、アイルランド、ポルトガルで債務危機が発生した。ギリシャの債務危機は、欧州金融機関の債務超過問題とも直結し、波及の大きさが懸念される中で、2011 年 10 月の首脳会議により、後述の包括的戦略が決定された。しかし、その後も動揺は収束しないまま、経済的・政治的混迷は深まり、フランス等コア国の国債金利も上昇した。本論文は、以上の状況を踏まえ、ユーロ危機の経過とその収束のために講じられた政策措置を評価するとともに、ソブリン・リスクの本質とユーロの将来について論ずることとしたい。

現時点までのユーロ危機の経過を振り振り返るとき、いくつかの論点が浮かび上がる。

まず第 1 は､ユーロという共通通貨そのものに本質的な問題があったのか、あるいは共通通貨固有の問題ではなく、金融取引の自由化とグローバリゼーションの下では、財政危機の表面化等のある種のショックが加わると同時的な危機が誘発されるのか、という論点である。

第 2 は、ギリシャのみならず、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなど、なぜかくも多数のユーロ圏諸国が同時的に深刻な財政危機に直面することになったのか、という論点である。この論点は、ユーロ圏諸国の財政問題は、ローカルな問題ではなく、リーマンショック後のグローバルな金融危機とも深く結びついている可能性がある、という問題意識に連なって

いる。

第 3 は、共通通貨ユーロ固有の問題である。財政破綻それ自体は、古典的テーマであり、また財政状態が悪化した国が投資家による攻撃にさらされ、危機そのものがあらたな危機を招くという現象も目新しいものではない[1]。問題の新しさは、共通通貨を採用する一か国または複数国の政府債務が市場の信頼の失った場合に、それが他の共通通貨採用国にどのようなインパクトを与え、また市場の信頼を回復するためにどのような対応策を講ずることができるのか、という論点である。

第 3 の論点については、「2. 最適通貨圏とユーロ」「5. 欧州債務危機の本質－複数均衡論からの示唆」において論ずることとするが、共通通貨の持続可能性についてはユーロ導入以前から注目すべき先行研究があるものの、今回の危機の核心的問題、すなわち為替レートの変動による調整メカニズムが失われた場合に、経済の不均衡はどのようなメカニズムを通して調整されうるのか、という問題は必ずしも解明されていない[2]。

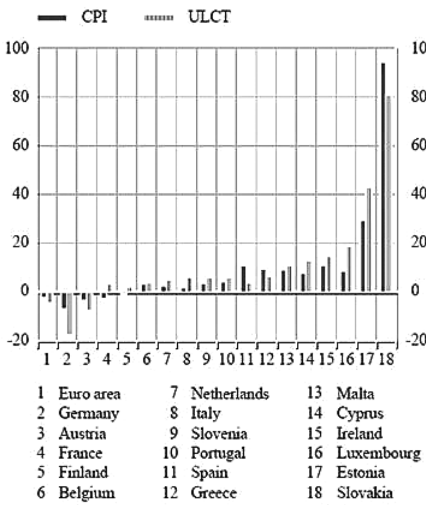
図 1-1 に示される通り、ユーロ圏におけるドイツと周辺国では産業構造、生産性上昇率、潜在的な成長率にも顕著な格差があったが、変動相場制であれば、為替レートの変動により、生産性等の格差は調整されたはずである。

[1] この点については、Reinhart & Rogoff（2009）による浩瀚な研究成果がある。

[2] ティンバーゲンの定理（Tinbergen's Theorem）によれば、n 個の独立した政策目標を同時に達成するためには、n 個の独立の政策手段が必要である。独立通貨を用いる国では、インフレ、失業率、対外均衡、成長率などの政策目標を達成するために、金融政策、財政政策、為替レート、産業政策を用いることができる。しかし、変動相場制への移行に伴い、為替レートをコントロールする必要から金融政策の自律性は低下した。さらにユーロ圏諸国は、共通通貨・ユーロを採用することによって、独自の金融政策自体を放棄することになった。Mundell-Fleming model が示唆する通り、共通通貨制度の下では、財政政策が国内経済活動をコントロールする唯一の政策手段になる。そのために採用されるユーロ圏各国の財政政策の持続可能性が、ユーロ圏全体の債務に対する信頼性、したがって通貨に対する信頼性を左右するが、一部のユーロ圏国には、他のユーロ圏国の慎重な財政政策がもたらすいわば集合財に free ride するインセンティブが働く可能性がある。ユーロ圏おいて安定・成長協定（SGP）が締結された理由もこうしたモラルハザードを阻止することにあったが、今回のユーロ危機では、SGP の信頼性と有効性そのものが疑問視されるようになった。

共通通貨の下では、為替レートの変動による調整メカニズムは不可能であるが、理論的には賃金や物価の変化を通した実質為替レートの変動により調整が行われる可能性は残されている。例えば、ドイツにおける賃金や物価の上昇率が相対的に高ければ、ドイツの実質為替レートは上昇して、他のユーロ圏諸国との生産性等の格差は調整される。しかしながら、この調整メカニズムは機能せず、ユーロ導入後に格差はむしろ拡大した。

図 1-1　ユーロの実質実効レートの変化とユーロ圏諸国の競争力指数



注：競争力指数は、消費者物価指数（CPI）およびユニット・レーバーコスト（ULCT）をデフレーターとしてユーロの実効レートの変化を各国ごとに実質化。数値のプラスは競争力の低下（実質レートの上昇）、数値のマイナスは競争力の上昇（実質レートの低下）を示す。推計期間は、1999 ～ 2011 年。
出所：ECB,"Revisiting the Effective Exchange Rate of the Euro, "*Occasional Papers Series,* No 134/ June 2012.

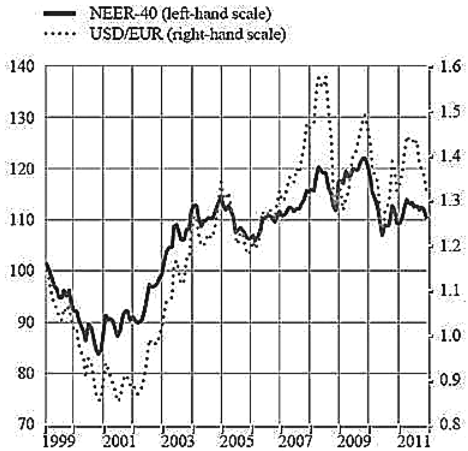
以上の論点に関連して、欧州統合の受益国はどこか、という議論が注目を浴びた。仮説のひとつは、賃金の相対的な低さに着目した直接投資が活発化する結果、南欧諸国が受益国になるという見解であった。これと対立する仮説は、統合により生産性が高い高付加価値産業はドイツやフランスへの集中度をさらに高めるため、これらコア国が受益者になるという見解である。ユーロ導入から現時点までを評価する限りでは、後者の仮説が正しかった。

第 4 は、ユーロの構想が固まる時期とほぼ時を同じくして金融イノベーションとそれに伴う巨額の資本移動が勢いを増した、というグローバル金融市場の構造変化にかかわる論点である。グローバル金融市場の構造的変化は、為替レートが購買力平価ではなく、運用資産の収益率の最大化を目指す資本移動によって決定されるという事実をより明確にするとともに、為替レートのボラティリティを格段に高めることになったからである。

図 1-2 に示される通り、ユーロ誕生直後には、ユーロに対する市場の評価は低く、対ドルレートは 2000 ～ 2001 年には 1 ユーロ = 0.8~0.9 ドルの近傍で推移したが、その後は上昇に転じ、2008 年には 1 ユーロ = 1.6 ドル近くまでユーロ高が進んだ。問題は、ユーロ・レートの上昇局面で、ユーロ発足時から存在していた域内不均衡が顕在化し、国際競争力のある製造業を持たない南欧諸国では、脱工業化に拍車がかかり、貿易赤字が拡大した点にある[3]。しかも、これら諸国の貿易赤字はドイツやフィンランドの貿易黒字により相殺されたため、域内全体としては国際競争力を持続していると受け止められた。ユーロ圏に内在していた不均衡に対して十分な関心が払われなかったことが、債務危機表面化後の対応策を巡る議論にも反映された。

[3] ロベール・ボワイエ（2013）は、ユーロ危機の原因を、通貨政策は同じだが経済の調整様式は異なり、その結果、経済発展のパターンが分岐していったことにあるとし、ユーロそのものが収束ではなく、新しい異質性を生み出した点に危機の原因を求めている（pp.168-169）。

図 1-2 ユーロの対ドルおよび実効レートの推移



注：NEER-40 は、貿易額加重平均（対象 40 か国）名目実効レート（nominal effective exchange rate）。
出所：図 1-1 に同じ。

２．最適通貨圏とユーロ

最適通貨圏（Optimal Currency Area）の視点からユーロを評価してみよう。欧州統合の最終目標として位置づけられた共通通貨の採用により、為替変動リスクは解消され、域内の取引コストがさらに低下することにより、域内の経済成長は加速すると予測されていた。ちなみに、ユーロ導入前の 1990 年に欧州委員会は、通貨統合による貿易コスト引き下げ効果は、EU の GDP の 0.5％程度になると予想した（European Commission(1990)）。一般論としても、共通通貨の導入は、貿易と資本取引の活発化を通して、GDP を押し上げる効果を持つと考えられる。もっとも、どのような条件の下で、通貨統合のポジティブな効果が、金融政策と為替調整の放棄という犠牲を凌駕するのかは、今日まで十分な検証が行われていないが、理論的には最適通貨圏の考

え方が分析の手掛かりになる[4]。

最適通貨圏は、財・サービスの貿易および生産要素の移動性による経済的結合度が高く、共通通貨を導入することが経済的厚生を高めるとみなされる地域である（Krugman et al.(2009)）。Mundell（1961）や McKinnon(1963) によれば、最適通貨圏であるためには、以下の条件が満たされなければならない。

第 1 の条件は、生産要素の移動が自由に行われること、とくに国境を越えた労働移動が行われ、賃金の伸縮性が高いという条件である。この条件が満たされていれば、何らかのショックが生じ、ある国の景気が後退した場合に、労働力の移動が自由であれば、労働力は景気後退国から好況国へ移動し、雇用量と賃金の不均衡は、労働移動と賃金調整により是正される（Mundell の基準）。

第 2 の条件は、貿易面における開放度が高く、域内貿易が活発であることである。この条件により、域内国に対して何らかの外的なショックが生じても、域内取引を通してショックは吸収される（McKinnon の基準）。

第 3 の条件として、域内の経済に同質性があり、ショックによる影響が対称的でなければならない。ショックに対する影響が対称的であれば、共通の金融政策を講ずることが可能になるからである。EU についてこの条件が満たされているか否かについては、1990 年代に多くの実証研究が行われてきたが、その代表的な研究である OECD（1999）は、ドイツ、フランス、ベネルクス 3 国については対称性が認められるものの、EU 全体としては対称性は認められないと結論づけている。

以上の条件にかかわらず、ショックによる影響に非対称性があっても、域内において財政移転（fiscal transfer）が行われれば、非対称性の問題を解消することができる。しかしながら、欧州通貨統合では、財政政策について中

[4] 最適通貨圏に関する理論について、Mongelli（2002）は、その発展過程を第 1 期（1960 年代から 70 年代初め）、第 2 期（1970 年代）、第 3 期（1980 年代）、第 4 期（1990 年代）、の 4 期に区分している。

央集権化はせず、財政移転も行わないことを原則とした。したがって、例えばある国が非対称的な影響により景気が後退した場合には、景気回復策は独自の財政政策によらざるを得ない。その結果、当該国の財政赤字が拡大した場合には、長期金利が上昇する可能性があるが、その効果はユーロ圏全体に及ぶため、安定・成長協定（SGP）により財政規律を課した。同時に EU 条約は、ECB、ユーロ圏国政府およびその中央銀行が、他のユーロ圏諸国の負債を引き受けることを禁止した（No bailout clause）[5]。

しかし、ユーロ採用国が増加すれば、ピア・プレッシャーが困難になり、財政規律遵守への圧力は弱体化する。そのためギリシャによる財政規律の逸脱が表面化して以来、規律違反国をユーロから一時的に退出させ、財政規律遵守への圧力を再強化すべきであるとの議論も行われた。

問題は、退出やその後の復帰のルールを設けることが、ユーロの信頼性を強化することになるのか、という点である。まず、退出等の規定を置くことは、ユーロ採用国に対する退出オプションの付与を制度化することとなるため、財政規律遵守への圧力を弱体化させるようなモラルハザードを誘発し、かえってユーロの信頼性を揺るがすおそれがある。また、規律違反国を退出させても、他のユーロ圏諸国の金融機関が退出国の国債を保有している以上、

[5] マーストリヒト条約そのものがドイツの主導で成立したものであり、物価の安定を使命とし、この使命を達成するために完全な独立性を付与された欧州中央銀行の設立、厳格な財政規律の義務づけ、域内における財政的支援の禁止などは、いずれもドイツの考え方を基礎にしている。これらの原則は、ドイツがマルクを放棄し、共通通貨へ移行するための前提条件であった。しかしながら、こうした仕組みの構築は、ドイツをして共通通貨ユーロの安定性をコントロールする立場に立たせる一方、ユーロ圏を支配する種々のルールを極めて厳格で、柔軟性を欠いたものとする結果を招いた。さらに、欧州を共通通貨へ移行させることについてもドイツが主導的な役割を果たしたが、通貨統合に先立つドイツ統合（1990 年）と決定的に異なるのは、ドイツ統合の際には用意されていた財政の再配分メカニズムを欧州の通貨統合では想定していない、という点にあった。共通通貨の効果を享受するためには緩やかな連邦主義を形成すれば十分であり、財政的な統合は不要だと考えられていたのである（Boyer(2000)）。しかし、財政的統合を前提としない条件下での共通通貨が持続可能であるためには、共通通貨採用国の機会主義的行動を防止するためのルールがさらに必要になる。この目的のルールが、1997 年に採択された安定・成長協定（SGP: Stability and Growth Pact）である。

金融機関の損失拡大と破綻の連鎖を容認するのでない限り、それらユーロ圏諸国は自国の金融機関を救済する目的で直接または間接に退出国の債務削減に協力する措置をとらざるを得ない。したがって規律違反国の退出は、ソブリン債務危機の回避ないしは収束策として最善策ではない。

最適通貨圏理論によるソブリン債務危機の議論に関連して、ユーロの創設とリアルビジネスサイクル理論の隆盛が時期的に重なったためにユーロ設計上の錯誤が生まれた、との見解がある。すなわちボワイエ（2013）は、ユーロ危機の背景には、次の点でリアルビジネスサイクル理論の前提条件とユーロの現実に大きな乖離があったと指摘している[6]。

第 1 に、リアルビジネスサイクル理論では、貨幣を中立的と捉えるため、中央銀行の低金利政策によってバブルが発生することはない。しかしながら、アイルランドや一部の南欧諸国では現実にバブルが発生した。第 2 に、リアルビジネスサイクル理論は、賃金と価格は完全に伸縮的であり、失業は労働と余暇のトレードオフがもたらすと考えるため、ユーロ圏で発生した非自発的失業を説明することができない。

リアルビジネスサイクル理論について補足すると、まず R. ルーカスや T. サージェントらによる初期の古典派マクロ経済学では、景気循環を引き起こす要因として予想されない貨幣的ショックを重視した。しかし、貨幣的要因によって景気循環を説明するアプローチは、その後理論的にも実証的にも支持を失い、1980 年代には景気循環の要因として実物ショックを重視する理論に取って代わられた。その代表的な理論が、リアルビジネスサイクル理論である。リアルビジネスサイクル理論は、景気循環を引き起こす実物的ショックとりわけ技術革新を重視するとともに、完全雇用均衡、実物部門と貨幣部門の二分法、貨幣の中立性という古典派的命題が成り立つと主張する。

リアルビジネスサイクル理論の政策的含意として、第 1 に、政策ルールに

[6] ロベール・ボワイエ（2013）pp.21-22

基づく行動は、合理的期待を形成する個人によって完全に予想される。第2に、市場で利用できない情報を政府が握っていると仮定しても、政府は市場のパフォーマンスを改善できない。

以上のことから、リアルビジネスサイクル理論によれば、政府による財政的および金融的な市場介入は無効である。また、賃金と価格は完全に伸縮的であると仮定するため、非自発的失業は発生しない(完全雇用均衡)。したがって、ソブリン債務危機顕在化以降、ユーロ圏において発生した大量の非自発的失業を説明できないのである。

３．ギリシャの財政問題と市場の規律

ユーロを導入する国は、安定・成長協定（SGP: Stability and Growth Pact）に基づき、例外的な状況を除き、一般政府財政赤字の対 GDP 比を 3％以下に、債務残高の対 GDP 比を 60％以下に維持することを義務づけられている。さらに欧州委員会および閣僚理事会は、ユーロ圏諸国の財政状況を相互に監視する手段として、各国に安定計画（stability programmes）の提出を要求している[7]。欧州委員会および閣僚理事会は、この計画に基づき過剰財政赤字が生じていると判断した場合には、ペナルティを含む過剰財政赤字是正手続き（EDP: Excessive Deficit Procedure）を発動する。

ユーロ導入に際してこのような厳格な財政規律を義務づけたものの、ギリシャの対 GDP 比財政赤字は、2001 年におけるユーロ移行以来ほぼ一貫して3％を超えていた。しかし、SGP そのものが裁量的に運用されてきた経緯も

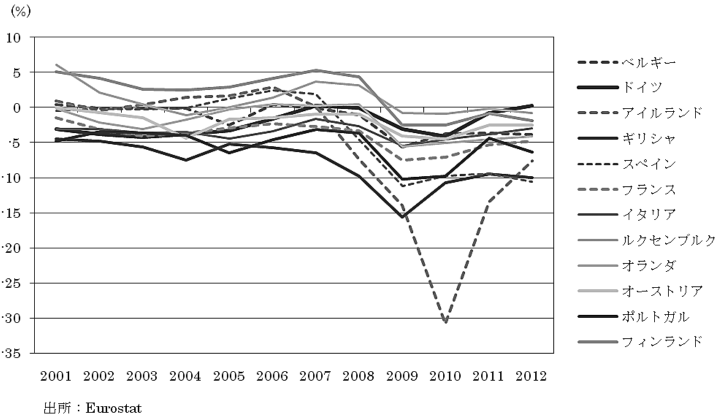
[7] ユーロ発足当初、景気後退時において財政赤字の対 GDP 比を 3％以内に抑制するためには、平時における財政をより健全化させるべきだという見地から、包括経済政策指針（Broad Economic Policy Guideline）を策定した。指針は、税制や失業手当等、財政のビルト・イン・スタビライザーのあり方は、各国それぞれに異なるが、ユーロ圏諸国は、それらが財政に及ぼす効果に留意しつつ、財政収支を「財政均衡に近いかまたは黒字」（close to balance or in surplus）にすることを目標に財政赤字を削減することとした。しかし、この指針も一部の国には有効に機能しなかった。

あり、経済収斂基準を満たさないギリシャに対して、ペナルティが発動されることはなかった。

こうした財政状況が続く中で、2009 年 10 月におけるギリシャの政権交代により発足したパパンドレウ政権は、前政権当時の財政統計に不備があることを公表するとともに、財政赤字および政府債務残高の規模を上方修正した。すなわち、財政赤字の規模は、2009 年見通しで 3.7％から 12.7％（後に 13.6％へ再修正）、また政府債務残高の対 GDP 比も 2009 年末見通しで 99.6％から 115.1％へいずれも上方修正した（European Commission (2010)）。

新政権が旧政権下の財政統計の不備を認め、財政赤字と政府債務残高を大幅に上方修正したことは、ギリシャ政府とユーロ圏諸国の財政状況の監督機能を担う欧州委員会等 EU 機関の信頼性を揺るがせたばかりでなく、財政統計のさらなる修正をおそれる投資家の不安を煽ることになった。2008 年のリーマンショック後、ギリシャのみならずユーロ圏諸国の財政赤字がおしなべて拡大していたことも、投資家にソブリン・リスクを強く意識させた一因である（図 3-1）。

図 3-1　ユーロ圏主要国の財政赤字（対 GDP 比）

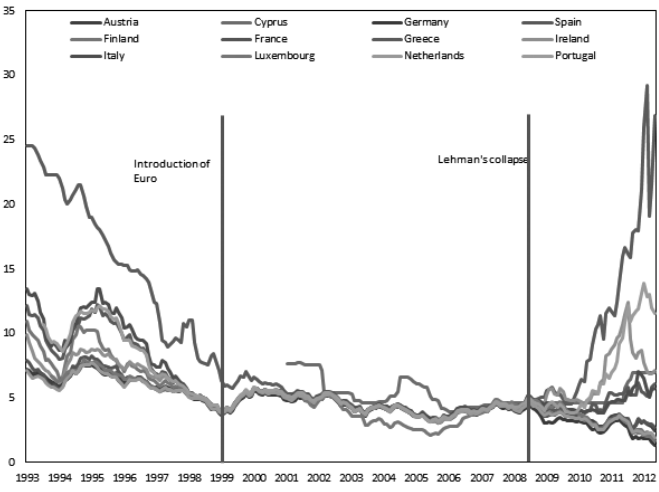


出所：Eurostat

以上の経過に関する理論的解釈は後述するとして、ギリシャの財政問題に対して市場がどのように反応したかをまず整理しておこう。

ギリシャの財政危機に対して市場は、国債利回りにリスク・プレミアムを直ちに反映させた（図 3-2）。ギリシャ国債利回りが、財政統計の不備が公表された 2009 年 11 月から急上昇に向かう一方、リスク・フリーとみなされたドイツ国債利回りはかえって低下した。すなわち、ソブリン・リスクに対して市場は強く反応するようになり、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなどの国債利回りが大幅に上昇した。

図 3-2　ユーロ圏諸国の 10 年物国債利回り（%）



出所：ECB

ここでむしろ注目すべき点は、ギリシャがユーロを導入した 2001 年以降、ギリシャ国債とドイツ国債のスプレッドは顕著に縮小したという事実である。これは、とくにユーロ圏の金融機関にとって、ギリシャ国債は為替リス

ク･フリーでドイツ国債よりも高利回りを享受できる投資機会となったため、ギリシャ国債が買われてその市場価格を押し上げた結果と考えられる。さらに、リーマンショック後の 2008 年 10 月以降、ECB が適格担保基準を緩和したしたことも、欧州の金融機関によるギリシャ国債買いを招いた[8]。

理論的は、市場におけるソブリン・リスクの適切な評価が市場の規律付けとして働き、国債発行国の健全な財政運営を促す機能をもつと考えられる。しかし、ギリシャの財政問題が表面化するまで、市場による規律付けは有効に行われず､結果としてその後の混乱を増幅することになった。この論点は、「5．欧州債務危機の本質－複数均衡論からの示唆」において取り上げる。

４．ギリシャ支援とソブリン・リスク収束への取り組み

４－１．ギリシャ支援

ギリシャの財政危機に対する第 1 次金融支援としては､2010 年 5 月にユーロ圏諸国と IMF による金融支援プログラム（ユーロ圏諸国 800 億ユーロ、IMF300 億ユーロの総額 1100 億ユーロ）が実施された。2009 年におけるギリシャの名目 GDP が約 2400 億ユーロであるから、この支援額は GDP のほぼ半分に相当した。また、同年末におけるギリシャの政府債務残高は、約 2700 億ユーロであったから、支援額はその半分弱をカバーする規模である。金融支援に際しては、IMF はコンディショナリティを課すとともに、EU が財政状況について定期的にサーベーランスを実施することとした。IMF のコンディショナリティは、以下の 3 条件である。

第 1 の条件は、財政収支の改善である。IMF は、ギリシャ政府に対し、公務員給与や年金支給額の削減による歳出の抑制と付加価値税や各種間接税の

[8] ECB は、2008 年 10 月 25 日以降、適格担保基準としての債券の最低格付け基準をそれまでのＡ－から BBB －へと 3 ノッチ引き下げた。

税率引き上げにより歳入増を図るとともに、年金や健康保険、税務行政の改革を行うことを求めている。この措置により、ギリシャの政府債務残高は、2013 年をピークに減少に転ずると、IMF は予想している。

第 2 の条件は、金融セクターの安定性維持である。このコンディショナリティに基づき、ギリシャは独立機関である金融安定化基金（FSF）を新設し、国内銀行への資本注入を行う。FSF の原資は、EU と IMF からの融資を充当する。また、ギリシャ政府やギリシャ中央銀行は金融機関に対する監督を強化し、流動性、不良債権保有状況を詳細に把握し、財務状況の透明性を高める措置を講ずることを求めている。

第 3 の条件は、中期的成長を実現するための構造改革である。構造改革は、公的セクターの近代化、財市場や労働市場の効率化、投資環境の改善、国内産業への政府介入の禁止、などの改革を含む。これらの改革により、ギリシャの国際競争力の向上と輸出主導型産業の強化を目指すこととしている。

以上の 3 つのコンディショナリティには、四半期毎の達成基準が定められており、融資を継続して受けるためには、各期の達成状況について IMF の審査を通過しなければならない。

ここで、ユーロ採用国であるギリシャに対するコンディショナリティの重要な特徴が浮かび上がる。標準的なコンディショナリティでは、金融危機国の中央銀行に対しては、金融引締めを要求するが、ECB に対してはコンディショナリティを課さず、したがって金融引締め政策を要求していない。さらに標準的なコンディショナリティは、危機国に対して変動相場制の採用を要求する。自国通貨の為替レートの決定を市場に委ねれば、金融危機国の国際競争力は回復すると考えられるからである。しかし、ユーロ採用国であるギリシャに対してこれらのコンディショナリティを要求することはできないから、名目賃金の引き下げと構造改革等によるコスト引き下げを要求することになるのである。

４－２．ソブリン・リスク収束への取り組み

４－２－１．EFSF/ESM

ギリシャに対する金融支援と並行して、財政危機波及への対応策として 2011 年 3 月の欧州理事会は、最大 5000 億ユーロの欧州安定化メカニズム（ESM）を創設することを決定し、当面の対応として欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）を設けた（表 4-1）。EFSF は、ソブリン債務危機が波及する場合も、リスボン条約第 122 条第 2 項に基づいて、自然災害と同等の「制御できない例外的な事態」（where a Member State is in difficulties or is seriously threatened with severe difficulties caused by natural disasters or exceptional occurrences beyond its control）として対応することを目的に導入された。

ESM は、時限措置である EFSF を継承する恒久的枠組みである。しかしながら、EFSF と ESM には、いくつかの相違点もある。とくに重要な相違点として、ESM は、参加国を 2013 年 3 月 1 日以降、後述の新財政協定（2013 年 1 月 1 日発効）を批准済みの国、すなわち、財政の均衡ないしは黒字化を憲法レベルの国内法で義務づけた国に限定することとした。

また、ESM の支援枠組みでは、民間投資家の損失負担（PSI: Private Sector Involvement）を求める可能性を示した。PSI は、債務危機表面化直後には想定されていない措置であったが、ESM の創設に際しては、PSI を「IMF の慣行」にしたがって、「例外的な措置」として実施する可能性を示唆した。これは、過剰なリスクテイクにより損失を蒙った民間投資家が公的資金により救済されるというモラルハザードを抑止するためである。

PSI と関連して、2013 年 1 月 1 日以降発行されるユーロ圏政府の国債には、集団行動条項（CAC: Collective Action Clause）が挿入されることとなった。CAC の挿入は、ESM 創設の議論が浮上した 2010 年の時点では市場

表 4-1　EU/ ユーロ圏の支援枠組み

	欧州金融安定化メカニズム (EFSM)	欧州金融安定化ファシリティ (EFSF)	欧州安定化メカニズム (ESM)
法的性格	EU の既存制度	ユーロ圏が設立する企業体	ユーロ圏の条約に基づく融資スキーム
資本構成	EU 予算による保証	ユーロ参加国による保証	払込資本 800 億ユーロ、請求払資本 6200 億ユーロ
資金規模	600 億ユーロ	4400 億ユーロ	5000 億ユーロ
支援内容	融資、クレジットラインの設定	・融資、新発国債の引き受け ・既発債市場における買入れ ・金融機関への資本注入	・融資、新発国債の引き受け ・既発債市場における買入れ ・金融機関への資本注入
存続期限	2013 年６月	2013 年６月	無期限
管理機関	EU 経済・財務相理事会 (ECOFIN)	ユーログループ（ユーロ圏財務相会合 /EFSF 理事会）	ユーログループ（ユーロ圏財務相会合 /EFSF 理事会）

注：EFSF が期限を迎える 2013 年 6 月まで、ESM と EFSF は並存した。
出所：ECB, *Monthly Bulletin* , July 2011.

に波紋を広げた。しかし、ギリシャに対する第 2 次支援（2012 年 2 月 21 日合意）に当たって PSI を実施し、CAC を遡及的に適用した経緯もあり、ESM が最終的に CAC を制度化した時点では、大きな議論を呼ぶことはなかった[9]。

[9] CAC は、「債務者に返済不能事由が生じたことを理由に、債権者との間で債務減免交渉を開始する場合、債権の一定額以上を持つ債権者が減免に同意した場合には、その同意の効力は全債権者に及ぶ」という約定である。近年、新興国の資金調達形態は、シンジケートローンからソブリン債発行へと大きく変化している。ソブリン債で資金を調達する場合、債権者は多数にのぼるのみならず、流通市場も発達しているため、ソブリン債をめぐる権利関係は刻々と変化する。したがって､債権者の協調行動を期待することは難しい。例えば、債務者である起債者に一定の事由が生じた場合に、逸早い資金回収を望む債権者がある一方、債務削減等により支払い能力が回復した後で全額回収を望む債権者もありうる。こうした問題を解決するために、CAC が開発された。ギリシャの場合、PSI の対象になった国債の多くは、ギリシャ法に基づいて発行されていたが、その発行時には CAC は挿入されていなかった。ところが、2012 年 2 月 23 日に、過去に発行した国債に

ESM の最大支援能力は 5000 億ユーロである。ただし、800 億ユーロの資本は、2014 年上半期までに 160 億ユーロずつ 5 回に分けて払込みが行われる。ESM の支援能力が 5000 億ユーロに達するのは、全額の払込みが完了した時点である。

ESM は、ユーロ圏が金融危機対応として整備を進めてきたセーフティネットのひとつの到達点である。換言すると、ESM によりユーロ採用国の危機を想定したセーフティネットの欠如というユーロ圏の制度設計上の不備が解消された。

ユーロ圏における市場の緊張は、2012 年 6 ～ 7 月をピークに顕著に緩和傾向に転じた（後掲図 5-1、図 5-2）。ESM の発足によるセーフティネットの強化と 2012 年 9 月に決定した ECB による OMT が、市場の不安を後退させることに貢献したものと考えられる。

４－２－２．ＯＭＴ

2011 年 11 月に就任したドラギ ECB 新総裁は、就任直後から政策金利の引き下げを断続的に実施するとともに、2011 年末には長期資金供給オペ（LTRO）により流動性供給を実施した。さらに 2012 年 9 月 6 日の政策理事会（Governing Council）において、ユーロ圏の国債を流通市場で購入する国債購入プログラム（OMT: Outright Monetary Transactions）の導入を決定した。

遡及する形で CAC を挿入する旨の法律が成立した。まさに事後法（ex post facto law）的に CAC の遡及を立法化したのである。民間投資家が PSI に応じず、国債額面通りの償還を請求した場合には、対ギリシャ支援の前提条件である財政再建に大きな支障をきたすからである。しかも、ギリシャの債務減免交渉の行方は、ソブリン CDS 取引に絡む混乱を誘発するリスクを内包していた。この点について、国際スワップス・デリバティブ協会（(ISDA) は、PSI は自主的な債権放棄であるため、クレジット・イベントには該当しないと判断してきたが、2013 年 3 月 15 日、CAC の発動は、クレジット・イベントに該当し、CDS の支払いが要求されるとの判断を示した（ロイター 2013 年 3 月 15 日、http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTJE82801720120310 情報閲覧日 2013 年 6 月 23 日）。

ECB は、以下のような条件のもとで OMT を実施する[10]。

1）OMT によるユーロ圏の国債購入は、流通市場に限定する。

2）OMT の購入対象は、満期 1 年から 3 年の国債とする。

3）OMT を実施するには、EFSF または ESM が課した厳格かつ効果的なコンディショナリティの遵守を条件とする。

4）政策理事会は、OMT の開始、継続、中止等のすべてについて ECB に要求される独立性の下で決定する。

5）OMT により供給された流動性は、すべて不胎化する。

以上の 5 つの条件には､国債購入額の上限が明示されておらず､したがって無制限の国債購入が可能である[11]。ただし､5）の不胎化の方法については明記されていない。

ECB は、OMT の導入に対してユーロ圏内外から批判が少なくないこと，とくに EU 機能条約（The Treaty on the Functioning of the European Union）第 123 条は、国債を発行市場で購入することを禁止しており、また ECB 理事会規則は、同条の禁止を回避する目的をもって流通市場で国債を購入することも禁止していることを踏まえ、OMT の政策的妥当性を明らかにする

---

10 ECB , *Monthly Bulletin* , September 2012.

11 ECB が無制限の国債購入に踏み切るかどうかが、ユーロ危機収束のための決定的な分岐点になることは、早くから認識されていた。この問題は、複数均衡の問題とも関連している。フランスは､ECB による国債購入可能額を引き上げるか､EFSF に銀行免許を与え、ECB からの低利の借入れで国債を購入できる改革を主張したが、ドイツと ECB が反対したため、一旦は危機収束策としての検討項目から除外された。フランスの主張によれば、ギリシャのデフォルトを阻止しない限り、ユーロ危機は一段と深刻化し、いかなる措置を講じても収拾不能な事態に陥るおそれがある。モラルハザードの問題に固執して、デフォルトや債務削減による処理に委ねるのでは、リーマンブラザーズを破綻させた結果、巨額の CDS の引き受け手であった AIG の経営危機を表面化させ、その後の連鎖的金融危機を誘発した事態を繰り返すことになる、というのがフランスの主張であった。これに対してドイツは、ギリシャの債務不履行が銀行の資本不足を引き起こすことは認めながら、ポルトガル、スペイン、イタリアの国債価格暴落を誘発するとは限らず、また仮に国債価格が暴落するとしても、それは各国の財政赤字削減の努力不足ないしはファンダメンタルズに原因があると主張した。

ための報告書をその後掲載した[12]。報告書の要旨は、以下の通りである。

1）OMT は、物価安定を目的とする金融政策である。

2）投資家の一部にユーロの存続に対する懸念（reversibility）があることを背景に、国債市場にひずみが生じ、国債市場が正常に機能していない。国債市場がユーロ圏において金融政策を浸透させるために重要な役割を担っていることに照らし、国債市場の機能不全は、金融政策の有効性を阻害する要因になる。OMT は、非伝統的な金融政策手段であるが、例外的な市場の状況下では必要な政策であり、ECB 定款第 18 条第 1 項も ECB が金融市場においてその政策目的を達成すべく、市場性商品をアウトライトに購入することを認めている。

3）OMT をどの市場において実行するかは、政策理事会による慎重な評価のうえで、決定する。

4）OMT により供給される流動性はすべて不胎化されるため、マネタリーベースは変化しない。

5）財政規律を維持強化するため、OMT の対象は、マクロ経済政策、構造改革、財政適正化政策を柱とするコンディショナリティを受諾した加盟国の国債に限定する。

6）OMT は、金融政策としての必要性、有効性の観点から、ECB 政策理事会が自主的に計画し、実施する。

OMT について特記すべきことは、OMT により買い入れられた国債は、デフォルトに陥っても、優先償還権を要求しないという点にある。ちなみに、2012 年 3 月に債務交換方式により民間投資家に損失負担を求めた際には、ECB には優先償還権が認められた。その結果、ECB の SMP[13] による国債市場への介入が、かえって民間投資家債権の劣後化のシグナルと

---

[12] ECB, *Monthly Bulletin,* October 2012.

[13] SMP（Securities Markets Programmes）は、ECB が国債の流通市場に直接介入する非伝統的政策手段として 2010 年 5 月に導入されたが、OMT の創設に伴い停止となった。

なって、民間投資家を萎縮させた。したがって、OMTにおける優先償還権の放棄は、SMPの負のインパクトを解消する狙いがある。

しかしながら、OMTによる国債の無制限買い入れが行われても、対象国が財政健全化や競争力の回復力に十分な成果をあげることができなければ、ECBが損失を負担することとなり、ユーロの信認は再び揺らぐ。そのため、対象国がコンディショナリティに違反した場合には、買い入れを中止することとした。

問題は、OMTがECBによる財政ファイナンスを禁止したEU機能条約に抵触するかどうかである。OMTの導入をめぐる2012年9月6日の政策理事会決議では、この懸念から反対票を投じたのは、バイトマン・ドイツ連銀総裁のみであった[14]。

一方、ドラギECB総裁は、ECBの第一義的責務は物価の安定であり、そのためにECBの独立性を擁護する基本方針は不変であるとしつつ、「ECBがその責務を果たすためには、標準的な金融政策の枠を超えた手段を講じなければならないことがある。市場が分断されていたり、根拠のない怖れに影響されるような場合には、ECBは金融政策上の意図した効果がユーロ圏内に浸透することへの障害を除去しなければならない。そのための例外的措置は、ECBの責任の範囲内にある」と述べている[15]。

ユーロ危機のさらなる深刻化を回避すべく、ECBが国債を無制限買い上げることができる枠組みを導入したことは、正しい選択であった、と言

[14] ECBは、OMTをめぐる政策理事会の投票結果の詳細を公表していないが、理事会メンバーの一人が反対票を投じたことは、ドラギECB総裁が政策理事会終了後の記者会見で明らかにしている（ロイター2012年9月6日、http://jp.reuters.com/article/mostViewedNews/idJPTJE88500520120906 閲覧日2013年8月29日）。ドラギ総裁は、反対票を投じた理事会メンバー名を明らかにしなかったが、その後のドラギ総裁の非公式発言を参照すれば、反対票を投じた理事会メンバーがバイトマン・ドイツ連銀総裁であったことは疑いがないところである。

[15] "The future of the euro: stability through change − Contribution from Mario Draghi, President of the ECB, Published in Die Zeit 29 August 2012, " http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120829.en.html 閲覧日2013年8月30日。

わざるを得ない。国債価格の暴落は、政府の財政赤字削減努力の不足ないしはファンダメンタルズの悪化によるものであり、したがって国債価格の回復はより厳格な財政規律によるほかはないという主張は、理論的にも実証的にも支持し難いからである。

この論点は、「5. 欧州債務危機の本質－複数均衡論からの示唆」においても論ずるが、ここではギリシャの財政危機が他のユーロ圏諸国に波及する以下の2つのメカニズムを指摘しておきたい。

第1に、ギリシャ同様に大幅な財政赤字を抱えた他のユーロ圏諸国がギリシャに続いて財政危機に陥り、その国債価格がやがて暴落すると投資家が予想し、国債の空売りに走れば、現実にそれら諸国の国債価格は暴落する。すなわち、他のユーロ圏諸国の財政状況やファンダメンタルズがどうであれ、自己実現的投機（self-fulfilling speculation）により国債価格は暴落する。

第2に、ギリシャ国債の価格が暴落して売られれば、国際分散投資を行っている投資家のポートフォリオ中に占めるギリシャ国債のシェアが低下する一方で、他のユーロ圏諸国の国債のシェアが相対的に上昇する。国際分散投資の最適なポートフォリオ比率を維持すべく、投資家はシェアが上昇したユーロ圏諸国の国債を売却するため、それら諸国の国債価格も下落する。

以上のことから、「金融政策上の意図した効果がユーロ圏内に浸透することへの障害を除去すること」は、ECBの使命だと考えられる。しかし、ドラギ総裁が明快な説明を与えていないいくつかの論点が残されている。

第1に、多額の納税者負担を強いる仕組みを国民投票や議会による承認を経ずに導入したことは民主主義的手続きに反するというOMTへの批判にどのように答えるのか、という論点である[16]。

[16] 2012年6月に創設が予定されていたESMについても、ドイツ憲法裁判所においてその合憲性が争われた。ドイツ憲法裁判所は、2012年9月13日に合憲判決を下したため、ESMの創設は翌10月になった。ただし同裁判所は、将来においてESMへの負担金を積み増す必要が生じた場合等については、議会の承認を要するとの条件を付した。

第 2 に、OMT の実施について、ESM が課す厳格なコンディショナリティの遵守を条件としたことは、ECB が ESM と協調行動をとることにほかならず、金融政策と財政政策の独立性の否定につながるのではないか、という論点である。

第 3 は、流通市場とはいえ国債を無制限に購入することが可能であり、国債の市場価格を操作できるとすれば、ECB は間接的にせよ国債発行国に対して財政支援を行いうる立場に立つのではないか、という論点である。

ドラギ ECB 総裁の説明通り、OMT が「例外的措置」であるとしても、ECB の使命の再定義を含めユーロ圏が将来取り組むべき基本的な政策テーマが OMT 導入にかかわる以上の論点には含まれているのである。

４－２－３．新財政協定

前述の通り、イギリスとチェコを除く EU 加盟国首脳は、2012 年 3 月 2 日の EU 理事会において、域内の財政規律を強化する新たな政府間財政協定「経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約」（Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union）に署名した（2013 年 1 月 1 日発効）。2013 年 3 月 1 日以降、ユーロ圏諸国が ESM による財政支援を受けるためには、この新財政協定に基づく財政均衡ルールを国内法で定めなければならない。

新財政協定は、従来の財政規律に加え、構造的財政収支の均衡化を求めるとともに、一般政府債務残高が一定の基準を超過した場合に、一定割合の削減を義務づけている。

1）財政均衡ルールの導入

新財政協定署名国は、一般政府の財政収支を均衡化または黒字化することを約束し、これを国内法で定めなければならない。

新財政協定によれば、各年の一般の構造的財政収支が、各国ごとに定め

た中期目標 (MTO) を満たすとともに、対 GDP 比で 0.5％以内の赤字にとどまっていれば、均衡化しているとみなされる。ここで構造的財政収支とは、景気循環要因と一時的要因を除去した財政収支と定義され、EU 統計局があらかじめ定めた手法により計測する。構造的財政収支による規律に加え、一般政府の財政赤字の対 GDP 比を 3.0％以下とする従来の基準も同時に満たさなければならない。

ただし、一般政府債務残高の対 GDP 比が 60％を大幅に下回り、長期的な財政の持続可能性にかかわるリスクが小さいと判断される場合には、対 GDP 比で 1％までの構造的赤字を認める。

2）例外規定

構造的財政収支が長期目標から逸脱した国は、中期目標に向かって速やかに収支を収斂させなければならない。収斂までに要する期間は、各国の債務の持続可能性を考慮したうえで､欧州委員会が決定する。自然災害等、当該国にとって制御不可能な特別事情がある場合には、収斂パスからの一時的な逸脱が認められる。

しかし、中期目標や収斂パスからの重大な逸脱がある場合、是正措置が自動的に発動される。

3）一般政府債務残高

一般政府債務残高の対 GDP 比が 60％を上回った場合、当該国は毎年、基準超過残高の 20 分の 1 ずつ減額しなければならない。これは、単年度の財政赤字に重点を置く従来の財政規律に対して、公的債務残高の累増に歯止めをかけることを目的としたルールであり、グライドパス・ルール（glidepath rule）と呼ばれている。

4）運営上の監視措置の強化

財政規律を強化する目的で、各国の公債発行計画や財政赤字国の構造改革の実行を監視する措置が講じられた。各国は、欧州理事会と欧州委員会

に対して、公債の発行計画を事前に報告しなければならない。

以上の新財政協定を厳格に運営した場合、現状ではユーロ加盟国に限っても、その多くが規律に抵触する可能性がある（表 4-1）。また、新財政協定そのものがいくつかの問題を抱えている。

表 4-1　新財政協定と一般政府財政収支の対 GDP 比予測（2013 年 ,%）

	政府債務残高	財政収支	構造的財政収支	0.5％基準からの乖離
ベルギー	101.4	-2.9	-2.3	-1.8
ドイツ	81.8	-0.2	0.4	0.9
エストニア	10.2	-0.3	-0.2	0.3
アイルランド	123.3	-7.5	-6.9	-6.4
ギリシャ	175.2	-3.8	2.0	2.5
スペイン	91.3	-6.5	-4.4	-3.9
フランス	94.0	-3.9	-2.2	-1.7
イタリア	131.4	-2.9	-0.5	0.0
キプロス	109.5	-6.5	-5.4	-4.9
ルクセンブルグ	23.4	-0.2	0.7	1.2
マルタ	73.9	-3.7	-3.8	-3.3
オランダ	74.6	-3.6	-2.0	-1.5
オーストリア	73.8	-2.2	-1.6	-1.1
ポルトガル	123.0	-5.5	-3.6	-3.1
スロベニア	61.0	-5.3	-2.4	-1.9
スロバキア	54.6	-3.0	-3.0	-2.5
フィンランド	56.2	-1.8	-0.6	-0.1
ユーロ圏	95.5	-2.9	-1.4	-0.9

出所：European Commission, European Economic Forecast Spring 2013 より作成。

まず、ECB（2012）が指摘するように、構造的財政収支について計測上の問題がある。財政収支から景気循環要因を除去する手法としては、GDPギャップの計測値が用いられる。GDPギャップを用いて景気循環要因を除去する理由は、たとえば不況期に過度の財政緊縮措置が採られることは回避すべきだからである。

しかし、GDPギャップは計測手法[17]により計測値に相当なバラツキが生ずるうえ、公表時期が遅い一部の統計データは推計値によらざるをえない。したがって、確定値の公表により、GDPギャップが大幅に修正される余地がある。こうしたテクニカルな問題を抱える計測値にもとづいて、各国の財政規律違反が判定され、場合によっては制裁措置が発動されることは、将来において新財政協定の合理性をめぐる議論を再燃させる可能性がある。

また、世界的同時不況等の影響で多くの署名国が財政規律違反に問われるような場合にも、新財政協定の厳格な適用は現実には難しい。しかし、状況に応じて規律を弾力的に運用するようなことになれば、新財政協定は形骸化し、財政規律改革の意義が失われるというディレンマを抱えている。

5．欧州債務危機の本質―複数均衡論からの示唆

今回の欧州債務危機を、もっぱら財政収支や政府債務残高等のファンダメンタルズの面から理解するのでは、その本質を見誤るおそれがあることを、主にBlanchard（2011）に拠って複数均衡（multiple equilibria）の成立という視点から明らかにしておこう。

Blanchardは、欧州債務危機が最も深刻化した2011年を振り返り、以下の4つの厳粛な事実（hard truth）を直視すべきである、と指摘している。

[17] 新財政協定との関連では、生産関数（PF）とHodrick-Prescottフィルターを用いて、潜在GDPもしくは趨勢的GDPを推計し、現実のGDPとの比較によりGDPギャップを推計する。

1）2008 ～ 2009 年の危機後、グローバル経済は複数均衡が一般化しており、悲観論や楽観論がその通りの事象を引き起こすという自己実現的現象（self-fulfilling outcome）が生じている。

2）複数均衡の存在を想定すると、不徹底で部分的な政策措置は、事態をさらに悪化させる。

3）過剰債務国は、財政再建の取り組みを行うべきであるが、それが低成長期待につながると、投資家は当該国国債により大きなリスク・プレミアムを要求するという二面性がある。したがって、財政再建は、性急なものとならないよう留意すべきである。

4）いったん悪化した市場心理は、容易には好転しない。例えば、2011 年夏場には平穏であったイタリア国債市場では、その後高まった危機感から投資家が引き上げた資金は、容易には戻らなかった。

Blanchard は、以上の 4 つの論点を踏まえ、実効性のある危機対策として、信頼性の高い現実的な財政再建計画の策定、適切な流動性の供給、計画の着実な実行、関係当事者間のより効果的な協調、の 4 つの対策を提言している。

Blanchard の議論の核心は、単一均衡と複数均衡のどちらを想定するかにより、その政策的含意を大きく異にするという点である。均衡状態が唯一である場合には、その状態を改善するためには、均衡を規定している構造パラメーターを変更するほかはない。例えば、需要不足を財政支出の拡大により解消する政策を講じている場合に、財政支出を抑制する政策に転じると、状態は元に戻る。

他方、均衡状態が複数ありうる場合には、構造パラメーターを変更しなくとも、何らかの政策的ショックを加えることで、ひとつの均衡 (bad equilibrium) から他の均衡（good equilibrium）へと移行する可能性がある。例えばゲーム理論は、戦略的補完性 (strategic complements) が成立する場合に、ナッシュ均衡から協力的均衡へ移行し、全プレーヤーの利得の総和を増加さ

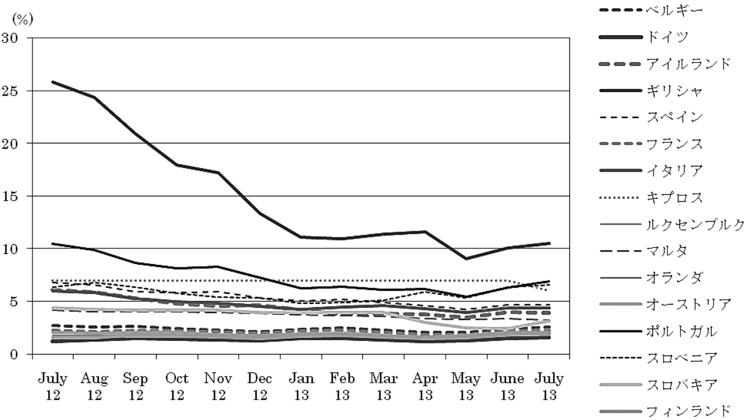
せる可能性があることを明らかにしている[18]。

複数均衡が成立する場合、アナウンスメントが大きな効果をもたらし得る点が重要である。欧州債務危機との関連では、ECB が 2012 年 9 月にアナウンスした前記の OMT がその一例になるであろう。OMT のアナウンスメントは、国債市場における均衡を bad equilibrium から good equilibrium へシフトさせることができた。つまり、「ギリシャなどユーロ圏周辺国は、いずれユーロから離脱する」というコンバーティビリティ・リスクがこれら諸国の国債のリスク・プレミアムに反映され、それが当該周辺国をしてユーロから離脱させる現実の圧力になりうるが、OMT のアナウンスメントは、そうした圧力を取り除く効果があったと考えられる[19]。図 5-1 の通り、2012 年半ば以降、ギリシャ国債の利回りは顕著に低下し、ドイツ国債との利回り格差も急速に縮小した（図 5-2）。

[18] ナッシュ均衡（Nash equilibrium）が成立している状況では、各プレーヤーには自己の状況を変えようとするインセンティブは働かない。すなわち、自己の状況を変えることでプレーヤーはその利得を増加させることはできない。しかし、ナッシュ均衡は、必ずしも全プレーヤーの利得の総和が最大化している状況ではない。仮に、ナッシュ均衡に positive spillover が生じる場合には、協力的均衡に移行することでプレーヤーの利得の総和を増加させることができる。

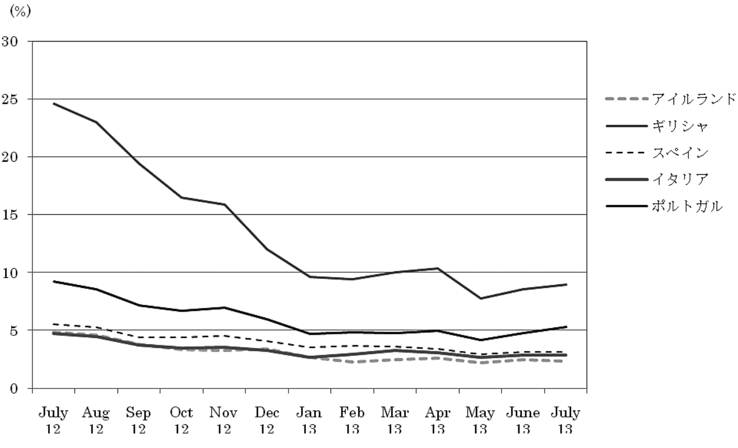
[19] 2012 年 7 月 27 日、ロンドンにおける講演でドラギ ECB 総裁は、「ソブリン債のプレミアムが金融政策浸透の妨げになっている限り、高利回りの問題は ECB の責務の範囲内にある」と表明し、さらに「ECB の行動が『十分な』ことがいずれ判明するだろう（ECB will do what’s needed to preserve Euro）」とも述べ、ECB のユーロ防衛能力を疑う投資家に対して ECB の強い決意を示した（Bloomberg , July 27, 2012）。しかし、ECB のユーロ防衛能力だけが決定的な役割を果たすわけではない。その理由は、コンバーティビリティ・リスクは、すぐれて政治的なリスクだからである。この点については、①ギリシャ支援に関連して、ギリシャのユーロ離脱の可能性を示唆していたドイツ政府関係者が、2012 年半ばからその可能性に一切言及しなくなったこと、② 2012 年 9 月のオランダの総選挙において、親ユーロ派が勝利したこと、などの政治状況もコンバーティビリティ・リスクの軽減に寄与したと考えられる。

図 5-1　ユーロ圏諸国の 10 年物国債利回り



出所：ECB

図 5-2　GIIPS 国債とドイツ国債の利回りスプレッド



出所：ECB

過去800年の金融危機のデータについて分析を試みたReinhart and Rogoff（2009）は、バブル対バブル崩壊とその後の金融危機は複数均衡であって、市場参加者の期待の変化によってバブルというひとつの均衡からバブル崩壊とその後の金融危機というもうひとつの均衡へのシフトが起こりうることを明らかにした。ギリシャのソブリン債務危機を契機とするユーロ圏の危機を振り返るとき、それが複数均衡の典型的事例であったと理解する視点が今後のユーロ圏の政策枠組みを考えるうえでも不可欠である。

今一度、欧州債務危機の経過を整理しておこう。ギリシャの財政赤字は、ユーロに移行した2001年においてマーストリヒト条約の経済収斂条件のひとつである対GDP比率3%の基準を超えており、その後もギリシャの財政赤字はこの基準を下回ることはなかった。とくにリーマンショック後の2009年には、財政収支の対GDP比は15.6%に達し、ユーロ圏諸国中で最悪の状況となった。

しかしながら、2009年以降に財政赤字を拡大させたのはギリシャだけではない。財政赤字の対GDP比が10%を超えたアイルランド、スペイン、ポルトガル3か国はもとより、ユーロ圏各国の財政状況が悪化した。さらには、日米を含む主要国の財政赤字も拡大した。

リーマンショック後のグローバル金融危機下で主要国の財政赤字が拡大した第1の理由は、G20において、世界同時不況に対し国際協調として財政刺激策を行うことになったことである[20]。第2の理由は、グローバル金融危機によりバランスシートを毀損した金融機関を救済すべく財政資金を投ずる一方、信用収縮による民間投資等の落ち込みによる景気後退を阻止する目的で財政支出の拡大を余儀なくされたことである。

[20] リーマンショック直後の2008年11月ワシントンにおいて開催されたG20緊急会合以降、G7に代わってG20がグローバル経済・金融問題を扱う基本的枠組みとして定着した。この会合において採択された「金融・世界経済に関する首脳会合　宣言」（2008年11月15日）では、「財政の持続可能性を確保する政策枠組みを維持しつつ、状況に応じ、即効的な内需刺激の財政施策を用いる」と明記した。

このようにして主要国の財政状況が悪化し、財政のサステナビリティに対する市場の懸念が高まる中で、ギリシャでは2009年10月に政権交代が行われ、その後、前政権時代に財政統計の重大な不備と財政赤字の過小報告があったことを明らかにした[21]。この表明を受け、主要格付会社は、ギリシャ国債格付を段階的に引き下げたが、この動きが複数均衡のなかで一方の均衡（楽観的均衡）から他方の均衡（悲観的均衡）へとシフトさせるトリガーになったと考えられる。ギリシャ国債の格付けは、最終的にはインベストメント・グレード以下[22]まで引き下げられた結果、リスク・プレミアムは急上昇して国債価格の暴落を引き起こしたのみならず、アイルランド、ポルトガルなどユーロ圏周辺国の国債の売りも殺到して市場を混乱に陥れた。

こうしたbad equilibriumから抜け出すには、個別の危機国が財政状況への信認を回復する取り組みを強化することもさることながら、通貨同盟であるユーロ圏が結束して危機収束のためのあらゆるリソースを動員する能力と仕組み備えていることを示し、投資家のマインドを好転させることが唯一の途である。

6. ユーロの将来―結びにかえて

ESMやOMT等の危機対応策をめぐっては、リスボン条約や国内法への抵触可能性が議論されてきたことは、既に述べた。その争点は、それらの危機対応策がECB等EUの機関を経由した直接または間接の財政支援に該当す

[21] 新政権発足直後に、ギリシャの財政赤字の対GDP比は、2008年について5.0％から7.7％、2009年について3.7％から12.7％に修正したが、2010年4月には2009年の数値を13.6％に再修正した。欧州委員会は、統計作成上の問題点として、①統計機関の独立性が保たれておらず、政治的干渉を受けやすい、②複数の統計機関が存在するが、統計データに関するそれぞれの公的な責任・権限が不明確であるなど、構造的・組織的な問題が存在する、と指摘している（欧州委員会「ギリシャの財政赤字と債務残高統計に関する報告書」2010年1月）。

[22] 2012年3月までに、Moody’sによるギリシャ国債格付けはC（実質的デフォルト）、S&Pによる格付けはSD（選択的デフォルト）まで引き下げられた。

るかどうかであった。

形式的に評価すれば、ESM の導入はリスボン条約の財政移転禁止規定に抵触する疑いがあり、OMT も間接的にせよ財政支援的政策であることは否定できないと思われる。しかし、この点について、ベック（2013）は、注目すべき見解を示している。すなわちベックは、歴史的な時代には、ルールを守る小政治の時代とルールを変える大時代の政治があると指摘している。そうして、ユーロ危機に対する適切な解答を見つけるためには、大政治が求められるとし、「グローバル化されたリスクの時代には、『自分たちが単独で解決できる』という主張に従って行動することは、致命的な幻想であることが明らかになるであろう」[23] と指摘している。そのうえでベックは、「基本的にすでに定められた状態に固執するために、欧州を脅かしている危険を無視したり、軽視している者は、事態をあまりにも単純化しているのである」[24] と述べている。

ベックのこの指摘は、まことに正鵠を得たものである。ユーロ危機は表面的には財政や金融をめぐる危機のようでありながら、より本質的には欧州の連帯はいかにあるべきか、いかに連帯することができるのか、が問われているのである [25] [26]。

すでに 10 年以上にわたりギリシャの対内・対外経済活動とユーロ圏内に

---

[23] ウイリアム・ベック（2013）p.22

[24] 同書 p.41

[25] 2012 年 11 月 20 日に公表されたギリシャの世論調査によれば、回答者の 63％はユーロ残留を望んでいる（ロイター 2012 年 11 月 20 日、http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTJE8AJ00A20121120 閲覧日 2013 年 9 月 1 日）。また、ドイツ ZDF テレビが 2012 年 10 月に実施した世論調査によれば、ギリシャのユーロ残留に賛成する回答者の割合 (46%) が 1 年超ぶりに反対する回答者の割合（45％）をわずかながら上回った（ロイター 2012 年 10 月 12 日、http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTYE89B01O20121012 閲覧日 2013 年 9 月 1 日）。こうした世論調査の結果も、ユーロ危機が最悪期を脱し、あらたな局面を迎えつつあるという国民の意識を反映したものと思われる。

[26] ユーロ導入前の 1991 年、当時のドイツ首相コールも、政治的統合と足並みを揃えない通貨統合は空中楼閣（a castle in the air）であると明言している（Marsh (2013) p.14）。

おける決済システム TARGET の基盤であるユーロを離脱することは、ギリシャにその能力をはるかに超える経済的コストの負担を強いることになるであろう。そのとき、ユーロ離脱後の EU 加盟国ギリシャを救済するために、やはり EU は大きな財政負担を求められる可能性がある。同時に、ギリシャのユーロ離脱は、ギリシャに対してユーロ建て債権を持つ金融機関、企業をパニックに陥れ、あらたなグローバル金融危機を誘発するリスクもある。

前述の新財政協定は、財政同盟（Fiscal Union）ではなく、財政安定同盟（Fiscal Stability Union）を目指す枠組みとして位置づけられている。しかしながら、構造的赤字について厳格なルールを設定したこと、また財政ルールを各国の憲法等で規定することを義務づけたことは、新たな財政規律マインドを共有し、モラルハザードを抑止することによってソブリン債務危機の再発可能性を大きく減じたものと考えられる。なによりも、EU 諸国が危機収束のため、解体ではなく結束強化の途を選択するという明確なメッセージを市場に発信することができた。

以上を要すれば、ESM、OMT、新財政協定などの多様な取り組みにより、ユーロ圏は複数均衡のうちの悲観的均衡からようやく脱したと評価することができる。ただし、ユーロの持続可能性をより一層強固なものとするためには、ユーロへの参加が同質化ではなく、むしろ加盟国間の異質性を顕在化させるような内生的経済転換をもたらしうる事実を直視したうえで、さらなる政策対応と制度改革が求められるであろう。

＜参考文献＞

１．外国語文献

Blanchard, Olivier(2011), “2011 In Review: Four Hard Truth,”iMF direct, December 21, 2011.

Boyer, Robert(2000), “The Unanticipated fallout of European Monetary Union : The Political and Institutional Deficits of the Euro,”*After the Euro,* Oxford University Press, Oxford.

ECB(2012), “Box 12: Cyclical Adjustment of the Government Budget Balance,” *ECB Monthly Bulletin,* March 2012.

European Commission (1990), "One Market, One Money", *European Economy,* No. 44.

European Commission (2010), *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics.*

Krugman, P. and Obstfeld, M. (2009), *International Economics, Theory and Policy,* Pearson Education ,New York.

Marsh, David(2013), *Europe's Deadlock,* Yale University Press, New Haven, Connecticut.

McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review, 53.*

Mongelli, F.(2002), “New View on the Optimum Currency Area Theory : What is EMU telling Us ?” *ECB Working Paper,* No. 138.

Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimal Currency Areas", *American Economic Review, 51*

OECD (1999), "EMU Facts, Challenges and Policies"

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly,* Princeton University Press, Princeton.

２．日本語文献

ウィリアム・ベック（島村賢一訳）『ユーロ消滅？－ドイツ化するヨーロッパへの警告』岩波書店、2013 年

ロベール・ボワイエ（山田鋭夫・植村博恭訳）（2013）『ユーロ危機 [欧州統合の歴史と政策]』藤原書店、2013 年