

特集

2012年冬のシンポジウム

基調講演「ユーロ危機における銀行・金融危機と
政府債務危機—金融・通貨統合の視角から—」

田 中 素 香（中央大学）

○司会 今日、財政研シンポジウム「欧州ソブリン危機の現状と今後の展望」に、多くの方々にご参加頂き、どうもありがとうございます。昨今、非常に注目の集まる欧州ソブリン危機の本質について、金融的な側面と財政的な側面の両面から迫り、今後の展望を描いていきたい、というのが本シンポジウムの狙いです。さてさっそくですが、本日のパネリストの先生方を紹介させて頂きたいと思います。

まず、基調講演者として中央大学の田中素香先生をお招きしております。先生は、『ユーロ - 危機の中の統一通貨』（岩波新書、2010年）をはじめとして、国際金融や欧州通貨統合に関する多くの著作を出版されており、この問題での第一人者でいらっしゃいます。

次に、同じく基調講演者として、西南学院大学の尾上修悟先生をお招きしております。先生は最近、ミネルヴァ書房から『フランスとEUの金融ガヴァナンス - 金融危機の克服に向けて』（2012年）と題する研究書をご出版になりました。われわれ、この本を拝見させて頂きまして、特に最後の第3部がそうですが、財政統合論をはじめとして、財政学と共通する問題意識で執筆をされている点、大変興味深く読ませて頂きましたので、是非、この機会にお招きしたいと考えておりました。

それから、これら両先生の基調講演に対して、2名の先生方に討論者を務めて頂くことになっております。最初に、慶應大学の井手英策先生です。先生は、最近立て続けにご著作を出版されておりますが、直近には、『財政赤字の淵源 - 寛容な社会の条件を考える』（有斐閣、2012）を出版されました。井手先生は財政と金融の相克に関する財政社会学的な研究を手掛けてこられましたので、本日は、まさにシンポジウムのテーマである財政と金融に関する造詣の深いコメントをいただけるかと思います。

続きまして2番目には、京都大学大学院生の三宅さんからコメントをいただきたいと思います。彼は地方債の研究をしているわけです。財政学的な観点から、基調講演者であるお二人の先生方に対する討論者を務めてもらいますが、同時に彼は、前職が野村証券でしたので、金融の実務と理論を踏まえておりますので、その両方の観点から、今日の議論に加わらせていただくということになります。

今日は、こういうかたちで4名の先生方の参加を得ましてシンポジウムを進め、最後に16時から17時のあいだに、1時間ぐらいは総合討論としての時間を設けております。そこで、ゼ

ひフロアの皆さまからのご意見、ご質問等を頂戴できればと思います。だいたいこのような進め方で参りたいと思います。

そうしましたら早速、シンポジウムに入っていきたいと思います。最初に田中先生から基調講演をよろしくお願い致します。

ご紹介いただきました、中央大学の田中でございます。財政関係の伝統のある研究会というふうに伺っておりまして、私は財政学の専門家ではまったくございませんが、ご指名いただきましたので、報告をお引き受けすることに致しました。

ユーロ危機が、もう既に4年目に入っています。先ほどご紹介をいただきました岩波新書では、当時はユーロ崩壊論が盛んでしたが、そのような崩壊はしないという主張を述べました。ここに来てだいぶ落ち着いてきましたので、そういうこともご指名いただいた理由としてあるのかなと思っております。

ユーロ崩壊論というのは、「崩壊する」という理論もあるし、「崩壊した方がいい」、つまり各国が独自の自国通貨を持って為替で調整していった方がいいんだという議論もあります。EUは通貨協力を1970年代から苦勞しながら進めてきたわけですけど、崩壊論はその歴史を完全に無視して経済のもっともらしい理論だけで対応しているわけで、統合論からはとてもついていけないということで、岩波新書ではいろいろな根拠や捉え方を示したつもりです。

今日の話はユーロ危機といいますか、あるいはソブリン危機、欧州危機、いろんな言い方がありますが、ユーロ危機という言葉差し当たり使わせていただきますが、危機は非常に複合的です。

足かけ4年間の危機ということですが、どの危機が、どの段階で主要な危機と認識されるのかというふうに問題を立てる方がいいのではないかと。それからユーロ圏、あるいはEUが対策を出してきますが、その対策にも段階認識があった方がいいのではないだろうかということを、今日お話しします。

第1段階は2012年の6月から9月まで、それ以後は第2段階に入っている。だから第1段階と第2段階の特徴付けを対比して示さないといけないということになるわけです。

タイトルは、そういうふうを選びました。EUの金融統合、通貨統合ということを踏まえながら危機を議論していきたいということです。

(1) EU 統合の60年

EUの経済統合は60年を過ぎているわけですが、第1段階、第2段階に分けられると思います。第1段階は戦後西欧の生き残り策といいますか、米ソ超大国に対抗して西欧の復興を実現していく。

50年代は不戦体制の構築です。50年代は欧州石炭鉄鋼共同体の段階ですけど、隠れたメインテーマは仏独不戦体制をつくるということであったわけです。

それからEEC（欧州経済共同体）に入っていきます。関税同盟と共同農業政策で、これは西欧が復興を成し遂げていくプロセスです。主題は不戦体制から経済復興とアメリカへのキャッチアップに転換します。それが一応成果を挙げたわけです。第1段階は石炭鉄鋼共同体が第1期、EECが第2期になります。

しかし、その後グローバリゼーションが始まり、情報化社会への移行があります。それで大陸が立ち遅れまして、日本、アメリカ、イギリスへの対抗をやっていかなければいけない。対米ソの第1段階とは違ったアングルの問題に対応しなければいけなかった。これが第2段階です。

これに対する対応策は、EUの場合は、まず85年から90年代の単一市場統合です。次にはその単一市場を防衛する必要が生じます。単一市場では資本移動が完全に自由化されますので、為替相場が非常に外からのアタックに弱くなります。それを防衛する。単一市場といっても通貨で区切られている、通貨は分裂しているわけなので、為替相場への投機で単一市場が混乱する。通貨の分裂をなくし単一化して効率を上げていく。つまり通貨統合ですが、そのもう一つは、ドイツです。統一ドイツ、マルクをヨーロッパのなかに包摂していく。第2段階は単一市場が第1期、通貨統合が第2期になります。

一応、これは成功したかに見えたけれども、最後にはリーマン・ショックからユーロ危機になっていく。そして2012年の6月から経済統合の第3段階に入っていくということではないかと思っています。

今年ノルウェーのノーベル賞委員会がEUに平和賞を授与したのですが、ギリシャ・ローマの時代から戦争の大陸だったヨーロッパを平和の大陸に変えたのはEUだったというふうに、受賞の意味をノーベル平和賞委員会が説明したわけです。そのなかで、もちろん平和の問題というのはあるのですが、やはり経済的に見ても21世紀のEUに統一通貨が不可欠ということであるわけです。ユーロが新しい連帯をつくり出してきている。European post-war generations、つまり戦争を知らない世代をつないでいく役割はユーロに課せられているのではないか。これは私の感想です。ユーロにはそういう政治的な意義というものもある。

(2) ユーロ危機とは何か

ユーロ危機とは何かという問題は意外に難しい。ソブリン危機とか債務危機とか、いろいろな言い方がありますが、ユーロ危機と聞くと、まず通貨危機ではないかと思われれます。しかし債務危機でもある。いや、南欧がユーロ加盟国になって危なくなったということは、経済の発展格差から問題が出てきていて、そちらの方が問題だ、いやEUのガバナンスの問題だというような議論が、ずっとあるわけです。

私はこの危機をユーロ危機という爆発形態に置いたのは銀行である、したがって銀行・金融危機が危機の第1段階の主要な特徴ではないかと思っているわけです。

危機の3角形というのをつくっているのですが、図1のとおりです。ソブリンというのは政

府債務危機です。ソブリンと銀行・金融危機が共振しているかたちですけど、しかし、その背後に競争力格差の問題があって、それが相互に影響を及ぼしているというようなかたちで考えています。

第1段階の危機の現れ方は、銀行・金融危機とソブリン危機の共振であるが、とりわけ銀行・金融危機が危機を主導した。ソブリン危機という意味では、政府サイドのレベルを取れば、アメリカも日本もイギリスもソブリン危機と言えないことはないわけです。しかし、危機は爆発しなかった。ユーロ圏でユーロ危機というかたちで独自の形態を取ったのは、銀行・金融危機というものが、そういうふうにさせたのではないかというわけです。

ユーロ危機の第1段階は2012年の6月から9月までですけど、第1段階には3次の危機が起きた。第1次危機は2009年の10月のギリシャのうその財政赤字の暴露、「うそを言っていました」というところから始まったのですが、そこから小国危機が發展します。つまり、アイランド、ポルトガルもデフォルト危機に陥り、第1次危機対応策のEU・ユーロ圏、IMFの財政支援を受けました。支援はローンですが、財政支援です。これが第1次の小国危機です。

第2次危機は2011年の後半、6月に始まったと思うのですが、ギリシャの第2次デフォルト危機から、すぐにイタリア、スペインに波及して、秋以降ベルギー、オーストリア、フランスを捉えていく。

第2次対応策を2011年7月と10月にユーロ圏が打ち出しましたが、ほとんど効果がなく、11月から世界金融危機に發展するのではないかという懸念が拡大し、ユーロは崩壊するという議論も強まり広がったけれども、欧州中央銀行が5,000億ユーロを2回、合計1兆ユーロの資金を銀行に供与しました。2011年の12月と翌年の2月です。

だいたい1発目で金融危機はほとんど沈静化の方に向かうわけで、「ドラギ・マジック」と言われました。しかし、これは数カ月しか持たないで、第3次危機が2012年4月から始まりました。一つはスペインの銀行危機、それにイタリアも連動する。

それから、何といたってもギリシャの離脱危機です。5月6日の総選挙で急進左翼連合が第2党になって、旧与党が惨敗をして、EUとユーロ圏・IMFがまとめた支援策を拒否するのではないかということで大変な騒ぎになりましたが、6月17日の再選挙では旧与党が政権を取りまして一段落となります。

その後、だんだんと沈静化していくわけです。EUにもユーロ圏側にも新しい動きがあるわけです。これについては後で説明します。

それで、まずユーロ危機は「通貨危機か」ということになります。これは購買力平価説で見てみたらどうか。図2は購買力平価とユーロ・ドル相場を示しています。2000年には1ユーロ0.85ドルまでユーロは下落しますが、2002年から上昇していった、2008年には、1.6ドルまで行くわけです。

その後リーマン危機になって、さらに第1次ユーロ危機、第2次危機、第3次となっていますが、いずれも消費者物価で取った購買力平価のところまでユーロは落ちていません。通貨危

機とは言えないのではないかなというのが私の感じです。

これはユーロ・円の相場でも同じです。08年夏には170円近くまで行きます。リーマン危機以降円は非常にドルに対しても上昇しましたので、円に対するユーロの下落幅は非常に大きいですが、それでも、やはり購買力平価まで落ちていない。そういう点から言って、ユーロ危機を通貨危機とは言えないのではないかな。

(3) 金融・通貨統合と銀行ネットワークの形成

政府債務危機という言い方が一般的で、確かにソブリン危機に違いはありません。しかし、ユーロ圏の平均を取ると、危機時の財政赤字と政府債務のGDP比はアメリカとイギリスがユーロ圏よりやはり決定的に悪いわけです。

サブプライム危機から始まるわけですが、リーマン・ショックの後、米英の財政赤字は急激に上がって、二桁になっているわけです。ユーロ危機はソブリン危機には違いないとしても、ソブリン危機と言い切ってしまうていいのか。

第1段階を見ていく場合に、やはり銀行・金融から見ていくというのが私は一番適切な視点ではないかと思います。グローバル金融資本主義の隆盛の21世紀ということですけど、結局これが新自由主義で、サブプライム危機、世界金融危機ということに行き着くわけです。

結局、EUでも同じです。単一市場統合の一環として単一金融市場が形成され、並行してユーロが導入され、銀行間の競争が激化して利潤率が低下して、銀行間のM & Aで大規模化して、周辺諸国の高利潤率市場に引かれて銀行活動が拡張していくわけです。もちろんドイツ、オランダ、イギリス、スイスというような銀行はドルビジネスが重要事項です。イギリスは世界の金融センターで、ドル・ユーロ市場が一体化している。しかし、EU内でも、やはりユーロビジネスというのがあって、西欧諸国の銀行が周辺に進出していく。銀行のEU全域への地域展開、支配構造の変換ということになる。それまで1国的だった銀行活動がEU全体に拡大していくわけです。そのときの通貨はユーロです。世界マネーフローとは別に、ユーロ中心の資金フローができていくわけです。

そういうことで、世界マネーフローと並行して、EUでは金融リージョナル化が進み、西欧と北欧は輸出と銀行の資金供給を行っていくわけです。イギリスと南欧が消費ブーム、住宅ブーム。中・東欧諸国は新興国ブーム。新しい市場経済建設のブームに、どんどんお金を貸していった輸出も伸ばしていく。そういうリージョナルな発展構造をユーロの下でつくり上げているわけです。

EUの15大銀行の資産シェアを1997年と2006年で見ます。資産総額は4.5兆ドルから15兆ドルへ、約10年の間に3倍に増えている。シェアで行きますと、EU外はだいたい26、27%で、あまり変わりませんが、国内のシェアが低下し、EUのほかの国への進出による「EU他国」のシェアが13%から24%へほぼ倍増している。ここがユーロビジネスを表している部分であるわけです。

もちろん、ここにはイギリスも入っています。大陸の銀行はサブプライム関係の証券などはイギリス市場で主に買っていますので、それも含んでいるわけで、EU 周辺国だけではないが、いずれにしても EU 内部でもドルビジネス、ユーロビジネスがシェアを著しく高めていったのが分かります。

このような銀行活動を戦略的に追求したのがフランスです。フランスは 1987 年、1990 年あたりは約 1,500 と、銀行の数が多くて「オーバーバンキング」と言われていましたが、どんどん M & A を推進しながら、つまり単一市場とユーロを展望しながら、フランスの銀行界とフランス政府が対応体制を取っていくわけです。これが実にたくみです。BNP パリバ、クレディアグリコル、ソシエテジェネラルという 3 大銀行ができて、ユーロの時代に備えて 1990 年代から、ちゃんと対応策をつくっていった。

2010 年までに 4 大銀行制度になる。一番大きいのは BNP パリバです。合併で出来上がっているのがクレディアグリコルです。ソシエテジェネラルはレーニンの帝国主義論にも出てきますし、伝統のある銀行。クレディ・リヨネはクレディアグリコルのなかに吸収されます。

こういう点で、やはり金融帝国としての歴史を持っていたフランスは通貨統合をうまく使いながら、ユーロ圏における金融覇権をつくり上げていった。ドイツに比べてもはるかにたくみです。

欧州の銀行の、アイルランドを含めた南欧 5 カ国（いわゆる PIIGS）への与信の推移を BIS（Consolidated Banking Statistics）の最終リスクベースのデータで見ると、2005 年から急激に上昇し、リーマン・ショックの近くまでピークアウトして、後は落ちていきます（図 3）。

国別で見ますと、フランスの銀行の与信を一番多く受け入れているのがイタリアです。図 3-1 のフランスで 2006 年や 2007 年に跳ね上がっているのは、イタリアの現地の銀行をフランス大銀行が買収して資産が一気に増えるからです。「危機になったら引き揚げればいいじゃないか」という声が結構ありますが、現地の銀行を買収して、もう現地にリテールのネットワークを展開しているわけで、危機になったからといって引き揚げはできないのです。つまり、銀行のシステムは、もうユーロの超国家システムになってしまっているのです。

図 3-2 はドイツの銀行の与信で、一番多いのがスペイン、次がイタリアです。スペインへの与信の伸びは、スペインの住宅価格の上昇と相関が非常に高い。ドイツの銀行の現地でのリテールは、フランスほど強くない。むしろドイツが低成長だったので資金の需要に限られるので、ほかの欧州諸国やドルビジネスにどんどん貸し込んでいったというかたちです。住宅バブルが南欧で崩壊しますと、急激に与信も減っていくわけです。

イギリスの銀行はやはりアイルランドの住宅価格と相関関係が高い。イギリスの銀行はアイルランドへの貸し込みが一番大きいことから分かるように、ユーロ圏の本流ではありません。図のスケールから言っても 2500 億ユーロ。フランスは 6 千億ユーロですから、南欧にはるかに大きな規模でフランスの銀行は融資をしているわけです。

● (4) 世界金融危機からユーロ危機へ

PIIGS 諸国の経済成長率を見ると、危機前は周辺国の経済成長率が非常に高く、コア諸国にキャッチアップする。しかし、危機になってしまうとドイツが、やはり一番リードする。

ユーロ圏で一番悪いのがギリシャで、5年続きのマイナス成長です。せっかくキャッチアップしていたプロセスが、逆転してしまいます。

南欧諸国に西欧諸国の銀行がお金を貸しますので、国債発行も容易になる。財政赤字も出せますし、経済成長率が高いので輸入が増える。ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドの経常収支の赤字がGDP比2桁になる。西欧、北欧のドイツ、ルクセンブルク、オーストリア、オランダ、フィンランドは、どんどん経常収支黒字が増えていくというかたちで、リージョナル・インバランスが構造化します。

2007年のPIGSの経常収支赤字はだいたいGDP比で10%超です（イタリアは小さい）。東アジア通貨危機のときのタイが、だいたい7%ぐらいで「危機ライン」と言われましたが、それよりはるかに大きな経常収支赤字を記録しています。

ドイツ国債に対する10年物の国債の利回りスプレッドは図4のようになっています。何かあると金融が扇動して危機をあおっていくという構造になっています。CDSスプレッドを見るともっと極端な動きになる。

ユーロ危機の根本的な原因は、通貨統合・金融統合だと思います。しかし、そればかりではなくて、一つ外因としては、やはり世界金融危機が波及してきて、アイルランドにしてもスペインにしても、住宅バブルが崩壊していくきっかけは世界金融危機です。アイルランドの場合はサブプライム危機ですし、スペインの場合は世界金融危機になっています。

あと内因ですが、やはり金融統合でユーロを利用して大銀行が動いたということです。しかも南欧との経済格差がある。経済格差の低いところの金利は高いということで、為替リスクがなくなったので、そちらの方へどんどん資金を入れていく。

制度要因としてはユーロ制度の不備が大きい。ユーロ制度は、まったくリーマン型危機を想定しておりませんでした。支援の制度もなく、むしろ支援も否定する各国責任制です。それから、中央銀行は平時の権限しか与えられていない。平時の権限というのは、金利政策と決済システムのみ、あとは外国為替市場への介入です。だから、危機に対応する規定がない。

そういうことで、グローバル金融、ユーロ圏金融はどんどん進展していくわけです。そして、この制度が予想していなかった危機へと発展してしまう。

PIIGSの財政収支を見ると、スペインとアイルランドは危機前は若干黒字基調です。バブル景気ということもあり、財政は黒字です。ところが危機になると、急激に財政赤字が悪化していったって、本当に急坂を転げ落ちるように財政赤字が増えてきます。

ギリシャとポルトガルは慢性の財政赤字です。だから、タイプが違いますが、いずれの国にも、やはり西ヨーロッパの銀行が資金を流して、この赤字を支えていたわけです。

ユーロ危機によってユーロ金融市場が分裂をする。ギリシャ国債を保有している外国銀行の

シェアは75%まで進み、危機によって下がっていく。逆にドイツ国債は、外国銀行の保有がどんどん増えていく。つまりドイツの銀行の自国国債保有のシェアが下がっていく。ユーロ圏の金融市場が分裂して、スペインとか、いわゆる PIIGS 諸国から資金が流出しますが、マネーサブライが、そのままドイツに移る。金融情勢は一気に厳しくなる。

日本だと、外資が流出する場合には円売りドル買いをしますので、一応円の資金は日本に留まりますが、ユーロ圏の場合はスペインから、そのままぱっとドイツに行ってしまうので、非常に厳しい流動性危機ということになってきます。だから、この金融市場の分裂が是正されないと、金融危機は終わらない。

今週の火曜日にスタンダード&プアーズがギリシャの国債を6ノッチ格上げし、トリプル B マイナスになった。一応投資をしていいランクの一番下、それまでは投資をしてはいけないとか、ジャンク債レベルでした。スペインにも若干資金が戻り始めている。だが、金融や市場分裂の是正は始まったばかりです。

時間がございませんので、TARGET2 Balanceの説明を用意していましたが、いまの金融市場の分裂を象徴する事態ですけれど、後ほど質問を受けましたら、またお話をしてみたいと思います。

(5) ユーロ制度とユーロ危機対策

ユーロ制度と危機対策に入ります。ユーロ制度の形成にあたって EU 各国はできるだけ権限を欧州中央銀行あるいは EU に渡したくなかった。それは連邦制度の場合には、どこにも出てきていると言っているかもしれません。

アメリカでは中央銀行ができたのは1913年で、独立戦争が1776年ですから、140年ぐらいは中央銀行がなかった。それは、州が連邦に権限を渡したくないからです。

ドイツの場合もそうです。プロイセンを中心にドイツ・ライヒができたのが1871年です。しかし財政通貨の権限は非常に限られていました。一応ライヒスマルクが入りますが、各州がまだ発券銀行を維持するとか、連邦の権限の少なさは、いまのユーロ制度に似ているという人がいるほどでした。

あと、イギリスは「マーストリヒト条約」ができるときに、シティーの自由な金融活動を EU が阻害するのは絶対許さないという方針でした。そのようなことがあって、イギリスに合わせていくと、本当に権限が EU に上がっていきません。

ECB (European Central Bank) には金融秩序安定の義務とか権限が与えられていません。条約に書いていません。ただ閣僚理事会が満場一致で与えるのを決めたら銀行監督権限を与えることができるというのがありますが、使われていなかったのです。ただし、ELA, Emergency Liquidity Assistance という制度があって、各国中央銀行は自分の国の銀行が ECB からユーロ資金を借りられないときには、特別措置で自国銀行を支援していいという制度があります。これはユーロ圏の3分の2の国の中央銀行が賛成すれば、そういうことができる

ようになっています。

財政政策も完全に各国権限で、EUには何の権限也没有。自己責任制で、むしろ相互に財政支援をしてはいけない。「リスボン条約」の125条。それから、中央銀行が国債の直接購入をしてはいけない（123条）ということになっていて、財政的な支援制度は、まったくありません。むしろ支援してはいけないとなっています。

つまり自己責任制というのは、ドイツがすごく強く強調していたことですが、「マーストリヒト条約」の精神と言っていい。歴史的根拠としては、通貨統合を1970年代からやってきて、1980年代のEUベースで成功した。そのEUベースの基本原理は、コンバージェンスです。各国がドイツのレベルに物価水準を下げていく。それでコンバージェンスが出来上がったら通貨統合に進みましょうということなので、コンバージェンスができた国だけが通貨統合に入る。つまり先進国通貨同盟というのが、もともとの発想です。

ところが、イタリアが入るし、スペインが入る。1991年に「マーストリヒト条約」の合意ができたときはスペインとか、ポルトガル、ギリシャがユーロに入るというのは問題外。イタリアでも1991年の財政赤字はGDP比の12%もありました。3%以下でないと入れませんので、「ああ、イタリアも駄目ね」とみんな思っていたのです。

ところが、日本で細川内閣が成立した1993年、マフィアと関係を持っていたということで、2大政党だったキリスト教民主党と社会党の党首が国外逃亡して、確か300人ぐらいの国会議員が逮捕されてしまって、社会党もキリスト教民主党も、2大政党がつぶれて、なくなっていました。それで、実務家内閣が入って、その内閣の下で初めて大規模な制度改革、年金改革から、いろんな改革ができてユーロに入る条件を実現できた。そういう歴史のいたずらみたいなこともありまして、ユーロの設計図と現実が食い違っていくことになるわけですけど、それに対する対応策は、まったく「マーストリヒト条約」には書かれていなかった。

それで、ギリシャみたいな変な国が入った。ギリシャは結局、ヨーロッパではなく、昔のトルコの社会常識を、と言ったらトルコ人が怒るかもしれませんが、オスマントルコに支配された約3世紀の間にギリシャの社会意識は形成されていった。ヨーロッパがヨーロッパになったルネサンスから産業革命まで、まったくギリシャは何の関与もしていない。その点で言うと、日本の方がよっぽどヨーロッパです。明治維新の後、一生懸命ヨーロッパの文化まで入れようとしたから。そういう点がギリシャにはないのです。むしろ、ヨーロッパに対する反発がギリシャでは非常に強い。

産業力が弱いのですが、どうやるかと言うと、財政赤字です。経済の動く最初の原動力は財政赤字です。財政赤字で公共土木事業をやり、国有企業を動かす。さらに公務員を雇って、公務員の給料を上げていく。財政赤字をてこに経済が動き始める。インフレにも当然なるわけです。

インフレは中央銀行の国債引き受けから生じ、インフレに見合って通貨を切り下げる。通貨を切り下げて競争力を上げ、また財政赤字をスタートさせる。こういう三位一体の方式で、ず

っと来たわけです。そうしながらも、しかし、少しずつはよくなってきていたのです。

ただ、やはり観光と海運が国際競争力を持つだけという状況は変わっていないわけです。ポルトガルはヨーロッパですけれど、ギリシャは違い、この国は先が見えない。どうなるのか予想ができない。

対応策としては、もうこれもご存じのとおりだと思いますが、ギリシャのデフォルト危機のときには1,100億ユーロのローンの供与。それから、ポルトガル、アイルランド、スペインが危機に陥る可能性があるということで、これに対してはEFSF (European Financial Stability Facility) と、EFSM (European Financial Stability Mechanism)、またIMFということで、合計7,500億ユーロの準備をしたわけです。

ユーロ危機の第2次危機の時には、EFSFを強化していったりしましたが、あまり効果がなくて、結局ECBのドラギ・マジックで危機が沈静化した。3年間1%の資金を1兆ユーロ、銀行に供与した。

ユーロ圏の危機救済の制度がなかった。各国が話し合ってやるけれども、金融市場は電撃戦をしかけるので間に合わない。いつも後追いで、事後策で、金融市場からいいようにやられてしまっ、という感じでした。

2012年の6月から危機対策が本格的に動き始めるわけです。6月29日のユーロ圏首脳会議で、「ソブリン危機と銀行危機の相互強化作用を食い止めなければいけない。これが至上命令だ」という認識が示された。そこから本格的に金融危機対策が動きます。

12年の10月には「欧州安定メカニズム」、5千億ユーロの支援資金を用い、国債を発行市場で購入できかつ、各国の政府を通さずに直接銀行に金融支援ができる、そういう力を持った、言ってみれば準連邦的といいたいでしょうか、ESM (European Stability Mechanism) という恒久的な支援機構がスタートした。

EMU (Economic and Monetary Union)、経済・通貨同盟については、「真のEMU」、Genuine EMU というのをつくろうとなっています。いまの経済・通貨同盟、つまり、通貨統合の制度は不完全で、それを completion、完成しないとイケないということで、各国責任制からユーロ圏責任制に、だんだん認識も変わっていきますし、準連邦型への改革が始まる。それが6月末にスタートしています。私は、それを「ユーロ・バージョン2」に進んでいっていると表現しております。

今年『フィナンシャル・タイムズ』は、The man of the 2012 にマリオ・ドラギ ECB 総裁を選びました。マリオ・ドラギさんは「2012年はユーロのビジョンが生まれ変わった年として記憶されることになるだろう」と言っています。やはり2012年は重要です。

「最後の貸し手機能」で、流動性危機対応だけではなくて、満期3年までの危機国の国債を無制限に買いますという政策を初めて打ち出したわけです。これで金融市場が落ち着いてきて、国債の利回りやCDS スプレッドも下がってくるわけです。

それが、9月6日に決定されたのはOMT (Outright Monetary Transactions)、アウトライ

ト通貨取引です。アウトライトというのは、一方的なという意味ですが、中央銀行が直接、危機国の国債を一方的に無制限に買いますということになり、ユーロ崩壊というテールリスクが意識されなくなってきたといわれています。第1段階終了を6月～9月とした理由の一つです。

先ほど申しました ESM (European Stability Mechanism) はドイツで憲法違反の訴訟がありました。結局は合憲判決となって発足し、2012年10月に銀行に直接資本を注入できる制度ができたわけです。政府を通さないというところが大きいわけです。

2012年の秋口ぐらいから、ポルトガル、アイルランド、さらにスペインとイタリアも国債利回りが急激に下がってくるわけです。イタリアはマリオ・モンティ首相のいろんな政策がありまして4%台に下がってくるわけです。

双子の赤字の改善も進み始めています。財政赤字と経常収支の赤字ですが、図5のように横軸が経常収支で縦軸が財政赤字ですが、例えば、ギリシャの経常収支赤字は2011年まであまり減っていません。10%ぐらいのレベルが続いていますが、2013年までには2%程度にまで低下するだろうというのがIMFの予想です。

ポルトガルやスペインでも2011年までは、あまり改善がはかばかしくありませんが、2012年から2013年にかけて改善していく。ただ、経済がマイナス成長なので、その影響ももちろんあり、予想どおりにいくかどうかは確言できませんが、しかし、こういうふうに業績が上がってくれば西欧諸国の支援の姿勢が変わってくる可能性があります。

図6は政府債務です。GDP比ですけど、ギリシャは欧州委員会の2014年の予想を取っても、まだ188%と高く、ただのやり方では片付きません。また何らかの特別措置を取らないといけないであろう。例えば、ユーロ圏に機関をつくって、ギリシャの国債を買い取ってあげるとか、短期、5年満期などの国債を30年債に切り替えていくとか、そういうかたちにしてあげないと、ギリシャは政府債務危機から抜け出せないと思います。

ほかの国はもう頭打ちのところまで来ていて、だいたい120%ないし100%です。あとは成長率を高めることです。名目経済成長率が回復してくれば、少しずつよくなるというかたちです。

財政の専門家はご存じのように、政府債務の比率を減らすためには、名目成長率が国債金利よりも高くないといけない。あと、早くプライマリーバランスをプラスに持っていかなければいけない。

ユーロ圏諸国の株価は2012年相当大きく上昇していますし、最近では欧州の株価がアメリカ株価より上昇率が高くなってきています。だんだん回復の兆しも見えてきています。ドイツも一時、第3四半期はPMIなどが悪かったのですが、第4四半期はよくなるのではないかという予想を持っています。

ただ、ユーロ危機からの危機の増殖が続いている。さっき説明した危機の三角形、ソブリンと銀行・金融と競争力問題というのとは違った方向に危機が展開している。不況、失業、社会問題、政治問題、そういうところへの危機の波及があって、危機は「市場から市民へ」と言う

人もいるんですけど、これをどう評価するかということになると思います。

(6) ユーロ危機と EU の展望

やはり金融危機が克服されたというのは、すごく大きい。金融危機の場合は、金融市場が電撃戦を仕掛けてくるわけです。何らかの事件をきっかけに攻撃を掛けてきて、政府の対応は間に合わないわけです。ところが、その段階は終了したのではないかと、済んでいないという方も、たぶんいるかと思いますが、いまのところ僕は、かなりのところまで抑え込めたのではないかと考えています。そうすると、次は成長率を引き上げなければいけないですが、それが2013年の前半ぐらいまではなかなか大変で、後半になると少しよくなるかと思っています。

特にスペインの場合は失業率が25%、若者の50%とかです。「どうして暴動が起きないの」ということになるのですが、約20%の失業率は、スペインでは1990年代の半ばにも3年ぐらい続いていますし、1980年代にもそうです。だから、20何%の失業率といっても、彼らは慣れているというのは変ですけど、経験してきているので、不況対応力が強いのです。

そして、非常に所得水準が上がってきていまして、1980年代半ばにはスペインの一人当たり所得はEU（15ヶ国）の55%。1990年代半ばは65%ですね。いまは80%です。やはり産業力も付いてきていますし、社会保障の水準も上っている。電撃戦の段階が終わって持久戦の段階に入ったとみています。持久戦とは政府債務危機の本格的な治療と痛みの期間になります。そのような闘いなら、ヨーロッパ人は強いのではないかと。

それから、イギリス問題があります。イギリスはEUから離脱すると言っています。やはり孤立していて、このごろは、EUの首脳会議が終わった後、ユーロ圏首脳会議があります。しばしばEU首脳会議は型どおりで、ユーロ圏首脳会議で実質的な討議がされています。イギリスは蚊帳の外です。ユーロに入っていないから悪いという言い方もできますけれど、やはりイギリスは疎外されているわけで、ユーロ危機で深まっていく統合に入る気はないとすれば、離脱を考えてもやむなしかと思うのです。

イギリスにとって怖いのは、銀行同盟です。銀行監督の権限がフランクフルトに行くわけです。EUの銀行監督機関は今はEuropean Banking Authorityで、ロンドンにあります。銀行同盟で銀行監督権限を実質全部ECBに集めよう、フランクフルトに権限を集めようとしています。

2週間ぐらい前ですが、フランス銀行の総裁が、いまのユーロ金融市場の中核はオフショアにあると言った。ロンドンのことですが、オフショアだから、ユーロ側に戻したいと言っているわけです。オフショア側にばかりユーロのいいところを取らせるのもどうかと思うというふうに、非常に挑戦的な言い方をしています。

イギリスは、このまま行くとドイツとフランスが他のユーロ圏諸国とともに独自の統合を決めてしまって、だんだんロンドンの金融覇権が骨抜きにされるのではないかという焦りも出ている。それで「もう出てしまえ」という議論がすごく強くなっています。

金融危機の第1段階が2012年の6月から9月で終わって、次の持久戦の段階に入った。いよいよ本格的にソブリン危機を治療していかなければいけないわけです。とはいっても、そう簡単に政府債務は切り崩しができるものではありません。10年、20年とかという長いスパンの話なので、全ては今後どう発展するのかです。

「南北欧州の亀裂の修復」ということも、やはり、どちらにしても準連邦型の制度が必要になる。準と付けているのは、連邦という政治組織はないのに、機構だけは連邦型をつくっている。だから準連邦組織と言っています。

いま「真の経済・通貨同盟」の建設が大きな話題になっています（図7参照）。一応いままでの経済・通貨同盟というのは、1989年のドロール委員会報告の経済・通貨同盟です。通貨同盟とは、欧州中央銀行があって、統一通貨、単一中央銀行制度。

経済同盟というのは単一市場をベースにして、競争政策、地域政策、財政政策協力の4次元から構成されている。ただし単一市場・競争政策・地域政策は単一市場統合において形成されていたので、EUの基本条約では、経済同盟の第4次元と通貨同盟を経済・通貨同盟と言っています。その経済同盟を拡充して、財政機構、経済政策機構、政治機構を付け加えていく。

それから、銀行同盟をつくって、ECBが銀行監督をやり、預金保険制度を入れて、銀行の破綻処理も入れるというふうに言っている。この12月13日、14日にEU首脳会議が行われ、銀行同盟に進むことになった。

銀行同盟にはSSM（Single Supervisory Mechanism）、それにSRM（Single Resolution Mechanism）が加わる。さらに、この銀行同盟のSingle Supervisory Mechanismが動き出すのは、早ければ2014年の3月と言っていますが、それが動き出すようになると、ESM（欧州安定メカニズム）と銀行監督が連動し、さらにSRMつまり銀行破綻処理機構の構築へ進む。

連邦型の機構がだんだんできてきて、金融危機に対応するシステムが整備されていっているわけです。ただ財政の方が、まだできていません。ソブリン危機を治療するEUの機構が、まだできていないわけです。ヨーロッパ・セメスターという仕組みが2011年から動いていて、予算を決める前に各国からEUに予算案を提案して、みんなで協議して、賛成をもらって国の予算を組むというシステムになっていますが、これがだんだん強化されていくと思われます。

さらに、なかなか難しいのですが、条約を変えなければいけません。予算もEUの予算とは別にユーロ圏に予算をつける。それから、財政運営です。

また、債務償還基金という構想があります。これはドイツの5賢人委員会が2011年に提案したのですが、2兆ユーロぐらいの経済規模を持っていて、ギリシャなど危機国の国債を買い上げて、長期30年債というかたちで少しずつ返していけばいいように転換してあげるようなシステムです。でも、それを実現するには、やはり条約を変えなければいけない。

それから、ユーロ共同債です。ユーロ圏諸国が共同で債券を発行して、危機国の金利をいっぺんに引き下げようということです。

あと長期的には、もっと完全な統合ということになっております。これは欧州委員会が提出

した長期を含めた統合プロセスです（図8）。これまでに主として銀行・金融危機に対応するメカニズムの形成に向けて合意が進んでいる。次は財政赤字や政府債務危機に対処する機構の方へと向かっていくことになります。

時間を超えてしまいまして、申し訳ありません。また討論の時間に皆様のお話をいろいろ伺って、私の意見も述べたいと思います。

どうもご静聴ありがとうございました。

金融危機はユーロ圏
全体を巻き込み、
ユーロ危機、金融シス
テム危機へと展開

ギリシャ・デフォルト危機
→(波及)国債価格下落
→銀行資産危機→銀行
株価下落→国債価格下
落(利回り上昇)・低成長
→ソブリン危機[共振、
悪循環]
→通貨(ユーロ)危機

構造問題
競争力格差

ソブリン危機

1



公益財団法人 国際通貨研究所 (出所)

ユーロドル購買力平価と実勢相場

purchasing power parity and market rate / Euro :

<參考>

8/31金一ドル相場
81.2513円

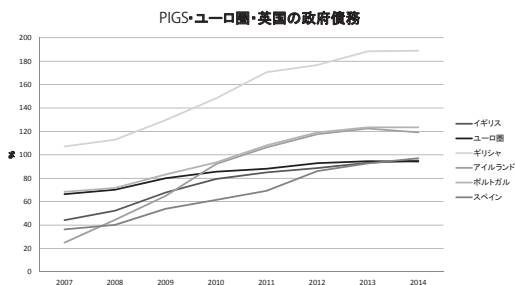
Figure 1 is a line chart titled "Figure 1: U.S. Dollar appreciation and depreciation of the Japanese Yen, 1984-2017". The Y-axis is labeled "U.S. Dollar appreciation ↑" and "U.S. Dollar depreciation ↓" and ranges from 0.800 to 1.700. The X-axis shows years from 1984 to 2017. The chart displays four data series: JPY based on CPI (Consumer Price Index), JPY based on EPI (Export Price Index), JPY based on IPI (Import Price Index), and JPY based on WPI (Wholesale Price Index). The JPY based on CPI index shows a significant peak around 1990, reaching approximately 1.600. The JPY based on EPI index shows a significant peak around 1990, reaching approximately 1.500. The JPY based on IPI index shows a significant peak around 1990, reaching approximately 1.400. The JPY based on WPI index shows a significant peak around 1990, reaching approximately 1.300. The chart also includes a horizontal line at 1.000, representing the point of no appreciation or depreciation. The legend at the bottom identifies the four series: JPY based on CPI (Consumer Price Index), JPY based on EPI (Export Price Index), JPY based on IPI (Import Price Index), and JPY based on WPI (Wholesale Price Index).

Figure 1 is a line graph showing the daily number of new cases (Y-axis, 0 to 1200) versus time (X-axis, Jan 08 to Jul 11) for eight European countries: PT, IE, IT, ES, BE, FR, AT, and NL. The graph also includes a line for CR (rhd). The data shows a significant increase in cases starting around Jan 10, peaking in Jul 11.

Source: Bloomberg, Thomson Reuters, ECB.



政府債務の推移



[出所] 欧州委員会2012年周期見通しより作成。

7

図 6

ファンロンバイ案:「真の経済・通貨同盟 (EMU)」の概念図

新しい経済・通貨同盟 (EMU) の概念

経済同盟		通貨同盟	
構成要素	役割	構成要素	役割
政治機構	財政規律強制力	銀行同盟	① ECBの一元銀行監督
経済政策機構	不均衡の是正		② 預金保険制度
財政機構	銀行同盟の支援など		③ 銀行破綻処理
財政政策協力 (第4次元)	「安定・成長協定」 (SGP, EMUの安定確保)	△ 金融安定	○ 通貨供給 ○ 金融政策 ○ 外国為替市場介入 最後の貸し手
EU地域政策 (第3次元)	単一市場の競争確保	○ 統一通貨	
EU競争政策 (第2次元)	単一市場に格差是正	○ 単一中央銀行制度	
EU単一市場 (第1次元)	商品・サービス・資本・人の自由移動		

(注) 「真のEMU」は「フーネン委員会報告」(1989年)のEMU、「新構想」はファンロンバイ提案(2012年)による追加部分。
○印は実現した制度、通貨同盟の金融安定は、ECBに金融秩序安定の権限を与える旨の規定はないが、「権限はない」とも書かれていないため、△とした
(出所) 筆者作成

8

図 7

「深い真のEMU」に向けた詳細計画(青写真)

実施内容		2次法	条約改正
金 ブ ロ セ ス	1 ヨーロピアン・セメスターと6つの法制(シックス・パック)の十分な実施と2つの法案の早期合意と実施	必要	
	2 銀行同盟: 金融規制と監視: 単一規則書案と単一監督メカニズム案の早期合意	必要	
	3 銀行同盟: 単一破綻処理メカニズム	必要	
	4 次期中期予算枠組みの早期合意	必要	
	5 主な改革の事前試験と取れん・競争力手段(CCI)の創設	必要	
	6 安定成長協定に沿ったユーロ圏への投資誘致	必要	
	7 ユーロ圏の対外的な代表	必要	
	1 予算・経済統合のさらなる強化	必要	必要
	2 CCIを基盤としたユーロ圏のための適切な財政能力の構築	必要	必要
	3 債務償還基金の創設		必要
長 期	4 ユーロ共同債の導入		必要
	1 完全な銀行同盟		必要
	2 完全な財政経済統合		必要
政治同盟: 経済財政統合・銀行同盟に釣り合った民主的正當性と説明責任の保証		必要	必要

(出所) 欧州委員会

9

図 8