

ユーロ危機の原因

The Reasons of Euro Crisis

羽森 直子*

Naoko Hamori

ユーロ危機の発生原因について、EU・IMF への支援要請に追い込まれた債務危機国の一国レベル、ユーロ圏および EU レベル、世界経済レベルに分けて整理し、分析を行う。世界の金融経済における民間金融機関の国境を越えた相互依存関係がユーロ危機発生に深く関わっていたこと、またユーロ圏の中核諸国、なかでも EU 最大の経済国であるドイツにも少なからぬ責任があることが明らかにされる。

キーワード：債務危機、銀行危機、ソブリンリスク、ユーロ

I. はじめに

ユーロ危機は、ギリシャで2009年10月に政権交代が実現し、財政赤字の数値がGDP比4%台から12.7%¹⁾ (2009年推計)へ大幅に上方修正されたことがきっかけとなって発生した。同年12月に、フィッチ・レーティングス、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ・インベスターズの三大格付け会社が相次いで10年物ギリシャ国債を格下げしたため、同国のソブリンリスク(政府債務の信認危機)は一気に高まった。その結果、ギリシャ国債価格は急落し、利回りは急騰した。国債は確定利子付き証券なので、その利回り(利子÷国債価格)は国債価格の動きに反比例する。ユーロ圏で国債利回りの一番低いドイツ国債(ブンズ)とギリシャ国債の利回りの差であるスプレッドは急拡大し、2010年6月末には9%を超えた。ギリシャの経済規模は小さく、同国のGDPはユーロ圏のわずか2.6%(2009年)にすぎない。にもかかわらず、ギリシャで発生した債務危機がGIPS²⁾(ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン)と呼ばれるユーロ圏の周辺諸国(ペリフェリ諸国、periphery countries)に短期間に拡散し、ユーロ相場も大きく下落した。このように、欧州の経済・通貨同盟(EMU: Economic and Monetary Union)および共通通貨ユーロの信認を根本から揺るがす事態にまで至ったのである。

今回のユーロ危機には、三つの特徴がある。第一に、多額の財政赤字や公的債務を抱える国で発生した「政府債務危機」が、それらの国の国債や社債に投資を行ってきた自国および他の欧州諸国の銀行等金融機関の経営に深刻な打撃を及ぼし、「銀行危機」の危険性を高めている点である。

*流通科学大学総合政策学部、〒651-2188 神戸市西区学園西町3-1

第二に、債務危機国の国債の格下げの度に国債市場や為替市場が不安定化している点である。第三に、債務危機がユーロ圏の周辺諸国に拡散している点である。

本稿の目的は、このような欧州債務危機やユーロ危機がなぜ発生したのか、その原因について整理し、分析を行うことにある。現在、欧州連合（EU：European Union）諸国や国際通貨基金（IMF：International Monetary Fund）などによって、欧州債務危機に対する様々な対抗策が実施ないし計画されている。これらのメニューが必要十分なものであるのかどうかを判断するためには、危機をもたらした原因を正しく理解することが不可欠であり、EMU やユーロの今後の展望を考える上でも有効であると考えられる。

以下、まず第Ⅱ章では、債務危機が発生した国々に第一義的な原因があると考えられるので、EU・IMF への支援要請に追い込まれたギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインについて一国レベルの原因を分析する。次に第Ⅲ章では、通貨同盟による統一通貨ユーロ導入によってもたらされたより構造的な要因について、ユーロ圏および EU レベルで考察する。そこでは、ユーロ圏の中核諸国（コア諸国、core countries）、なかでも EU 最大の経済国であるドイツにも少なからぬ責任があることが明らかになるであろう。続く第Ⅳ章では、世界経済レベルでの原因について分析を行う。さらに第Ⅴ章では、ユーロ危機から日本が学ぶべきことは何なのかについて考察する。そして最終章では、一体ユーロ危機とは何なのかという総括を行うとともに、ユーロ危機を始めとする金融・経済危機の共通項は何かということについて検討する。

Ⅱ. 一国レベルの原因

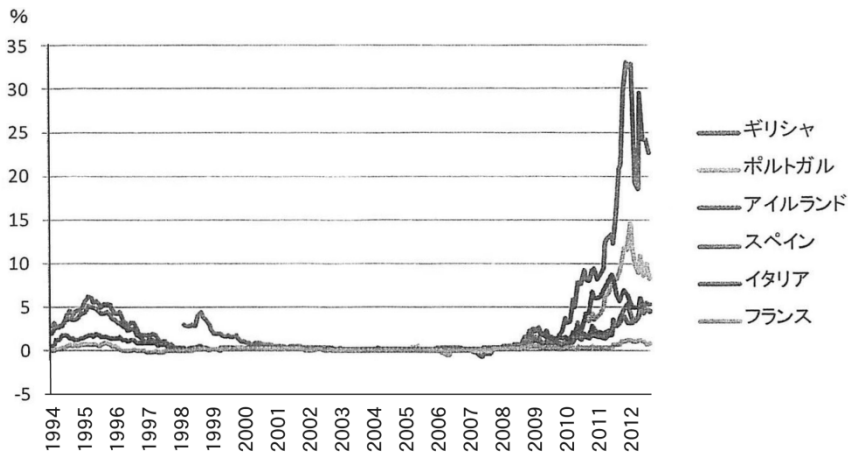
1. ギリシャ

ギリシャは人口 1100 万人、主要産業は軽工業中心の製造業と観光産業で、それぞれ GDP の約 20% を占めている。同国の経済規模は小さく、同国の GDP は EU の 2%、ユーロ圏の 2.6%（2009 年）にすぎない。それでも先進国クラブと言われる OECD の加盟国であり、EU（当時は EU：欧州共同体）には 1981 年に加盟した。また、当初 EMU への参加基準を満たすことができなかったが、ドイツやフランスなど 11 カ国の第一陣から 2 年遅れの 2001 年よりユーロ圏に参加している。

a. 債務危機の原因

ギリシャにおいて発生した債務危機は、2009 年 10 月の政権交代に伴い財政統計の粉飾が発覚したことが発端となった。同年 12 月に三大格付け会社は、相次いでギリシャ国債の信用格付けを引き下げたため、2010 年に入るとギリシャ国債（10 年物）の価格は大きく下落し、国債利回りは急上昇した。一方、ドイツ国債は米国財務省証券と並ぶ安全資産として認識されるようになり、利回りが低下した。その結果、それまでほとんど差のなかったドイツ国債とのスプレッドは拡大した（図 1.）。2010 年に入るとギリシャ国債の利回りは財政の危機ラインとされる 7% を超え、国

債の償還期限の迫った同年4月末～5月下旬には13%近くまで上昇しドイツ国債とのスプレッドは9%以上に拡大した。こうして、ギリシャのデフォルト（債務不履行）が現実性を帯びたものとなったのである。このような混乱を反映してユーロへの信認も揺らぎ、ユーロの対米ドルおよび対円相場は2009年末から約20%も下落した。



(注) アイルランドは2011年10月以降9年債、(資料) Bloomberg データより作成

図1. 各国債のドイツ国債利回りとのスプレッド（10年債、各月末）

ギリシャで債務危機が発生した最大の原因は、2009年10月にギリシャ政府がEUに報告している財政統計の粉飾が露呈し、しかも上方修正幅が他国ではほとんど見られないほど大きなものだったことから、ギリシャ政府に対する信頼が著しく損なわれたことにある。欧州委員会・統計局（Eurostat、ユーロスタット）は、それ以前からギリシャの財政赤字（対GDP比）の目標値と実績値の乖離が平均3%（2004～2008年）に達していることを問題視し、同国に対して是正措置を取るよう勧告してきたが、それらが全く無視されてきたことが明らかとなった。この財政統計のズレは、主として政府による国営企業に対する債務保証、民間納入企業への未払い分、銀行への金利スワップ支払いなどが盛り込まれず過少報告されていたものを追加したため生じた。なお、この件をふまえて、ユーロスタットが過剰な財政赤字を抱える重債務国に対してより詳細な情報の開示を要求し、頻繁に現地訪問をすることが、2010年6月のEU財務相理事会で承認された³⁾。このことによって、欧州委員会が重債務国の財政状況を検査することが可能になった。

さらに、ギリシャ政府が2001～2008年に米国の大手投資銀行であるゴールドマン・サックスなどの支援を受け、様々な通貨の金利と元本を交換する通貨スワップ取引を行い、一部の公的債務が財政統計に計上されないように操作し、過少報告していたことが2010年2月に発覚したこともギリシャ政府に対する信頼失墜に拍車をかけた。なお、同取引による公的債務残高の節約規模は

GDPの1%程度に過ぎなかった。

そもそも、ギリシャはユーロ導入の前年である2000年以来、一度も財政規律を守ったことがない(表1)。ギリシャが財政規律を守るために必要な措置を十分とってこなかったことが、同国に対して投資家から厳しい目が注がれる結果を招き、欧州債務危機の震源地となった原因である。EU加盟国がEMUに参加し、ユーロを導入するには、1992年に調印されたマーストリヒト条約(EU基本条約)によって定められた参加条件(長期金利、消費者物価、為替相場、財政規律)を満たさなければならない。さらに財政規律の基準値には、財政赤字の対GDP比3%以内と、公的債務残高の対GDP比60%以内あるいは満足いく速度での低下という二つがある。2000年のギリシャの実績値は、前者が2.2%、後者が104%であったが、1996年の110%から着実に低下している⁴⁾とのフランスを中心とする多分に政治的な判断により2001年からのユーロ圏への参加が認められた経緯がある。しかも、2004年秋のEU財務相理事会で、ギリシャ政府は旧政権が2002年まで財政赤字の対GDP比について虚偽の申告をしており、2000年の数値が実際は3.7%であったことを明らかにした。その際、EUはギリシャに対して罰則を科すこともなく、そのままユーロ圏に留め置いたのである。これは、一つには当時ドイツやフランスといった中心国においても財政赤字が拡大し、ユーロ圏諸国に課せられた財政規律の遵守が困難であったという事情と、EU基本条約にはユーロ圏からの離脱を強制する取り決めも自主的な離脱についての規定もないためであった。

表1. 債務危機国の財政収支対GDP比(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ギリシャ	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.7	-9.4
アイルランド	4.7	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.4	-13.9	-30.9	-13.4
ポルトガル	-3.3	-4.8	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.4
スペイン	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4
ユーロ圏平均 (17カ国)	-0.1	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.7	-2.1	-6.3	-6.2	-4.1
EU平均 (27カ国)	0.6	-1.5	-2.6	-3.2	-2.9	-2.5	-1.5	-0.9	-2.4	-6.9	-6.5	-4.4

出所: Eurostat のデータより筆者作成

b. 財政赤字拡大の背景

ユーロ導入後、ギリシャの2001~07年の実質成長率は平均4.2%とユーロ圏平均の1.9%をかなり上回っており、2008年も2%を維持していた。通常であれば、経済成長は税収の増加につながり、財政再建は容易になるはずである。にもかかわらず、どうしてギリシャ政府は慢性的な財政赤字に陥っていたのだろうか。以下、その理由を考えてみよう。

第一に、歳出の拡大である。歳出の中で突出して大きい項目は「社会保障費」と「人件費」であり、この2項目で全体の70%を超えている。ギリシャの年金制度は、現役時代の平均年収に対する年金給付水準、年金給付開始年齢、年金満額支給に必要な保険料の納付期間など北欧の高福祉諸国に匹敵する充実ぶりである。つまり、ギリシャは経済規模や所得水準に釣り合いな給付を続けてきたと言えよう。また、ギリシャでは、これまで左派政党と右派政党が国民の人気取り（ポピュリズム）政策を競い合ってきた。その結果、政府は政権交代の度に選挙の功労者や失業者を公務員として雇用してきたため、公共部門の雇用は労働人口の4分の1を占めており、人件費の負担も国家財政を圧迫している。

第二に、歳入の伸び悩みである。その最大の原因は、脱税や税務署職員の汚職が横行しており、徴税能力が低いことである。ギリシャでは、弁護士や医者、小売店を含む自営業者が人口の30%を占めていることもあり、所得の過少申告が横行している。また、各種の税控除が多すぎて、課税ベースが小さくなっている。たとえば付加価値税（VAT）は19%（2010年2月まで）⁵⁾とEUの標準的水準であるが、実効税率は10%にとどまっているため、約半分しか税徴収できていないことになる⁶⁾。ギリシャでは、このような前近代的な国民の税意識や税制度に対する改革が、これまで遅々として進んでこなかったのである。

第三に、放漫財政を支えた対外借入れの増加である。財政赤字を継続するには、不足分を国債発行によって賄うしかないが、ユーロ導入により国際通貨ユーロの信認に支えられて長期金利が低下し、国外から低コストで資金調達することが可能になったのである。ギリシャ国債の約80%をイギリス、フランス、ドイツの銀行など国外の投資家が保有していた。ギリシャが、歳入増加と歳出削減努力を怠り、高い公的債務比率を維持しながらも、長期金利が低下したのはユーロの信認に支えられていたからだと言える。

その後、2009年には世界経済危機の影響による欧州経済の景気低迷によって、ギリシャの実質経済成長率もマイナス2%へ低下して不況となった。さらに同年10月に実施された総選挙対策、いわゆる国民の人気取り政策のための歳出増加も加わって財政赤字が拡大した（表1.）。2010年に入りギリシャへの金融支援の必要性が明らかになった後も、国際金融支援制度が整備されていなかったことや各国の思惑もあって迷走が続き、2010年5月ようやく同国に対するユーロ圏とIMFによる1100億ユーロの金融支援⁷⁾が正式決定した。

2. アイルランド

アイルランドは、1973年にEU（当時はEEC：欧州経済共同体）に加盟し、1999年にはEMUに第一陣として参加し、ユーロを導入している。同国の人口は447万人で、GDPはユーロ圏の1.8%（2009年）と小さいが、ユーロ圏唯一の英語を母国語とする国であり、低い法人税率⁸⁾と質の高い労働力に惹かれてハイテク分野の外資系企業が多数進出し、労働人口の約15%が米国系

企業に雇用されている。1980年代半ばから2000年代初めまで製造業が発展し、輸出が同国の高成長のエンジンとなった。その後、賃金水準の上昇とともに製造業の国際競争力は次第に低下し、代わってコンピュータと情報関連のサービスやビジネスサービスなどの輸出が増加している。さらにサービス産業に加え、建設産業と金融業が拡大した。

a. 債務危機の原因

アイルランドは、ユーロ導入以来2007年までは極めて健全な財政状況にあった。つまり、財政収支はほぼ黒字を維持しており(表1.)、公的債務残高の対GDP比も目標値である60%を下回っているだけでなく、減少傾向を示していたのである。これは、不動産ブームの中で印紙税、キャピタルゲイン税といった不動産関連の税収や法人税収が増加していたためである。ところが、2008年以降財政状況が急激に悪化し、債務危機が発生したのである。その最大の原因は、住宅を中心とする不動産バブルの崩壊に伴う銀行危機の発生であった。

アイルランドでは、住宅価格が上昇を続け、住宅ローンも拡大し続けたために、インフレ圧力が増大した⁹⁾。ユーロ圏ではユーロ金利が域内経済の平均をめどに設定されるため、アイルランドやスペインなどの物価上昇率が高い国では実質金利が低くなったことが住宅ブームを支えた。アイルランドの銀行等金融機関は、ロンドン市場において容易かつ低コストでユーロ資金を借り入れることができ、住宅ローンや開発業者である不動産デベロッパーへの融資を拡大させ、2000~2007年の民間向けの銀行融資の増加率は15~30%で推移し、同国の対外純債務残高も増加した。なかでもアングロ・アイリッシュ銀行やアイリッシュ・ネイションワイド・ビルディング・ソサエティは、融資総額の70%以上が不動産関連の融資や不動産デベロッパーへの融資で占められていた。このような融資の特定分野への過度の集中は、ひとたび不動産価格が下落し始めると銀行経営を急激に圧迫することが十分予想された。しかし、銀行のリスク管理体制と銀行監督体制の不備もあって、融資の拡大に歯止めはかからなかった。このようにして、アイルランドの金融部門は肥大化し、OECDによると金融機関全体の資産のGDPに占める割合は約700%(2008年)、外資系銀行を除く地場銀行だけでもGDPの400%を超えており、金融業が発達している米国の約100%を大きく上回っていた。

実質金利の低下に加え、アイルランドでは優遇税制も住宅ブームを支える要因となった。つまり、同国では住宅ローンの利払いを個人所得税の支払い額から控除することができる上に、不動産税も導入されていない。しかも、良好な財政状況の下、政府は個人所得税の減税を実施してきた。これは賃金交渉において、賃上げ幅を抑制するために個人所得税の減税を呈示してきたためと言われる。景気拡大局面での減税や歳出拡大は、景気循環の幅を大きくし、経済を不安定化させる危険性がある。実際、アイルランドでは拡張的財政税策が景気を過熱気味にし、結果的にバブルを助長する一因となってしまったのである。

ところが2007年8月に米国サブプライム危機が発生した後は、アイルランドの金融機関はサブプライム関連の証券化商品をほとんど購入していなかったにもかかわらず、一転資金調達が困難になった。これは、フランス第1位の銀行BNPパリバ・グループの経営危機が発覚したことを発端とするサブプライム危機の影響で、欧米金融市場が混乱したためであった。その結果、不動産バブルがはじけて住宅等不動産価格は急激に下落し、また2008年のリーマン・ショック後の深刻な不況¹⁰⁾も重なってアイルランドの金融機関の多くは多額の不良債権を抱え、経営危機に陥ったのである。

このようにアイルランドの銀行危機は、過度の住宅ローン、不動産デベロッパーへの大規模貸付が主因となって発生した。アイルランド政府は、大規模な金融機関救済策を実施した。その内容は、預金保険によって保証される範囲の拡大、金融機関が市場で調達する債務への政府保証、大手銀行への公的資金注入および一部国有化などであった¹¹⁾。

b. 財政赤字拡大の背景

歳入面では、個人所得税減税および所得控除や税額控除によって、個人所得税収入は減少し、課税ベースも縮小した。その結果、主要な税収源が個人所得税から景気に左右される不安定な不動産関連の印紙税やキャピタルゲイン税、法人税に移行したため¹²⁾、2008年の景気後退局面では税収の落ち込みが激しかった。2006年に財務省はいくつかの控除措置を廃止したが、税体系のバイアス問題は残った。

歳出面では、公務員の給与引き上げや採用増加¹³⁾による人件費の拡大、子供手当や低所得者に対する税負担軽減策の拡充によって歳出が増加した。さらに、失業給付費が急増したことも歳出増加につながった。その結果、アイルランドの政府歳出は2000~2007年の間に実質50%も増加した。さらに、銀行救済費用の増加によりこの財政赤字がさらに増加したのである。たとえば、銀行救済のためにアイルランド政府が肩代わりした銀行債務保証の額は、2009年8月末時点でGDP比168%に達し、EU諸国の中でも群を抜いて高い水準であった。アイルランドの財政状況に対して市場の疑念は強まり、信用不安が周辺国へ波及するのを阻止しようとするEUの思惑もあって、アイルランドは2010年11月にEUがIMFと共同設立した国際金融支援制度の適用第1号となり、850億ユーロの支援を受けることになった。

3. ポルトガル

ポルトガルは人口1060万人で、同国のGDPはユーロ圏の1.8%（2009年）と小さい。1986年にEU（当時はEC：欧州共同体）に加盟し、1999年にはEMUに第一陣として参加し、ユーロを導入している。EUへの貿易依存度が高く、輸出入ともに60%以上がEU域内取引である。なかでも隣国スペインとの結びつきが強く、2007年には輸出の26%がスペイン向けであった。主要な

産業を挙げると、もともと繊維・衣類などの軽工業が中心であったが、1980年代以降外資の導入によって自動車、電気機器、部品産業も発展した。これら以外に、ゴム、プラスチック工業も盛んで、また観光産業も主力産業の一つである。

a. 債務危機の原因

ポルトガルが他の債務危機国と大きく異なっている点は、ユーロ導入後に経済が低迷していることである。同国の平均経済成長率は1990～1998年が3.3%だったのに対し、1999～2007年は1.7%に低下した。その原因は、消費の冷え込みと設備投資および輸出の停滞にある。ポルトガルは、1986年のEU加盟後、域内貿易および域内からの直接投資が拡大し、さらに1995～1999年にはEMUへの参加条件である長期金利の低下によって内需も拡大し、経済成長を実現していた。家計はローンを増やして消費を拡大していたのであるが、債務負担感の高まりとともに消費は冷え込んでいった。また、住宅需要の冷え込みに伴う住宅投資の減少や外需の低迷によって、2001年から企業の設備投資も停滞している。さらに、ポルトガルではギリシャと並んで労働市場が硬直的であるため解雇が難しく、産業間の労働者の移動も進展していないため労働生産性の伸びが低いこと、規制が多いこと、サービス産業では競争が制限されていること、加えて中東欧諸国や中国などの新興国の台頭といった理由から、海外からの直接投資は減少傾向にある。

したがって、ポルトガルではアイルランドのような住宅バブルや銀行危機には直面しておらず、財政状況も2008年の段階では、ギリシャやアイルランドに比べると比較的良好であった(表1.)。しかし、ポルトガルは、これまで財政規律違反を繰り返してきた国である。同国は、ユーロ導入後の2000年以来ギリシャ¹⁴⁾と同様、財政安定・成長協定による財政赤字の対GDP比の3%ルールを一度も守れず(表1.)、2001年と2005年にはEU経済・財務相理事会(ECOFIN: Economic and Financial Affairs Council)より赤字是正手続きを勧告されて、間接税である付加価値税の増税や年金改革、公務員削減などを実施した。このような恒常的な財政赤字が、ポルトガルの抱える最大の問題である巨額の対外純債務残高と経常収支の赤字の一因となっている。2010年の同国の対外純債務残高対GDP比は110%を超えており、ユーロ圏最大となっている。

つまり、同国では政府が財政再建を進めて債務返済能力を高めないと、国債金利が上昇して民間の資金調達や債務返済にも悪影響を与え、企業や家計への預金・貸出業務が中心である金融機関の経営を圧迫し、銀行危機を招きかねない状況にあった。事実、このようなポルトガルの危うい状況は、市場から厳しい評価を受けることになった。2008年に世界的金融・経済危機が発生すると、ポルトガルも他の周辺諸国同様に国債金利のドイツ国債とのスプレッドが国債発行コストの格差を反映して拡大し、2010年にギリシャ危機が深刻化するとそのスプレッドはさらに拡大したため、同国のソブリンリスクが一気に高まったのである(図1.)。

b. 財政赤字拡大の背景

まず歳出面では、他の債務危機国と同様に、公務員の給与引き上げの実施等に伴う人件費の増大や、社会保障費や公共投資の増加によって歳出が拡大した。さらに、もし同国で銀行危機が発生すれば、公的な資金投入等銀行救済費用の大幅な増加が予想される。

また歳入面では、経済低迷による税収の減少もあって歳入は伸び悩んでいる。構造改革が進まず潜在成長力が低いため、当面は税収の急激な増加は見込まれない状況である。

EU はポルトガルの財政危機が大国スペインに波及するのを何よりも恐れており、同国に国際金融支援を受け入れるよう圧力をかけたと言われる。結局ポルトガルは、2011年5月にEUおよびIMFの国際金融支援制度より780億ユーロの支援を受けることになった。

4. スペイン

スペインは人口4602万人で、GDPはユーロ圏の11.7%（2009年）を占めており、ドイツ、フランス、イタリアに次ぐユーロ圏第4位の経済大国である。主要産業は、自動車、食品、機械、医薬品などの製造業、住宅・建設産業および観光産業などである。EU（当時はEC：欧州共同体）にはポルトガルと同じく1986年に加盟し、EMUには第一陣として参加し、1999年よりユーロを導入している。

a. 債務危機の原因

スペインの債務危機の発生プロセスには前述したアイルランドと類似点が多い。スペインも、ユーロ導入後経済が好調で、住宅ブームがその好況を支えていた。同国の経済成長率、雇用の伸び、物価上昇率はいずれも他の欧州諸国や米国を上回っていた。その結果、実質金利が低下して、住宅ローンなどの不動産向けなどの銀行貸付、対外債務、経常収支の赤字が拡大したのである。また、財政状況も2007年までは極めて健全で、財政収支は小規模な赤字か黒字を維持して財政赤字の3%ルールをクリアしており、2008年は4.5%の財政赤字となったもののアイルランドやギリシャに比べると比較的良好であった（表1.）。また、公的債務残高の対GDP比も目標値である60%を下回っているだけでなく、減少傾向を示していたのである。このような経済成長と財政安定化の一方で住宅バブル¹⁵⁾が発生し、また賃金など労働市場の硬直性が原因となって国際競争力が低下し、構造問題が深刻化していた。アイルランドとスペイン両国のケースから明らかのように、財政安定・成長協定（SGP：Stability and Growth Pact）の財政規律ルールだけではユーロ圏の安定を維持することは困難である。

すでに2007年には住宅価格の上昇がほぼ停止してバブルの崩壊の予兆が現れていたが、2008年後半より世界金融・経済危機による金融市場の混乱の影響でスペインへの資金流入が激減すると、住宅投資や消費が急激に冷え込み、住宅バブルが崩壊して深刻な不況となった。政府による

大型の景気刺激策と景気後退による税収の減少によって、2008年以降財政赤字が急激に増加したのである（表1.）。

アイルランドとは異なり、スペインでは当初金融システムの崩壊の危機を招くような大規模な銀行危機は発生しなかった。それは、スペインの国内銀行が銀行間市場から過剰な借入れは行っておらず、貸付に対する引当金も他の欧州諸国より多めに積み立ててきたためであった。同国では、大手銀行よりも「カハ」と呼ばれる中小貯蓄銀行の不良債権問題が銀行問題の中心となっていた。

b. 財政赤字拡大の背景

歳出面では、他の債務危機国と同様に人件費、社会保障費、景気対策としての公共投資に加え、銀行救済費用の増加が歳出の拡大要因として挙げられる。

また歳入面では、世界金融・経済危機後の深刻な不況が税収の落ち込みを招いている。

スペイン政府は増税と歳出カットという厳しい緊縮財政を続けていたが、2012年に入っても住宅バブル崩壊の後遺症であるマイナス成長と高失業という深刻な不況と金融機関の不良債権問題から抜け出せず、地方州政府や金融機関への金融支援額が増加することが見込まれた。その結果、再びスペインに対する財政懸念が強まり、長期国債金利は7%台に上昇した。そこで、2012年6月にスペイン政府は、金融機関の不良債権処理および資本増強の原資に充てる救済融資をEUに申請し、EUとIMFの国際金融支援制度より最大1000億ユーロの支援が決定したのである。

III. EUおよびユーロ圏レベルの原因

第II章では、EUに支援を要請したギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインについて債務危機の原因を分析した。これら債務危機国に共通するのは、国際競争力が低く、經常収支が赤字であり、多額の対外純債務を抱えている¹⁶⁾という点であった。

最適通貨圏理論では、複数の国で共通通貨を使用する通貨圏を形成する条件として、不均衡が生じたときに為替レートの変動に代わる調整手段を有することが求められる。つまり、共通通貨を使用する地域内で労働力や資金が自由に移動するか、あるいは賃金や物価が弾力的に変動することによって調整が行われる必要がある。これらの条件に照らして考えると、ユーロ圏は最適通貨圏とは言えない。欧州各国がユーロを導入した理由のうち今回の危機と関係が深いのは、通貨統合という外圧を利用することによって金融・為替・財政に縛りをかけ、国内では不人気の構造改革を推進するためというものであった。つまり、社会保障制度が充実した結果、労働条件や賃金制度、法制度、税制などの硬直化を招いた欧州経済にとって、ユーロという共通通貨は再び柔軟性を取り戻し、地域格差を是正するための手段だったと考えられる。しかし、構造改革は十分進展したとは言えず、ユーロ圏内の非対称性は解消しないままであった。その結果、ユーロ危機が発生したのである。

本章では、EU およびユーロ圏レベルでのより構造的な原因について考察を行う。具体的には、財政規律の欠如、リージョナル・インバランス（地域不均衡）、公的所得移転のしくみの欠如、一元的金融機関監督当局の不在、財政統合の欠如という五つの原因を取り上げる。

1. 財政規律の欠如

1992年に調印されたマーストリヒト条約によって定められたユーロ導入への参加条件の一つに財政規律に関する規定があり、財政赤字の対 GDP 比を 3%以下、政府債務残高の対 GDP 比を 60%以下¹⁷⁾に維持するとされている。ユーロ導入が決定した後も健全な財政運営を維持するために、1997年に EU 加盟国によって財政安定・成長協定（SGP）が締結され、ユーロ導入国は引き続き上記の財政規律を維持することが求められている。同協定には、財政赤字と政府債務の過度の拡大を予防すると修正するという二つの側面がある。まず予防という側面からみてみよう。ユーロ導入国は安定化プログラムを、ユーロを導入していない EU 加盟国は収斂プログラムを、毎年 12 月 1 日までに EU の行政機関である欧州委員会に提出しなければならない。各国はこのプログラムの中で財政収支に関する中期目標を設定し、達成するまでの計画を明記することが求められる。中期目標は、財政赤字の対 GDP 比が 3%を超えず財政が中期的に均衡ないし黒字となるよう各国の状況に応じて設定される。欧州委員会はプログラムで報告された財政状況を踏まえ、EU 加盟国が過剰な財政赤字に陥っていないか等を評価する。欧州委員会が加盟国に義務違反の事実あるいはその可能性があると判断した場合、EU 経済・財務相理事会（ECOFIN）に報告する。ECOFIN は当該国の財政赤字が過剰であるか違反の有無を検討し、問題があれば多数決により当該国に財政赤字の是正を勧告する。この勧告は、EU 加盟国の財政赤字やインフレなどマクロ経済状況に対する早期警戒システムとして機能する。次に、修正という側面をみてみよう。それは過剰財政赤字是正手続きと呼ばれ、次のようなプロセスを経て実施される。もし EU 加盟国が財政赤字の 3%ルールを守れず、ECOFIN の勧告を受けてから 2 か月経っても過剰な財政赤字を 1 年以内に是正するための措置を採らなかった場合、ECOFIN は必要な措置をとるように当該国に警告を行い、さらにその後 4 か月経っても何ら改善が見られない場合は、罰金を含めた制裁措置を課することができる。罰則の適用はユーロ導入国に限定されているが、当該国は自国の GDP 比 0.5%を上限とする制裁金を EU に支払わなくてはならない。

ところが、この財政安定・成長協定は機能しなかったのである。なぜならば、2002～2005 年にかけてドイツ、フランス、イタリアという三大国のいずれも財政赤字の対 GDP 比が 3%を超えたため¹⁸⁾、結局どの国にも制裁金が課せられることはなく、2003 年頃から同協定は骨抜きとなってしまったからである。しかも、2005 年にはこれら中核国の主張に基づき、過剰財政赤字是正手続きの基準を緩和するという同協定の見直しがなされた。つまり、財政赤字の対 GDP 比が 3%を超えても過剰財政赤字是正手続きが適用されない例外規定は、従来は経済成長率がマイナス 2%を

下回る場合のみだったのが、経済成長率がマイナスか、潜在成長率を下回る状況が長引く場合にも拡張された。また、過剰財政赤字の是正期限も従来の赤字発生時から3年目までから4年目までに延長され、さらに同手続き中に予期せぬ経済事象が発生した場合は、さらに1年延長できることとされた。これらのことから、ユーロ圏で財政規律が遵守されてこなかったことに対するドイツなど中核国の責任は重いと云わざるを得ない。

2. リージョナル・インバランス（地域不均衡）

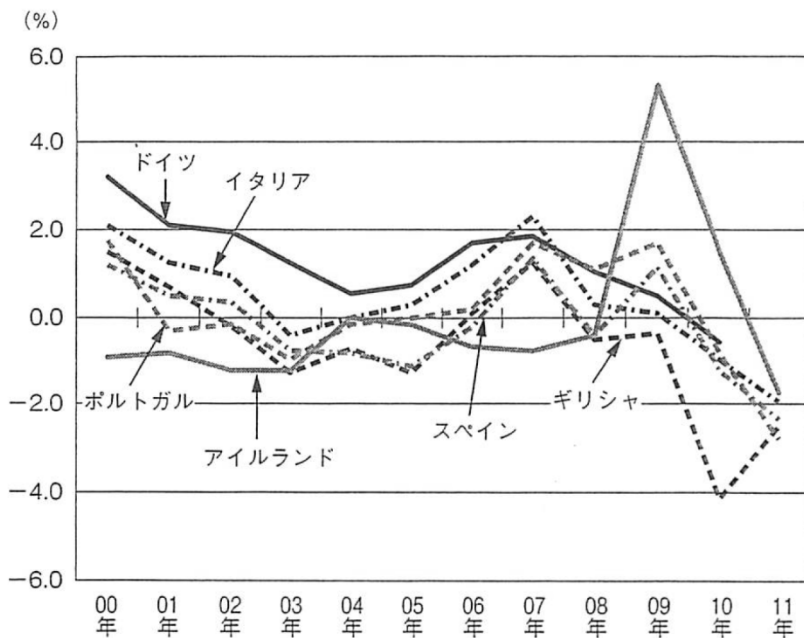
ユーロ圏諸国は財務統計を粉飾していたギリシャ以外、ユーロを導入するための条件である前述の財政や金利、物価、為替に関する経済収斂の基準を満たしていた。しかし、ユーロ圏の後進地域であるギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランド、キプロス等の周辺諸国（ペリフェリ諸国）は、ドイツ、フランス¹⁹⁾、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、オーストリア、フィンランド等の中核諸国（コア諸国）よりも経済成長率が高く、物価上昇率も高かった。周辺諸国の中核諸国に対する国際価格競争力は、物価上昇率の格差分だけ失われる。その上、ドイツなど中核諸国では労働市場改革によってコストダウンを実現したのに対し、労働者の保護規制が強いスペインなど周辺諸国では逆に物価上昇に見合うあるいはそれ以上の賃上げが実施されたので、労働生産性の格差およびインフレ格差の拡大に伴い、両地域の競争力格差はさらに拡大していった。しかも、周辺諸国は共通通貨ユーロの導入によって、為替レートの切下げという調整手段を失ったため、中核諸国に対する競争力を年々失っていったのである。こうして、中核諸国と周辺諸国の間の競争力格差はユーロ導入後も拡大を続け、両地域の経常収支の黒字と赤字の拡大、および対外純債権と対外純債務の増加というリージョナル・インバランス（地域不均衡）をもたらした。つまり、中核諸国は国際競争力が高く、経常収支は恒常的に黒字であり、対外純債権国であるか純債務国であってもその額は小さい。これに対して、周辺諸国は競争力が低く、経常収支は恒常的に赤字であり、巨額の対外純債務を抱えている。しかし、周辺諸国では国際価格競争力を改善するために必要な賃金抑制等の労働市場改革が進展せず、中核諸国も内需拡大策の実施や高めの物価上昇率を許容して経常収支の黒字を削減するという姿勢に欠けた。こうして、ユーロ圏では競争力格差と経常収支の不均衡が拡大していたにもかかわらず、問題視されることもなく放置されてきたのである。このことが、ユーロ危機の原因の一つである。

3. 公的所得移転のしくみの欠如

競争力格差というリージョナル・インバランスが存在している場合、共通通貨のユーロ導入によって中核諸国の台頭と周辺諸国のジリ貧という構図が予想された。そして、格差是正のためには中核国から周辺諸国への公的所得移転が必要になるものと考えられていた。しかし、ユーロ導入後ジリ貧になると予想された周辺諸国経済は好況を呈し、公的所得移転を必要とする事態は発

生しなかったのである。どうしてそうなったのであろうか。巨額の民間資金が周辺諸国に移転し、周辺諸国の好況を支えたからである。

ユーロ圏の経常収支赤字国の長期金利は、ユーロ圏の国債金利のベンチマークであるドイツ国債の利回りに対してスプレッド分高い水準にあった。また、ユーロ圏では物価上昇率格差が存在し、物価上昇率の高い周辺諸国では証券の名目金利も高めであった。その上為替リスクもないため、ドイツ等の経常収支黒字国の民間資金がそれらの国々の証券投資に向かったのである。なお、その投資資金の原資の一部は、安定投資の対象としてドイツ国債を購入していた英国等ユーロ圏外の資金が担っていた。さらに、投資家が投資の有利、不利を判断する際に注目する実質金利をみると、図 2. ではドイツの 1 年物国債の名目金利から物価上昇率を差し引いた債務危機に陥った周辺諸国の実質金利が示されているが、住宅ブームが発生していた 2000～2006 年は、ドイツで資金を調達し、これらの国に投資することによってマイナスの実質金利を得ることができ、大きな利益を得ていたことが分かる。



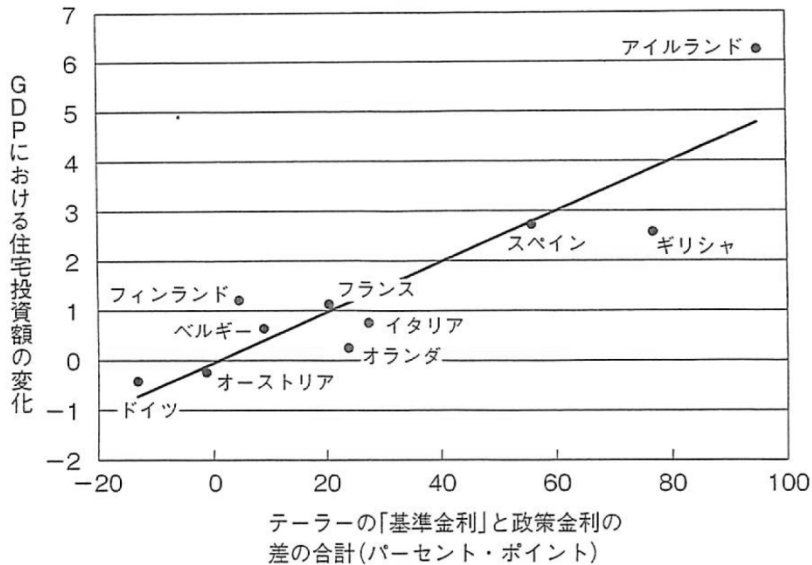
(出所) OECD Economic Outlook、ブルームバーグ

(注)ただし、図でアイルランドとあるものは、(ドイツの金利-アイルランドのインフレ率)のこと。他も同様。

図 2. ドイツの金利と各国インフレ率の差

また、ユーロ圏諸国では欧州中央銀行 (ECB) による統一的金融政策の下、単一の政策金利が適用されている。欧州中央銀行の政策金利の水準は、各国の物価上昇率や失業率から計算された

テーラー・ルールによる基準金利と比較すると、物価上昇率が相対的に高い周辺諸国にとっては過剰な低金利となっていた。このことが周辺諸国の低金利での借り入れの増加を招き、バブル経済発生の一因となった。事実、図3より明らかなように、2000～2006年にかけて基準金利と政策金利の差が大きかった周辺諸国では対GDP比の住宅投資額の増加が顕著であった。



(出所)John B. Taylor “Getting off the Track”よりNRI作成。

図3. ヨーロッパにおける住宅投資と基準金利の関係 (2001～2006年)

以上のような様々なルートを通じて、周辺諸国は官民ともに中核諸国に対する対外債務を増加させていった。このようにして周辺諸国に流入した民間資金は、輸出部門の生産能力を高め、国際競争力を高めるための構造改革や産業活性化、あるいは財政の健全化には結びつかず、公務員の増加や住宅ブームなどの家計や政府部門の過剰消費を生みだした。したがって、巨額の民間資金移転が行われる一方で公的所得移転のしくみが欠如していたことは、リージョナル・インバランスを放置し、周辺諸国に住宅バブルを発生させることとなった。一方、中核諸国の金融機関はユーロ導入によって為替リスクが消滅したこともあり、投資リスクに十分な注意を払うことなく周辺諸国への貸出や投資を増加させ、金融資産のうち価格変動リスクにさらされている資産の割合であるエクスポージャーを高めていたのである。そして、一旦危機が発生すると民間資金は一斉に周辺諸国から逃げ出し、経常収支の赤字をほぼすべて公的資金でファイナンスせざるを得なくなり、財政収支の悪化を招いたのである。

4. 一元的金融機関監督当局の不在

欧州中央銀行制度では、欧州中央銀行は銀行等金融機関を直接監督する権限を有していない。また、ユーロ圏における一元的な金融機関監督機関も設立されていないため、金融機関の監督業務も金融機関の経営危機という銀行危機への対応も原則的に各国の担当当局に任されてきた。しかし、資本取引の自由化、金融サービスの単一市場誕生と共通通貨ユーロの導入に伴い、ユーロ圏各国の金融機関の国境を超えた活動が拡大するなかで、ユーロ圏各国の金融市場に対する規制や監督の調和・調整も、各国の金融機関監督当局の監視体制および連携も十分ではなかった。次章で詳しく述べるが、先進国の金融機関のリスクテイク傾向は強まり、リスクを伴う投資は増加したが、リスク管理に甘さも見られた。たとえば、金融市場でホールセールは統合しているがリテールは非統合なままのため、周辺諸国の金融機関に資金を提供した中核諸国の金融機関は、周辺諸国の金融機関がどのようなリスクのある貸出先を抱えているか把握していなかったと言われる²⁰⁾。また、一旦金融危機が発生すれば、それが世界的な規模の金融危機に拡大する可能性は確実に上昇していた。しかし、金融機関だけでなく欧州中央銀行、各国政府および各国の金融機関監督当局も、米国でサブプライム危機が発生するまで経常収支の不均衡、対外純債務と対外純債権の拡大というグローバル・インバランスやユーロ圏のリージョナル・インバランスがそれほど重大な問題だとは認識しておらず、大規模な金融危機の発生可能性に対しても過小評価をしていたのである。もしユーロ圏全体をカバーする統一的な金融規制ルールが存在していれば、周辺諸国のバブル経済発生を回避する一助となっただろう。

5. 財政統合の欠如

共通通貨を導入しているユーロ圏で、金融政策は欧州中央銀行によって統一的に実施されているのに対して、財政政策は各国政府に委ねられてきた。まして、前述したように財政規律ルールの財政安定・成長協定（SGP）が機能しなかったこともあり、各国政府は非常に短期的な視点から政策運営を行っており、各国間の財政状況の収斂は進展していない。そのため各国は同じユーロ建ての国債を発行しているが、危機前もそれぞれの財政・経済状況に応じて国債金利は異なっており、国債発行コストは同一ではなかった。しかし、リーマン・ショック後に世界的金融・経済危機が発生すると、債務危機に陥った周辺諸国の国債金利のドイツ国債とのスプレッドは急激に拡大し、ユーロ圏諸国間の断層が明確になった（図1.）。つまり、債務危機国のデフォルトの可能性が一気に浮上し、これら国の国債を保有していた金融機関が金融市場において資金調達に窮する状況になったのである。

また、国民に痛みを強いる面もあるため、各国間の政策協調もあまり進展していない。各国が経済収斂を進展させるためには不可欠なのだが、社会保障制度等の法制度や税制、労働市場等の調整は難航している。このように財政統合が欠如していることも、域内不均衡を拡大させた一因

である。

IV. 世界経済レベルの原因

本章では、ユーロ危機の世界経済レベルでの原因について考察する。2007年の米国サブプライム危機を発端とする2008年のリーマン・ショックによってもたらされた世界金融・経済危機のなかで、ユーロ危機は発生した。それでは、今回の一連の金融・経済危機の発端となったサブプライム危機はどのようにして発生したのだろうか。

1. 米国サブプライム危機の発生原因

2007年7月に発生したサブプライム危機とは、米国において住宅バブルが崩壊したことにより、同国の信用力の低い個人、つまり低所得者を対象とした住宅ローンであるサブプライム・ローンが焦げ付き、そのローンを組み込んで組成された証券が暴落し、取引不可能となったため、その種の証券を大量に保有していた商業銀行や投資銀行あるいはファンドなどが資金繰りに窮し²¹⁾、金融市場の一部が麻痺した金融危機のことである。このような危機を招いた原因として、米国政府の住宅取得促進政策、連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和政策、金融革新による新しい金融商品の登場、グローバル・インバランス（世界不均衡）、金融機関のリスクテイク行動等が挙げられる。

a. 米国政府の住宅取得促進政策

米国ではすべての国民に質の高い教育を受ける機会を与えることが困難であるため所得格差が拡大しており、しかも社会保障などのセイフティ・ネットが不備であるため、雇用を守り、容易に融資を受けられるよう促す政治的な圧力が存在する。そして、低所得者層の不満を和らげるための政策の柱が住宅取得促進政策であった。1990年代後半以降、政府の住宅取得促進政策という政治的圧力によって低所得者向けの住宅ローンであるサブプライム・ローンの拡大という融資の過熱を招いたのである。また行き過ぎたサブプライム・ローンの拡大は、住宅価格と民間部門のインセンティブを歪めた。

なかでも、政府支援企業（GSE：Government Sponsored Enterprise）であるファニーメイ（FNMA：連邦抵当金庫²²⁾）とフレディマック（FHLMC：連邦住宅金融抵当公社²³⁾）は、住宅ローンを保証した連邦住宅局（FHA）と共に重要な役割を果たした。政府支援企業は、当初政府機関として設立された後に民营化され、一般株主がいて配当金も支払う一方、設立根拠法によって政府からの援助や公的な義務もあり、特権として州税・地方税の支払いを免除され、政府が任命した取締役を受け入れ、財務省による緊急融資枠がある。このように政府と深いつながりのある政府支援企業に対する投資家の信用は厚く、ファニーメイ、フレディマックともに国債をわずかに上回る

金利での資金調達が可能であった。また住宅ローン市場を支えるために、定められた限度額と信用基準に従って住宅ローンを買取り、それらをパッケージ化して債務不履行に対する補償を付けて住宅ローン担保証券（MBS：Mortgage-Backed Securities、以下 MBS）として発行すると同時に、市場から資金を調達して他の民間投資銀行等が発行する MBS への投資も行った。米国の住宅ローンはそもそも信用性の高いプライム・ローンが中心であったのだが、2000 年代に入ると、まず民間金融機関でサブプライム・ローンやオルト A・ローン²⁴⁾などのリスクの高い住宅ローンの組成、いわゆるサブプライム証券の発行が拡大していった。ファニーメイ、フレディマックもそれに追随する形で、特に 2004 年以降サブプライム証券の発行や保有を拡大した。これら政府支援企業や連邦住宅局の提供するサブプライム・ローンやオルト A・ローン（MBS 購入による融資を含む）がどれほどの規模だったかを正確に把握するのは困難である²⁵⁾。しかし、これらの機関によるローンの割合は 1997～2007 年の平均で市場の 55%を占めていたことから、政府あるいは政府影響下の資金が市場を過熱させたことが十分推測できる。なお、住宅バブルの崩壊とともに債務不履行が多発し、経営危機に陥ったファニーメイとフレディマックは 2008 年に国有化され、政府が負債を肩代わりすることになった。

b. 連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和政策

米国の中央銀行組織である連邦準備制度理事会（以下 FRB とする）は、2001～2002 年の不況対策として 2003 年から徹底した金融緩和政策を実施し、政策金利は 1%まで引き下げられた。同年の消費者物価上昇率は 1.9%であったので、実質金利はマイナスとなった。また、財政支出も 2003 年の対イラク戦争開始などで増加し、他方大幅な減税も実施されて景気を下支えした。低金利政策によって資産価格は上昇し、住宅投資を刺激した。このようにして、米国では住宅ブーム、消費ブームが起こった。またより高い金利を求めて、米国から資金が海外へ流出し、なかでも新興国や発展途上国のハイイールド債、株式、国債などが購入された。

世界の基軸通貨米ドルの金利は、他の国々の金利にも大きな影響を与える。金融自由化の中で海外からの大量の資金流入を回避するためには、自国金利がドル金利から大きく乖離する水準を維持することは事実上不可能である。したがって、米国の低金利は世界に波及し、世界各国で住宅ブームや株価などの資産価格が上昇し、それらの価格の伸びは実体経済の伸びを上回った。EU 諸国でもドイツ以外の住宅価格が上昇し、なかでも英国、アイルランド、スペインなどでは米国より強度の住宅バブルが発生した²⁶⁾。

c. 金融革新による新しい金融商品の登場

米国では、住宅金融市場は住宅ローンを提供する貸出市場、住宅ローン債権を証券化する証券化市場、そして組成された MBS を売買する流通市場から構成される。また貸出市場においても

ローンを組成する住宅ローンブローカー、資金の貸し手である住宅ローン銀行や商業銀行、資金を回収するサービサーと機能分化が進んでいる。サブプライム・ローン等はプライム・ローンとは異なりリスクが大きいだけに、本来証券化は容易ではない。このような住宅ローンの証券化を可能にしたのは、金融工学の進歩に伴う金融革新であった。つまり、そのようなローンと別の領域のローンをパッケージにして多様化することによってリスクを軽減し、証券をリスクの低い商品からリスクの高い商品へ階層化することによって、低収益率だがリスクの小さい証券化商品からリスクの高い高収益証券化商品まで提供することが可能になった。投資銀行等は証券を組成するにあたり、種々のローンをどのように組み合わせるかを格付け会社と相談し、格付け会社はこれらの証券化商品に高格付けを行った²⁷⁾。サブプライム・ローン等返済リスクの大きい住宅ローンを供給した金融機関は、ローン債権を GSE や民間投資銀行等に売却することによりリスクを移転できたので、2004 年頃からこれらのローンが急増した²⁸⁾。2010 年末、米国では住宅ローンの実に 80%以上が証券化されて MBS として流通していた。

d. グローバル・インバランス（世界不均衡）

米国の消費ブームの結果、輸入が増加し、2006 年の同国の経常収支の赤字は GDP の 7%近い約 8000 億ドルに達した。一方、新興国等の対米輸出は増加し、米国の好況が世界全体に波及した。このような米国の経常収支の大幅赤字と、中国など東アジアや産油国などの輸出国の経常収支の大幅黒字の対比のことをグローバル・インバランス（世界不均衡）と言う。新興国の中央銀行は、自国製品の国際競争力を維持するために、ドル買い介入を実施して自国通貨の為替レートの上昇を抑制するとともに、米国のドル建て資産を購入し、その中には暗黙の政府保証のある支援企業（GSE）債も含まれていた。このようにして米国の金融緩和政策の結果、本国から流出した資金が米国へ再流入し、ファニーメイやフレディマックなどの政府支援企業がサブプライム証券などの MBS の購入を拡大するのに貢献したのである。なお、2006 年には米国へ 1 兆ドルを超える資金が流入し、その一部は米国のヘッジファンドや年金基金などによってニューヨークやロンドンの金融市場を通じて全世界に投資され、欧州の住宅ブームも支えた。このように、2000 年代初頭には米英金融市場を中心とするグローバルな金融相互依存の構造が出来上がっていたのである。

e. 金融機関のリスクテイク行動

実は、サブプライム危機発生の発端となったのは 2007 年 8 月のフランス最大の銀行 BNP パリバ・グループの経営危機であって、米国の金融機関ではなかった²⁹⁾。サブプライム・ローンとその証券化は米国の金融機関が手掛けたことなのだが、金融のグローバル化に伴い、主にロンドン市場を通じてサブプライム証券が多数の欧州の金融機関にも販売されたため、サブプライム証券が焦げ付けば欧米の金融機関がともに流動性危機に陥る状況にあった。事実、サブプライム危機

による金融機関の損失は、米国がほぼ 50%、欧州が 40%、その他が 10%であったと言われる³⁰⁾。

そもそも一般投資家だけでなくプロであるはずの金融機関が、サブプライム証券等を売却した会社も含めて、そのような本来リスクの高い証券を大量に保有していたのはなぜなのだろうか。金融部門ではどれだけ金を稼いだかということだけが評価の基準である。特に米国等の先進国では一般的である最終顧客との取引が単発的で、長期にわたる関係を築くことが少ない対等で公正な金融システムではその傾向が強い。しかも金融業界内での競争は激しく、金融機関により高い収益を上げることが常に求められている。その結果、金融機関は現場のトレーダーも経営陣もリスクを負うことを厭わず、短期的視野に基づいて行動する傾向が強くなり、長期リスクは無視されがちである。一方、先進国の政府および中央銀行は、金融システムが崩壊することによって国民生活へ悪影響が及ぶのを回避しようとする。つまり、政府は金融部門がダメージを受けると、金融システムの危機を回避するために介入し、何らかの支援を行う強いインセンティブを有している。これら二つの要素が重なって、金融機関がリスクテイク行動に走り、サブプライム危機を引き起こしたのである。

格付けの高い分散投資型の MBS は、デフォルトが個別に発生しうる通常の個人ローンとは異なり、国中のローンがデフォルトになった場合にのみデフォルトを起こす可能性が高い。このような金融システムに重大な影響を及ぼしかねない事態が発生する可能性は極めて低いと考えられ、確率は低いが大きなリスクであるテールリスクとみなされていた。しかも、万一そのような不測の事態が生じて、政府が介入することが予想された。そのため、金融機関だけでなく株主、市場もテールリスクを過小評価し、金融機関は集団心理も働いて競ってテールリスクを積極的に取った。金融機関の内外のガバナンスの崩壊、政府介入の可能性と実際の介入等の要素が重なって、テールリスク評価の歪みが発生したのである。

2. リーマン・ショック後の世界金融・経済危機

サブプライム危機は米国のみならず欧州の金融機関にも大きなダメージを与えたが、流動性危機という金融界の危機に止まっており、2007年の米国、欧州、日本の経済成長率はいずれも 2% 台を維持していた。各国中央銀行による金融機関への巨額の流動性供給と FRB による欧州中央銀行とスイス国立銀行へのドル供給³¹⁾によって、危機は一旦終息に向かうかと思われた。ところが、2008年9月15日の米国第4位の投資銀行のリーマン・ブラザーズの破綻を契機とするリーマン・ショックは金融を麻痺させ、実物経済にも大きな影響を及ぼし、世界的な金融・経済危機を引き起こした。米欧で銀行が破綻し、ほとんどすべての国で株価が暴落した。欧州では9月末からの一週間で4行が相次いで破綻した。このような状況の中、欧米各国の政府や中央銀行は、金融システムの崩壊を阻止するために金融機関への流動性の供給、公的資本の注入、銀行間取引の保証、預金保護等といった介入および支援を行わざるを得なかった。世界的な金融の麻痺と先

行き不安は実物経済と世界貿易を戦後最大規模で縮小させ、1930年代の世界恐慌以来の世界的な不況に突入した。その結果、各国の財政支出は急増し、財政状況を悪化させた。このことが、2009年からのギリシャを発端とするユーロ危機の原因の一つになったのである。

V. 日本への教訓

本章では、ユーロ危機から日本が学ぶべき教訓とは何かについて考察する。日本の財政赤字の規模は、財政赤字の対 GDP 比が 9.2%、債務残高の対 GDP 比が 214.1%（いずれも 2012 年）となっている。デフォルト危機に陥ったギリシャでもそれぞれ 9.1%、165.3%であり、ユーロ圏平均は 4.1%、87.2%（いずれも 2011 年）であることを考えると、日本の財政赤字がいかに大規模であるか分かる。それでも、日本では国債の購入者の 80%が国内の銀行等の金融機関であり、約 95%以上が日本人によって保有されているので、財政状況が悪化しても国債売却の圧力は強まらず、国債金利の急上昇（国債価格の暴落）が発生しにくい点が、ギリシャなどとは異なると言われる。しかし、日本では家計貯蓄率が急速に低下し、経常収支の黒字も急速に減少しているため、今後も日本国内で国債をすべて消化する余力があり続けるかは疑問である。このままの財政状況が続けば、いずれ国内だけでの消化は不可能となり、海外により多くの国債を購入してもらう状況にならざるを得ないだろう。そうなれば、財政状況の悪化などによって日本国債に対する信頼が損なわれると、今回ユーロ危機の際にユーロ圏の周辺諸国で発生したように一斉に国債が売却される可能性は高くなると考えられる。

ここで、ユーロ危機からの教訓の一つ目である。それは、為替レートの変動による調整能力は保持しておいた方がよいという点である。つまり、上記のような海外の保有者によって日本国債が一斉に売られる場合は、日本の円レートは急落し、円安になるだろう。為替レートが変動すれば、そのことによって不均衡の調整を図ることも可能である。一方、ユーロ圏では共通通貨を利用しているため、為替レートの変動による調整はできないので、それに代わる調整方法として大きな痛みを伴う労働市場の改革等構造改革を迫られている。

教訓の二つ目は、産業の生産性、競争力および柔軟性の維持が重要であるという点である。もし、日本がこの円安を利用して輸出を増やすことができれば、対外債務を支払う外貨を稼ぐことができる。そして、円安をうまく活用できるかどうかは、日本に競争力があるかどうか、つまり輸出可能な商品やサービスを生産しているかどうかにか依存している。そのためには、付加価値の高い商品やサービスの生産を行う比較優位を持つ産業の育成、産業転換の進展、労働力の質の確保等を行う必要がある。

教訓の三つ目は、金融産業のみを主要産業として選択をする危うさという点である。本来、金融産業は、情報の非対称性やモラルハザードなどの問題を抱える不安定なものであり、このような産業を日本のような成熟国家の唯一の基幹産業に据えることにはリスクが伴う。

教訓の四つ目は、財政再建や構造改革を先送りしていると、いずれ市場の圧力によって、強制的にしかもついていけないほどの速いペースで改革を実行することを迫られるという点である。そのような状況に陥る前に、もし日本が必要な改革を行うという選択をすれば、無理のないペースで改革を進めていくことも可能になる。

それでは、日本が選択すべき政策とは何なのであろうか。第一に、若い世代の雇用機会を増やすような構造改革である。欧州でも日本でも、既に就業している熟年労働者が保護される傾向にある。ILO（国際労働機関）によると世界の失業者の40%は若年労働者が占めている。高齢化が急速に進み、社会保障費も急増している日本において、高齢者を支える貴重な人材である若者の雇用を増やし、社会や世界に貢献できる人材を育成することは社会的責務とも言えよう。第二に、構造改革と統合的な財政収支改善策である。財政赤字は、将来の世代に負担を繰り延べすることに他ならない。財政収支の改善を図ることによって、将来の世代に負担を一方的に押し付けるのではなく、現在の世代の我々も応分の負担を引き受けるべきである。

VI. おわりに

本稿では、これまでユーロ危機の原因について各国レベル、EU およびユーロ圏レベル、さらに世界経済レベルでの分析を行ってきた。米国と英国を中心とする世界金融の発展と欧州巨大金融機関の両国金融市場への参入、世界的な信用緩和を背景とした住宅バブルの各国での発生、周辺諸国の国際競争力の喪失等、世界経済の繁栄の陰で拡大してきた不均衡の原因は、グローバル金融とユーロ圏の地域金融の発展にあった。そして、世界金融・経済危機によって金融制度が麻痺する事態に陥ると、平時の対応しか想定していないマーストリヒト条約（欧州連合条約）では対応不能になってしまったのである。

最後に、ユーロ危機の要点、ユーロ危機を始めとする金融・経済危機の共通項は何か、ユーロ危機への対策の三点について考えてみたい。

まず、ユーロ危機とは要するに何の問題なのだろうか。政府債務問題なのだろうか、あるいはユーロという通貨の問題なのだろうか。本稿の分析により明らかになったのは、ユーロ危機の要点は、国際競争力の乏しい経済を放置するとどうい問題が発生するのかということである。もちろん、その第一義的な責任は、国民に犠牲を強いる構造改革を怠ってきた国際競争力が低い周辺諸国自身にある。しかし、ユーロ圏の中で国際競争力が高く、経常収支が黒字の中核国と、国際競争力が低く、経常収支が赤字の周辺国が併存するという地域格差を放置し、しかも公的な所得移転や労働力の移動も進展しない状況が続いた結果、ユーロ危機が発生したのである。その意味ではユーロ圏諸国の中核諸国にも責任はある。

つぎに、これまで世界経済が経験してきた金融・経済危機に共通項はあるのか考えてみよう。たとえば、日本のバブル経済をもたらしたのは銀行の不動産融資の拡大であり、米国のサブプラ

イム危機を招いたのは低所得者層への住宅ローンの拡大であり、欧州におけるユーロ危機をもたらしたのは周辺諸国への銀行貸出の増加であった。これらは、いずれも銀行等金融機関が従来は行っていなかった、あるいは重視していなかった「周辺」業務への進出を意味した。金融機関がこのようなリスクテイク傾向を強めて行った背景には、製造業の大企業など安全な中核の借り手の減少に伴って、銀行の余剰資金が増加したことがある。大企業は、外部資金調達に伴う情報の非対称性による金利のリスクプレミアムや最先端技術の情報公開を嫌い、内部資金への依存度を高めていると言われる。実際、非金融企業部門の資金調達法は、従来の銀行借入れから社債発行へ、さらに最近では内部留保の活用への変化している。このことを裏付けるように、日本をはじめ英国、ドイツ、オランダ、ベルギー、スイス、カナダ等では、2000年頃から非金融企業部門は資金余剰主体に転換している。つまり、経済危機の共通要因として「周辺」に新たな市場を開拓しようとする金融機関の行動を挙げることができよう。言い換えると、銀行の余剰資金が新たな中核的安全な借り手によって吸収されることがない限り、今後も金融・経済危機が発生する可能性は高いということになる。

最後に、ユーロ危機への対策について少し述べておく。ただし、ここでは要点を指摘するにとどめ、詳細は今後の課題としたい。まず、各国レベルでの対策であるが、債務危機国はもとより周辺諸国自身が、痛みを伴う経済改革を断行することによって国際競争力を高め、不均衡の是正と経済成長の両立を実現するよう努力することに尽きる。具体的には、社会保障費や人件費の削減を含む財政支出の抑制、賃金の抑制等を実行しなければならない。つぎに、ユーロ圏およびEUレベルでの対策として必要なのは、支援財源の確保、財政規律の強化、合理化や構造改革による競争促進、一元的な金融機関監督体制・預金保険システム・破綻処理機関を有する銀行同盟の実現、そして財政統合および政治統合の推進などであろう。これらの対策をスピーディに実行していくためには、ドイツとフランスの協力が不可欠である。

本研究は、JSPS 科研費（課題番号：21530322）の助成による研究成果の一部である。

引用文献、注

- 1) その後、さらに 13.6%に上方修正された。
- 2) イタリアを含めて GIIPS と呼ばれることもある。イタリアは財政赤字が GDP 比 5.3%（2009年）、10年物国債利回りも 5%台と比較的落ち着いており、今のところ債務危機は発生していないので、本稿では除外した。
- 3) 欧州委員会は、2004年にもユーロ圏各国の財政状況を検査する権限のユーロスタットへの賦与を求めたが、国家主権への侵害と反対するドイツなどの反対で実現しなかった。
- 4) ギリシャの公的債務比率は、1990年の 79.7%と比べると大きく上昇していた。
- 5) その後、付加価値税率は 23%へ引き上げられることになった。

- 6) ドイツの付加価値税の徴収率は約70%である。
- 7) その後、2012年3月にギリシャに対する1300億ユーロの2次支援が決定した。
- 8) ドイツやフランスなど他のEU諸国の法人税率は20%台後半~30%であるのに対し、アイルランドの法人税率は12.5%である。
- 9) 同国の1999~2007年の平均インフレ率は3.8%で、ECBのインフレ目標2%を大きく上回っていた。また、住宅価格は1997~2006年の10年間で約5倍に値上がりした。
- 10) 同国の経済成長率は、2007年の6%から2008年には-7%へと急落した。
- 11) 2008年12月にアイルランド銀行、アライド・アイリッシュ銀行、アングロ・アイリッシュ銀行等の大手銀行に最大100億ユーロの公的資金注入を実施し、2009年1月にアングロ・アイリッシュ銀行を国有化した。
- 12) 2008年は、これらが税収全体の30%を占め、比較的景気に左右されにくい付加価値税は40%強、個人所得税は20%強であった。
- 13) 2000~2007年に、アイルランド政府は国家公務員を40%も増やした。
- 14) ポルトガルは財政統計を粉飾しなかったことと、債務残高の対GDP比60%という目標についてはほぼ達成してきた点がギリシャとは異なる。
- 15) アイルランドとスペイン両国のバブルの程度を見てみると、2000年の住宅価格とピーク時の2007年の価格を比較すると、アイルランドでは約2倍に上昇したのに対し、スペインではそれを上回る約2.4倍に達していた。また、アイルランドでは2007年中に住宅価格の下落が始まっているのに対して、スペインでは下落が始まったのは翌2008年になってからであった。このように、スペインの方が住宅バブルは激しく長く続いたと言える。
- 16) 2011年末のユーロ圏の対外純債務残高の対GDP比の上位5カ国は、ポルトガル、アイルランド、スペイン、キプロス、ギリシャといずれも支援要請を行った債務危機国であった。
- 17) ただし政府債務残高については、60%に向かって縮小しているということでもよいとされた。
- 18) 2004年には、ユーロ圏12カ国のうち6カ国が財政赤字の3%ルールを遵守できなかった。
- 19) フランスは、政治的な面ではドイツと並ぶユーロ圏の中核国である。しかし、中核諸国の中で唯一2005年以降経常収支が赤字に転落しており、また労働市場が硬直的である等むしろイタリアやスペイン等南欧諸国と類似点が多い。
- 20) ドイツやフランスの金融機関は、スペインのカハ（貯蓄金融機関）等に貸出を行っていたが、カハが行うリスクの高い貸出については十分把握していなかった。その結果、スペインの住宅市場に資金が過剰に流入し、住宅バブルが発生した。
- 21) しかも、金融機関はそれらの証券の購入には短期借入れを利用していたため、短期の債権者がパニックを起こして金融機関への再融資を拒否したのである。
- 22) ファニーメイは、民間向けに債券や証券を発行して住宅ローン市場に資金を提供するために、1970年に完全民営化された。
- 23) フレディマックは、住宅ローンを証券化する業務を支援するために、1970年に政府によって設立され、1988年に完全民営化された。
- 24) プライム・ローンより信用面で劣る。
- 25) 帳簿上、優良顧客向けでないリスクの大きいローンが、サブプライムあるいはオルトA・ローンとして計上されていないケースも多いためである。

- 26) 1997年の住宅価格を100とすると、2004年末には英国が240、スペインとフランスが200、イタリアとスウェーデンが170となっており、いずれも米国の150を上回っていた。また、アイルランドでは1997年から2006年の10年間で住宅価格は約5倍に値上がりした。
- 27) 当時、MBSを含む資産担保証券（ABS）のほぼ60%がトリプルAに格付けされていた。一方トリプルAの社債は1%以下である。
- 28) 2004年のサブプライムとオルトAの新規住宅ローンに占める割合は、それまでの約10%から一気に20%を超え、さらにピークの2006年には30%を上回った。
- 29) もちろん米国でも2007年には住宅価格の下落に伴い、ローンのデフォルトが頻発するようになり、同年6月にサブプライム証券を大量に購入していたファンドが行き詰まり、サブプライム証券の格付けが下げられるなど問題が表面化していた。
- 30) 田中（2010）p.121。
- 31) FRBは欧州中央銀行およびスイス国立銀行と自国通貨を相互に貸し出す協定であるスワップ協定を結んだ。なおリーマン・ショック後、FRBはイングランド銀行に対しても同様の巨額のドル供給を行った。

参考文献

- 伊藤さゆり：「ユーロ圏内の経常収支不均衡と成長・雇用格差一期待される統合深化による解決―」『Weeklyエコノミスト・レター』2012-10-19（ニッセイ基礎研究所，2012）1-7。
- 岩田規久男：『ユーロ危機と超円高恐慌』（日経プレミアシリーズ，日本経済新聞社，2011）。
- 小川英治：「第9章 金融危機と欧州経済」、『金融経済研究特別号』（2013）223-251。
- 嘉治佐保子：『ユーロ危機で日本はどうなるのか』（日本経済新聞社，2012）。
- 小山剛幸：「米国におけるGSE改革の動向と公的金融のあり方について」、『みずほレポート』（みずほ総合研究所，2011/9/13）1-25。
- 佐久間浩司：「展望なきユーロの展望」、『国際金融トピックス』No.224（国際通貨研究所，2012）1-5。
- 白井さゆり：『欧州激震』（日本経済新聞社，2010）。
- 白井さゆり：『ユーロ・リスク』（日経プレミアシリーズ，日本経済新聞社，2011）。
- 竹森俊平：『ユーロ破綻そしてドイツだけが残った』（日経プレミアシリーズ，日本経済新聞社，2012）。
- 田中素香：『ユーロ 危機の中の統一通貨』（岩波新書，岩波書店，2010）。
- 内閣府政策括官室：『世界の潮流 財政再建の成功と失敗：過去の教訓と未来への展望』（2010）
- 山口綾子：「ソブリン危機を背景に進むユーロ圏のガバナンス改革～単一通貨の生き残りにむけて～」『News letter』No.21（国際通貨研究所，1-14）。
- Brown, Brendan: *Euro Crash: The Exit Route from Monetary Failure in Europe* (Palgrave Macmillan, 2010) .
- Grauwe, Paul D.: *Economics of Monetary Union, 8th edition* (Oxford University Press, 2009) . [邦訳：田中素香、山口昌樹訳『通貨同盟の経済学 原書第8版』（勁草書房，2011）.]
- Jaumotte, Florence: “Fixing the Flaws in EMU”, *Finance and Development*, December, IMF (2011) , 38-42.
- Lapavistas, Costas et al.: *Crisis in the Eurozone* (Verso, 2012) .
- Marsh, David : *The Euro: The Politics of the New Global Currency* (Yale University Press, 2008) . [邦訳：田村勝省訳『ユーロ 統一通貨誕生への道のり、その歴史的・政治的背景と展望』（一灯舎，2011）.]
- Mayer, Thomas: *Europe’s Unfinished Currency, the Political Economics of the Euro* (Anthem Press, 2012) .
- Rajan, Raghuram G.: *Fault Lines –How Hidden Fractures Still Threaten The World Economy* (Princeton University

Press, 2010). [邦訳: 伏見威蕃、月沢李歌子訳『フォールト・ラインズ 「大断層」が金融危機を再び招く』(新潮社, 2011).]

Tietmeyer, Hans: *Herausforderung Euro – Wie es zum Euro kam und was er fuer Deutschlands Zukunft* (Carl Hanser Verlag, 2005). [邦訳: 財団法人国際通貨研究所、村瀬哲司監訳『ユーロへの挑戦』(京都大学学術出版会, 2007).]