



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～

経済調査部長 兼 開発経済調査部長 佐久間 浩司

ギリシャ債務危機の出口が見えない。これならいけると誰もが確信できる答えが見つからず堂々巡りの議論が続いている。

この背景には、単一通貨システムが既に陥っている問題があまりに深いため、関係者全員が納得する解決策が見いだせないことがある。セカンドベストを巡る議論となっているためコンセンサスが形成されにくいのだ。2008年のリーマン・ショックの記憶が生々しく、再び世界的な危機を起こしてしまうという恐れがあまりに強いことも影響している。また、債務国側、債権国側どちらの世論も、あまりに先鋭化しすぎており、何をするにも冷静になるための時間稼ぎが必要だということもあろう。

## 1. 単一通貨のシステムに内在する問題

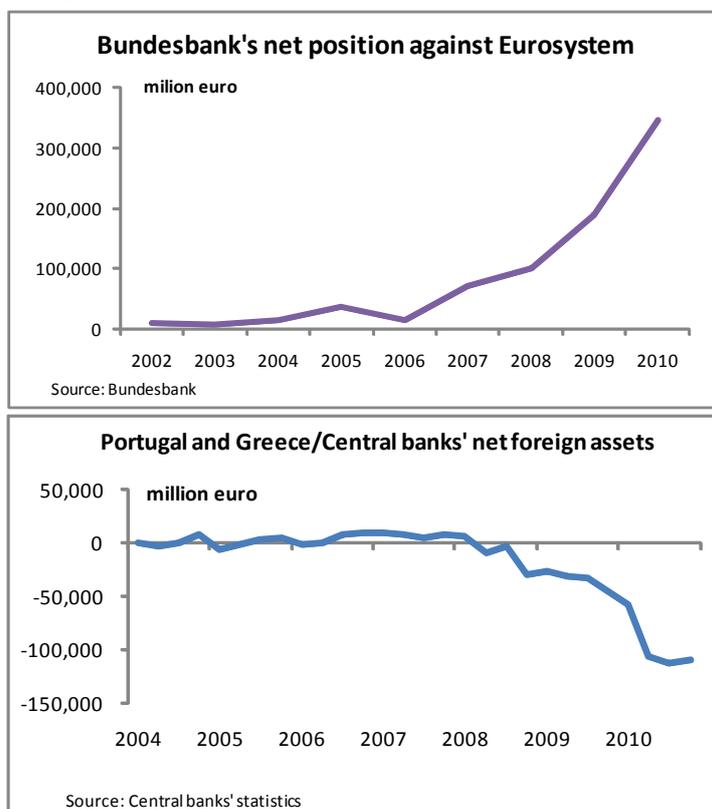
単一通貨ユーロは欧州金融の安定の要として導入されたものだが、むしろ経済を不安定化させる要素が内在していた。

欧州連合（EU）は“Unity in Diversity”と表現される。Diversity と言えば聞こえはいいが、換言すれば国ごとに経済の得意不得意分野があり、そこには格差があるということだ。生産性の格差は経常収支の不均衡を生む。

ユーロ圏外の国であれば、経常収支の変化は為替相場を動かし、自動的に不均衡是正のメカニズムが働く。もちろん経常赤字がすぐに通貨下落につながるわけではなく、経常赤字にもかかわらず資本流入が続く、為替相場はむしろ上昇する例はある。多くの通貨危機の場合、発生直前はこうした現象がみられた。それでも最後には、経常収支の持続性に不安を感じた民間銀行や投資家が資金を引き揚げ始め、それが外貨準備の減少という誰の目にも明確なシグナルとなって表れ、通貨危機が起こった。通貨危機と共に内需が冷やされ価格調整が起こり、経済の不均衡が終息した。

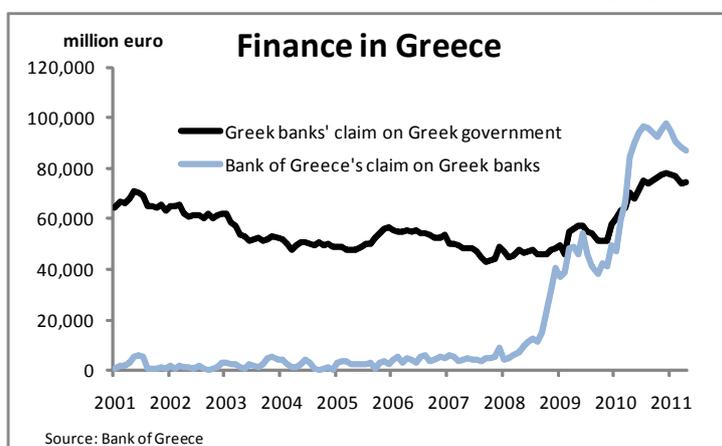
しかしユーロのような単一通貨体制の下では事情は異なる。第一にギリシャ経済に調整の必要が発生したからといってユーロ相場は下落は起きず、仮に起きても域内輸出大国ドイツとの間の不均衡是正には効かない。第二に、先述の外貨準備に相当する明確な警鐘を発するバロメーターがない。技術的な話になるが、国際収支の最終尻は、普通の国ならば外準の増減となり、外準がゼロになったところで、それ以上の輸入は出来なくなる。通常はゼロになる相当手前で通貨危機という内需を冷ますストッパーが働く。しかしユーロ圏諸国の場合、貿易の大半を占めるユーロ域内相手国に対しては、国際収支の最終尻の動向によって増減するのは外準ではなく、各国中銀の欧州中銀システムへの

貸し借り勘定となる。総合収支の黒字が累積すれば当該國中銀の欧州中銀システム向け債権が積み上がり、赤字が累積すれば債務が積み上がる。このシステムには、外貨準備における“残高ゼロ”に相当する限界がないため、不均衡の拡大がどこまでも進んでしまう。欧州のエコノミストの中には、この中銀システム内の債務残高に上限を設けるべきだとの意見もある。



## 2. 破局の末に中銀が政府の財政をファイナンスしている状態に

現在、EU 諸国はギリシャのデフォルト回避に努めているが、もはやギリシャ国債を積極的に買い支えているのはEU/IMF レベルの支援以外ではギリシャ国内の銀行のみである。そのギリシャ国内の銀行に資金供給しているのは欧州中銀（ECB）であり、中央銀行が政府に財政資金を供給しているギリシャは、誰が見ても既に破綻している。



ギリシャのデフォルトは、独仏などの債権銀行の資産を劣化させると同時に ECB の資産も劣化させる。また、ポルトガル、アイルランドという他の債務国のスプレッドの拡大という伝染的な広がりへの懸念も強い。こうしたことから、デフォルトだけは避けたいというのが、現在ある多くの議論の出発点だ。

しかし、デフォルトを回避すべく債権者に超長期債に乗換えさせても、問題の先送りに過ぎない。ギリシャの債務問題が当面の資金繰り（Liquidity）の問題であれば、ウィーン・イニシアティブと呼ばれる債権銀行の自発的な与信残高維持は有効だろう。しかし問題は根本的な支払い能力（Solvency）にあるのだ。

ギリシャの政府債務残高は GDP 比 150% 近くある。仮に満期が伸びたことで市場のセンチメントが改善して国債利回りが現在の半分に下がったとしても、GDP 比 150% の残高が生む 7%~8% の利回りである。よほど幸運に恵まれ名目 10% の成長が毎年続いたとしても、そのすべてが利払いで国外流出してしまうのだ。これではギリシャ経済は永遠に離陸できない。この自明な事実の前に、債権銀行は、何ら公的な保証のない自発的な債権乗換えには躊躇せざるを得ない。株主への背任行為になりかねないからだ。

### 3. 現実的な選択はどこにあるか

解決に向けて動こうとするならば、議論の出発点をギリシャの債務軽減と債権者の損失負担とするしかないのではないだろうか。

#### (1) ギリシャの債務軽減

ギリシャの税制や年金制度などに問題があるのは確かだが、債務がここまで膨らんだ今となっては、もはや規律だけ求めても無理なものは無理である。ギリシャをユーロの仲間として引き止めるのであれば、規律と支援の両面でのアプローチが必要だ。また、今回の危機を脱するための支援とともに、その後の恒常的なシステムとしてのセーフティネットも必要ではないだろうか。どんな社会も、弱者に対し規律だけを求めるどころはなく、何らかのセーフティネットを備えている。単一通貨に踏み込んだ以上、所得移転システムの構築は不可避だということに、そろそろ欧州は正面から向き合わなければならない。現在の EFSF（欧州金融安定ファシリティー）や 2013 年に開始される ESM（欧州安定メカニズム）は、部分的な財政統合の要素を含んでいると思うが、その意図で設計されているなら正しい方向だろう。

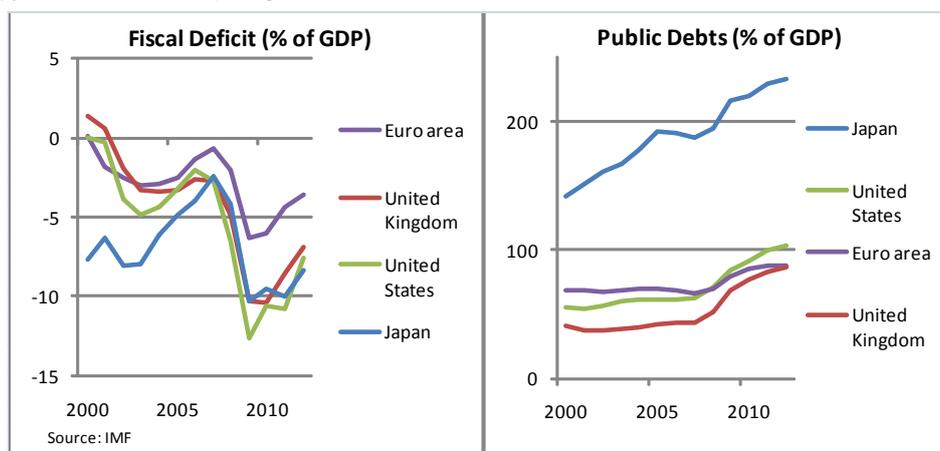
#### (2) 債権者の損失負担

投資は焦げ付くリスクがあるからこそリターンがある。債権者の損失負担は、Solvency を失った債権の償却という市場主義原理に則った処理である。それがデフォルトに当たるのであれば、デフォルトを前提に次の備えを検討するしかないだろう。まず債権銀行に損失を上回る自己資本があるか、ない場合は直ぐに資本注入する体制を整えなければならない。ECB の資産劣化が起こるのなら増資の準備を進めなければならない。

お金はかかるが、ユーロ圏全体では、日本や米国と比べれば財政ポジションはよい。

検討の余地はないわけではなかろう。債権国側の納税者が納得しないという問題があるが、第一に市場原理に従った自国の債権銀行の損失処理と、それに伴う資本注入である。ギリシャをいつまでも支援するより、よほど納得がいくのではないだろうか。第二に資本注入は、支出ではなく投資である。過去のいくつかの金融危機の場合そうであったように、投資資金は、後年利益を伴って回収できる可能性がある。それまで毎年の配当も期待できる。債権銀行の自己資本比率が一時的に低下するが、Basel IIIの基準達成の期限は2019年である。先を競って条件達成を急ぐ状況ではないはずだ。

冷静に考えればセカンドベストの道のコンセンサス形成は可能だろう。また、他の債務国への危機の伝染や債権国の国民の不満という問題は、こうした対応策の合理性や納得性次第ではないだろうか。



以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)  
 All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.  
 Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan  
 Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422  
 〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2  
 電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422  
 e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)  
 URL: <http://www.iima.or.jp>