

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

ギリシャにとってユーロは自国通貨か、外貨か、中間通貨か？ ～異なる財政規律へのインプリケーション～

(財) 国際通貨研究所
経済調査部長 西村 陽造
nishimura@iima.or.jp

<要旨>

- ① 一般論として財政危機になった場合を思考実験すると、自国通貨建て国債保有者に対する債務再編のような事態にまで追い詰められれば、究極の手段ではあるが、自国通貨建て国債発行を自国通貨発行で賄う方法を選択し、債務再編は行わないと思われる。一方、発行国債が通貨発行権をもたない外貨建てであれば、債務再編交渉は不可避である。
- ② ギリシャ国債はギリシャにとっての自国通貨であるユーロ建てであるにもかかわらず、究極の手段としては、国債発行をユーロ発行で賄うという手段ではなく、債務再編の可能性が高い。これは、ギリシャにとってユーロは通貨発行権をユーロ圏諸国と共有する通貨であり、自国通貨と外貨の間のいわば「中間通貨」といえるような性格を持つからに他ならない。
- ③ この問題の解決法は、財政規律の回復か、財政主権統合である。現実的選択肢は前者であるため、ユーロ圏全体として財政赤字削減に取り組むしかなく、デフレの悪循環が懸念されるが、「ユーロ安放置」はそれを和らげるうえで有効である。現時点でギリシャ政府債務再編を云々することは難しく、当面は政府債務持続可能性の鍵を握る財政赤字削減と経済成長の進展を見守るしかない。

- ④ ユーロ圏以外の国々では、国債を含む政府債務が自国通貨建てであれば、「中間通貨」に起因する問題はなく、政府債務残高が非常に大きな国を除けば、過度の財政赤字削減策は回避すべきであり、それが世界経済の回復に貢献する。

<本文>

ギリシャにとってユーロは自国通貨か、それとも外貨か？ あらためて考えてみたい。「ギリシャは当面はユーロ圏諸国と IMF の支援によって急場はしのいだが、最終的には債務再編を余儀なくされる可能性は低くない」との指摘がある。この債務再編という表現は、政府債務を外貨建て資金で調達した場合にみられる。例えば、1980 年代の中南米の債務危機などがそうであった。結局はブレディ・プランによって、中南米のドル建て債務再編が行われた。

しかし、問題となっているギリシャ国債の建値はギリシャの自国の法定通貨であるユーロである。どうして債務再編が議論されるのであろうか？ この疑問から説き起こすことで、ギリシャ財政危機への対応策とユーロ圏が通貨統合ゆえに抱える問題の特殊性がみえてくる。以下、これらについて考えてみたい。

自国通貨建て国債発行を自国通貨発行で賄ったら？

まず、単なる思考実験として、日本の場合を考えてみよう（あくまでも思考実験であること、また、この思考実験のなかには立法措置がなければ実行不能であるものが多いこともお断りしておく）。

仮に円建て国債の持続可能性に疑問がもたれて誰も円建て国債を買ってくれなくなり、国債価格が暴落するような事態になった、すなわち日本で財政危機が発生したとしよう。もちろん、このような場合には政府が抜本的な赤字削減策を打ち出すことが必要であるが、それだけでは不十分な場合、以下のような非常手段が考えられる。

すなわち、円が法定通貨として日本国内に流通し、かつ、非居住者も円を支払い手段として受け取ってくれる状態が続いていたら、国債を買い支えるために無制限に国債を中央銀行が買い取る、また、財政赤字のために新規国債発行が必要な場合は、全て中央銀行が買い取る。こうした手段を使って、実態的には通貨発行によって国債購入資金を賄うことで、財政危機を回避することができる。さらに、中央銀行が保有国債の償還金の一部の支払いを政府に求めない、すなわち、債権放棄するという選択肢も頭の体操としてはありうる。

人々が国債を買いたがらなくとも、円が法定通貨として内外で流通する限り、この操作は有効であるはずだ。このような非常手段には立法措置が必要になるうが、一般の国債保有者との間で債務削減交渉をすることなく、財政危機を回避できる。もちろん、このような措置をとったら、円の為替相場が暴落し、長期金利が暴騰し、インフレ率が上昇する可能性は低くない。前提条件である円が海外で流通するという条件も満たされにくくなる方向に変化することも考えられる。しかし、その国の政府が自国通貨建て国債に関する財政危機で追い詰められた場合、国債保有者との債務削減交渉という手段を採るよりは、寧ろ上記のような国債発行を通貨発行で賄う選択をするはずである。

重要なことは、以上の措置が可能になるのは、日本国債が円建てだからである。ドル建てだったらこうはいかない。中央銀行が行う操作をできないからである。日本政府が日銀ではなく、米国の **FRB** に上記の操作を依頼することは考えられないし、**FRB** も当然それは受けない。

要するに、この日本に関する上記の思考実験は、自国の通貨発行権を使う（濫用する？）ことで、市場に流通している自国通貨建て国債を自国通貨に換えることによって、自国通貨価値の下落を覚悟に、自国通貨建て国債の財政危機を回避できる可能性を示しているのである。日本国債が円建てでなくドル建てであると、通貨発行権がないので、こうした危機回避策は採れなくなり、債務削減交渉などが不可避になるという筋合いである。

法定通貨に米ドルを採用する制度は、ドル化と呼ばれている。中南米などドル化を採用している国々が財政危機に陥り、それを解決するための財政赤字削減策に限界があり、かつ、ドル化を継続しようとするれば、上記のドル建て国債の場合と同じ問題に直面することになる。すなわち、国債の建値であるドルの通貨発行権をもたないので、債務削減交渉が不可避になる。

ユーロ建てギリシャ国債発行をユーロ発行で賄うことは困難

そこで本題であるギリシャの場合を考えよう。前述の日本の場合の思考実験のようにはいかない。

ユーロはギリシャの法定通貨である。しかし、ギリシャの中央銀行がユーロ建てギリシャ国債を無制限に購入することはできないし、保有ギリシャ国債の債権放棄もできない。もちろん、ギリシャの中央銀行だけでなく、**ECB**(欧州中央銀行)もできない。通貨発行権がユーロ圏で統合されているからである。ユーロ圏各国と **ECB** の合意と、非常事態に基づく必要な法的対応を経なければ、市場に流通しているユーロ建てギリシャ国債を通貨ユーロに換えることはできないのである。

理由はユーロ圏にある3つの原則にある。

- (1) ECBは物価の安定を図る
- (2) 財政規律を確保する（安定成長協定）
- (3) メンバー国間での救済は禁止（安定成長協定の救済禁止条項）

この3原則はユーロの価値の安定を制度的に担保するためのものである。(1)が担保になることは明らかである。(2)と(3)については、救済をあてにして財政規律を守らずに、ユーロの価値安定の恩恵に浴する、すなわち、ただ乗りする国ができるようなモラルハザードを回避するためである。(2)は既にギリシャだけでなく、ドイツ、フランスでも遵守されていなかったが、今回のギリシャ危機によって(3)も遵守されないようになった。しかし、基本的な姿勢としては遵守を目指す姿勢がとられている。幸い(1)だけは遵守が続いている。ユーロ建てギリシャ国債発行をユーロ発行で賄う（ユーロ発行に換えるとも言いかえることができる）ことは、(1)、(2)、(3)の何れの原則にも反することになる。

ユーロは「中間通貨」であるためギリシャ政府債務再編の可能性はある

しかし、より重要な理由は次の通りである。

ギリシャにとってユーロは自国内に流通する法定通貨である。この意味において自国通貨である。しかし、通貨発行権については、ユーロ圏という集団の一員として自国もその決定・行使に関与するものの、自国のみでは決定できない。その意味において、通貨発行権に全く関与できない外貨に近い性質をもつのである。

このようにユーロは、ギリシャにとって、自国通貨と外貨の間のいわば「中間通貨」とも呼べるような通貨なのである。このことは、冒頭に示した「債務再編という言葉は外貨建て政府債務の場合には良く目にするが、ギリシャ国債はユーロという自国通貨建てであるにもかかわらず、なぜ債務再編の可能性が議論されているのか」という疑問への回答を与えている。

ユーロがギリシャにとって通貨発行権を自由に行使できる完全な自国通貨であれば、先に示した論理から、自国通貨建て国債保有者との債務削減交渉を選択しなければならないような状況にまで追い詰められれば、市場に流通している自国通貨建て国債を自国通貨に換える操作を行うことで危機を回避しようとするはずである。

しかし、ユーロがギリシャにとって通貨発行権を自由に行使できる通貨ではないので、すなわち「中間通貨」であるために、このような操作を行うにはユーロ圏全体の合意が必要になる。しかし既述の「3つの原則」に照らすと、この合意形成はかなり難しい。ゆえに「ギリシャが自国通貨であるユーロ建てギ

リシャ国債の債務再編を余儀なくされる可能性」がでてくるのである。

このような結果になるのは、ユーロが「中間通貨」であるからに他ならない。このことはギリシャだけでなく、ユーロ圏各国にもいえることである。

ギリシャの政府債務再編回避策：財政規律回復か財政主権統合

ギリシャにとってユーロが「中間通貨」であるがゆえに政府債務再編の可能性がでてくるという問題はどのように解決できるのであろうか。この解決策は他のユーロ圏諸国にも共通である。

解決法は2つある。第1は財政規律の回復、第2は財政主権の放棄である。

(1) 財政規律の回復

第1の財政規律の回復は、ギリシャの財政再建を進めると同時に、今後については、そもそもギリシャ危機のような問題が起きないようにしようとするものである。この場合は、ユーロ圏各国とも経済情勢に応じた柔軟な財政政策を採ることが難しくなる。中途半端な通貨主権しか持たないことによる「中間通貨」の問題が、財政規律の必要度を高めることで、財政政策の自由度を低下させているともいえる。

ギリシャが、現在享受している **Liquidity** (流動性) の面での支援だけでなく、**Solvency** (支払能力) 面での支援も必要になる可能性は低くない。もしも、ギリシャ国債の債務再編によってギリシャが救済されれば、また、債務再編で発生する負担を、ユーロ圏の金融機関を中心とした国債保有者に負わせるのではなく、ユーロ圏諸国政府が肩代わりするような救済策になれば、モラルハザードの問題は深刻となりかねない。規律は損なわれ、他国も窮地に陥れば結局は救済されると思うかもしれない。

ギリシャが **Solvency** 面での支援を必要とする可能性は低くないゆえに、規律確保にはユーロ圏諸国は特に気を使うことになる。現在、**PIIGS** (ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン) と総称されるような財政状態の良くないユーロ圏諸国が財政赤字削減策に熱心である主因は、ギリシャからの財政危機の伝染・波及を回避したいことにあるが、上記に示したように、「中間通貨」の問題から、結局は財政規律の回復が重要であるからに他ならない。ギリシャだけでなく、他の国も債務再編に追い込まれるリスクは理屈のうえではあるのだから。

こうした動きのなかで、ユーロ圏において、各国の財政赤字削減のための緊縮政策が、景気押し上げ効果(デフレ効果)を自国だけでなく周辺国にもたらし、互いに悪影響を及ぼす結果、デフレ効果の悪循環に陥るのではないかと懸念されている。

(2) 財政主権統合

「中間通貨」に起因する問題について、第2の解決法は、ユーロ圏諸国がすべて財政主権を放棄して統合することである。これは抜本的な解決策であり、前述のデフレの悪循環を回避するうえでも有効である。

ユーロ圏全体として、一つの通貨主権（金融政策）、一つの財政主権になることで、ユーロ圏諸国にとって、ユーロは「中間通貨」ではなく完全な自国通貨になるためである。少なくともここで議論している事象については、ユーロ圏を1国と考えて良いためである。

ギリシャの中央政府財政の一定部分を、「ユーロ圏統合中央政府財政（仮にそう呼ぶことにする）」に統合して扱えば、ギリシャ経済規模がユーロ圏経済の3%にも満たないという理由から、ギリシャ政府債務の持続可能性に対する懸念はなくなる。債務再編の可能性は消えるのである。

あくまでも思考実験のための仮定の話だが、ユーロ圏全体として財政危機に陥り、ユーロ建て国債保有者との債務削減交渉を必要とするような状況に追い詰められれば、ユーロ価値下落のコストは払うものの、市場に流通しているユーロ建て国債を通貨ユーロに換えることで危機を回避することができる。このことが究極の担保となって、自由度をもった財政政策を採ることが可能となる。

このため、各国が財政赤字削減策を採ることによるデフレの悪循環も回避することができる。現状では、ユーロ圏各国とも中途半端な通貨主権しかないことが、財政政策の選択肢、自由度を狭めているが、その問題が解消されるのである。もちろん、現在のユーロ圏各国の中央政府財政のうち、どの部分までをユーロ圏統合中央政府財政として扱い、それ以外の部分はいわば地方公共団体のように扱うかという切り分けの基準を決める必要がある。EU財政は、ユーロ圏以外の国も含むので、ユーロ圏統合中央政府財政とEU財政との関係も規定する必要がでてくる。

しかし、徴税権や歳出権限などの財政主権は、主権の経済的側面のなかで最重要部分を構成する。今後、政治統合がある程度進むとしても、現在の欧州通貨統合が「国民国家のグループによる通貨統合」という枠組みから抜け出すことは非常に難しいと考えるのが自然である。このため、財政統合は困難であり、現実的ではないと考える。

ユーロ安放置も財政再建を支援

このようにみてくると、当面の欧州の最重要課題の一つであるギリシャ財政危機の解決とその伝染・波及の防止は、財政統合という枠組みの変更なしで、すなわち、現行の枠組みの下で行う必要がある。

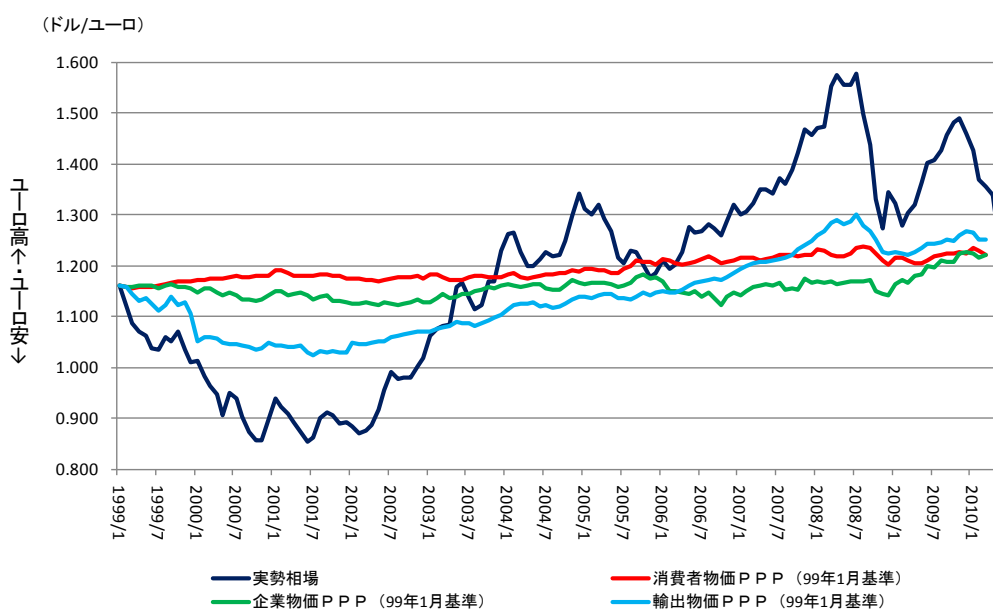
このため、ユーロ圏各国が財政赤字削減策を採ることは必要であるが、同時

にそれは既述のデフレの悪循環を招くことでギリシャ問題解決の障害となるリスクを伴う。その回避に「財政主権統合」という抜本的解決策が実現困難としたら、どのような対応策が考えられるのであろうか。

デフレの悪循環回避には、欧州経済の潜在力を引き出す必要がある。それには、規制改革などの構造政策も必要であるが手間と時間を要するので、同時に実行に手間と時間を要さない有効な対策が求められる。それが「ユーロ安放置」である。

ユーロ安がユーロ圏全体の景気を押し上げ、各国のGDPの拡大と歳入増加を通じて、ギリシャ以外のユーロ圏諸国の自国の財政再建力とギリシャ救済余力を強め、ギリシャ自身の財政再建力をも強化する。現在の欧州が抱える様々な問題の背景の一つに、2002～2008年のユーロ相場上昇による産業の国際競争力の低下があったことは間違いなく、その是正に有効なはずである（図表参照）。

図表：ユーロの為替相場：購買力平価と実勢為替相場



データ: 消費者物価、米国 労働省、ユーロ ECB
 企業物価(卸売物価)と輸出物価、米国 労働省、ユーロ ECB・Eurostat
 ユーロドル相場、ECB
 ※ユーロの輸出物価PPPは、1999年分は12カ国ベース、2000年以降は16カ国ベースの数値を使用

例えば、アイルランドでは、1980年代前半は財政再建努力が自国通貨の上昇の自国経済への悪影響によって実を結ばなかったものの、1980年代後半では、自国通貨下落に後押しされて、財政再建が可能になったと伝えられる。有効であっても現実的ではない「財政主権統合」と異なり、「ユーロ安」は有効かつ現実的な対策である。

ただし、足元ではドル安・ユーロ高の動きがでており、今後の推移には十分に注意する必要がある。

ギリシャ政府債務再編を余儀なくされたら？

こうした対策を講じても、ギリシャについては、国債を含む政府債務の対 GDP 比を持続可能なレベルまで低下させることが難しい可能性は低くない。

財政収支の黒字化を通じて政府債務を減少させることと、GDP の成長促進によって、政府債務の対 GDP 比を低下させることが問題解決の基本である。しかし、それが力不足であれば、ユーロ圏各国と IMF による 3 年間の流動性支援が終わると、流動性支援がさらに続けられない限り、ギリシャ政府の債務削減が必要になる。

現時点では不確定要因が多く、あくまでも仮定の話ではあるが、そうなれば、必要な債務削減額を決めて、ギリシャ政府と国債保有者との間で債務削減交渉を行い、ギリシャ国債保有者が被る債務削減に伴う負担を、ユーロ圏各国政府が一部ないし全部補填することが考えられる。全額補填の場合は、債務削減交渉の必要はなく、補填額相当をユーロ圏各国政府がギリシャ政府に贈与、もしくは債務を肩代わりすることが考えられる。この補填の原資については、ユーロ圏各国の財政負担にするか、ECB によるユーロ発行で賄うか、といった問題もでてくる。

こうした選択肢のなかで、「債務削減をした場合の経済や市場の混乱の回避」と「財政規律に関するモラルハザードの回避」という相互に矛盾した目標のバランスを踏まえて、対応方針を決定する必要がでてくる。既述のユーロ圏の「3原則」は部分的にせよ一時棚上げにせざるを得ない。

EU と IMF による最大 7,500 億ユーロの欧州安定化メカニズム (European Stabilization Mechanism) は、流動性支援のための枠組みであるが、政府債務再編のように流動性のみならず、支払能力支援にまで踏み込んだ枠組みに変えていくことが模索されるかもしれない。その場合は IMF からの支援は切り離されることになる。

こうしたことがユーロ圏各国の間で議論されるような状況では、政治的な混乱も予想され、ギリシャ政府債務再編回避の抜本的解決策である「財政統合」が議論できるような状況には、なおのことないと考えられる。

3 年後のギリシャ財政の姿がはっきりしない現状では、こうした選択が迫られることを視野に入れつつも、どの選択肢が最適であるかの判断・予想は難しい。不確定要因が多いからである。当面はギリシャの財政赤字の黒字化と経済成長促進を最優先課題に取り組むことしかないように思われ、それを見守るしかない。なお、ギリシャのユーロ圏離脱は政治的に難しく、現実的選択肢にはなり

得まい。

上記はあくまでも仮定の話であること、再度、強調したい。

世界的な財政赤字削減によるデフレの悪循環を回避せよ

ユーロ圏で財政赤字削減努力が求められる一つの背景は、ギリシャ危機伝染・波及防止に加えて、ユーロ圏各国にとってユーロが完全な通貨発行権を持つ自国通貨ではなく、各国とも中途半端な通貨発行権しか持たない「中間通貨」であることにある。発行している国債の建値が、ユーロという自国通貨と外貨の中間的な性質をもつ通貨であるので、その分、財政規律を重視する必要があるというわけである。

国債を含む政府債務が自国通貨建てであれば、通貨統合していない国々においては、ユーロ圏が抱える「中間通貨」の問題は存在しない。こうした認識を十分に浸透させることは、ユーロ圏以外の地域で過剰に財政赤字削減策に傾くことを回避するうえで有効である。それは、世界経済・金融危機後の世界経済の回復にも貢献するはずである。

もちろん、日本にとって財政赤字削減は最重要課題の一つであることは間違いない。社会保障、税制を始め経済構造改革なしには、既に大規模な財政赤字と政府債務の一層の拡大が続くのは明らかであり、しかも、人口動態の長期見通しや良好とはいえない経済パフォーマンスの現状から、長期的な将来には経常収支が赤字に転じ、現在のように国債の大半を自国民が買ってくれる状況は続かないからである。

最後にもう一点指摘しておきたい。近未来の可能性として、東アジアの通貨統合が議論されることがある。これは差し迫った問題としては議論されていないが、日本の適切な対応を考えるうえで、本稿で示したユーロの「中間通貨」に起因する問題に関する認識は役立つものと考えられる。

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思わ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 2010 Institute for International Monetary Affairs (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 URL: <http://www.iima.or.jp>