

---

# 欧州政府債務危機の全貌

## 原因と進行

小川 英治  
Ogawa Eiji

---

### はじめに

世界金融危機の影響を受けてバランスシートを毀損した金融機関への政府による資本注入と、「金融・世界経済に関する20カ国・地域首脳会合（G20）」における財政刺激のための国際政策協調によって、多くの先進諸国において財政赤字が急増した。そのような状況のなか、2009年10月にギリシャで政権交代によって財政上の統計の不備が明らかになったことをきっかけにして、財政当局は信認を失墜し、国債の借り換えが困難となる政府債務危機に直面した。そして、ギリシャと同様の巨額の財政赤字や政府債務残高を抱えている南欧諸国などへも政府債務危機が波及した。実際にアイルランドとポルトガルは、欧州連合（EU）と欧州中央銀行（ECB）、国際通貨基金（IMF）のいわゆるトロイカ体制から金融支援を受けるに至った。ギリシャは、国内総生産（GDP）規模でみて、ユーロ圏諸国全体の2.7%にすぎないにもかかわらず、その政府債務危機が他の南欧諸国に波及することが懸念されてユーロが暴落するとともに、EUの通貨同盟およびユーロそのものが有する欠陥、具体的には財政主権の統合がなされないまま通貨主権が統合されている問題点が指摘された。

本稿では、ギリシャに始まるユーロ圏諸国の政府債務危機の背景と原因をグローバル・インバランスおよび世界金融危機にまで遡りながら考察する。そのうえで、ギリシャの政府債務危機問題の本質、そして、ギリシャから他の南欧諸国などへの政府債務危機の波及のメカニズム、さらに、これらへの対応について検証する。

世界金融危機直前の2000年代半ばにおけるグローバル・インバランスは、アメリカにおける基本的な貯蓄不足のなかで住宅投資ブームが起き、資金調達がサブプライムローンの証券化商品への投資という形で欧州の金融機関によって支えられた。EUのなかではそれぞれの国が経常収支不均衡を抱えているものの、EU全体では経常収支はそれほど大きな黒字となっていない。欧州の金融機関は、中国や日本と並んで大きな経常収支黒字を計上している石油輸出国からその資金調達をしていた。しかし、いったん住宅ブームから変容した住宅バブルが崩壊すると、サブプライムローンとともにそれを担保としている証券化商品も不良債権化することとなった。そのため、アメリカのみならず欧州の金融機関もバランスシートを毀損することとなった。そして、政府による資本注入によって対応せざるをえなくなったのである。同時に、G20において世界同時不況に対する対策として財政刺激が国際政策協調としてとられ、先進諸国は財政赤字を増大させることとなった。

このような状況のなかで、ギリシャの財政当局の信認が失墜する事態となり、国債の借り換えが市場参加者によって受け容れられないかもしれないという懸念が政府債務危機を発生させることとなった。Reinhart and Rogoff (2009) が指摘するように、国債バブルから国債バブル崩壊への複数均衡のシフト<sup>(1)</sup>として政府債務危機が発生したのである (小川 2012)。それまで、ユーロ導入の経済収斂条件である財政赤字の対GDP比3%を順守していなかったにもかかわらず、市場参加者によってそのことが問題視されずに政府債務危機を発生させることなくきたギリシャにおいて、財政当局が信認を失墜することで複数均衡間のシフトが発生したのである。このような複数均衡間のシフトは、財政当局の信認が脆弱な国々へ波及し、次々と政府債務危機に直面することになった。これがギリシャ政府債務危機の本質と政府債務危機の波及メカニズムである。

これらを考慮に入れると、財政当局の信認が失墜したユーロ圏諸国が導入しているユーロおよびその通貨同盟に問題があるわけではなく、ユーロ圏に属している諸国の財政規律の欠如の問題ということになる。確かに通貨主権のみ統合し、財政主権を統合していない通貨同盟は片肺飛行を行なっているようなものであるが、今回の政府債務危機の本質は一部の国の財政規律の欠如にある。財政規律が欠如していることによって政府債務危機に直面した国を、EUあるいはユーロ圏という経済・通貨同盟のなかで面倒をみなければならないという状況が生じた。「リスボン戦略」(EUの経済・社会政策)の下で生産性を高めるべく努力している財政上健全な国に政府債務危機国を救済させるという負担を強いること、それによって救済されることになった政府債務危機国がモラルハザードを起こしていること、それが問題の本質である。

このような考察から、政府債務危機に対する問題解決策としていくつかの方策(財政再建と債務削減、欧州金融安定基金〔EFSF〕や欧州安定化メカニズム〔ESM〕などのセーフティーネットの整備)がとられているが、本質的には、欠如している財政規律を確立して財政当局の信認を回復することが必要である。そのためには、財政再建に関する確固たる計画を可視的に提示し、強力に着実に実行していくことが第一である。

## 1 欧州債務危機の背景

グローバル・インバランスは、世界的な経常収支不均衡として1990年代後半から、特に2003年から2007年にかけて拡大した。とりわけアメリカの経常収支赤字の規模とその増大が際立っている一方、中国とアジア新興市場国および石油輸出国において経常収支黒字が急増している。アメリカでは、情報技術(IT)バブル崩壊後、連邦準備銀行制度が景気対策のために行なった急速な金利引き下げおよび低金利政策が、住宅ブーム、さらには住宅バブルを引き起こす素地を作った。住宅価格上昇の期待を根拠にして、本来的に住宅ローンの対象外であった低所得者向けに住宅ローンを提供するサブプライムローンも手助けして、アメリカの住宅投資が2003年から2006年にかけて急増した。それが、アメリカの経常収支赤字をいっそう増加させることとなった。

経常収支赤字を生み出し続けてきた基本的な背景として、アメリカの民間部門の一貫し

た貯蓄不足が指摘される。その貯蓄不足を補ったのがアジアや石油輸出国の貯蓄である。アジアの貯蓄は外貨準備として国際的な安全資産であるアメリカの国債に向けられた。すなわち、アジアの豊富な貯蓄がアメリカの財政赤字を中心とする経常収支赤字をファイナンスしてきたのである。

一方、欧州の金融機関が、特に2000年代に入って原油価格上昇に伴って累増した石油輸出国の外貨準備を国際的に金融仲介して、アメリカの貯蓄不足を埋めていた。欧州の経常収支不均衡がそれほど大きくなかったにもかかわらず、欧州の金融機関がアメリカのサブプライムローンに関連した証券化商品に資金を向けていたことは、石油輸出国などの他の地域から資金を調達して、アメリカへ資金を供給していたことを意味する。言い換えれば、欧州の金融機関は、石油輸出国の経常収支黒字とアメリカの経常収支赤字との間の国際金融仲介を担った。さらに、これらの国際金融取引を通じて、欧州自体にもこれらの経常収支黒字国から資金が流入し、その資金が欧州における土地等の購入などに向けられ、土地バブルの様相を呈した。

しかし、アメリカで住宅バブルの崩壊によって住宅価格が下落し始めると、住宅価格上昇期待に隠されていたサブプライムローンの高い信用リスクが顕在化した。住宅バブルの崩壊とともに、サブプライムローンが不良債権化し、さらには、サブプライムローン証券化商品が回収不能となった。これらのサブプライムローン証券化商品を多く保有していた欧州の金融機関もアメリカの金融機関と同様の影響を受けた。このようにして、欧州の金融機関は、アメリカのサブプライムローン問題の影響を直接に受け、また、自らの土地バブルの崩壊の影響を受け、バランスシートを毀損させた。

さらに、証券化商品一般のなかに、サブプライムローン証券化商品がどれほど含まれているかが不明であったことから、欧州の金融機関はカウンターパーティー・リスク（金融取引における取引相手の信用リスク）に直面した。とりわけ、リーマン・ショック直後においては、ロンドンなどの欧州の銀行間市場で金融機関がドル資金を調達することが困難となった。サブプライムローン問題が顕在化した2007年夏以前には、信用スプレッド（3ヵ月物のドル建てロンドン銀行間取引金利〔LIBOR〕－財務省証券〔TB〕レート）は0.5%以下であったところが、2007年夏には信用スプレッドは2%にまで跳ね上がり、さらに2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻によって、その信用スプレッドはさらに4.5%にまで跳ね上がった。

このようにドル建てLIBORの信用スプレッドが大きく跳ね上がったことは、欧州の金融機関がロンドンの銀行間金融市場でドル資金を調達しようとするときに、きわめて高いリスク・プレミアムを課されていたことを示す。注意しなければならないのは、このリスク・プレミアムは、バランスシートが大きく毀損していない金融機関に課されたものである。バランスシートが毀損している可能性が高いと判断される金融機関は、銀行間金融市場でドル資金を調達できなかった。ここに、カウンターパーティー・リスクの高まりから欧州の金融機関のドル資金調達が困難となり、流動性不足に陥っていた姿が垣間見える。

多くの国で、世界金融危機の影響を受けた金融機関への政府による資本注入によって、

財政赤字が増大した。特に欧米では、世界金融危機の影響を受けて経営破綻あるいはバランスシートを毀損した金融機関を救済するために支出される、金融部門支援のための財政支出が増大した。例えば、2010年に欧州の政府債務危機の発端となったギリシャでは、IMF（IMF 2009）の試算（2009年5月時点）によると、銀行への資本注入が50億ユーロ、新規融資への政府保証が150億ユーロ、銀行への流動性供給として80億ユーロ、総計280億ユーロが財政負担として政府にのしかかっている。2391億ユーロ（2008年）のギリシャのGDPと比較すると、GDPの約12%に相当する財政負担が金融部門支援のために支出された。

これらの金融部門支援のための財政負担は、財政刺激のための公共投資等の政府支出<sup>(2)</sup>とは異なり、直接的には景気刺激にはつながってこない。そのため、景気対策としては、金融部門支援のための財政支出のほかに、財政刺激のための公共投資等の政府支出が追加されなければならないことが、世界金融危機における各国政府の財政負担の拡大の理由となっている。

こうして、アメリカとともに欧州にも世界金融危機の影響が直接に及んだことに加えて、これらの欧米諸国で同時に景気後退から不況に至ったことにより、世界経済は世界的な同時不況に直面した。そのため、2008年11月にワシントンで開催された第1回G20、そして、2009年4月にロンドンで開催された第2回G20において、世界同時不況を止め、景気回復を目的とした財政刺激政策の国際協調が行なわれた。具体的に、2010年末までにG20のメンバー国で5兆ドルに上る財政拡大を行ない、GDPを累積で4%拡大することを目指した。このようにして、政府による金融機関への資本注入と相まって、G20において世界同時不況に対する対策として財政刺激が国際政策協調としてとられ、先進諸国は財政赤字を増大させることとなった。

## 2 トリガーとしてのギリシャ政府債務危機

ギリシャは、1999年よりユーロを導入した11カ国に2年遅れて、2001年にユーロを導入した。本来であれば、ユーロ導入のための経済収斂条件<sup>(3)</sup>がすべて満たされなければユーロ導入が認められない。

一部のユーロ圏諸国で、ユーロ導入当初から財政赤字や政府債務残高が経済収斂条件を満たさなかったこともあり、健全な財政運営を実行するために、「安定・成長協定」によって各国政府は財政規律の順守を求められている。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ための手段として、「安定計画」の策定をユーロ圏諸国に義務付けていた。その「安定計画」に基づき、欧州委員会および閣僚理事会は、各国の財政状況を調査し、過剰財政赤字と判断された場合には、「過剰財政赤字手続き」が適用されることになっていた。

その手続きとは、欧州委員会および閣僚理事会が過剰財政赤字と判断した場合には、まず是正勧告が出される。もし勧告に従わない場合には、制裁措置が当該国に適用され、財政赤字が参照値のGDP比3%を超えた度合いに応じて、GDPの0.2%から0.5%までの制裁措置が科される。当初は無利子の預託金という形をとり、2年経っても超過財政赤字の状態が

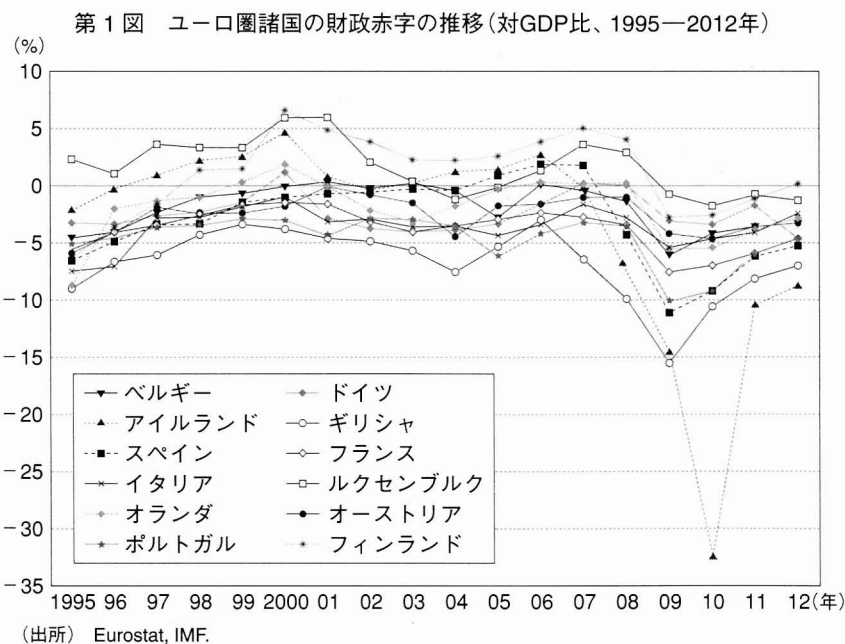
是正されない場合には、罰則金として預託金が没収されることになる。

このようにペナルティー付きの厳しい財政規律順守ルールを作って、財政規律を求めているものの、ギリシャはほぼ一貫して対GDP比3%以下の財政赤字を順守することができずにきた。それは安定・成長協定が採択（1997年）後、ドイツとフランスによって緩和される一方、裁量的に適用されたため、結局、経済収斂条件を満たさない国に対して1度もペナルティーが発動されたことがなかったことが背景にある。

第1図には、他のユーロ圏諸国とともにギリシャの財政赤字の対GDP比の推移が示されている。ギリシャはユーロ導入の前年の2000年において財政赤字の対GDP比が3.7%を計上していた。そして、その後も、唯一2006年において財政赤字の対GDP比は3%を下回って2.9%となったものの、この2006年を除くと一貫してギリシャの財政赤字の対GDP比は3%を超過していた。また、2004年にユーロ圏諸国のなかで最悪となった後、幾分かは財政赤字が改善したものの、再び悪化の一途をたどっていた。そして、2008年には財政赤字は対GDP比で10%近く、2009年には15%に達し、最悪の状況となっていた。

このような財政状況のなかで、2009年10月における政権交代によって、ギリシャの新しい政権（全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ政権）が前政権（新民主主義党のカラマンリス政権）による財政に関する統計処理の不備を指摘し、財政赤字の規模を上方に修正した。財政赤字の規模が、2009年見通しで3.7%から12.7%（後に13.6%への再修正）へ上方に修正された（European Council 2011）。このような統計処理の不備は、ギリシャの財政赤字の数字そのものの信頼性を損なうだけでなく、ギリシャ財政当局に対する信認をも失墜させることになった。このような財政当局の信認の失墜が政府債務危機として現われたと言える。

日欧米など世界の先進諸国において総じて財政赤字が拡大するなか、ギリシャ政府債務危機が始まり、それがトリガーとなって財政当局の信認が失墜したことは、複数均衡のなかで一方の均衡（国債バブル）から他方の均衡（国債バブルの崩壊およびその後の金融危機）



へシフトさせる典型的な事例である。

### 3 ギリシャ政府債務危機からの波及

GDPでみてユーロ圏諸国全体の2.7%ほどの経済規模しか有しないギリシャが、政府債務危機に直面した際に、リーマン・ショックに引き続いて、ユーロが暴落した（小川 2010）。その理由は、ギリシャの政府債務危機そのものがユーロを揺り動かしたというよりもむしろ、ギリシャからギリシャと同様に巨額の財政赤字や政府債務を抱えている他のユーロ圏諸国へ政府債務危機が波及し、ユーロそれ自体の根幹に影響の及ぶことが懸念されたからである。例えば、ギリシャと同様に大きな財政赤字を抱えていたポルトガル、イタリア、アイルランド、スペインと合わせると、それらの経済規模（GDP）はユーロ圏諸国の35%にも達する。世界金融危機とその後の世界同時不況の影響を受けて、ギリシャと同様に他のユーロ圏諸国も2008年から2009年にかけて財政赤字を増大させることとなった。ギリシャを除くユーロ圏諸国16カ国全体で、財政赤字は2008年のGDP比2%から2009年には6.3%へ3倍強に増大した。2009年には、ギリシャの15.4%と並んで、アイルランド14.4%、スペイン11.1%、ポルトガル10.1%と高くなった。このようにギリシャの財政赤字だけが突出していたわけではなく、他のユーロ圏諸国でも財政赤字が拡大していた。このような状況は、ギリシャの政府債務危機が他のユーロ圏諸国へ波及する可能性を示していた。

ギリシャの政府債務危機が他のユーロ圏諸国に波及するメカニズムとして、以下の経路が考えられる。

第1に、投機家が、ギリシャと同様に財政赤字の大きい他のユーロ圏諸国がギリシャと同様に政府債務危機に陥りそれらの国債価格が暴落する、と予想することによって、それらの国々の国債の空売りによる投機を通じて実際に国債価格が暴落する。これは、投機家の予想が彼らの投機によって実際に実現することから、「自己実現的投機」と呼ばれるものである。

第2に、ギリシャ国債の価格が暴落すると、国際分散投資を行なっている投資家のポートフォリオに占めるギリシャ国債のシェアが相対的に低下する一方、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るために、投資家はポートフォリオに占めるシェアが上昇したユーロ圏諸国の国債を売却して、ポートフォリオ調整を行なおうとする。この場合に、売却の対象となった国債価格が下落することになる。

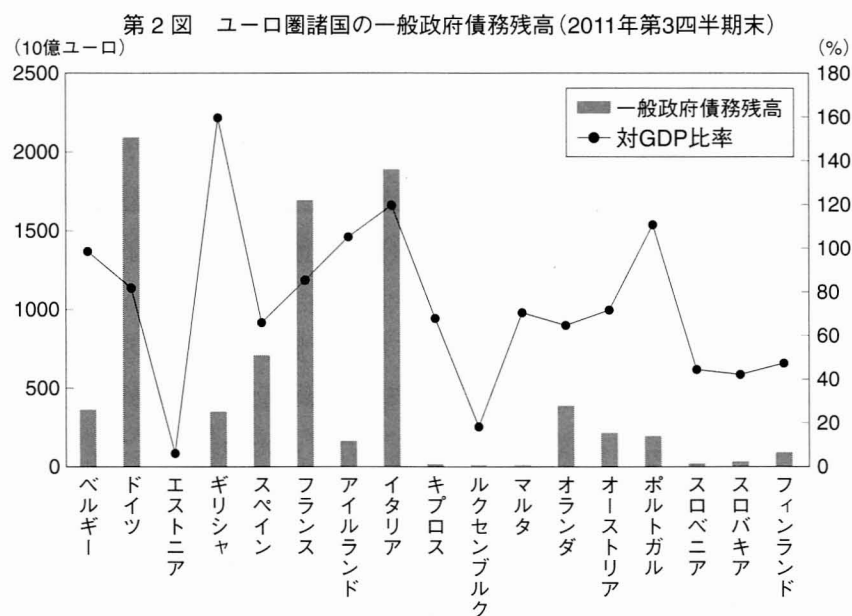
第3に、もしギリシャ国債が債務不履行となったり、債務削減などの債務リストラが行なわれる事態となった場合に、ギリシャ国債を保有する欧州金融機関が損失に直面し、そのバランスシートが悪化する。自己資本比率などを維持するために、ソブリン・リスク（国家の信用に対するリスク）の高いユーロ圏諸国の国債をはじめとして、資産を売却しなければならない。その場合に、他のユーロ圏諸国の国債価格が下落する。

このように国債の空売りという投機のみならず、欧州の金融機関が国際ポートフォリオのなかでギリシャ国債を保有していることから、ギリシャ危機によってギリシャ国債の売

却が他のユーロ圏諸国の国債に波及する可能性があった（嘉治 2010）。とりわけ、財政赤字や一般政府債務残高が高いユーロ圏諸国への政府債務危機の波及が懸念された。第2図にはユーロ圏諸国の一般政府債務残高（2011年第3四半期末）が金額ベースと対GDP比で示されている。確かにギリシャの政府債務残高の対GDP比はユーロ圏諸国のなかで最も高い。しかし、イタリアやポルトガルやアイルランドやベルギーなども高い比率にある。また、金額ベースでみれば、イタリアの政府債務残高の金額が大きいことから、いったんイタリアで政府債務危機が発生すると、その影響度が大きいことが懸念された。

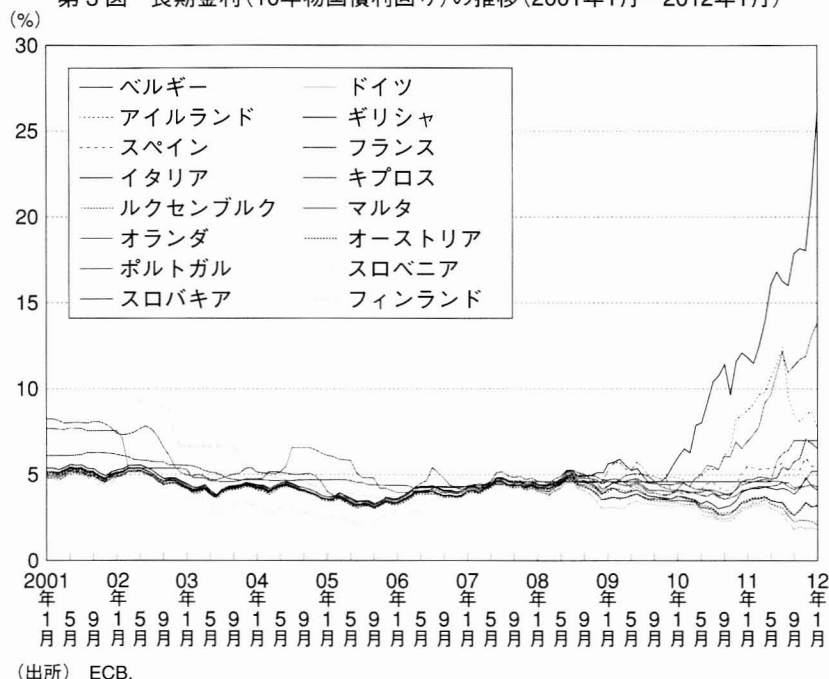
ギリシャ政府債務危機の波及が懸念される状況は、ソブリン・リスクのリスク・プレミアムとしてその国債利回りに反映された。第3図には、ユーロ圏諸国の国債利回り（10年物）の推移が示されている。ギリシャの国債利回りは、ギリシャの政権交代により財政収支の統計処理に問題があったことが発覚した2009年11月以降、上昇傾向にある。安全資産とみなされたドイツの国債利回りが低下傾向にあったのに対して、ギリシャ政府債務危機以降、ソブリン・リスクが高まったとみなされたために、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなどのユーロ圏諸国の国債利回りがギリシャ国債利回りを追いかけるように急速に上昇した。

実際に、ギリシャ政府債務危機が発生した後に、アイルランドとポルトガルにおける政府債務危機が深刻化した。アイルランドの場合は、ユーロ導入後から世界金融危機前まで好景気が続き、景気過熱から国内の不動産バブルが発生していた。世界金融危機のきっかけとなったアメリカの住宅バブル崩壊に連動して、アイルランド国内でも不動産バブルが崩壊し、国内の金融機関が不良債権を抱えることとなり、さらに経営破綻した金融機関へ政府から資本が注入され、財政収支が悪化した。一方、ポルトガルは、ギリシャと同様に、ユーロ導入後も経済収斂条件の1つである財政赤字の対GDP比3%の基準を順守することができない年が続いていた。そのようななかで、世界金融危機の直接的影響と世界同時不況



（出所） Eurostat.

第3図 長期金利(10年物国債利回り)の推移(2001年1月—2012年1月)



によって、政府債務危機が発生した。

このようにして政府債務危機が深刻化したために、EUとECBとIMFがギリシャに引き続いて、2010年12月にアイルランド、2011年5月にポルトガルに対して金融支援を行なうこととなった。

#### 4 政府債務危機に対する対応

ユーロ圏諸国の政府債務危機を解決するためには、以下の3点セットが必要となる。その核となるのは、ギリシャ政府債務危機の発生および一部のユーロ圏諸国への波及において重要な役割を果たした、失われた財政規律を回復させることである。財政規律を回復し、強化することが喫緊の課題となる。そのためには、政府債務危機国の財政再建が重要であり、可視化された財政再建計画の策定と着実な実施が必要となる。それと同時に、財政規律確立とモラルハザード防止によって政府債務危機の可能性やソブリン・リスクを縮小することが必要となる。

3点セットの第2は、危機管理を現実的に推し進めるために、民間部門の関与を通じて巨額の政府債務をある程度の規模に削減することである。政府債務危機が深刻な国(ギリシャ)の債務削減が行なわれることによって、財政再建が政府債務危機国経済へ及ぼす負担の軽減を図ることが必要である。そして、このような債務削減は、財政再建のために財政緊縮を遂行する危機国政府にインセンティブを与えることになる。一方で、債務危機における貸し手としての民間金融機関の役割の重要性に鑑みて、借り手とともに貸し手も負担の一部をシェアすることが、モラルハザードの防止につながるとも言われている。

同時に、3点セットの第3として、債務削減に応じる民間金融機関に対するセーフティーネットの提供が必要となる。債務削減による民間金融機関への政府債務危機の影響を最小

化し、他のユーロ圏諸国への波及を抑制するために、セーフティーネットとしてEFSFやESMの設立とそれらの資本増強が進んでいる。セーフティーネットとしてEFSFやESMによる政府債務危機に直面した国債の買い上げが期待されている。日本政府はEFSFが資金調達のために発行したEFSF債券を購入する形で、欧州の政府債務危機の鎮静化と世界経済への影響を抑えることに貢献しようとしている。さらに、EFSFやESMでは資金が十分ではないことから、これらと協調してECBによる国債買い上げも行なわれる必要があり、実際に国債買い上げが実施されている。

次に、ギリシャの政府債務危機への対応に焦点を当ててみよう。ギリシャの政府債務危機に対処する第1次金融支援として、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（総額1100億ユーロ、内訳はユーロ圏諸国800億ユーロ、IMF300億ユーロ）が決定した。金融支援に際しては、IMFのコンディショナリティーが課されるとともに、EUが当該国の財政状況に対するサーベイランスを実施することとなった。

金融支援プログラムでは、①財政の持続可能性を回復すること、②対外競争力を高めること、そして、③金融部門の安定性のためにセーフガードを講ずることをコンディショナリティーとしてギリシャ政府に課している。①の財政の持続可能性の回復については、2013年までに具体的な方策によって財政健全化を図ることになっている。それによって、財政当局に対する信認を高めて、市場アクセスを回復し、公的債務残高の対GDP比を2013年以降、低下経路へ導くとしている。②の対外競争力の回復については、これまでリスボン戦略の下でギリシャでは十分に進められてこなかった名目賃金引き下げと費用削減および価格競争力向上のための構造改革を行ない、投資・輸出主導の成長モデルにギリシャ経済を移行させるとしている。また、経済における政府の透明性を改善し、政府の役割を小さくする。③の金融部門の安定性のためのセーフガードについては、デフレに備えて、銀行の支払い能力問題に対処するセーフティーネットを拡大するために、金融安定化基金を設立する。ソブリン・リスクの高まりから発生する流動性問題を緩和するために、既存の政府の銀行流動性支援ファシリティーを拡大する。

一方、民間部門関与によるギリシャ国債に対する債務削減については、第1次金融支援においては、まだEFSFのセーフティーネットが構築されていなかったために、対応されなかった。結果的に、ただギリシャ政府に対して大きな負担を強いるだけとなっていたことから、ギリシャの政府債務危機への実際の解決が進展しなかった。そこで、2011年になって、民間部門関与による債務削減が検討された。当初は、21%の債務削減が民間金融機関との間で合意された（2011年7月）が、その後、債務削減比率が再検討され、21%から53.5%へ引き上げられた（2012年3月）。この合意によって、一方的な債務不履行である「無秩序な債務不履行」を回避し、（必ずしもすべての民間投資家の合意が取り付けられたわけではないが）合意の下で民間部門関与による、いわゆる「秩序だった債務不履行」が実現された。

一方、財政当局の信認を回復するために財政規律の確立・強化が検討されている。2011年12月8—9日に開催されたEU首脳会議において、ユーロ圏諸国が中心となって、経済同盟の強化、とりわけ、「財政安定同盟（Fiscal Stability Union）」に向けた動きに基本合意がなさ

れた<sup>(4)</sup>。

すなわち、財政規律を強化するために新しい財政ルールを含む財政協定 (Fiscal Compact) を作ることへの基本合意である。新財政ルールは、一般政府予算を均衡させなければならないというものである。ただし、マーストリヒト条約で規定されている経済収斂条件の1つである財政赤字の対GDP比を3%以内とするというのではなく、景気悪化のために生じる税収の減少や失業手当の増大によって悪化する財政収支を考慮に入れ、景気変動に影響を受ける循環的赤字を除いた構造的赤字について、GDPの0.5%を超えてはいけないとしている。また、この財政ルールを、各国の憲法あるいはそれに相当する法律で規定することも盛り込まれている。

すでに安定・成長協定によって、財政規律の順守を求めて、過剰財政赤字手続きの実質的な適用を図ることになっていた。実際にはギリシャを含めていくつかの国がその適用の対象となったが、一度も発動されたことがなかった。裁量の余地があったことから一度もその発動がなされなかった反省を踏まえ、新しい財政ルールでは、欧州委員会によってある国の財政赤字の上限超過が認められたならば即時に、ユーロ圏諸国の反対がないかぎり、自動的に過剰財政赤字手続きが適用されるよう、自動修正メカニズムを導入することになっている。このようにして実質的な財政規律の強化を図ろうとしている。

こうして、ユーロ圏諸国は「財政安定同盟」を設立することを決めたが、それは、財政規律を強化し、財政再建を進めるための政策協調としての基本合意にとどまっていることに注意する必要がある。言い換えると、財政主権の統合を意味するような「財政同盟 (Fiscal Union)」にまでは至っていない。

## おわりに

今回のユーロ圏の政府債務危機は、ギリシャの財政当局の信認失墜がトリガーとなって、複数均衡のなかで一方の均衡 (国債バブル) から他方の均衡 (国債バブル崩壊からその後の政府債務危機) へシフトしたとみることができる。政府債務危機を解決し、その政府債務危機の均衡から抜け出すためには、失墜した財政当局の信認の回復が必要となる。そのためには、まずは、財政再建および財政緊縮によって財政赤字を縮小する実効性のある計画を策定し、それを実施する政府の姿勢を可視化する必要がある。そして、それだけではなく、制度的に政府の財政規律を強化することが重要となる。そのために「財政安定同盟」の設立に向けて着実に進んでいかなければならない。

さらに、財政統合を欠いたEUの「経済通貨同盟」の問題点が指摘されていたことから、この「財政安定同盟」は、EUにおける経済統合の新たな段階に向けての動きにつながっていくであろう。そして、「財政安定同盟」が将来において真の意味での「財政同盟」に向かって深化していくことになれば、通貨主権とともに財政主権をEUに委譲した、Balassa (1961) が言う「完全な経済統合」に近づいていくであろう。

(1) 複数均衡とは、2つ以上の均衡が存在することを意味する。その場合に、ある均衡から他の均衡

へ経済がシフトすることがある。

- (2) 近年では公共投資でさえも、財政赤字拡大が将来の増税を予想させて民間部門の消費に結びつかないとか、あるいは財政赤字拡大が国債の大量発行につながり、国債利回り、ひいては長期金利をそのリスク・プレミアムだけ押し上げるために、民間部門の投資を抑制するという問題が指摘されている。
- (3) ユーロ導入のための経済収斂条件とは、①インフレ率：過去1年間、消費者物価上昇率が最も低い3カ国の平均値+1.5%以内であること、②為替相場：少なくとも2年間、為替相場が欧州為替相場メカニズム（ERM）の許容変動幅内にあって、切り下げがないこと、③金利：過去1年間、インフレ率が最も低い3カ国の長期金利の平均値+2%以内であることのほか、④財政赤字と政府債務：GDPに対して財政赤字が3%以内であり、GDPに対して政府債務残高が60%以内であること、である。
- (4) ただし、この基本合意に他のEU諸国も賛同する形をとったが、イギリスは財政主権の維持にこだわり、この基本合意には賛成しなかった。

#### ■参考文献

- Balassa, Bela (1961) *The Theory of Economic Integration*, Homewood: Irwin (邦訳＝中島正信訳『経済統合の理論』、ダイヤモンド社、1963年)。
- European Council (2011) *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*, Brussels, 9 December 2011.
- International Monetary Fund (2009) *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, Occasional Paper, No. 269.
- 嘉治佐保子 (2010) 「欧州の動向」『変化する世界経済と日本経済・財政の課題に関する研究会・報告書』、財務省財務総合政策研究所。
- 小川英治 (2010) 「欧州ソブリンリスクとユーロ暴落」『世界経済評論』第54巻第5号、28-35ページ。
- 小川英治 (2012) 「複数均衡としての欧州ソブリン危機とその解決策」『世界経済評論』第56巻第2号、19-23ページ。
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press (邦訳＝村井章子訳『国家は破綻する——金融危機の800年』、日経BP社、2011年)。

おがわ・えいじ 一橋大学教授

[https://hri.ad.hit-u.ac.jp/html/217\\_profile\\_ja.html](https://hri.ad.hit-u.ac.jp/html/217_profile_ja.html)

[eiiji.ogawa@r.hit-u.ac.jp](mailto:eiiji.ogawa@r.hit-u.ac.jp)