

# 複数均衡としての欧州ソブリン危機 とその解決策

小川英治

おがわ えいじ 1957年生まれ。一橋大学大学院商学研究科教授。著書：『EUスタディーズ2 経済統合』（編著、2007年、勁草書房）、『アジア・ボンドの経済学』（編著、2009年、東洋経済新報社）他。

## I 序

過去八〇〇年の世界中の金融危機のデータを収集して、実証分析を行ったラインハートとロゴフ著『国家は破綻する——金融危機の800年』（Reinhart and Rogoff (2009)）がベストセラーとなった。その原文タイトルである“*This time is different*”は、バブル対バブル崩壊及びその後の金融危機が複数均衡であって、一方の均衡（バブル）から他方の均衡（バブル崩壊及びその後の金融危機）へのシフトは、市場参加者の思惑に依存して、起こりうることを象徴的に表現している。

“*This time is different*.”と市場参加者が思い続ければバブルは膨らみ続け、そうではないことに気づいた途端にバブルがはじけて、金融危機に発展する。

ギリシャのソブリン危機に始まった欧州のソブリン危機は、この典型的な例である。ユーロ導入時から、マースリヒト条約の経済収斂条件の一つである財政赤字の対GDPがその基準である三%をほぼ一貫して超えていたにもかかわらず、図1に示されるように、ギリシャ国債のリスク・プレミアム、すなわちソブリン

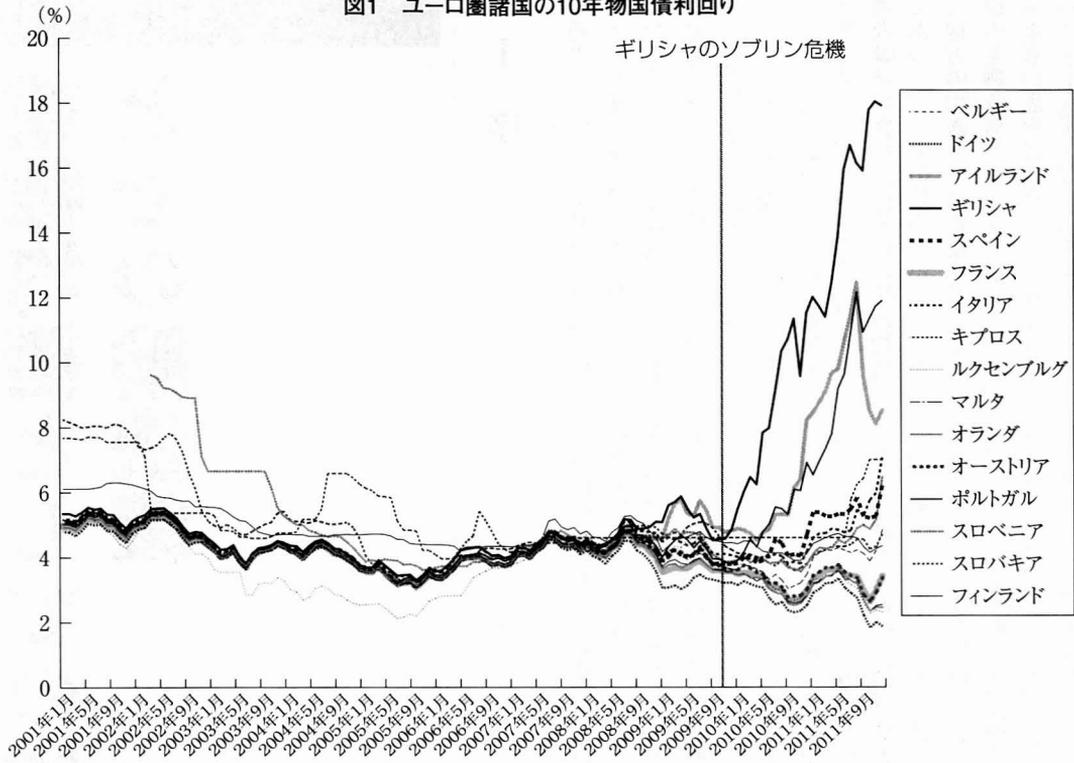
リスクはさほど高まっていなかった。しかし、二〇〇九年一〇月にギリシャで政権交代により財政上の統計の不備が公表されると、一気に財政当局の信認が失墜し、ソブリン危機に直面した。そのソブリン危機は、図1で示されるように、ギリシャ国債のリスク・プレミアムの急上昇という形で現われた。“*This time is different*.”と思い続けていた市場参加者が、これをきっかけにその思惑が奏えてしまい、ギリシャ国債への運用に慎重になってしまった。

思惑のなか、当初はギリシャのみのソブリン危機に焦点が当てられていたものの、その思惑が変わり、ポルトガルやアイルランド（ソブリン危機というよりは金融危機かもしれない）が経済危機を経験し、さらにはイタリヤにおいてもソブリンリスクが高まってきた。そして、共通通貨ユーロそのものの問題も指摘されながら、ユーロも暴落した（小川（二〇一〇））。

本稿では、そのような複数均衡の内の一つの均衡（バブル）から他の均衡（バブル崩壊及びその後のソブリン危機）へシフトした結果としてソブリン危機が発生したとみなして、そのトリガーとなったギリシャのソ

“*This country is different*.”という

図1 ユーロ圏諸国の10年物国債利回り



データ：ECB

ブリュッセルに焦点をあてる。そのことを所与として、どのようにしてギリシャのソブリン危機を安定化させ、

他のユーロ圏諸国にソブリン危機を波及することを抑えるかについて、考察する。

## II トリガーとなったギリシャのソブリン危機

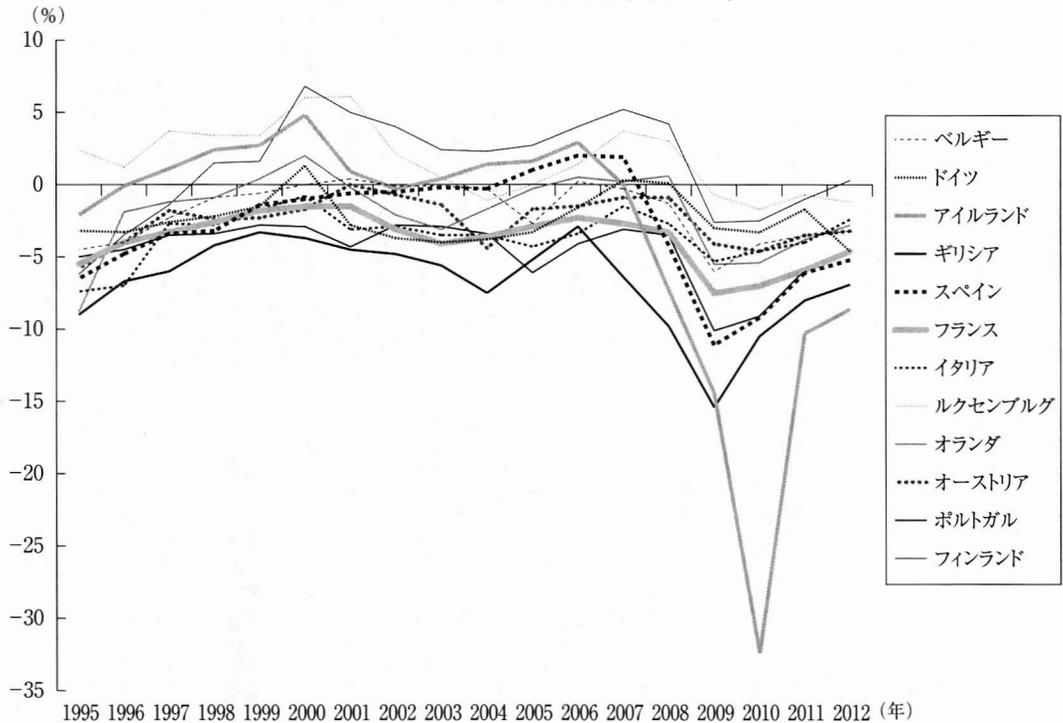
前述したように、「This time is different.」あるいは「This country is different.」という思惑を変えるトリガーとして、ギリシャの政権交代に伴う財政に関する統計処理の不備の公表があった。二〇〇九年一月におけるギリシャの政権交代によって、新しい政権（全ギリシャ社会主義運動のパバンドレウ政権）が前政権（新民主主義党のカラマンリス政権）による財政に関する統計処理の不備を指摘し、財政赤字の規模を上方に修正した。このような統計処理の不備は、ギリシャの財政赤字の数字そのものの信頼性を損なうだけではなく、ギリシャ財政当局に対する信頼をも失墜させることになった。このような財政当局の信頼の失墜がソブリン危機として現われたと言える。

ユーロ圏諸国の財政赤字（対GDP比）の推移が図2に示されている。ギリシャは、一九九九年よりユーロ

を導入した一カ国に二年遅れて、二〇〇一年にユーロを導入した。その前年の二〇〇〇年において対GDP比で三・七％の財政赤字を計上していた。そして、その後も、唯一二〇〇六年において財政赤字が対GDP比で三％を下回って二・九％となったものの、この二〇〇六年を除くと一貫してギリシャの財政赤字は対GDP比で三％を超過していた。また、二〇〇四年にユーロ圏諸国の中で最悪となった後、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、二〇〇八年には対GDP比で一〇％近くの財政赤字となり、最悪の状況となっていた。

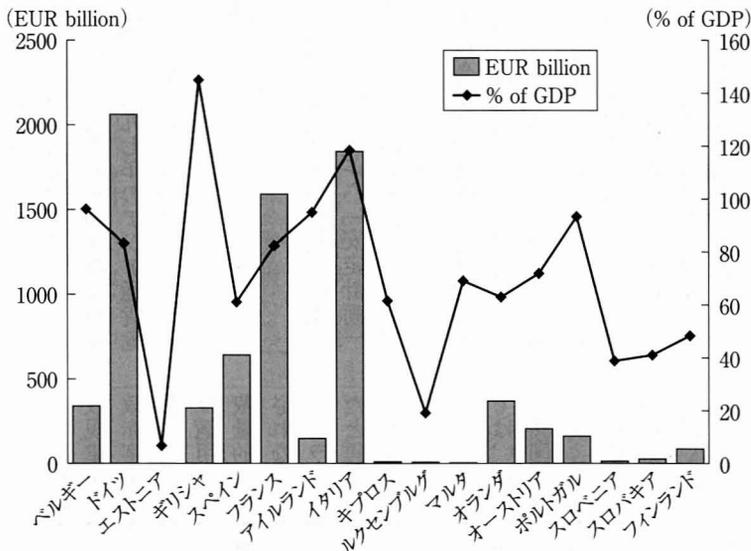
一方で、必ずしもギリシャのみが財政赤字を悪化させたわけではないことは図2から読み取れる。とりわけ、世界金融危機が深刻化した二〇〇八年から二〇〇九年にかけてほとんどのユーロ圏諸国で財政赤字が悪

図2 ユーロ圏諸国の財政赤字(対GDP比)



注：2012年は見直し。  
データ：Eurostat, IMF

図3 ユーロ圏諸国の一般政府債務残高(2010年末)



データ：Eurostat

このように、世界金融危機とそれに伴う世界同時不況の影響を受けて、ギリシャのみならず、ユーロ圏諸国さらには、日本やアメリカにおいて、財政赤字を拡大せざるを得なくなったことは事実である。世界金融危機によって財政赤字が増大した主要な理由の一つは、G20において、世界同時不況に対して国際政策協調として財政刺激を行うこととなったこと

化している。ギリシャの他、アイルランド、スペイン、ポルトガルの財政赤字は二〇〇九年に対GDP比で一〇%を超えていた。また、図3にはユーロ圏諸国の一般政府債務残高(二〇一〇年末)が金額ベースと対GDP比で示されている。確かにギリシャの一般政府債務残高の対GDP

P比はユーロ圏諸国の中で最も高い。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、金額ベースで見れば、イタリアの一般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ソブリン危機が発生すると、その影響度が大きいことが懸念される。

とである。もう一つの理由は、世界金融危機の影響を受けて、経営破綻した金融機関、あるいは、バランスシートを痛め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ことである。

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（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）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。

このように、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、ギリシャにおいてソブリン危機が始まったトリガーが財政

当局の信認を失墜させたことであつたことは、複数均衡のなかで一方の均衡（バブル）から他方の均衡（バブル崩壊及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。

### III 財政規律確保の重要性

ギリシャの財政当局の信認が失墜したことがトリガーとなって、複数均衡のなかで一方の均衡（バブル）から他方の均衡（バブル崩壊からその後のソブリン危機）へシフトしたと考えるならば、ソブリン危機を解決し、そ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、たんに財政赤字を縮小するだけではなく、政府の財政規律を確保することが重要となる。

EUにおいてはすでに財政規律を確保するために「安定成長協定（Stability and Growth Pact）」が締結されている。EUは、財政規律を重んじて、ユーロ導入後も「安定成長協定」によって各国が健全な財政運営を実行するために、各国政府は財政規律の遵守を求められている。欧州委員会及び閣僚理事会は、ユー

また、ギリシャからソブリン危機が波及するという伝染効果については、一九九四〜一九九五年のメキシコ通貨危機や一九九七年のアジア通貨危機などに見られてきたことである。

口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る。その「安定計画」に基づき、欧州委員会及び閣僚理事会は、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。

過剰財政赤字手続きについて、欧州委員会及び閣僚理事会が過剰財政赤字と判断した場合には、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の〇・二%から〇・五%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、二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。

このようにベナルテイ付きの厳しい財政規律遵守ルールを作って、財政規律を求めてきた。また、過剰財政赤字手続きを適用すべきところ、裁量的に適用されることから実際には適用されなかった。そのため、裁量的に過剰財政赤字手続きが適用されないことを前提にギリシャ政府はモラルハザードを引き起こしていたと言える。ギリシャはほぼ一貫して対GDP比3%の財政赤字を遵守することができずにきた。

二〇一一年一二月のEU首脳会議では、ギリシャを始めとするユーロ圏諸国のソブリン危機を終息させるために、「財政安定同盟（Fiscal Stability Union）」に向けて、財政規律を強化するための財政協定（Fiscal Compact）がイギリスを除いて基本的に合意された（European Council (2011)）。これは、さしあたり、「財政安定同盟」であって、財政主権を統合するという「財政同盟（Fiscal Union）」ではないことに注意すべきである。また、財政協定においては、景気変動に影響を受ける循環的赤字を除いた、構造的財政赤字についてGDPの〇・五%以下にするとともに、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しようというものである。さらに、ここで重要なことは、欧州委員会によってある国の財政赤字の上限超過を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自動修正メカニズムが導入されることである。

ユーロ圏諸国のソブリン危機を解決するためには、以下の三点セットが必要であると考えられる。財政規律の確立はその三点セットの一要素を成す。その三点セットとは、第一に、財政危機国の財政再建、すなわち財政再建計画の決定である。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ソブリン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。第二に、ソブリン危機が深刻な国（ギリシャ）の債務削減が行われることによって、財政再建によるソブリン危機国経済への負担軽減を施すことが必要である。第三に、債務削減による民間金融機関へのソブリン危機の影響を抑制するために、民間金融機関に対するセーフティネットとして、欧州金融安定化ファシリティ（EFFSF）や欧

州中央銀行（ECB）による国債買上げや各国政府による資本注入を行う

## IV 結論

本稿は、Reinhart and Rogoff (2009) に従って、ユーロ圏諸国のソブリン危機を、複数均衡の内一方の均衡（国債バブル）から他方の均衡（国債バブル崩壊及びその後のソブリン危機）へのシフトとしてとらえ、ギリシャのソブリン危機がそのトリガーとなったことを説明した。その政策インプリケーションとして、ユーロ圏諸国のソブリン危機を解決するためには、ソブリン危機国の財政再建の必要性と財政規律の重要性を指摘した。財政再建は経済に緊縮的な影響を及ぼす副作用を及ぼすものの、国債買上げなどの金融緩和政策を同時に行うことによってその副作用を緩和することができるであろう。今すべきことは、ソブリン危機の根本的な原因（財政赤字及び財政規律の欠如）を財政再建と財政規律の確立によって目に見える形で解決し、複数均衡の内側のソブリン危機の均衡から脱出することである。

う準備をすることが望まれる。

### [注]

(1) EUの経済・通貨同盟を規定したマーストリヒト条約の下でユーロ導入のための収斂条件が決められている。その収斂条件として、①インフレ率（過去一年間、消費者物価上昇率が最も低い三か国の平均値プラス一・五%以内であること）、②為替相場（少なくとも二年間、為替相場が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（過去一年間、インフレ率が最も低い三か国の長期金利の平均値プラス二%以内であること）のほか、④財政赤字と政府債務（国内総生産（GDP）に対して財政赤字が三%以内であり、GDPに対して政府債務が六〇%以内であること）である。

(2) 国際通貨基金（IMF (2009)）の試算（二〇〇九年五月時点）によると、ギリシャにおいては、世界金融危機によって、銀行への資本注入が五〇億ユーロ（約〇・六兆円）、新規融資への政府保証が一五〇億（約一・八兆円）ユーロ、銀行への流動性供給として八〇億ユーロ（約〇・九六兆円）、総計二八〇億ユーロ（約三・三三兆円）が財政負担として政府にのしかかっている。（小川（二〇一〇））。

### [参考文献]

- 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.
- 小川英治（二〇一〇）「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、一八～三五ページ。
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton
- 村井章子訳『国家は破綻する——金融危機の800年』日経BP。

