

政府債務危機と国際通貨混乱

2012/2/15

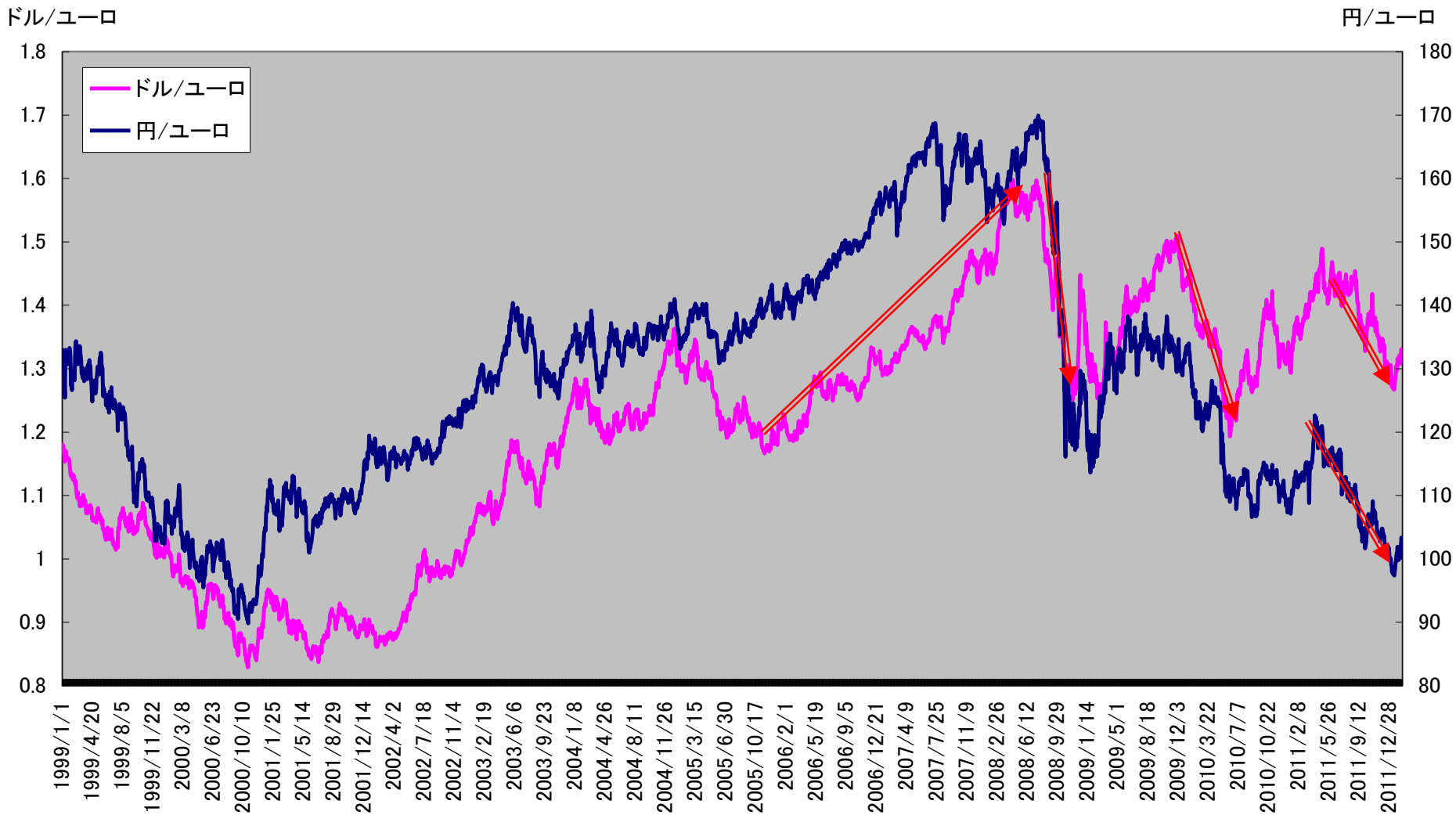
一橋大学
小川英治

報告の内容

- 近年の為替相場変動
- グローバル・インバランスから世界金融危機そして世界的な財政収支悪化
- ユーロ圏諸国の財政危機
- 2011年12月8・9日のEU首脳会議（財政安定同盟とESM早期設立）
- ユーロ危機の解決と中長期的防止策

ドル/ユーロと円/ユーロの動向

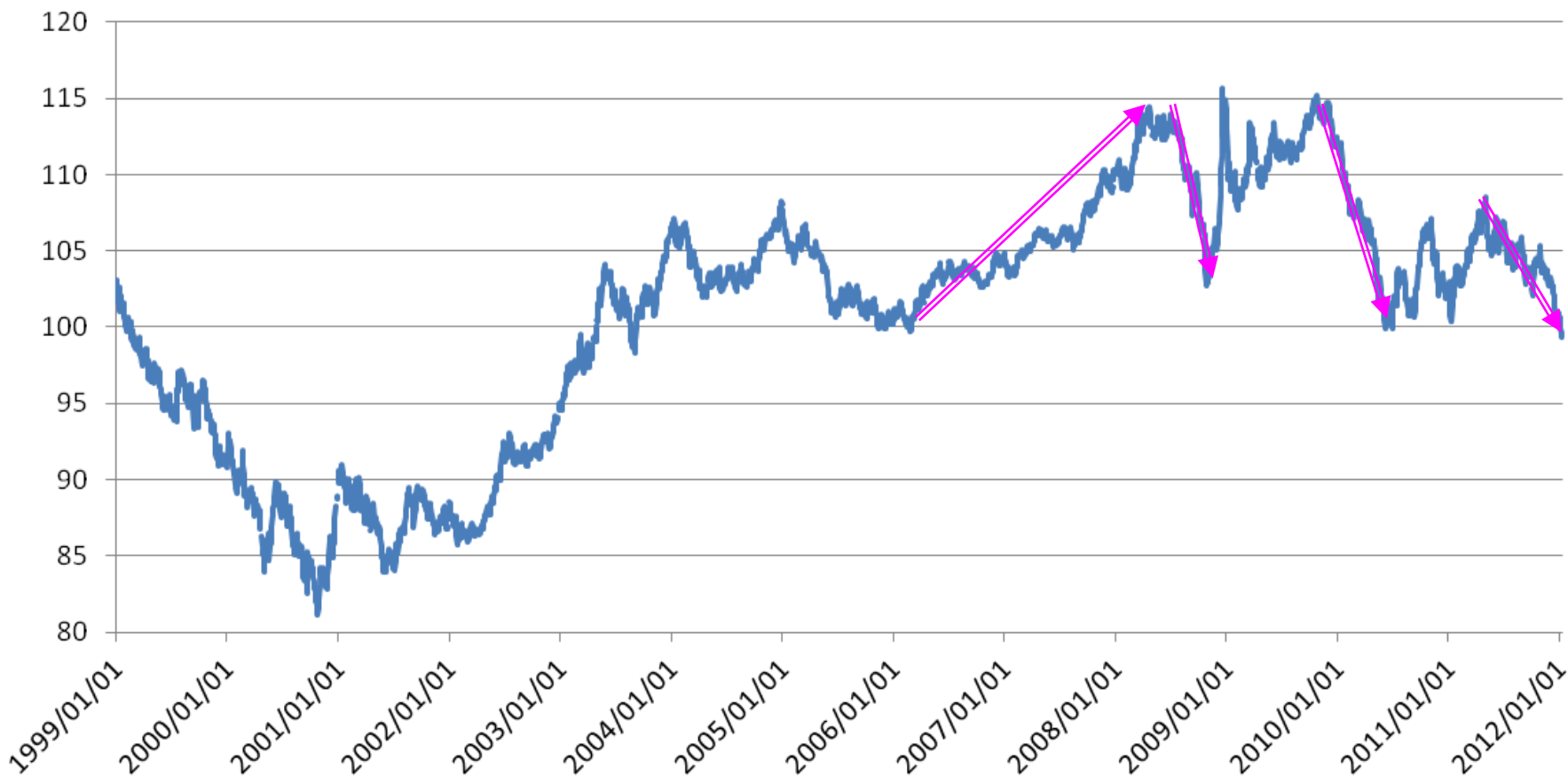
円/ユーロ相場とドル/ユーロ相場



Data: Datastream

ユーロの実効為替相場(対20貿易相手国)

名目実効為替相場

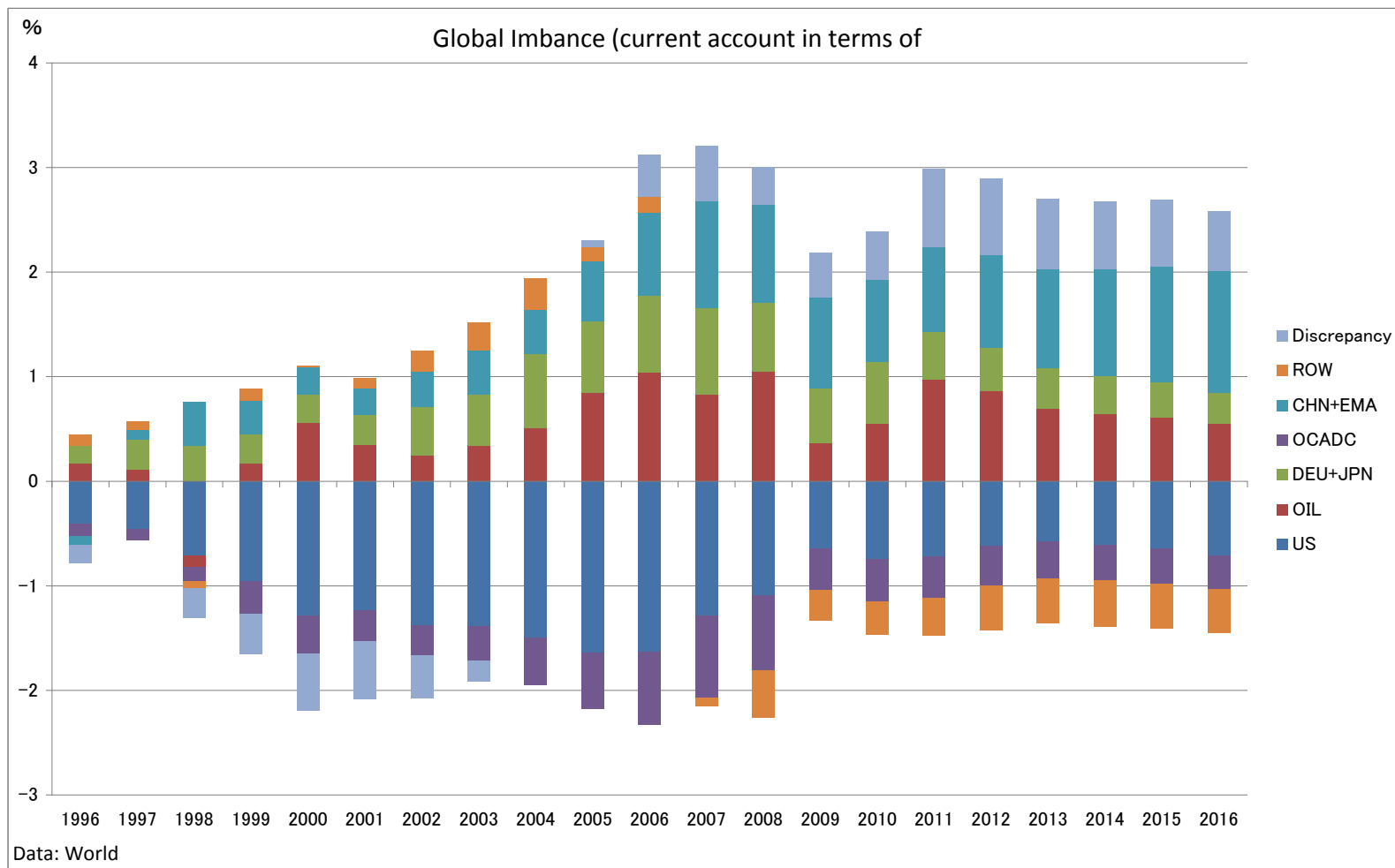


データ: ECB

グローバル・インバランスから世界金融危機へ

- グローバル・インバランス＝世界的な経常収支不均衡
 - 米国
 - ①1990年代後半：ITブームによる民間設備投資増
 - ②2001年～2003年：財政赤字
 - ③2000年代半ば：住宅投資増
 - アジア：貯蓄過剰⇒アメリカ国債購入
 - 石油輸出国オイルマネー⇒欧州金融機関⇒アメリカの住宅投資（サブプライムローンの証券化商品）
- ⇒米国の住宅バブル崩壊が①欧州金融機関のB/Sを毀損し、②英・アイルランド・スペインの住宅バブルも崩壊。

グローバル・インバランス



(データ)IMF, World Economic Outlook

世界金融危機から世界的な財政収支悪化へ

- 世界金融危機の結果、

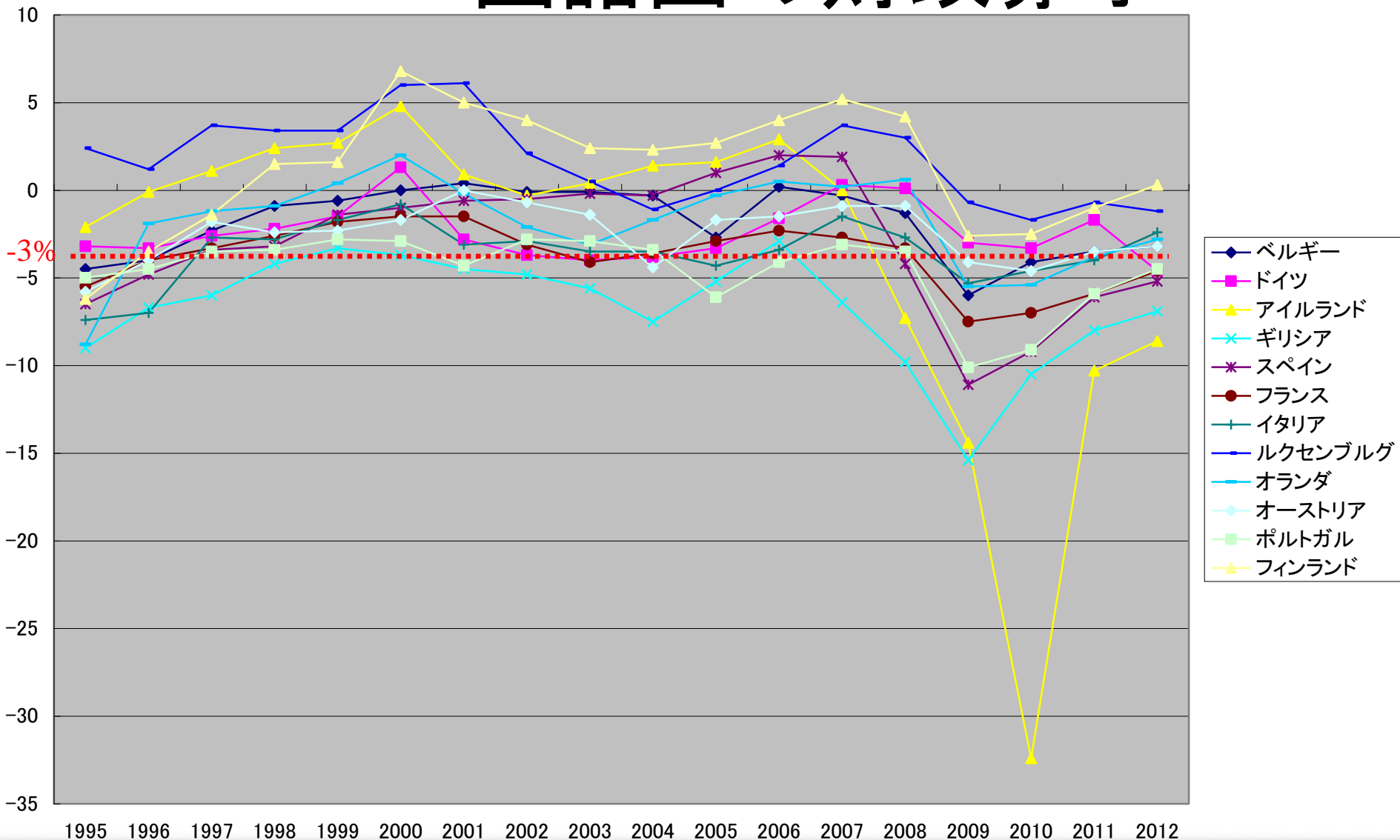
⇒①金融機関のB/Sの毀損⇒資本注入

ギリシャ: 銀行への資本注入50億ユーロ、新規融資への政府保証150億ユーロ、銀行への流動性供給80億ユーロ⇒総計280億ユーロ(GDPの12%)の財政負担。

②世界同時不況⇒G20における財政刺激の国際協調

- 世界各国で財政赤字増大。

ユーロ圏諸国の財政赤字



欧州財政危機のトリガーとしての ギリシャの財政危機

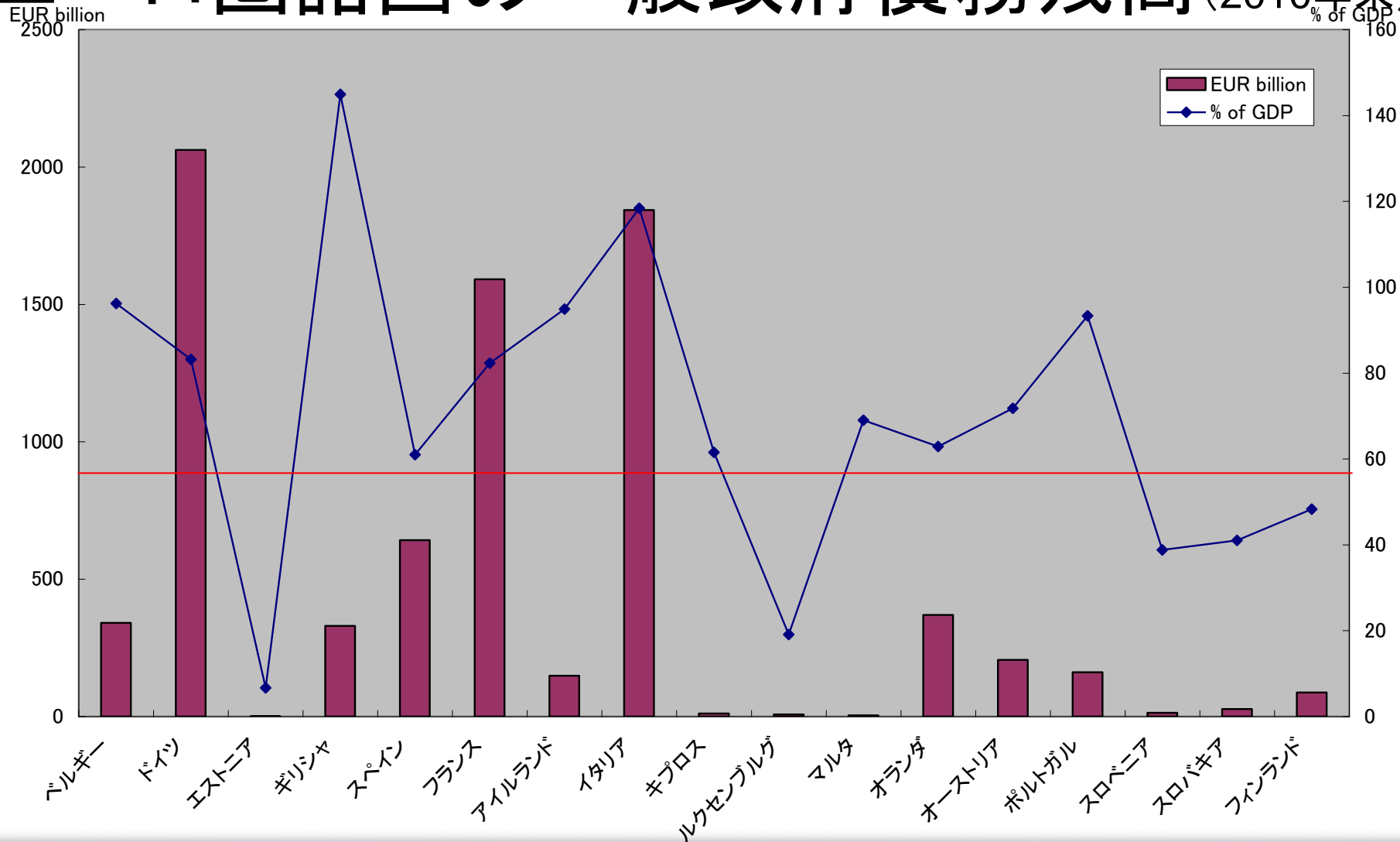
- 2009年10月の政権交代(新民主主義党のカラマンリス政権⇒全ギリシャ社会主義運動のパンドレウ政権)をきっかけに財政に関する統計処理の不備が発覚

財政赤字GDP比(2008年:5%→7.7%、2009年:3.7%→12.7%
→13.6%)、公的債務GDP比(2009年末:99.6%→115.1%)

⇒財政当局の信認が失墜

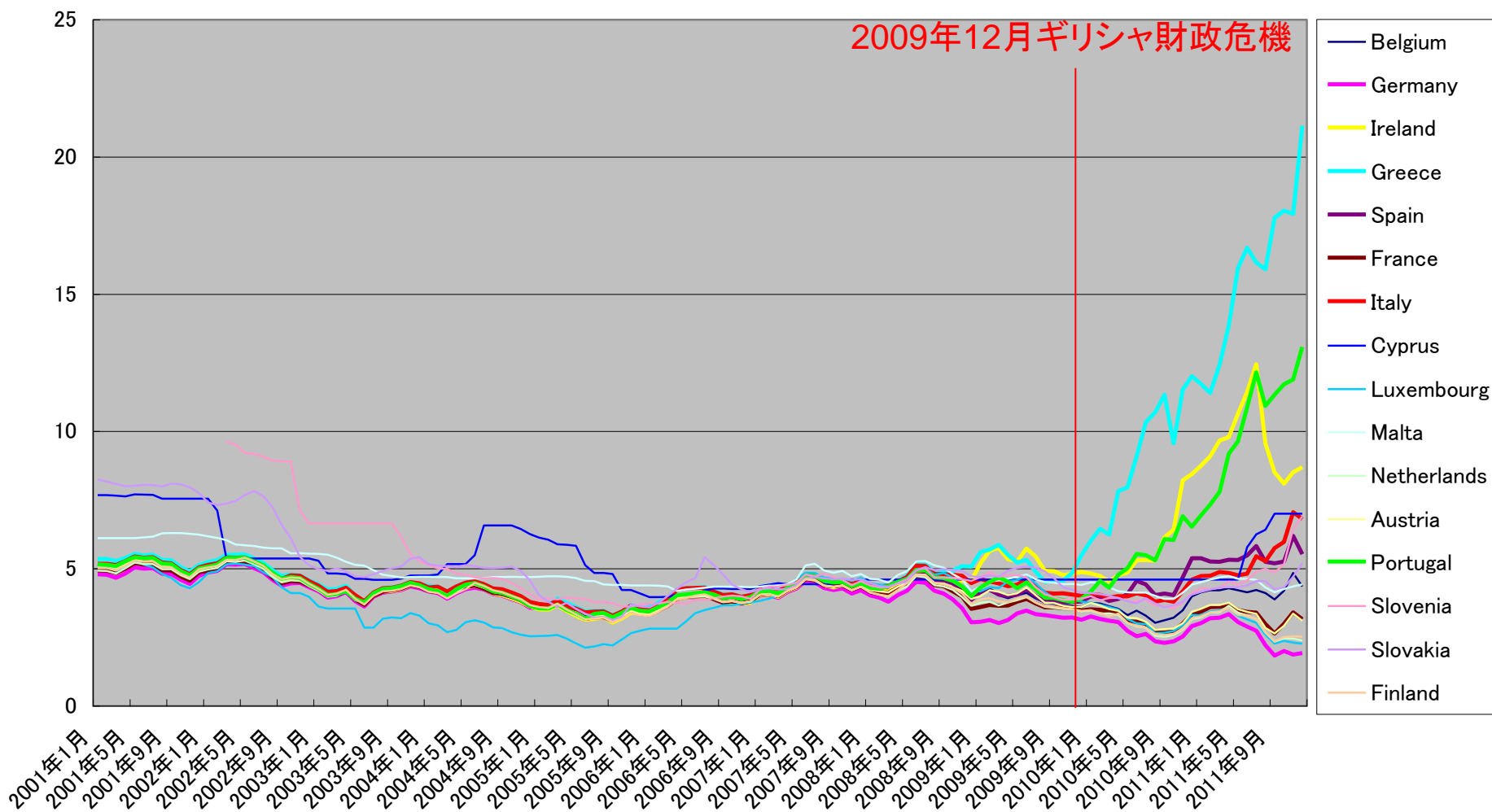
- 複数均衡(国債バブル均衡→ファンダメンタル均衡→財政危機均衡)のシフトのトリガー【実際は、ファンダメンタルズ均衡を超えて、財政危機均衡へジャンプ】(Reinhart and Rogoff, “This time is different.” “This country is different.”)

ユーロ圏諸国の一般政府債務残高 (2010年末)



ユーロ圏諸国の10年物国債利回り

長期金利(10年物国債利回り)



Data: ECB

ギリシャ財政危機から欧州財政危機へ

- 欧州財政危機(2009年12月～)
 - ⇒ギリシャ(ユーロ圏GDPの2.7%)の財政危機
 - ⇒PIIS (PIIGS:ユーロ圏GDPの35%)への波及の現実化。
【ユーロ圏の財政主権が統合されていないことに起因する
ユーロ圏諸国の足並みの乱れが露呈】
 - ⇒対応:EUとECBとIMF(トロイカ)による金融支援(+FRBからECBへドル流動性供給)。

しかし、財政危機国内の労働組合のストライキによる混乱、そして、ドイツによる財政規律及びモラルハザード抑制重視(=ユーロ圏諸国の足並みの乱れ)によって欧州財政危機を深刻化。

ギリシャへの金融支援コンディショナリティ

- **財政の持続可能性を回復する** (⇒財政危機への対処)
⇒年金・賃金の凍結、ボーナスの廃止、付加価値税(21%→23%)・奢侈税・タバコ税・酒税の引上げ、軍事費削減。
- **国際競争力を高める** (⇒ユーロ圏内で為替相場調整が不可)
⇒名目賃金引下げ、費用削減、政府の透明性の改善と役割の縮小
- **金融部門の安定性のためにセーフガードを講ずる** (⇒デフレによる金融不安定化)
⇒銀行の支払能力問題に対処する金融安定化基金の設立。ソブリンリスクの高まりから発生する流動性問題緩和のための銀行流動性支援ファシリティの拡大。
- **民間部門関与による債務削減** (「秩序ある」デフォルト)
⇒第2次金融支援で21% (→50%への拡大)
- IMFの一般的コンディショナリティ: **金融引締め不可**

2011年12月8・9日のEU首脳会議

- 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（イギリスは除く）。
 - ① **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)
⇒「安定・成長協定」の下の過剰財政赤字手続きの実質的な適用
 - ② **セーフティネット**としての欧州安定メカニズム (ESM) の早期設立 (2013年7月⇒2012年7月)

財政安定同盟の下の財政協定

- さしあたり、めざすものは、「財政安定同盟 (Fiscal Stability Union)」であって、「財政同盟 (Fiscal Union)」ではない。
- 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) につくる。
 - ① 一般政府予算を均衡。

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%以下。
 - ② 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。
 - ③ 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を導入。

ESMの早期設立

- 2013年7月に設立することになっていた欧州安定メカニズム (ESM)は、その設立のためのリスボン条約の改正 (ESM条約に向けての調整)、すなわち、EU諸国間における財政移転禁止の改正を早期に進めて、2012年7月に稼動することを目指す
- 欧州金融安定化ファシリティ (EFSF) を2013年半ばまで存続させ、2012年半ばから2013年半ばまではESMとEFSFの両者によって財政危機に対応することとなった。
- これによって、4400億ユーロ (1兆ユーロをめざしているが) のEFSFに加えて、5000億ユーロのESMが新設されると、総額1兆ユーロ近くの資金規模の財政危機対応のセイフティネットができあがる。
- 今回のEU首脳会議に際して、IMFからの金融支援のための融資として2000億ユーロが確保された。

ユーロ危機の解決

・ユーロ危機の解決のための3点セット

①財政危機国の財政再建or財政再建計画の決定

⇒財政規律確立とモラルハザード防止によるソブリン・リスク縮小【⇒複数均衡としての財政危機から脱却】

②深刻な財政危機国(ギリシャ)の債務削減

⇒債務負担削減によるソブリン・リスク縮小

③金融機関へのセイフティネット(EFSF・ECBによる国債買上げ+各国政府による資本注入)

⇒債務削減による金融部門への影響の縮小+金融危機への発展を抑制

中長期的防止策

• 中長期的防止策

①「財政安定同盟」から「財政同盟」へ：バラッサ教授のいう「完全な経済統合」へ

⇒相互監視強化から一元的管理

②ユーロ圏共同債（部分的共同債から完全共同債へ）

⇒一元的なユーロ圏共同債発行管理

③ユーロ圏退出規定（exit clause）

⇒財政規律確立やモラル・ハザード防止