

イントを追加する程度となっている。それでも、図4から明らかなように、かなりの額の返済が40年にわたって続く。2020年以降の返済は、2014年のギリシャGDPを基準にすれば、毎年GDP比5%程度となり、負担が非常に大きい。IMFは2015年5月、ギリシャの対外債務30%の減免が必要との試算を発表した。

ギリシャの「プログラム支援」とECB関連のSMP（証券市場プログラム）およびターゲット債務の先を国別・タイプ別に示すと、表2のようになる。SMPやターゲットによる債務は、国単位ではなくECBに対する債務であり、返済が行われないなどの場合には、ECB出資比率（ユーロ圏19カ国ではドイツ25.6%、フランス20.1%など、ほぼ各国のGDP規模に準拠）に応じて負担することになっているので、その比率で按分されている。これによれば、プログラム支援国と2013年春にデフォルトしたキプロスの負担は相対的に低いが、他の諸国はGDP比2%台半ばから3%台半ばの負担となっている。プログラム支援国では、さらにIMFへの返済が加わる。

表2 ギリシャに対する公的エクスポージャー—国別・タイプ別。2015年7月時点—

	加盟国			ユーロシステム	合計		GDP 2014年
	加盟国 ローン	EFSSF	SMP	ターゲット 負担額	億ユーロ	GDP比 (%)	億ユーロ
オーストリア	16	43	8	34	101	3.1	3,290
ベルギー	19	52	10	43	124	3.1	4,020
キプロス	1	0	1	3	5	2.6	180
エストニア	0	4	1	3	8	4.2	200
フィンランド	10	27	5	22	64	3.1	2,040
フランス	114	309	56	245	724	3.4	21,430
ドイツ	152	412	71	311	946	2.6	29,080
ギリシャ	0	0	8	35	43	2.4	1,790
アイルランド	3	0	5	20	28	1.5	1,850
イタリア	100	272	48	213	633	3.1	16,170
マルタ	1	2	0	1	4	5.1	80
オランダ	32	87	16	69	204	3.1	6,560
ポルトガル	11	0	7	30	48	1.7	1,730
スロバキア	0	16	3	13	32	3.2	750
スロベニア	2	6	1	6	15	3.0	370
スペイン	67	181	35	153	436	3.2	10,580
合計	529	1,419	277	1,200	3,414	2.6	100,120

- [注] 1. EFSSF, SMP, ユーロシステムについての国別エクスポージャーはECB出資比率で按分。
 2. ユーロシステムに関する負担額は予想値。
 3. 表に含まれないラトビアとルクセンブルクのユーロシステム関連は0.17と0.12で合計に含む。

[出所] Barclays.

タイや韓国など東アジア通貨危機の諸国にはIMFが乗り込み、債権者（主として国際的な大銀行）を優遇し、東アジア諸国の利益を下に置く「ダブル・スタンダード」の措置をとったため、IMF批判が渦巻いた。類似の状況はEUでも見受けられた。

ここでもギリシャに注目すると、ギリシャ危機には西欧大銀行の責任が大きい。ユーロ加盟後の低金利により、ギリシャ政府は財政赤字で借金を重ね、民間の住宅投資や消費も盛り上がった。2004年にはアテネ・オリンピックも成功。西欧の大銀行はそのギリシャに大金を貸し込んだ。ピークではギリシャ国債の75%ほどを西欧の大銀行が保有した。

2010年春のギリシャ危機で国債は暴落、ECBはSMPによって西欧大銀行から国債を購入して銀行を支えた。そのツケは、大銀行ではなく、ギリシャ国民にまわってくる。巨額のギリシャ政府債務にはこの種の「支援」が多々含まれている。ギリシャ支援の約半分はローンなどの返済に使われたといわれる。これまでのギリシャ支援（ローン供与）で責任は消えたと思っているのか、独仏など西欧諸国政府は2015年ギリシャの急進左翼連合政府になお緊縮政策を要求し、ギリシャを「失われた10年」へと追いやろうとしているが、ECBに自国銀行を救済させ、そのツケはギリシャ国民に負わせており、西欧諸国政府も責任は免れないところである。

独仏銀行のギリシャ債権の推移を見ると、ドイツの銀行は12年9月までに、フランスの銀行は12年12月までにほぼゼロとなっている。暴落する国債をSMPで購入してもらい、あるいは、満期の来た国債の償還にギリシャ政府はEFSF資金をつぎ込むなどしたのである。フランスの大銀行はギリシャで買収した現地の銀行を再び現地銀行に売り戻した。こうした経過を経て、独仏両銀行の対ギリシャ債権はゼロとなり、表2のような金額がユーロ圏諸国のタックスペイヤーに残されたのである。

このように見てくると、「欧州債務危機は、一般的には南欧諸国の財政危機のレベルで理解されることが多いが、その本質は域内経常収支不均衡とそれに伴う対外債務危機である」などとする木村 [2013] の指摘は、すでに説明したようにユーロ圏諸国の独自の国際収支のあり方を反映していない点で問題を残すものの、妥当する一面もあると評価せざるを得ない。

Ⅲ-3 再論——ユーロ制度の問題点

「共通通貨圏に国際収支問題は生じない」というEUの伝統となった認識はユーロ制度（改革以前の、原初のユーロ制度、「ユーロ1.0」）の「非救済条項（あるいは財政援助禁止条項）non bail-out clause」へと帰結した。この財政非連帯制はギリシャ支援を遅らせ、金融パニックの激発を招いた。さらに、2011年後半のスペイン、イタリアの金融危機では、中央銀行の国債直接購入を禁じたEU運営条約第123条が障害となって、やはり金融パニックの続発を止めることができなかった。

ユーロ圏のリージョナル・インバランスは、スペイン・アイルランドの不動産バブル、ギリシャ

の財政バブルという相異なるタイプの下で進行した。そのため、危機はアイルランド・スペインでは銀行危機を経由して財政危機となり、ギリシャでは直接的に財政危機となった。赤字国は巨額の対外債務を負ったが、好況時には短期債務でファイナンスできた。しかし民間資本が流出に転じると、困難に逢着した。危機は民間投資家が判定する。突然の資本流出となると、危機は財政危機を超えて、国際収支危機（経常収支赤字のファイナンスができなくなる）となる。しかし、ユーロ圏では公的資金の流入によって、経常収支赤字はターゲット債務とプログラム支援によって維持された。この限りでは、「共通通貨圏に国際収支問題は生じない」という認識は誤りだったとはいえない。

しかし、金融危機は急性の連続的なパニックを引き起こし、経済を混乱させて先の見通しのたない状況を作り出し、それは赤字国の内需と輸入に長引くダメージを与えた。田中 [2015] に詳論したように、ユーロ危機には「危機の四角形」を見ることができる。銀行・金融危機、政府債務危機、南北欧州の経済格差と南欧諸国の構造改善の停止、そしてユーロ制度の欠陥である。筆者はユーロ危機の最大の問題点を銀行・金融危機、すなわち続発した金融パニックに見ている。それをもたらしたのは、西欧大銀行の南欧への与信行動であった。危機の本質は単一金融市場と単一通貨を利用したグローバル金融資本主義（EUでは、その一環であるリージョナル金融資本主義）と捉えている。そのような行動はユーロ制度の不備と結びついて可能となった。

タイなど東アジア諸国で短期急激に引き起こされた対外債務危機の爆発状態、「経常収支赤字の暴力的黒字化」はユーロ圏では起きなかった。そのことには一定の意義があった。人口4500万人、GDP 1兆ユーロのスペインが「経常収支の暴力的黒字化」を余儀なくされていれば、GDPは大きく落ち込み、ユーロ圏だけでなく世界が金融恐慌に巻き込まれていたであろう。ユーロシステムの決済制度がそれを防いだのである。

だが、急性の金融パニックがギリシャでもスペインでも金融システム不安を通じて内需と輸入の崩壊を引き起こし、経常収支は2014年頃から均衡ないし若干の黒字化へと向かった。経済は、ギリシャ以外では比較的小規模のマイナス成長が数年続く経済停滞と大量失業をもたらした。

公的資本による赤字国の国際収支支援は、財政支援（プログラム支援）とユーロシステムによるSMPとターゲット債務による。ターゲット債務の負担は金利のみであり、超低金利の現状では負担は小さい。またユーロ圏の金融市場が正常化するにつれて、ターゲット債務そのものが縮小すると思われる。しかし、プログラム支援とSMP、そしてIMFからの借入は返済しなければならない。ギリシャの返済計画は40年にもわたる。

現在、財政支援機構としてESM（欧州安定メカニズム）が創設された。ソブリン危機（政府のデフォルト危機）については、それを引き起こさないための予防措置（いわゆるシックパック・ツーパック、新財政条約—SCG条約—、ヨーロッパ・セメスターなど）と危機が起きた場合の国債購入措置（短期国債はOMT、中期以上はESMが購入）が定められた。この装置がギリシャ危機以前に

備わっていれば、ギリシャ危機は金融パニックに進む前に抑制されていたかもしれないし、スペイン、イタリアのソブリン危機も比較的小さな危機で済ますことができたかもしれない。

おわりに

「ユーロ1.0」はドイツの設計にかかる。ドイツ連邦銀行が主導し、独仏両国の中央銀行が協議してひな形をつくった。その危機対応無策がユーロ危機の激化、長期化をもたらしたといえる。「共通通貨圏に国際収支問題は生じない」という EU の伝統となった認識は、ユーロ圏の国際収支危機が公的資本流入によって防がれた点では誤りとはいえないが、それがもたらした制度的不備が今日、かつてのユーロ圏赤字国の窮状とユーロ圏経済の長期停滞へと帰結したことを考えれば、思い半ばに過ぎるものがある。

参考文献

- 木村秀史 [2013] ユーロ危機の構造—域内經常収支不均衡の視点から—, 島根県立大学『総合政策論叢』第26号, 所収.
- 田中素香 [2015] 「ユーロ危機と制度改革—ユーロ2.0への発展」, 中條誠一・小森谷純徳編著『金融危機後の政界経済の課題』, 中央大学出版会, 第10章.
- [2014a] 「ユーロ危機と2つの金融資本主義」, 『経済学論纂』(中央大学) 第54巻第3・4合併号, 所収.
- [2014b] 「ユーロ危機への欧州中央銀行の対応—LLR (最後の貸し手) 機能を中心に—」, 『商学論纂』(中央大学) 第55巻第3号, 所収.
- [2010] 『ユーロ 危機の中の統一通貨』岩波新書.
- Cour-Thimann, Phillipine [2013], “Target Balances and the Crisis in the Euro Zone”, *CES ifo Forum*, Vol. 14, April.
- Deutsche Bundesbank [2012], *The financial crisis and balance of payments developments within the euro area*, Monthly Bulletin October.
- Marzinotto, Benedicita/Jean Pisani-Ferry/ Andre Sapir [2010], “Two Crises, Two Responses”, *Bruegel Policy Brief*, March.
- Pisani-Ferry, Jean/Andre Sapir/Guntram Wolff [2013], “EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment”, *Bruegel Blueprint* 19.
- Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershaeuser (2011) “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows,” *NBER Working Paper* 17626.

(東北大学名誉教授 経博)

