

財政危機のトリガーとなったギリシャ

財政および金融両面に問題を抱え、それが相互に連動した危機であるが、まずは財政面から危機を見てみよう。

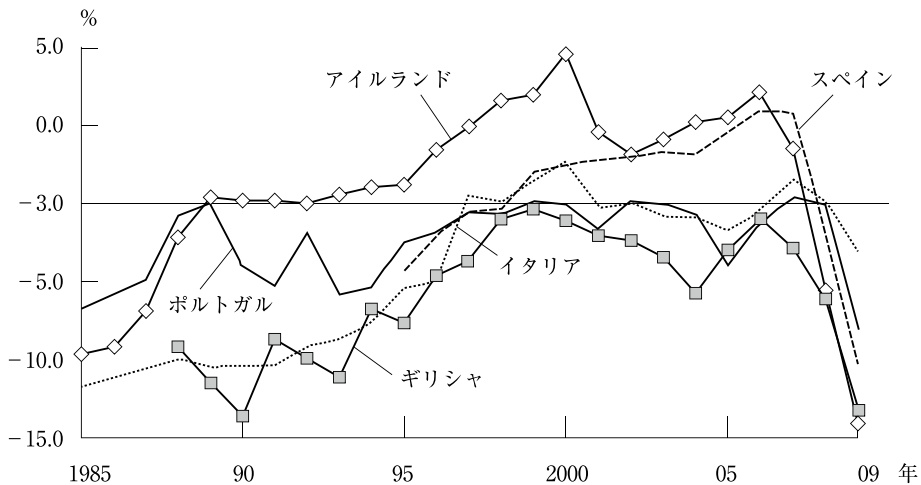
もともと、ギリシャは2001年のユーロ加盟時にも3%基準を満たしておらず、それを偽って加盟した。そのギリシャで、2009年10月の政権交代によって誕生したパンドレウ政権が前政権に統計処理操作があり、2009年のGDP比率が12.7%にも上ることを暴露し、これによってギリシャの財政データや財政当局への信認がおおしく失墜。これを契機に、一連のユーロ危機が深刻化することとなった。

ギリシャがトリガーとなったが、図1からうかがわれるように、ギリシャと同様に他の南欧諸国も財政赤字の悪化に直面しており、財政不安の連鎖が生じることになった。とりわけ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、さらにはイタリアの財政も不安視されるに至り、ユーロ危機はソブリン・リスク（政府が財政赤字の財源を確保できないリスク）が懸念される全面的な財政危機の様相を呈していった。

ユーロ加盟国で財政が悪化し、財政危機を招いた原因はなんだろうか。まず第1に、2008年にアメリカ発の世界金融危機が発生し、世界は同時不況に陥ったため、その対応としてユーロ加盟国でも財政負担が増大したことである。世界同時不況に対する国際的な政策協調にユーロ加盟国も参加をし、積極的な財政出動による景気刺激策を遂行したことが指摘される。

第2に、アメリカ発の世界金融危機、さらには自らの不動産バブルの崩壊にともなって、ユーロ加盟国の銀行も大きな損失を被り、バランスシートの毀損、さらには経営破綻にさえ見舞われ

図1 南欧諸国の財政収支状況



注) 対GDP比。ギリシャは88年、スペインは95年から。
 資料) European Commission, Statistical Annex of European Economy Spring 2010.
 出所) 田中素香『ユーロ危機の中の統一通貨』岩波新書, 177ページ。

たが、それへの対応として資本注入、銀行の債務保証、不良債権の買上げなどに財政資金を投入せざるを得なかった。サブプライムローン証券化商品の不良債権化では多くのヨーロッパの金融機関が損失を被ったが、不動産バブル崩壊による損失ではアイルランド、スペインが深刻で、同国の財政危機の主因になったとさえいえる³⁾。

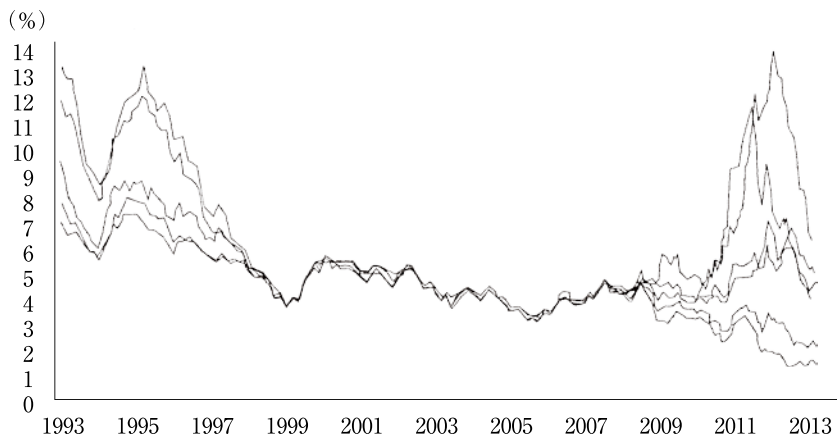
第3に、ユーロへの加盟によって資金調達が容易になった国において、安易に国債依存を強めたうえ、その資金を経済開発に投入せず、放漫な財政運営をしたことも指摘される。図2に見られるように、財政危機に陥った国々はもともと長期金利が高かったが、ユーロ加盟によりその信用力を高め金利が低位収斂を見せたため、資金調達が容易になった。そうした資金がインフラ整備や産業育成へと投下され、経済力の向上につながれば、財政の健全化が可能となる。しかし、ギリシャやポルトガルでは経済力にそぐわない福祉などに安易な財政支出がなされ、2000年代の好況期でも財政赤字が続くことになった。とりわけ、ギリシャでは、ポピュリズム政治による過剰な公務員採用、厚遇された公務員年金、脱税や汚職など、異常な財政事情を抱えており、他の加盟国とは異なる固有の財政問題が危機を深刻化したといえる。

機能麻痺に陥ったヨーロッパの金融市場

次に、金融面から危機を眺めてみよう。

ユーロ圏の大手銀行は資本自由化の中で、グローバルに業務を展開しており、その一環としてアメリカへの投融資は世界金融危機でも大きな痛手を被ることとなった。このドル資金を主体

図2 ユーロ圏諸国の長期金利の収斂と再乖離



資料) European Commission [2013] p.8 (原資料: OECD).
出所) 田中素香『ユーロ危機とその克服の特徴について』, 第32回国際金融研究会報告資料, 2015年.

3) ユーロ危機における政府債務危機的側面を重視した詳細な分析が小川(2012)と同(2015)でなされており、参照した。

としたグローバルな業務展開と同時に、ヨーロッパでは金融統合の中で、ユーロを中心にリージョナルな金融仲介業務も大々的に展開していた。特に、ユーロ圏内では為替リスクがない中で、図2に見られるように全体的に金利の収斂化はあるものの、西欧の大国であるコア諸国に比べてPIGSなどのペリフェリ（周縁）諸国では、金利がリスクプレミアム分だけ割高であった。このため、コア諸国の銀行は、表2からもうかがわれるように、国債購入を含む証券投資、銀行貸付といった形で巨額の資金をペリフェリ諸国に融資をしていたが、今回はここに危機が発生したといえる。

その第1は、巨額の資金流入によってスペインやアイルランドでは不動産バブルが発生し、それが崩壊したため、それらの国の銀行が危機に瀕したことである。例えば、スペインでは主に不動産金融を担ってきた地方貯蓄銀行が苦境に陥り、政府による統合や資本増強がなされた。アイルランドでは銀行への打撃はより深刻で、政府は国有化などで巨額の資金を投入せざるを得なかった。これが財政危機につながったことは、すでに述べたとおりである。

第2は、ペリフェリ諸国に投融資して巨額の債権を持つコア諸国の銀行が、ギリシャなどの財政危機から国債価格が暴落したため、多大な損失を被ることになった。さらには、ギリシャなどがデフォルトを起こせば、経営が破綻するかもしれないという不安が広がり、銀行は資金調達が困難になるなど流動性危機に直面し、ユーロ圏だけでなくヨーロッパ全体の金融市場が機能の低下を余儀なくされたことである。グローバル金融資本主義の世界では、それが日米など他の先進国の金融市場にも動揺を与えたことはいうまでもない。

財政危機と金融危機の共振性

あえて財政面、金融面からそれぞれユーロ危機を見たが、現実には財政危機と金融危機が表裏一体をなし、かつ相互に影響しあうという共振性を持っていたことがもっとも重要な点である。田中（2012）は、「ある政府のソブリン・リスクが認識されるようになると、投資家は当該国の国債

表2 欧州の銀行の南欧諸国に対する債権残高

（単位：億ドル）

09年6月末 債権 vis-a-vis	欧州の BIS 報告銀行	フランス	ドイツ	オランダ	英 国	スイス
欧 州	10,5530	2,0054	2,1196	9476	1,3183	6499
ギリシャ	2353	730	386	111	126	591
アイルランド	6542	715	1839	331	1844	150
ポルトガル	2269	340	446	112	242	242
スペイン	8575	1914	2377	1244	1237	133
4カ国のシェア (%)	18.7	18.4	23.8	19.0	26.2	17.2

資料) BIS Quarterly Review, December 2009, pp. A62-A63.
出所) 田中 (2012), 32ページ.

を売り、利回りが上昇して長期金利が上昇する。銀行の資金調達コストも上昇する。……経済の停滞が続く中で不良債権の増大にも悩まされている銀行にとって、finding リスクの上昇は経営を圧迫する。銀行間市場でカウンターパーティリスクが認識されると、資金調達が困難になる。株価下落や経営悪化のルマーは金融不安や金融危機を引き起こしやすく、金融危機はさらに銀行の貸し渋りと消費・投資マインドの悪化を通じて、実体経済を冷え込ませ、それが税収の減少や政策支出の増大を通じて財政不安を強める。」と述べ、財政危機と金融危機が共振することを強調している⁴⁾。

実際に、上で見た財政面と金融面の問題においても、世界金融危機、さらには不動産バブル崩壊による金融危機への政府の対応は財政への負担を増大させ財政不安や財政危機の一因になっている。逆に、多額の資金を政府に投融資をしていた銀行が、財政危機により損失を被ったり、経営不安から finding リスクが高まり、金融機能を麻痺させることによって金融市場の混乱を招いている。さらに、その金融危機が実体経済を冷え込ませ、税収不足の中での景気対策のために一段と財政負担を重くし、財政危機に拍車をかけてきたといえる。まさしく、このように財政危機と金融危機が相互に関連しあい、財政・金融危機として深刻化してきたというのが、ユーロ危機にほかならない。

2-2 ユーロ危機への対応

以上のように、ユーロ危機は財政と金融両面に問題を抱え、かつそれが共振しながら起こったとするならば、やはり両面からその連鎖を断ち切ることが必要となろう。さらに、その連鎖や共振は財政不安や金融不安といわれるように、心理的要因が大きく作用していたことを看過してはならない。以下において、それに対する対応策はどのようなものであったかを整理し、評価と残された問題点を指摘してみたい。

危機鎮静化のための緊急対応

まず第1にいえることは、アジア通貨危機や世界金融危機の場合と同様に、ユーロ危機も基本的にはグローバル金融資本主義と呼ばれるように、肥大化した金融資本がさらにデリバティブなどで増幅され、投機的動きをすることから起こっている。したがって、ユーロ圏諸国では心理的不安によって危機が伝染、波及したり、必要以上に深刻化しかねないという危険に直面していた。そのため、まずは次のような財政不安と金融不安の根源への緊急処置によって市場心理の鎮静化を図ることが不可欠となった。

(1) 財政が行き詰ったギリシャ（第1次 2010年：1,100億ユーロ、第2次 2012年：1,300億ユーロ、

4) 田中 (2012) 39-40ページ引用。

第3次 2015年：860億ユーロ）、アイルランド（2010年：850億ユーロ）、ポルトガル（2011年：780億ユーロ）への金融支援プログラムの実施

域内の金融市場からの調達が困難になるというソブリン・リスクに陥った国の政府の要請で、EU（欧州委員会）、IMF、ECBのトロイカ方式で交渉が行われ、第1次ギリシャ支援はユーロ圏諸国とIMF、その後はEU加盟国を支援するために創設された欧州金融安定化メカニズム（EFSM：European Financial Stabilization Mechanism）、ユーロ加盟国向け融資を行うために設立された欧州金融安定ファシリティ（EFSF：European Financial Stability Facility）とIMF、さらには後述の欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）などによって金融支援がなされた。

融資を受けるためには、財政健全化のための厳しい条件が課せられるが、その際の被支援国の査定、経済再建計画の策定、定期的な査察などで、経験と人材を抱えるが故に、IMFが参加することになったともいわれている。その結果、銀行資本の増強を目的としたスペイン政府（2012年：上限を1,000億ユーロとした支援）への金融支援を含め、ギリシャ以外は一定の成果をあげたといえる。

しかし、ギリシャは第1次の金融支援の後も、デフォルト、さらにはユーロ崩壊までが懸念されるに至り、第2次の金融支援が実施された。にもかかわらず、2015年には期限を迎えたIMFからの融資などへの返済ができず、実質的なデフォルトに陥り、最近ようやく第3次の金融支援が合意を見たところである。今後の財政再建の進展いかんによっては、ユーロ危機を再燃させかねない埋火（うずみび）としての危険性をはらんでいる。

（2） 欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）による銀行への緊急的なユーロ資金の補填

本来、ECBの金融政策における一義的な任務は「物価安定」であった。しかし、世界金融危機の時にも、域内の金融市場が機能麻痺をきたしたため、流動性危機に陥った域内の銀行に対して、ECBは主にFRBとの通貨スワップによって得た国際流動性であるドル資金を供与するという流動性対応を余儀なくされた。ユーロ危機でも、域内の銀行は金融不安による信用収縮に見舞われ、ユーロ資金を中心に資金繰りが悪化。この金融市場の混乱、機能麻痺を緩和すべく、ECBは緊急的な流動性としてユーロ資金の供給を実施した。

具体的には、通常の公開市場操作では短期債券の売買が中心であるが、2011年12月と2012年2月に、長期資金供給オペレーション（LTRO：Long-Term Refinancing Operations）によって、1兆ユーロを超える低金利の長期資金を域内の銀行に供給している。

危機対応のための新たな制度の構築

ユーロ圏諸国では、危機が発生することを前提とした制度設計がなされていない中で、ユーロ危機に直撃されてしまった。この点に関しては、田中（2015）において、ユーロの制度はグローバ

ル金融資本主義の暴走を前提に設計されておらず、具体的には

- (1) 加盟国のデフォルト危機に対して、各国相互間の財政支援が禁止されていたこと
- (2) 銀行監督と危機対応が加盟各国それぞれの権限とされていたこと
- (3) 各国中央銀行と ECB は金融安定化の権限が制約され、国債の直接購入を禁止されていたこと

が指摘されている⁵⁾。このため、危機に対して対応する制度がないことが心理的不安を呼び、かつ実際に機動的で適切な対応ができないことが、ユーロ危機の伝染と深刻化を招いたことは否めない。そのことが認識され、まずは前記のような緊急的な対応をすると同時に、新たに恒久性を持った危機対応のための制度が構築されてきている。それによって、ユーロ圏経済の危機への耐震性の強化が図られたが、それだけでなく進行中の危機に対する鎮静化効果を同時に発揮したことも事実である。

その第1は、危機が発生した場合に備えたセーフティーネットを構築することである。危機時に、世界的な観点から「最後の貸し手」機能を果たしているのが IMF であるが、それを補完する地域的な仕組みがユーロ圏でも作られることになった。それによって、機動的に危機の伝染や深刻化を最小限に抑えることを狙っている。

- (1) 欧州安定化メカニズム (ESM : European Stability Mechanism) の設立

ユーロ危機の進行過程で設立され、危機に陥った国に金融支援したのが前記の EFSM と EFSF であった。しかし、ユーロ加盟国向けに金融支援を行う EFSF は時限機関であるため、後継機関として恒久的な ESM が2012年に設立された。ユーロ加盟国の分担による資本金7,000億ユーロ (払込資本金は800億ユーロで、残りは請求次第の払い込み) をベースに債券を発行し、最高貸付額5,000億ユーロを有しており、IMF の欧州版ともいわれている。

- (2) ECB による国債購入プログラム (OMT : Outright Monetary Transactions)

前述のように、ECB は LTRO などで銀行から債券を購入して市場に資金を供給してきたが、2012年には財政危機対応として危機に陥った国の国債をその流通市場で買い入れるという OMT を公表・採択した。国債購入の条件としては、危機国が ESM の融資条件を履行することが求められているが、中央銀行である ECB が危機国の国債をほぼ直接的に無制限購入するという極めて画期的な制度が設定されたといえる。実際に、この制度の公表によって、それまでのユーロ危機は鎮静化に向かったため、「ドラギ・マジック」などと呼ばれている。

第2は、再び財政・金融危機を引き起こさないために、財政面と金融面のそれぞれで危機管理を強化するための新たな制度が構築されつつあることである。

5) 田中 (2015) 参照。そこでは、マーストリヒト条約の通貨統合規定により出現したユーロ制度を「ユーロ1.0」、改革後の新ユーロ制度を「ユーロ2.0」と呼んでいる。