

ユーロ危機とインフレ率格差

代 田 純

要 旨

グローバリゼーションは、国民国家の枠組みを弱め、内外価格差、賃金格差、金利格差を収斂させる傾向を持つ。すなわち、高価格（高賃金）国では物価低下（もしくは低インフレ率）バイアスがかかり、低価格（低賃金）国では物価上昇（もしくは高インフレ率）バイアスが生まれる。同時に、高金利国では金利が低下するバイアスが生まれる。こうした内外価格差（労働力の価格としての賃金、資本の価格としての金利を含む）のハーモナイゼーションは、グローバリゼーションに伴う、商品移動の活発化（貿易の増加）、労働力移動や海外投資（証券投資、直接投資）の増加を背景としている。ユーロ圏では通貨建てがユーロ建てで共通しており、価格差収斂のバイアスがより強い、と見られる。

ユーロ圏で低価格国はギリシャなど南欧諸国であり、ユーロ導入以降インフレ率は高水準であった。高いインフレ率に規定され、社会保障関係支出や人件費を中心に、財政の歳出は増加した。同時に、インフレの進行によって実質長期金利は著しく低下し、国債利払い負担は実質的に軽減され、国債依存の財政構造が形成された。他方、高価格国はドイツ、フィンランド等であり、低インフレ率により歳出は抑制され、財政赤字は相対的に抑制された。ユーロ圏におけるインフレ率格差が、2010年から2012年にかけてのユーロ危機の一因であろう。

ユーロ圏の銀行総資産において、国債は5%程度の比率であり、平均すると高いわけではない。しかし、個別銀行で見ると、コア Tier1 に対し南欧諸国国債保有額が高い比率に達しているケースが散見される。ギリシャの国債がデフォルト（元本の「自発的」削減50%を含む）した場合、個別銀行には深刻な影響を与える可能性が懸念される。

さらに邦銀の国債保有額の対自己資本比率は、Tier1比率で見ても、極めて高い水準にある。今後、日本の長期金利が上昇した場合、銀行セクターへの影響は、ユーロ圏よりも日本において一層深刻化することが懸念される。

目次

はじめに

I EU 統合とユーロの歴史

II インフレ動向と周辺国財政

III 銀行の国債保有

IV 日本の国債と銀行への示唆

まとめに代えて

はじめに

本稿では、EU 統合とユーロ導入の歴史を振り返り、南欧諸国を中心とする周辺国の財政危機の背景を検討する。¹⁾さらに財政危機によって、周辺国の国債は危機に直面しているが、国債の危機によって銀行を中心とする金融セクターに与える影響を検討する。

以下で明らかにするように、EU 統合とユーロ導入は長い歴史を有しており、また単なる経済問題ではなく、政治的な色彩が強い。歴史を振り返れば明らかのように、従来からもEU 統合とユーロは多くの苦難を乗り越えてきた。したがって、一時的な後退が生まれても、やがてEU 統合とユーロ拡大が強まることとなろう。

グローバリゼーションは、国民国家の枠組みを弱め、内外価格差、賃金格差、金利格差を収斂させる傾向を持つ。すなわち、高価格（高賃金）国では物価低下（もしくは低インフレ率）バイアスがかかり、低価格（低賃金）国では物価上昇（もしくは高インフレ率）バイアスが生まれる。同時に、高金利国では金利が低下するバイアスが生まれる。こうした内外価格差（労働力の価格としての賃金、資本の価格としての金利を含む）のハーモナイゼーションは、グローバリゼーションに伴う、商品移動の活発化（貿易の増加）、労働力移動や海外投資（証券投資、直接投資）の増加を背景としてい

る。ユーロ圏では通貨建てがユーロ建てで共通しており、価格差収斂のバイアスがより強い、と見られる。

ユーロ圏で低価格国は南欧等の周辺国を中心としていた。1999年のユーロ導入時点でも、南欧等の周辺国の物価水準はEU 平均に比べ低く、ユーロ導入以降インフレ圧力が強まった。また周辺国では賃金も上昇し、長期金利は低下した。こうした価格動向は財政構造も規定し、年金や公務員人件費を中心とする歳出に膨張圧力がかかった。しかし、歳出に比べ、歳入はインフレ率ほど増加しなかった。周辺国ではシャドーエコノミーと呼ばれる非正規経済の比重が高く、租税回避傾向が強く、徴税機構が整備されていなかったためである。他方で、周辺国で長期金利は低下し、さらにインフレ率を差し引いた実質長期金利は著しく低下したため、国債発行が容易になった。

しかし2008年の金融危機以降、環境は激変した。周辺国の長期金利が上昇し、長期国債の発行が困難になった。このため、国債発行は短期債中心となった。ところが、短期債中心の国債発行は、恒常的な償還・借換え問題をもたらした。2008年以降、2～3年債中心に国債が発行されたため、2011年以降、償還・借換え問題に直面している。EU と IMF の緊急融資で、償還問題が先送りされている。

ギリシャなど周辺国の国債がデフォルトした場合、国債保有の中心はEU やユーロ圏の銀行

図表1 EU統合とユーロの歴史

1951年4月	欧州石炭鉄鋼共同体を設立する条約が調印 ベネルクス、独仏伊6カ国 高所得国中心
1957年3月	ローマ条約（欧州共同体を設立する条約）が調印 欧州経済共同体、欧州原子力共同体が設立
1960年代	域内相互関税の撤廃
1973年1月	デンマーク、イギリス、アイルランド加盟
1979年	欧州議会の直接選挙
1981年	ギリシャ加盟
1986年	スペイン、ポルトガル加盟 周辺国諸国は1970～1980年代に加盟 恩恵を享受
1987年7月	単一欧州法が発効 域内市場の達成に向けて必要な準備・手続き
1992年2月	マーストリヒト条約（EU、欧州連合条約）調印 財政赤字の対GDP比率3%以下 累積財政赤字の対GDP比率60%以下
1995年	オーストリア、フィンランド、スウェーデン加盟
1999年1月	ユーロの流通開始
2002年1月	ユーロ紙幣と硬貨が一般で流通開始（12カ国） ユーロ12カ国（原加盟6+周辺国4+オーストリア、フィンランド）
2004年	10カ国EU加盟（中東欧、バルト諸国等）EU25カ国
2007年1月	ブルガリア、ルーマニアEU加盟 EU27カ国、スロベニア ユーロ導入
2008年1月	キプロス、マルタがユーロ導入 ユーロ15カ国で流通
2008年10月	金融危機で独仏銀行への公的資金注入
2008年11月	EU、金融危機で総額2000億ユーロの景気対策
2009年1月	スロヴァキアがユーロ導入 ユーロ16カ国で流通
2009年10月	ギリシャ政権交替 2008年の財政赤字を3%から7.7%へ修正
2010年5月	EU/IMF ギリシャ向け第一次支援1100億ユーロ合意 EU 総額7500億ユーロ（EFSF4400億ユーロ、IMF2500億ユーロ含む）
2010年10月	アイルランド向け支援850億ユーロで合意
2011年1月	エストニアがユーロ導入 ユーロ17カ国で流通
2011年3月	EU2013年以降ESM（欧州版IMF、EFSFに代替）5000億ユーロで合意
2011年5月	ポルトガル向け支援策780億ユーロで合意
2011年6月	EU ギリシャへの追加支援を検討 ドイツ 民間負担を要求
2011年7月	EU EFSFの貸付上限引上げ、国債買取りで合意 ギリシャ向け第二次追加支援1090億ユーロで合意
2011年10月	デクシア 経営破綻

〔出所〕 筆者作成。

と見られ、金融システムへの影響が懸念されている。ユーロ圏の銀行のバランスシートで国債（独仏などの国債を含む）は5%程度であり、国債のデフォルトが発生しても、自己資本で吸収可能と見られる。しかし、個別行で見ると、コアTier1を国債保有額が上回る銀行が多い。また周辺国への対民間与信は大きく、国債がデフォルトした場合、対民間与信へ影響が深刻化

する可能性がある。2011年現在、周辺国の財政危機と銀行セクターへの影響が問題である。

I EU統合とユーロの歴史

EU統合は長い歴史を持っている。図表1は、EU統合の歴史を概略で示している。第一次世界大戦から第二次世界大戦と、欧州は戦争

の主舞台となった。第一次大戦では、ドイツ、オーストリア=ハンガリー帝国（現在のルーマニア、ブルガリアを除く中東欧地域全体）が同盟国の中心となり、後にオスマン帝国（トルコ）、ブルガリアが加わった。連合国は英仏を中心とし、ロシア、イタリアも加わった。第一次大戦後、ドイツは実質的に敗北し、巨額の賠償金を課されたが、フランスは強行に賠償金支払いを要求し、1923年にフランスはベルギーと共に、ドイツのルール地方を占領した。ドイツのルール地方は炭鉱地域であり、石炭による賠償金支払い問題が背景にあった。また1935年、ドイツ・ナチスはザール地方（独仏の国境に近い、炭鉱地帯）をドイツに編入した。ドイツはザール地方の石炭収入でフランスに賠償金を支払っていた。以上のように、第一次大戦後、ドイツに課された賠償金問題は石炭（炭鉱）と密接に関連し、第二次大戦の背景となっていた。第二次大戦は1939年にドイツがポーランドに侵略し、英仏が宣戦することで開始された。枢軸国は独伊（日）であったが、フィンランド、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリアなども枢軸国につき、一時は仏、ギリシャ、旧ユーゴスラビア、ポーランド、ノルウエー、旧ソ連の一部も占領した。しかし、1945年5月、ドイツは無条件降伏した。

第一次大戦後、ドイツの賠償金支払い問題がドイツ経済の疲弊を招き、ナチスの台頭をもたらした。第二次大戦の背景となった。そしてドイツは賠償金を石炭収入によって支払おうとし、石炭・炭鉱などエネルギー問題が第二次大戦の遠因となった。1951年4月に、欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）が成立し、また1957年に欧州原子力共同体（EURATOM）が成立し、エネルギー問題を軸に欧州統合が開始されたのは、以

上のような戦争への反省と言われる。²⁾

1960年代には、EC 域内では相互関税が撤廃され、EC 域内貿易が増加した。1973年には、イギリス、デンマーク、アイルランドが加盟したが、イギリスも経済的に衰退し、対米貿易よりも対 EC 貿易に期待していた。また1960年代から1970年代にかけては、世界は冷戦構造であった。このため、第二次大戦で枢軸国側であった、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリアも含め、東欧諸国は旧ソ連の影響下におかれ社会主義国となり、ワルシャワ条約機構などで、米主導の北大西洋条約機構（NATO）と対抗した。ドイツは第二次大戦後、西ドイツと東ドイツ（旧社会主義国）に分割され、ベルリンの壁による分割は89年まで継続した。

1970年代前半までスペイン、ポルトガル、ギリシャといった南欧の周辺国は軍事独裁政権であった。ポルトガルは1974年にクーデタで独裁政権が倒され、植民地も独立した。スペインではフランコ独裁政権が1975年に崩壊し、1978年に新憲法が施行された。ギリシャでは1967年以降、軍事政権であったが、1974年にキプロス（2011年現在、国連平和維持軍が配置され、南北に分割。ユーロに加盟するキプロスは南地域。）をめぐるトルコとの紛争も一因となり、崩壊した。これら三国で民主制が定着したのは、1970年代後半であった。³⁾

こうした国内政治の変化もあり、1981年にギリシャが、1986年にスペインとポルトガルが EC に加盟した。これ以降、南欧の周辺国は EC（EU）共通財政による農業補助金等で恩恵を享受することとなる。またドロール・パッケージで、農業補助よりも地域間の不均衡を是正するため構造基金が重視されるようになり、ここからも南欧の周辺国は恩恵を受けてきた。

しかし、2004年に中東欧諸国10カ国が加盟し、南欧の受益者としての地位は低下することとなる。

1992年にマーストリヒト条約が調印され、EU加盟国は財政赤字の対GDP比率3%以内、累積財政赤字の対GDP比率60%以内という制約が課された。国家の財政政策という、国家機能の中核に関して、緩やかながらも制約が開始され、EU統合は新しい段階に入った。

1995年にはオーストリア、フィンランド、スウェーデンがEUに加盟した。オーストリアは歴史的、文化的にもドイツと非常に近い。しかし独自に福祉国家を形成してきた、フィンランドやスウェーデンがEUに加盟したことは注目される。財政政策に制約が生まれること、EU共通財政に抛出負担が発生すること、といった問題よりも、EUに加盟することで関税撤廃等の恩恵が大きかったと見られる。

1999年には共通通貨ユーロが、ホールセール(法人)レベルで流通開始となった。ただし、この時点ではギリシャはユーロに参加しておらず、2011年現在で考えれば、ギリシャに参加を認めなければ、2010年以降のユーロ不安は発生しなかった可能性が高い。しかし2001年にはギリシャもユーロに参加することとなり、2002年からはギリシャも含め12カ国で、ユーロがリテールでも流通開始となった。EUおよびECBのこの時点での判断ミス(ギリシャを参加させたこと)が、2011年現在、大きな問題となった。

ユーロスタート時の判断ミスは、もうひとつあった。ECBの金利が、ドイツ連銀の政策金利を実質引き継ぐレベルに設定されたことである。すなわち、ギリシャの他、スペイン、イタリア、ポルトガルは、ユーロ開始前まで、高イ

ンフレ・高金利国であったが、ユーロスタートによって、ドイツレベルの低金利が適用された。この金利水準が、スペインやアイルランドでの、住宅ブームとその崩壊を引き起こした主因であろう。

ただ、いずれにせよ、ユーロ開始によって、加盟国での金融政策は独自性を喪失した。ECBによって金融政策は一元化され、加盟国間でインフレ率格差や失業率格差が生まれても、加盟国は独自に対応できない。また中央銀行は、従来、「政府の銀行」という側面を持ち、国家の一部を構成してきた。したがって、ユーロにより、加盟国の中央銀行が統合されたことは、金融面にせよ、国家の統合が開始されたことを意味する。

2004年に、中東欧諸国を中心に10カ国が一挙に加盟した。1960年代には、旧ソ連の影響下で、コメコンやワルシャワ条約機構により、社会主義陣営を構成し、EU諸国とも対立してきた中東欧諸国が加盟したことの意義は大きい。1989年にベルリンの壁が崩壊し、90年には東西ドイツが統一された。1991年にはソ連が崩壊し、ほぼ同時に中東欧での社会主義体制も崩壊した。社会主義が崩壊した中東欧諸国は、EUに加盟することで、再生しようとしている。

社会主義の崩壊により、中東欧で人権面など自由化が進み、また民主主義が導入されていることは望ましい。しかし、社会主義の崩壊は、少なくとも2つの問題を表面化させた。第一に、旧ソ連を中心とした社会主義体制下では抑制されていた、民族対立や人種間の紛争を引き起こしたことである。その一例は、1990年代における旧ユーゴスラビア解体、セルビアとコソボ問題であろう。この問題は、NATO軍が軍事行動にでたこともあり、EUの存在意義を問

うこととなった。第二に、社会主義が掲げた、公平性や平等といった理念が後退し、資本の論理が前面にでて、効率性や利益至上主義が重視されるようになった。第二次大戦後、主要な先進国で政策目標となった福祉国家モデル（社会保障の充実、完全雇用の実現、所得格差是正等）も、資本主義が社会主義との対抗から形成された、と言われる。しかし社会主義というライバルが消滅し、資本主義は利益至上主義となった。2011年現在、ユーロ不安の背景には、行き過ぎた金融自由化やグローバル化があることは、否定できないであろう。

2007年にはババ・ショックが、2008年にはリーマン・ショックが発生し、アメリカのサブプライム関連証券化商品を多く保有していた欧州系銀行も、多額の損失を計上した。ドイツ銀行やUBSといった欧州を代表する銀行の収益構成において、アメリカの比重が著しく上昇していた。全体として、欧州やユーロ圏においても、企業の銀行貸出への需要は低迷し、資金運用面で有価証券の比重が上昇していた。証券化商品の運用で失敗した銀行が続出し、2008年10月には独ヒボ・リアルエステートに500億ユーロ、仏デクシアに64億ユーロ等々の公的資金が注入された。この他、仏大手6行に105億ユーロ、独バイエルン州立銀行に54億ユーロ、独コメルツ銀行に82億ユーロといった公的資金が投入された。さらに問題は实体经济へも波及し、独BMWやVW大手自動車メーカーも公的な支援を要請した。⁴⁾自動車メーカーの金融子会社のCP（コマーシャル・ペーパー）発行が停止し、資金繰りが悪化したためである。金融危機対策として、EUや各国政府は付加価値税の減税措置等を取り、銀行へ公的資金を注入したため、各国財政赤字は拡大した。こうした2008

年～2009年における金融危機と対応が、2010年以降の財政危機の序幕となった。

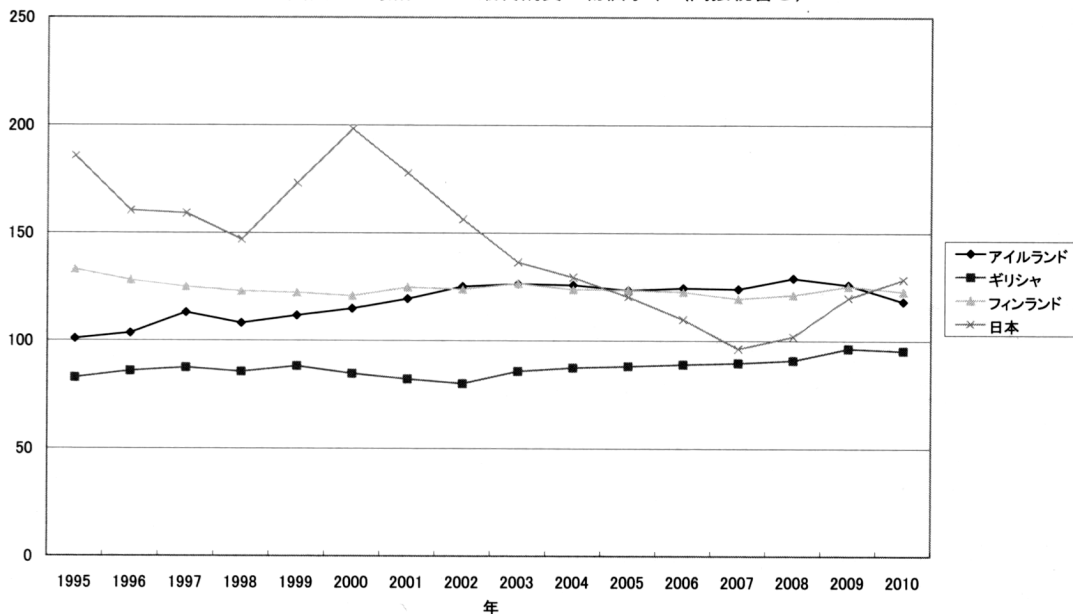
2007年から2011年にかけ、ブルガリア、ルーマニアがEUに加盟、スロベニア、エストニア等5カ国がユーロに参加した。中東欧諸国からのユーロ加盟は、ユーロ不安にもかかわらず、今後も続くであろう。第一に、中東欧諸国が独自通貨を継続すると、弱小通貨として、ヘッジファンドに狙われやすく、介入により過大なコストが発生しやすい。第二に、中東欧諸国のユーロ未加盟通貨は金融市場で流通性を持っていない。これらの通貨は国内でのみ流通し、国外ではほとんど流通できない。海外からすれば、大きな制約であり、また直接投資誘致のうえでも桎梏となる。中東欧諸国のユーロ加盟希望は、今後も続くであろう。

II インフレ動向と周辺国財政

グローバリゼーションは、国民国家内外での価格差、賃金（労働力価格）格差、金利（資本価格）格差を収斂させる傾向も持つ。すなわち、高価格国では物価下落（デフレ）圧力がかかり、低価格国では物価上昇（インフレ）圧力がかかる。同様に、高賃金（所得）国では賃金抑制バイアスがかかり、低賃金国では賃金上昇バイアスが働く。さらに、資本移動が活発化するため、金利も各国間で平準化する傾向を有し、高金利国では金利が低下しやすい。

以上のことは、アジア、アメリカ、日本でも進行しているが、ユーロ圏では一層強く働くと見られる。ユーロ圏では、国民国家が異なっても、同じユーロ建てで価格が表示されるため、価格差が一目瞭然となるからである。ユーロ圏では為替レートによって、価格差が覆い隠

図表2 家計による最終消費の物価水準（間接税含む）



(注) EU=100

〔出所〕 <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> から作成。

されることはない。

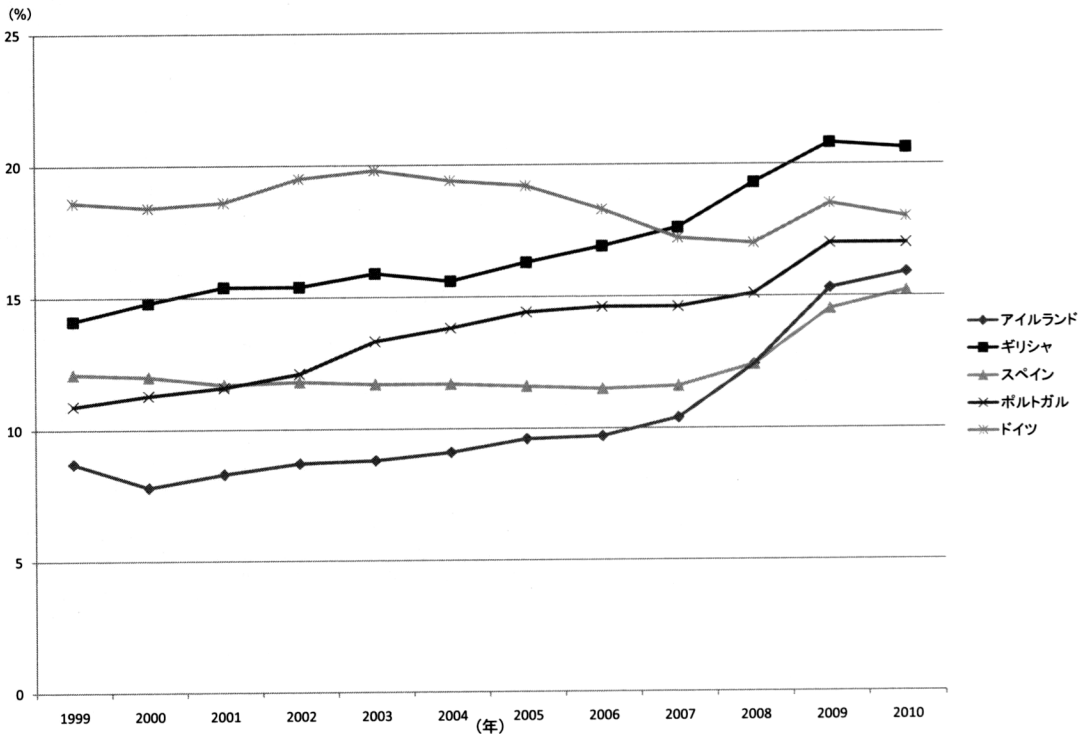
図表2は、ユーロ圏の周辺国としてギリシャ、ユーロ圏の高価格国としてフィンランドの物価水準を、EU平均を100として、示している。1995年に、ギリシャの物価水準は、EU平均を100とした場合に、82.9であった。同様に、スペインは89.1、ポルトガルは83であった。ユーロ導入前には、ギリシャとポルトガルの物価水準はEU平均よりも17%ほど低く、スペインは11%ほど低かったことになる。しかしギリシャのインフレ率は高く、2002年には3.9%、2003～2007年にも3%台、2008年には4.2%であった。この結果、2009年には、EU平均の物価水準100に対し、ギリシャは96.5となった。1995年から2009年の期間で、ギリシャの物価水準はEU平均にほぼ近づいていた。またギリシャほどではないにせよ、スペイン、ポ

ルトガルのインフレ率も高く、ポルトガルのインフレ率は2001年に4.4%であった。

他方で、高価格国であるフィンランドでは、1995年にEU平均100とする物価水準は133であったが、2007年には119.6と低下した。フィンランドやドイツなど高価格国では、インフレ率は低く、1997年から2006年にかけて、ドイツのインフレ率は2%未満であった。高価格国ではデフレ圧力もかかり、物価は安定的であった。なお、こうした高価格国でのデフレ圧力が最も強かったケースが日本であり、図表2にあるように、2000年に198（EU平均100）であった物価水準は2007年に96.4まで低下した。⁵⁾

ユーロ圏における、こうした物価動向とインフレ率は労働力の価格（労働コスト）にも反映された。スペインにおける月あたり労働コストは、2001年には1867ユーロであったが、2009年

図表3 社会的給付（社会保障）の対 GDP 比率



[出所] <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> から作成。

には2921ユーロであり、8年間で56.5%（年平均5.76%）の上昇率であった。ドイツにおける月あたり労働コストは2001年に3511ユーロであったが、2009年には3977となり、同じく13.3%（同1.57%）の上昇率であった。したがって、スペインの労働コストはドイツに対し、53.2（ドイツを100）から73.4（同）へ上昇した。ギリシャについては、EU統計でも整備されていないが、1998年における1500ユーロから、2003年に1984ユーロに上昇しており、ほぼ同様である。

こうしたインフレ率や労働コストの上昇は、年金や公務員給与などに反映された。スペインなどでは、労組との賃金交渉において、インフレ率とリンクされた賃金モデルが支配的となっ

ており、広範な範囲に影響したと見られる。またギリシャの財政支出構成を見ると、公務員給与と年金で主要な部分を占めてきた。このため、公務員給与や年金関係の支出が増加すれば、財政支出は増加する傾向にある。

図表3により、社会的給付（社会保障費が中心）の対GDP比を見ると、ドイツの場合、2003年に19.8%とユーロ圏でも最高水準であったが、漸次的に低下し、2008年には17%まで低下した。ドイツでは財政赤字削減のため、年金等の社会保障関連支出が抑制された。他方、ギリシャでは1999年に同比率は14.1%であったが、2009年には20.8%まで上昇し、ドイツを上回った。また同じくポルトガルでも同じく10.9%から17%へ、アイルランドでも8.7%か

ら15.3%へ上昇した。インフレや労働コストの上昇に対応して、年金支給額が増額されたことに加え、高齢化の進行も要因であろう。ユーロ圏の老齡依存比率（Old Age Dependency Ratio, 65歳以上人口÷15～64歳人口）はドイツとイタリアが最高で、2008年現在30.4%であるが、ギリシャでも27.8%、ポルトガルでも25.9%と続いている。年金受給人口が増加したこともあり、ギリシャ等でも社会保障関係支出が増加したと見られる。

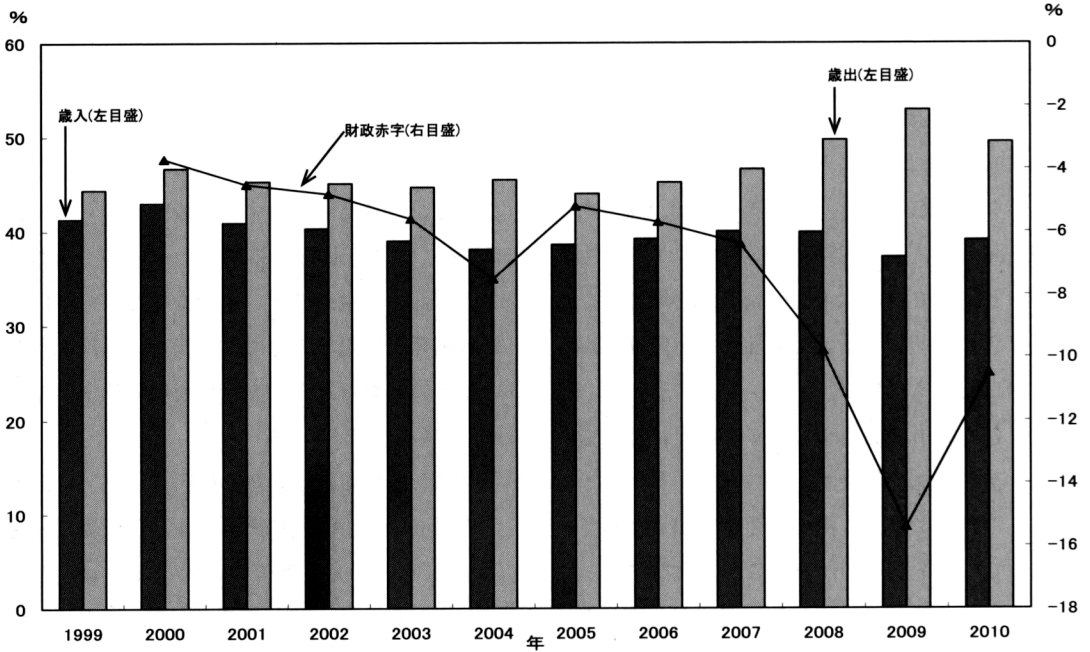
こうして歳出増加となったが、歳入は伸び悩んだ。本来、税収基盤が整備されていれば、インフレの発生により、税の自然増収がもたらされるので、インフレ率が高いことは税収にとってマイナスではない。しかし、ギリシャにおいてインフレにもかかわらず、税収は伸び悩んだ。歳入が伸び悩んだ要因は、第一に、シャドーエコノミーと呼ばれる非正規経済が大きいことである。シャドーエコノミーの定義は確定していないが、非合法の経済行為（薬物取引等）から合法の経済行為（節税等）まで幅広い。ただ税収との関係では、領収書を発行しないことで、付加価値税納税を免れるといった行為が典型である。また事業者が従業員の人数を正確に報告せず、社会保険料の納付を免れることも多いようだ。IMFの推計によれば、ギリシャのシャドーエコノミーは対GDP比率で30%程度であり、OECD加盟国としては最高水準である。またスペインやイタリアも続いている。第二に、直接税でも累進課税が弱く、所得分配の不公平性が強い。所得分配の不平等性を示すクインテール指数（quintile ratio, 高所得を得ている人口の最上位20%による所得が、低所得の最下位人口20%による所得の何倍であるか、を示す指数）は、ユーロ圏17カ国平均で

4.8倍（2009年）であった。しかし、ギリシャでは5.8倍、スペインでは6倍、ポルトガルでも6倍であった。南欧では、高所得層と低所得層の格差が大きいのである。最近も、サンタンデル銀行のオーナー家族による脱税が問題となったが、富裕層に対する一般国民からの批判は強い。⁶⁾こうした富裕層への不満が、南欧における低い納税モラル、年金や給与引き下げへの抵抗等と関連していよう。また累進課税が弱いことの結果として、直接税収の比率が低くなっている。

ギリシャにおける財政の歳入・歳出・財政赤字の対GDP比率を図表4で見ると、歳出の対GDP比率は1999～2007年にかけて、44～46%であり、もともと高水準であった。さらに2008年には49.7%、2009年には52.9%と上昇した。金融危機にもかかわらず、年金や公務員給与を中心に、ギリシャの歳出は増加した。他方、歳入の対GDP比率は2007年の40%から2009年には37.3%へ低下した。金融危機による不況と税収減によって、通常は緊縮財政に転換されるべきところ、歳出は抑制されなかった。これは以下で述べるように、インフレによる国債利払い費の軽減によって、国債発行に安易に依存していたことが大きい。しかも、金融危機を契機として長期金利が上昇したため、短期債中心に国債を発行し、2010年以降の財政危機をもたらす引き金となった可能性が高い。ここでは、財政赤字の対GDP比率が2009年に-15.4%へ跳ね上がった事実を確認したい。

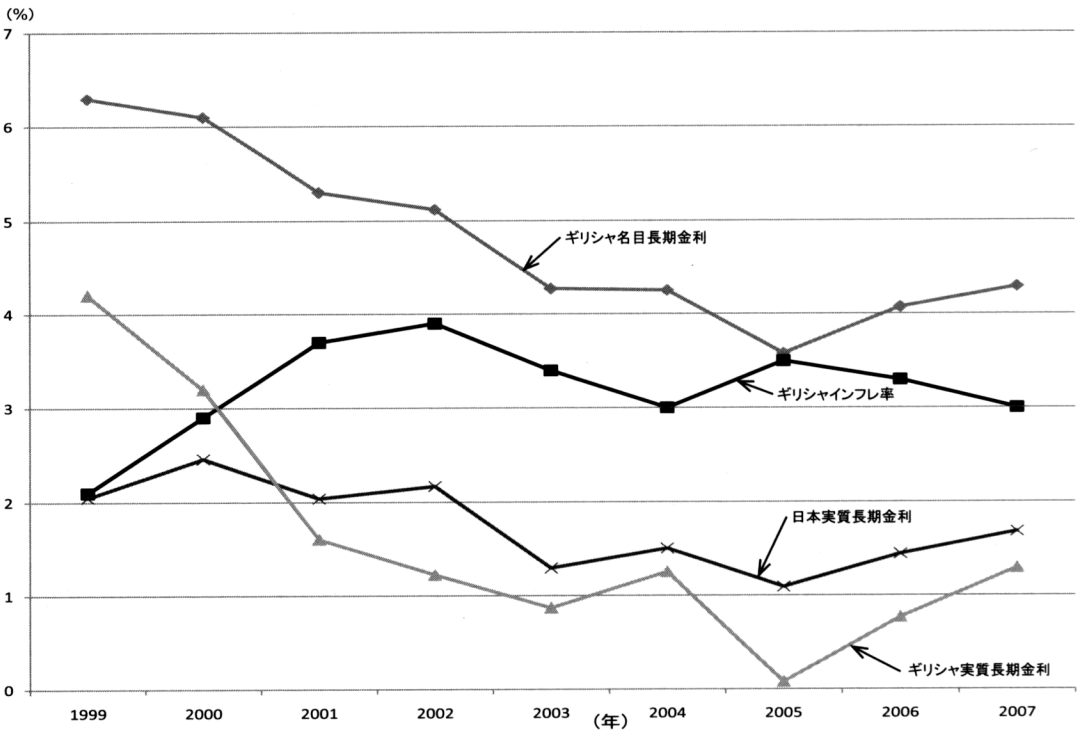
インフレは実質金利を低下させる。逆に、デフレは実質金利を上昇させる。前者はギリシャ、後者は日本に代表される。ギリシャの名目長期金利は2003年に4.27%であったが、インフレ率が3.4%あったため、実質長期金利は

図表4 ギリシャの財政収支対 GDP 比



〔出所〕 <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> から作成。

図表5 ギリシャと日本の実質長期金利



〔出所〕 <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> から作成。

0.87%であった。また2005年にも名目長期金利は3.58%であったが、インフレ率は3.5%であったため、実質長期金利は0.08%でしかなかった。ギリシャはユーロに参加することで、ドイツの信用傘下に入り、名目長期金利が低下したうえ、インフレにより実質金利は一段と低下した（図表5参照）。

一方、日本の実質金利は名目金利よりも高い。2000年に日本の名目長期金利は1.76%であったが、インフレ（デフレ）率は-0.7%であり、実質長期金利は2.46%であった。また2003年に日本の名目長期金利は0.99%であったが、インフレ率は-0.35であり、実質長期金利は1.34%だった。しかし、上記のように、2003年にギリシャの実質長期金利は0.87%であったから、日本と逆転していた。日本ではデフレにより実質的な国債の利払い負担は重くなっているが、ギリシャではインフレによって軽減されてきた。⁷⁾

こうしたギリシャにおける実質長期金利の低下は、財政の利払い費負担を実質的に軽減してきた。財政の利払い費負担の対GDP比率を見ると、ギリシャでは1996年に10.5%であったが、2007年には4.7%と急速に低下した。インフレによって名目GDPは増加するが、利払い負担は国債発行時の利率によって決まるため、インフレから直接は影響されない。このため、インフレによって利払い負担は実質的に軽減される。インフレによって債務者利得が発生するからである。こうした結果、ギリシャは極めて安易に国債発行が可能になり、国債に依存するなかで、歳出を膨張させることが可能になった。

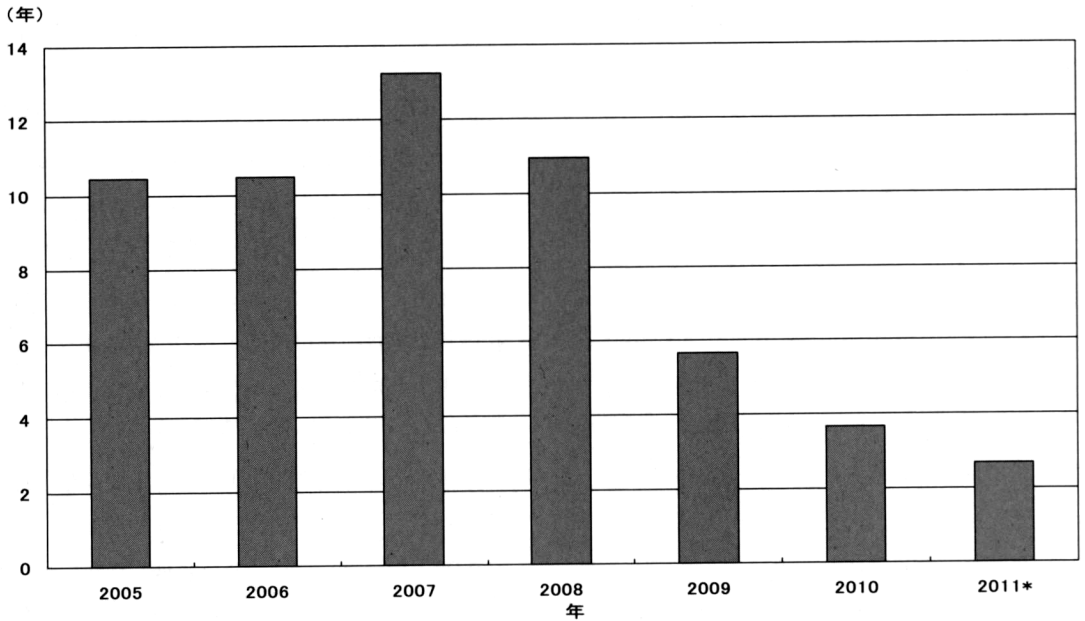
ギリシャの国債発行額は2000年には93億ユーロであったが、2007年には153億ユーロに増加

し、2008年には212億ユーロ、2009年には374億ユーロと急増した。2007年以降、金融危機の影響で、税収が減少したものの、歳出が増加し、国債発行額は増加した。むしろ、国債発行に依存することで、歳出膨張が可能となった。ギリシャの国債依存度（歳出額に占める国債発行額）は2006年には4.6%であったが、2009年には15.9%まで上昇した。インフレによる国債利払い費の実質的な軽減によって、国債発行に対する歯止めがかからなくなり、国債に依存した歳出膨張が可能になってしまった。

ギリシャの国債は2010年まで、主要部分は海外投資家（主として、EUの銀行と推定）による保有であった。これは経済合理性からも説明できる。ギリシャ国内の投資家がギリシャ国債を保有した場合、インフレによって実質利回りが低下するため、投資リターンはさほど高くないのである。例えば、ギリシャで最後に発行された10年債は、2010年3月発行（シンジケート方式）であったが、利率6.25%で募集額（オファー）は161億ユーロ、引受額は50億ユーロ、発行価格98.942で、利回りは6.385%であった。これでもギリシャの予想インフレ率を差し引けば、実質利回りは2~3%台となろう。こうした実質利回りでは国内投資家は保有するインセンティブが弱かったと見られる。

図表6が示すように、ギリシャにおける新規発行国債の平均年限は、2008年以降、急速に短期化した。2007年には平均年限は13.25年であったが、2009年には5.66年となり、2010年には3.68年と短期化した。2011年3月末には2.68年となったが、EUのEFSMによる融資（3~5年）を含んだものであり、実質的には3~6カ月の財務省証券による調達である。2008年以降、金融危機の影響で、長期金利が上昇し、

図表6 ギリシャ新規発行国債の発行年限 (加重平均)



(注) 2011年は3月末現在。

〔出所〕 Ministry of Finance, *Hellenic Republic Public Debt Bulletin*, March 2011から作成。

短期債中心の調達となった。したがって、恒常的に満期を迎え、償還財源不足に悩むこととなった。

ギリシャなど周辺国財政の悪化は、インフレにより歳出が膨張する一方、徴税インフラが整備されていなかったため、インフレによる税収増が生まれなかったことが、大きな背景である。さらにインフレによる国債利払い費の実質負担軽減により、国債依存による歳出膨張への歯止めがかからなくなってしまった。しかし、2010年以降、財政資金のやりくりが逼迫し、IMFとEUの融資によって、支えられている。

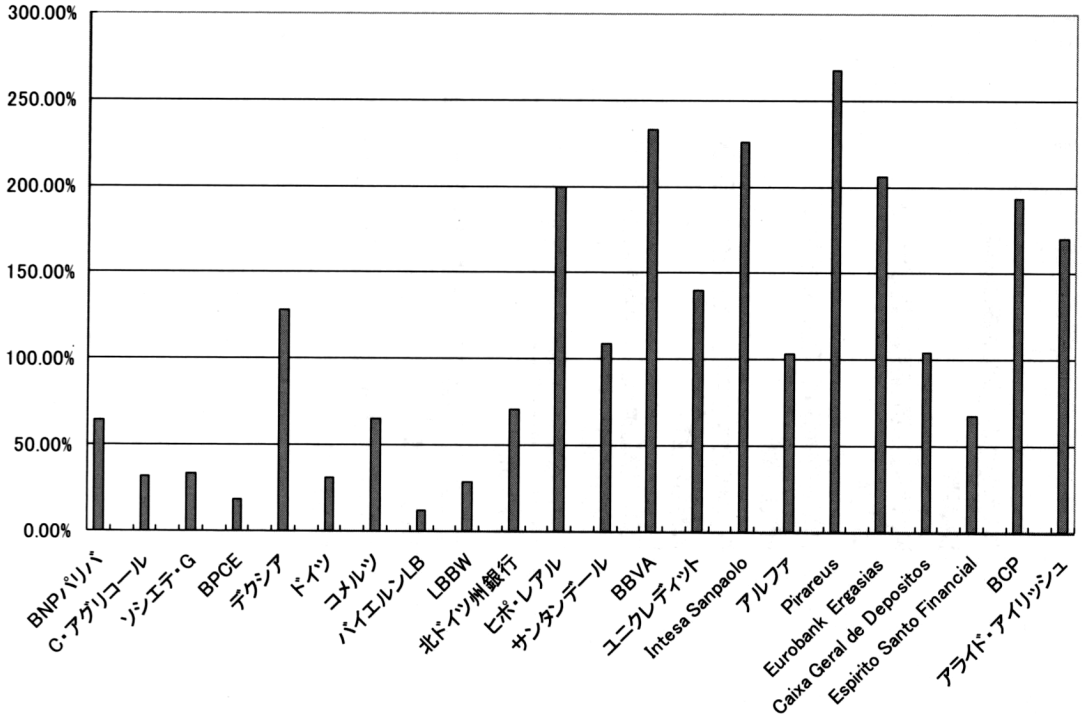
Ⅲ 銀行の国債保有

ギリシャの国債は、2011年12月現在でも、デフォルトに近づいている。すでにフランス系銀

行では2011年上半期決算で、ギリシャ国債について多額の評価損や引当金が計上されている。これはIMF・EUの救済スキーム構想で、民間の自発的負担が求められ、国債元本の21%を民間負担（損失）として償還されない、とされたからである（2011年12月現在、50%への引き上げが議論）。このため、フランスの大手銀行では将来のリスクを前倒しして、ギリシャ国債の損失を計上した。

実質的にギリシャ国債はデフォルトに近づいているが、EBA（欧州銀行監督機構）により2011年ストレステスト（第2回）の結果が公表された。EBAは2010年秋に、欧州金融監督制度（ESFS）のなかの一部として創立された。2010年の銀行ストレステストは、欧州銀行監督委員会（CEBS）によって実施され、各銀行の各国国債保有額（Gross Exposure）と銀行勘

図表7 周辺国国債保有額の対コア Tier1比率



(注) 周辺国5ヶ国国債保有額÷コア Tier1自己資本
 [出所] 個別銀行のホームページ等から作成。

定（満期保有）内訳といったシンプルな開示であった。しかし、2011年のストレステストでは、EBAによる開示基準の共通化等もはかられたため、詳細な開示となった。

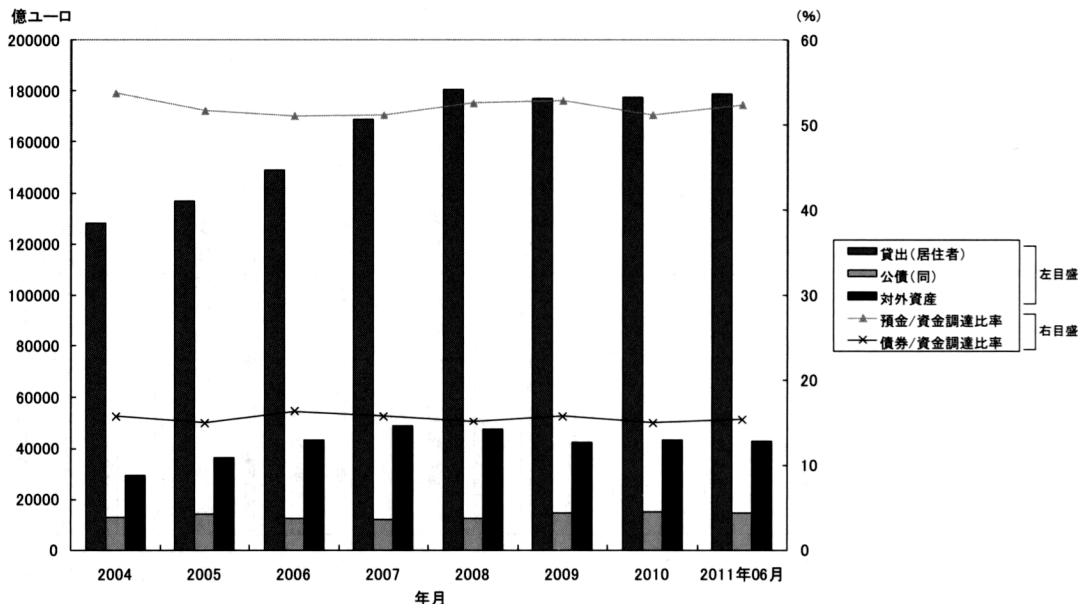
図表7は、EBA ストレステストの開示データ（Net Exposure）にもとづき、周辺国（ギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリア、アイルランドの5カ国合計）国債合計額を分子とし、分母を狭義の中核的自己資本（コア Tier1、普通株と内部留保などであり、かなり厳格な自己資本概念）として、比率を算出したものである。基本的な考え方としては、保有国債がデフォルトや大幅な価格低下を起こした場合、自己資本で吸収が可能か、預金等に損害が及ばないか、といったことである。したがって

厳密には、国債保有額や株式保有額を合計した有価証券保有額が、自己資本以内におさまっていることが望ましい。

図表7によると、パリバ、クレディ・アグリコール、ソシエテ・ジェネラル、BPCEなど主要なフランス系銀行は、対コア Tier1比率でいずれも100%未満となっている。最も高いパリバでも64%であり、クレディ・アグリコールやソシエテ・ジェネラルでは32~33%となっており、低い水準である。パリバの場合、ギリシャ国債を50億ユーロ、イタリア国債を241億ユーロ、スペイン国債を39億ユーロ保有しているが、コア Tier1比率では64%に収まっており、高いわけではない。

しかし、2011年10月に経営破綻したデクシア

図表8 ユーロ圏銀行の資産・負債



〔出所〕 ECB, Monthly Report から作成。

の場合、ギリシャ国債を35億ユーロ、イタリア国債を150億ユーロ、ポルトガル国債を19億ユーロ等保有していたが、破綻した。同行のコア Tier1は170億ユーロ（2010年末）であるが、各国国債保有額合計（日本等含む）は562億ユーロで、国債保有額の対コア Tier1比率は331%に達する。しかしデクシアの経営破綻は、自己資本不足に起因するよりも、流動性リスクや資金調達リスクが顕在化した可能性が高い。

図表8が示すように、欧州系の銀行は資金調達面で預金の比率が低く、ホールセール市場からの比率が高い。すなわち、インターバンク市場等で短期資金をファイナンスし、これを長期国債等で運用する、「短期借り・長期貸し」ビジネスモデルである。この場合、短期の資金調達が円滑に借換えられていく（ファンディング）ことが必要条件となるが、デクシアの場合、このファンディング問題が破綻の要因と

なった可能性が高い。デクシアの2011年上半期決算プレス・リリースによると、1年間でバランスシート規模を910億ユーロ縮小し、短期の流動性ギャップを470億ユーロ縮減したことが強調されていた。デクシアの総資産残高は2010年6月末の6085億ユーロから、2011年6月末には5177億ユーロまで減少したが、短期の資金調達問題が影響していた。⁸⁾インターバンク市場では、借り手銀行の銀行名が表示されるため、信用不安が強まった銀行は、調達不能に陥るためである。

ドイツの銀行もヒポ・リアルエステートを例外として、周辺国国債の対コア Tier1比率はおおむね低い水準にある。ヒポ・リアルエステートの同比率は200%であるが、ギリシャ国債保有はゼロである。ヒポのコア Tier1は55億ユーロであるが、イタリア国債71億ユーロ、スペイン国債34億ユーロなどを保有し、周辺国国債の

合計保有額は110億ユーロとなり、対 Tier1比率では200%となる。

しかしスペイン、イタリア、ギリシャ、ポルトガルなど周辺国の国内銀行の国債保有対コア Tier1比率は全体的に高い水準にある。スペインのサンタンデルが109%、BBVA が233%、イタリアのユニクレジットが140%、Intesa Sanpaolo が226%といった水準にある。またギリシャの Pirareus 銀行が267%、Eurobank が206%、ポルトガルの BCP が194%、アイルランドのアライド・アイリッシュ銀行が170%である。これら周辺国の銀行はホームバイアスが強く、自国国債が保有の中心である。スペインのサンタンデルの場合、周辺国国債保有額は459億ユーロであるが、うちスペイン国債は418億ユーロを占める。またギリシャの銀行では、周辺国国債はすべてギリシャ国債である。

ギリシャの Pirareus 銀行のコア Tier1は30億ユーロであるが、ギリシャ国債を81億ユーロ保有している。ギリシャ救済策として、民間負担が保有国債元本の20~50%と議論されるが、仮に50%となれば、40億ユーロの損失となる。コア Tier1は30億ユーロであり、損失が上回る。Eurobank の場合も、コア Tier1は43億ユーロであり、ギリシャ国債を87億ユーロ保有している。民間負担が国債元本の50%となれば、やはりコア Tier1を超過し、債務超過となる可能性がある。ギリシャ国債のデフォルト(元本削減を含む)が現実化すれば、ギリシャの国内銀行へ大きな影響が予想される。この場合、ギリシャの銀行に貸し出してきたフランスやドイツの銀行に伝播するため、信用不安がユーロ圏全体に広がる可能性が否定できない。

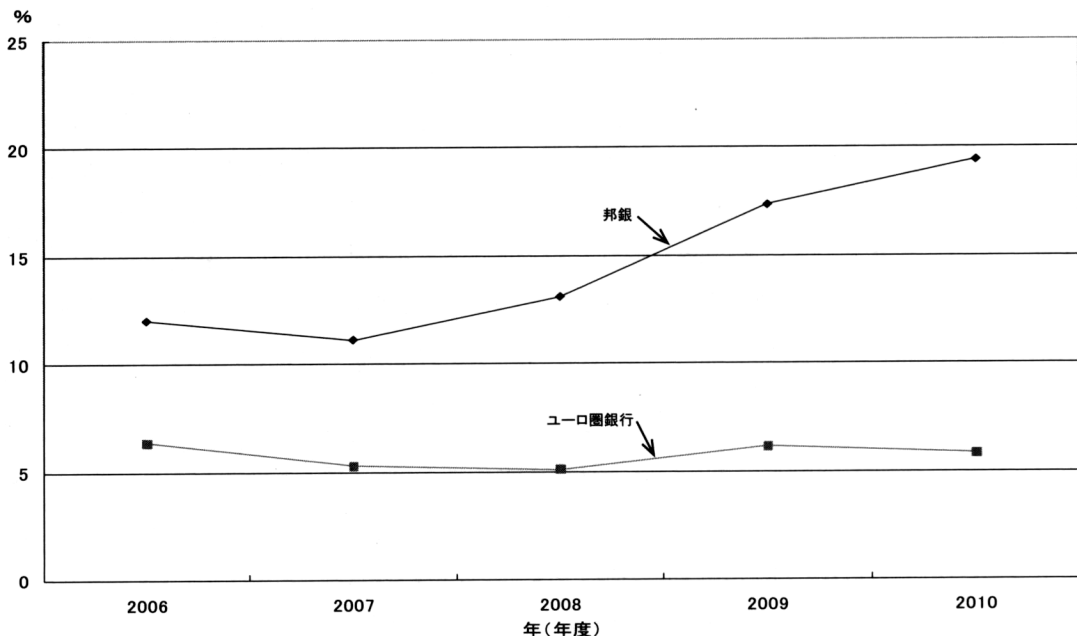
IV 日本の国債と銀行への示唆

以上で見てきたように、ギリシャを中心とする欧州の銀行による国債保有は、対コア Tier1比率でも、個別行で見ると、高い水準にある。しかし、少なくともユーロ圏の銀行全体では、公債の対総資産比率は5~6%といった水準にある。図表9は、ユーロ圏の銀行の総資産(Aggregated Balance Sheet、銀行間信用を差し引いていない総資産)と公債(一般政府債、地方債を含む)の比率を示す。このように、全体としてみると、ユーロ圏の銀行の公債対総資産比率はさほど高い水準ではない。これは、ユーロ圏の銀行、特にドイツの銀行は証券化商品の保有残高が多いことも一因である。

他方、日本の銀行の場合、有価証券保有残高のなかで、証券化商品の構成はさほど高くない。さらに近年では、急速に株式も売却している。株価の低迷に加え、IFRS(国際会計基準)の導入、バーゼル(自己資本比率)規制の影響と見られる。このため、邦銀の場合、有価証券残高や総資産における国債の比重は急速に上昇している。図表9が示すように、邦銀の総資産における国債の比率は急速に上昇している。邦銀の同比率は2006年に12%であったが、2010年には19.4%まで上昇した。邦銀の国債保有は極めて高い水準と言わざるをえない。⁹⁾

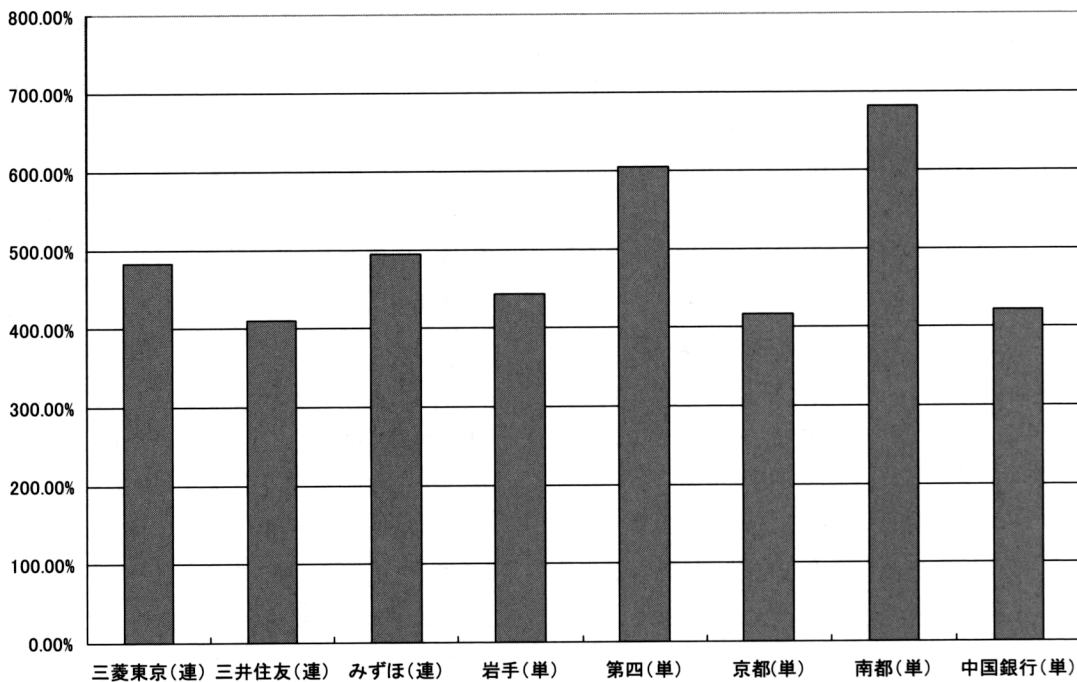
また図表10が示すように、邦銀の国債保有額を対 Tier1比率で見ると、メガバンクでは三菱UFJ が483%、みずほ494%(いずれも連結ベース)といった水準にある。またリージョナルバンクでは、一部の銀行が地方債を含む一般政府債で対 Tier1比率を算出すると、600%を超えている。邦銀では、コア Tier1や同比率が

図表9 日欧銀行の国債保有対総資産比



〔出所〕 ECB, *Monthly Report* および全国銀行協会, 『全国銀行財務諸表分析』から作成。

図表10 Tier1比国債



〔注〕 メガバンクの分子は「国内債券(連結)」等, リージョナルバンクの分子は「国債・地方債(単体)」等を使用している。

〔出所〕 全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』および個別行ホームページ等から作成。

公表されていないため、Tier1で算出せざるをえない。もちろん、コア Tier1よりも、Tier1が優先株等を含むため、Tier1のほうが広い自己資本概念である。図表7で示したように、ユーロ圏の銀行の場合、分母をコア Tier1としても、周辺国国債保有額の比率は高くとも200%台であった。邦銀の日本国債保有額の対 Tier1比率はユーロ圏の銀行よりもかなり高いのである。

現状では、日本国債の利払い遅延、もしくはデフォルトの可能性が低いため、邦銀が国債で損失を計上する可能性は大きくはない。しかし長期金利が上昇する局面に入る可能性は常にある。ギリシャ国債のデフォルトリスクとユーロ圏の動向は、わが国の政府財政と国債、さらには邦銀の国債保有に強い警鐘を鳴らしている。

まとめに代えて

2012年1月下旬現在、新聞報道によると、ギリシャ国債の債務削減交渉（投資家である民間銀行とギリシャ政府との交渉）は依然として難航が伝えられている。銀行が保有する国債と、借換債が交換されるが、借換債の表面利率をギリシャ政府が抑制しようとしているため、である。交渉の行方は不透明であるが、問題が長期化する可能性が否定できない。

ギリシャの財政危機と国債デフォルト危機を引き起こした背景は、本稿で明らかにしたように、インフレによる歳出膨張、シャドーエコノミーによる税収不足、ユーロ参加とインフレによる実質長期金利の低下等にある。ギリシャはユーロに参加し、ドイツの信用傘下に入り、名目長期金利が低下し、さらにインフレによって実質長期金利も低下し、国債に依存する財政体

質が形成されてしまった。独仏などユーロ圏の基軸国が、ギリシャなど南欧諸国を甘やかしたコストは高くついた。しかし、南欧諸国に貸し出し、住宅バブルをもたらす一翼となった、独仏の銀行にも責任の一端はあるだろう。

日本人と日本経済は規律性があり、南欧のような弛緩した経済体質ではない、と考えられてきた。しかし、国債依存体質としては、日本はより顕著であり、潜在的リスクはギリシャよりも高い。今後、国債不況に日本が陥らないよう、政策当局の手綱が期待される。

注

- 1) 本稿では、PIGS（ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペインの頭文字）、および PIIGS（イタリアを追加）といった用語を使用しない。差別的な響きがある可能性を否定できないからである。代わって、周辺国（Periphery）という用語を使用するが、ポルトガル、アイルランド、ギリシャを中心とし、スペイン、イタリアを含む諸国である。
- 2) 内田・清水編著、『EU 経済論』、ミネルバ書房、2001年参照。
- 3) 南欧諸国における政治的民主主義の歴史が短いことは、今日の経済的民主主義にも影響している。所得の高所得階層への集中度が、2009年現在、これら3国では高い。所得シェア比率（Income quintile share ratio、下位所得の人口20%に帰属する所得額に対する、上位所得の人口20%に帰属する所得額の比率）はEU27カ国平均4.9（2009年）であるが、ギリシャは5.8、スペインは6倍、ポルトガルも6倍と高い。この統計で所得は可処分所得とされており、税引き後所得である。所得シェア比率が高いことは、累進課税が弱いことを意味する。<http://epp.eurostat.ec.eu> 参照。
- 4) ドイツのBMWは2008年11月4日に政府救済策の申請を検討した。*Financial Times*, November 5, 2008
また11月31日には、米GMとフォードが、SAABとボルボへの支援をスウェーデン政府に要請したが、スウェーデンの税金投入が海外へ流出しないこと、が議論となった。また12月9日には、ドイツVWが公的資金注入を申請した。*Financial Times*, December 9, 2008
今日、自動車メーカーは金融子会社に自動車を販売し、金融子会社がリース販売する。この場合、金融子会社のCPや債券発行が生命線であり、自動車業界は金融市場に大きく依存している。
- 5) 購買力平価説によれば、為替レートは通貨のインフレ率格差を反映して決定される。高インフレ率の通貨は、購買力が低下するため、為替レートが低下する。他方、低インフレ率の通貨は、購買力が上昇するため、為替

レートが上昇する。こうした観点に立てば、日本のような高価格水準で、低インフレ（デフレ）率の通貨の為替レートが上昇することは、合理的である。現在の日本の低インフレ（デフレ）率は、中国などアジアからの低価格商品輸入増や、流通コスト低下（生産者と消費者の直結、ネット販売の普及等）を反映しており、金融政策に起因するものではない。この点は記して今後の研究課題としたい。

- 6) スペインのサンタンデル銀行の大株主である、エミリオ・ポータイン氏はスイスの銀行口座に関わり、脱税の疑いをかけられている。*International Herald Tribune*, September 22, 2011
- 7) 日本の場合、デフレによって国債の利払い負担は漸次的に重くなっている。とはいえ、従来、利払い負担が深刻化しないことは、一重に低クーポン（表面利率）に起因しよう。しかし低クーポンであれば、国債価格は大幅に低下しやすいため、長期金利が上昇した場合の利払い負担増加は急速になりやすい。また日本でのデフレによって税収減が進行し、間接的に利払い負担が重くなっている側面も見落とされるべきではない。
- 8) Press Release, Dexia, 4 August, 2011
- 9) 邦銀の同比率は、全国銀行協会の『全国銀行財務諸表分析』の、全国銀行の単体合計ベース総資産を分母に、分子は国債保有残高（一部は地方債残高を含む）で算出した。またユーロ圏の銀行の同比率は、ECB, Monthly Report of the Aggregated Balance Sheet の総資産をベースに、一般政府債（地方債を含む）で算出している。したがってベースが異なるため、あくまで参考値である。

参 考 文 献

内田・清水編著、『EU 経済論』、ミネルバ書房、2001年
全国銀行協会、『全国銀行財務諸表分析』
ECB, *Monthly Report*

Financial Times

International Herald Tribune

<http://epp.eurostat.ec.eu>

Press Release, Dexia

代田純「EUにおける金融危機と公的金融の復活」、

『証券経済研究』、66号、2009年6月。

同「世界金融危機の構図～欧州系銀行の関与を中心に～」、『中央大学経済学論纂』、2010年3月。

同「EU通貨統合と英独の失業問題」、『世界経済評論』、1998年11月号、pp32

同「ユーロの挑戦と成算」、中尾茂夫編『金融グローバルリズム』、東京大学出版会、2001年3月、pp169～192。

同、「金融危機以降の欧州系銀行と不良債権～欧州系銀行の貸出と中東欧問題～」、『証券経済研究』、第70号、2010年6月

同、「ギリシャの財政危機と銀行の国債保有」、『証券経済研究』、第72号、2010年12月

同、「金融危機以降の邦銀と公社債投資」、『証券経済研究』、71号、2010年9月号

同、「欧州経済の現状と対日株式投資の動向」、『証券レビュー』、2010年10月号

田中素香、「ドル不足とヨーロッパの金融危機」、『経済学論纂』、中央大学、第50巻第3・4号合併号、pp187～210

(駒澤大学経済学部教授・当研究所客員研究員)