

代田純著

『ユーロと国債デフォルト危機』

(税務経理協会, 2012年2月刊)

田中素香

一

ユーロ危機は複雑である。2010年春のギリシャ・デフォルト危機を出発点にとってもすでに2年以上経過した。10年末から11年春にかけてアイルランドとポルトガルの支援申請, 2011年後半にはギリシャの第2次デフォルト危機とスペイン, イタリアそして全ユーロ圏への危機の波及が生じた。この第2次危機は財政危機と銀行危機の相乗作用が顕著であったが, 年末から2月にかけてECBが実施した3年物合計1兆ユーロの銀行への資金供給によって沈静化したように, 銀行危機が危機激化要因となっていた。

EUとユーロ圏の危機対応策は, 本書の執筆終了時点の11年秋までにも, 2010年春のギリシャ向けの1,100億ユーロと事実上イベリア半島向けの7,500億ユーロの安定化基金の設置から, その改善や第2次ギリシャ支援, ギリシャ向けの民間債権のヘアカットの決定(ユーロ圏首脳会議), さらにスペインの銀行への資本注入に至るまで, 対症療法的に危機に追随する形で対応がなされた。ユーロの制度との関連で, この分野でも議論は多様に展開できる。

したがって, ユーロ危機の著書といっても, さまざまな視角, 切り口が可能である。週刊誌的にセンセーショナルな書き方もできれば, 研究的な一貫した視角からの分析も可能である。本書は後者のカテゴリーに含まれる。金融・財政の研究者が自己の研究分野を掘り下げたユーロ危機論である。著者の展開の概要は次のようである。

南欧周辺諸国(アイルランドを含む)の財政危機を危機論の中心に置いている。21世紀初頭の好景気の時期に, ギリシャではユーロの提供した低金利により国債発行の環境が大幅に改善され, 放漫財政へと走った。アイルランドとスペインでは不動産バブルが膨張する。それらは2007年のサブプライム危機, 08年の世界金融危機によって持続不可能となった。国債発行の環境は悪化し, 不動産バブルははじけた。失業率は上昇し, 社会保障費が急騰する。

ギリシャでは国債の市場発行ができなくなり, EU・ユーロ圏・IMFに支援を求めた。アイルランド, スペインでは, バブル破裂から金融危機となり, 銀行の救済に膨大な政府の金融支援が不可避となった。こうして南欧周辺国で財政状況は一気に悪化し, 周辺国はおしなべて財政危機に陥った。

周辺諸国の国債発行やバブル膨張に資金を供給したのは主として欧州の銀行であった。財政危機により国債価格は下落し、欧州の銀行のバランスシートは悪化へと向かう。周辺国の財政危機が金融危機へと発展する。国債の非居住者保有がこの財政危機の特徴の一つであるが、それによって金融危機は周辺国を越えて国際的なひろがりをもった。

共通通貨と中央銀行制度を創設することによって、EUは国家統合を開始したのであるから、徴税権を含めてEUの財政権限を強化する方向に進むべきである。そうことによって、ユーロ危機は小康を得ることができるかもしれない。

以上が、評者が理解した限りにおける、著者のユーロ不安、ユーロ危機に関する説明の概要である。

しかしながら、著者の意図は、金融・財政の研究者として、周辺国の中央銀行や財務省のホームページから財政危機、金融危機関連する資料を引き出して危機分析を掘り下げ、あるいはECB（欧州中央銀行）の統計やEBA（欧州銀行機関）のストレステスト結果から欧州の銀行の21世紀初頭における行動パターンを明らかにする。そうすることによって、巷にあふれるある意味浅薄で無責任なユーロ危機論とは一線を画した、「金融・財政専門家のユーロ危機論」を提供することにあつた、と思われる。

二

本書は7章からなる。各章のポイントを示しておこう。

第1章「ユーロ圏と財政危機の背景」では、ユーロの低金利が国債の過剰発行やバブル膨張

に結びつき、サブプライム危機・世界金融危機によって、南欧諸国の危機へと転換していったとして、その検証を行う。南欧周辺国では直接税の税収シェアが低く（シャドーエコノミーや貧富格差・脱税などにより）、間接税依存度が高く、歳出は硬直化しており、危機による税収の減少と社会保障支出の増加から直ちに財政危機が生じる財政構造になっていた。また周辺国の高いインフレ率が国債発行の負担を削減したことも、安易な国債発行を助長することとなった。

欧州各国の銀行の国債保有については、2011年7月にEBAが公表したストレステストの結果を取り入れて、銀行ごとに明らかにしており、本書の特徴の一つとなっている。

第2章「金融危機の発生と危機対応」では、最初の3節でEUの財政の概要とその硬直性、したがって危機対応の弱さを説く。4節公的金融による共通財政の補完、では、EIB（欧州投資銀行）の投資がEU財政の硬直性を補完する形で危機前の年当たり500億ユーロ弱から09年には800億ユーロに増額する形で経済の落ち込みを支える役割を果たしていることを、EIB資料を用いて明らかにしている。

2012年5月に誕生したフランス社会党のオランド大統領は「雇用と成長」を強調して、財政緊縮に偏向していた「メルコジ路線」を転換しているが、EIBを中核とする1200億ユーロの投資がその「成長」の柱として設定された（6月28/29日のEU首脳会議）。第2章のEIBの支出の指摘はその関連でも興味深い。

5節では金融危機と公的金融の関連を述べる。証券化商品の発展と並行して銀行の投資銀行化あるいはヘッジファンド化や多国籍化が進んだ、として、UBSとドイツ銀行の例を引く。

ドイツ銀行については、2007年から2010年までの利益部門別構成を図示しているが、トレーディング業務が大幅な赤字になったのは08年だけであり、09年には回復して収益の柱として復活している。ただしこの5節がそれ以前の4節とどう関連しているのかは必ずしも明らかでない。

第3章「金融危機の中東欧への波及と現状」では、欧州の銀行（とりわけ大銀行）の貸付動向、企業金融（金融子会社による企業内金融）、非居住者向け貸出と不良債権化（中東欧地域での欧州の銀行の貸出と不良債権化）、銀行の損失と自己資本比率への影響などが論じられる。中東欧金融は20世紀末からの欧州の銀行の新しい活動分野であるが、ユーロ危機と密接に関連しているわけではないので、この章は欧州の銀行の21世紀の活動の一環の説明ということに終始している。

第4章「ギリシャの財政危機と欧州系銀行の国債保有」は、第1章のギリシャ危機への言及を踏まえて、分析を多面化深化させている。まずユーロ圏を最適通貨圏の理論から眺めると、労働力の移動や賃金の伸縮性からいってギリシャが最適通貨圏に含まれるかどうかには疑問がある。著者は、独仏や ECB がギリシャをユーロに加盟させたのは失敗であったと断じている。また高インフレ、高い銀行貸出金利のギリシャが突然低インフレ、低金利のユーロ圏に入ったことが、ギリシャ経済に一種の変調をもたらした点を重視している。さらに、ギリシャ中央銀行、財務省、IMF のカントリーレポート等の資料を使って、国債償還問題、財政収支構造、利払いの上昇、公務員給与と年金の削減、財政再建計画などをかなり詳細に分析している。最後にギリシャが独仏両国の銀行への依

存を高めたが、09年以降海外の銀行のギリシャ債権（その一環としての国債保有）の収縮が急激に進んだ次第を EBA ストレストテストによる資料で個別銀行ごとに明らかにする。

この箇所について一言すれば、ギリシャのユーロ加盟は、「ユーロ加盟4条件」によるものであり独仏 ECB で決定できるわけではない（もっともギリシャが財政赤字の数値を誤魔化していた事実が04年ギリシャ政府の暴露によって明らかになったとき、独仏はまったく動かなかった、という点は問題であった）。また76ページでギリシャのインフレ率－都市部－が2000年10.6%、翌01年14.4%と指摘しているが、これは dwelling price であるから、消費者物価ではなく都市部の家賃など居住費を指している。ギリシャは01年にユーロに加盟したが、その時のインフレ率が2桁では、ユーロ加盟の物価条件に照らして、加盟不可能であった。

第5章「スペイン、アイルランド、ポルトガルの財政危機とユーロ不安」は、それら3カ国に共通する財政構造（低い直接税シェアと資産取引関連の歳入のシェア上昇、歳出では社会保障関連のシェアの高さと支出急増、国債は危機後の満期短期化により2011年以降の償還が高水準、外国人保有の高いシェアとその減少）を詳しく分析すると共に、バブル崩壊後の銀行救済が財政危機を深めた点を強調する。最後の節で、他の章と同様に、銀行のバランスシート分析が行われるが、本章では、3カ国の主要銀行の国債保有の状況が明らかにされる。

第6章「ユーロ不安と欧州系銀行の資金調達リスク」では、最適通貨圏とユーロ圏、ユーロ不安の諸要素、周辺国の国債の主要動向と銀行への影響、欧州系銀行の資金調達構造が分析される。すでに第5章までに展開された論点と重

なる箇所も少なくないが、欧州系銀行の自己資本比率、MMF（マネーマーケットファンド）など新しい資金調達先、ECBによるカバードボンドプログラムなど若干の新しい論点が付け加えられている。

第7章「金融危機以降の邦銀と国債保有—ユーロからの警鐘」では、危機以降邦銀の貸付が減少する中で国債保有が危機前の10%強から20%近くまで上昇している点を重視する。国債利回りが上昇に転じた場合には、危機の度合いはユーロ圏を上回るリスクが高まっている、と結論している。

三

ユーロが危機に陥った2010年以降、わが国でも関係書がかなり刊行されてきた。その多くは、ユーロ危機のさまざまな事件を時系列的に追って、各国の事情や金融財政状況を解説する形のものである。

その中において本書の第一の特徴は、財政と銀行の分野に限定し原資料に当たって分析を掘り下げた点にある。ECB、EBA、銀行系シンクタンク、周辺各国の中央銀行や財務省など政府機関、さらに欧州系大銀行のホームページなどから第一次資料を収集し、財政と銀行に内在する危機の実態を類書以上に正確に明らかにした。周辺諸国の財政の構造とそこから生じる危機の実態について、また欧州系大銀行のバランスシートや国債保有について、詳細に分析を積み上げている点を高く評価したい。

しかしその分析視角についていえば、欧州系銀行が周辺国の国債を保有していた点を「危機」の要因としてだけ捉えてよいだろうか。国債のみでなく相互に巨額の与信を行っている点

はユーロとともに金融統合が進展したからであり、ネガティブにのみ評価されるべきではない。そのような与信は、著者も明らかにしているように、現地の銀行を買収したり、多数の支店網を整備するなど、簡単には与信を停止できない構造になっている。ここに東アジア通貨危機などとは質的に違う欧州の事態があり、それが、EUあるいはユーロ圏レベルで救済措置をとらざるを得ない現実の基盤になっている。長い目で見れば、積極的に評価すべき点もあるのではないだろうか。同じことは欧州の銀行の中東欧への与信についてもいえるのであって、結局西欧の銀行の融資引き揚げは起きなかったし、「不良債権化」は部分的に生じたとはいえ、それを超えて、「ウィーン・コンセンサス」などで引き揚げの自粛が合意された。このような欧州独特の動きへの評価も必要ではないだろうか。

著書の構成についていえば、各章に若干の重複が見られる。各章はそれぞれが独立した論文として発表され、簡単な調整だけでほぼそのまま一冊にまとめられたのかもしれない。このことは各章をその分野についての専門文献として読む限りあまり気にはならないが、ユーロ危機論として筋道だった展開を期待する読者には気になるかもしれない。

ギリシャ危機に始まり、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアと展開してきた危機の展開について著者は事件そのものを後追いつることなく、むしろそれらに関する一定の知識を読者が持っていることを前提している。この点において、本書は一般向けというよりは一定の知識を持ってユーロ危機を観察している人々、とりわけ財政状況や銀行の動向に関心を持つ人々を念頭に置いた専門書といえるであろう

う。だがそれだけに、欧州系銀行の分析は危機関連に集中しているきらいがある。その枠を超えて、「21世紀ヨーロッパ銀行論」というような次の著書へと継続してはじめて、本書の多くの分析が生きるのではないか。その作業が著者に要求されているように思われる。

第7章の邦銀の国債保有に関する説明は「ユーロからの警鐘」という副題にもかかわらず、危機感が伝わってこない。この章を読者に説得的に説明することもまた、著者の次の作業になるのではないだろうか。

(中央大学経済学部教授)