

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

フランス・ヴァルデンベルガー

はじめに

御紹介いただきましたヴァルデンベルガーと申

します。この場で私より知識が深い方の前で、ユーロ危機の話をさせていただくことは本当に光栄です。その機会を与えてくださった方々には心から感謝します。「ドイツの観点から見たユーロ圏危機」について、これから報告させていただきます。

先日、ECB（欧州中央銀行）は、南ヨーロッパ

パの国の国債を直接買うという決定をしました（文末資料二ページ参照）、それは明らかに、その中のメンバーの一つであるドイツの連邦銀行の意見に反対した結論です。

今のユーロ危機の中で、ヨーロッパの組織、ECB、EUのカウンシル（欧州理事会）もそうですけれども、いろいろ期待されているドイツは、そこで本当に自分の国益を守れるかどうか、今ドイツの中でも論争があります。ドイツから見たユーロ危機は、多分日本人にとっても面白いと思います。ヨーロッパというのは、今、特に危機の

中で利害関係が対立しているところが多くて、それをどう乗り越えて、いい政策を出していくのか。ドイツ人だけではなく、世界中みんなにとっても面白いと思います。

今日の話は、四段階で進めようと思っています
(資料三ページ)。

「ユーロ圏危機とはなにか?」、それが最初の質問になります。あとは、「危機対策の主な内容」。それはニュースを大体フォローしている方々は、全然びつくりすることではないです。ただ、三番目の「ドイツにおける論争」を正しく理解するためには、前の二つの点をはっきりしなければなりません。最後に「論点整理」ということです。

さつきも理事長と話しましたけれども、私は日本語で講演するときはすごく疲れます。時間的に、そんなに長く話し続けられません。一時間ぐらい、多分もっと早くQ&Aに入りたいと思います

す。Q&Aは、みんなが持っている情報、知識、意見を聞きたいので、それも楽しみにしています。

一、ユーロ圏危機とはなにか?

「ユーロ圏危機とはなにか?」(資料四ページ)。
もちろん、スタートはギリシャの財政危機です。しかし、ギリシャの財政危機だけだったら、全然問題なかったはずです。ギリシャは割合に規模が小さくて、ユーロ圏のGDPではかる経済規模で、わずか3%ぐらいです。何で財政危機があるように大騒ぎになったのか。金融危機につながる波及効果を持つおそれあって、金融危機は経済不況につながる。それが全部悪循環でつながっているのです。その悪循環をできるだけ早く断つために、いろいろな政策が考えられました。

(財政危機)

最初は財政危機を見ましよう。財政危機の基盤は国債残高です。これ(資料五ページ)は対GDP比でグラフにしたものです。ギリシャが一番トップになっています。イタリアはその次です。一つ大きな問題になったのは、アイルランドは国債残高がすごく低かったのですが、急に上がったわけです。もちろんリーマンショックを受けて、金融分野が弱くて、政府はいろいろお金を供給して赤字になった。それですごく速いスピードで上がった。

びつくりするのはスペインです。スペインはドイツより低い残高です。何でスペインが問題の国になっているのか。スペインは財政危機ではなく、経済不況です。あと、バブルの金融の不安。不動産バブルが崩壊して金融分野が弱くなって、政府は何とかしなくてはならない。でも、政府は

力が足りないので、ユーロ圏のほかの国にお願いしている。日本から見ると、それでもまだいいでしょうね。日本の国債残高は二〇〇%に近い。アメリカも一〇〇%を超えていますし、イギリスも一〇〇%に近いです。ですから、この数字だけで、危機の深さは余り理解できないかもしれません。

危機で問題となるのは、残高ではなく利回りです。これ(資料六ページ)は長期国債、一〇年物の国債の利回りの推移のグラフです。これを見ますと、最初は五%程度、レベルはそんなに低くないと思います。びつくりするのは、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリア、ドイツの国債が、なぜかみんな同じ利回りで続いてきた。ユーロ導入のときからずっと、リーマンショックまで同じレベルでした。それは一つの大きな疑問です。

その後、リーマンショックを受けて突然差が出ました。リスクプレミアムの差です。リスクプレミアムとの差で、ギリシャが今、利子が暴騰して三〇%まで上がって、その次にイタリア、ポルトガル、アイルランド、スペインもここに入っています。ドイツは逆に利回りが下がりました。

EFFSF（欧州金融安定基金）が設立されて、ギリシャに一一〇億ユーロの支援策が決められました。アイルランドは八五〇億ユーロ、ポルトガルは七八〇億ユーロの支援をもらって、第二のギリシャのサポートプログラムがことしの初め決定された。ギリシャの国債は、そのプログラムによって、民営の金融機関はヘアカットしなくてはならなかった。それによって国債残高が二〇%ぐらい下がりました。しかし、こういういろいろな支援策を見ても、余り効果はない。アイルランドは逆です。アイルランドは、国内の改革で積極的に問

題を解決しようとしています。ギリシャは一時的な効果はありましたが、また上がりました。どこまでそういう支援プログラムが本当に効果的であったか、疑問はあるかもしれません。

（金融危機）

財政危機から金融危機へ（資料七ページ）。これはもちろんリーマンショックを受けて、ヨーロッパの銀行のバランスシートはすごく悪くなつて、公的金融のサポートを受けました。国債へのリスクエクスポージャーはすごく高いです。銀行と生命保険もそうです。日本もそうです。

理由は二つあります。一つは、バーゼルの規定の中で、国債を購入するときは資本が必要ない。これはリスクなしと定義されています。ソルベンシーもそうです。金融政策上では、国債を持てばECBのオペレーションの中で流動性をもらえま

す。ですから、国債を保有するのは、銀行にとつていろんなメリットがあつて、リスクの換算は多分正しく行われなかつたと思います。特に今は、スペインの銀行はすごく弱い。ギリシャの銀行も弱い状態、アイルランドもそうだし、そこは国別で対応しているところです。もちろん、安定政策の支援も銀行のためにやられています。

新しくできた European Banking Authority (EBA) がストレステストを行いました。それによると、資本金はまだ不十分です。しかし、ことしの七月に、ストレステストではなくて、キャピタルエクササイズと言われる調査が行われた。

それによると、二〇一一年一月に出した勧告に銀行は応えて、七月の報告によると大分よくなりました。でも、どこまで銀行分野が本当に安定的であるか、疑問は残っています。生命保険企業も、特に今の低金利環境の中では厳しい環境に

なっています。

(経済不況)

三つ目は経済不況です(資料八ページ)。経済不況はリーマンショックがきっかけになって、アイルランド、イタリア、ドイツは大きいショックを受けたが、ギリシャはそんなに厳しくなかつた。ギリシャはその後、財政危機、経済不況と関連していると思いますが、すごく厳しい。ポルトガルは去年もそうでしたが、ことしも厳しい予測があります。スペインもマイナス成長になる予測です。イタリアもマイナス成長、一％～二％程度です。うまくいけば来年はいい方向に向かう予測がありますが、経済環境は今すごく厳しくなっています。

経済環境の厳しさを一番よくあらわしているのは失業率で、非常に高い(資料九ページ)。ヨー

ロップはいろいろな社会保障や労働市場の構造の問題もあるので、日本よりずっと高い水準です。

失業率は一〇%以下でしたが、リーマンショックを受けて、ほとんどのところは大きくなって、特に今問題になっているスペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドは一〇%を超えている。スペインは四人のうち一人は失業です。

もっとひどいのは若者の失業率で、五割を超えています（資料一〇ページ）。若者というのは一五歳から二四歳までの年齢層で、それが圧倒的に多い。経済不況だけではなく、社会危機になるおそれがあります。もしそれを早く回復しないと、その人たちは社会に対して何も期待しません。今、どうやって社会を守ろうかという問題に直面しています。

（悪循環）

ユーロ圏危機というのは、三つの分野における悪い状況がつながっています（資料一一ページ）。本当に悪循環になっています。その悪循環を断つための政策をEUで三年前からとろうと探しています。

二、危機対策の主な内容

「危機対策の主な内容」（資料一二ページ）。主に三つに分けています。一つは金融政策上の対応、ECBの政策です。あとは公的資金投入による安定政策、これはEFSM（欧州金融安定メカニズム）とかEFFSF、来年からスタートするESM（欧州安定メカニズム）という組織です。もちろんそれだけではなく、その他いろんなところで改革が行われています。

(金融政策上の対応)

金融政策上の対応(資料一三ページ)は非常に典型的なものです。今の政策金利の水準は記録的に低いです。ゼロではないけれども、日本に近い。次のスライドで細かく説明します。

もう一つは、オペレーションの貸し付け期間を延長する。オペレーションで国債を買う場合は、普通は三カ月ですが、六カ月、一年、三年の期限つきのオペレーションも行われています。

あとは、ユーロ圏の証券市場への介入です。ユーロ圏でユーロ建てのカバードボンドを直接購入入するという決断をECBはとった。それは二〇〇九年です。リーマンショックを受けて、市場を安定化させるための政策でした。規模は限られていて、一年間です。しかし、購入したカバードボンドは満期日まで保有するという方針です。

また、ユーロシステムのオペレーションで担保

として認められる債券の基準を緩和して、広くほかの債券も対象となるため、流動性を高める。または、ある条件を満たす場合は、国債を直接購入するという判断をとった。その条件は、ESMに入った国だけです。そして、ESMに入ったときの条件を満たす国の国債を直接購入するという決断でした。満期日までそんなに長くないものが購入対象なのですが、直接購入という決断はドイツから非常に批判されました。

政策金利の推移を示した表(資料一四ページ)をご覧ください。一番重要な手段はFixed rate tenderです。Fixed rateは、今〇・七五になっています。二〇〇七年はVariable rate tenderでしたけれども、四・二五。〇・七五は記録的に低いです。

流動性をはかる一つの方法はマネタリーベースです(資料一五ページ)。マネタリーベースは、

二〇一一年から今まで、七月のデータですが、二倍ではないが、膨大になりました。この時点でドラギはECBのプレジデントになりました。

ここまでのECBの対応は、政策利子を引き下げて流動性を高める。直接金融市場に介入する、というものです。

（公的資金投入による安定策）

もう一つは、ユーロ圏政府も講じた安定政策です（資料一六ページ）。EU条約では安定政策の枠組みが余り用意されていなかったたので、最初は一時的な対応しか決められなかった。EFFSFとEFSSMの違いは、EFSSMの方はEU予算で保証をつけます。EU予算経由でそういうサポートを行う。EFFSFはユーロ圏の政府が一緒になってファンドをつくります。

こういう並行した安定政策にIMFも参加しま

した。日本もIMFに参加して、資金を提供しました。そこでお金をもらう対象の国は厳しい条件を満たなくてはならない。財政緊縮、経済改革、金融改革、いろいろ厳しい条件つきで、その政策をとらない限りお金はもらえません。それはどこまで進んでいるか、三カ月ごとにチェックされます。

七月にギリシャに行ったチェックは、ECB、IMF、EUコミッションのトロイカで行いました。問題があつて、何も結果なしで帰りました。九月にもう一回チェックする予定です。もし、その国の対応が不十分であれば、支援策はそことめます。これは一時的であつて、EU条約を改革して期限なしの安定政策制度が決められました。

ESSMは二〇一三年七月から、その前の二つのメカニズムとかファンドを代置することになります。大体同じですが、規模はちょっと大きくなり

ます。ある時期はE F S FとE S Mは並行します。全体の支援に使える規模は一時的に七〇〇億ユーロになります。ドイツとか加盟国のシェアはどう設定されているのか。E F S Fの場合は、E C Bへの資本金シェアに相当するという決まりです。ドイツはE C B資本には二七%払っています。この仕組みで、ドイツのリスクとかエクスポージャーは二七%で一番高い。次はフランスになります。

これ(資料一七ページ)は、E S F Sの場合の保証コミットメントの総額です。ドイツは一番大きい二一〇億ユーロをコミットメントしています。次はフランスで一六〇〇億ユーロ、あとイタリア。これはE C Bの資本シェアに相当します。

既に決められた援助スキームとして、ギリシャは二つのスキームがある(資料一八ページ)。それから、アイルランド、ポルトガル、スペイン。

スペインは財政危機ではなくて、スペインの銀行を安定化させるための支援です。第二のギリシャへの援助スキームにおいては、民営側は五三・五%のヘアカットをやらなければならなかった。すごく厳しい条件でした。

(その他の対応)

その他の対応はいろいろありました(資料一九ページ)。詳しく話すと一時間以上になると思いますが、まずE Uの改革。財政規律が足りなかった。財政規律を高めるためには、ガバナンスを新しくして、もうちょっと厳しくしなければならぬ。そういう発想で改革が行われた。“European semester”, “Six Pack”, “Treaty on Stability”, “Coordination and Governance”などいろいろ新しい名前が出てきた。とにかく目標は、加盟国の財政ガバナンスを強化する、モニタリング機能を強

化する、あとは、経済政策調整や改革プロセスの調整の強化です。それで本当にうまく解決できたかどうか、次の問題が出てくるとわかります。もちろん、国際レベルでの協力もいろいろあつて、G7、G20サミットの「ユーロをサポートします」という声明、IMFへの資金提供による国際協力。日本と中国は重要な役割を果たしています。海外資産をたくさん持っていますので、期待が高いです。あとは中央銀行同士の協力です。

三、ドイツにおける論争

今日のメインテーマに入りますが、「ドイツにおける論争」(資料二〇ページ)。EU危機を解決するための政策に対しての批判です。

最初は、ドイツにおける論争の中の主な役者はだれか、その役者を紹介したいと思います。

次に、論争の対象になっている課題。一つは、危機の原因はどこにあるのか。本当に財政規律だけが、ほかの原因はあるのではないかという議論があります。原因によって対策も違ってくるので、原因分析はもちろん重要で、一つのテーマです。

もう一つは、ECBの政策の評価。ECBは行き過ぎているのではないか、やっていることは本当に正しいかという議論。

さらに、ドイツ国益の侵害の可能性ということです。ドイツ国民にとって、今のEU危機の対策の中で、どのぐらいのバリュエ・アット・リスクになるのかという問題です。

あとは、今の政策で十分であるのか、ほかの解決方法はないかということで、二つの提案を紹介したいと思います。

(主な役者)

主な役者は(資料二一ページ)、一つは政治家。今、ドイツだけではなくEUの中で頑張っているのは、メルケル首相とシヨイブレ財務大臣です。EUが決定した政策を国内に説明しなくてはならない。同時に、EUの場でドイツの利益を守らなくてはならない。両方で戦っています。外と中の戦いです。

世論調査を見ますと、珍しくメルケル首相とシヨイブレ財務大臣は国民に信頼されています。六割ぐらいいは、しょうがないけれども、よくやっているという評価をしています。しかし、同じ政権の中でも、バイエルン州でしか活動しないCSU (Christlich-Soziale Union) は、ギリシヤに対してもっと厳しいスタンスをとるべきだという主張をしています。ギリシヤはユーロを出てもいいという政治家からの発言もありました。Die

Linke (左の党) は余り影響力はないけれども、ほかの団体と結んで裁判で訴訟を起こしました。

もともとユーロが導入されたときも、ユーロ導入に批判を持った経済学者のサークルは既にありました。彼らは相変わらずいます。ORDO-LIBERAL 派の学者は、その中に特に多い。私と同じミュンヘン大学の経済学部と同僚で、IFO 経済研究所の所長を務めているシン教授は、ユーロ危機についていろいろ発言をし、調査やレポートを出しています。後で細かく紹介しますが、「ユーロ危機は国際収支危機である」と主張しています。今の政策手段は不十分であり、ユーロシステムの欠陥を指摘したり、オープンな通貨同盟も提案しています。

ドイツ政府の経済諮問機関は、去年の十一月提案を出しました。ユーロ危機、特に財政危機にどうやって対応するか、その提案も、後でもうすこ

し細かく紹介します。

話題になったのは、ことしの七月にEUサミットがありました。そのEUサミットで一つ決められたのは、今度のESMで、間接的ではなく直接的に銀行をサポートできるようにするという決断がありました。ドイツの経済学者は、それは行き過ぎで無責任な決断だと、一七〇人ぐらいがサインしたオープンレターをメディアに配った。すぐ後に、それに反対したほかの経済学者が出てきた。そういうあり方で世論に参加するわけではないし、みんなに迷惑をかけている、不安を起こすだけという逆の批判もありました。こういうのを見ると、経済学者は、今の危機とか対策をどう評価するか、すごく迷っています。

あとは、初めに紹介した論争、ECBの金融政策は、結果として国家への資金提供に近過ぎる、それはECBのルール違反というのが、ドイツ連

邦銀行の意見です。ドイツ連邦銀行はECBのガバニング・カウンシルの席を持っています。いつも反対、反対と言っているが、過半数で決議を行うので、しょうがないです。

ドイツ連邦裁判所は、ESMへの政策決定過程は民主主義原則に違反しない、ドイツ憲法に違反していないという判決を出しました。しかし、細かいところでは、これからのESMについて条件つきで、そのまま自動的に憲法に違反しないわけではなくて、今のドイツが保証している総額、それがもっと大きくなれば連邦議会の決議が必要になるという指摘もありました。

(危機の原因はなにか?)

IFO経済研究所が議論のテーマにした一つの課題は、危機の原因についてです(資料二二ページ)。大体三つの指摘があります。

一つは、ユーロ危機の解釈。彼らは、それはあくまでも国際収支危機であると指摘しています。資本は、危ない国から強い国へ逃げています。その現象を見て、国際収支危機であるという主張をしています。原因は、先ほどの国債利回りのスライドで、二〇〇七年までは、全部の国債利回りは五%程度で同じ水準だった。ユーロが導入される前は、国債利回りはばらばらでした。もちろん、国債残高の高いギリシャ、イタリアは高い利子で、ドイツは割合に低い利子だった。ユーロが導入されて、突然国債利回りが一つの基準になった。なぜそうなったのか。みんな同じリスクプレミアム差がないという判断は珍しい。さきほども言いましたが、バーゼル規定とか金融政策上は、どんな国の国債も同じく扱われていたので、銀行側も同じであると判断した。ちょっと甘い判断をしたと思います。

国債利回りの低下は、ギリシャ、イタリアの国の財政規律を弱め、スペインは不動産バブルを起こし、ほとんど全部の国で労働コストを増大させたというLoroの分析です。今、それは間違った動きであつたというのが明らかになって、資本はその国々から逃げています。背景には、その国々のコストが高過ぎる、国際競争力がない。それを改善するためには、財政だけではなく、経済全体の競争力を改善しなくてはならないという結論です。今の安定政策でも金融政策でも、国際競争力がそのもともとの原因であれば、今までとられた政策では全然解決できない。競争力を改善するためには、大幅なコスト削減（デフレーション）が必要です。あるシンクタンクの数字を見ますと、ギリシャは三割ぐらいのコスト削減が必要という指摘があります。すごく厳しい。

なぜそこまでの国際収支危機に至ったのか。

ユーロシステムのTARGETという決済システムに欠陥があるというIfOの指摘があります。TARGETによると、ユーロ圏内の国際取引の場合、例えばギリシャの業者は、ドイツの商品を買って、払うためにギリシャの銀行からローンをもらう。ギリシャの銀行は、そのローンを市場ではなくTARGETシステムを通してファイナンスするという形です。魅力的なのは、TARGETからローンをとると安いわけです。彼はそれを議論の対象にしました。

「TARGET」というのは専門家しか知らない言葉で、シン教授によってみんな使うようになったテクニカルな言葉です。TARGETはどのような意味を持つか、TARGETローンのリスクをどう評価するか。ECBも違う意見を持っていますし、みんな意見が共通しているわけではない。シン教授は学者の間だけではなく、政治家に

対してもいろんな場でそれを主張しています。TARGETは国際收支問題を起こしたわけではないが、そういう一つのサポートをしていたわけです。

（ECBの政策は正しいか？）

もう一つの課題は、ECBの政策は正しいかどうか（資料二三ページ）。批判の対象になるのは国債の直接購入ですが、しかしそれだけではなく、今のオペレーションで行う国債購入は、貸し付け期間はすごく長くなっています。三年間でも買うというのもあります。それは流動性を管理するとか運営するだけでなく、直接国家に資金提供をするのに近いという批判があります。それはECBの憲章に違反するし、長期的に見てインフレのリスクを高めるといふ批判があります。特にドイツの連邦銀行はそう判断して、決議のときはい

つも反対の立場をとっています。

（ドイツ国益の侵害の可能性）

もう一つのテーマは、ドイツ国益の侵害の可能性。これはまたH₀の計算ですが、今の制度の中でECBの国債保有、EF₁SM、EF₂SF、ESMのコミットメントを見て、全部合わせると、ドイツが持つリスクは八〇〇〇億ユーロであると主張しています。政治家はそれを国民に言わなければならぬという主張があります。そういうリスクがあつて、今までの政策で問題解決にならないわけです。ドイツに無駄にリスクをもたらしただけという批判があります。今のEUやECBの中では、投票のとき、経済規模ではなく、一つの国は一つの票を持っています。ドイツは決議になると、ほとんど負けています。

しかし、一つのベネフィットがあります。さき

ほども言いましたように、ドイツ政府は今、危機のおかげで非常に低い金利で資金調達ができます。危ない国からいい国へ資本がシフトします。で、危ない国は利子が上がリ、安全だと思われる国は資本が入ってくるので利子下がります。そのベネフィットをドイツは受けています。

（他の解決方法）

もう一つの解決方法（資料二四ページ）。ドイツ政府の経済諮問機関は、影響力はそんなに強くない。五人の経済学者で構成されている諮問機関で、毎年報告書を出しています。それで経済政策を評価して、いつも政府の批判をしているのですが、メディアの注目は限られています。しかし、ドイツの経済学者は何を考えているか、諮問機関の報告を見ますと大体理解できます。

その諮問機関は、一つ面白い提案を出しまし

た。買い戻しファンドをつくりましょう。買い戻しファンドは、ヨーロッパの中では安定政策の一つの手段としてユーロボンドが議論されています。ユーロボンドはいろいろな定義があるのですが、こういうのは弱い意味での一つのユーロボンドの方式です。

買い戻しファンドとして、ユーロ圏の全部の加盟国は、対GDP比の六〇%を超える国債をそこに入れるわけです。それで、二五年間で買い戻します。ファンドに入った国債はみんな保証しますから、利子は同じです。利子は一つになります。弱い国は低い金利のベネフィットがあります。ドイツは、そのファンドに自分の国債を入れるとデメリットです。利子が高くなります。低い金利のベネフィットはあるのですが、責任は残ります。ファンドに入れた国債は、その国が買い戻さなくてはならない。しかし、延長されますし、

利子が低くなります。

そういう提案があります。EUの中でも、それが一つの解決の方法として議論されていると思います。EUはこの間、ユーロボンドについて三つのあり方を提案して、真ん中の提案は買い戻しファンドに近くなります。

IFGは、ユーロシステムの決済システムであるTARGETを批判しています。米国にもISA (Interdistrict Settlement Account)、ヨーロッパの国々の中央銀行みたいな機関があつて、そこで決済が行われます。そのシステムにするべきかなぜかという、米国のシステムで、District同士のローンは市場利子を払わなくてはならない。メリットはない。決済システムのローンは、市場のローンと同じに高くなる。ユーロシステムの欠陥は、決済システムの中のローンは市場のローンより安くなる。そこにシフトする傾向が出

てきました。TARGETのあり方は、本当にどこまで今のユーロ危機の問題悪化に貢献したか。それは一つの疑問で、この改革でその問題を本当に解決できるかどうか疑問は残っています。今ドイツで議論されている一つの課題です。

Ifo 経済研究所は、オープン通貨同盟を提案しています。これは理論的に見るとすぐ魅力だと思います。彼らが分析しているユーロ圏危機は、国際収支危機である。国際収支危機の背景には、国際競争力の差がある。その国際競争力は、一つの通貨の中ではデフレーションでしか改善できない。ですから、単一通貨同盟から一時的に出て、自分の通貨の下で経済を再建して、価格構造を改善して、また通貨同盟に戻る。彼らの通貨理論を見ますと、もし国際競争力が足りなかった場合は、同じ地域で同じ通貨の中では、労働コストそのものが下がらなければならない。しかし、二つ

の通貨があれば、日本に国際競争力の問題があった場合は、円は安くなるだけです。国内の価格構造はそのままで守れます。通貨だけ安くなるのは政治的には簡単で、そんなに大きな問題になりません。しかし、国内で労働コストを三〇%削減するのは非常に厳しい。民主主義国で、多分どんな政權でもできないです。そのかわりに新しい自分の通貨を導入して、三〇%の devaluation して、それでまた戻れば問題解決という考え方です。そういう提案は Ifo も出しています。

Ifo はミュンヘンの経済研究所です。政權の中の CSU の政治家は Ifo に近い。彼らは、ギリシャは出て、その問題を解決して、それでまた戻ればいいという意見を出しています。

四、論点整理

最後になりますが、「論点整理」は質問ばかり書いてあります（資料二五ページ）。この危機はどれくらい厳しいのか。最初ギリシャの財政赤字があったが、ギリシャは小さい国で、何でその財政危機がユーロ危機になったのか。危機はもともとはそんなに厳しくなかったのではないかという疑問が残っています。ただの国家危機なのか、ユーロ圏全体の危機とかグローバルな危機なのか。今はユーロ圏危機になっていますが、もともとそうなるはずではなかったという意見がまだあります。それは今そう考えてももう遅い。確かに政治決定の過程またはEU内の外交はすごく複雑です。どこまで合理性を持てるか、外から見ると理解しにくい。

危機の原因は何か。財政危機、金融危機、国際収支危機、国際競争力問題なのか。最後の国際競争力の問題であれば、安定政策だけで解決できません。安定政策で時間を使って国際競争力を改善するべきですが、それはもちろん条件つきです。ESMとかEFFSFの条件は、国内の改革によって競争力を回復するということです。一番深い問題はここだと思います。

今、ECB、ESM、またTARGET決済システムのことで、安定政策は既にとられています。その安定政策は本当にどこまで適切であるのか。一時的に安定させますけれども、同時に市場の規律を弱める効果があるし、インフレのリスクも持っています。そのバランスはどうとるべきか。市場規律というのは、利子が高くなると財政を緊縮しなくてはならない。安定政策を使うと利子が低くなる。財政は急がない、もうすこし時間があ

る。

今の安定政策は、市場規律を政治ガバナンスで代替しているのです。市場規律が厳し過ぎると判断して、市場規律ではなく政治ガバナンスで同じ目標を達成しようとしています。でも、政治ガバナンスは本当に有効であるのか。市場規律は一番厳しい、政治は甘いという考え方もあります。

それで十分であるのか。ほかの政策、改革は必要か。ユーロシステムを新しく考え直さなくてはならないのか、オープンにするべきか、そういう論点もあります。

最後に、特にドイツにとってはバリユー・アット・リスクはどのぐらい大きいのか、本当に八〇〇億ユーロに至っているか、ドイツはそれに対応できるのか。整理といっても、ドイツから見ても基本的な質問は相変わらず残っています。

私の話はここまでです。御清聴ありがとうございます。

いました。(拍手)

東理事長 ヴァルデンベルガー先生、どうもありがとうございます。まさにドイツからの視点での論点整理を伺いました。

それでは、お時間もいただいていますので、ここで皆様から御質問あるいは御意見をいただければと思います。

お手をお挙げいただければマイクをお持ちしますので、どうぞよろしくお願いします。

質問者A 日本語の授業、お疲れさまでした。大変よくわかりました。ありがとうございます。

簡単に二つだけ御質問します。一つは、ギリシャは本当に問題を解決できるのか。先生のいろんな御指摘がございましたけれども、ギリシャは千八百何十年かに独立してから、約半分の期間はデフォルト状態にあったとも言われています。そ

ういうギリシャの経済体制とか国民性まで考えると、本当に問題が解決できるのか。最後のヘアカットとか、場合によってはHfoの言うように、ユーロから一時でも脱退せざるを得ないのではないか。この点について先生のお考えはどうか。それが第一点です。

第二点は、今おっしゃったように、ドイツの負担というのは八〇〇億ユーロまでいってますけれども、これからまたいろいろと金融支援をするとなれば、もっとふえる可能性がある。ドイツの中にも、もとのドイツマルクに戻ったほうがいいのではないかという意見まであるわけです。ドイツマルクに戻れば、もちろんマルクが高くなつて、輸出ができなくなるという問題があります。ユーロが壊れる、あるいは二つに分かれて、ドイツがまた昔の通貨に復活するような形になるときの負担あるいはコストと、これからまだ金融

支援を続けるコストと、どちらが本当に多いのか。これはなかなか難しいですけども、その二つです。よろしくお願いします。

ヴァルデンベルガー　ギリシャは、もともとユーロに入るべきであったのか。ユーロに入ったときも、いろいろ予算の計算についてのミスもあったし、国民性、本当に難しい質問です。ギリシャ人に任せたい問題ですが、ここまで来てギリシャ人だけで解決できない問題になって、Hfoの提案、仮に一時的に出て、よくなったらまた戻っていいというのは理想的なのですけれども、そのアプローチをとると市場はどう反応するか、非常に不透明です。Hfoが考えたのは理論的にはすごく偉い提案なのですが、実際は市場への影響、市場の反応はどうなるか。それで連鎖の可能性、今度はイタリアとかスペインの大きい経済はどう見られるか。ギリシャはどこまで規律をつけられるか。

今は政治的な問題になっています。

ギリシヤは自分でいつでも出られます。いつでも「もういい」と言えます。なぜかというところ、改革は本当に厳しいです。国民の反対運動も厳しいし、政権も不安定です。ギリシヤ自体は、「もういい」となるかもしれません。でも、ほかの政府から「出ていけ」とか、私はそこまでは行く必要はないと思います。

ユーロというのは、ドイツ統一のときフランスとの交渉で、ドイツ統一に賛成しますが、そのかわりにユーロをサポートしてくださいというミッテランとコール首相の話があったそうです。ドイツはヨーロッパの中で強いけれども、独自で走れません。ドイツの将来はあくまでEUの中です。EUの持つ意味は、表面的には経済圏の意味ですが、もともとは平和を守るためです。ですから、ドイツの政府も絶対マルクに戻らないと思います。

す。私もそれは正しいと思います。

質問者B 貴重なお話ありがとうございます。

一つだけ御質問させていただきます。

ことしに入って、ユーロ圏の南欧諸国を中心に景気が減速していて、ドイツもここへ来て景気減速がかなり強くなっていて、製造業PMIなんかも五〇を割り込んだりしている。来年はプラスの成長ということで楽観的な見方はあると思うのですが、実際のところ、ドイツが今後さらに景気が落ち込むような事態に陥るかどうか。そうではなくて、今が底で、また戻るのかどうか。その辺のところの御意見をお聞かせいただければと思います。よろしくお願いします。

ヴァルデンベルガー 確かにドイツ経済はリーマンショックの谷があつて、その谷から回復してきて、今ユーロ圏の効果もありますし、資本が南ヨーロッパの国々からドイツに入ってくるという

効果もあります。もちろんドイツはほかの周辺の経済の影響も受けています。アメリカとか中国の経済の影響も。中国はあの程度の成長は続かない。ドイツは1%ぐらいしか成長が続かないと思います。そこで財政を安定させる政策が維持できるのか。ドイツもちょっと厳しくなると思います。今は割合にいいけれども。ドイツの輸出の比率は40%近い。輸入比率もすごく高いです。グローバルな経済の中で動いているので、グローバル経済がよくない限り、ドイツの経済もよくなかないという判断です。

質問者C お話どうもありがとうございました。

先生は、メルケル首相とかシヨイブレ財務大臣が国内でも戦って、国際的にも戦っているとおっしゃっておられた。国内では60%ぐらいの支持は得られているというお話ではあったのですが、今のユーロ危機を解決していく過程で、中での戦

いというのはどういう性格を持っているのか。展開によっては非常に政治的にも不安定になるということがありますのかどうか。その辺について先生のお考えがあればぜひ聞かせていただければと思います。

ヴァルデンベルガー 国内では国民のサポートは相変わらず強いけれども、政党間の争いです。特に今の政権はChristlich-Demokratische Christlich-Soziale Union と Liberal-Demokratische で形成されている。CSUはバイエルン州でしか活動しないが、バイエルン州で厳しい状態になっていて、次の選挙で勝つかどうか危ないです。そういう政党争いで、自分の差別化をしたいのです。自分の政策の地位をはっきりしたい。だから、時々極端な立場をとっている。同じくFDPも、州で負けています。弱くなっているのです、それをカバーするために極端な強調をするという戦略を

とつていると思います。メルケル首相とシヨイブレ財務大臣は、そこに対応しなくてはならない。

ドイツ国民は、余り専門的な話はほとんどの人は理解できません。ですから、信頼するしかないと思っています。ユーロ危機というのは、選挙運動の対象になるには複雑過ぎるテーマかもしれませんが。対象になる可能性があるのは、バリユー・アット・リスクが多過ぎる、ドイツの国益が侵害されるということで、一つの選挙運動の対象になることかもしれません。ドイツ人は、ヨーロッパがないとドイツはどうなるとか、そういう危機感を持っています。それは相変わらず強いので、多分今の政府がとっている政策に同意するしかないという消極的な態度です。

質問者D お話ありがとうございます。

今ドイツの置かれている状況を考えますと、ユーロ圏ですと低金利政策が今後も行われていく

でしょうし、輸出産業ということで、日本とかなり同じ点があると思います。ドイツに関しては輸入も多いということなので、国際競争力の観点からほとんど価格が下がっていったら、日本のようなデフレーション的な世界になっていくのか。「ジャパナイゼーション」とよく言われると思うのですが、そういう状況が起こる可能性があるのかどうか。ご意見をお聞かせください。

ヴァルデンベルガー ユーロが導入されたときは、ドイツはデフレに近い状況があったのですけれども、最近ドイツ国内では、金利が日本と同じように低くなっています。しかし、みんなインフレのおそれのほうがいいと思っています。これからもっとデフレになると思わない。ユーロはすぐ安くなったので、石油の輸入価格は高くなっている。私の見ている分野では、今インフレのリスクのほうが注目されています。

質問者E 今日貴重なお話ありがとうございました。

今出た質問と関連するのですが、インフレというよりも、今、ドイツで不動産価格がかなり高騰してきているという状況だろうと思うのですが、端的に言うと、バブルになってしまう危険性という点について、今お考えのことがあればご指摘いただければと思います。

ヴァルデンベルガー それは正しいです。やはり流動性があるからです。その流動性はどこに使うのか。もしインフレにならないと、アセットに行ってしまう。今、資本がドイツに入ってきて、部分的にはTARGETシステムからまた出ているのです。あれはバブル状態をどう算定するか、すごく厳しいと思いますが、流動性があるからどこかにバブルが発生する。スペインはもう終わつたし、今度どこかでまた新しく出てくる。空気が

入っている風船みたいに、ここを押すと、また違うところでこのような状況になっています。確かに流動性が高いので、どこかにそういうバブル状況がある。ドイツは可能性が高いです。

質問者F とてもいい勉強になりました。ありがとうございました。

質問は二つあります。まずはテクニカル的な質問ですが、スライドの14（資料一四ページ）の政策金利の推移のデータの部分は、実施した日のデータですか。

ヴァルデンベルガー いや、ECBの政策金利の統計です。

質問者F その左側の日付ですね。

ヴァルデンベルガー パーセントです。ドイツ方式でコンマを入れたのですが、ポイントです。

質問者F 二番目の質問ですけれども、財政規律強化という話をされましたが、多分民主主義政治

においては、財政の規律にはどうしても限界があります。そういう意味では、EUで財政規律の強化というよりは、財政の権限を集中するような動きはどんなっているのかということです。

ヴァルデンベルガー Fiscal Compact という改革プログラムがあります。今度財政規律を高めるために、ユーロ圏の中では、毎年 deficit は三%の削減で、国債残高はGDP比の六割という規則があるのですが、しかし、それは全然効果がなくて、それを新しく、その国の憲法レベルで規制するというガバナンスとか改革の中の一つの提案です。どこまで実現できるのかこれからの話になりますけれども、EUはコミッションも反省して、政治的交渉で財政規律をちゃんとできないので、もうちょっと強い、その国の憲法レベルで、実はドイツでは憲法レベルで制限されていますが、確かに民主主義の中で厳しいです。

民主主義の出発点は、イギリスのマグナカルタを見ますと、王様の予算をコントロールすることでした。その民主主義は、今同じ問題を抱えています。どうやって政府の予算をコントロールできるかです。

東理事長 それでは、いただいた時間も随分過ぎましたので、今月の資本市場を考える会、これでお開きにさせていただきますと思います。

ヴァルデンベルガー先生、どうもありがとうございます。
ございました。（拍手）

（**フランス・ヴァルデンベルガー**・ミュンヘン大学日本センター 経営学部教授）

（本稿は、平成二四年九月二十一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

フランツ・ヴァルデンベルガー氏
(Franz Waldenberger 氏)

略 歴

ハイデルベルク大学、ケルン大学及び上智大学で経済学の研究に従事。

1990年、ケルン大学において Ph.D. (経済学博士号) を取得。

ドイツ独占委員会にて3年、ドイツ・日本研究所にて5年の職務を経て、1997年に
ミュンヘン大学日本センター・経済学部教授に就任。(現職)

この間、2010年10月～12年1月には、ミュンヘン大学を休職し、筑波大学大学院ビジネス科学研究科教授を務めた。

主に、日本経済及びコーポレートガバナンスの研究に従事。

日本経済に関する多くの論文や本を執筆し、

専門情報誌「JAP (Japan Analysen Prognosen)」の最高編集責任者を務めている。

東京大学、一橋大学及び大阪市立大学の客員教授を務めたほか、

日独フォーラム (日独両政府の諮問団体) 委員並びに日独産業協力推進委員会理事
を務めている。

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

フランツ・ヴァルデンベルガー

経営学部・日本センター
ミュンヘン大学

日本証券経済研究所
東京, 2012 9月 21日

9月7日の日本経済新聞(電子版)のトップニュース

独連銀の反対押し切る ECB、南欧国債買い支えへ 市場は緊張緩和に期待

【ロンドン=松崎雄典】欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は6日、中核のドイツ連邦銀行の反対を押し切って国債購入を決めた。市場では緊張緩和への期待が高まり、スペインの10年物 国債利回りは6.1%と3カ月ぶりの水準まで低下(価格は上昇)。ECBの決断をふまえ、ユーロ 圏首脳も危機対応の協議を活発化している。

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

概要

- ユーロ圏危機とはなにか？
- 危機対策の主な内容
- ドイツにおける論争
- 論点整理

3

ユーロ圏危機とはなにか？

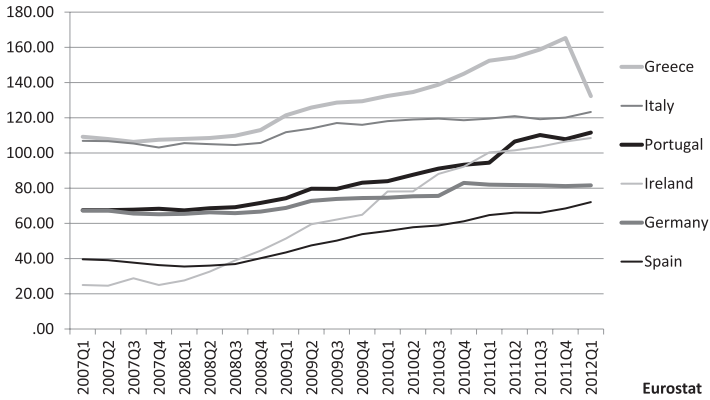
- 財政危機
- 金融危機
- 経済不況
- 悪循環

4

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

財政危機（１）
国債残高対GDP比（％）

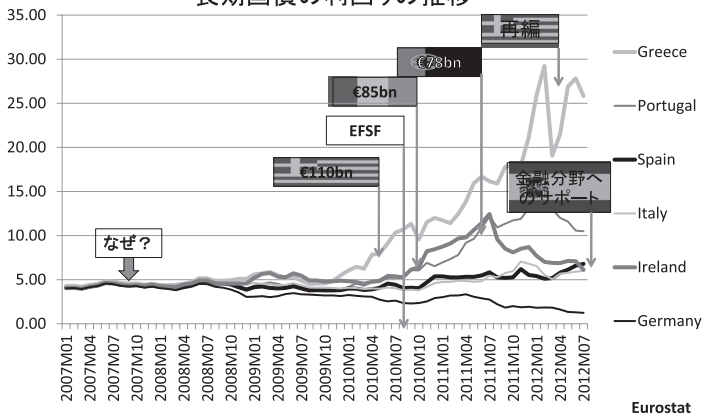


5

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

財政危機（２）
長期国債の利回りの推移



6

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

金融危機

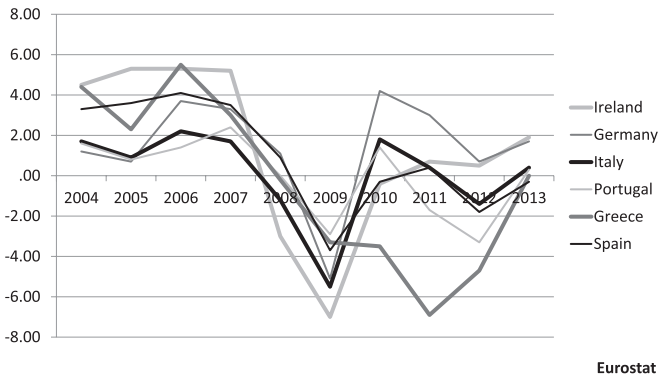
- 2008/2009の世界金融危機と経済不況は銀行のバランスシートを悪化させ、公的金融投入をもたらした。
- Basel規制や金融政策のため、国債リスクに対する銀行のエクスポージャーは非常に高い。
- 特にスペイン、アイルランド、ギリシャやキプロスの銀行は弱い。
- European Banking Authority (EBA)が2011年前半で実施したストレステストによると資本金はまだ不十分である。
- 生命保険企業も銀行と同様に国債リスクのエクスポージャーを持っていると同時に低金利環境のチャレンジに直面している。

7

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

経済不況 (1) 実質GDPの成長率

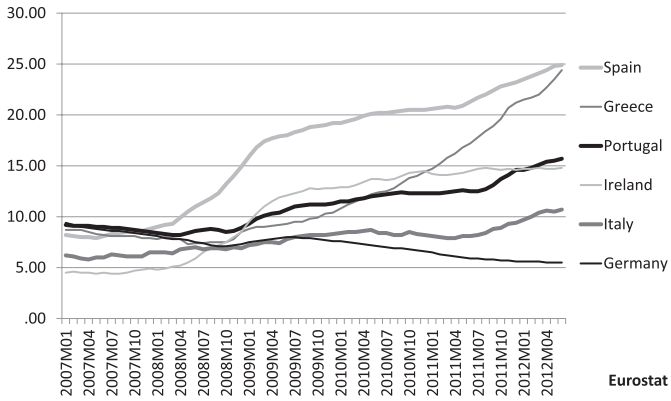


8

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

経済不況 (2)
失業率

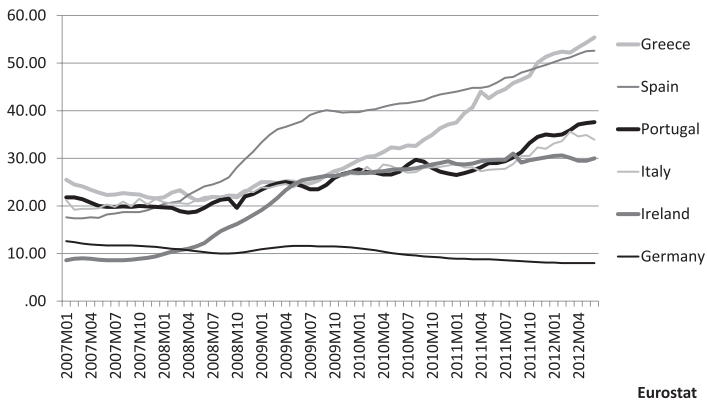


9

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

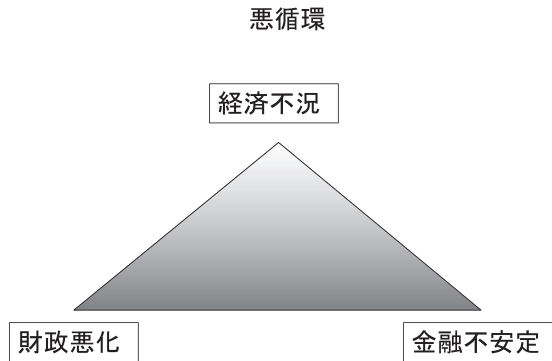
経済不況 (2)
失業率 - 若年者



10

ユーロ圏危機とはなにか？

ドイツの観点から見たユーロ圏危機



11

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

危機対策の主な内容

- 金融政策上の対応 (ECB)
- 公的資金投入による安定策 (EFSM, EFSF --> ESM)
- その他

12

危機対策の主な内容

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

金融政策上の対応 (1)

流動性を高める

- 政策金利を記録的低水準に下げた (スライド 14)。
- オペレーションでの貸し付け期間の延長(6, 12, 36 ヶ月)。

ユーロ圏の証券市場への介入

- ユーロ圏でユーロ建てのカバードボンドを直接購入する
(規模は€60bn, 2009-2010の1年間、満期日まで保有する)。
- Eurosystemのオペレーションで担保として認められる債券の基準を緩和。
- ある条件を満たす場合、国債を直接購入。

13

危機対策の主な内容

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

金融政策上の対応 (2)
政策金利の推移

Source: ECB

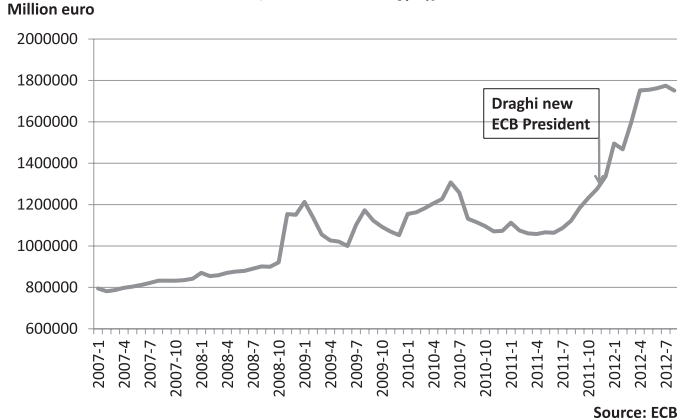
Date	Deposit Facility	Marginal lending facility	Fixed rate tender	Variable rate tender
11.07.12	0,00	1,50	0,75	
14.12.11	0,25	1,75	1,00	
09.11.11	0,50	2,00	1,25	
13.07.11	0,75	2,25	1,50	
13.04.11	0,50	2,00	1,25	
13.05.09	0,25	1,75	1,00	
08.04.09	0,25	2,25	1,25	
11.03.09	0,50	2,50	1,50	
21.01.09	1,00	3,00	2,00	
10.12.08	2,00	3,00	2,50	
12.11.08	2,75	3,75	3,25	
15.10.08	3,25	4,25	3,75	
09.10.08	3,25	4,25		
08.10.08	2,75	4,75		4,25
09.07.08	3,25	5,25		4,25

14

危機対策の主な内容

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

金融政策上の対応 (3)
マネタリーベースの推移



15

危機対策の主な内容

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

公的資金投入による安定策 (1)

May 2010 – Temporary establishment of European safety net until July 2013

European Financial Stability Mechanism (EFSM)	European Financial Stability Facility (EFSF)
- EU加盟国を対象に外部の要因によって困難な財政状態に陥った国を救うために€60 bnを用意する。 - EU-Commissionは資金を調達し、対象国に直接提供する。対象国は全ての金融コストを負担する。 - 保証はEU予算で行う。 - 加盟国のシェアは予算のシェアに相当する。	- 貸し出し枠は€440bn (ユーロ圏政府の保証コミットメントの総額は€780bn) - 困難な財政状態に陥った国を救う、資本市場への介入、予防策としてクレジットラインを提供、銀行の資本改善に間接的サポート。 - 加盟国のシェアはECBへの資本金シェアと相当する。
- IMF (€250 bn, 監督, アドバイス) とECB (金融政策, 監督, アドバイス) の協力。 - 資金投入は厳しい条件を前提とする (財政改善, 経済・金融改革等)。 - 実施の現状は定期的に „Troika“ (Commission, ECB, IMF) によってチェックされる。	

October 2012 – European Stability Mechanism (ESM)

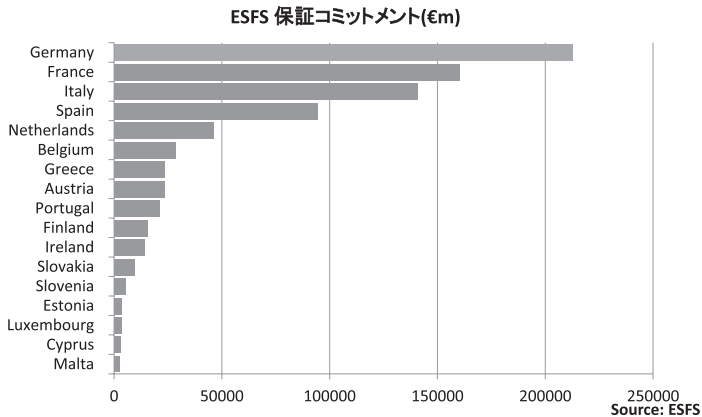
- 2013年7月からEFSFとEFSMをパーマナント機構として代替する。
- 役割、機能は同じ、しかし銀行資本改善のための資金補給は直接的にできる。
- 資金投入の条件も同じ。加盟国のシェアはEFSFと同じ。
- 実質的な貸し出し枠は€500 bn (EFSF と一時的に並行して行うときは€700 bnまで及び)。

16

危機対策の主な内容

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

公的資金投入による安定策 (2)



17

危機対策の主な内容

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

公的資金投入による安定策 (3)

援助スキームの規模(bn euro)

Date		IMF	EFSM	ESFS	Others	Total
02/05/10	Greece 1	30	-	-	80	110
28/11/10	Ireland	22.5	22.5	17.7	22.3	85
07/04/11	Portugal	26	26	26	0	78
26/10/11	Greece 2	28	0	109.1	35.5	172.6
25/06/12	Spain			51 - 100		51 - 100

第二のギリシャへの援助スキームにおいて、私的貸し出し側に53.5%のヘアーカット率が求められた。これによってギリシャの国債残高は€107bn削減した。(対GDP比で見ると160%から120%までの削減効果。)

Source: ESFS

18

その他

EUでの改革

- 銀行、保険、証券市場を監視、監督する三つの新しい機関を設立。
- 加盟国の財政ガバナンス、モニタリング機能、経済政策調整や改革プロセス調整の強化 („European semester“, „Six Pack“, Treaty on Stability, Coordination and Governance, „Two Pack“)

国際協力

- G7, G20 サミットの声明
- IMFへの資金提供による国際協力(日本も含めて)
- 中央銀行同士の協力(ECB, Fed, BoE, BoJの通貨スワップ等)

19

ドイツにおける論争

- 主な役者
- 危機の原因はなにか?
- ECBの政策は正しいか?
- ドイツ国益の侵害の可能性?
- 他の解決方法

20

ドイツにおける論点

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

主な役者

- 政治家
 - Merkel首相とSchäuble財務大臣の内外での戦い
 - 政権に参加しているCSU党はギリシャに対してもっと厳しいスタンスを求める。
 - Die Linke(左の党)は危機対策の政策過程は民主主義的ではないと批判。
- 経済学者
 - ドイツの経済学者の間(特にORDO-LIBERAL派)に昔からユーロへの批判がある。
 - ifo 経済研究所(Sinn所長): ユーロ圏危機は国際収支危機である、今とられてい
る政策手段で解決できない、Eurosystemに欠陥がある、オープンである通貨同
盟が必要等を主張する。
 - 2011年11月、ドイツ政府の経済諮問機関は財政再建提案の発表。
 - 170人の経済学者はオープンレターで2012年7月のEUサミットの結果を批判
した、しかしそれに対して他の経済学者はまた反論した。
- ドイツ中央銀行 – ECB の金融政策は結果として国家への資金供給に近すぎる。
- ドイツ連邦裁判所 – ESMへの政策決定過程は民主主義原則を違反しない。

21

ドイツにおける論点

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

危機の原因はなにか?

Ifo 経済研究所の解説

- ユーロ圏危機は国際収支危機である。資本は危ない国から強い国へ
逃げている。
- 原因はユーロ導入の時期までさかのぼる。あの時の国債利回りの低下
は財政規律を弱め、不動産バブルを起こし、労働コストを膨大させた。
現代に行われる資本逃避は国際競争力がないことを証明する。国際競
争力を改善するために大幅なコスト削減(デフレーション)が必要。
- Eurosystemの決済システムであるTARGETには重要な欠陥がある。安い
金融で国際収支の赤字を埋める方式になっている。

22

ドイツにおける論点

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

ECBの政策は正しいか？

- オペレーションで行う国債購入は貸し付け期間の延長によって国への直接融資に近い。これは
 - ECBの憲章に違反し、
 - インフレのリスクをたかめる。

ドイツ国益の侵害の可能性？

- Ifoの計算によると、ECBの国債保有、EFSM、EFSFやESMにおいてのコミットメントでドイツが持つリスクは€800bnまで及ぶ。
- ドイツはEUやECBでの決議において負ける。
- ドイツ政府は危機のおかげで非常に低い金利で金融調達できる。

23

ドイツにおける論点

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

他の解決方法

- ドイツ政府の経済諮問機関による国債再建の提案
 - 三つの柱: 国債の買い戻しファンド, 財政ガバナンス, 危機管理メカニズム
 - 買い戻しファンド: 対GDP比の60%を超える国債、25年間で買い戻す。
 - 弱い国には低い金利のベネフィットがあり、しかしファンドに入れた国債のコストや買い戻しはその国の負担である。
- IfoはEurosystemの決済システムであるTARGETを米国のシステム (ISA) のようなシステムに変えるべきと提案する。
- Ifoはオープン通貨同盟を提案する。国際競争力の問題に直面している国々は一時的に同盟を出て、自分の通貨の下で経済を再建する。仮に出ている間でもアソシエイトメンバーとして同盟に属する。再建のあとで同盟にフルメンバーとして戻れる権利を持つ。

24

ドイツの観点から見たユーロ圏危機

論点整理

- 危機はどれくらい厳しい? ただの国家危機なのか、ユーロ圏危機なのか、それともグローバル危機まで及ぶのか?
- 危機の原因はなにか? 財政危機、金融危機、国際収支危機、国際競争力の問題?
- ECB, ESM, Eurosystemの決済システムTARGETによる安定策は適切な
のか? 市場規律を弱める恐れやインフレのリスクはどう評価すべき
か?
- 他の政策、改革が必要か?
- ドイツにとってのバリュー・アット・リスクはどれくらい大きい?

25