第２回会合

金融危機～国際的連動

２０１０年１２月２４日（金）／ 合同庁舎第４号館・共用1214特別会議室

欧州経済の現状と行方

慶應義塾大学総合政策学部教授
白 井 さゆり氏

１．アイルランドの情勢

(1) アイルランドとギリシャとの相違点

2010年５月９日に出来上がった国際的な支援枠組みの適用第１号となったアイルランドの最大の問題は急激な財政赤字の拡大である。アイルランドの財政赤字の対ＧＤＰ比は2009年には14.4％であったが2010年には32％に拡大する。ただ、アイルランドの問題は次の３点でギリシャとは異なっている。

第１点目は、ＩＭＦ・ＥＵの支援プログラムにも明記されているが、財政運営の失敗ではないということである。アイルランドの危機の核心は銀行問題である。これに対し、ギリシャの問題は明らかに財政運営の失敗であり、アイルランドの問題は本質的には財政危機ではないという点で大きく異なっている。

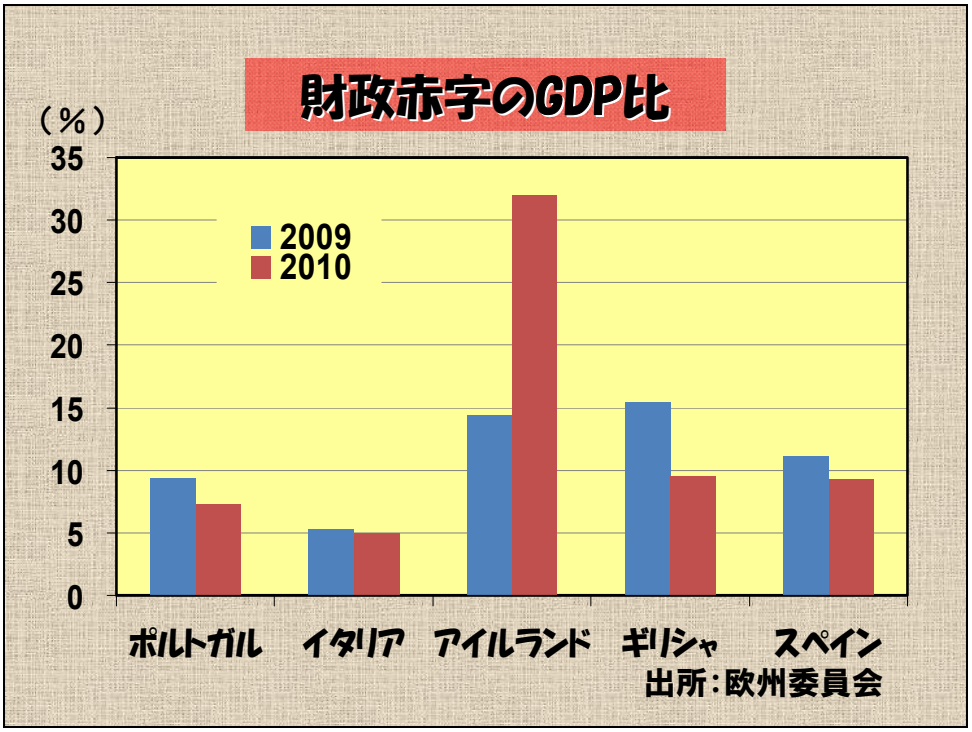
第２点目は、アイルランドはＩＭＦとＥＵに支援を要請したが、ギリシャと異なり不本意ながら支援要請を行ったことである。差し迫った資金調達の必要がなかったアイルランドは最後まで支援要請を行うことを拒否する姿勢だったが、欧州中央銀行（ＥＣＢ）をはじめとする国際的な圧力によりやむなく金融支援を受けることにした。2010年５月２日に支援が決まったギリシャは今年（2010年）４～５月に大量の借換債の発行が迫り資金が必要であったことから支援申請を行った。ただ、申請を行った時は、ギリシャへの支援とＥＵ基本条約（リスボン条約）の救済禁止条項との関係をどのように整理するかという問題があったことから迷走し、むしろ支援は遅れることとなった。

第３点目はギリシャをはじめとするＰＩＩＧＳ諸国の中でアイルランドが特に違う点だが、それはアイルランドの潜在成長力が高いということである。スペインやポルトガル、ギリシャといった南欧の国々には労働市場が硬直的であることや、サービス産業において規制が多いことなどの問題があるが、アイルランドにはこうした問題は無く、今回の銀行危機という要因がなければ成長力は高く将来性があり、国際的にも評価が高い。

(2) アイルランドの財政状況

アイルランドの財政赤字の対ＧＤＰ比は32％と一見大きいが、このうち20％は既に国有化されているAnglo Irish銀行とIrish Nationwide Building Societyへの増資によるもので、それを除けば12％であり今年の財政赤字目標を満たしている。つまり、銀行救済がなければアイルランドは財政運営において軌道を外れているわけではない。しかも2010年から2011年６月までに行うべき国債の発行は既に終わっており、資金調達の必要はなく、加えて国家債務管理庁が予備的に200億ユーロ、すなわち来年の財政赤字を満たすだけの資金を有している。つまり、アイルランドは差し迫った財政危機にあるわけではなかったことから国際支援の要請を拒んでいたという背景がある。なお、このＧＤＰの20％にあたる２つの銀行の増資に必要な資金は今すぐ国債市場で調達が必要なもので

はない。この増資のための資金は今後10年かけて資金調達を行えば良いものであり、財政赤字が20%上乗せになったから直ちに資金調達が必要となるわけではない。



(3) アイルランドが危機に至った経緯と原因

アイルランドで危機が表面化したのは今年（2010年）９月であった。少し前の今年５月頃にはギリシャの危機がスペインやポルトガルに波及し、５月６日～７日には日本を含む世界全体で株価が同時に下がり、ユーロが売り込まれるといった事態が生じた。しかし、このころにはアイルランドはそれほど大きくクローズアップされておらず、むしろ８月まではアイルランドの評価は高かった。そうしたアイルランドが今回の危機に至る経緯は次のとおりであった。

① 深刻な景気後退

アイルランドは先進国でも稀に見る深刻な景気後退に陥り、200７年から2010年までの約３年間に名目ＧＤＰが16%も落ち込んだ。この景気後退の理由は２つあり、その１つは銀行危機であり、もう１つは不動産バブルの崩壊である。因みに、ＰＩＩＧＳのうち、この２つが起きた国はアイルランドだけである。

② 銀行危機拡大の背景と経緯

まず、銀行危機が発生した理由は、アイルランドの銀行の資産がＧＤＰの330%にまで拡大するなど、銀行が国の身の丈を超えて大きくなったことにある。アイルランドの銀行がここまで大きくなった背景としては、ユーロの信認に支えられてユーロ圏を中心に銀行間の貸借が拡大し、多くの資金を容易に調達できるようになったことがあり、アイ

ルランドの銀行は調達した多額の資金を不動産業者と住宅ローンに供給した。英国や米国、スペインでも住宅バブルが発生したが、アイルランドのバブルはそれらを上回るものであり、アイルランドの不動産価格は1995年から10年間で4.5倍にも拡大している。

こうした状況において2008年9月にリーマン･ショックが発生することとなったが、アイルランドでは2008年後半にバブル崩壊が始まっていたという事情も重なって、銀行がお互いに疑心暗鬼となるなか、多額の資金を借り入れていた銀行の資金調達が難しくなり、一気に財務基盤が著しく傷むこととなった。こうした事態に対し、アイルランド政府は、リーマン･ショック直後、預金だけでなくほぼ全ての債権を保証するというあまり例の無い措置に踏み切った。

アイルランド政府はこうした措置の他にAnglo Irish銀行の国有化や他の５行への資本注入を実施したが、その時点では4.5倍にまで上昇していた住宅価格がピーク時から30%程度下落していたに過ぎず、その後も価格は下落しており損失の拡大が続く状況となっている。こうした状況のなか、アイルランド政府はバッドバンクという受け皿会社を発足させ、焦げついている国内銀行の不動産関連ローンを時価で買い取ることとした。ところが、当初、30%程度と見積もられていた割引率は実際には60%程度となっており、焦げつきが予想以上であることが明らかになった。割引率が５割を超えるということは、住宅ローンや不動産会社向け融資の簿価と不動産の時価の間に大きな差が生じるということであり、当然のことながら銀行の自己資本はその大きな差額の分だけ目減りすることになる。こうした状況でも市場で資金調達が出来れば良いが、当然それは難しいため、先述の２行に対して増資を行ったが、その金額は非常に大きなものとなったのである。

③ アイルランド問題の表面化の背景

アイルランド問題は2010年９月頃に表面化したが、それはこのころに銀行の損失が思った以上に大きく、政府による予想以上の公的資金の注入が必要になるとの見方が広がり、アイルランド国債の金利が上昇したためであった。加えて10月28日にアイルランド問題に大きな影響をもたらす出来事があった。すなわち、この日に開催されたＥＵ首脳会議において、①３年の時限措置とされていた欧州金融安定化基金（ＥＦＳＦ）を永続化することとし、そのためにＥＵ基本条約に手を加えること、また、②同基金を2013年以降継続する時点で新たに金融支援を求める国があった場合には、その問題国の国債を保有している民間投資家にも損失の負担を求めることが決まったのである。

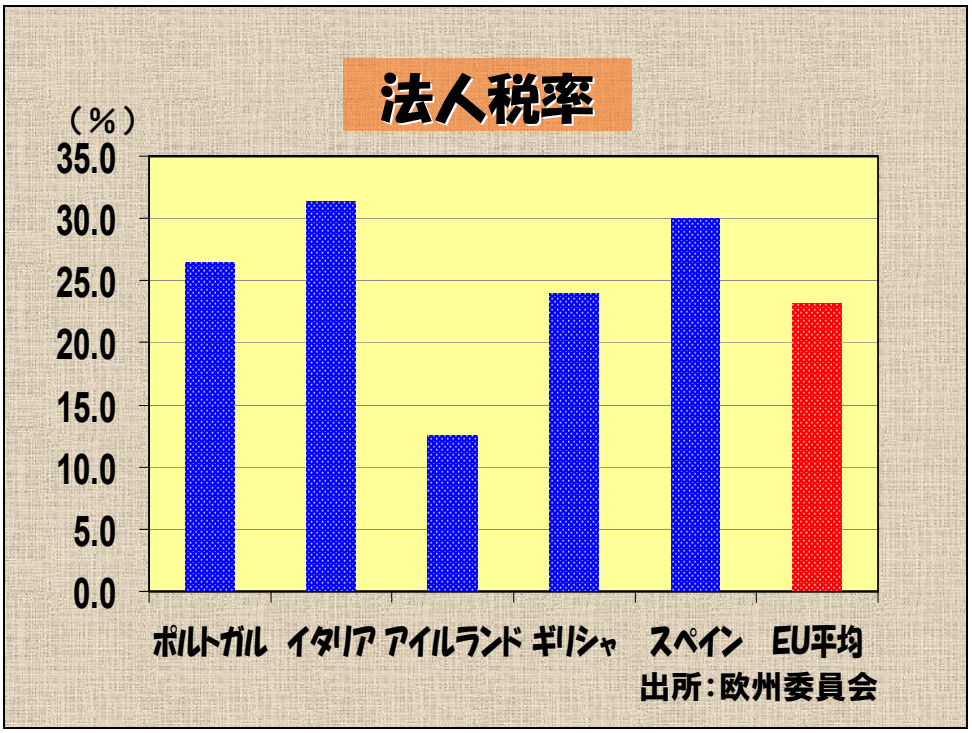
ＥＵ首脳会議の決定を受けて、その翌日からアイルランド国債の売りが始まったが、その理由は２つある。１つは、民間投資家による損失負担が、2013年半ば以降に発行される国債に適用されるのか、あるいはその前に発行された国債にも適用されるのか、より具体的には、2013年半ば時点でアイルランド国債を保有している投資家も損失を負担することになるのか、ということが明確ではなかったためにパニック的に国債を売る動きが出たということである。もう１つは、投資家が問題国の国債を売って、投資家に損失負担を求める動きに怒りを表明したということである。こうした流れのなかで５月頃に５%台前半であったアイルランド国債の利回りは、バッドバンクによる債権買取が始まってから上昇を始め、ＥＵ首脳会議があった10月28日の後には最高で９%台にまで上昇した。

こうした状況ではあったが、アイルランドとしては、先述のとおり今すぐに国債を発行する必要はなく、時間をかけて信認の回復を図る道があったが、ポルトガルやスペインに加え、イタリアにも問題が波及し始めていたことから、欧州中央銀行（ＥＣＢ）や欧州委員会、また、当事国であるスペインやポルトガルなどからアイルランドに対して支援を受けるようにとの圧力がかかることとなった。

④ アイルランドが支援要請を拒んだ理由（法人税率問題）

アイルランドが支援要請を行うことに反対していた理由は、１つには財政問題がそれほど大きな問題ではなかったため時間をかけて信認を回復することが可能であったからであり、もう１つは、12.5%とＥＵで２番目に低い水準にある法人税の税率を維持したかったからである。

アイルランドには低い法人税率が産業を支えている面がある。アイルランドが高水準の高等教育によりハイテク人材を輩出していることや、英語圏という要因もあるが、欧米、特に米国ハイテク産業の名立たる企業などが進出していることの大きな要因の一つとして法人税率が低い点が挙げられる。したがって、成長戦略のためにも低水準の法人税率に手をつけることはできないのである。他方、法人税率が高いフランスやドイツなどの多くのＥＵ諸国では、アイルランドの低水準の法人税率が不平等な競争をもたらしているとして不満が強く、フランスとドイツは、アイルランドが支援を受けるにあたっては財政赤字削減のために増税が必要であり、法人税率を引上げるべきであると主張していた。譲歩できないアイルランドはこれに反発し、対立が続くことになったが、最終的には支援要請の直前にフランスのサルコジ大統領が法人税率の引上げを融資の条件しないことで譲歩し、翌日にアイルランドがＩＭＦ及びＥＵに支援の要請を行うという流れになった。



⑤ 公的債務の拡大

もともと財政黒字国であったアイルランドの公的債務に目を向けると、世界経済危機の影響で財政赤字が拡大したことから2009年の公的債務残高の対ＧＤＰ比は66％となっており、これに2010年の財政赤字分32％が加わることで97％となる。こうした状況にあるアイルランドがＩＭＦ及びＥＵの支援をどの程度用いるか注目されているが、それは銀行救済の行方に左右され、それほど支援を使わない可能性もある。ただ、支援を全面的に使うような状況になり、さらに景気後退も予想以上に深刻化すれば、公的債務残高のＧＤＰ比は150％程度にまで上昇するとされている。国のソルベンシーの問題は明らかにギリシアにおいて最も大きく、その次にアイルランドがくるという状況である。いずれにしてもアイルランドの状況は銀行改革の行方に負うところが大きい。

公的債務のGDP比

（％）

	2009年	2010年	2011年
ポルトガル	76	83	89
イタリア	116	119	120
アイルランド	66	97	107
ギリシャ	127	140	150
スペイン	53	64	70

出所：欧州委員会

(4) アイルランド支援の内容

① 支援の概要

2010年５月２日に決まったギリシャに対する支援はＩＭＦからの300億ユーロの支援及びユーロ加盟国からの800億ユーロの支援からなり、合計1,100億ユーロとなっている。また、その１週間後の５月９日に決まった国際的な支援の枠組みは総額が7,500億ユーロであり、ＩＭＦから３分の１の2,500億ユーロ、ＥＵが３分の２の5,000億ユーロという内訳になっている。このＥＵの5,000億ユーロのうち600億ユーロは欧州金融安定メカニズム（ＥＦＳＭ）であり、これは欧州委員会がＥＵ予算を担保に市場で資金調達を行うものでＥＵ予算が増えない限りこの額が上限となる。もう１つの柱は4,400億ユーロの欧州金融安定基金（ＥＦＳＦ）である。ＥＦＳＦは2010年６月にルクセンブルグにおいて設立され、クラウス・レークリング氏が最高経営責任者を務めている。ＥＦＳＦはアイルランドから

の支援要請を受け、債券を発行して必要な資金調達を行うことになるが、その債券についてはドイツ、フランスをはじめとするユーロ圏諸国が保証を行うこととなっている。この保証については保証率が債券額の120％と高率であり、三大格付機関による格付はＡＡＡで、比較的低いコストで資金調達ができる仕組みとなっている。なお、ＥＦＳＦは2013年６月までの３年間とされていたが、これはリスボン条約（ＥＵ基本条約）にＥＵ加盟国同士の債務肩代わりを禁じる「救済禁止条項」があり、この条項に抵触することなどから３年間と期間が区切られたものである。ただ、他にも財政赤字を抱えている国があり、３年で役目は終わらないとの観測から永続化されることになっている。

国際支援の枠組み（5月9日決定）

総額：7500億ユーロ
（Ａ）IMF（1/3）：2500億ユーロ
（Ｂ）EU（2/3）：5000億ユーロ
※欧州金融安定メカニズム（EFSM）：600億ユーロ
※欧州金融安定基金（EFSF）　　：4400億ユーロ
（3年間の時限措置）

② アイルランド支援策の特徴

11月28日に決まったアイルランドへの支援は異例かつユニークなものとなっている。まずその１点目として、支援総額は850億ユーロであり、当初この額はＩＭＦとＥＵが負担すると見られていたが、実際はアイルランド政府自体も175億ユーロを拠出し、実質的な支援額は675億ユーロと市場の予測よりも小さなものとなっている。より具体的には、アイルランドが年金基金を使って175億ユーロ拠出し、残りの675億ユーロの３分の１をＩＭＦ、３分の２をＥＵが負担することとなっている。このような形となった理由は、仮にポルトガルとスペインが来年（2011年）支援枠組みを利用することになれば、支援枠組みの総額である7,500億ユーロでは不足が生じる恐れがあり、少しでも多くの資金を残しておきたいという事情がある。

なお、ポルトガルとスペインの状況を見ると、ポルトガルについては来年（2011年）支援を受ける可能性が高いと考えるが、スペインはポルトガルより状況は良い。したがって、スペインが順調に改革を実行して困難な状況を切り抜ければ、支援に必要な金額は7,500億ユーロで十分足りると見られる。しかし、市場の納得を得られずに現在5.5％の10年物スペイン国債の金利が6％、7％と上昇することになれば、スペインも市場での

資金調達が難しくなるだろう。

アイルランド支援について興味深い点の２つ目は、ＥＦＳＭによる支援は決められている枠組みにしたがって675億ユーロの３分の１である225億ユーロとなったが、ＥＦＳＦによる支援はこのうちの177億ユーロとなり、残りの48億ユーロは英国、スウェーデン、デンマークそれぞれによるアイルランドとの間での２国間融資とすることになった点である。なお、これら３カ国のうちでは、アイルランドへの投融資額が最も大きい英国の融資額が圧倒的に大きくなっている。

アイルランド救済支援（11月28日決定）

☆総額：850億ユーロ（平均金利5.8％、返済期限7.5年）
①アイルランド政府　：175億ユーロ
②海外支援　　：675億ユーロ
IMF（1/3）：225億ユーロ
EU（2/3）：450億ユーロ
※欧州金融安定メカニズム（EFSM）：225億ユーロ
※欧州金融安定基金（EFSF）　　：177億ユーロ
※2国間支援（英・スウェーデン・デンマーク）：48億ユーロ
☆使途：
（あ）財政支援　　：500億ユーロ
（い）銀行部門支援：350億ユーロ
（内、250億ユーロは予備的基金）

ギリシャについては、財政統計に偽りがあったこと、国内において脱税が多いこと、また社会保障が極端に手厚いことなどの事情があったため、ユーロ非採用国から支援を得ることはなかった。これに対してアイルランドはユーロ非採用国からも支援を受けることになったが、それは次のような事情によるものである。

2009年におけるアイルランドの財政赤字の対ＧＤＰ比は14.4％であったが、これは2008年後半から深刻な景気後退の中で実施された財政再建努力の成果でもあった。アイルランドは市場やＩＭＦ、ＥＵからの圧力や強制がなかったにもかかわらず、率先して財政再建に取り組み、2008年後半から2010年までの２年半にＧＤＰ比10％に相当する増税と歳出削減を実施した。こうした財政再建の努力が広く認められ、高く評価されているため、アイルランドはユーロ非採用国からも支援を受けることになったと言えよう。

加えて次の点も指摘できる。ユーロ採用国は金融政策などによる通貨の切り下げが出来ず、自国の製造業を生かして外需主導により景気回復を図るためには、賃金カットなどにより生産コストを下げて製品価格を下げるというデフレ政策を採るか、構造改革などによる労働生産性の向上を図るといった方法しかないが、アイルランドはユーロ圏で

唯一賃金カットを実践して競争力を回復している国であり、欧州委員会も高く評価している。ユーロ圏では競争力を回復するにはこうした方法しかなく、ギリシャはＩＭＦやＥＵの圧力によって賃金の引下げが出来たが、労働者保護の手厚い南欧では賃金の引下げは非常に困難であり、ポルトガルやスペインでは手をつけることができない状況にある。もともとＩＴ産業などを有するアイルランドには成長の力があり、潜在成長率も3.5%とされるなど、経済力に対する評価は高い。アイルランドへの２国間支援に参加する国があったことの背景としてはこうした事情も指摘できよう。

アイルランド支援のもう１つの特徴は850億ユーロの支援額の使途である。今回の支援では350億ユーロは銀行部門の支援に向けられており、今回の問題が銀行部門にあることは明らかであると言える。

③ 欧州中央銀行の対策

欧州中央銀行（ＥＣＢ）も重要なプレーヤーである。ＥＣＢは、リーマン・ショック後から実施していた無制限資金供給を2011年1月中旬までに全て打ち切ることとしていたが、2010年12月2日の政策決定会合でその一部について３カ月間延長することを決めた。アイルランドへの支援が実施されるなか、こうした措置はさらに延長され、暫く継続されることになると見られる。

また、ＥＣＢは市場においてユーロ圏の債券を購入している。購入額は2010年12月のアイルランドやポルトガルの国債の購入を含めて720億ユーロであり、金額的にはそれほど大きくないが、ギリシャやアイルランドの国債はデフォルトの可能性がある。ユーロ圏16カ国を支えるＥＣＢとしてはそうしたリスクを取りたくないが、機動的な支援ができる機関はＥＣＢの他にはなく、ＥＣＢは増資によって資本金の額を倍増させることでリスクに備えることになった。ただ、ＥＣＢはデフォルトリスクのある国債を購入する

意思を明らかにしたことになり、直ぐには出口戦略には入れず、問題の拡大を防ぎユーロを支える役目を続ける状況となっている。

ＥＣＢがアイルランドに支援を受けるように圧力をかけた背景としては次のような事情があった。ＥＣＢのアイルランドへの無制限資金供給は1,300億ユーロであり、アイルランドはＥＣＢの貸出資金の４分の１を占める最大の資金供給先となっており、貸出額は更に増加していた。ＥＣＢとしては、アイルランドの銀行がソルベントであれば資金を貸し出す意味もあるが、インソルベントであれば流動性支援の意味はなく、また、アイルランドのＥＣＢ依存が続く限り出口戦略に向かえない状況にあった。このため、ＥＣＢはアイルランドのＥＣＢ依存を終わらせ、ＩＭＦとＥＵの支援の下で徹底的な銀行改革が実施されることを期待してアイルランドに圧力をかけることとなった。

④ アイルランドの財政再建に向けた動き

アイルランドはＩＭＦ、ＥＵの支援の下で財政再建を行っているが、状況は非常に厳しい。アイルランドはここ２年半の間にＧＤＰの10%に相当する増税と歳出削減を実施しているが、更に今後４年間にそれと同等の財政再建努力をしなくてはならない。これまで国民の合意の下で財政再建を進めてきたが、国民も限界に来ており、ストなどが発生している。連立政権にもひびが入っており、来年（2011年）２月に行われる総選挙では連立与党が大敗すると見られている。政権を取る可能性がある野党は、財政再建策は厳しすぎるとして、見直しを行う可能性があることを示唆しており、アイルランドは政権が安定するまで不安定な状況が続くことになる。ただ、財政再建に向けた姿勢が緩めば、ジャンク債の一歩手前まで格付けが下がっているアイルランド国債がさらに格下げになる可能性があり危険な状況とも言える。こうした状況において、アイルランドとしては、成長戦略として12.5%の法人税率を堅持し、最低賃金の12%引下げによるデフレ的な政策で国際競争力を回復したいという方向である。

アイルランドの財政再建策

4年間で150億ユーロ（GDPの9%）の増税・歳出削減

- このうち約7割が歳出削減、3割が増税
- このうち4割を2011年に実施
- 公務員2万4千人以上のレイオフと賃金削減
- 消費税率2%上げ、所得税増税、年金削減

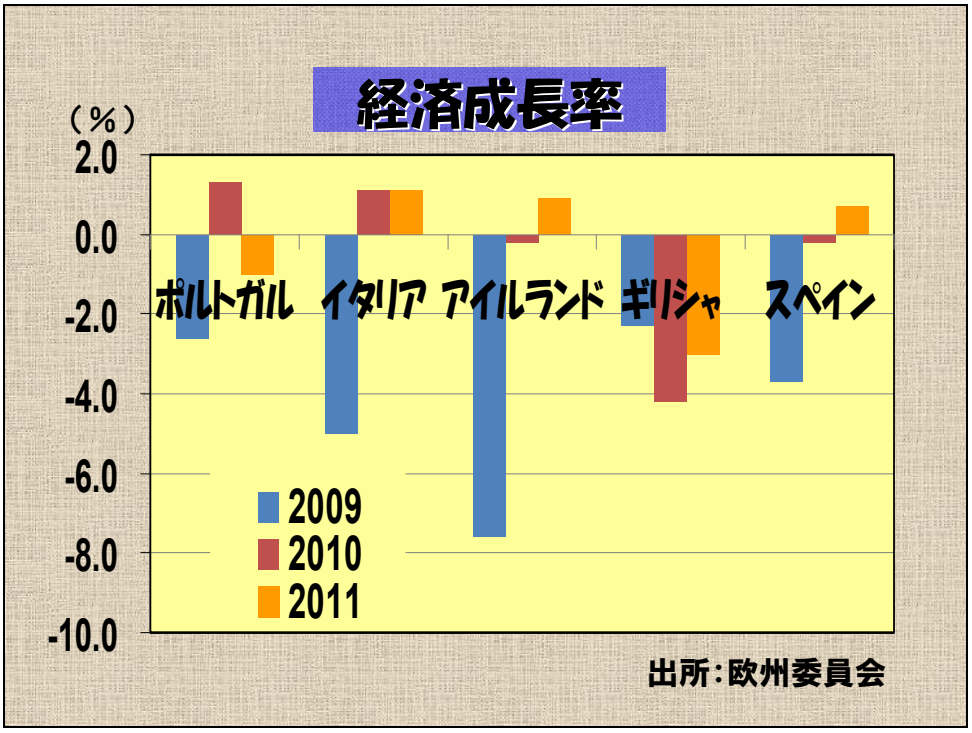
成長戦略

- 12.5%の法人税率の維持
- 最低賃金を12%削減

他方、アイルランドの税収見積もりは、今後４年間の実質平均成長率が2.7%となることを前提としているが、この成長率見通しは高過ぎると見られている。今後ＧＤＰ比10%に相当する財政再建を実施すれば内需は相当弱まることになり、外需主導でいくとすればユーロはより低い水準となる必要がある。また、米国の景気はやや上向くと見られるが、アイルランドとの貿易関係が強い英国は来年（2011年）から本格的な財政再建を行うため内需は減速すると見られる。こうした海外の動向を考慮すれば、ユーロが下がらなければ2.7%の成長は難しいであろう。そうなると予定どおりの財政再建は難しく、非常に厳しい状況になる。

(5) 欧州の今後の見通し

来年（2011年）の成長率について、ポルトガルはマイナスが見込まれている。アイルランドはプラスになると言われているがそれは難しいと見られる。厳しい財政政策を実施するギリシャも内需が抑制されることから、来年（2011年）は成長率がマイナス３％とされており、スペインについても失業率が20.8%となっており、小幅なプラス成長が見込まれているものの厳しい状況である。いずれにしてもＰＩＩＧＳ諸国はほとんど成長しない状況がしばらく続くと考えられる。



ＥＵの金融支援に関しては、2010年12月16、17日にＥＵ首脳会議が開催され、欧州金融安定基金（ＥＦＳＦ）を2013年半ば以降も永続化することが決まった。また、同会議では、ＥＦＳＦ永続化のためにＥＵ基本条約の救済禁止条項などを修正するとなると各国の国民投票などの手続きが必要になり長い時間を要することになるため、ある１項目をＥＵ基本条約に追加するという微調整により対応することが決まった。更に、2013年６月以降にユーロ圏で発行する国債について、発行国にかかわらず集団行動条項（国債がインソルベント（支払い不能）な状況になったときには、債券保有者の75%の賛同が

あれば債務再編をできるという条項）を入れることも決まった。残された課題としては、ＥＦＳＦの規模について金額を4,400億ユーロから更に増やすのか、ＥＦＳＦにユーロ圏の危ない国の国債を買う役割を与えるかなどがあり、これらは来年（2011年）３月に決まることになっている。ただ、市場はまだ安心していない状況である。来年（2011年）の動向はスペインにかかっている。スペインが上手く事態を乗り切れば資金は十分である。ただ、ポルトガルは支援を申請する可能性が非常に高いと見られ、来年（2011年）も不安定な状況が続くのではないかと考える。

2013年中旬以降の欧州金融安定基金(EFSF)制度

10月28日	**EU首脳会議** 2013年以降の金融支援永続化と民間債権者の損失負担で基本合意
11月28日	**ユーロ圏財務大臣会議で合意** ※2段階システム ①流動性支援と厳しい経済プログラム義務 ② 公的債務状態が「持続不能」と判定、民間債権者との債務交渉が追加支援の前提
12月16～17日	**EU首脳会議で正式合意** ※EU条約の修正箇所で合意

質疑応答・自由討議（その１）

■ アイルランド危機（アイルランド支援／ユーロ離脱／銀行の債務再編など）

〔吉野直行氏〕１人当り国民所得が高いアイルランドをなぜ援助するのかとの批判があるがこれについてどう考えるか。アイルランドは金融部門のウエイトが高く「ものづくり」をしていないという産業構造の問題があるのではないか。アイルランドにとっての問題解決策としてはユーロ離脱が最も有効なのではないか。

〔白井さゆり氏〕アイルランドは日本より１人当りの所得が高く豊かな国である。かつては「ケルトの虎」と言われて製造業が強かったが、今はＩＴサービス産業が強い。貿易収支は黒字であり、貿易赤字国であるギリシャやポルトガルとは大きく異なる。ここ10年ぐらいのアイルランドの成長はバブルによってもたらされていたが、産業があるのは事実であり潜在成長力も高く、ギリシャやスペインなどのように借金をして消費、輸入をする国とは違う。また、アイルランドには南欧のようなサービス産業の規制や政府の非効率といった問題はほとんどなく、労働市場も非常に柔軟である。銀行の問題を除けばアイルランドの状況はかなり良く、アイルランドに対する評価は高い。

アイルランドのユーロからの脱退について、ＰＩＩＧＳ諸国のうち脱退してもやっていける可能性が最も高いのはアイルランドである。ギリシャやスペイン、ポルトガルが脱退して通貨を切り下げたとしても急に輸出依存による成長志向の戦略が採れるわけではない。アイルランドの場合は、人材の質が高いなど、輸出による成長戦略に必要な基礎がある。ポルトガルなどでは、研究開発投資もあまり行われておらず、熟練した労働力もあまり多くはない。

もっともユーロを離脱してやっていける可能性が高いとしても、ユーロ建ての債務が多いアイルランドは離脱しないだろう。アイルランドにおいて、ＩＭＦとＥＵが資金を供給しても金利が高止まっているのは、手のつけられていない問題があるからである。アイルランドのＧＤＰの330％に上る同国の銀行資産のなかには不良化しているものがかなりあるが、現在、アイルランドでは劣後債の債務再編は手をつけつつあるものの、優先債については手をつけないこととなっており、不良化した資産がまだ相当残っている。ＩＭＦとＥＵは、資産の切り売りや経営者の交替なども実施して銀行資産の縮小を図るとしているが、大掛かりな債務再編を行わずにそれが可能なのかという問題がある。

優先債に手がつけられていない理由は、アイルランド政府とＩＭＦは優先債は再編の対象にしたかったようだが、アイルランド６大銀行の全ての破綻や問題の他国への波及を恐れたＥＵが反対したからである。すなわち、優先債に手をつけると、投資家がアイルランドの銀行に投資をしなくなる可能性が高く、また、ポルトガルやスペインが金融債を大量に発行していることから、問題がアイルランドに止まらず、ポルトガルやスペインの銀行の資金も枯渇してしまう可能性がある。欧州全体がサブプライムローンから未だ完全に立ち直っていない状況において、ＰＩＩＧＳの国債価格が不安定な状況にな

っており、これ以上のショックを与えたくないという考えがある。

今後のアイルランドを見ていくうえでは、総選挙の結果によりＩＭＦとＥＵと取り決めた支援計画がどうなるかということと、徹底的な債務再編をやらずに銀行改革ができるかということに注目する必要がある。

アイルランドについては、ムーディーズが優先債の格付を下げ、特に最も懸念されている国有化されたAnglo Irish銀行とIrish Nationwide Building Societyはジャンク債となっており、政府保証債も５大銀行がジャンク債の一歩手前まで格下げされている。市場はヘアカットの可能性を見込んでおり、今後の状況が非常に不安定な状況でユーロを離脱するのは自らを苦しめる行為とも言え、通貨の暴落を避けるためにもユーロにとどまった方が良いだろう。ＰＩＩＧＳ諸国のうち最も成長力があり輸出産業もあるアイルランドは、ユーロ脱退により通貨を切り下げて最も得をする国だが、今の状況を考慮すれば脱退は考えられず、ユーロ圏の中でやっていくことを選択すると見る。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ アイルランド危機（国債の格付け／国債デフォルト／債務再編）

〔小川英治氏〕アイルランドなどの国債格付けの状況と今後の見通しはどうか。アイルランドは債務再編をした方が良いのか、あるいはぎりぎりまで債務再編をせずに最後にデフォルトをした方が良いのか。

〔白井さゆり氏〕ギリシャ国債については、３大格付会社のうち２社がジャンク債扱いとしており、残る１社も近く格下げを行うと見られる。但し、ギリシャについては、ＥＣＢオペにおける適格担保の最低格付け基準が適用されないためジャンク債となっても問題はない。アイルランド国債については、２社がジャンク債の１段階前であり、近く引き下げられると見るが、１社はＡ格付である。ジャンク債にならない限りはＥＣＢに受け入れられるが、2011年１月からヘアカット率が高くなる。ただ、仮にアイルランド国債がジャンク債になったとしても最低格付け基準を適用しない扱いになるのではないかと見られる。

国債のデフォルト、債務再編について言えば、可能性が最も高いのはギリシャだが、ＥＵはデフォルトを先延ばしすると考える。ただ、2013年半ば以降に発行される国債に集団行動条項を入れるということは、遅かれ早かれデフォルトが生じる可能性があると考えられているということではないか。今債務再編を推し進めることでショックを起こすと破壊的な金融危機を起こす可能性がある。ユーロ圏経済は、成長率は微々たるものだが少しずつ良くなってきている。したがって、状況の好転を待って、恐らく７～８年後と見るが、ギリシャの債務再編の可能性があるのではないか。とにかく今は先延ばしし、資金を注ぎ込むということであろう。

銀行に関して最も問題があるのはアイルランドである。劣後債については最も問題のあったAnglo Irish銀行では債務再編が決まっており、昨日増資が決まったAllied Irish

銀行も近い将来に債務再編が実施されることになるだろう。恐らくほとんどの銀行は劣後債について債務再編が行われるだろう。これらが行われても問題が解決しない場合は、アイルランドへの投融資が多い英国をはじめとする関係国によって秩序だった債務再編を行う動きが出るのではないか。ただ、当面は様子を見るという形で、資産の切り売りや劣後債の処理、増資により対応が行われると思われる。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 欧州の危機の評価／今後の見通し

〔中島厚志氏〕今回のＥＵの危機は、金融における危機と、一部の国が双子の赤字を膨らませたことによる不均衡による危機、言い換えると、金融機関の危機と国の危機の両方がある。そうした状況において、金融産業の好調により上乗せされていた成長が今後剥落したまま推移することになるとすれば、ＥＵ全体又はユーロ圏全体の成長回復は、国の不均衡拡大によるバブルと、不動産バブルなどの金融面でのバブルの２つを処理に耐え得るものにならないのではないか。また、アイルランドのような金融面の問題が他国において生じた場合にアイルランド以外は各国で処理できるのか。ＥＵの負担になるとすれば、ドイツなどは政治的にももたないのではないかと考える。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ スペインにおける銀行問題／ドイツの州立銀行の問題とその対応

〔白井さゆり氏〕スペインも銀行問題を抱えている。ただ、スペインの場合は大手銀行ではなく、「カハ」と呼ばれる地方貯蓄銀行が問題になっている。このカハは不動産業者や住宅ローンに大量の貸付を行っており、カハの貸出資産は銀行全体の貸出資産の半分を占めている。スペインではアイルランドの次に大きなバブル崩壊があったため、焦げ付いている債権も多い。

スペインの状況はポルトガルより良いが、プラスとマイナスの両面がある。スペインについては、市場の見方が変われば状況も変わるが、ＩＭＦ、ＥＵの支援を受ける確率はまだ３割程度と見ている。スペインでは、2010年の財政赤字目標9.3%はほぼ達成が見込まれており、また、歳出の３割を占める地方政府も厳しい状況を受けて財政再建に応じている。こうした状況は今年（2010年）財政赤字目標が達成できない可能性のあるポルトガルとは異なるものとなっている。

また、2010年7月23日に結果が公表されたＥＵによる銀行のストレス・テストに関し、他の国々がテストの対象とする銀行を絞るなか、スペインだけが唯一全ての銀行を対象にテストを実施した。また、スペイン中央銀行の主導により、2010年末までにカハ45行が17行にまで再編される。こうしたことからもスペインについては、改革などの取組みがあまり行われていないポルトガルに比べ評価が高くなっている。

さらに、今年（2010年）９月に労働市場改革法を成立させたこともスペインに対する評価を高めており、スペイン国債の利回りもポルトガルに比べ1%ポイント程度低くなっている。

懸念材料はスペイン経済が比較的大きいため借換債の発行額が多いことである。来年（2011年）の借換債は国と地方を合わせて2,000億ユーロ、また、銀行の借換債が1,000億ユーロあたりと思われ、合計3,000億ユーロ程度である。国内に機関投資家が多く、半分程度は国内で消化できると見られるが、残り半分をユーロ圏で消化できるか市場が懸念している。したがって、市場の懸念を取り除くような改革が必要である。

もう１つの懸念は、カハの再編が不十分なことである。カハの中にはカトリック教会等が経営をしているものや、地方議員が取締役を務めているものなどもあり、癒着や政治的な圧力があって十分な再編ができていないようだ。アイルランドのようにバッドバンクをつくって不良債権処理をすれば損失の規模がはっきりするが、そのようなことが行われていないためどれくらい損失があるかはっきり見えない状況にある。

問題の先送りということで言えば、ドイツについて見てみると、州立銀行が問題である。州立銀行はサブプライム関連の証券化商品をいまだに大量に抱えているが、そこには十分手がつけられていないようだ。州立銀行の背後には州政府があるため、中央政府主導で対処するのが難しいという問題がある。ただ、今は問題を顕在化させるのではなく、先送りをして少しずつ利益を出して自己資本を増やし、財務基盤を強化しようということのようだ。フランスの銀行はかなり状況がよくなっており、支援に後ろ向きであったドイツも経済が回復してきており、今は主導してＥＵの改革を進める方向になっている。ただ、問題が絡み合い過ぎて銀行改革や政府の債務再編など一気に処理する状況にはなく、その準備もできていないことから少し様子を見るということにならざるを得ないのではないかと思う。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ アイルランド問題の日本への影響

〔加藤隆俊氏〕日本はアイルランド問題によってどのような影響を受けるか。

〔白井さゆり氏〕アイルランドはユーロ圏経済の２%に過ぎない。アイルランド問題の影響はまずユーロ圏において大きく出る。ただ、アイルランド問題の処理がうまくできずにポルトガルやスペインに影響が生じ、ユーロ圏全体が大きく停滞する状況になれば、為替や貿易の面で日本に影響が出てくるだろう。アイルランド問題の日本への直接の影響はあまり考えられないのではないか。

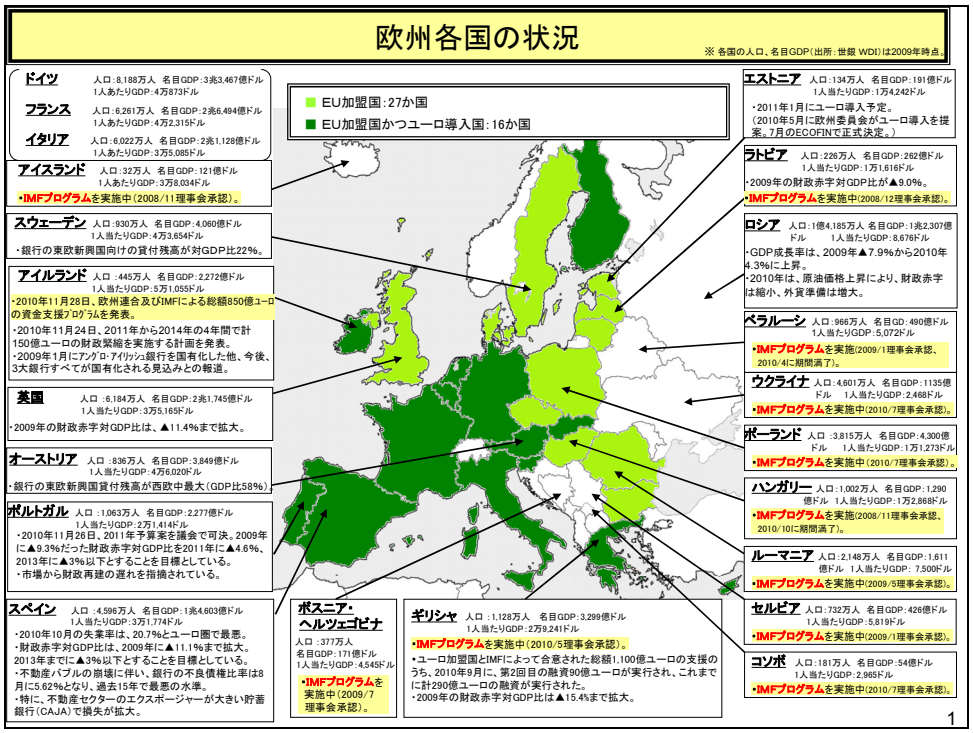
欧州の状況についての補足説明

財務省国際局長
（現職：財務省財務官）
中尾武彦氏

１．概観

欧州の状況を見ると、リーマン･ショックの前後頃から、欧州の周辺国、つまりＥＵに加盟していないウクライナやベラルーシ、また、ＥＵに加盟しているがユーロを採用していないハンガリーやラトビアなどが次々にＩＭＦの国際収支支援のプログラムを受けるような事態となった。ユーロを採用していることやユーロに対して自国通貨を固定していることによって、非常に低いスプレッドで銀行セクターやあるいは国債を通じて財政に流入していた資金が急速に引き上げたということで言えば、欧州や米国はアジア通貨危機のときにアジアのクローニー・キャピタリズムと評していたが、為替リスクを見ない資金の流れは非常に怖いと改めて感じるところである。

ハンガリーやラトビアなどには北欧の銀行が随分進出しており、銀行自体がその国の銀行ではないことからアジアより難しい問題が生じるのではないかという議論もあったが、直接投資によって進出してきた銀行は意外にレジリアンス（回復力・弾力性）があって現地にとどまり、資金の逆流という意味では問題は生じなかったように思う。



２．国債の投資適格基準等について

今回の危機が起こった暫く後まで欧州中央銀行（ＥＣＢ）の適格基準（銀行が借入を行う際の適格基準）はＡマイナスであった。しかし、ギリシャ国債の格付けが下がり、

ギリシャの銀行がギリシャ国債では借入が出来なくなったため基準は投資適格の最低水準であるＢＢＢマイナスまで落とされ、今は例外的にギリシャについてはどのような格付であっても資金を貸し出すこととなっている。仮にそうしなければ信用不安が生じてしまうということである。

国債に関しては、財政赤字の額や国債残高の水準以上に、短期的には償還がうまくいくかどうかが重要である。

G20及びEU諸国の格付け表

【投資適格】

（2010年11月29日現在）

S&P	ムーディーズ	フィッチ	国名
AAA	Aaa	AAA	米国、英国、オーストラリア、カナダ、ドイツ、フランス、デンマーク、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、フィンランド、スウェーデン
AA＋	Aa1	AA＋	スペイン（フィッチ、ムーディーズ）、ベルギー
AA	Aa2	AA	スペイン（S&P）、アイルランド（ムーディーズ）、イタリア（ムーディーズ）、日本、スロヴェニア
AA－	Aa3	AA－	ポルトガル（フィッチ）、イタリア（フィッチ）、サウジアラビア
A＋	A1	A＋	ポルトガル（ムーディーズ）、アイルランド（フィッチ）イタリア（S&P）、韓国、中国、南アフリカ、チェコ、スロヴァキア
A	A2	A	アイルランド（S&P）、メキシコ、マルタ、ポーランド、エストニア、キプロス
A－	A3	A－	ポルトガル（S&P）
BBB＋	Baa1	BBB＋	ブラジル、ロシア
BBB	Baa2	BBB	ブルガリア、リトアニア
BBB－	Baa3	BBB－	ギリシャ（フィッチ）、インド、ハンガリー、ルーマニア

【投資不適格】

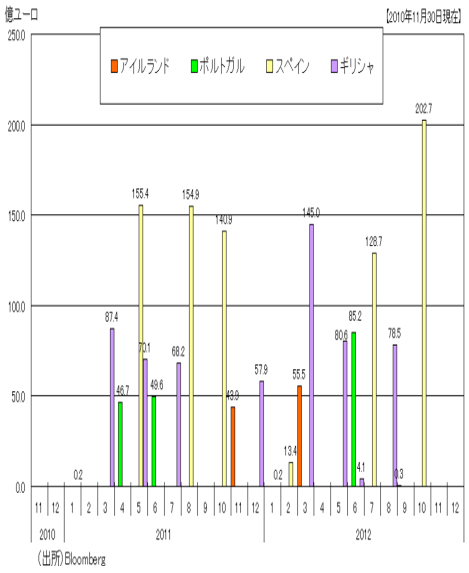
BB＋	Ba1	BB＋	ギリシャ（S&P、ムーディーズ）、インドネシア、トルコ
BB	Ba2	BB	ラトビア
BB－	Ba3	BB－	
B＋	B1	B＋	
B	B2	B	アルゼンチン
B－	B3	B－	
CCC＋	Caa1	CCC＋	
CCC	Caa2	CCC	
CCC－	Caa3	CCC－	

（注）国名については、S&Pの格付に基づいて記載。ただし、ギリシャ・ポルトガル・スペイン、イタリア、アイルランドについては、ムーディーズとフィッチの格付も記載。

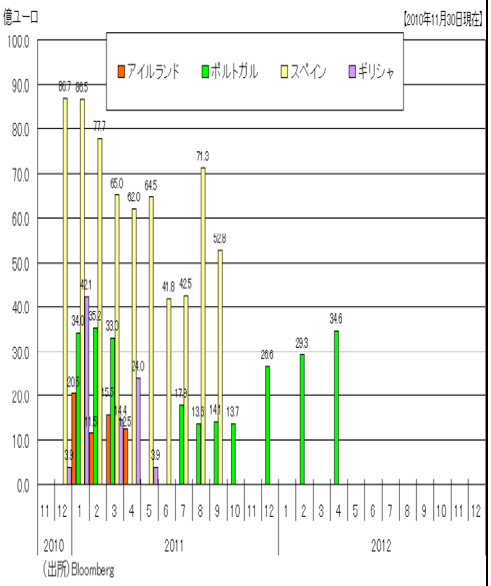
8

欧州諸国の国債の償還スケジュール

＜長期国債＞



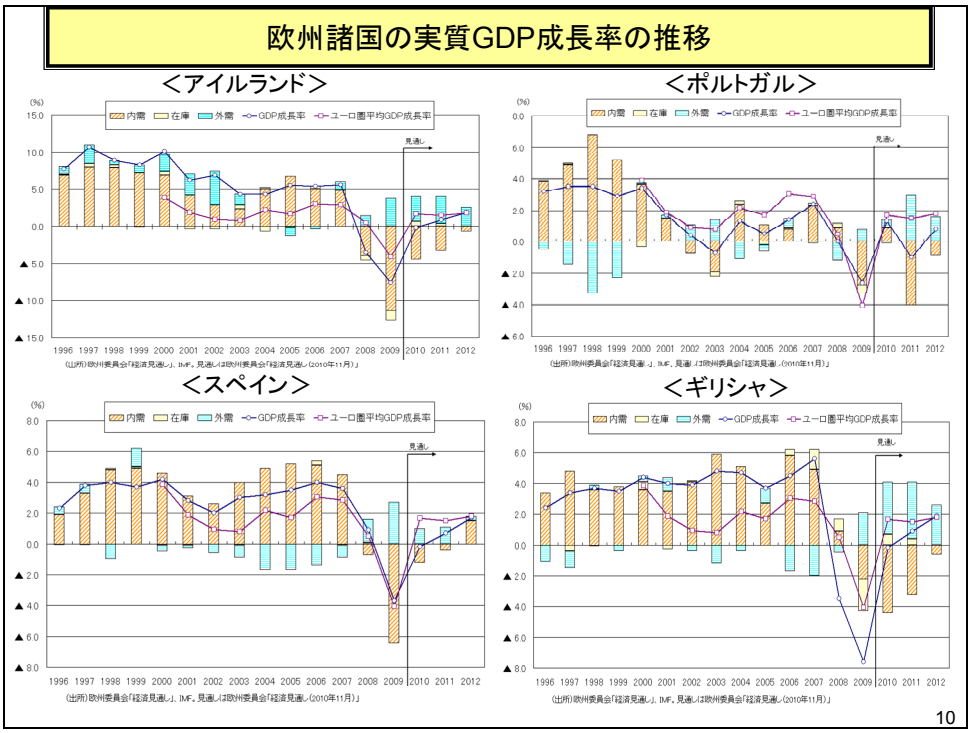
＜短期国債＞



9

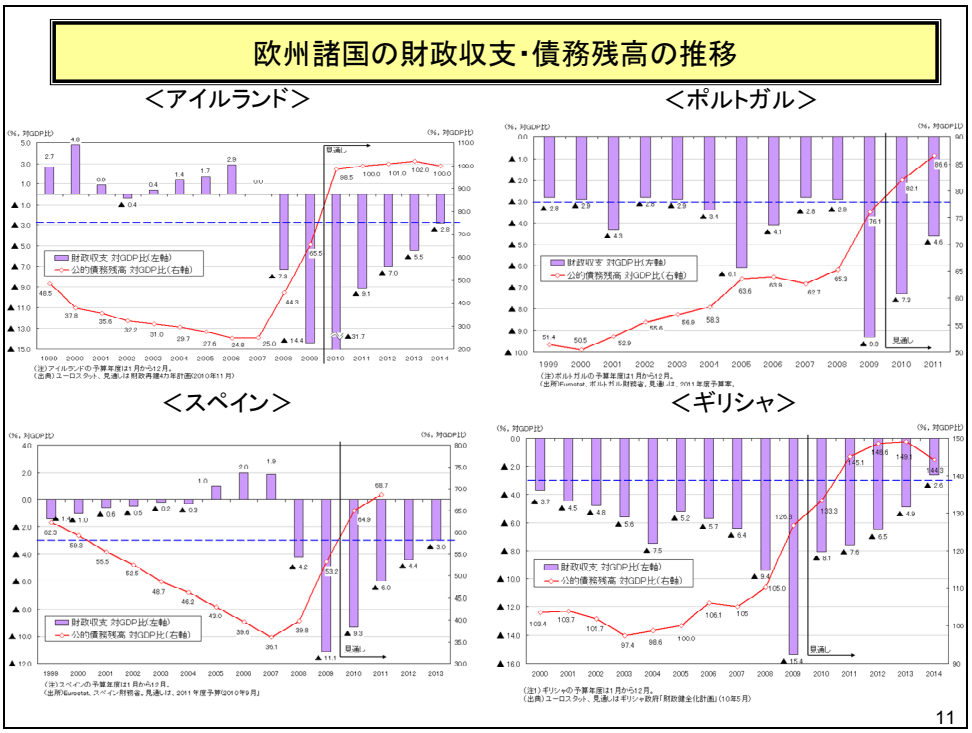
３．欧州諸国の経済成長

実質成長率が落ちる一方で、為替変動がない状況、すなわち通貨の切下げが出来ないなかで経済の調整が進むことから、実質以上に名目では経済が受けるダメージが大きくなる可能性がある。



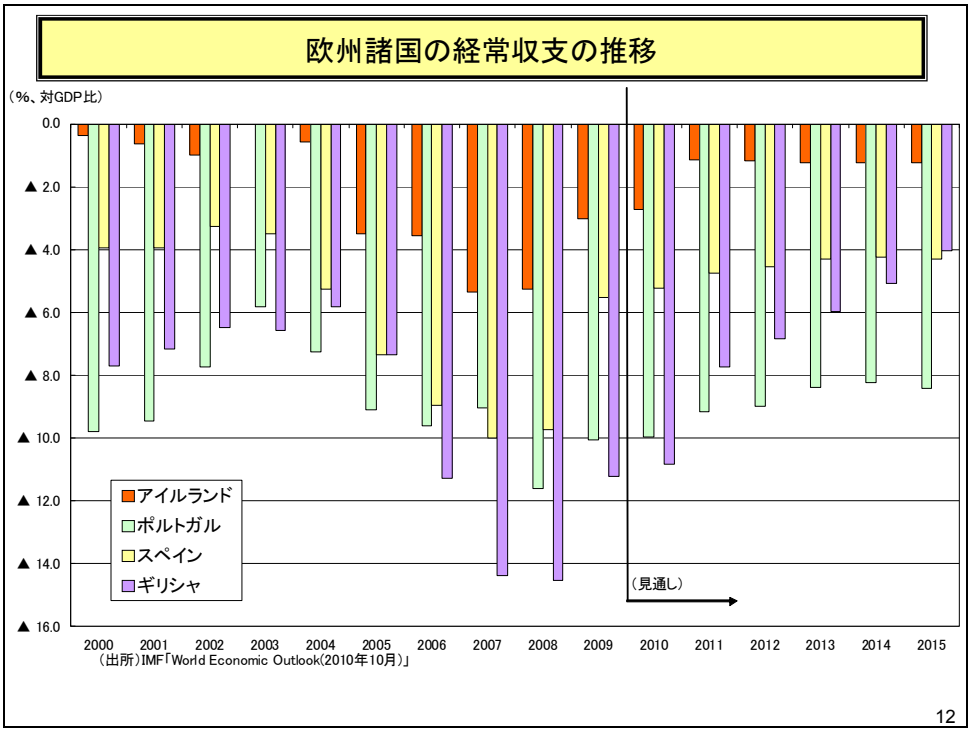
４．欧州諸国の財政

ギリシャについては過去に一度もマーストリヒト基準を満たしたことがない。他方、アイルランドの財政収支は今回の金融救済までは非常に良かった。



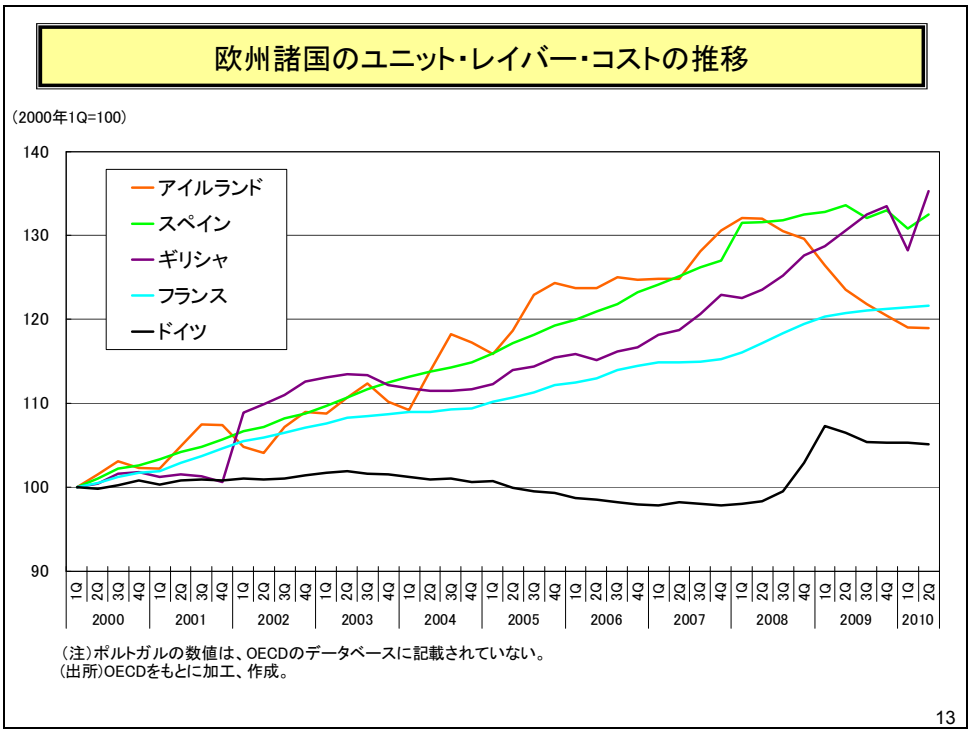
５．欧州諸国の経常収支

今回の欧州の混乱について言えば、財政赤字の問題であるとともに、競争力がない形でバブルが拡大していったという意味で経常収支の問題でもあった。また、依然として域内での経常収支の問題もあった。そのためにＩＭＦが支援に出ていっている部分もある。



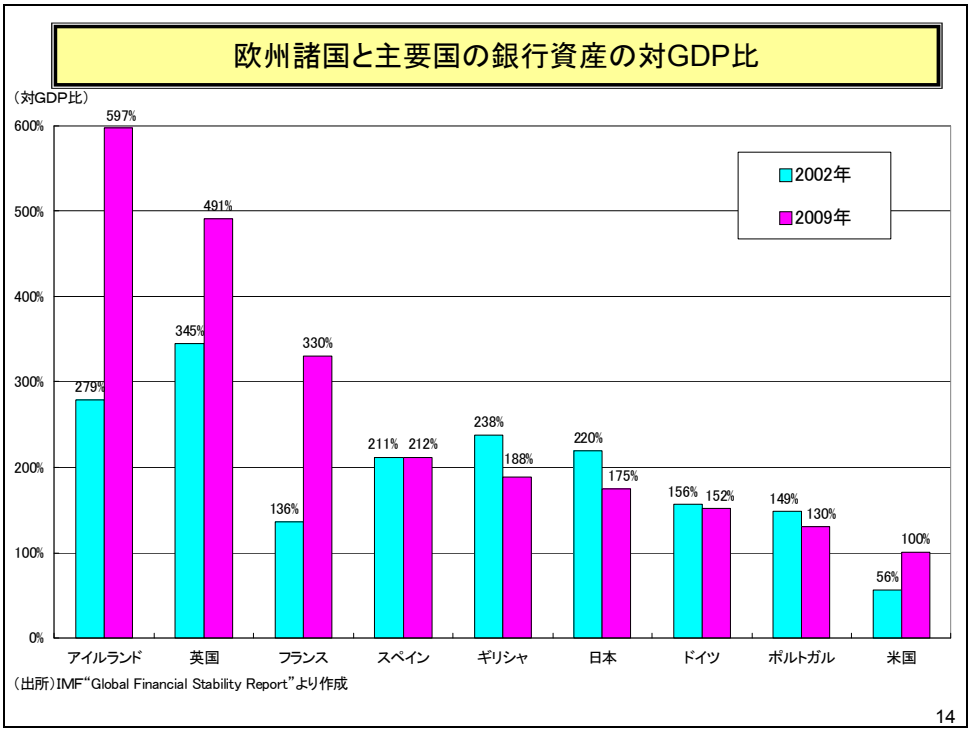
６．欧州諸国のユニット･レイバー･コスト

ギリシャやスペインなど問題が生じている諸国については、同じユーロを通貨としながらユニット・レイバー・コストの上昇率がドイツより圧倒的に高いという状況はとても持続できない。



７．欧州諸国の銀行資産

銀行資産については、資産が大きいということは負債も大きいということだが、アイルランドでは銀行資産がバブル的に拡大している。



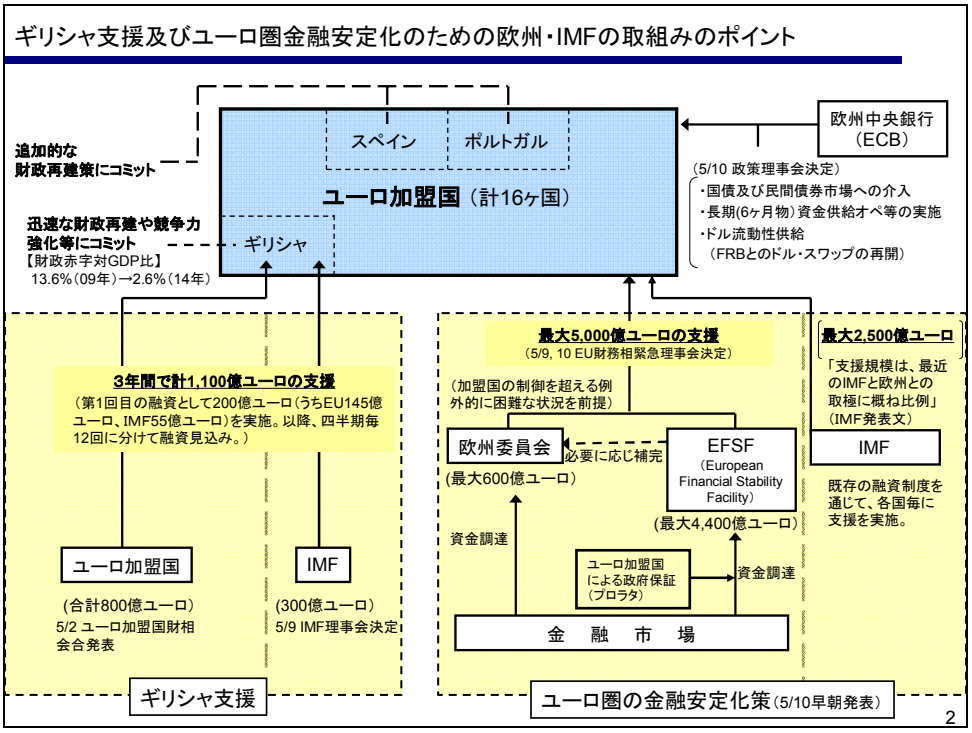
８．まとめ

欧州の危機はリスクを不十分に評価した資金が流れ込んでバブルを引き起こし、その後それが戻って行ってしまったという意味では、アジア通貨危機と似ている部分がある。ただ、アジア通貨危機以上に深刻なのは、為替の調整（通貨の切下げ）ができないなかで経済の調整をしていかざるを得ないということである。

欧州中央銀行（ＥＣＢ）と欧州通貨安定基金（ＥＦＳＦ）の関係について、同じ国債を買い支えるという意味では、ＥＦＳＦという新しいメカニズムとＥＣＢの役割は似てきており、その役割分担をどうするか、また、あくまでも支援はリクイディティ（流動性）の供与、貸付であり、どうやってそれを返済していくかは課題である。

ユーロ圏全体として見ると、当初、ユーロはこれでだめになるのではないかという議論もあったが、ドイツやフランスなどはユーロのメリットを享受しており、ユーロをサポートする意思、少なくとも理由が非常に強いということははっきりしていると思われる。

（参考）席上配布資料のうち資料として添付されたもの



ギリシャ支援策の公表（2010年5月2日）

〈ギリシャ支援策の公表〉

・ 5月2日、ギリシャが追加の財政再建策、成長促進策、金融システム強化・安定化策を発表。これを受け、同日、ユーロ圏財務大臣会合が開催され、ＩＭＦと合同の3ヵ年総額1,100億ユーロの金融支援策（うちユーロ圏は800億ユーロ（1年目は300億ユーロ）、ＩＭＦは300億ユーロ）を合意。

（注） IMF支援額のギリシャのクォータ（約9.5億ユーロ）との比率は3,200%と史上最大（これまでは1997年韓国向け支援の1939%が最大）。なお、2009年のギリシャの名目GDPは約2,400億ユーロであり、支援額は対名目GDP比で約45%に相当する規模。

○ ギリシャの経済政策プログラム（2010年5月9日、IMF理事会承認）のポイント

① 財政再建策

２００９年GDP比△１３．６%の財政赤字を、２０１０年に△８．１%、２０１４年には△２．６%とする。

歳出面では、政府支出の７５%を占める公的部門賃金と年金支払いの抜本的な削減が柱。さらに、軍事費も大幅に削減。

（注1）ギリシャの一人当たり雇用者報酬は2000年から2008年にかけて約55%上昇。

（注2）年金受給のための最低労働期間を37年から40年に引き上げ。

歳入面では、付加価値税などの税率引き上げ（21%→23%）に加え、徴税強化に取り組む。

② 成長促進策

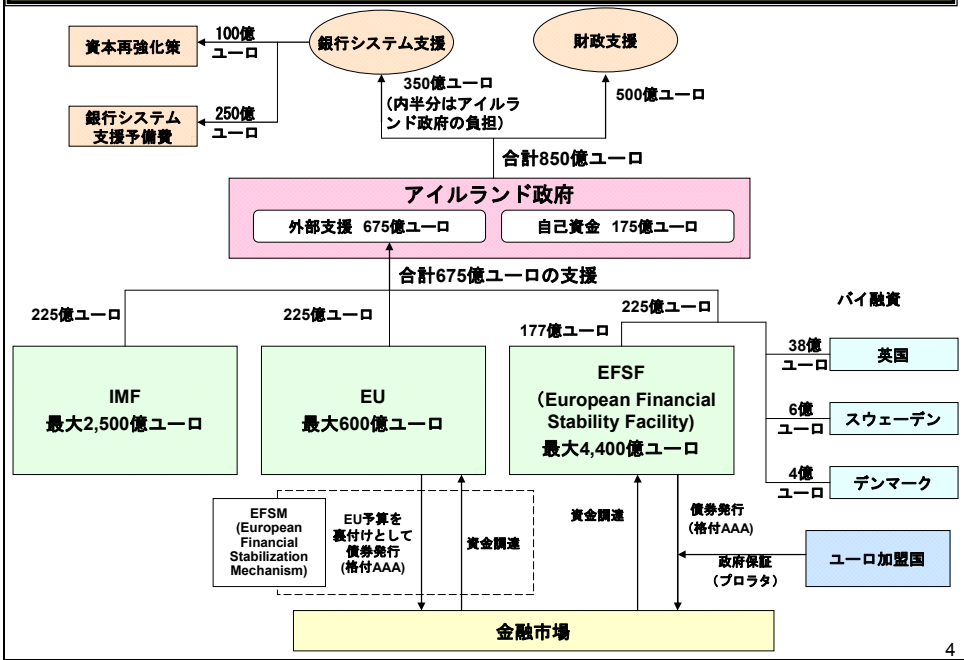
労働市場政策、公的企業の改革、ビジネス環境の改善等により、経済の競争力回復を図る。

③ 金融システムの強化・安定化

１００億ユーロ規模の金融安定化基金を設立し、必要とあらば迅速に金融機関への資本注入ができる体制を整える。

3

欧州・IMFによるアイルランド支援の仕組み（ポイント）



4

アイルランド支援プログラムの公表（2010年11月28日）

〈アイルランド支援プログラムの公表〉

・ 2010年11月28日、アイルランド政府は、EU-IMFによる共同支援プログラムを公表。本プログラムに沿って、財政政策、構造改革、銀行の資本増強及び再構築を実施。財政面では、2011年に60億ユーロ、2014年までに150億ユーロの財政緊縮を実施し、2015年までに財政収支対GDP比を▲3%以下とする計画。

○ 支援プログラム（2010年12月10日、IMF理事会予定）のポイント

① 財政上の措置

・所得税の課税ベースを拡大、年金控除を縮減、租税特別措置一般を縮減

（※）11月24日発表の「国家建て直し計画」には、このほか、VAT税率の引き上げ（現行:21%⇒2013年:22%⇒2014年:23%）、法人税率（12.5%）の維持等が盛り込まれている。

・人員削減・業務効率化等により行政費用を削減、公的年金受給年齢を引き上げ

・「財政責任法」を導入し、中期の支出枠、行政分野毎の複数年度の歳出上限を設定

② 構造改革

・最低賃金（時給）を1ユーロ引き下げ、早期就業復帰を促進するため失業手当を改革

・個人の債務に関する制度を見直し、債権者・債務者双方の利害を考慮した新たな法制を策定

・競争関係当局に対し、競争が制限されている分野を列挙し、その解決策を特定することを要請

③ 銀行の資本増強及び再構築

・国内銀行システムに100億ユーロの資本注入を実施し、コアTier1比率を少なくとも12%に引き上げ

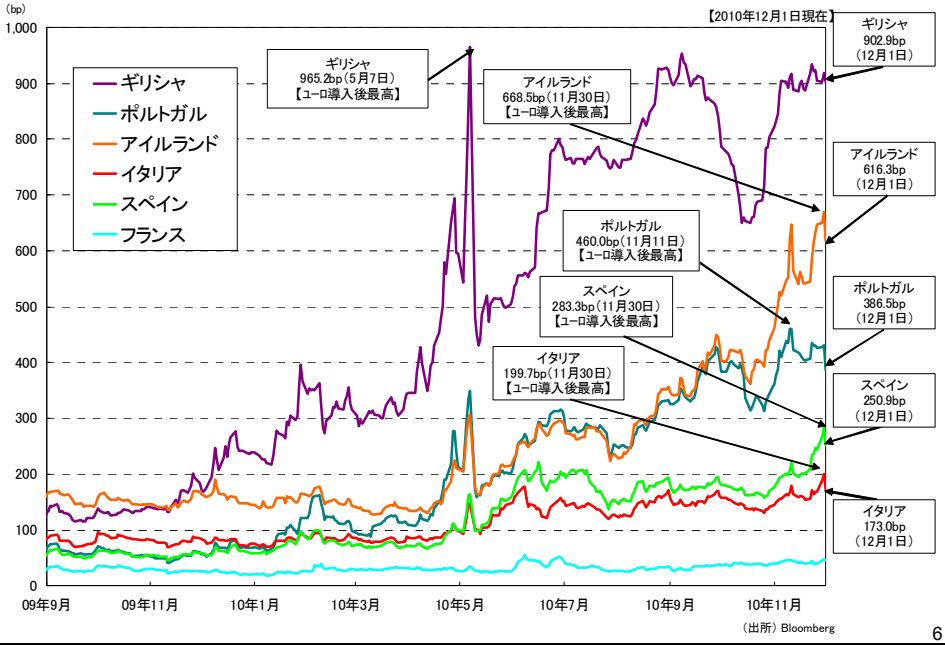
・2011年前半にストレステスト等を実施し、その結果、必要とあらば追加資本注入を実施

・銀行は非中核資産を処分し、自身のポートフォリオ等を証券化・売却又は分割

・2011年の早い時期に、危機に陥った信用機関（credit institution）を処理するための特別な法制度を策定

5

欧州各国国債の対独国債スプレッドの推移（10年物）



（出所）Bloomberg

6

欧州諸国の格付けの推移

<アイルランドの格付けの変化>

	2009年			2010年											現在のアウトルック
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
S&P	AA	－	－	－	－	－	－	－	－	－	AA−（24日）	－	－	A（23日）	ネガティブ
ムーディーズ	Aa1（AA+に相当）	－	－	－	－	－	－	－	－	Aa2（AAに相当）（19日）	－	－	－	－	ステイブル
フィッチ	AA	－	AA−（4日）	－	－	－	－	－	－	－	－	－	A+（7日）	－	ネガティブ

<ポルトガルの格付けの変化>

	2009年			2010年											現在のアウトルック
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
S&P	A+	－	－	－	－	－	A−（27日）	－	－	－	－	－	－	－	ネガティブ
ムーディーズ	Aa2（AAに相当）	－	－	－	－	－	－	－	－	A1（A+に相当）（13日）	－	－	－	－	ステイブル
フィッチ	AA	－	－	－	－	AA−（24日）	－	－	－	－	－	－	－	－	ネガティブ

<スペインの格付けの変化>

	2009年			2010年											現在のアウトルック
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
S&P	AA+	－	BBB+（16日）	－	－	－	AA（28日）	－	－	－	－	－	－	－	ネガティブ
ムーディーズ	Aaa（AAAに相当）	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	Aa1（AA+に相当）（30日）	－	－	ステイブル
フィッチ	AAA	－	－	－	－	－	－	AA+（28日）	－	－	－	－	－	－	ステイブル

<ギリシャの格付けの変化>

	2009年			2010年											現在のアウトルック
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
S&P	A−	－	BBB+（16日）	－	－	－	BB+（27日）	－	－	－	－	－	－	－	ネガティブ
ムーディーズ	A1（A+に相当）	－	A2（22日）	－	－	－	A3（A−に相当）（22日）	－	Ba1（BB+に相当）（14日）	－	－	－	－	－	ステイブル
フィッチ	A−（10月22日）	－	BBB+（8日）	－	－	－	BBB−（9日）	－	－	－	－	－	－	－	ネガティブ

（2010年11月24日現在）

7

欧州の経済統合・ユーロ導入の経緯〔その1〕

	貿易・労働移動・資本移動の自由化	為替政策
1952年	・欧州石炭鉄鋼共同体(ECSC)発足(西独・仏・伊・ベネルクス3国)(パリ条約発効) ***最初の6ヶ国による組織設立***	
1958年	・欧州経済共同体(EEC)と欧州原子力共同体(Euratom)発足(ローマ条約発効)	
1960年	・欧州自由貿易連合(EFTA)発足	
1967年	・3共同体(ECSC・EEC・Euratom)を欧州共同体(EC)として統合(ブリュッセル条約発効)	
1968年	***関税同盟完成(域内関税撤廃・域外共通関税導入) ＝モノの域内移動の自由化***	
1970年	「ウェルナー報告」(1980年までの10年間で、①協調政策の立案機関設立、②合意による為替レート変更、③共同体の中央銀行設立、の3段階での経済・通貨統合の実現を提唱)	
1971年	ニクソン・ショック(金・ドル交換の停止)、ブレトンウッズ体制の崩壊	
1972年		・欧州共通為替マージン・アレンジメント(「トンネルの中のヘビ」)の開始(EC域内通貨間の変動幅を上下各1.125%に固定) →1976年に仏が脱退するなど、事実上崩壊
1973年		・EC通貨共同フロート(域内通貨間の変動幅を維持し、対米ドルでフロート)へ移行(「トンネルを出たヘビ」)
1976年		・仏がスネークを脱退し、参加国は西独、ベネルクス3国、デンマークのみに
1979年		・欧州通貨制度(EMS)設立(西独、仏、伊、ベネルクス3国、デンマーク)(許容変動幅上下各2.25%(伊のみ6%)と無制限介入義務を有する為替相場メカニズム) ***欧州通貨単位(ECU)導入***
1985年	***西独・仏・ベネルクス3国、シェンゲン協定発効 ＝ヒトの域内移動の自由化***	
1987年	・単一欧州議定書発効(ローマ条約を初めて修正し、単一欧州市場と欧州政治協力を取極め)	
1989年		・「ドロール報告書」発表(経済通貨統合(EMU)に向け、①政策協調の強化、②欧州中央銀行制度(ESCB)創設、③ESCB統一金融政策、の3段階を提言)
1990年	東西ドイツ統一	

15

欧州の経済統合・ユーロ導入の経緯〔その2〕

	貿易・労働移動・資本移動の自由化	為替政策
1990年	***EMU第1段階開始 ＝カネの域内移動の自由化*** ・フランス、イタリア、すべての資本移動規制を撤廃	・英ポンドERM参加(変動幅上下各6%)
1991年		・マーストリヒト・サミットで欧州連合条約(マーストリヒト条約)締結(1993年発効) →ECは政治統合を加えて欧州連合(EU)に発展、EMU参加の経済収斂基準を制定、ESCB統一金融政策への移行期限を1999年に設定)
1992年	・欧州通貨危機(英ポンドと伊リラ、EMS離脱)(伊は1996年に再参加)	
1993年	***※単一市場(EC加盟国12カ国)が始動 ＝モノ、ヒト、カネの域内移動の自由化***	・欧州通貨危機(ERM変動幅を、独マルクとオランダ・ギルダー間を除き上下各15%へ拡大)
1994年		・EMU第2段階開始 ・欧州通貨機構(EMI)(欧州中央銀行(ECB)の前身)設立
1995年		・単一通貨導入の具体的スケジュールを欧州理事会で承認 ・単一通貨名称を「ユーロ(EURO)」に決定
1996年		・財政節度を担保する「財政安定・成長協定」に合意
1998年		・ブリュッセル特別サミット(ユーロ参加国<11カ国>・為替レートの決定) ・欧州中央銀行(ECB)発足 <11カ国>独、仏、伊、蘭、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド
1999年	***アムステルダム条約発効 ＝ヒトの域内移動の完全自由化***	***単一通貨「ユーロ」導入*** ・EMU第3段階開始 ・欧州中銀、金融政策一元化 ・ユーロ即時決済システム稼動開始
2001年		・ギリシャ、ユーロ参加
2002年		・ユーロ紙幣・貨幣の流通開始／参加国の従前の紙幣・貨幣の流通停止
2004年		・10カ国がEUに新規加盟
2007年		・スロベニア、ユーロ参加
2008年		・キプロス及びマルタ、ユーロ参加
2009年		・スロヴァキア、ユーロ参加 →ユーロ参加国は計16ヶ国に

16

2011年危機が起こるとすれば、震源地は米国か、欧州か？

慶應義塾大学経済学部教授
竹 森 俊 平 氏

１．世界金融危機時における連邦準備制度の役割

フィッシャー･ブラックの伝記などを書いている経済学説史家のペリー･メーリングはその著書において、危機に際して米国の連邦準備制度はもはや「The Lender of Last Resort（最後の貸し手）」ではなく、「The Broker of Last Resort（最後のブローカー）」であるとしている。

証券会社（ブローカー１）がモーゲージ担保証券（ＭＢＳ）に長期投資をする際、そのファイナンスを投資信託（ブローカー２）からＭＢＳを担保にしたRepo（現先）により得ていたとする。古典的銀行システムであれば、預金者と最終的な借り手、例えば不動産ディベロッパーの間を銀行が仲介するわけだが、ここではブローカー同士の貸借によるシャドウ･バンキング･システムが成立している。古典的銀行システムにはリクイディティ･リスク（取り付け騒ぎのリスク）があるが、同様にシャドウ･バンキング･システムにもリクディティ･リスクが存在する。例えばＭＢＳの評価が下がると、ブローカー２はRepoの担保としてＭＢＳを受け取るのを拒否したり、ヘアカットの増額を要求する。つまり、100の額面に対し80しか貸さないことがあるわけである。すると、ブローカー１は資金繰りに詰まり、リクイディティ･リスクが顕在化することになる。

この場合、ブローカー１は自分が持っている「Shiftableな証券（換金容易な流動性の高い証券）」を売却して換金することができる。ただ、資産（証券）のShiftability（換金の容易性）が低下すると流動性危機は深刻になる。サブプライム危機の発生前、ブローカー１はクレジット･デフォルト･スワップ（ＣＤＳ）により保険を掛けて保有資産のShiftabilityを維持していた。しかし、危機が発生してＣＤＳの信用が低下するとまたリクイディティ･クライシスが起こる。整理すると、以上のような状況において、米連銀は次の４つの方法によりリクイディティ･クライシスに対応していた。

Ａ．ブローカー２の代わりにブローカー１に直接貸出しを行う（Term Auction Loan Facility; TALF）

Ｂ．ブローカー１の保有証券をよりShiftableな証券とスワップする（Term Swap Loan Facility; TSLF）

Ｃ．ＭＢＳの市場価格を上げて、担保にする際のヘアカットの上昇を食い止める（ＭＢＳの直接購入）

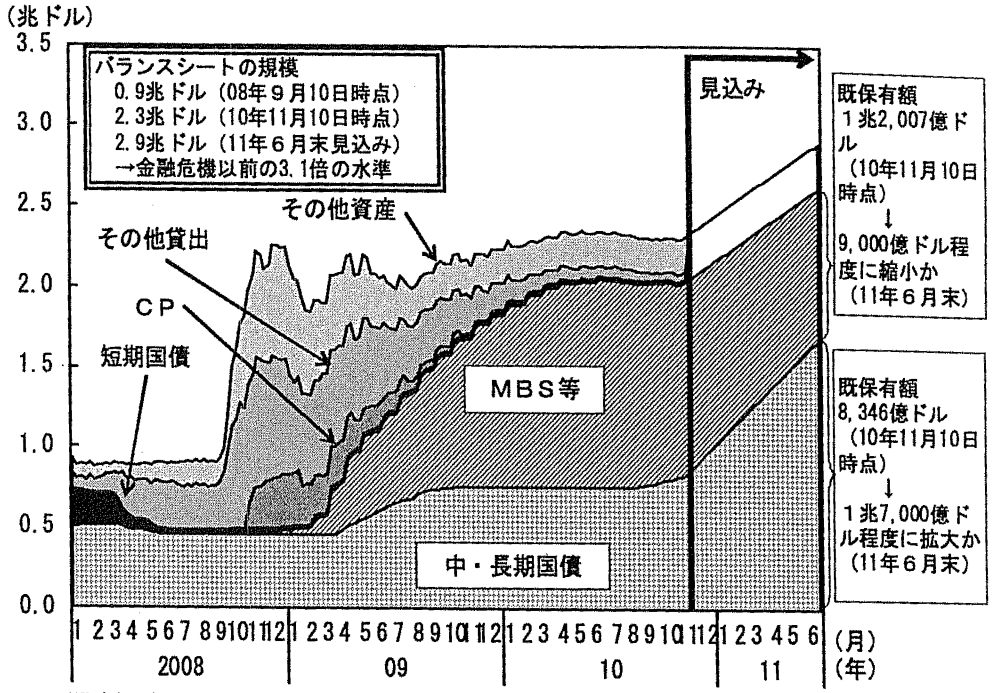
Ｄ．ＣＤＳを大量に売っていたＡＩＧが危機に陥った際に実質国有化を行う

「The Broker of Last Resort（最後のブローカー）」として行動していた米連銀は、量的緩和を行う段階になってようやくマクロ経済の安定という金融やマクロ経済の教科書にある本来の役割、すなわちウィクセル的な政策に移ってきている。こうした動きは米連銀のバランスシートからも読み取れ、2010年10月頃までの中･長期国債の買入があま

りなかった時期においては、まずTerm Auction LoanやTerm Swap Loanを中身とする「その他貸出」が増え、続いてＭＢＳが増えた。しかし、2010年10月頃からは中･長期国債が増え、政策の転換が窺える。

ＦＲＢのバランスシート（資産サイド）

バランスシートの規模は今後更に拡大する見込み



(備考) 連邦準備制度理事会（ＦＲＢ）より作成。

「The Broker of Last Resort（最後のブローカー）」の行動を正当化する理由は、直面している危機はリクイディティ･クライシスであって、ソルベンシー･クライシスではないということであった。ところが、2008年９月15日のリーマン・ブラザーズの破綻はリクイディティ･クライシスではなく、もはやソルベンシー･クライシスにまで発展していたため救済ができなかった。そのためソルベンシー･クライシスにも対応できる体制が必要になり、政府が出ていかざるを得ないということでできた制度が不良資産救済プログラム（ＴＡＲＰ）であった。Term Auction LoanやTerm Swap Loan、また、ＴＡＲＰにしてもTerm Assets Repurchase（期限付きの資産購入）であり、「Term」―期限付き―という言葉がついているが、それは基本的にはリクイディティ･クライシス対応だということを意味する。ＴＡＲＰについては、当時、政治的にソルベンシー問題への対応であるとは言えない状況であったことから資産買入であると説明されていたが、実際に行われたことは資本注入であり、資本注入というのは明らかにソルベンシー･クライシスへの対応だったわけである。

２．欧州における危機への対応

(1) 欧州における危機の実態

欧州においても様々なことが行われているが、欧州通貨安定基金（ＥＦＳＦ）も基本的にはつなぎ資金を供給するリクイディティ･クライシス対応の仕組みであり、ソルベンシー･クライシスに対する仕組みではない。これに関し、2010年10月末の独仏首脳による「ドーヴィル会談」の後、恒久的な救済メカニズムを創設する条件として両国首脳が「ヘアカット」に言及したことに欧州中央銀行（ＥＣＢ）のトリシェ総裁が強く反発し、「a new rescue system they are designing for future Greece-style bail-outs could inadvertently drive up short-term borrowing costs, imperiling struggling eurozone debtor nations.」と述べた。つまり「ヘアカット」と言うと金利が上がるかもしれないので気をつけろということである。実際、これを契機にアイルランド危機が起こり、ＰＩＩＧＳのソブリン債の金利も上昇したので、トリシェ総裁の警告は正しく、メルケル首相は失言したというのが一般的な解釈となっている。実際、メルケル首相は、2013年以降の新発国債に限ってヘアカットをすると発言を訂正している。

しかし、メルケル首相の発言は本当に失言だったのであろうか。例えば、ＥＣＢの前チーフエコノミストであるオトマー･イッシングは、債務リストラの際にヘアカットを行うのは当然であり、ＥＦＳＦの恒久化についての議論を今始めて遅過ぎることはないとＦＴ紙において主張している。イッシングの言っていることは正しく、メルケル首相は失言したのではない。首相の発言がマーケットを揺さぶりアイルランド危機をもたらしたのは、欧州の政治家が「現在、周辺国で起こっていることはリクイディティ･クライシスではなく、債務リストラが不可避となるソルベンシー・クライシスである」ことを初めて明言したからである。つまり、メルケル首相が欧州政治家の中で初めて本当のことを言ったために危機が深刻化したのである。

ただ、メルケル首相の発言に問題がないわけではない。問題の緊急性からすれば、2013年の新発国債からということでは悠長すぎる。現時点で既存の国債にもヘアカットを実施して周辺国の債務リストラを実施しなければ周辺国の経済が立ち行かなくなる。これに関し、アメリカン･エンタープライズ研究所のデスモンド・ラッチマンは、ギリシャはＩＭＦの財政再建プログラムを実行して成長率が落ち、今年（2010年）第２四半期までに年率7.2％の落ち込みになっているとし、明らかにインソルベントな経路を辿っていると主張している。

(2) 「インソルベンシー（支払い不能）」と債務再編

インソルベント（支払い不能）の意味を考えてみると、民間企業の債務とソブリン債では全く異なる。民間企業の場合は、時価評価して資産が負債を下回る債務超過になるとインソルベントになる。これに対し、例えば2002年にデフォルトしたアルゼンチンの対外債務の残高はＧＤＰの50％であったが、これは資産ではなくて１年間の所得に対して50％なのであり、負債超過というわけではない。つまり、ソブリン債の場合は政治的な判断があり、負債の支払いを完遂したら経済と社会への打撃があまりにも大きい場合にインソルベンシーが選択されるのである。

インソルベントの危険があるときに早目に債務リストラをすることには幾つかのメリットがある。１つは過剰な債務でＧＤＰが急減し、それが更に債務負担を大きくするというスパイラルを防ぐことができるということである。また、もう１つは、1980年代のラテンアメリカ危機の際に議論されたデッド・オーバーハングの問題を軽減できるということである。デット･オーバーハングとは、新規に借入をして投資すれば必ず利益が上がる投資プロジェクトがあったとしても、その利益はその投資プロジェクトをファイナンスした貸し手にではなく、既存の債務の貸し手への返済に充てられることから、確実に利益が上がる新規プロジェクトは結局実施されないという問題である。米国のチャプター11で企業再生が選ばれた場合には企業活動に必要な資金の貸出には優先弁済権がつく。新規の貸出に優先弁済権がつけられるか、既存債務の減免が行われればその経済は蘇ることができる。

(3) アイルランド救済の問題点

アイルランドについては銀行保護が危機の深刻化を招いた面がある。ギリシャ危機への対応では、2010年１月に危機が表面化した後、問題が４カ月間たな晒しされたために危機が深刻化した。このためアイルランドの場合は、アイルランド政府が拒否していたにもかかわらず、欧州中央銀行（ＥＣＢ）などが支援を受けさせるようにことを運んだ。しかしながら、アイルランドへの救済が行われることになって逆に金利がはね上がり、ポルトガルやスペインにまで危機が及ぶ可能性が生じてしまい、アイルランド救済はギリシャ救済以上の失敗となった。

アイルランドの銀行保護については議論があり、例えばケネス･ロゴフは、そもそも銀行問題をソブリンの問題(国家の問題)に置きかえたのが間違いであったとしている。確かに、銀行のソルベンシー（支払い能力）の問題であれば、時価会計により資産と債務を評価し、資本不足であれば資本注入や、その銀行の解散といったビジネスライクな処理ができる。しかし、ソブリンの問題になると、いつデフォルトになるかは政府の選択に依存することとなり、問題が五里霧中に陥ってしまうわけである。ケネス･ロゴフは次のように述べている。「What Europe and the IMF have essentially done is to convert a private-debt problem into a sovereign-debt problem. Private bondholders, people and entities who lent money to banks, are being allowed to pull out their money en masse and have it replaced by public debt. Have the Europeans decided that sovereign default is easier, or are they just dreaming that it won't happen?」つまり、経済学的に対応できる銀行の問題を政治問題にしてしまったというわけである。

ギリシャやアイルランドの問題は国債の問題であると同時に対外債務の問題でもある。両国の問題は、かつてケインズがドイツの賠償金について述べたトランスファー問題の性質も持っている。つまり、貿易黒字を生み出さなければ対外債務の返済はできないが、自国通貨安を通じて貿易黒字を生み出すことができず、しかも対外債務の相手方たる貸し手が同じユーロ圏にいるとなれば、自国通貨安に頼る方途は一切断たれてしまう。だからと言って、賃金を切下げて通貨安を起こす（Interior Devaluation）とデフレが進

む。すると債務の実質価値が上がり、かつてアービング･フィッシャーが述べたデット・デフレーションのメカニズムが働くことになるのである。

３．2011年に欧州が陥る可能性がある危機

(1) 可能性のある３つの危機

① 深刻な景気の落ち込み

ギリシャ危機によりユーロが安くなり、輸出主導経済のドイツの好調が続くという奇妙な状態が続いている。ドイツの輸出の40％強がユーロ圏向け（中国向けは５％程度）であり、危機がスペインやイタリアに波及すれば、景気の減退、景気の落ち込みは避けられない。欧州諸国が来年（2011年）から軒並み財政の大幅な引締めを実施することも景気の押し下げ要因となる。

② 深刻な銀行危機

ユーロ圏の銀行のＰＩＧＳ（イタリアを除くＰＩＩＧＳ）のソブリン債保有額は約２兆ドルと非常に大きく、債務リストラやヘアカットが必要になると大きな損失が生じる。また、現在のシャドウ･バンキング･システムではShiftableな証券を売却することによって資金繰りが行われている。最もShiftableな証券は国債であることからＥＣＢはＢＢＢ格付けであってもギリシャ国債を買っているが、ＥＣＢが買わなくなれば流動性は消えてなくなる。つまり、国債がShiftableではなくなった場合、シャドウ・バンキング・システムが壊滅する可能性がある。

③ ユーロの崩壊

可能性は低いがユーロ崩壊という事態も考えられる。以前はドイツの離脱というシナリオが議論されたが、今は立ち行かなくなったＰＩＩＧＳの離脱というシナリオが議論されるケースが多くなっている。

(2) 深刻な銀行危機が発生する可能性のあることの理由

深刻な銀行危機が発生してもおかしくないと考えられている１つの理由は、欧州政府によるバランスシート監査が杜撰だということである。アイルランドでは、ＧＤＰの３分の１にあたる公的資金が注入されたAllied Irish銀行が直前のストレス･テストをパスしているという事実がある。これは想定されるアドバース・シナリオ（悲観的シナリオ）が実際には十分にアドバース（悲観的）ではなかったことによるものである。アイルランド政府はアドバース･シナリオにおいて2010年の不動産価格の下落を17％としていたが、不動産価格は2010年第１四半期だけで19％下落していた。さらに、来年（2011年）の下落について、アイルランド政府は５％としているが、この下落率はバブルのなかったドイツやオーストリアと同じ数字であり、下落率はそれほど低くはないだろうと見られる。

Template for bank specific publication of the stress test outputs

Name of bank: ALLIED IRISH BANKS

Actual results

At December 31, 2009	mln EUR
Total Tier 1 capital	8,542
Total regulatory capital	12,316
Total risk weighted assets	121,605
Pre-impairment income (including operating expenses)	2,294
Impairment losses on financial assets in the banking book	-5,380
1 yr Loss rate on Corporate exposures (%)[1]	4.6%
1 yr Loss rate on Retail exposures (%)[1]	0.7%
Tier 1 ratio (%)	7.0 %

Outcomes of stress test scenarios

The stress test was carried out under a number of key common simplifying assumptions (e.g. constant balance sheet, uniform treatment of securitisation exposures). Therefore, the information relative to the benchmark scenarios is provided only for comparison purposes and should in no way be construed as a forecast.

Benchmark scenario at December 31, 2011[2]	mln EUR
Total Tier 1 capital after the benchmark scenario	6,838
Total regulatory capital after the benchmark scenario	11,175
Total risk weighted assets after the benchmark scenario	72,313
Tier 1 ratio (%) after the benchmark scenario	9.5 %

Adverse scenario at December 31, 2011[2]	mln EUR
Total Tier 1 capital after the adverse scenario	5,305
Total regulatory capital after the adverse scenario	9,642
Total risk weighted assets after the adverse scenario	73,771
2 yr cumulative pre-impairment income after the adverse scenario (including operating expenses)[2]	901
2 yr cumulative impairment losses on financial assets in the banking book after the adverse scenario[2]	-9,829
2 yr cumulative losses on the trading book after the adverse scenario[2]	-20
2 yr Loss rate on Corporate exposures (%) after the adverse scenario[1, 2]	6.11%
2 yr Loss rate on Retail exposures (%) after the adverse scenario[1, 2]	4.31%
Tier 1 ratio (%) after the adverse scenario	7.2 %

Additional sovereign shock on the adverse scenario at December 31, 2011	mln EUR
Additional impairment losses on the banking book after the sovereign shock[2]	-606
Additional losses on sovereign exposures in the trading book after the sovereign shock[2]	-36
2 yr Loss rate on Corporate exposures (%) after the adverse scenario and sovereign shock[1, 2, 3]	6.38%
2 yr Loss rate on Retail exposures (%) after the adverse scenario and sovereign shock[1, 2, 3]	4.94%
Tier 1 ratio (%) after the adverse scenario and sovereign shock	6.5 %
Additional capital needed to reach a 6 % Tier 1 ratio under the adverse scenario + additional sovereign shock, at the end of 2011	-

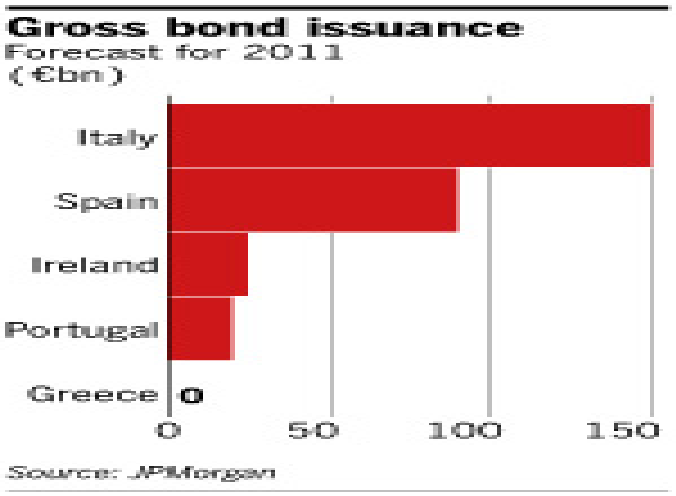
1. Impairment losses as a % of corporate/retail exposures in AFS, HTM, and loans and receivables portfolios
2. Cumulative for 2010 and 2011
3. On the basis of losses estimated under both the adverse scenario and the additional sovereign shock

もう１つの理由は、ソブリン・リスクの評価方法の問題である。欧州銀行監督者委員会（ＣＥＢＳ）によるリスク評価では、トレーディング・ブック上のソブリン債のイールド上昇だけが見積もられ、大部分のソブリン債はバキング・ブックに載っているにもかかわらず、こちらの損失は一切見積もられていない。これは先述のとおり欧州が今の危機をリクイディティ・リスクであるとして、ソルベンシー・リスクと認めていないことと一貫した取扱いだが、ソブリン債を満期まで持っていれば全額受け取れるため、現時点の時価がどうあろうと損失を考慮する必要は一切ないという考えは甘いのではないか。

ストレス・テストが杜撰だったので、再実施すべきとの意見もあるが、何度やっても適正な結果が出る可能性はない。その理由は、バンキング・ブック上のソブリン債のリスクを見積もるにあたり、損失を認めるということは国債のデフォルトが出る、すなわち国債の債務再編が必要になるということを認めることであり、それを認めるつもりがないのであるから適正な結果が出てくることはないのである。

(3) 欧州において今後考えられる対応

来年（2011年）、ユーロ圏では、ユーロ発足以来最大の国債借入れの必要性が出てくる。特にイタリアの発行が多く、そのイタリアが１月にかなりの額の借換えを行うため問題が起こるとすれば１月あたりから可能性が出てくる。また、ポルトガルは５月までに借り換えをしなければならない。



こうした状況において考えられる対応としては、周辺国の危機の性質をあくまでもリクイディティ･リスクであると言い張り、その間に銀行のバランスシート改善努力を進め、銀行が危機に十分対応できる状況になったときにソルベンシー･リスクの存在を認めて債務リストラを実行するというものである。

1980年代のラテン･アメリカ危機の際、1982年にメキシコで危機が発生してから1989年にブレイディー債が導入されるまで米国政府が真の問題の発覚を引き延ばしたため、その間に米国の銀行が損失引当ての準備を整えることができ、米国の銀行は1989年に債務再編が行われることになったときにさほどの打撃を受けなかったとされている。

悪いシナリオとしては、100％償還している優先債にもヘアカットを行うことになれば、一挙にアイルランドの銀行に対するエクスポージャーが顕在化する。そうすると、欧州の銀行が次々に危ないということになり、カウンターパーティー・リスクが大きくなって資金市場が凍りつくというものである。

天王山はスペインである。スペインで問題が起こるとすれば銀行問題が表面化したときであろう。ポルトガル、アイルランドで問題が出て、さらにスペインの銀行でも問題が生じて資本注入が必要になれば、問題は一気に大きくなる。スペイン政府はアイルランドを見ていて、全ての銀行を救済しようとすればソブリン問題に発展することは分かっているので、同じような状況になったときに選択肢が出てくるだろう。スペイン政府は、ケネス･ロゴフなどの米国の経済学者が銀行を救済するのは間違いだと言っていることを十分承知しており、外国人投資家に損失の負担を求めるのではないか。その場合でも、1933年にルーズベルト大統領がやったようにまず預金を全部凍結し、その間に銀行をバッドバンク、グッドバンク、ミドルバンクに分け、グッドバンクはそのままオープ

ンさせ、ミドルバンクは少し資本注入をし、バッドバンクは解散させるというようなことをすれば上手くいく可能性はあるのではないか。ただ、これをスペインがやった場合には、やはり銀行問題に火がつく可能性はあるだろう。

結論として、今後の欧州の選択肢を考えてみると、ジョージ･ソロスが危機対応の焦点をソブリン（国家）から銀行に転換せよと主張している（Europe should rescue banks before states）が、これは正しい見方であろう。

もう１つの可能性はユーロ圏名義の債券の発行である。これならドイツの力がもつ限りは何とかなるだろう。しかし、実際には、現在の危機はリクイディティ･リスクだと言い張り、危機が拡大すればそのたびにユーロをヘリコプター･マネーのように方々に投下することを続けていくだろう。

米国に関して付言するなら、ＴＡＲＰを解散させたのは問題である。欧州で銀行危機が起これば、米国の銀行にもエクスポージャーがないわけではなく、再び金融危機に対応する必要が出てくるかもしれない。当然、日本政府も邦銀のエクスポージャーにも気をつける必要がある。

また、イタリア国債について問題が生じれば、ゲームチェンジャーになるのではないか。イタリアは公債残高のＧＤＰ比は高いが対外債務は少なく日本と似ている。そうした状況においてイタリア国債の金利が上がるようなことがあれば、対外債務が低ければ公債残高は高くても問題は無いという見方の修正が迫られる。日本国民が日本国債から離れるとは思わないが、外銀の行動は変わってくるかもしれない。

質疑応答・自由討議（その２）

■ 欧州における南北の二極化／ユーロ離脱／ユーロ圏共通債

〔杉本和行氏〕欧州はドイツを中心とする北の国々とＰＩＩＧＳなどの南の国々に二極化し、経済の状況は相当異なっている。そうした状況において、結局は北の国々と南の国々の調整を最終的にどう図るかというところが問題ではないかと考える。

１つの調整は各国通貨のユーロからの離脱である。しかし、それはフリクション（摩擦）が大きいため現実的ではなく、現実的な選択として通貨の離脱はあり得ないだろう。そうすると、解決策は賃金を切り下げてデフレにするか、同じことかもしれないが構造調整を行うかしかない。しかし、ギリシャやアイルランド、他のＰＩＩＧＳ諸国の状況を考えると、それに耐えられないのではないか思われる。したがって、結局はドイツが全体の調整の犠牲をどう払うか、負担を負っていくかということになるのではないか。それができればユーロはそれなりに結束を固めてやっていけることになるが、できないとユーロの将来は難しいことになると思う。

１つの試金石は共通債の発行であり、それはドイツが負担をするということである。しかし、ドイツの政策当局がそれをドイツ国民に対して説得できるかという問題がある。今の世界の情勢を見ると、政治的な環境が非常に難しくなっており、ある国が自国の負担において世界を救うのが難しくなってきているところが問題である。かつてはマルクを切り上げて欧州経済が成り立っていたわけであり、プラザ合意のときは円とマルクを切り上げて世界経済は成り立っていたわけだが、そうした経済的な力が先進国にない時代に政治的状況が難しいところが最大の問題である。政治状況などを踏まえてユーロ圏の共通国債発行の現実性をどのように見ているか。

〔竹森俊平氏〕ユーロ圏共通債を巡って１つのプラス材料はドイツの野党が前向きに考えていることである。ただ、その主張は、中期の計画として、財政的に安定している国との間で共通債をつくってもよいのではないかというものである。したがって、今の危機への対応で共通債を出すところまではいっていない。危機への対応にあたってドイツは前向きに進んではいるが、危機やマーケットの動きの方が速いので、共通債発行に向けた動きはマーケットについていくにはほど遠い状況だと思う。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ ユーロ共通債／アイルランドの債務問題への対応

〔加藤隆俊氏〕ユーロ圏では周辺国の国債のドイツ国債に対するスプレッドが上がってきており、このままではそれぞれの国が国債を発行してファイナンスしていくのが相当難しくなるのではないかと思う。一方において、政治的に非常に難しい問題だが、メルケ

ル首相がパンドラの箱を開けてしまった以上、ユーロ共通債という方向に進まないと周辺国を救えない事態になってくるかもしれない。

アイルランドのプログラムがうまくいかなくなる可能性もあると思われるが、そうした不測の事態が生じた場合の対応を日本としても考えておく必要がある。アイルランドのプログラムがうまくいかなくなる場合の一つとして、銀行部門の損失が想定以上に大きいために追加的資本注入が必要となる場合が考えられる。その場合、国際社会として銀行の債権者も部分的にコストを負担することを強制するような仕組みが採れるかというのが一つの問題である。アイルランドの失敗は、銀行の大きな債務を国の債務としてしまったところにあり、銀行の債務と国の債務のリンクを１つ切る必要がある。他の対応として、ジャマイカの例がある。ユーロ共通債が難しいのであれば、アイルランド債の借換えのときに債務期間を長くするか、あるいは金利を低くするかし、それによる負担を債権者に負ってもらうというやり方である。こうした仕組みをＩＭＦなりＥＣの諸機関を動員して国際的につくれるかということを考えていく必要があるのではないかと考える。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ ユーロ共通債

〔白井さゆり氏〕ユーロ圏共通債は最後の議題になるだろう。理由は２つあり、１つは、救済禁止条項に抵触する共通債の導入にはＥＵ基本条約の大掛かりな改正が必要であり、１、２年でできることではないため、最終手段としてドイツが同意するとしても時間がかかるということである。もう１つは、ギリシャやスペイン、ポルトガルが財政再建と構造改革をしっかり行っていない状況で次々に支援策を実施するとモラルハザードが生じるということである。すなわち、これらの国が改革をしっかり実施してもなお問題が解決しなければ共通債を検討するというのがドイツの考え方である。こうしたドイツのスタンスは正しいと考える。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 財政の視点から見た欧州危機／ユーロ圏における所得再配分／民間による銀行処理の実現可能性

〔土居丈朗氏〕ソブリンから銀行への危機対応の焦点の転換というのは、財政の視点からすると、ソブリン債を誰の負担で返すかという問題であり、ある意味、負担の押しつけ合いをしているという状況ではないか。国から銀行に負担を転換するのであれば、ヘアカットなどを通じて銀行に投資している投資家が負担をすることになり、国債所有者は財政健全化のための負担以上には負担をしないということになる。しかし、ユーロ圏の共通債を発行して対応するということにするのであれば、ドイツなどの国民にも何らか

の負担が及ぶことになる。欧州の危機については、金融の方からはリクイディティ・クライシスなのかソルベンシー・クライシスなのかという見方になるが、財政のほうから見ると、だれの負担で返すのかという問題であると整理することができると思う。

統一通貨圏は財政的に地域間の再分配を行わないとトランスファー問題に直面して結局もたなくなる。ドイツには、いざとなれば国を超えたトランスファー、所得再分配を行わないとユーロがもたなくなるという意識がどこまであるのか。

国から銀行への負担の転換はどこまでできるのか。アイルランドなどでは既に相当な増税や歳出削減を行っており、財政的に対応するには限界があると思われる。したがって、民間金融機関の破綻処理スキームの中で解決する方向になるかと思うが、それはどこまで実現可能か。

〔竹森俊平氏〕ドイツでは、ギリシャ支援が問題になった際、トランスファーを続けるべきかどうか大変な議論になったが、ユーロを脱退するという意見は少数であった。ドイツの緑の党出身の元外務大臣は、ユーロは初めからトランスファー・ユニオンであり、南欧の国々にお金を出す代わりに通貨を安くして輸出ができるというメリットがドイツにもある。これをマルクに戻すと、対リラやペセタでマルクが上昇して輸出ができなくなる。南の国にお金を出して通貨安を買っていると思えばよい、といった発言をしている。今のドイツ政府も基本的にこうした認識ではないかと考える。ギリシャ危機が起こってからドイツの景気は大変な盛り上がりを見せ、2010年第２四半期の成長率は年率９％に上った。ドイツではこうした状況が通貨安の恩恵であることは十分認識されている。今ドイツでトランスファーの問題を議論すると国が二つに割れてしまう。したがって、今は議論を先延ばしし、いずれしっかり議論をしようということではないか。

ルーズベルト大統領が行ったように、一度全ての預金を引出し停止とし、その間に良い銀行と悪い銀行に分け、その後、良い銀行はそのまま開店させ、悪い銀行については預金は保護するとしても銀行債の投資家には泣いてもらうということで債務再編を行えば、明瞭であり危険もなくなる。しかも財政負担が小さく済めばソブリン・リスクに発展することもない。欧州の問題は1990年代の日本の問題に似ているが、銀行問題が生じているのに、実質的に破綻しているディベロッパー等に追貸しをするなどして銀行自身が損失を隠している。このため、銀行自身、危機の規模がわからず、政府も銀行の問題を隠しているように見られている。政治的勇気がなかったために、問題が複雑になっているというのが欧州の状況ではないかと感じる。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 破綻処理のルール

〔貝塚啓明座長〕民間企業が倒産した場合の手続きは企業法制によって整備されているが、国債に関しては、国が潰れそうだといってもどのように処理をするか国際的にもルールがない。このためにわかりにくい状況が生じているように思われる。民間の問題として

処理する方がある意味でわかりやすいのではないかと感じる。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 欧州における銀行問題への対応

〔小川英治氏〕リクイディティ・クライシスへの対応ということで押し通すことができるかは疑問である。2008年９月のリーマン・ショック時は確かにリクイディティ・クライシスの面があり、インターバンク・レートの上昇などが見られたが、今問題になっているのは国債利回りの上昇である。マーケットは既にリクイディティ・クライシスではなく、ソルベンシー・クライシスであることを認識しているのではないのか。そうした状況でリクイディティ・クライシスへの対応を続けるというのは不可能ではないか。

〔竹森俊平氏〕米国のサブプライムローンを欧州の銀行が買っていたように、アイルランド国債を英国の銀行が保有し、その英国の銀行に米国や日本などの金融機関が投資するというような状況においては、外から欧州に対して投資をしにくい状況になっている。渦中にいるコアの貸し手であれば追い貸しを続けてでも何とかするかもしれないが、外の投資家は投資する気になれない。ユーロが下がっている理由としてはそうした面もあり、外からユーロ圏に入る資金がなくなってきているということでもある。現在の欧州の問題は国際的に広がりの大きい問題であり、米国がラテン・アメリカ問題のときに問題を６年間先送りしたようにはいかないだろう。

したがって、欧州において銀行問題を確実に処理するためには、銀行のバランスシート監査において現在見積もられていないバンキング・ブック上の国債のリスクを評価することなどが必要であり、損は一銭も出ないなどと言い続けていては欧州の銀行に対する信頼は戻らない。欧州では、明らかにソルベンシーの問題が生じている国において、ヘアカットを行うなり、損失を適正に見積もり損失が出たら資本注入をするといった措置を採らなければ銀行は安定しないであろう。こうしたことを考えると、今後、銀行問題は大きくなっていくのではないかと思う。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ アイルランド処理に対するユーロ圏諸国の姿勢

〔竹森俊平氏〕ユーロ圏のアイルランドへの対応の仕方は思い切った手当はしないが放置はしないといったものになっている。事態の正常化に向けては債務カットをしなければならないが、それをすると他のユーロ圏諸国に問題が及ぶ恐れがあるため債務カットは行わない。しかし、危なくなればユーロを注ぎ込んで乗り切らせるということだ。ユーロ圏諸国はあと３年もすれば真っ青に晴れた空が見られると考えているように思う。他方、アイルランド国民は大変屈辱を感じているのではないだろうか。