

### ポイント

- 通貨統合が国家と金融機関の悪循環を増幅
- 現状の枠組みでの財政統合は政治的に困難
- 日本も高齢化による財政悪化に対策が急務

翁 百合 日本総合研究所理事

今年8月以来、イタリアやスペインといった欧州で大きな比重を占める、いわゆるコア国の国債のリスクプレミアム（リスクに応じた上乗せ金利）が上昇し始めた。欧州の金融不安は「フェーズ2」と呼ばれる新たな段階に入ったといえる。フェーズ1ではギリシャ、ポルトガルなど周縁国の動揺にとどまっていたが、フェーズ2ではコア国の国債価格も下落し、欧州各国金融機関により大きな影響が及び始め、欧州金融情勢は深刻な事態に立ち至っている。

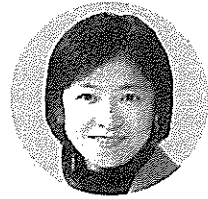
## 経済教室

金融不安の背景には、欧州各国の財政赤字の拡大と景気低迷の持続がある。これらをもたらし要素は、3つの側面からとらえる必要がある。

第一は、リーマン・ショック後の金融危機への対応のため、欧州各国が多額の財政支出を余儀なくされたという景気循環的な側面である。歴史的にも深刻な金融危機が発生すると、景気悪化に対応した財政出動や金融機関への公的資金注入などに伴い、危機前に拡大した民間債務の収縮過程で国家債務が拡大するのが一般的だ。しかし国際通貨基金（IMF）推計でみると、リーマン・ショック後の公的資金注入など直接的コストは先進国の国内総生産（GDP）の13%にすぎない。そこで注目されるのが第二の高齢化という側面だ。欧州

# 欧州危機 打開の処方箋①

## 統治改革で悪循環断て



諸国は高齢化が進んでおり、生産年齢人口の減少で経済成長が抑制される一方、社会保障負担がかさみ、社会保障の抜本的な給付見直しやさらなる増税を実施しない限り、財

債務問題に直面してしまう。通貨統合の下で、各国中央銀行が金融危機時に独自の判断で市場に流動性を供給する機能を放棄したことにより、ユーロ参加国の信用基礎の脆弱性が顕在化したのである。

また、景気悪化時には財政刺激策に頼ることが考えられるが、通貨統合の枠組みでは財政の健全性維持が義務付けられており、財政収支がある程度以上悪化すると財政刺激策は許容されなくなる。

さらに、発展途上国の場合、

### 財政統合へ環境整備

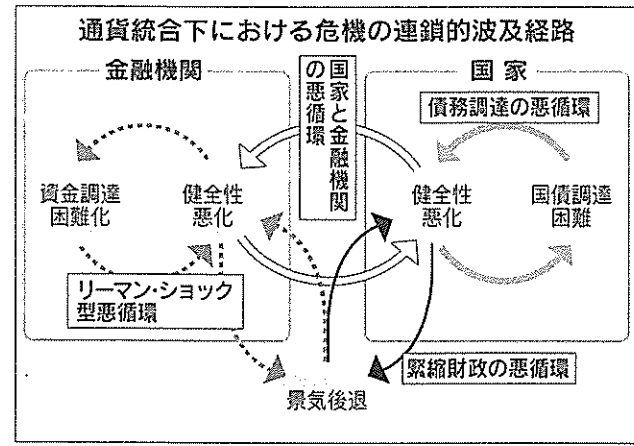
#### 中央銀行への負荷軽減を

賃金の引き下げというデフレ的な緊縮財政政策に頼らざるを得なくなる。このように、通貨統合の枠組みの下で競争力の乏しい国（景気後退）と財政赤字に陥ると、容易に抜け出せなくなる。市場参加者の懸念を背景に、ユーロ参加国の長期金利は財政赤字に敏感になる。このことは、自国通貨ポンドを持ち出した金融政策運営が可能な英国では、財政赤字の大きさにもかかわらず長期金利が安定している一方で、通貨統合の枠組みの中にあるスペインでは財政赤字がそれほど大きくないのに、長期金利が上昇していることに典型的に表れている。

それでは、今後欧州域内にはどのように危機が波及する懸念があるのだろうか。ジュネーブ国際高等問題研究所の

自国通貨の減価により輸出産業の競争力を強めることが多いが、共通通貨を採用している場合、こうした調整メカニズムが存在しない。ユーロ導入以来、南欧諸国の輸出産業は国際競争力が弱く、欧州各国間では単位労働コストの低いドイツと南欧諸国の格差が開いてしまった。この場合、競争力回復には、自国の通貨、

ポルトドウィン教授が指摘するように、欧州の問題では「国家」と「金融機関」の「資金調達困難化」と「健全性悪化」にかかわる4つの悪循環が連鎖的に起る可能性がある。第1の悪循環は、国債による資金調達が困難になると、国家財政の健全性が一段と悪化する「国家債務調達の悪循環」である。対応が遅れると



ギリシャのように、当該国は極端な緊縮財政をとらざるを得なくなると、景気が悪化し、税収の落ち込みを通じてさらに財政赤字が深刻化する第2の悪循環（「緊縮財政の悪循環」）が起きる。第3の悪循環は、リーマ

よる健全性悪化の連鎖を伴う金融危機となり、リーマン・ショック時のような金融機関間の連鎖を上回る外部不均衡を引き起こし、欧州ひいては世界に深刻な景気後退をもたらしかねない（図参照）。状況を深刻化させないために欧州はどのように対応すべきだろうか。欧州中央銀行（ECB）は財政悪化国の国債を購入し市場に流動性を供給しているが、それは本来の任務を超えたとの声がある。欧州が通貨統合を維持する意思があるならば、結局ギリシャなど財政悪化国を悪循環から救い出すコストを、ドイツなどが負担することがカギとなる。

その際方向としては、各国独自の政策の自由度をさらに後退させ、欧州の財政・政治統合を目指すしかない。しかし現状の枠組みのままの財政統合は、ドイツのような国際競争力のある国から財政悪化国への一方的な所得移転を意味し、政治的に容易ではない。

ドイツなどコストを負担する国の国民には、財政悪化国の破綻をもたらす外部不経済効果を実感しにくいからだ。従って、欧州連合（EU）全体としては、大規模な危機を引き起こさないよう最大限の努力を払いながら、少なくとも各国が協調して解決を展望できるようにインセンティブ（誘因）を是正し、不完全な欧州統合のガバナンス（統治）や枠組みを改善し、ECBに負荷がかかりすぎる状況を早急に改革する必要がある。

本来の役割を超えたECBの貢献が限界である以上、ルーベン大学のデクラウエ教授が指摘するように、現行の欧州金融安定基金（EFSF）や今後創設される欧州金融安定メカニズムによる支援では、財政悪化国が容易に資金調達できるよう現在より金利を低く設定し、市場を安定させるべきであろう。

おきな・ゆり 慶応義塾大学院修了、京都大博士（経済学）。専門は金融論