

公的資金注入など直接的な手口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。歐州

そこで第三は、欧洲特有の通貨統合に起因する側面だ。ユーロを導入する代わりに泰勒策を放棄し、財政政策のみ各自から決定する枠組みは、各國經濟が比較的順調な時期には欠点が顕在化しなかつた。しかしギリシャのように国政府に資金繰りをつけられないと、このため市場の見方が厳しくなり国債を計画通り発行できなくなると、ドルでしか資金調達ができない発展途上国の通貨危機と類似の形で、

経済教室

今年8月以降、イタリアやスペインといった欧州で大変な比重を占める、いわゆる「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搖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、欧州各国の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。

○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

歐洲危機 打開の処方箋(上)

統治改革で悪循環断つ

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制約される一方、社会福祉負担がかかるため、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

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、一口参加国 の信用基盤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、財政收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、

が可能な英國では、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。

が拡大している。弱小国金融機関の資金調達困難化を反映しているとの見方もある。

第4の悪循環は、大規模銀行を国家が救済せざるを得なくなるために、各国財政がさらに悪化するといったアールランド危機型の状況となり、逆に国債を大量に保有する銀行が財政危機で健全性を脅かされたりする「國家と金融機関の悪循環」である。

これらの悪循環が制御不能になると、国家と金融機関に

融銀は、このように、負荷がかかりすぎる状況を早く改善する必要がある。

本来の役割を超えたECBの貢献が限界である以上、ルーベン大学のデグラウエ教授が指摘するように、現行の欧洲金融安定基金(EFESF)や今後創設される欧洲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状より金利を低く設定し、市場を安定させるべきであろう。

一方、欧洲共通のユーロ共同通貨の発行権をいつまでも、

The diagram illustrates the chain of crises and transmission paths between financial institutions and countries under currency integration. It shows two main interconnected systems:

- Financial Institutions (金融機関):** Represented by a box labeled "の国家悪循環と金融機関". It contains three feedback loops:
 - A clockwise loop between "資金調達困難化" (Funding difficulty) and "健全性悪化" (Loss of soundness).
 - A clockwise loop between "健全性悪化" and "国債調達困難" (Bonds issuance difficulty).
 - A clockwise loop between "国債調達困難" and "景気後退" (Economic recession).
- Country (国家):** Represented by a box labeled "債務調達の悪循環". It contains two feedback loops:
 - A clockwise loop between "健全性悪化" and "国債調達困難".
 - A clockwise loop between "国債調達困難" and "緊縮財政の悪循環" (Fiscal contraction cycle).

Arrows indicate the transmission paths from the Financial Institutions system to the Country system, and vice versa, showing how crises in one sector can trigger similar problems in the other.

業の競争力を強めることが多いが、共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、欧洲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、「家」と「金融機関」の「資金調達困難化」と「健全性悪化」にかかる4つの悪循環が連鎖的に起きる可能性がある。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

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みの連鎖を上回る外部への影響が、経済を引き起こし、欧洲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は、歐州はどう対応すべきだろ
うか。歐州中央銀行（ECB）は財政悪化国の国債を購入する方
向で活動を進めていくべきである。

る。昨年来、金融市場の監視機能を担う「歐州システムックリスク理事が設けられ、歐州レベルでマクロ的不均衡を監視する仕組みがつくれたが、各国の政策協調を義務付ける仕組みの構築も急務だ。

財政統合へ環境整備

中央銀行への負荷軽減を

いよう、財政悪化国のモラルハザード（倫理の欠如）を防

ン・ショック時と同様、景気後退や資産価格下落により金融機関の健全性悪化から金融市場が萎縮し、そのことが今後融危機をさらに増幅するところ、「リーマン・ショック型の悪循環」である。実際に、欧洲銀行間資金決済システムのTARGET（ターゲット）2では、2010年ごろから、ドイツの銀行のネット債権が拡大する一方、アイルランドが拡大している。弱小国金融機関の資金調達困難化を反映しているとの見方もある。

第4の悪循環は、大規模銀行を国家が救済せざるを得なくなるために、各國財政がさらに悪化するといったアイルランド危機型の状況となつた。逆に国債を大量に保有する銀行が財政危機で健全性を脅かされたりする「国家と金融機関の悪循環」である。

これらは悪循環が制御不能になると、国家と金融機関に

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
破綻がもたらす外部不経済効
果を感じにくいからだ。
従つて、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
望できるようインセンティブ
(誘因) を是正し、不完全な
歐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
ーベン大学のデグラウエ教授
が指摘するように、現行の歐
州金融安定基金（EFSF）
や今後創設される歐州金融安
定メカニズムによる支援で
は、財政悪化国が容易に資金
調達ができるよう現行より金利
を低く設定し、市場を安定さ
せるべきであろう。

一方、歐州共通のユーロ共
同債の発行提案については、
ドイツ保証のスペイン・イタ
リア国債とみなされることのな

政赤字が深刻化する第2の悪循環（「緊縮財政のわな（の悪循環）」）が起きる。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。

化が深刻化する将来に問題を先送りせず、経済成長と財政健全化に取り組むことが急務であることを示唆している。

不安に通貨統合といふ構組みゆえに深刻化していることを強調した。しかし高齢化など財政収支悪化の構造的背景は日本と共に通る。この点では膨大な公的債務を抱え急速な高齢化に直面する日本の方が状況ははるかに深刻だ。欧洲情勢の緊迫は、日本も高齢