

植田和男氏

# 経済教室

## ポイント

- ・ギリシャのユーロ離脱の影響は読み切れず
- ・ユーロ圏国債の売却の動きは当面続きそう
- ・広範囲の通貨統合と財政統合の遅れが問題

植田 和男 東京大学教授

統一通貨ユーロがきしんで  
いる。10月末にユーロ圏首脳  
会議が発表した危機克服に向  
けた「包括戦略」でいったん  
は落ち着いたかにみえたが、  
突如のギリシャ国民投票を巡  
る混乱で今後の展開が極めて  
不透明になっている。

根底には、広域ユーロ圏で  
の共通通貨採用はそもそも無  
理だったとの経済原則と政治  
的現実がある。相対的に弱い  
経済を救済する方法は財政移  
転に限られるだけに、リーマ  
ン・ショック後の経済停滞の

中で、救済される側も救済す  
る側も及び腰になっている。

ギリシャ一国をとると、2  
000年代初頭に危機に陥っ  
たアルゼンチンとよく似てい  
る。長年の財政規律の欠如や  
高率のインフレに悩んだアル  
ゼンチンは政策規律と市場の  
信頼回復のため、1991年  
から同国通貨を米ドルに1対  
1でペッグ(固定)した。し  
かし財政規律は完全に回復せ  
ず対外債務が累積し、アジア  
通貨危機後に苦境に陥ったブ  
ラジルが99年に通貨を切り下  
げると、アルゼンチンは不況  
と財政危機に直面した。

国際通貨基金(IMF)の  
経済支援によってもアルゼン  
チンの経済は好転せず、01年  
後半に支援が打ち切られた  
後、同国は債務不履行(デフ

日本経済新聞朝刊2011年11月8日(火)「経済教室」

## 「ユーロ・ドミノ」断ち切るには① 包括戦略実行でも厳しく

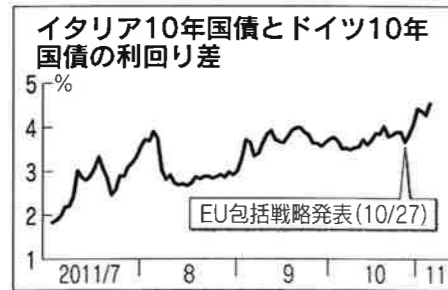
無断複写・転載を禁じます。



オルト)、ドルペッグ放棄と  
いう道を選んだ。その後、通  
貨切り下げや世界的な1次産  
品への需要増から03年に経済  
は急回復した。IMFの内部  
評価委員会は、ドルペッグ維

持に使われた資金について、  
結局は回避できなかったペッ  
グからの離脱に伴うコストを  
軽減するために使われるべき  
だったと結論づけている。  
問題をギリシャに置き換え  
ると、同国のユーロ離脱はこ  
れまでも今後有力な選択肢  
だが、危機が欧州のコア(中  
核)国に波及しつつある現在、  
ユーロ離脱がギリシャや他の  
ユーロ圏国にプラスとなるか  
どうかは明確でない。  
問題なのは国内総生産(G  
DP)でユーロ圏の2%強に

クシアはその例だし、米金融  
大手MFGグローバル・ホール  
ディングスの破綻はユーロ圏  
外への波及の例である。  
それでも、ギリシャをはじめ  
めとする周縁国の債券保有だ  
けで、コア国の銀行部門や政  
府財政が危機に陥るとみるの  
は無理がある。IMFの推計  
によれば、市場で最も不安視  
されるイタリアの財政状況に  
しても、ネット(純)の政府  
債務残高・GDP比率は10  
1%と日本に次いで高いが、



## 危機波及抑制優先を

### 統合範囲の限定も課題に

の整理があまり進んでいない  
ことも大きい。今後経済が一  
段と下向きに推移すれば、銀  
行のバランスシートや政府財  
政に与える負の影響は甚大で  
ある。こうした点を敏感に感  
じ取った市場が、コア圏の国  
債やその他資産を売却してい  
るという面も否定できない。

以上を踏まえて、10月末に  
発表された欧州危機打開の包  
括戦略を検討してみよう。民  
間保有のギリシャ国債の50  
%ヘアカット(債務減免)案は、  
ギリシャの政治的混乱で宙に  
浮いてしまっている。

2番目の柱は、債務減免へ  
の準備も含めた欧州銀行の資  
本増強案だが、発表された1  
000億程度では銀行バラ  
ンスシートの一段の悪化に対  
する備えとしては不十分であ  
ろう。また来年6月末を期限  
として、まず銀行の自助努力、

その後は各国政府、そして欧  
州金融安定基金(EFSF)  
などによる支援で、中核的自  
己資本比率の9%達成を目指  
すという方法が進められるの  
も問題だ。多くの銀行は厳し  
い市場環境の中で増資より  
も、バランスシート圧縮を進  
める可能性が高いためだ。  
実際、10月発表の欧州中央  
銀行(ECB)によるユーロ  
圏銀行のサーベイでは、貸し  
出し態度の明確な厳格化が示  
されている。こうした状況は  
経済、財政に対する悪影響を  
通じて、自らのバランスシ  
ーに跳ね返るといふ悪循環に  
なるリスクをはらんでいる。  
包括戦略のもう一つの柱で  
あるEFSFの規模拡大は、  
基本的には同基金の資金をベ  
ースに借り入れを起こしレバ  
レッジ(テコの原理)を効か  
せて、ユーロ圏国債の購入や  
銀行への資本注入を実施しよ  
うという案である。レバレッ

はクレジット・デフォルト・  
スワップ(CDS)のデフォ  
ルト条項に当たらないとの判  
断を下すといわれる。実害が  
発生するに、保険であるC  
DSが予定通り機能しないと  
なれば、投資家はCDSをソ  
ーリン(政府債務)債のヘッ  
ジ(回避)に使えないと考え、  
現物で保有するユーロ圏国債  
の売却に走りかねない。金融  
システムを守ろうとした対応  
がかえってユーロ圏全体の不  
安を拡大させているのだ。

繰り返しになるが、労働移  
動の程度が不十分なユーロ圏  
は通貨統合には広すぎ、他方  
それを補うべき財政の統合は  
十分進んでいない。後者が十  
分進んでいけば、平均の財政  
状態が日米よりも良好なユー  
ロ圏が現在のような危機に陥  
る可能性は低かっただろう。  
現状では財政が悪化した国に  
は、通貨切り下げの選択肢は  
なく、大規模な資金援助の可  
能性も低いため、債務不履行  
のリスクが高まり、市場の攻  
撃にさらされる。  
中期的な一つの方向感  
は、通貨統合の範囲を限定し、そ  
の中での財政・政治統合の度  
合いを高めることである。こ  
れには時間がかかり当面の対  
応策にはなりにくい。しかし、  
最近のギリシャを巡る混乱は  
通貨統合範囲の限定化の議論  
というパンドラの箱を開けた  
ようなものである。

当面の対応としては、ギリ  
シャ危機がユーロ圏全体の財  
政・銀行危機に波及するのを  
抑えることを優先しなければ  
ならない。EFSF拡張への  
各国のコミットメント(関与)  
を強め、そのうえでユーロ圏  
外の資金も取り込み、間髪を  
置かず、銀行の資本増強とユ  
ーロ圏債の購入に向けてのこ  
とが必要である。それまでの間、  
ECBによる債券買い入れの  
増額も考えるべきだろう。

ついで、かずお 51年生ま  
れ。MIT博士。元日銀政策  
委員会審議委員