(C)日本経済新聞社　無断複製転載を禁じます。

経済教室

世界経済 危機は去ったか㊦

ギリシャ巡り欧州に亀裂

「南北」歩み寄り不透明

中長期では統合強化へ

ポイント
- ギリシャ問題は欧州南北で全く逆の立場
- 政治家が歩み寄れなければ欧州発危機に
- 欧州では債務削減ルールづくりの構想も

植田　健一　東京大学准教授

ギリシャ問題が再び注目を集めている。一言で例えれば、ギリシャ問題は「羅生門」である。それぞれの立場からみれば、問題はシンプルで、善悪がはっきりしている。しかし、2つの全く逆の立場があり、第3の立場もある。それぞれの論理は理路整然としており、優劣をつけがたい。

●●●

昨夏まで国際通貨基金（IMF）に14年ほど在籍したが、南欧とドイツ以北の出身では全く考え方が異なっていた。

ドイツ人およびそれ以北の国の人は、借りた金は返すべきだという。2010年、12年と巨額の資金を低利で工面することを約束したのに、そのための条件を守らず、返済に向けた努力もみられない。12年に民間保有の債務は十分削減したはずだ。今度は欧州諸国保有の債務を減免せよ、さらに条件抜きで低利融資せよ、とはむちゃな要求だ。

一方、ギリシャ人および一部南欧の人は、返せないほどの金を貸す方が悪いという。さらに新規に公的資金を借りて、ドイツとフランスの銀行が中心の債権者に返せというから、そうしたまで。新たに我々が得た金はほとんどない。それを恩着せがましく言い、政策に制限をつけたから、国民生活はぼろぼろになった。欧州諸国が保有する国債を大幅に減免し、約束した融資の残りを、特段の条件なしで早く融資してほしい。

第3の立場は、フランス人および一部南欧の人の見方だ。ドイツ人の言うことは正しいが、ギリシャ人の不満も分かる。そしてギリシャに欧州連合（EU）から出ていかれては困る。市場が次のユーロ圏退出国を探す危険は少なくなったが、各国で台頭するEUの理念に対する懐疑的な政治勢力を助長する。ドイツが認容する範囲でギリシャをつなぎとめる策を考えよう。

ドイツ人もギリシャ人も無理な資金援助でギリシャがEUにつなぎとめられている現状に不満を持つ。フランス人の案はほぼ現状維持論のため、双方とも受け入れがたい。

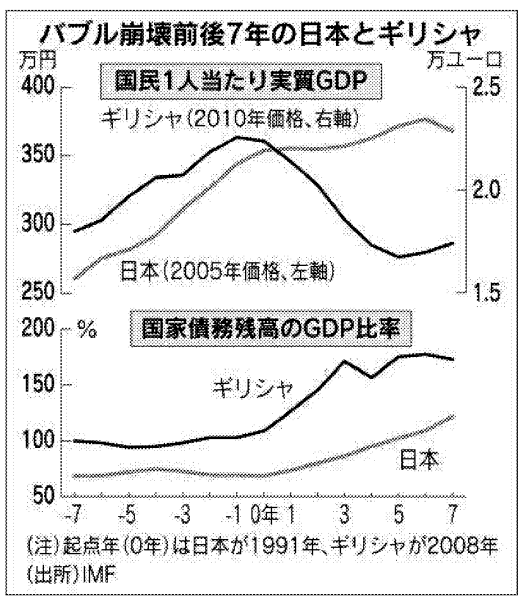
それぞれの主張には経済理論の裏付けがある。ドイツ人は、典型的な金融契約理論に基づく正解である。ギリシャ人は、国際金融論における国家債務問題に対する正解にかなり近い。フランス案は、国際金融論におけるマクロ複数均衡問題の解決策である。

典型的な金融契約理論では、貸し手が十分に借り手の行動監視や取り立てができる場合に、安心して低利で貸し出しができ、社会的に最も望ましい状況となる。すなわち、貸し手の権利を最大限守るべきだという結論となる。

一方、過重債務があると借り手は最適な投資や労働ができなくなる。従って、債務削減により投資や労働を上向かせられる。借り手の収入が増えるので、一方的に不履行とされるよりも貸し手も取り分が多くなる。この理論は、企業データで実証的に確認されており、国内の民事再生法の根拠となって、貸し手の権利をある程度制約する。

貸し手の権利を巡る2つの理論は一見相いれない。しかしデットオーバーハング（過重債務問題）を明示的に取り入れた金融契約理論を考えれば、結局、貸し手の権利を中程度に守るべきだとなる。

ちなみにドイツや日本ではバブル崩壊前後7年の日本とギリシャ



貸し手の権利が比較的強く、借りた金を返すのが当たり前と思われている。だが、これは世界の平均的な貸借文化ではない。逆に権利が弱いのが南欧や南米の多くの国々で、返せないものは返さなくてよいという考えになじんでいる。

国家債務に関しても実証研究があり、主に新興国を対象とした債務残高と経済成長の関係が探られてきた。最近の研究によれば、債務の国内総生産（GDP）比率20～25%までは経済成長が高いが、そこをピークに低くなる。これはマクロ経済でもデットオーバーハングが存在する傍証だ。

●●●

結局、過重債務に陥った国に対する第1の処方箋は債務削減である。債務削減直後は必要な資金を誰も貸さないため、他の債権に優先して返済されることになっているIMFが融資をすることになる。過去、IMFが乗り出す際はほぼ、債務削減を条件としたり、債務削減直後や直前にローンを提供したりしている。ギリシャへの10年の第1次ローンはその例外だが、12年の資金援助の際には民間保有の債務が大きく削減された。

以上を総合的に考えれば、現段階の解決策は、欧州諸国保有分の債務をある程度減免しつつ、最低限必要な政策条件の遂行を確約するなど、ギリシャ人とドイツ人の主張の中間で折り合い、両者の得るものを最大とすることだ。

それでは、第1次ローンの際の対応が間違っていたのだろうか。当時IMF内でも激しい議論がなされたが、フランスと一部南欧から聞こえてきた主張があながち的外れではなかったと思う。ギリシャがデフォルト（債務不履行）すれば、他の低格付け国に飛び火し、各国市民はユーロ圏にとどまる意味を見失い、遠からずユーロ自体が消えてなくなり、欧州域内経済に大波乱（悪い均衡）をもたらすという悲観的な主張である。

逆に、ギリシャという最初のかく乱要因さえ抑えられれば、ユーロに加え、貿易や労働の自由市場で成り立つEU経済システム（良い均衡）を維持できると考えられた。結局、債務削減なしで欧州委員会、欧州中央銀行、IMFから特例で融資が実行された。

国家債務問題に関しては現在、ギリシャ以外の国は落ち着いている。当時懸念された欧州の銀行部門の弱体化は、資本増強や合併吸収、欧州全体で加盟国の銀行を規制・監督する仕組みが構築されたことでほぼ解決された。従って、ギリシャの債務不履行が他国経済に直接影響を及ぼす可能性は少なくなっている。それでもなお、反EUの政治活動が活発化する事態を招くことは否めない。この意味でも、ギリシャとドイツの中間点で折り合い、EUの結束を守ろうとするフランス的な案は最良の解決策と思われる。

だが、困難な時にはけ口を外に求める群集心理が政治家の首を抑えている。正解が分かっていても、歩み寄れないかもしれない。その時は学者や実務家の知性と政治家のリーダーシップが衆愚政治に負ける時であり、欧州発の何とも後味の悪い危機となろう。

●●●

それでも、この危機を乗り越えた先には、欧州はさらなる統合に向かい、経済システムはより強固となろう。例えば最近、欧州の有力な学者らは各国債務の欧州レベルでのより強固な管理を提唱した。

借りすぎた場合、ルールに従ってほぼ自動的に債務削減と政策管理を要求する仕組みをつくろうとするものだ。債務削減ルールの発動基準をGDP比95%とすることで、そもそもGDP比100%を超えるような債務を認めない。債務削減による損失を市場が織り込むので、通常時の目標とされているGDP比60%を超えれば市場金利がおそらく高騰し始め、国債発行が難しくなる。さらに、債務削減時にはそのコストを、ドイツなども含む域内各国である程度分担することを制度化する。

2000年代前半にはIMFを中心に、原型となる国際的な国家債務削減メカニズムが提案されたが、強い反対があり廃案となった。今回欧州では、危機を機に、国家債務の上限と過重債務削減のメカニズムが導入されると期待される。また、ゆくゆくは同様の仕組みを国際的に採用する機運も高まるだろう。

うえだ・けんいち　68年生まれ。シカゴ大博士。専門は金融論、マクロ経済学

掲載　日本経済新聞朝刊　2015年9月17日　9面へ→926