

<書評>

## 代田 純『ユーロと国債デフォルト危機』

税務経理協会（2012年2月）

奥田 宏司

評者はこれまで『証券経済研究』などに掲載されてきた代田純氏の欧州経済危機についての論文を自分の研究のために参照し、またゼミ生等にも推薦してきた。今回、それらの論文をもとに本書を出版され、まとまったものとして読む機会が得られたことをうれしく思う。以下、本書の「はしがき」、各章を簡潔に紹介するとともに、いくつかのコメントを加えていきたい。

「はしがき」における氏の視点、主張の第1は、ユーロ不安とユーロ危機という用語の意味である。筆者だけでなく多くの研究者が「不安」と「危機」という両語の使い方に苦勞しているのが実際であるが、代田氏は次のように述べられる。「ユーロ参加国の財政危機の深化、国債利回り、ユーロの下落等に対し、EFSF（欧州金融安定化基金）積み増しやECB国債買オペが実施されても、出口が見えない状態が続いている。これはユーロ不安という事態である。しかし、局面的にはユーロの暴落に近い状態が発生している。・・・これはユーロ不安を通り越し、ユーロ危機であろう」（1ページ）。この視点をもちながら代田氏は本論を記述されているのだと思われる。

第2は、危機の打開の方向についてである。氏は「現在のユーロ不安やユーロ危機といった事態を解決するためには、ユーロ参加国国家財政の打開や、ユーロ参加国の共通財政創出といった方向が望まれる」（2ページ）と共通財政の創出を強調されながら、さらに続けて「単純に共通財政を強化するのではなく、EU共通財政を基礎として、ユーロ圏共通財政を開始する」（同）と踏み込んだ主張をされる。この点

が類書にない本書の最大の特徴であろう。

本論は7つの章からなり、第1章はユーロ導入とその後のユーロ圏全体の財政危機の背景が検討される。とくに、強調されるのが、ユーロ導入後に金融政策が一元化されることによりユーロ圏の「周辺国」においてインフレが進行しやすい状況が生まれ、その状況と財政支出の増大・国債発行の増大との関連、つまり、インフレによる債務者利得の発生、国債発行への依存である。しかも、その国債の主要部分が欧州の海外投資家によって保有されていることが示される。

第2章の課題は、EUにおける金融危機への対策としての財政金融政策を解明することである。しかも、ユーロ圏の各国財政とともにEUの共通財政と公的金融機関としての欧州投資銀行（EIB）が注目される。というのは、EUにおいては「国家という枠組みを超えた政策対応の重要性が増しているからである」（21ページ）。共通財政の優先課題は格差是正であり、「欧州地域協力」が標榜される。さらに、EUに直属の欧州投資銀行（EIB）が共通財政を補完し、欧州における「経済・社会的格差是正」が課題になっていることが示される。

第3章は金融危機の中東欧への波及である。ドイツ、オーストリアなどの金融機関が中東欧に支店や現地法人を設置し、ユーロ建、スイス・フラン建の貸付を伸ばしてきたこと、しかし、パリバ・ショック、リーマン・ショック以降、いくつかの中東欧諸国は金融危機に陥り、借入が外貨建であったことから実質返済額が急増したことなどが指摘される。

第4章、第5章ではユーロ圏内各国の財政・

金融危機に関して詳述される。第4章はギリシャである。ギリシャの危機は財政赤字の「粉飾」をきっかけとしたが、評者が印象深く受け取った論点は、代田氏がいわゆる「最適通貨圏論」の基準から判断してギリシャのユーロ参加には疑問だとされている点である。次に、氏はECB金利政策がドイツ連銀の政策金利を引き継いだため、ECB政策金利が低く設定され、銀行貸出が増加し、南欧における住宅価格の上昇をもたらしたと強調される。

以上の指摘のあと、以下の諸点が論じられる。1) ギリシャの財政状況、国債償還問題についての詳論、2) ギリシャの銀行が国債保有を増大させて経営状況が悪化していること、3) その経営悪化をギリシャ中央銀行を経由するヨーロッパ中央銀行(ECB)の信用供与が支えていること、4) ドイツ、フランスの銀行はすでに2010年に多額のギリシャ国債を売却し、この「資金還流」がギリシャ危機を深めている。

第5章はスペイン、アイルランド、ポルトガルの危機が課題である。これらの国において共通している特質は銀行貸出の増加と住宅バブルの発生・崩壊である。ECB金利政策と貸出の増加の関連については第4章で述べられていた。リーマン・ショック後、住宅バブルが崩壊し、以下の連鎖が発生する。銀行の不良債権の増大・貸し渋り、景気悪化、金融機関への公的支援の増大、不動産関連の税収の減少、失業者の増大・社会保障費の増大、財政赤字・国債発行の増大である。しかも、これらの諸国の国債は多くが海外の投資家によって保有されており、次々に償還の時期が到来し、償還財源の手当てが必要となる。償還が出来なければ(＝デフォルト)ドイツ、フランス等の金融機関へ多大な影響を及ぼす。このことが、ユーロ地域、EU地域全体の危機へとつながっていつている。

第6章は第5章と関連している。つまり、スペインなどの周辺諸国の国債をユーロ圏の銀行が保有していることと関連して、ユーロ圏の銀行の資金調達リスクが論じられる。ユーロ圏の銀行の資産は前述のように、住宅ローンなど

の貸付と国債保有のウェイトが高く、住宅バブルの崩壊、財政赤字の悪化はユーロ圏の銀行経営を悪化させている。他方、ユーロ圏の銀行の資金調達は預金の比率が低く、ホールセール市場(カバードボンドなどの債券、インターバンク市場、レポ市場等)の比率が高いことが、まず指摘される。この指摘は、ある銀行の経営状況が深刻になれば、それがホールセール市場を通じて他の銀行に波及し、連鎖的にユーロ圏全体の銀行経営悪化につながることを意味する。

そこで、EUならびにヨーロッパ中央銀行(ECB)、IMFから緊急の対応スキームが提案されることになる。欧州金融安定化メカニズム(EFSM)、欧州金融安定ファシリティ(EFSF)などである。これらの支援策について本書では次のような指摘がある。「EFSFは独仏による純粋な周辺国への援助ではなく、周辺国への過剰な融資と不良債権を抱えた独仏系銀行への支援、といった見方もある」(134ページ)。さらに、これらの支援策と関連して本書では、ECBのオペレーションに関してやや詳細な分析が行なわれている(135—138ページ)。本章では、そのあと再度、周辺国の国債の保有構造の分析が行なわれ、欧州主要国の銀行によって多額の国債が保有されていることを再確認し、他方、それらの銀行の資金調達構造の分析によって「ホールセール市場と新しいリスク」が指摘される。

第7章では一転して邦銀の国債保有が論じられる。氏は、日本経済の低成長のもと貸出が減少しつつ(それにはBIS規制も影響、邦銀の不良債権は歴史的な低水準)、他方で国債保有が伸びている実態を分析され、邦銀の国債保有残高は2008年に対前年同期比15.9%、09年には28.6%に高まり、2011年6月における邦銀の貸出残高(約42兆円)のうち国債保有残高は15兆円強(約36%)となることが示される。本章の最後において、氏は「邦銀の(国債保有)比率はユーロ圏銀行に比べ非常に高くなっている。仮に日本国債の利回りが上昇することになれば、邦銀への影響はユーロ圏を超える可能性が高いと見られる」(174ページ)と警告を發せ

られる。

以上が本書の内容の概略であるが、以下ではいくつかのコメントを行ないたい。もちろん、「ユーロ危機」は様々な角度から論じうるし、本書でもって「ユーロ危機」のすべての面が明らかにされたわけではない（評者も国際通貨体制の視点から「ユーロ危機」について論じている\*）。本書の中心テーマは、国債デフォルトの危険性とその国債の大部分をユーロ圏の金融機関が保有していることから生じている「ユーロ危機」の解明である。とくに、1) ユーロ危機の契機となったヨーロッパ各国の財政問題の経緯、2) ユーロッパの金融機関の各国国債の保有状況、資金調達の特徴の把握である。これらの諸点の解明は本書によって十分達成されているものと思われるし、ここから学ぶべきことは多い。

その上で、気づいた点を示すと以下の諸点がある。それらは本書において基本的な記述がなされているが、代田氏によるさらに突っ込んだ論述がほしかった点である。

第1に、ヨーロッパ全体の危機の進行を鳥瞰する記述が第1章でほしかった。パリバ・ショック、リーマン・ショックをきっかけとする中東欧の危機（64ページの指摘）とアイルランド危機、スペイン危機（102ページの指摘）の差異と同質性、さらにはギリシャ危機との差異と同質性、相互の危機の関連性について、さらにはそれらの危機の時系列的な連鎖についてまとまった記述があれば、読者は現在の「ユーロ危機」の様相がより明瞭に把握できると思う。

第2に、ユーロ導入に関連する大きな論点である次の2点についてさらに詳しい叙述がほしかった。1つは「最適通貨圏」についてである。本書では「最適通貨圏の条件から見た場合、現状のユーロ圏は多くの問題点を抱えている」（75ページ）と記載されているが、本書での「最適通貨圏」についての言及は1ページ強で簡単に済まされている。ユーロ導入に際してはかつ

て多くの賛成論者がこの「最適通貨圏」にもとづき論を展開したのであるから、代田氏によるこの視点からの厳しい批判があってもよさるべきではなかっただろうか。

もう1つは、「ユーロ導入時におけるECBの政策金利、ならびにその決め方である」（75ページ）。「(ECBが) ドイツ連銀の政策金利を引き継いだため、2002年には3.25%（レボ金利）でECBの政策金利が始まった」（76ページ）。このことが本書で記載されているように、ユーロ圏の金融機関の貸出が増加し、住宅バブルなどのインバランス要因を形成したのであるから、この一連の経緯も3章から5章の各章の各所にまたがって記述されるのではなく、まとまったかたちで記された方がよかったと思われる。EU拡大、ユーロ導入に伴う資本移動の障壁の解消の下でのECBの金利政策が種々のインバランス要因を形成していく経緯を全体的に示してほしかったのである。

第3には危機克服過程における「共通財政」、EIBなどの公的金融機関のあるべき役割について、のちの章にて詳しい記述が求められよう。「はしがき」で「ユーロ危機といった事態を解決するためにはユーロ参加国国家財政危機の打開や、ユーロ参加国の共通財政創出といった方向性が望まれる」（2ページ）と強調されているほどであるから。ギリシャ危機の勃発以後、これらのことがEUなどの諸機関においてどのように論じられているのか読者は知りたいのである。昨今の欧州危機に関する報道では、共通財政、公的金融機関の役割に関する十分なものが乏しいからなおさらである。

最後に、代田氏は「はしがき」において「本書が最後の単著になるかもしれない」と記されているが、代田氏には本書に引き続きヨーロッパ危機に関する意欲的な研究を行なっただき、われわれは欧州の財政問題について教示を受けたいと思う。

\* 拙稿「ユーロ危機と現代国際通貨体制」『経済科学通信』No.128、2012年4月、「ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて」『立命館国際研究』25巻1号（2012年6月）。