

## 欧州国家債務危機—原因と解決の萌芽

2012年1月20日

—ドイツ連銀理事ドムブレット氏の講演から—

山本利久

これは2011年12月20日行われたOB会でのアドレアス・ドムブレット氏の講演(ドイツ連銀 Auszuege aus Presseartikeln NR.53 2011/12/21 掲載)の要約である。要職にある関係者からの情報は一般にはなかなか得られない。欧州債務危機が正念場に差し掛かった感がある中、問題の本質をより深く理解し、今後の事態の展開を注視する上で非常に参考になると思いこれを作成した。

金融危機はこの間4番目の研究に入ることとなります。最初の研究は米国の不動産市場を巡るサブプライム問題(危機)でありました。その中心に、米国の住宅融資を世界中にばら撒いた金融商品がありました。2番目の研究はリーマン破綻後の国際金融制度の信用失墜とそれに関連した世界経済危機でありました。3番目の研究は2010年5月にギリシャで始まった欧州国家債務危機でしたが、これは現在も続いています。ギリシャは最初ユーロ圏の所謂周辺国の問題として注目されました。しかしこの線引きは4番目の金融危機の研究では行われていません。

国家債務危機はこの間、通貨同盟の核心に迫りました。それは金融機関と同様、国家の金融の前提条件と看做されているのです。そうして欧州金融制度は著しく信用を喪失したように見えます。

この様な背景から、ドイツの金融制度のリスクも又著しく増加しました。それにも拘らずドイツの金融システムは2009年以降目に見えて一層強靱になりました。銀行はより多くの、一層改善した自己資本を有しています。国内の信用リスクは3年来無いような低さです。リファイナンスの脆弱性もまた解消しました。銀行にとって安定したリファイナンスの源泉となる顧客の預金は著しく増えました。

その一部が銀行勘定にある高額な国家債務はしかし、金融安定化に対する重大なリスクとなっています。ドイツの金融制度もまたそれを拒むことが出来ないのです。11月10日公表されたドイツ連邦銀行の最新の金融安定報告書は、そのことを明確に示しています。

しかしそれは国家債務危機国の金融システムだけではありません。実体経済も又益々被害を受けているのです。ドイツの企業は経済状況を尚良好であると判断していますが、しかし今後については暗くなると見えています。厳しい指標も又同様な構図を描いています：例えば輸出は10月目に見えて減少しました。これが経済活動を弱めることとなります。総括的にドイツ連銀は2012年の実態予測でドイツの経済成長を0.6%と見込んでいます。

しかしながら上昇にある国内経済要素は依然不変であることから、我々は来年中にドイツが上昇基調に転ずる、と読んでいます。緩和的金融政策と世界経済の成長に支えられて、2013年の成長率は再び1.8%近くになるでしょう。これでドイツ経済は今後2年間にわたり通常の状態に移るでしょう。今年の平均予想で2.5%の上昇を経て、今後2年間生活費も再びはつきりと減少するでしょう。ドイツ連銀はそれぞれ2012年、1.8%そして2013

年、1.5%と見ています。

勿論この予測は、国家債務危機が徐々に克服され、再び切迫化しないと言う仮定に基づいています。この問題は現在もそして今後も金融制度と実体経済にとり最大のリスクであります。

そこで国家債務危機に関して十分な検討をさせて頂きたい。私は次に、三つの質問の結末について立ち入って話すことにします：最初は、危機の原因は一体何なのか？ 2番目、我々はどうしたら危機を鎮静化出来るのか？ 3番目、我々は長期的に考えて、通貨同盟を何処に持って行きたいのか？

明らかにユーロ圏加盟国の幾つかの国に、この数年間経済的に誤った展開が見られました。中でも過度な信用供与、不動産価格バブル、そして競争力の失墜がありました。これらの構造的赤字体質は国家債務危機の発生した温床でした。しかし通貨同盟のスタート時にあった本来の弱点は共同金融政策と非中央集権的財政政策との組み合わせにあったのです。金融政策の責任は欧州レベルで欧州中央銀行にあります。これに対し財政政策の責任は個々の加盟国、つまり国家レベルにあります。こうした権限のバラバラな状態は既に通貨同盟が創設された時点で議論の中心となっていました。非中央集権的財政政策を持つ通貨同盟にあっては、加盟国は自ら債務を負いたい衝動に駆られます。ある国が国家債務を増やしたとする、その時それが通貨同盟全体に薄められるので、当該国だけが責任を持つ結果にはならない：例えば上昇を続ける金利は加盟国全体の責任。

通貨同盟の創業者達はこのため、こうした赤字の発生を回避したり、或いは少なくとも是正する法的仕掛けを施しました：それが安定・成長協定です。これで国家レベルの財政政策は馬勒が付けられます。例えば国家財政の年間赤字額がGDPの3%を越えることは許されない。加盟国がこの限度を守ったか否かは、法律に従い複雑な方式で検証されます。赤字限度に抵触すると、段階的に金融制裁も科せられます。

安定・成長協定と並んで、通貨同盟の枠組には、まだ更に重要な礎石があります：それが非救済原則とも称される責任除外です。この原則に従えば、加盟国は他の加盟国の負債に対し責任を持つことが禁じられています。通貨同盟の主たる動機は従って自己責任であったのです：つまり各国の政策の結果に対する加盟国の自己責任と投資決定の結果に対する金融市場参加者の自己責任です。

しかしこうした規則があっても、加盟国の債務を有効に抑制するには上手くいきません。何故上手くいかないか？それはなにかんづく、安定・成長協定の規則が充分流布されていないばかりか、曲げられたからです。法的作業が決定的に弱体のためそれが出来たのです：赤字限度額を越えた国は、詳しく言えば自動的に制裁を受けることがなかったのです(筆者注記\*)。その代わり他の加盟国は制裁に投票しませんでした。その結果、欧州中央銀行の前主席エコノミスト、オトマル・イッシックが言う違反者が違反者を裁く事態が出現したのです。そうした状況は当然次から次へと”我々は勝手を知っている、我々は自力で何とかする”と言う事態になるのです。そのモットは次の様でした：貴殿が明日私を制裁しなければ、

私は貴殿を今日制裁しない\*(かつてドイツも、フランスも数年にわたり限度越えを体験した。しかしそれは一時的現象と看做され、活発な議論を呼んだが結果的に制裁を摺り抜けた)。振り返ってみると、この他、財政政策の規律化が金融市場で期待された様に働かなかったことは確かです。投資家は加盟国の赤字責任に長過ぎるほど耐えてきました。国債の金利は最初診に出てくる子供の様に上昇した：ギリシャ国債の場合には結局井戸に落ちてしまった(筆者注 諺：子供が落ちてから井戸に蓋をする)。

子供が先に井戸に倒れていれば、その時責任除外条項は最早有効ではありません。このことが次のことを思い出させます：いかなる加盟国も他の加盟国の責務を肩代わりする必要はない。この原則はギリシャへの支援に関して少なくとも正しく解釈されました。但しそれが理由もなく不十分であったことから、ユーロ圏はそうこうするうちに大変緊密な状態になりました。その結果一つの国の問題が通貨同盟全体に迅速に拡散し、伝染効果を生んでいます。それが実際に危険な状態になってきたので、他の加盟国を支援することが必要と看做されるようになりました。短期間では、これは絶対あとづけすることが可能です。しかし長期で見ると、債務問題を抱えた国が、常に救済されると計算されることは危険です。それから常に拡大し続ける支援と当該国の改革意欲への逡巡する信頼の喪失が生ずると、危険スパイラルが迫ってきます。

そうした信頼の喪失に今我々は直面しています。市民も又市場も信頼を失ってしまいました—政治に対するばかりでなく通貨同盟機構に対してもです。設問は：如何にして信頼が再び構築されるのか？です。

次にもう一度何故それが機能しないかに付いて言わせて下さい。耐久性のあるものは、より多くの資金が常に机上に積まれることだけでは信頼を構築することはできません—例えば常に救済基金が大幅に増額される。この様な戦略は政治上か或いは金融面での限界にいつでもぶち当たります。金融面での限界を紙幣の増刷で克服しようとする提案は危険です。当然、発券銀行は理論的にはほぼ無限のリソースを意のままにします。国家債務を賄うためこれを導入することは、問題の解決にならないばかりか更なる追加を生ずることになります。こうした行動が通貨の安定に最も重要な基盤を害することになります：物価安定を導く中央銀行の独立性です。本来なら維持したいものが切って振り捨てられるのです。

これまでお話したように：信頼はお金では買えません。買える唯一のものは時間です(\*筆者注：時間稼ぎ)。それを行うため、EFSF、次いでESMが用意されています。買われた時間は危機の要因を除去するため有効に使われなければなりません。それは私の考えでは、なさなければならないものですが、本質的に三つのことに由来します。

先ず第1に国家財政は綺麗に整理整頓されなければなりません。これはユーロ圏の全ての国に当てはまります：とりわけ必要な調整をいつも先延ばししてきた国々はその義務があります。政治レベルで、他の加盟国そして欧州委員会による圧力を強化することが明らかに熱望されています。

第2は、危機に直面した国は競争力を付け、そして経済成長を促進するため構造改革を実

行しなければなりません。当然のことながらこうした改革は困難で痛みを伴います。アイルランドの例はそれが可能であることを示し、そしてドイツの例は完結までに時間がかかることを示しています。

第3は、我々は通貨同盟の安定した構造を必要とします。誤った財政政策と安定・成長協定の不十分な変換 “後手、後手処方” に代わり、通貨同盟が新しく構築されなければならないのです—つまりそれは今後の確固たる、実際に法的な裏付けのある財政政策のことで、通貨同盟には私の見るところ基本的に二つの開かれた道があります：我々はマーストリッヒで合意された様な通貨同盟の原則に立ち返ることを考えるか、或いは一段と深化した財政政策を含む欧州統合に向け一歩踏み出すかの道です。

最初の道を少し見ることにして—つまり通貨同盟の基本原則に立ち戻って、私はしばしば述べられた現行の枠組みは通貨同盟に相応しくないとする懸念には組みしません。しかしそれは当然明確に同盟に適合されなければなりません。次の3点が特に重要です。

1 番目、安定・成長協定により強い執行権限が授けられなければなりません。赤字・債務限度の違反を制裁する際、特に一段と強化された自動制裁機能が導入されなければなりません。

2 番目、責務除外—非救済原則—は再度強化されなければなりません。いかなる加盟国も他の加盟国の負債を肩代わりしてはいけません。金融市場の投資家は財政政策が間違っただけで運営された時にだけ遅滞なく罰せられます。その時彼等は投下資本を失うことを計算しなければなりません。

3 番目、通貨同盟の恒久的危機対応機構としての必要性です。危機が発生し、通貨同盟全体の金融機能が脅かされた時には、ここに立ち返ることが出来るのです。しかしここで3様のことが重要です：個々の加盟国への支援は厳密に経済及び財政政策の課題に限定され、それはそれ相応な利子追加負担に限って行われ、破綻の場合には個人投資家は其の損失を自ら負わなければなりません。

この必要性に鑑み、12月8・9両日開催されたEU首脳会議で、大変勇気づけられる決定が行われました。それは例えば、国内法で確りと保証されるべき債務の抑制が合意されています。同時に安定・成長協定は今後政治的影響に対して一段と強固に保護されることです。ある国が予め定められた債務限度に違反した場合—これまでと違い—自動的に制裁されず；制裁を防止することは明らかに困難になります。これも改善です。そしてこれは、改善された形態と共にその変更次第で—“マーストリッヒ・プラス”の正しい方向への大きな前進となり得るのです。これは確かに更に深化した欧州統合へ向けた小さな歩みです—私はこの点に関して直ぐに立ち戻り、話を続けることにしますが。いかなる場合でも、それは厳密な意味での財務機能の統合ではありません。重要なことは当然、当該協定は希薄化されないと言う事です—具体的な改善がなされた形態に於いても或いは後の適用に当たっても同様です。

通貨同盟の現行枠の強化と並んで、安定した通貨同盟への別の道もあります。これは更に

深化した欧州統合へ行き着く道になります。しかしこれは、全体の財政政策が国から欧州レベルに移されることが不可避だとするものではありません。国会は引き続き財政収入並びに歳出に関し自主的に決定が出来るのです；欧州レベルは只実際に信用の受領(融資取得\*)と負債の問題に限って関与することになるのです。この関与はどのように見えるのでしょうか？\*筆者が付けた。

重要なのは欧州レベルで国家財政の厳密な赤字・負債限度が確定されることになります。この限度は全ての国家レベルで適用されることになります：ドイツでは連邦、州、地方自治体そして社会保障機構に対してです。欧州法は対応する厳しく噛合った国内法規と結合されなければなりません。そして初めてそれらの法規定も実際に貫徹され得るのです。一つ明瞭にされなければならないことがあります：加盟国が前もって与えられた赤字・負債限度を厳守しない際には、加盟国は財政政策の主権を失う事になります。そうすると財政に関する最終的な決定権は最早国会にはなく、欧州レベルに移ります。

EU 首脳会議の決議に従うと、更に失政が続く際は、むしろ国家財政施策上如何なる断固たる措置も用意されていません。そのような枠組みの中で例えばユーロ債が導入されると、責任と抑止の間に不均衡が生ずることになるでしょう：全てのユーロ圏加盟国は或る一カ国の債務に対し、それをコントロールできないまま共同して責任を負う事になるでしょう。それに関して、加盟国がその国家財政収支を調整する励みになるものを持たば、この枠組みの中で相互支援が最後の手段として、厳密な条件付きで、そして著しい金利上昇を伴って行われることになります。

国家財政政策はこの間引き続き当該国の国債に対して投資家を納得させる責任があります。直近の経過は、国債の”より安全な避難所”で、係船所が常に新たに防御されなければならない事態を痛みを感じながら目の当たりにしてきたことでした。このことはドイツについても言えることです。歴史的な低金利で全額は引き受けられなかった 11 月末の 10 年物国債の発行に関しては、警告のための発砲と理解し、これを断固過大評価すべきではありません。

次にドイツは最早除外されなくなりますが、格付け会社の警告問題があります。ここで確かに幾つもの通告のタイミングについて議論することが出来ます—私は屢々タイミングを疑わしいと感じています。しかしこのことで財政政策の責任論を避けて通るべきものではありません。制定過程で、国債格付けを用意する特別規定を導入することはいずれにせよ特に目的主導の様には思えません。代わりに我々はレーティングの規制関連事項を可能な限りで減らすべきです。

金融市場規制の分野で、すでにはっきりした前進がなされたことを私は言及しないわけには参りません。金融危機の主たる要因に対する規制の弱点を調査した事実に鑑みて、私の意見も又優位なものとなりました。称揚すべきは確かに銀行の自己資本規定の改革です。それは銀行の自己資本の量的、質的改善と損失負担能力向上に通ずるものです。それは銀行の自己資本提供者が損失を自らより多く負担することが出来且つそうしなければならない

くなればなる程、納税者が新たに救援しなければならない危惧はそれだけ減少します。システミックに関連する銀行の様態は、バーゼルⅢが尚最終段階となりえないことを示しています。問題性のある”大き過ぎて、倒産しない”との関連で国際レベルで合意された規定は今一気にそして国際的に整合性を以って国内レベルに移されなければなりません。更に複雑な監視体制と影の銀行制度に於ける必要な場合の法的措置問題は改革協議事項全体の中で上位を占めています。当今、国債を無価値とすることは、誤った刺激を与えるものです、調整は将来を見通して行われ、綿密な研究を前提とすべきです。

金融市場とその規制を一瞥して、私は尚一つ心にとめ置きたいことがあります：国家債務危機はしばしば述べられた推測に新たな光を投げかけました。推測即ち、荒れ狂う市場は危機に責任があり、そして危機は我々が国家により多くの余裕を与えた時にだけ、回避される、と言うものです。国家債務危機はしかし極めてはっきりと国家をも拒否することが出来ることを示しています。

当然危機は時々優勢になる盲目的市場信奉に目を開きました。だからと言って国家統制と国家操縦は長い目で見て正しい帰結ではありません。代わって我々は社会市場経済の原則に立ち戻って考えるべきです：自己責任。誰がリスクを引受け、その責任を負わなければならないか。この原則に再度一段と多くのゆとりを宛がうことが出来た時、我々は大きな一歩を踏み出すことになるのです—国家債務危機に目を配りながら。

私はここまで国家債務危機を解決するため、私の考えでは欠くことのできない様々な観点に付いて話して参りました。政治は12月初めのEU首脳会議で財政協定のための決議を行いました。それはマーストリヒトで決まった安定・成長協定を強化し、部分的にそれを越えて行くものです。それは正しい最初の歩みです；しかしそれが具体的変更の過程で再び希釈化されてはなりません。ドイツ連銀はこの具体的な変更を催促することを止めるつもりはありません。

(了)