

ユーロ危機と大いなる不安定な世界経済
Euro Crisis and Great Instability of Global Economy

井川紀道

IKAWA, Motomichi

(日本大学大学院)

(Graduate School of Business, Nihon University)

要旨

世界経済は先進国のインフレなき持続的成長と新興国の高い成長に支えられ「大いなる安定」を迎えたといわれたが、米国発の金融危機により、「大いなる不安定」な時代になったといわれる。本稿では世界経済はこうした不安定な時代を今後とも継続するのかをユーロ危機を中心に考察する。そして、もしかかる不安定な時代が今後とも先進国を中心に継続するとすれば、多国籍企業の経営において、世界経済の構造変化に対応した戦略・モニタリング体制が必要ではないかと考えた。本稿では「大いなる不安定」が継続する、または、継続しうるということの検証を試みた。

Abstract

Global economy had been characterized by great moderation, supported by sustained economic growth without inflation of matured economies, and high economic growth of emerging economies, until the financial crisis in the United States. Since then great instability has prevailed in the global economies. This paper considers and tries to build up a case if such instability will persist in the years to come, focusing on the euro crisis. And if this is the case, a different strategy and monitoring system will be needed for multinational enterprises.

キーワード

ソブリンリスク、最後の貸手、緊縮財政、為替調整、乗数効果、超金融緩和

Keywords

sovereign risk, lender of last resort, fiscal austerity, exchange rate adjustment, multiplier effect, ultra loose monetary policy

1. はじめに

(1) 研究背景と目的

2008年9月のリーマン・ショックに端を発した米国発の金融危機までは、世界経済は先進国のインフラなき持続的成長と新興国の高い成長に支えられ、「大いなる安定」といわれてきた。金融危機により世界経済は2009年にはマイナス成長となり、「大いなる不安定」な時代を迎えたといわれた。それでも世界経済は2010年には5%台の成長を取り戻したが、この頃からユーロ危機が発生し、2012年には3%台に大きく減速してきた。

本稿では世界経済は「大いなる不安定」な時代を今後とも継続するのかをユーロ危機を中心に考察する。また、本稿では考察の対象をほぼ例外なく対GDP比で財政ポジションを危険水域まで悪化させた先進国、特に未だに失業率が増加し続けるユーロ圏に絞る¹。金融危機後も財政ポジションが全体として安定している新興国は主要な考察には含めない。そして、もし、「大いなる不安定」が今後とも先進国において継続するとすれば、多国籍企業の経営において、景気循環への対応でなく、世界経済の構造変化に対応した戦略・モニタリング体制が必要ではないかと考えた。本稿では、「大いなる不安定」が継続する、または、継続しうるということの検証を試みた。

(2) 研究手法と先行研究

まず、先行研究として、財政危機や政府のデフォルトについて、歴史を遡った研究にあたった。また、国際機関、シンクタンク、金融機関による金融危機後のレポート・報告書にあたった。参考文献としては、金融危機後の著書のほか、新聞、雑誌の論調を含め、広くあたった (Financial Times, Wall Street Journal, Economist, Business Week 等)。さらに、金融・資本市場のセンチメントを探るとともに、政策の一当事者の意見を聴取するため、年2回のヒアリングをNYの金融機関、ワシントンのIMF、国際金融協会 IIF(Institute

¹ 先進国の経済危機と新興国リスクとの関係は、拙稿に記述した (井川,2010) が、大きな図式は変化していない。

of International Finance)等の機関について実施した。

先行研究について述べると、ギリシャでは民間が保有する政府国債のデフォルトが発生し、この波及の財政リスクが完全には払拭されていないことに着目した。ラインハート(2011)はロゴフとの共著で、国家の破綻の歴史を紀元前4世紀の古代ギリシャのシラクサ王ディオニシウスの時代の通貨の品位低下によるデフォルトに遡り、インフレによるデフォルトとして1945年の日本のインフレに言及し、さらに、1300年から1799年にかけての新興ヨーロッパの多発性デフォルトの経験(オーストリア1回、英国2回、仏8回、独1回、ポルトガル1回、スペイン6回)を記述している。また、第二次大戦後の主な金融危機では政府債務の実質価値は平均86%上昇したとし、金融危機と財政危機との関係を考察している。アタリ(2011)は、公的債務は50年周期でデフォルトを起すと歴史的考察をしたうえで、「西側諸国全体が破綻するというシナリオはけっして夢ものがたりではない」「ソブリン債務危機が勃発するのは、杓子定規な債務比率を超えた時よりも、市場の信頼が失われる時である」等の指摘をしている。キンドルバーガー(2004)は17世紀のチューリップ熱から1998年のアジア危機、ロシア危機までをカバーしているが、特に金融危機と最後の貸手の関係について、数々の歴史の教訓を示している。とりわけ、「進んで責任を負い指導力を発揮する者が一人以上いるか否かが重要な別れ道となる」との指摘は今のユーロ諸国、すべての先進国に当てはまるだろう(なお、ガルブレイス(2008)は大恐慌の直前の1928年に逝去したストロング NY 連銀総裁が健在であったならば通貨供給を増加させるなどしてあれほど深刻な恐慌にならなかったかもしれないとその急逝を惜しんでいる)。国際機関の文献では、IMFの最近の世界経済見通(IMF,2012a)では一つの章を割いて、過去100年の歴史のなかで公的債務GDP比率が100%を超えた26事例のなかから6事例を選び、その後の15年間を分析している。1918年の英、1946年の米、1997年の日本の事例が含まれるが、金本位制に拘った英国の事例は単一通貨から離脱できない昨今のギリシャと共通する。その6事例の結論としては、債務削減に成功するためには、1) 財政緊縮とともに成長を促す政策の組み合わせ—構造改革とそれを支える金融政策が必要であること、2) 短期の財政措置ばかりではなく財政の構造的、永続的改革が必要であること、3) 債務削減には時間を要し、特に海外環境が悪いときには尚更であること、である。また、IMFが年2回発行する世界金融安定性報告は、世界の金融・資本市場の脆弱性について鋭い分析をしてきたが、最近のレポート(IMF,2012b)においては、政策リスクを重視し、適切かつタイムリーな政策の有無が経済の先行きに大きな違いをもたらすとして

いる。なお、IMF が同じく年 2 回発行する財政モニターは近年注目度が高まっているが、最新号では、「不確実性のなか財政調整」特集を組んでいる (IMF,2013c)。

2. 大いなる不安定と世界経済

(1) 大いなる不安定の 3 局面

大いなる不安定を考察するため、2008 年以降の先進国の経済の 3 つの局面を概観する。

- ① 第 1 局面 2007 年～2009 年：米国発の金融危機（リーマンショック）の谷は予想外に深かった。

IMF による 2009 年の先進国経済成長見通しは、以下のように、2008 年 9 月以降 2 - 3 ヶ月毎の改定で一貫して下方修正され続けた。

08 年 9 月 +0.5% → 08 年 11 月 ▲0.3% → 09 年 1 月 ▲1.7% → 09 年 4 月 ▲3.8%

これは IMF による銀行損害見通しが以下のように、每期増加修正され、金融市場が機能不全になったことと深く関わっている。

07 年 9 月 2000 億ドル → 08 年 3 月 9450 億ドル → 08 年 10 月 1.4 兆ドル
→ 09 年 1 月 2.2 兆ドル → 09 年 4 月 2.7 兆ドル

金融危機当初の 12 ヶ月は生産の落込みは 1929 年の大恐慌時と同じペースであり、世界の株価の下落のペースは大恐慌を上回った (Eichengreen,2010 : ホール,2000)。金融危機と実体経済の負の連鎖の特徴は急激で政策対応が追いつかなかったことである。

また、「金融危機から生じるリセッションはより厳しく、長期に渡ってきた。」「世界同時不況は、より長期間になり、落込みがより深かった」(IMF,2009) ことからすれば、V 字型回復は難しく、長期の低迷・不況が予想され (高橋,2009)、これがニューノーマルであるといわれた。

- ② 第 2 局面 2010 年～2011 年：ところが金融危機からの回復は予想外にはやく、強かった。

IMF では、世界経済 2010 年の成長見通しを以下のように、一貫して、改定の毎に上方改定した。

09 年 4 月 1.9% → 09 年 10 月 3.1% → 10 年 7 月 4.6% → 11 年 1 月 5.0%

果敢な金融緩和と財政出動が奏功するとともに、中国をはじめとする新興国経済の底固さと急回復が世界経済を下支えした。

③ 第3局面 2012年～：しかしギリシャ危機、ユーロ危機以降、ユーロ圏は2012年にマイナス成長になり、東日本大震災もあり世界経済は次第に減速した。

IMFでは2012年の世界経済見通を以下のように、一貫して、改定の毎に下方改定した。

11年4月4.5%→11年9月4.0%→12年7月3.5%→12年10月3.3%→13年4月3.2%
ギリシャ(2010年5月第1次支援)に続き、アイルランド(2010年12月)、ポルトガル(2011年5月)がEUとIMFから支援を受けることとなったが、これら周辺国危機がスペイン、イタリアへ波及すると懸念された。下記に考察するように、ユーロの制度的欠陥が露呈するとともに、政策対応の遅れが不確実性を増し、投資・消費マインドを冷やした。財政危機と金融危機の連鎖が強まり、欧州の銀行は大掛かりな資産圧縮に迫られている(2011年Q3から2013年Q4に基本政策シナリオの下で2.8兆ユーロのデレバレッジが想定され、実施されている(IMF,2012b:2013b))。さらに、欧州全体での過度な緊縮財政が危機下の国の財政再建を一層困難にした。然るに、2009年の状況と異なり、先進国は財政ポジションの悪化(一般政府債務のGDP比:2007年74.2%⇒2012年110.2%)から、緊縮財政を景気循環に合わせ多少緩めることは出来ても、財政出動する余地は少ない。この意味で2012年度の日本の13兆円の補正予算は異例と言える。また、新興国では財政ポジションは悪化してない(一般政府債務のGDP比:2007年35.4%⇒2012年35.2%)が、インド、ブラジルの財政余力は限られており(それぞれ2012年の同比率は66.8%と68.5%で1970年代以降に危機を起こした新興国の半数と同じ60%を超えている)。中国(2012年同比率が22.8%)については投資に偏ったマクロバランスからみて公共投資をあまり増やせない状況にあり、財政出動をして世界経済の落ち込みを支えられる余裕はない。新興国は先進国の金融危機に対する抵抗力をましたが(IMF,2009:2010:2012a)、成長がやや減速傾向にあり、先進国の成長減速や経済危機の再燃を下支えすることはできないであろう。

(2) 大いなる不安定の主要問題

IMFは今後の不透明要因としてユーロ危機、米国の財政の崖、中国のマクロインバランス、日本の財政を挙げていた。(IMF,2012b)。格付機関のS&Pも4つの不安定要因を指摘していた。(2012年10月IMF総会時のプレゼン及びSheard, 2012)。これに地政学的なリスクとして中東情勢(イスラエルのイラン爆撃とホルムズ海峡封鎖)と朝鮮半島情勢が加わる。先進国の問題は財政ポジション悪化とその持続性に関わる。中国の問題は政権移行

とマクロインバランスに関わる。地政学的な問題はいずれも核拡散問題の広がりから生じている。これらが 2012 年 12 月末時点（2013 年 5 月中旬改定）において展望した将来にわたっての世界経済の「大いなる不安定」要因である。

ただし、その性格は起こった際の強度、確率とタイミング（ここでは、短期 2013 年：中期 2015 年まで：長期 2020 年までとする）、政策対応の困難性と国民的コンセンサス形成の難しさ、の面で異なっている。

しかし、このなかで、国債利回りの低下や株式市場の堅調を見るかぎり、破綻リスク(テールリスク)は遠のいたかに見えるユーロ問題が総合的にみて一番深刻なリスクといえる。頻度は低くなったが、発生したときの強度は極めて強い。つまり、ユーロ危機は短期、中期、長期にわたる問題であり、いつでも政策対応の間違いと遅れにより深刻化しうる。ユーロ圏ではマイナス成長が継続し、銀行は体力を回復していない。周辺国の中小企業のファイナンスは高金利となり、しかもアクセスが限られている。ギリシャ、スペイン、イタリア等複数の国において失業の増加と緊縮財政疲れ、将来展望の無さから政治・社会問題が深刻化しうる。その際には、可能性はかなり減じたが、一部の国のユーロからの離脱が起こりうるとの見方は無くなっていない(Citi,2013)。債権国側では当事者が多く（IMF, ECB, EU と各国）コンセンサス形成も容易でないばかりではなく、成長が軽視され、中長期の財政の持続性と短期の景気循環に適応した機動的財政政策を標榜する最近の IMF 流の処方箋も円滑には実施されていない。債務国では 2013 年 2 月の伊総選挙でみられたように緊縮の継続について国民の支持が得難い。債権国では他国の支援にかかる国民の税負担を最小にしようとする政治家により、市場の混乱に押されない限り、抜本的解決策が回避・先延ばしされてきた。2013 年 9 月の総選挙を前にして独でその傾向が強まっている。

また、ユーロ危機は再度深刻化すると、その他の問題を誘発させる可能性が高い。「最悪のシナリオとはヨーロッパが崩壊すれば、アメリカをはじめとする世界中が同じように崩壊することである」(アタリ,2011) という警告が現実のものとなる可能性は米、欧州、英、日本の大胆な金融緩和により、相当程度減少したが、中期的には完全には否定できない。

米国財政の崖はもともと 2012 年の年末までの短期で勝負がつく問題であったが、越年すれば 6000 億ドルに上る増税と支出減が発動され、米国経済がリセッション入りすると米予算局でも試算されていた。1 月になり一部富裕層への増税・給与税増税と歳出の強制削減の 2 か月延期の妥協が成立したが、オバマ大統領・民主党の富裕層に対する更なる増税路線と、共和党の増税反対・社会福祉関係予算の切込み路線とは相容れないことから、

歳出強制削減は発動され、米国政府・議会の政策形成能力に対する不信となっている。

なお、本稿での中心的考察から離れるが、米国の住宅バブルの崩壊が通常の不動産不況に留まらず金融危機として深刻化した要因は、個人と金融機関の過剰借り入れ（高いレバレッジ）（岩田,2009）と影の銀行（クルーグマン,2009）、市場原理主義と過度な規制緩和、複雑な金融商品の膨張にあるとみられる（アカロフ,2009;スティグリッツ,2010；榊原,2009）。このうち、個人の過剰借り入れの解消についてはかなりの進展がみられ、また行き過ぎた規制緩和に関わる問題については、極めて複雑・膨大な金融規制改革法（2010年）において歪みを伴いながら修正が行われている。米国発金融危機が先進国の財政構造の脆弱性を増したのは確かであるが、後遺症という面では、米国経済の回復と金融機関の財務体質の改善が一番はやく、また、米国で金融危機が独自の要因で再燃する可能性はかなりの程度減じたとみられる。一方、米国の住宅市場の回復傾向、消費意欲の高まりから財政強制削減(2013年の成長を1.5%減速要因)が発動されつつも、株価は史上最高値を更新し、経済の回復は底固い(2013年に2%程度、2014年には3%程度の成長を見込む見通しが多い)。シェールガスの増産によるエネルギー自給見通しを踏まえると、米国経済は高齢化を踏まえた年金・医療改革に着手し、中期・長期の財政赤字の持続性を解決していくと、大いなる不安定から脱する可能性が高まっている。

中国のマクロインバランス等是正については、短期の景気減速の問題は未だにくすぶりつつも一応解消されているが、GDPに占める投資の割合が50%に迫るなかで、投資に依存した成長パターンは改善されておらず、案外早いタイミングで中期的にみて経済成長率が5%程度に減速するというハードランディングが起こる可能性がある（Nomura Security,2012;ルービニ,2011）。これは新執行部のリーダーシップと舵取りに期待ができるかという広範な問題のなかの一つとみられる。

日本の財政の赤字問題は短期、あるいは中期に顕在化するよりも、長期の問題と思われてきたためリスクとして強く認識されてこなかった。ヘッジファンドが幾度も日本国債の売りを仕掛けたがこれまでのところ成功していない。これまでのデフレの継続は居心地のよいゆるま湯という面があり、デフレ、貸出難からの銀行の貸出・預金比率の低下が、国債の国内消化円滑化の循環をもたらし、低金利とともに危機発生の先送りをしてきたとみられる（土屋,2011）。1999年来GDPデフレーターが17%も下落するような15年間のデフレから脱却すべく打ち出された安倍政権のインフレ目標と大規模な金融緩和(第1の矢)は、機動的な財政出動(第2の矢)とあいまって、短期的にみると、資産価格の上昇と円安

を誘発し、企業収益の改善と一部ながら賃金の上昇、消費マインドの改善をもたらし、成功したといえる。IMF もこれを評価し、米国でもこれまでのところはポジティブな評価が多い。しかし、アベノミクスは実質成長とインフレにより、名目 GDP の上昇を狙いつつも、金利の上昇が伴うという諸刃の刃である。一般論として、金利と成長の差のダイナミクスが有利に展開されることが中長期の財政持続性に不可欠である (IMF,2013c)。成長戦略 (第 3 の矢) に成果がなく、また財政の持続性の信任を失えば国債利回りは急騰し、国債と日本株は海外から売られ、危機はいつでも発生しうることはこれまでも指摘されてきた (須田,2011 : 山崎,2010)。IMF は日本の財政の持続性については、2015 年までに消費税を 10%に引き上げても、2020 年に向けた中長期の債務の持続性確保のために早急に次の対策を決定すべきとし (IMF, 2012b:2013abc)²、また、金融セクターについては、2011 年に預金の 24%を占める国債保有残高が 2017 年には 30%に上昇するとし、国債金利上昇と金融機関の経営悪化の連鎖を懸念して警鐘を鳴らしている (IMF,2012b)。

世界経済を概観すると、2013 年 4 月の IMF の定期出版物では (IMF,2013ab)、欧州経済の小康により短期のリスクは減じたが、中期的なリスクは高いままであると指摘している。なお、そのなかに日本を含め地域をまたがる問題として、現在の超金融緩和の出口戦略が短期政策金利の上昇だけではなく、国債利回りの急騰や新興国からの資金の引き上げをもたらし、金融市場の安定を損なうリスクが指摘されている (IMF,2013b)。

地政学的リスクは世界経済見通しの際に、エコノミストから敬遠される傾向があるが、イランの原発製造疑惑に絡む、イスラエルのイラン空爆のリスクは、米国のイスラエルに対する自重を求める説得が奏功しているとみられる³。朝鮮半島をめぐる緊張は、韓国内には冷静な見方も多いと報じられているが、もし北朝鮮の指導者が合理性を欠いているとすれば全く予測不能である。

以下の表 1 は大いなる不安定・リスク要因のインパクト(強度)と可能性(確率・頻度)を表に例示して纏めたものである。その元となった表は 5 月初旬にある金融機関の一ユニットの経営諮問会議において提示したものであるが、同様な強度と確率を示した表は、世界の

² 2013 年 5 月にヒアリングした IMF 財政局次長ガーソン氏は、まず中期の財政健全化の計画を立て、そのなかで景気が落ち込めば、緊縮財政を一時的にゆるめるのはいいが、日本については、中長期計画ができていないうちに将来、財政をゆるめるのはいかなものかとしていた。コロンビア大のパトリック教授はデフレ克服は急務だが、2 年で CPI を無理に 2%上げる必要はない、増税は消費税に偏らず課税ベースを広げるべきである、成長戦略・労働市場改革により非正規を含め労働生産性を向上させ、完全雇用成長経路を維持することが財政健全化において肝要としていた。

³ 2013 年 5 月ワシントンにて元国務省高官・ジョータウン大学教授のカーター氏から聴取した。

大手金融機関がメンバーとなっている国際金融協会（IIF）も最近作成している。ただし、その対象は短期のリスクに限っており、会員限定配布の2013年4月号ではリスク・イベントは尖閣列島問題を含め細かく10項目に渡っている。大いなる不安定の時代には、こうしたその時々リスク要因を認識し、必要に応じて強度・頻度を評価し、これを想定して備えることが肝要である。

表1 大いなる不安定要因の強度と頻度

| 主要な不安定・リスク要因 | 想定される出来事 | 強度・インパクト (先進国経済全体への影響) | 確率・頻度 | | | コメント |
|--------------|------------------------------------|------------------------------------|--------------------------|----------------|----------------|--|
| | | | 短期 ～2013年 | 中期 ～2015年 | 長期 ～2020年 | |
| ユーロ危機 | ユーロの離脱国による危機、またはスペイン、伊の国債利回りの急騰 | 5とても強い(先進国のリセッション) | 2(低い: 2%以下) | 3(やや高い: 2-10%) | 3(やや高い: 2-10%) | 金融指標が大きく改善するも25%超の失業に社会がもつか。 |
| 米財政の持続性への疑問 | 財政の崖解消、歳出強制削減発動するも中長期の財政持続性への疑問 | 5とても強い(先進国リセッション: ドルの信認危機) | 1(低い: 1%以下) | 2(低い: 2%以下) | 2(低い: 2以下) | IMFは日米の長期財政リスクを並列しているが、米国では野党共和党は均衡財政主義 |
| 中国ハードランディング | 5%程度への成長減速が早まる | 4やや強い(先進国成長低下) | 1(とても低い: 1%以下) | 2(低い: 2%以下) | 4(高い: 10-25%) | 中期的に6-7%への成長減速はありうる。 |
| 日本の財政危機 | アベノミクスは短期的に成功するも、中長期的に日本の財政への信認が低下 | 4-5(強いないしとても強い(先進国はゼロ成長ないしリセッション)) | 1(とても低い: 1%以下でほとんど無視できる) | 2(低い: 2%以下) | 3(やや高い: 2-10%) | 英国は18-19世紀の産業革命により現在の日本並みの公的債務状況から脱出した。日本の成否も成長如何。 |
| イラン問題 | イスラエルのイラン爆撃 | 4強い(先進国ゼロ成長) | 2(低い: 2%以下) | 4(高い: 10-25%) | 4(高い: 10-25%) | 当面は米国のイスラエルの自重説得が奏功 |
| 朝鮮半島緊張 | 武力衝突で米軍が関与 | 5とても強い(先進国のリセッション) | 2(低い: 2%以下) | 3(やや高い: 2-10%) | 3(やや高い: 2-10%) | 国境紛争が米国の全面関与につながる可能性あり |

出所 著者作成

強度: 5とても強い=先進国マイナス成長、4強い=先進国成長ゼロ、3やや強い=先進国大きく成長減速
 頻度: 5とても高い=25%以上、4高い=10-25%、3やや高い=2-10%、2低い=2%以下、1とても低い=1%以下、X=予測不能

3. ユーロ危機の真相

(1) 総論: 長引く危機対応

ユーロ危機はこれまでのアジア危機等の新興国の通貨危機と異なり、制度設計の欠陥が

露呈していて、その問題解決は一筋縄ではいかない。そもそも政治統合を伴わない通貨統合には無理があると言われてきたが、通貨統合の青写真段階から、主権放棄受容の独とこれに反発の仏の対立は際立っていた（ティートマイヤー,2007）。しかし、なし崩しの、段階的に、財政支援、銀行統合の動きがでてきた。さらに、2012年6月のEU首脳会議で今後10年の統合深化の工程表作成の合意もできた。ただし、こうした制度設計の再構築は市場の危機に押されて政治的妥協をしてきたので、時間がかかり、市場が小康を取り戻すと、根本的解決策は先延ばしされてきた。昨今の状況は市場の改善により統合の動きが後退する傾向が目立っている。

(2) 外部環境の問題：大津波の襲来

1999年のユーロの誕生の当初には、2000年に米国ITバブルの崩壊の余波があり、ユーロ圏の経済は初期に低成長を甘受したが、設立以来10年間は比較的順調であった。

ユーロの制度的欠陥は、支援を要請した国の固有の要因(財政規律の欠如、低生産性、金融セクターへの過度の依存、住宅バブルの発生)により露呈した面もあるが、米国発金融危機の余波が大きかったことから、金融セクターが直接損害を蒙り、経済活動が大きく落ち込み、財政赤字が拡大したことにより顕在化したとみられる。いわば、5メートルの津波ではなく15メートルの津波を受け、ユーロ圏は2009年には▲4.4%のマイナス成長となり、グロスの一般政府債務GDP比率が2007年71.9%から2012年に100.6%と約30%増加した(OECD,2012)。なお、ユーロ圏は2010年、2011年にはそれぞれ1.9%と1.4%のプラス成長となったが、2012年には0.6%のマイナス成長となり、2013年も0.3-0.5%程度のマイナス成長になるとIMF,EU委員会は予想している。こうしたなかで失業率が増加し続け、2013年3月には最悪の12.1%となっている(スペイン26.7%、ギリシャは27.2%)。

(3) 制度設計の問題：自国通貨と最後の貸手機能喪失、財政統合欠如

① 為替調整による危機打開の道が閉ざされてきた。

ギリシャをはじめ市場で国債を発行できなくなった国は、自国通貨を喪失したため、自国通貨の切り下げによる経済調整ができず、必要な調整を緊縮財政と労働コストの削減によって果たすしかない。調整には長い時間を要する。またユーロからの離脱の手続きがないため、そのインパクトは計り知れず、ギリシャについては初年でGDPの40-50%に上

るといわれ⁴、そうした選択肢は急進的な政党でない限り、事実上閉じられてきた。

② 支援の枠組みがなかった。

ユーロ危機が起こるとは想定されていなかったため危機に瀕したギリシャに対して、支援策がすぐには用意されず、対応が後手になった。当初 2010 年 4 月に 300 億ユーロの支援が決定されたが、市場はパニックとなった。同年 5 月には当初 EU 内で抵抗感のあった IMF を含め(藤井、2010)、EU と IMF による 1100 億ドルの支援策が決定され、総額 7500 億ユーロの緊急融資制度が創設された(欧州金融安定ファシリティー (EFSF) が 5000 億ユーロ、IMF が 2500 億ユーロを負担)。

③ 各国に最後の貸手機能がなくなった。

中央銀行は通貨供給ができず最後の貸手機能が不在のため、銀行救済と国債購入は、ECB に依存せざるを得なくなった。

④ 統一的な銀行監督等が欠如していた。

金融政策は一本化され、それ自体に問題(みずほ総合研究所,2010)があったが、統一的な銀行監督、破綻処置、預金保険制度は完備しておらず、2012 年になるとギリシャやスペインの銀行からの預金の引き出しが大きな問題となった。

⑤ 財政・金融統合が欠如していた。

これらの問題はより大きく捉えると、ユーロは通貨・金融統合を果たしたが、財政統合、政治統合を果たしていなかったことによる問題である。そもそもユーロ導入に際して、連帯保証や、ユーロ共通債が実現していれば、ギリシャ危機は、ユーロ圏内の一地方の問題で留まったかもしれない。

(4) 政策対応の問題：後手・小出しと緊縮一辺倒

① ギリシャ危機から一貫して政策対応は後手、小出しに終始した。大仕掛け (**grand bargain**) を期待する仏サルコジ前大統領とこれを嫌う独メルケル首相の立場がしばしば衝突した。その背景にあるのが、ユーロイズムの欠如であるといわれ、政治的に可能な対策に終始した。また、財政赤字を粉飾し(2009 年 10 月の政権交代で 2009 年の財政赤字見通しは GDP 比 3.7%から 12.5%に増加)、汚職と脱税が蔓延し、公務員天国といわれ、高い賃上げをむさぼっていたギリシャ(有田,2011：白井,2010)の支援に対して税金を投

⁴ Economist 誌 2011 年 9 月 17-23 日号は、How to save euro の特集を組み、ユーロ解消のコストについての UBS の試算を紹介している。ドイツについては初年で GDP の 20-25%としている。

入することについて、賃上げを抑制してきたドイツや北欧州の世論は冷たかった。

② 政策対応の失敗としては、ギリシャ政府の債務の軽減に民間負担を求めたことであり、ユーロの安全神話はいっきに崩壊した。2010年10月に独メルケル首相が仏サルコジ大統領をねじ込んだといわれるドービル合意の結果である。仮に民間負担が不可避であったという立場をとるにせよ、タイミングがまずかったと言われる。また、ギリシャの支援プログラムは当初から実現可能性に無理があり、債務の持続可能性が疑われてきた。民間債権者に負担を求めることにより、この問題はかなり解決したが、欧州の公的機関の債権者の負担については先送りとなっている。さらに2013年4月のキプロス支援では、銀行の大口預金に対して負担を求めたことは、周辺国の銀行や弱い銀行の資金調達コストを上昇させ、禍根を残している。また、次の危機が起こった場合に銀行預金の流失が止まらなくなる恐れが懸念されている。

③ 支援を受けた国には、緊縮財政 (Austerity) 一辺倒で成長が軽視されてきた。このため緊縮財政がマイナス成長をもたらし、税収減少、財政赤字拡大の負の連鎖をもたらした。

4. ユーロ危機に対する最近の対応策と評価

(1) 対応策

2011年12月以降、とりわけ、2012年6月あたりから政策面や制度設計面で大きな前進が見られた。

2011年11月にECB総裁に就任したドラギ総裁は、伊の国債利回りが7%台の危機ラインに突入するなか2011年12月以降、1兆ユーロの3年中期資金を銀行に提供して市場を鎮めた。2012年1月以降2012年4月にかけて、市場のセンチメントが改善し、世界で株価が大きく回復した。3月には第2次ギリシャ支援策もまとまった。しかし、5月のギリシャの選挙で緊縮財政を支持する連立与党が組閣できず、6月の再選挙を前にして、ギリシャのユーロからの離脱 (Grexit) の可能性が現実味を帯び、センチメントが悪化した。さらに、大国スペインの銀行救済が新たな問題として浮上した (以下の第7章参照)。

2012年6月のギリシャの再選挙で緊縮派が勝利し、同年6月末のEU首脳会議で、恒常的欧州安定メカニズム (ESM) の設置と ESM による銀行への直接的資本注入の道が開かれた。(その後 ESM は10月に5000億ユーロで発足した。) また、統一的な銀行監督について合意がなされた。

2012年7月には、ドラギ ECB 総裁は、ユーロを守るためにはあらゆる手段を講ずると誓約したのち、2012年9月にはESMの支援を前提としながら、無制限の国債購入プログラム(OMT)を発表し、かつて危機ラインにあったスペイン、イタリアの国債利回りはそれぞれ5%台なかば、4%台なかばまで低下した。(さらに2013年5月にはともに4%台の水準となっている。)

2012年11月、緊縮策がギリシャ議会で承認され、さらに、ギリシャの債務GDP比率を2020年までに124%まで削減するための一部公的債務削減がIMF、EU、ECBのトロイカにより合意され、2013年3月までのギリシャ支援が継続されることとなった。市場ではギリシャのユーロからの離脱は当面なくなったという安堵が広がった(以下の第7章参照)。2012年12月のEU蔵相会議は、ギリシャの支援の継続を正式に承認するとともに、各国が手がけてきた銀行監督を大銀行150行について、2014年3月にもECBに移管することで合意した。

(2) 評価

以上の政策対応を振り返ると、ECB総裁マリオ・ドラギ氏の銀行に対する積極果敢な流動性供給と無制限の国債購入プログラムによって、市場は安堵して、小康を保っているという面が強い。マリオマジックといわれ、2012年12月14日Financial TimesのPerson of the Yearに選ばれた人物がECB総裁になったことにより、ユーロ圏は助けられたといえる。同氏は、後は政治家が大胆な措置をとるべきだと主張し続けている。

その際、問題となるのが、独のメルケル首相の動向である。欧州最強の政治家といわれる同氏は、科学者で、慎重な性格であるうえ、非常に保守的なブンデスバンク・バイトマン総裁、大物政治家ショーブル蔵相に対処する必要があった。また、もともとギリシャ救済に対する独国内の支持は乏しかった。このためユーロ危機の深刻化するなかで、後手、小出しのそしりをしばしば受けていた。しかし、ギリシャがユーロから離脱することによる負担は独にとってもあまりに大きいことから、少しずつ現実的な対応をとりつつある。特に、2012年9月のECBの国債買入れプログラムについては、ブンデスバンクの反対を差し置いてドラギ総裁を支持したこと、2010年10月にアテネを訪問し、サマラス首相にユーロ圏に留まるようエールを送ったことは重要である。ただし、独は2013年9月に総選挙を控えており、それまでの間、大きな措置は採れず、ギリシャの抜本的な公的債務削減は行われぬ。2012年12月のEU蔵相会議の決定を受けて、統一的銀行監督が2014

年3月に動き出すこととなったが、銀行同盟の第2・第3のステップである銀行破綻処理や預金保護制度についてはドイツがブレーキをかけており⁵、また、スペインとアイルランドに対して期待されたESMによる銀行への直接的資本注入は期待すべくもない。

5. ユーロ危機の今後

(1) ギリシャの調整プログラムの成功

ギリシャがドラクマを失ったことは、調整の時間を長引かせている。アジア危機においては、タイ、インドネシアの例では為替はそれぞれ40%、80%下落し、GDPは危機発生の翌年の1998年には10%台の減少となったが、翌1999年には反転をはじめ、3-4年で危機前のピークを回復している。これに反し、ギリシャでは実質GDPは2008年以降マイナス成長となり、2012年までに累積で20%近く低下し、4-5%減の2013年の予想を含め、6年間連続でマイナス成長である。他のユーロ圏の危機下の国では実質GDPの低下は累積で7%以内に留まっているのと好対照である(表2参照)。失業率は世界大恐慌当時の25%を超えており、さらに30%に近づくとされている。賃金カットにより、独自の競争力格差が縮小し、経常収支も改善傾向にあり、さらに、資金の海外流失も止まり、ギリシャの離脱がないとみてギリシャ国債を購入したヘッジファンドが500百万ドルの収益を上げたと報じられるなどのプラスの材料も出てきたが、ギリシャが社会的・政治的に持つかが懸念されている。

ギリシャは2012年3月の第2次支援で、民間保有債権の53.5%を削減し、2012年11月の支援・債務合意で金利等の一部公的債務削減を認められたが、それでも、債務のGDP比率は2020年に124%までしか削減されず、より本格的な公的債務削減が必要とみられる。独はさらなる対ギリシャの公的債務削減は2014年以降に検討するとみられるが、それまでの間、ギリシャがオフトラックしないことが前提である。

(2) 欧州の財政再建と調整努力

欧州が緊縮財政一辺倒になっている問題が、ギリシャをはじめ、周辺国と南欧諸国の財政再建努力を困難にしている。2012年1月のEU首脳会議で、財政赤字を原則ゼロにする「均衡財政」を義務づける新条約に合意した。これは、実施は延期されたが、GDP比で

⁵ 2012年12月5日 Financial Times は Germany puts brakes on banking union plan の記事を1面で掲載した。

財政赤字を3%以内に収めるとする現在の安定・成長協定より厳格なルール導入である。

IMFは28カ国について金融危機後の財政の乗数効果について考察したところ、経済が低迷し、金融政策がゼロ金利の制約を受け、数多くの国が同時に緊縮財政を採択するもとは緊縮財政の負の乗数効果は体系的に過小評価されていたとしている。経済見通しの想定が0.5であったのに対して、現実には0.9か1.7であったかもしれないとしている(IMF,2012a)。このため、EUに対しては、過渡の緊縮財政を戒めてきた⁶。なお、Eichengreen(2012)は「IMFの分析結果をみて、EUの関係者は激怒したといわれるが、1930年代の状況を踏まえて考察すると乗数は2.5にも達し、IMFの推計は保守的であり、乗数は1.6のレンジである」としている。また、グルーグマン(2012)もEUの緊縮策に批判的である。

表2. ユーロ圏主要国と危機国の経済指標

| 年 | 成長率 (IMF,2013a) | | | | 実質GDP* | 経常収支(対GDP比) (IMF,2013a) | | 失業率 (OECD, 2012) | 一般政府債務対GDP比率 (OECD,2012) | | |
|------|-----------------|------|------|------|--------|-------------------------|------|------------------|--------------------------|-------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | | 2012 | 2013 | | 2007 | 2012 | 2014 |
| ユーロ圏 | 1.4 | ▲0.6 | ▲0.3 | 1.1 | 99.0 | 1.2 | 2.3 | 11.9 | 71.9 | 100.6 | 103.4 |
| 独 | 3.1 | 0.9 | 0.6 | 1.5 | 103.5 | 7.0 | 6.1 | 5.5 | 65.6 | 87.6 | 85.1 |
| 仏 | 1.7 | 0 | ▲0.1 | 0.9 | 100.2 | ▲2.4 | ▲1.3 | 10.7 | 73.0 | 105.1 | 109.7 |
| 伊 | 0.4 | ▲2.4 | ▲1.5 | 0.5 | 93.2 | ▲0.5 | 0.3 | 11.4 | 112.4 | 127.0 | 131.4 |
| 西 | 0.4 | ▲1.4 | ▲1.6 | 0.7 | 95.8 | ▲1.1 | 1.1 | 26.9 | 42.4 | 93.8 | 105.3 |
| ギリ | ▲6.9 | ▲6.4 | ▲4.2 | 0.6 | 81.5 | ▲2.9 | ▲0.3 | 26.7 | 115.2 | 181.3 | 199.9 |
| ポル | ▲1.7 | ▲3.2 | ▲2.3 | 0.6 | 93.9 | ▲1.5 | 0.1 | 16.9 | 75.5 | 125.6 | 134.6 |
| アイ | 1.4 | 0.9 | 1.1 | 2.2 | 93.4 | 4.9 | 3.4 | 14.7 | 28.7 | 123.2 | 127.7 |
| 参考 | | | | | | | | | | | |
| 米国 | 1.8 | 2.2 | 1.9 | 3.0 | 102.9 | ▲3.0 | ▲2.9 | 7.8 | 66.5 | 109.8 | 114.1 |
| 日本 | ▲0.6 | 2.0 | 1.6 | 1.4 | 99.3 | 1.0 | 1.2 | 4.4 | 162.4 | 214.3 | 230.0 |

出所 IMFとOECD統計より作成

*2012年の実質GDP(2007年=100)は年々の成長率をかけて試算したもの。ギリシャ、ポルトガル、アイルランドは表では省略表記した。

6. NYの金融機関とワシントンのIMF等の見方の流れ

筆者は年2回NYとワシントンでユーロ危機を中心にヒアリングをしてきた。2011年11月には、イタリアの10年国債利回りが7%台となり、NYの金融機関関係者は事態を深

⁶ 2012年10月IMF東京総会時のセミナーでIMFラガルト専務理事と独ショーブレ蔵相がこの点で激しく論争した。

刻にみていたが、将来の基本シナリオとしては、EU はいずれ抜本的な対策を講ずるであろうと期待し（これはドラギの施策と 2012 年 6 月の EU 首脳会議の決定によりかなり実現したとみられる）、それでも 2012 年には欧州は軽いリセッションに落ち込むとし、下方シナリオとしては、EU が政策対応を遅らせれば、深い景気後退に陥り、日米もマイナス成長に引きずるといったものであった。

以下 2012 年以降のヒアリングについてやや詳しく述べたい（面談先リスクは表 3）。

(1) 2012 年 5 月時点

2012 年 5 月の訪問の際には、6 月のギリシャの再選挙を前にして、金融機関関係者の多くが、ギリシャのユーロからの離脱は時間の問題であるとして基本シナリオに織り込み、さらに、より可能性は低いがユーロの崩壊も想定した対応をしようとしていた。例えば、シティバンクは 5 月 27 日の顧客向けペーパーで今後 18 ヶ月内にギリシャのユーロ離脱が起こる可能性を 50 から 75%としていた。しかもその後 90%に高めた。大和証券はロンドンの見方として 40%としていた。控えめな言い方をするところもギリシャ離脱やユーロの分断を想定していた。米系ファンドでは臨戦体勢という観があった。とくに、ギリシャとスペインの銀行からの預金の引き出しは事態を一層悪させると懸念されていた。また、ギリシャの離脱自体のインパクトは限られているにせよ、危機がスペイン、イタリアへ波及すると状況はかなり深刻であるとの懸念があり、最大の論点は EU がスペインをコントロール下におくことができるかどうかと点であった（JCF,Oros 氏、HA,Kos 氏）。

なお、ギリシャの離脱があるとしても、欧州はギリシャ離脱への対応ができていないので、EU 全体にとって出来るだけは遅い方がはまし、とする見解が多かった(Daiwa, Moran 氏、IIF,Suttle 氏)。

政策面では、「欧州には 米独立戦争直後の北部の州債のデフォルト危機を救った初代財務長官ハミルトンのような政治家がいない。ドイツ国内には、欧州の弱い国を長期間支援するコンセンサスはない」（Goshen,Burn 氏）。「市場のセンチメントの悪化は、政治家の対応のスピードよりも早く、危険な状況である」（IMF,Jones 氏）。「欧州は名目的な緊縮財政にこだわりすぎた」（IIF,Suttle 氏）などの意見が聞かれた。

(2) 2012 年 11 月時点

しかし、2012 年 11 月の出張の際には、大勢は ECB の対応やギリシャの債務削減を含む合意（11 月 26 日）により、近い将来のギリシャの離脱の可能性は遠のいたとして安堵感が漂っていた。また、リーマン・ショックのような金融危機も、ECB の対応により大手

バンクが突然破綻するというような事態がなくなり、当面ないとみている。

これは、ECB の対応に加え、IMF の当局者が語ったように、「ギリシャをユーロに残そうとする独や EU 内の意思は固い」こと、「アジア危機のときよりも厳しい調整プログラムを課せられているギリシャの政権に対してそれなりの評価が得られている」ことが鍵であろう。ただし、2013 年 9 月のドイツの総選挙までは独は大胆な政策は採れないであろうという共通の認識があった。したがって、銀行同盟の検討も実質的には進展しないとみられていた。また、ギリシャの公的債務の一層の削減についても、「ドイツのなかには IMF の立場を支持する意見は多いが、今の連立内閣ではこれができず、2013 年 9 月のドイツ総選挙まで待たなければならない」(IMF,Lipton 氏)とするものであった。ECB の対応とギリシャ債務合意により、2013 年秋まで時間かせぎの可能性が開けたとする評価もあったが⁷「ドイツはギリシャの離脱を避けるギリギリのことだけをしており、ギリシャの緊縮策は国内需要の減少と高い失業率の代価を伴っていて、政治的にこの状況が継続できるか疑問」(HA,Kos 氏)とする見解はかなり見られた⁸。シティバンクでは、依然として、18 ヶ月以内のギリシャ離脱の可能性を 60%としていた⁹ (Citi, 2012)。

また、ギリシャが債務の持続性を回復し、市場に戻るには、元本を含む本格的な公的債務削減をして、政府債務 GDP 比率を 120%台でなく 50-60%にしないといけないという指摘があり (IIF, Suttle 氏)、また、IMF 当局者もギリシャは財政面での調整努力はしているが、構造改革が進んでいないので、今のままでは、とても、巨額の債務は返済できないとみている。他方、今後はギリシャよりもスペインに注視すべきという指摘があり、(HA, Kos 氏)、その EU への財政支援要請のタイミングに注目していた (IIF,Suttle 氏)。

また、欧州は小康状態になったかもしれないが、2013 年以降非常に低迷するだろうという見方が一般的であった。「欧州は失われた 10 年になる」(IMF,Shinohara 氏)「欧州はコア諸国を含めて成長しなくなる」(IIF, Suttle 氏)「欧州には成長の源泉がない。ギリシャの成長のために充てる財源もない」(IMF,Lipton 氏) などである。

⁷ Lipton 氏は、IMF はギリシャの債務が持続可能となるようドイツにハードネゴをした。(不完全ながら) 今回の債務合意でギリシャが生き残るチャンスを与えた。ギリシャが耐えられるかは、白黒で論じられない、と述べていた。

⁸ 2012 年 12 月 21-23 日 WSJ は Struggle Mount for Greeks As Economy Faces Winter という 2 頁(12-13) にわたる特集記事を組み、年金を 3 分の 1 削減され月約 11 万円(相当)となった年金生活者が 11 人の家族を養っているうえに固定資産税が増税となり、多くの家族が暖房なしに毛布で冬を過ごすという状況を記述している。

⁹ シティバンクは 2013 年 4 月の世界経済見通しでもギリシャがユーロから離脱する可能性を指摘している。これはユーロ圏が 2014 年もマイナス成長となり、ギリシャの財政の持続性回復がドイツが抵抗している公的債務削減をしなければ実現しないとみているためである。

ただし、欧州が低位のままで、小康状態であり続ける保証もないという指摘もあった。「市場関係者は、当面大きな問題とならなければ、ユーロの問題を話題にすることに疲れしており、その他の問題に焦点を当て始めているが、ユーロ圏の基本的問題は未解決である。」(SMBC, Takashima 氏)。「市場でのひとつの共通のスタンスは、しばらくの間はユーロ以外の問題を注視していくが、もし、ユーロの問題が持続可能でなくなれば、この問題に立ち返ろうと準備しておくというものである」(IMF, Dattels 氏)。「超金融緩和のもとでは市場のボラティリティを示す指標 (VIX など) が動かないことに注意する必要がある。本来のボラティリティはもっと高い」(HA, Kos 氏) などである。

(3) 2013年5月時点

なお、2013年5月にも出張の機会があり、その際には、ユーロの問題、当面の米経済動向、さらには米国からもみたアベノミクスの評価についてヒアリングを行った。ユーロ問題について纏めると、国債利回りが伊、アイルランドについては4%を切り、ギリシャについても1桁になり、ユーロの崩壊のテールリスクは無くなった、あるいは、かなり少なくなったという見方でほぼ統一されていた。その反面、ユーロ圏は財政赤字のGDP比3%以内の目標達成をいくつかの国に2年延ばしにするなど、緊縮のペースが幾分弱まり、2014年には多少のプラス成長に戻るが、大量の失業により潜在成長率が大きく低下し、銀行が脆弱になっているので、低迷を続けるという見解が多かった。スペイン、伊、仏も要警戒とする見方も目立った (Agricole, Carey)。また、これだけ高い失業が続くユーロ圏の問題国が、今後政治・社会的に持ちこたえられるのか (IIF, Suttle) という指摘や「欧州はテールリスクであるが、発生すれば大きなインパクトがあり、依然として最大のリスク」 (Moody's, Oosterveld) との発言があった。また、2012年11月のギリシャ支援のときには、前向きであった独が、2013年3月のキプロス支援では銀行預金者に負担を求めるなど後ろ向きになり、2013年9月の総選挙を控え、銀行同盟のうちの破綻処理と預金保険制度についてもそのスタンスがさらに後退したとの懸念が聞かれた (IIF, Hadjimichael)。

7. 企業の対応策

なお、2012年5月と11月のヒアリングの際に、危機の評価とともに、金融機関、企業の対応策について、モニタリングすると、こうした危機感からしっかりとした対応策を講じ

表3. ニューヨークとワシントンの面談先リスト (○は訪問を示す)

| ニューヨーク (2012年、2013年) | | | | ワシントン (2012年、2013年) | | | |
|--|-----------|-----|-----------|--|-----------|-----|-----------|
| 面会先 | 12年 5月 | 11月 | 13年 5月 | 面会先 | 12年 5月 | 11月 | 13年 5月 |
| Hamiltonian Associates, (HA) (投資アドバイザー) MD Mr. Dino Kos | ○ | ○ | ○ | IMF First DMD Dr. David Lipton, | | ○ | |
| JC Flowers & Co. (Private Equity) Mr. John Oros | ○ | | | IMF DMD Mr. Naoyuki Shinohara | | ○ | |
| Goshen Investments (Hedge Fund) MD Mr. Burn | ○ | | | IMF Ass Director, Monetary & Capital Markets Dept., Mr. P. Dattels | | ○ | ○ |
| WRA Investment(Hedge Fund) Managing Partner, Mr. W. Araskog | | | ○ | IMF Advisor, Monetary & Capital Markets Dept., Mr. M. Jones | ○ | ○ | ○ |
| Daiwa Capital Markets America Chief Economist, Mr. Moran | ○ | ○ | ○ | IMF Deputy Division Chief, MCM Dept. Mr. W.C. Walker | ○ | ○ | ○ |
| Daiwa Capital Markets America Chairman Mr. Urata(浦田会長) | ○ | ○ | | IMF Deputy Director, Fiscal Affairs Dept., Mr. P Gerson | | | ○ |
| Daiwa Capital Markets America CEO Mr. Sawano \$ Chairpeson, Ms. Tashiro | | | ○ | IMF, Adviser, Europe Dept., , Mr. Yoshida | ○ | ○ | |
| Credit Agricole Americas, Chief Economist-N America, Mr. Carey | | | ○ | IMF ED for Japan, Mr. Monma (門間日本代表理事) | | ○ | |
| MUFG, CEO US Mr. Tanaka (田中副社長) | ○ | | | IMF (野村日本代表理事室審議役) | | | ○ |
| SMBC, CEO, America Division Mr. Takashima(高島米州本部長) | ○ | ○ | | IMF. Assistant Director, Asian Dept. Mr. Sumi | | ○ | ○ |
| Moody's Investors Service, MD, Head of Sovereign Risk Group, Mr. Oosterveld | | | ○ | IIF DMD, Chief Economist Dr. Philip Suttle | ○ | ○ | ○ |
| Citi, MD Risk Management Mr. Jotaro Hamada | ○ | | ○ | IIF Deputy Director, Global Macroeconomic Analysis, Mr. Huefner | | | ○ |
| Columbia Business School, Center on Japan, Prof. Hugh Patrick | | | ○ | IIF Director, Emerging Market Policy. Mr. Mikis Hadjimichael (電話会議) | | | ○ |
| Citi, MD Emerging Economy, Mr. Wendy Wolfsoni | | ○ | | DC Lawyer, Mr. Hager | | ○ | |
| MOF NY Mr. Izumi (泉領事) | ○ | | ○ | 国際金融情報センターワシントン代表 Mr. Toyoda (豊田代表) | ○ | ○ | ○ |

るべきとするところが多かった。2012年5月に比較して、11月以降には市場は小康を取り戻したが、対応策の枠組みは変わらないであろう。これらは金融機関が中心であるが製造業においてもある程度参考になるであろう（非金融機関の対応策は今後の研究の課題である。）

1) 下方リスクとともに上方リスクの両にらみが必要である。とりわけ 2015年までの短期・中期で見た場合には、米国経済の底固い回復、日本でのアベノミクス、欧州での緊縮財政の緩みから上方リスク（経済が予想以上に好転する場合の機会喪失）の出現の可能性

はかなり高い。おそらく、上方リスクは下方リスクよりも高いであろう。

2) しかし、同時に基本シナリオを下回る下方リスクとして欧州のリセッションの持続 (great recession in Europe) を想定すべきである。少なくとも数年にわたり、ユーロ圏は全体として成長がないことも想定してビジネス計画を立てるべきであろう。

3) また、2015年までの中期ではギリシャの離脱や相当程度の欧州の混乱もある程度想定しておくべきであろう。なお、IMFは2013年の先進国のリセッションの可能性を2012年4月時点では4%、2012年10月時点で17%に増加させ、2013年4月時点では2%に下げている。2014年については、IMF(2013b)は先進国のリセッションの可能性を8%以下としているが、ユーロ圏のリセッションが継続する可能性を50%程度としている。上記で考察したように、IMFの見通しは過去4年半に、下方修正から上方修正、さらに下方修正に転じ、世界経済の変化の方向を一貫して過小評価する結果になっているが、世界経済の踊り場的な状況の今日、最近のIMF見通しに沿って、中期的に相当程度の欧州の混乱の可能性を2-10%程度とすることも現実的であろう。その際、以下についても検討が必要である。

—ユーロ表示リスク (ユーロからの離脱・ユーロ崩壊リスク) に備え、ユーロ圏内の資産と債務を一国内でバランスさせるよう ALM を考える

—ユーロ圏内の銀行についてはカウンターパーティーリスクに留意する。

—長めの流動性の確保 (外貨の長期ファンディング)、間接金融の維持に配慮する。

4) リーマン・ショックのような市場の動揺の再来も信頼区間内のリスクとして想定するか否か、検討すべきであろう。つまり予想最大損失 (ハリントン, 2005) とするか否かである。あるいは想定外を想定するかである (畑村, 2011)。当面は大きな金融のショックはないとの見方が大勢となっているが、地政学的リスクも含め、複合的な要因が重なり、起こりうる可能性は1%未満とは言い切れないであろう。

5) より問題の少ない地域、成長ゾーンでの活動への経営資源の投入を加速する。

—北米、南米、アジア、アフリカ。

8. 最後に：企業の対応策の必要性

以上により、ユーロ危機を中心に考察したが、先進国が大いなる不安定な時代を迎えた可能性が依然としてかなりあるといわざるを得ない。最後にその理由を振り返る。

1) 先進国の政府債務 GDP 比率が米国発の金融危機により、平均で 30%強増加し、2012 年には 100%を超えている。然るに独を除くと将来に向けて上昇し続ける見込みである。過去 100 年の歴史のなかで公的債務 GDP 比率が 100%を超えた 26 事例について行った上記の IMF の分析のように、100%は歴史的に警戒を要する水準といえる。(これからすると日本は論外ということになる。) こうした先進国の財政ポジションの悪化は第 1 章で概観したように、50 年周期で起こる現象なのか、たまたま米、欧という二つの経済圏が起こした危機による偶発的な出来事であるかは未だにはっきりしない。一方、世界的な人口構成の高齢化のなかで、年金、社会福祉・医療問題を放置すれば、財政の負担と赤字は増加の一途である。ほぼ、すべての先進国で成長を維持しながら、財政の健全化と持続性の確保が必要であり、中長期の財政持続性を確保しつつ短期の景気循環のなかでの機動的財政運営と両立させることが求められる。つまり、アクセルとブレーキの組み合わせが非常に微妙な問題となっている。現在の IMF の処方箋は短期的には、米と欧州は緊縮財政のペースを弱めるべきであり、中長期的には、米と日本については年金・医療改革を含む中期の財政計画をしっかりと確立すべきであるとする。

2) さらに、欠陥のある制度設計とその再構築の遅れにより、欧州は失われた 10 年に突入する可能性が高い。2012 年 10 月の IMF 東京総会の後、多少、緊縮財政一辺倒を改める動きもみられるが、これまでの過度な緊縮によるマイナス成長が財政危機を悪化させている。欧州も成長を確保しなければ、小康状態になっているユーロ危機が再燃してもおかしくない。少なくとも、外からのショックに対する抵抗力が著しく減じている。

3) 上記 1) の財政ポジション悪化を受けて、先進国では、金融政策がほぼすべて量的緩和を伴う超緩和になっている。2013 年 4 月には日本もこの戦列に本格的に参加した。このため、欧州、新興国を含め国債利回りが低下し、株や格付けの低いジャンク債を含めリスク資産の価格が上昇している。しかし、米国を先頭にして量的緩和策からの出口戦略が必要になったときには、金融市場に少なからぬインパクトが及ぶと懸念されている。マネタリーベースの増加は、将来のインフレリスクを増すとともに (ウィドマー,2012)、将来の危機に対する市場シグナルを遅れさせる傾向にある。このため出口戦略後は過小評価されていたリスクが顕在化しやすくなる。

4) こうしたこれまではなかった財政措置・金融政策を受けて、政策リスクが増加していて先々が余計読みづらくなっている。これは先手を打った政策へのコンセンサス形成が困難という面と、金融・財政政策の舵取りそのものが、海図のない航海であり難しいとい

う面がある。IMFでも2014年の世界経済成長率を90%の信頼区間で約5.75%から1.75%の幅でみている（IMF,2013a）。まさに「ボールは政策当事者のコートにある」わけである（S&P,2012）

5) 最後に、新興国は先進国の金融危機に対する抵抗力を増したが、先進国の危機と無縁ではなく、2009年のように、世界経済を下支えする力はないとみた方がいいであろう。中国が二桁成長の時代には、世界の成長のパイの半分を占めていた時期もあったが、今は期待すべくもない。

「いずれ大洪水に見舞われることは分かっていたが、高リスクのポジションを積み上げていっても大洪水が起こる前に解消できると考えていたほとんどの人は間違っていた」というグリーンズパン（2008）の指摘が繰り返されないようにするには、リスクマネジメントの基礎である、リスク要因の認識と評価（強度と頻度）を定期的に怠らないようにし、それへの対応を検討しておくことであろう。上記のような不確実性の増大、検証されていない未知の航海においては、予断をもって将来を判断することには危険が伴う。多国籍企業はこうしたリスク認識と評価について、アンテナをはって絶えず調整し、一定のシナリオを想定して、攻めるか、守るかを判断するしかない。

謝辞

筆者は、近年、年2回、ワシントン及びNYに出かける機会があった。その際、IMFの加藤・篠原両副専務理事、世界危機以降注目された国際金融安定性報告の担当局長Dattels氏と金融市場局の面々、IIF副専務理事・チーフエコノミストのSuttle氏からほぼ毎回、ユーロ危機等世界の金融市場リスクについて鋭い分析と貴重な意見を得た。2012年11月の訪問では財務省、ホワイトハウスからIMFの第一副専務理事となったLipton氏から、今後のドイツの対応とギリシャ情勢について貴重な洞察を得た。

また、NYでは、三井住友銀行高島米州本部長、大和証券の浦田会長とMoran氏、投資アドバイザーのKos氏から5月と11月の二度にわたり、貴重な時間と見解を頂き、市場センチメントの変化を掴み取ることが出来た。

さらに、審査の過程で匿名レフェリーの先生方から貴重なご指摘をいただいた。この機会に深く感謝申し上げたい。

参考文献

- アカロフ、ジョージほか (2009) 『アニマルスピリット 人間の心理がマクロ経済を動かす』 山形浩生訳 東洋経済社、2009年5月:221-224頁
- アタリ、ジャック (2011) 『国家債務危機』 林昌宏訳 作品社、2011年1月:186-200頁
- 有田哲文 (2011) 『ユーロの連鎖危機 漂流する「通貨同盟」』 朝日新聞出版、2011年7月:20-48頁
- 井川紀道 (2010) 「世界経済危機と新興市場国リスクーその政治リスクの一考察」『多国籍企業研究』 June 2010 3号 多国籍企業学会 41-59頁
- 岩田規久男 (2009) 『世界同時不況』 筑摩書房、2009年3月10日:20-24頁
- ウィドマー、デビット (2012) 『いますぐアメリカ発の金融大崩壊に備えよ』 徳間書房、2012年4月:94-136頁
- ガルブレイス、ジョン (2008) 『大暴落 1929』 1997年版 村井昌子訳 日経 BP クラシック、2008年9月:57-58頁
- キンドルバーガー、C.P. (2004) 『熱狂、恐怖、崩壊 金融恐慌の歴史』 吉野俊彦ほか訳 日本経済新聞社、2004年6月:240-269頁
- グリーンズパン、アラン (2008) 『波乱の時代 サブプライム問題を語る 特別版』 日本経済出版社 2008年10月:39-40頁
- クルーグマン、ポール (2009) 『世界大不況からの脱出』 早川書房、2009年3月20日:215-232頁
- ハリントン、SE、GR ニーハウス (2005) 『保険とリスクマネジメント』 米山高生ほか訳 東洋経済新報社、2005年4月:70-71頁
- ポール・クルーグマン (2012) 『さっさと不況を終わらせろ』 山川浩生訳・解説 早川書房、2012年7月:238-266頁
- スティグリッツ、ジョセフ (2010) 『フリーフォール』 訳 徳間書房、2010年2月:25-46頁
- 榊原英輔 (2009) 『メルトダウン 21世紀型「金融恐慌」の深層』 朝日新聞出版、2009年2月:84-90頁
- 白井さゆり (2010)、『欧州激震 欧州危機はどこまで拡がるのか』 日本経済新聞社、2010年9月:75-106頁
- 須田慎一郎 (2011) 『国債クラッシュ』 新潮社、2011年6月:7-121頁、

- 高橋乗宣 (2009) 『世界恐慌の襲来 日本経済は最悪の 10 年に突入する』 高橋乗宣 東洋経済新報社、2009 年 1 月 : 11-24 頁
- 土屋剛俊・森田長太郎 (2011) 『日本のソブリンリスク 国債デフォルトリスクと投資戦略』 東洋経済新報社、2011 年 6 月 : 106-113 頁
- ティートマイヤー、H (2007) 『ユーロへの挑戦』 京都大学学実出版、2007 年 9 月 : 61-65 頁
- 畑村洋太郎 (2011) 『「想定外」を想定せよ 失敗学からの提言』 NHK 出版、2011 年 9 月 : 95-119 頁
- 藤井彰夫 (2010) 『G20 先進国・新興国のパワーゲーム』 日本経済新聞出版社、2010 年 8 月 : 136-140 頁
- ホール、ファーグソン (2000) 『大恐慌』、宮川重義訳 多賀出版、2000 年 5 月 : 6-10 頁
- 山崎養世 (2010) 『ジャパン・ショック』 祥伝社新書、2010 年 10 月 : 67-82 頁
- ラインハート&ロゴフ (2011) 『国家は破綻する』村井章子訳 日経 BP、2011 年 3 月 : iii-v、150-154、266 頁
- みずほ総合研究所 (2010) 『ソブリン・クライシス 欧州発金融危機を読む』 日本経済新聞社、2010 年 7 月 : 69-79 頁
- ルービニ、ヌリエル (2011) 「中国 歪んだ成長が孕むリスク」日経ビジネス、2011 年 4 月 11 日
- Citi(2012) Citi Research Economics Global 26, November 2012
- Citi(2013) Citi Global Economic Outlook and Strategy , April 2013
- Eichengreen, Barry & Kevin H. O'Rourke(2010)
- ale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update
- <http://www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update> (Accessed Dec 15, 2012)
- IIF(2012) *Global Economic Monitor*, Nov. 2012, Institute of International Finance
- IIF(2013) *Global Economic Monitor*, April 2013 , Institute of International Finance
- IMF(2009) *World Economic Outlook*, Oct. 2009: pp2,10-12
- IMF(2010) *World Economic Outlook*, Oct. 2010: pp13-14
- IMF(2012a) *World Economic Outlook*, IMF Oct 2012 : pp41-43,101-126,129-149
- IMF (2012b) *Global Financial Stability Report*, IMF Oct 2012 : pp 10 -12,52-55

IMF(2012c) *Fiscal Monitor*, Oct 2012

IMF(2013a) *World Economic Outlook*, IMF Apr. 2013 : pp12-19

IMF (2013b) *Global Financial Stability Report*, IMF Apr. 2013 : Chapter 3 pp1-25

IMF(2013c) *Fiscal Monitor*, Apr.2013:pp18-24

Nomura Security(2012), “Why China Still Faces a Hard Landing”

[http://www.cnbc.com/id/49720061/Why_China_Still_Faces_a_Hard_LandingsquoHard_Landingsquo_o_Nomura](http://www.cnbc.com/id/49720061/Why_China_Still_Faces_a_Hard_Landing_squoHard_Landingsquo_o_Nomura) (accessed Dec 27, 2012)

OECD (2012) *Economic Outlook*, Nov 27,2012

Sheard(2012), “Navigating Historic Times...With No Room For Error” Oct 8, 2012,

Paul Sheard Chief Economist, S&P

<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245342068559>

S&P(2012), “2013 Global Credit Outlook:The Ball Is In The Policymakers’ Court”

Ratings Direct, Standard & Poor’s Dec 17, 2012