

ソブリン・リスクと通貨体制－欧州の経験が与える示唆^{*1}

嘉治佐保子^{*2}

要 約

「この通貨体制を採用すればソブリン・リスクが高まることはない」と言えるような体制は存在しないし、「必ずソブリン・リスクが高まる通貨体制」もない。ただ通貨体制が、国の債務履行能力に対する信頼に影響を与えることは事実である。ユーロの重要な目的は構造改革を推進することであり、これが達成できなかったために危機を迎えた。構造改革の必要性が何ら変わらない以上、ユーロだけ諦めたところで何も解決しない。加盟国の相互依存度は高く、為替レートの変動は経済活動を阻害する。そして統合以外に、欧州の平和的繁栄の道はない。ユーロ加盟国が単一通貨という通貨体制を選択したことには合理性がある。欧州以外の地域でも、平和的繁栄のために、統合と為替レートの安定の程度をどれくらいにすべきかを慎重に判断する必要がある。人類は、「為替レートの安定」と「自律的金融財政政策（非対称性を助長するような政策）」つまり「他の国と違うことの権利」との選択に悩まされ続けるであろう。

キーワード：ソブリン・リスク，ユーロ，構造改革

JEL classification：F41, F55, E61

I. はじめに

ソブリン・リスクとは、主権国家が債券を発行して債務を負ったのち、何らかの形でその履行条件を変更するリスクである。もっとも顕著な例は全く返済しない形の債務不履行（デフォルト）であるが、より長期の債券に買い替えることや回転貸付（ロールオーバー）を国債の持ち主に強要することも、この種のリスクの要素に含めることができよう。

これまでにソブリン・リスクが高まった国の例を見れば、このリスクが高まることと、特定の通貨体制の間に、一対一対応がないことは明らかである。身近な例をあげれば、日本のよ

うに変動相場制を採用している国でも、国債の格付けを引き下げられることがある。格付けの引き下げは、日本国が発行時点の条件を変更することなく国債を返済できる可能性は（国債の95%近くが日本国内で保有されていることを勘案しても）、より高い格付けの国債を発行する国と比べて低いという見解を反映している。格付け会社の判断については評価の分かれるところであるが、たとえ引き下げに反応した売買（たとえば日本国債の売り）を行う市場参加者が少数派であったとしても、その売買が市場を一方向に動かすに十分であれば、格付け会社の判断

*1 本稿をフィナンシャル・レビューに投稿し論文検討会で発表する機会をくださった、小川英治教授および財務総合政策研究所と報告会で有益なコメントをくださった参加者の皆様に御礼を申し上げたい。

*2 慶應義塾大学経済学部教授

に疑問を持っている市場参加者も資産価値を守るために同じ方向の取引を行う。その結果、日本のソブリン・リスクは実際に高まるだろう。あるいは格付け引き下げが公表されて一部の投資家の認識が影響を受けた時点で、既に日本のソブリン・リスクが高まったともいえる。いずれにしても格付け引き下げは、ソブリン・リスクの高まりを意味すると言わざるを得ない。

欧州に目を向けると、このところソブリン・リスクが高まっているのはユーロ加盟国であり、その通貨体制は変動相場制ではなく（究極の固定相場制ともいえる）共通通貨である。ユーロに入っていない英国でも金融・経済危機がおきたが、厳しい歳出削減でソブリン・リスクの高まりを今のところ防いでいる。またユーロにペグしながら、そのペグを維持したまま厳しい改革で危機を乗り切った、ラトビアやエストニアのような国もある¹⁾。

したがって、「この通貨体制を採用すればソブリン・リスクが高まることはない」と言えるような体制は存在しないし、「必ずソブリン・リスクが高まる通貨体制」もない。どのような通貨体制を採用していても、結局のところ重要なのは、国債の発行体である国家の債務履行能

力が疑われるかどうかである。

ただ、通貨体制が、国の債務履行能力に対する信頼に影響を与えることは事実である。よって、特定の通貨体制を選択した場合に、ソブリン・リスクが高まるのはどのような要因が重なったときなのかを問うことには意味がある。これが明らかになれば、各国は通貨体制の選択にあたってこれを参考にし、選択したのちの留意点を認識することができる。

本稿では、昨今の欧州の経験に焦点をあて、それがこの問いに与える示唆を考察する。第Ⅱ節では、そもそもユーロがなぜ導入されたかを振り返り、ユーロ導入の目的の一つが達成されていないことが今日の危機につながったことを確認する。第Ⅲ節では、ユーロ危機への対応策として短期的安定のためにも長期的安定のためにも欧州連合の制度改革が必要であるが、それが容易でないことを指摘する。第Ⅳ節では加盟国レベルの改革に目を転じ、危機が構造改革を進めるのに役立っているかどうかを考察する²⁾。最後の節では、共通通貨ないし統合とソブリン・リスクを回避することの関係について、欧州の経験が教えることをまとめる。

Ⅱ．ユーロの導入目的と危機

1) エストニアのイルベス（Toomas Ilves）大統領は、英国の金融誌 Money Week とのインタビューで「（スターリンの）大量強制送還を経験した後では、（緊縮は）そんなに悪いものではありませんでした。ブンガブンガ・パーティーの楽しい人生を送っている場合には、より難しいでしょうけれどね。」と語っている。Money Week (2011)、筆者訳。なおブンガブンガ（bunga bunga）とは、イタリアのベルロスコニ首相のライフスタイルの通称である。

2) 周知のように、この問題は本稿執筆時点で常時新しい展開をみる状態にある。このため第Ⅳ節の説の内容は原稿を提出した瞬間から陳腐化するので、2011年10月初旬現在の描写だということをお断りしておきたい。

2009年以降の混乱を受け、ユーロゾーンは崩壊する、ユーロは失敗だった、そもそも導入することに無理があったという見解が表明されるようになった。他方、今回の危機が始まる直前にはユーロが米ドルにつぐ国際通貨として認識されていたことから、なぜ突然このようなことになったのかという疑問も生じ得る。しかし導入直後から2000年末にかけてはユーロが対ドルでも対円でも減価し、一時は「トイレット・カレンシー」(toilet currency)というあだ名さえあった。

さらに重要なことには、そもそもユーロの導入までには長い道のりがあり、その潜在的な問題は導入以前から指摘されていた。以下に述べるように、ユーロ導入の目的の一つ(加盟国経済が望ましい方向に収斂する)が達成されなければユーロが困難に直面することは、導入前からわかっていた。収斂せずに非対称性が残る国々の間では、為替レートを固定するのは困難である。ユーロは本質的に、その目的の一つが達成できなければ倒れる構造になっている。それが、固定相場制およびその究極の形である通貨統合の本質なのである。よって後知恵ではあるが、今回の問題は起こるべくして起こったともいえる。

また、ユーロが一定の目的をもって導入され、その目的が今日も不変であることを考えれば、ユーロが「崩壊」しても問題の解決にならないことがわかって。「ユーロなど導入すべきでなかった」というのは簡単であるが、これだけ言って話を終わらせることはできない。ユーロを批判するなら、ユーロでないならばどのような手段で成功裏にこれらの目的達成に近づくのか、別の答えを出す必要がある³⁾。

そこでまず本節では、ユーロが、どのような理由で誕生し、どのような問題を内包したまま存続したかを確認する。

ユーロが導入された第一の理由は、それが「単一市場の論理的帰結」("logical consequence of the single market")だからである。「単一市場」とは、欧州委員会が1985年に「1992年末までに創設する」ことを提案したもので、欧州経済共同体(EEC、後の欧州連合つまりEU)の非関税障壁を取り去って、分断された国内市場を融合するための計画である。財・資本・サービスの移動を自由化しても、為替レートの乱高下は取引拡大の障害になる。為替レートを葬り去ることになる共通通貨が、単一市場の論理的帰結と言われるのはこのためである。

共通通貨導入の第二の理由として、金融(財政)政策の自由度を奪われ価格・コストが透明になることによる、合理化・構造改革の促進がある。これによって共通通貨域内の「非対称性」(asymmetry、ひとつの国にあって他の国にない特徴)が、経済指標が「望ましい方向」に収斂することで減少する⁴⁾。第三に、米ドルに対抗する国際通貨でかつドイツマルクでない通貨を欧州が持つ、という目的もあった。

ドイツマルクの良さを継承する以外にユーロが成功する道はなく、これは第二の理由を受け入れることを意味していたが、これをせずに第一と第三だけを享受しようとしたことが問題であった。このため非対称性は低下せず、為替レートの調整を必要とする状態が継続した為、共通通貨が危機を迎えたのである。

ここで重要なのは、ユーロ導入の理由が欧州統合そのものの理由と基本的には同じだということである。つまり、共通通貨だけが突然出現

3) すぐにわかることであるが、これは容易でない。日本がよく知っているように、為替レートの乱高下は経済活動にマイナスの影響を及ぼす。外国に対する開放度が高いほど、そして国内的に不人気な改革を実現させるにいくほど、金融政策の自律性を諦めて為替レートの固定を選択するメリットが大きくなる。たとえ今回の危機でユーロが「崩壊」したとしても、しばらくすればユーロの外側にいることになった多くの国がユーロに対して為替レートを安定させるような為替政策を採用するであろう。こうして「崩壊」したはずのユーロは、少しずつまた再建されていく。これが同じことの繰り返しに終わらないかどうかは、本稿で述べる制度改革が成功するかどうかにかかっている。

4) ユーロ圏が「最適通貨圏」(Optimum Currency Area)になっていく、と言い換えることもできる。

したわけではなく、ユーロは人・物・サービスの移動に対する障害と経済停滞の構造的要因を取り除いて平和的繁栄を維持しようとする、欧州統合という長い努力の一環なのである。

欧州（英国をのぞく大陸欧州）では、構造改革・自由化を断行することに対する国民の躊躇・反感はアングロ・アメリカにおけるよりもはるかに大きい。しかし、ある程度の改革と自由化を実現しなければ（1970年代から1980年代前半にかけて実際そうだったように）経済が停滞する。経済の停滞は、失業率の高止まりや外国人に対する反感を生み、国同士の争いや民族間の紛争に発展することを、欧州人は良く知っている。このため、投票者が反感を持つような改革・自由化も、進めなくてはならないときがある。欧州統合は、そもそも欧州の平和的共存と繁栄のために開始されたプロセスであるが、統合は今日でも欧州の平和的繁栄に一役を買っている⁵⁾。国内的に不人気な政策も、欧州統合の名のもとに、加盟国との対外的約束であることを理由に、推進する可能性が生まれる。そして実際に市場が拡大し合理化が進めば、失業率を低下させることもできる。

欧州統合が欧州の平和的繁栄にとって必須だったのは、第二次世界大戦直後だけではないのである。今日においても、相互取引や合理化を進める形で統合を推進することは、欧州の平和と繁栄に不可欠である。その一環としてユーロは導入されたのであり、ユーロが今日困難に直面しているのは、ユーロが解決に貢献すると期待された問題が未解決だからである。その意

味で、ユーロが困難に直面しているのは当然と言わざるを得ない。

この問題とは、「民主主義のもとで、いかにして、経済全体を良くするが投票者に不人気な政策を実行するか」という問題である⁶⁾。欧州がこの問題の解決に使っているのは共通通貨だけではない。既に述べたように「単一市場」はそのために設立されたし、実効性が未だ顕著にならない「リスボン戦略」（のちの Europe 2020）も、その解決手段の一つである。ユーロがこの問題の解決に役立つ理由は、「保守的な中央銀行家を雇う」（hiring a conservative central banker）として知られるとおり、欧州中央銀行をブンデスバンクの後継者として設立することによってインフレ率を低下させ、インフレと通貨切り下げという「逃げ道」を断つからである。「逃げ道」を断つことで、加盟国が生産性を向上させるような合理化政策を断行することが期待された。同時に財政政策の面では、「安定成長協定」（Stability and Growth Pact, SGP）が財政規律を維持するはずであった。

不運なことに、ユーロ導入は東西ドイツ統一と時期が重なり、ドイツの社会保障制度改革の影響もあってドイツの財政赤字が2005年に向けて拡大した。この時期、フランスの財政赤字も拡大し、欧州はSGPに実効性を持たせることができなかった。他方、ブンデスバンクの信憑性を受け継いだ欧州中央銀行が発行する通貨としてユーロに対する信任は高まっていき、ユーロ建て国債の金利は、どの加盟国が発行するユーロ建て国債についてもドイツ国債の金利水

5) 残念ながら、このことを認識している欧州人は減っていると考える理由がある。たとえば Eurobarometer (2006) によれば、EU 拡大について「十分な情報を得ている」と答えた EU 市民のうち拡大に賛成したのが 53%、反対したのが 41% であったが、「十分な情報を得ている」と答えたフィンランド人 (62%)、ドイツ人 (60%)、ルクセンブルグ人 (58%)、フランス人 (56%)、オランダ人 (53%)、オーストリア人 (51%) は、その大多数が EU 拡大に反対と答えている。これらの国が相対的に所得の高い国であることを考えると、この結果は EU が「移転連合」(“transfer union”) になることへの危惧を反映しているのかもしれない。

6) 「コストを払わずに便益を得ようとする投票者が、どうすれば納得してコストを払うことを選択するか」と言い換えることもできる。納得してコストを払った結果成功しているのが、今日のドイツである。ドイツは自他共に認める欧州最強の経済を持ち、他国への所得移転に対する反感が高まっているが、実はユーロが要求した構造改革を、いわばシナリオ通りに活用して成功した。しかも、ほかの加盟国の「弱さ」にひきずられる形で共通通貨が弱くなった為、ドイツ産業の「国際競争力」はより一層高まった。これらの意味で、ドイツは実はユーロの恩恵を最も強く受けた国である。

準にむけて収束したのである。このことが、本来財政規律を持つべき加盟国において、放漫財政を許してしまった。借り入れによる支出を野放図に増やしたのは、国だけではなかった。一部の加盟国では民間も借り入れを増やし、多額の負債を負った⁷⁾。

今日、ユーロゾーンがむかえている危機は、その意味で「やり残した宿題をやらされる」形で生じている。加盟国が遠慮してお互いに強要しなかった改革を、市場が強要しているにすぎない。

労働であれ、資本であれ、財・サービスであれ、品質に見合わない価格で売買しようとすれば「歪み」が生じる。この歪みはしばしば政府介入によって維持されるが、歪みがあまりに大きくなれば、弊害は失業率の高止まり、財政赤字拡大、インフレーション、通貨切り下げの形

で表面化する。そして、歪みを維持する政策は持続不可能になる。歪みの除去を邪魔するのが、民主主義である。そこで、民主主義を維持しながらこの歪みを取り去ろうとしたのが欧州統合のプロセスであり、これを可能にしたのが欧州の制度設計と、そのうえに成り立つ欧州の経済政策と、それを下から支える欧州の法体系である。この基本的構造は、今日も変わっていない。しかし現存する制度設計では、統合の目的が無事に達成できないことが明らかになった。

ソブリン・リスクが高まらないことは、言うまでもなく平和的繁栄の重要な一側面である。今日の危機は、今のままの制度設計では欧州の平和的繁栄を維持するには不十分だという「市場」の意見表明(最後通牒?)である。いわば「経済法則」が、欧州に制度の再考を迫っていることになる。

Ⅲ. 危機と制度改革

欧州の政策担当者たちは、制度改革(governance overhaul)という言葉を盛んに口にするようになってきている⁸⁾。制度改革には、短期的目標と長期的目標がある。短期的目標は、言うまでもなく市場を安定させ、ユーロゾーン加盟国国債と欧州の民間銀行に対する不信感を払拭することである。長期的目標は、欧州の平和的繁栄を実現するための統合を可能にすることである。

2010年5月、ヘルマン・ファン＝ロンパイ欧州理事会議長が率いるタスク・フォースが設

立された。タスクは次の四つである：(1)安定成長協定を通じて財政規律を強化する、(2)加盟国間の競争率格差を減少させる、(3)金融危機の対応を有効なものにする、(4)経済ガバナンスと協調を改善する。

2010年9月、ファン＝ロンパイ議長はタスク・フォースの最終提案を、ユーロエリア財務理事会とEU財務理事会に提出した。これを受けた議論が10月18日に行われた際、フランスとドイツが相互に譲歩して合意に至った。フランスは欧州金融安定基金(EFSF)に代わる欧

7) 民間債務が拡大しているのは、一部の欧州の国だけではない。米国経済分析局(BEA)によると、米国の民間負債GDP比率は260%である。ソブリン・リスクとともに、民間リスクを心配すべきかもしれない。ただし、他方では発行する債券のCDSスプレッドが米国債のそれより低い米国企業の数には、本稿執筆時点で70にのぼっている。民間と国家の違いについて従来の常識が通用しない事態が生じており、いずれが世界経済を脅かす度合いが強いかは真剣に検討する余地がある。また「すべての国の経常収支が均衡していても危機はおきるか」という問いも興味深い。2011年IMFの経常収支見通しおよびTaylor, Alan and Manoj Pradhan (2011)は、経常収支不均衡と危機の関係を議論していて参考になる。

8) 庄司(2011b)は、EUの制度的不備と危機の関係について簡潔にわかりやすくまとめている。

州安定メカニズム（ESM）を設立するために欧州連合条約を再交渉するというドイツの提案を受け入れ、ドイツは安定成長協定に違反した国に対する制裁を「自動的」でなく「ほぼ自動的」（“near-automatic”）にすることに同意したのである⁹⁾。安定成長協定の制裁を完全に「自動的」に発動することについてフランスが反対だったのは、協定に違反した場合にEUから政策を強制されなくなかった為である。「ほぼ自動的」となったことにはフィンランドのほか、トリシェ欧州中央銀行総裁も遺憾の意をあらわした。

メルケル独首相は、安定成長協定をより強固なものにしないかぎりESMに参加しないと宣言し、協定に違反する国の投票権を停止することにまで言及していた。今回の危機が財政危機であることを考えれば、安定成長協定を強化することは短期的にも長期的にも重要である。

2011年前半にEU議長国であったハンガリーは、欧州委員会が提出した六項目にわたる協定改正案（通称“six pack”）をまとめることを最優先した。2011年後半に議長国になったポーランドに同様の熱意は感じられなかったが、市場の混乱が深刻化し、イタリアの情勢が日々危うくなりつつあることが譲歩を後押しし、2011年9月7日、フランスの譲歩によって進展がみられた。協定に違反した国に対する制裁発動に向けた手続き開始を欧州委員会が提案したとき、「逆多数決」（“reverse majority”）によって決めることに基本的に同意したのである。「逆多数決」で決まれば、多数が賛成することは必要なく、多数が反対しなければ手続きを開始できることになる。財政規律を重んじる加盟国のほか、リスボン条約締結後発言力が増した欧州議会多数派はこれを支持しており、欧州委

員会が歓迎したことは言うまでもない。

欧州議会の中でも、主に社会党や民主党系の議員は、財政規律が景気を悪化させることを根拠に反対していた。しかし2011年9月28日、欧州議会は六項目の協定改正案を賛成多数で採択した。安定成長協定との関連では、新しく、故意に誤ったデータを報告した場合にも罰金（GDP比0.2%）を科すという条項を含んでいる。理事会の同意は確実とされ、2012年初めには施行される予定である。

ただし、安定成長協定の制裁発動がautomaticでなくnear-automaticであるという点是不変である。庄司（2011b）によれば、制裁発動に関する欧州委員会の「[提案]」の部分は「勧告」に修正され、かつ、理事会はそれを特定多数決により修正できることが明文化された」からである。

市場を安定させるという目標に関して、市場参加者は「ユーロボンド」の発行に期待しているようだが、ドイツをはじめとする加盟国政府が反対しており、いずれにしてもそのためには欧州連合および加盟国レベルでの制度変更が必要になる。

ここで「ユーロボンド」というのは従来の「ユーロ市場で発行される債券」という意味ではなく、ユーロ加盟国が共同で発行する債券のことである。日本では「ユーロ共同債」という表現も用いられている。ドイツは強く反対し、フランスも今のところドイツに配慮してか消極的な態度を保っている。ドイツが反対する理由は、独自に発行するよりも金利コストが高くなる（と予想される）ことと、用途や発行量に関し自国のコントロールが効かないことに対する不安であろう。共同発行を行えば、ドイツに対

9) EFSFとESMについては後述するが、ESMは永続する危機対応機関である。ドイツは当初、危機に陥った国に対する資金援助を行う機関が永続することに反対であった。しかし、債務のリストラと金融支援のルールを確立するためにはこの機関が永続するほうが良いと判断したのちESM設立を支持するようになり、そのためには欧州連合条約の再交渉が必要であると主張した。ドイツにとって条約改正が必要なのは、カールスルーエ憲法裁判所がユーロの安定をおびやかすような「危機解決メカニズム」（“crisis resolution mechanism”）を違憲と判断する可能性がある為である。良く知られているとおり、欧州連合条約は批准に大変な時間と労力を要したため、ほとんどのEU加盟国が再交渉に反対であった。しかし独仏がこのように決めたのち再交渉は最小限にとどまる形で実現した。

する高い評価を、ほかの国が借りることが可能になるのであるから、これが他国の野放図な出費を手助けする可能性を考えれば、ドイツが反対するのは無理もない。実際、ユーロに加盟することでドイツ以外の国の国債の金利がドイツ国債の水準に向けて収束し、それが一部の国や国民の借金拡大を招いた直後である。ほぼ同じことを承諾してほしいというのは、（今回は危機から脱出するためだけに使うからと言われたとしても）受け入れがたい要求であろう。いずれにしても、具体的にどのような法制度に基づいて発行することになるのか、現段階ではまったく未定である¹⁰⁾。

欧州委員会のバルニエ金融サービス委員は、8月31日、委員会が「ユーロ債券でなくプロジェクト債券について提案する」と述べた。委員会はすでに2011年2月28日にCommission Staff Working Paper on the Europe 2020 Project Bond Initiative¹¹⁾を発表しており、その脚注2では、この債券が危機の対策として話題になっているユーロ債券と混同されることのないよう注意を促している。使い道によって国債を分類するという意味で日本の「建設国債」のような印象も受けるが、用途は「建設」でなく「競争力向上のための投資」で、フランス出身のバルニエ委員は同国が2010年に大学教育や研究を支援するために開始した“grand emprunt”の例をあげた。しかしドイツを納得させるためには、限られた目的とはいえ日常的に発行する債券よりもむしろ、一触即発の状態になった場合にだけ危機対応のためのみに発行

するとしたほうが、まだ許容しやすいのではないかと考えられる。

ユーロ債券のほかに、欧州金融安定基金(EFSF)の規模を拡大することもユーロ危機の対応策としてあげられていた。これについても、全ユーロ加盟各国の承認が必要となる。ドイツ議会は2011年9月29日にこれを承認して市場を安心させた。10月10日にはマルタも承認して残るはスロヴァキアだけになっているが、その承認が得られるかどうかは話題になっている。

そもそも欧州金融安定基金(EFSF)は、2010年5月に決まった7500億ユーロのパッケージの一環として2013年半ばには解散する機関として設立された¹²⁾。資金を必要とするユーロ加盟国への貸与の目的で、加盟国保証のついた債券を4400億ユーロまで発行できる。ただし当初は格付けを維持するために加盟国からの出資を抑制していたので、実際に貸し出すことができる金額は2550億ユーロとされていた。2010年7月の欧州理事会でEFSF強化が合意されたのち、2010年10月には4400億ユーロに拡大されている。

一方、2011年6月24日の欧州理事会では、EFSFが2013年7月1日から恒久的な組織として欧州安定メカニズム(ESM)に移行することが決まり、ユーロゾーン加盟国は2011年7月11日にESM条約¹³⁾に調印した。加盟国レベルでは、本稿執筆の時点でまだこの国でも批准されていない。ユーロゾーン加盟国のうちアイルランドは、すべての欧州レベルの決定を国民

10) De Le Dehesa (2011) は、これまでに提案されたユーロ債券構想を簡潔にまとめている。Münchau (2011) は、ユーロ債券がサブプライム危機の元凶となった CDO (Collateralised Debt Obligations) と同じことになることを危惧し、結局欧州中央銀行が後始末をすることになると警告を発している。

11) European Commission (2011)。Europe2020 は目覚ましい成果を上げることができなかったリスボン戦略の後を継いだもので、欧州の競争力を高めることを目標にしている。

12) 2013 年半ばまでに解散することになっていた理由は、当初、ドイツが、他の加盟国に資金を貸与するユーロゾーンレベルの機関を恒久的に創設することに反対したからである。しかし既述のとおりドイツは後に考えを変え、恒久的機関の創設に賛成した。2011 年 9 月現在、アイルランドに 39 億ユーロ、ポルトガルに (2 度にわたり) 59 億ユーロを貸し、起債額は 110 億ユーロである。http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm 参照。2011 年 2 月 18 日、野田佳彦財務相は EFSF が発行する債券について、「重要かつ安定的投資家」として購入を継続する方針を表明している。本稿執筆の時点で、日本は EFSF 発行の債券残高のうち二割を購入している。

13) http://consilium.europa.eu/media/1216793/esm%20treaty%20en.pdf

投票にかけることを法律で義務付けている。しかし事態の深刻さと緊急性に鑑みて、アイルランドがESM条約を国民投票にかけてもかけなくても、かけた結果批准されなくても、ESMは設立されると解釈されている。アイルランド（または他の加盟国）がESMの設立に反対した場合はアイルランドが出資しないだけで、ESMの設立を不可能にはしないということであろう。ただしアイルランド国民が、2008年6月には国民投票で否決したリスボン条約を、危機的な経済状況の中2009年10月に批准した¹⁴⁾ことを考えれば、ESM条約批准も困難でないかもしれない。

ESMへの各加盟国の出資金額は表1、出資割合は表2のとおりである。出資総額は7000億ユーロ、このうち800億ユーロはユーロエリア加盟国の有償増資（paid-in capital、2013年7月以降5回にわたって出資）である。残る6200億ユーロは、加盟国が請求次第払う（callable）ことにコミットしている。なおユーロゾーン非加盟国には参加の義務がなく、たとえば英国やチェコ共和国はESMの設立を評価するとしながら不参加を公にした。

ただESMの設立以前に、たとえばイタリアやスペインを援助することになったら、EFSFの資金規模は1兆5千億ユーロ程度まで拡大しなければならないと言われている。2011年7月以降、この可能性は現実味を帯びてきたが、非常に危険な展開である。EFSFの資金規模を拡大するために意味のある規模で出資した場合、フランス国債の格付けが引き下げられ、

EFSF発行債の格付けも引き下げられるという指摘もある。

そうであるとしたら、やはりユーロボンドの発行以外に危機を収束させる有効な手段はないのかもしれない。しかし、EFSFの格付けが心配されるなら、EFSFに出資する国々と同じ国々が一つの発行体となって発行するユーロボンドの格付けについて心配がないのか、という疑問は残る。

このように、当面の危機の解決策は容易にみつかるものではない。それだからこそ余計に、市場に安定的な期待（経済安定の方向に向かうための政策が着実に実行されているという認識）を持たせるためにも、長期的に効果が持続するような制度改革が必要になる。

より長期的な制度改革は、加盟国すべてを財政規律と生産性向上の方向に収斂させなければならず、これは内政干渉の強化を意味する¹⁵⁾。当然、これに反対する国は距離を置くことになり、実際に欧州連合やユーロを離脱するかどうかは別として「コア」の加盟国数は減少せざるを得ないだろう。これまで「本当は望ましくないが」という文脈でしか語られることのなかった「二つのスピードの欧州」（two-speed Europeないし variable geometry）も、今では避けられない方向性として加盟国が公然と俎上に乗せるようになっている。ただしこれは「離脱」とは違うことに注意すべきである。ユーロについても、条約では基準を満たした場合自動的に加盟することになっているが、デンマークと英国は「オプトアウト」を獲得している¹⁶⁾。

14) アイルランドに対する850億ユーロの救済が合意されたのは2010年11月28日であるが、2008年11月には欧州委員会が欧州経済再生のための2000億ユーロの景気刺激策を発表している。小国アイルランドが世界的な危機の渦の中に飲み込まれていく中、ユーロ圏の一部であることの与える安心感も、欧州に対して肯定的になる理由になったものと思われる。

15) すべての加盟国が財政収支を改善し構造改革を実現すれば、少なくともその点での非対称性は低下する。非対称性がないとき、為替レートは安定する。これは、共通通貨圏内では、為替レートのかわりに他の変数が調整しなくてもすむことを意味するから、経済が安定する。もちろん非対称性をなくすだけなら、逆方向、つまり膨張する財政赤字と構造的硬直性の方向に収束しても、非対称性はなくなる。ただ、加盟国がすべて膨大な財政赤字と低い生産性をかかえるような共通通貨圏では、共通通貨の対外価値が暴落して危機をむかえるだろう。

16) 「離脱」というアイデアとしてHenkel (2011) は、財政危機におちいった国がユーロを離脱するのではなく、ドイツを中心とした健全財政を維持できる国がユーロを抜けて別途、安定した共通通貨圏を設立することを提案している。ただしこれは、ドイツがユーロ加盟によって受けた政治的・経済的便益を考えると実現可能性が低い。

上述のファン＝ロンパイ・タスク・フォースの課題も、(2)加盟国間の競争率格差を減少させる、(4)経済ガバナンスと協調を改善する、という二つを含んでいるが、これを実現できない加盟国にどう対応するのかを考えるべき時が来ている。

そもそも2000年に打ち上げられた「リスボン戦略」は、構造改革と規制緩和によって欧州を2010年までに「世界で最も競争力が高くダイナミックな知識中心の経済」(“the most competitive and dynamic knowledge-based economy in the world”)にするはずであった。これが実現しなかった背後には、リスボン戦略が「開かれた政策協調手法」(open method of co-operation)を用いて、制裁があるとしたらピア・プレッシャーのみだったことがある。リスボン戦略はEurope 2020として受け継がれ、目標は欧州を「高い水準の雇用・生産性・社会

的団結をもたらすような、賢く、持続可能で内包的な経済」(“a smart, sustainable and inclusive economy delivering high levels of employment, productivity and social cohesion”)としたが、ガバナンスを改善して「開かれた政策協調手法」以外の方法を用いない限り、目標が達成できるとは思われない。

金融危機の再来を防ぐ目的の制度改革も行われている。2010年9月2日、欧州各国首脳は新しい金融監督機関の設立に合意した。銀行、保険、証券それぞれについて、ロンドン、フランクフルト、パリに新機関を設立する。国レベルの監督局は国レベルの金融機関を監督するが、EUレベルの監督機関が共通の技術的ルールや基準を設置し、「緊急の場合」には権限が法的に強化される。これらの機関が金融危機の回避にどれほど貢献するかは今後を見守るしかない。

IV. 危機と構造改革

危機を迎えた欧州が制度改革を行おうとしていることは上記のとおりだが、危機的状況におちいった加盟国レベルでは、危機が改革を推進する結果になっているだろうか。本節では、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアの現状について考える。

まず各国にとってどのような構造改革が必要なのかを確認するためにも、各国が危機に直面したときの状況とその後の展開について簡単にまとめる。

欧州においてリーマン危機の影響は、当初大きくなかった。危機が拡大してきたのは2009年後半・2010年春以降である。上記のとおり、その背後には欧州の制度設計が不十分であったという共通の事情がある。しかし危機を表面化

させた要因は、ギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガル、イタリアそれぞれで同じではない。ギリシャ・ポルトガル・イタリアは構造問題が主因、アイルランドは不動産・金融危機、スペインはその中間的な原因と言えよう。

ギリシャはそもそも、ユーロ加盟当時からそのデータの信憑性がなかったことが2004年ころに明らかになっていた¹⁷⁾。今回、雲行きが怪しくなった直接のきっかけは、2009年10月にギリシャで新政権(社会党)が誕生し、財政赤字GDP比率が実は13%であると公表されたことである。10年物国債の利回りは2009年12月に5%、2010年4月にS&Pが格付けをjunkに切り下げたのち5月には12%を超えた。本稿執筆時点で10年物利回りは18.3%、5年物

17) たとえば、嘉治(2005)参照。

が22.3%、2年物にいたっては47.29%まで上昇し、ユーロ導入後の最高を記録している。ギリシャでは、「外国からプロの徴税人を雇う必要がある」と言われるほど徴税がきちんに行われていない。そして、ギリシャの主要産業は海運と観光であるが、ギリシャ国籍の海運業者は国内法で法人税を免除されている¹⁸⁾。そもそもデータも信頼できないとすると、問題は非常に根深いと言わざるを得ない。前述の六法案に、故意に間違ったデータを報告した場合の罰則が盛り込まれたのも、当然これと関係している。

2010年5月にはついにIMFとEUから1100億ユーロの救済措置（bailout）を受けることになった。救済措置はコンディショナリティーを伴う¹⁹⁾。約束された構造改革は、公務員賃金改革、タクシー・弁護士・薬剤師などの「クローズド・ショップ」（closed-shop）の開放、民営化、税制改革、150にのぼる公的機関の閉鎖を含んでいる。しかしいずれも関係者の強い反対にあって、当初の予定より遅れている。そもそも、税収増加の要に在る税務署の職員が、ストライキを行っている状態にある。民間では、アルファ銀行とユーロバンクEFGが合併すると発表したほか、プロトン銀行が事実上国有化された。テレコム業界でも、ヴォーダフォン・ギリシャとWind Hellasが合併すると伝えられている。

2011年7月に決まった第二次貸付については、10月3日・4日のEU蔵相会議ではこれを再考し、債券保有者の負担を増大することが議論された。また8月16日、フィンランドが個別にギリシャから担保差出の仮合意をとりつけ²⁰⁾、オーストリアとオランダもこれに続こうとしたが、10月の蔵相会議ではこれを食い止めた形になった。なおIMFは担保差出に反対していると伝えられている。

ポルトガルも、危機の根幹は構造問題にあ

る。EU加盟後、必要な改革を行ってこなかったし、現在もそれについてのコンセンサスがなない。2011年4月、IMFとEUの救済措置を要請、5月に3年間で合計780億ユーロの支援が決まった。これと引き換えに緊縮政策と経済改革を求められている。改革は、通信業界に参入を促進する、電力部門に対する補助金を削減するほか、公的部門を縮小することをふくむ。2011年8月31日、6月に成立したばかりの右派中道連立政権は、5年間で財政赤字をほぼゼロにするための大幅支出削減を宣言した。赤字削減のうち三分の二を支出削減、残りを税収増加で賄うとしている。2015年までに公的支出のGDP比率を7ポイント引き下げて43.5%にする。また高額所得者に対する「ソリダリティ税」も提案した。

アイルランドは、ギリシャ・ポルトガルのような構造問題でなく、1992年に始まった不動産バブルの崩壊が理由で危機をむかえた。2006年に不動産バブル崩壊した後、2007年第一四半期が成長率のピークでそこから低下した。2008年9月のリーマン破綻後、第二四半期にはGDPが0.5%のマイナス成長になり、12月には三行の主要行に550億ユーロの資金注入を発表した。2009年1月にはAnglo Irish銀行を国有化している。2009年末までにS&Pが格付けを二段階引き下げ、GDPは年率8.5%で低下、4.4%のデフレのなかりスボン条約を批准した。固定資本形成は2007年第一四半期のピークに比べて2009年第一四半期には42.9%低下した。この間、住宅価格は実質で300%、名目で340%上昇し、住宅ストックは150%増加した。2006年の財政収支はGDP比3%の黒字であったが、2010年にはGDP比32%の赤字となり、債務GDP比率が98.6%となっている。2010年11月に850億ユーロの救済パッケージ

18) Costas T. Grammenos and Chong Ju Choi (1999)。課税した場合には、すぐにギリシャ以外で税金が低い、または無税の国へ移転してしまうためと考えられる。それにしても、増税や支給額削減を強いられる他のギリシャ国民がこのことを不公平だと考えたとしても、誰も不思議だと思わないであろう。

19) IMF (2010a), Hope, Kerin, Joshua Chaffin and James Wilson (2011)。

20) http://graphics.thomsonreuters.com/11/08/Finnish_collateral_non-paper.pdf。

をIMFとEUが合意した。IMFが225億ユーロ、とEUが450億ユーロ、合計675億ユーロ支援し、アイルランドの自己資金175億ユーロを加えた850億ユーロを銀行システム支援と財政支援に用いる。この支援プログラムのもとで、財政再建、構造改革、金融機関の資本増強を実施している。

スペインは、アイルランド同様不動産バブル(1985-2008)があったが、構造問題もないわけではない。IMFとEUの支援はまだ免れているが、2011年7月にムーディーズが格下げを行った。10年物国債の金利は7月中旬の6.3%から5%に低下したが、ドイツ国債と比べ288ポイント高く、この差は2年前の6倍である。スペインの問題は債務残高(GDP比74%)でなく財政赤字(2009年11%, 2010年9%, OECD予測2011年6.3%)である。11月20日が総選挙であることも、痛みを伴う改革を難しくしている。50億ユーロの財政緊縮が承認されたが、その中身は、大企業の先行納税、健康保険によって購入する薬にジェネリック・ドラッグを利用して地方政府の保険負担を軽減、住宅購入の付加価値税を年末まで4%に半減等である。しかし25%の失業率(若年層は40%)を抱えていて経済と税収の回復は困難である。問題は中央政府よりむしろ地方政府にあるとも言える。2010年の赤字GPD比率は目標の9.3%を達成したが、これは中央政府の努力によるもので、17地方のうち9地方では求められていた水準を越える赤字となっている。2011年には地方政府にGPD比1.3%に赤字を抑えるよう要求しているが、たとえばカタロニア(ポルトガルと経済が同じ大きさ)がすでにこの目標を達成できないと発表した。地方の債務は過去5年間に1150億ユーロと二倍になっている。経団連に相当するCirculo de Empresariosは、地方支出の大幅抑制を求めている。公共支出のうち、半分が地方や市町村の支出、中央政府は20%にすぎず、残りの30%は社会保障である。

1982年と比べて地方支出の割合は10倍に、中央支出の割合は半分になっている²¹⁾。

2011年10月7日、フィッチ・レーティングスは、スペインとイタリアの長期発行体の格付けを引き下げた。スペインは「AA+」から「AA-」に、イタリアは「AA-」から「A+」への引き下げである。

イタリアについては、ムーディーズがすでに10月4日、格付けを「Aa2」から「A2」に一度に3段階引き下げていた。イタリアのソブリン・リスクは、2011年7月までは高まっていなかった。しかしもともと財政赤字・公的債務のGDP比の面で優等生とは言えなかった上に、ベルロスコニ首相の私生活やメディア帝国フィンインベストの経営をめぐるスキャンダルが、財政立て直し能力に疑問を投げかけた。7月11日イタリア国債利回りが上昇し、議会は7月15日にかつてないスピードで予算を通過させた。しかし、市場の信頼が比較的あついたらモンティ蔵相も、汚職の疑いで調査を受けている。8月に入るとイタリア国債とドイツ国債のスプレッドが拡大し、欧州中央銀行はついに既発債市場でイタリア国債を買い始めた。その条件としてベルロスコニ首相が約束した引き締めパッケージを内閣は短時間で承認したが、同首相が直後から変更を議論しはじめたため8月末にはパッケージは崩壊してしまっている。2011年9月6日、緊縮財政に反対する大規模なデモが行われている。

このように、危機をもってしても、政治的に困難な構造改革は実現しがたい。民主主義のもとで必要な改革を実現させる最も有効な方法は、有権者自らが改革を是認することである。これが困難なのは、危機の中で経済を立て直そうとするときに、いくつかの構造的な矛盾があるからである。財政収支を改善させるような緊縮的政策は、短期的には景気回復と矛盾する。他国との関係では、ユーロゾーンのように、他の加盟国の構造改革を推進する為には財政金融

21) Mallet (2011)。

政策の自由度を取り去る必要があるが、これらの国が危機に陥っている場合には政策を緩和せざるを得ない。また市場の安定化と投票者の支持が矛盾することもある。金融仲介をつかさどる銀行をはじめとした機関への資本注入は経済回復にとって不可欠であるが、税金を使った援助を得られないほかの産業に従事する投票者にとっては納得がいかない。そしてもちろん、市場安定化のための規制は、自由闊達な市場取引の障害になる。

この矛盾が意味しているのは、投票者や市場の意見表明は、あながち間違えてない、むしろ正しいということである。ドイツ、フィンランド、オランダ、オーストリアの有権者が「周辺国」への貸付に反対し、貸し付けるなら担保を取ってほしいという意見を政治に反映させるなら、彼らはモラルハザードの悪を指摘しているにすぎない。そして市場が、スピードが早すぎるとはしても、財政秩序を失った国の国債発行

費用を釣り上げていくとき、それは必要な財政規律を回復することを求めているのである。

他方、民主主義の赤字と言われながらも、長期的に、あるいは全体にとって望ましい政策を実行する政策担当者も必要だし、市場の動きが経済活動に大きな打撃を与えないようにするためには、ある程度市場取引を規制しなければならない。

よってこの矛盾は、いわば必要悪である。

日本はこれらの矛盾に直面して、過去20年間を過ごしてきた。これに加え、バブル崩壊後は逆資産効果と将来に対する不確実性によって消費・投資が冷え込み、低金利にも反応しなくなる。この為、財政拡大の景気刺激効果が小さく、公的債務だけが膨らみ低金利だけが続く傾向がある。米国や欧州各国は日本の政策当局が経済を回復させられないことを時に厳しく批判してきたが、今日、やはり同じ問題に直面している。

V. ソブリン・リスクと共通通貨

最後の節では、共通通貨を導入する場合にソブリン・リスクを回避するためにはどのような点に留意すべきか、欧州の経験から学ぶべき点を考える。結論を先に述べれば、欧州のように相互依存が高まった地域の平和的繁栄のためには統合しか選択肢はなく、その論理的帰結として共通通貨があるということである。そして統合を持続可能なものにするには、国家主権を譲渡して内政干渉を受け入れるしかない。それを好まない程度に応じて「オプトアウト」を求めることになるが、これが全体の安定性に及ぼす影響に注意すべきである、ということになる。

ユーロ危機の要因には、世界共通の変化にもとづく要因と、変化しない経済法則の両面がある。純粹に欧州固有の要因は無い。

欧州統合が逆戻りしている、ないし欧州の有

権者の統合に関する考え方が本質的に変わっているのだから、これが欧州固有の要因だという意見もある。しかし「考え方の変化」は、世界中で生じている。つまり、（1）「超」民主主義とも言えるほど個々の「投票者」の発言力が大きくなっていること、（2）技術革新により情報と経済活動が容易に国境を越え、グローバルに取引されるようになったこと、（3）グローバルイゼーションから利益を得る人とそれを脅威と感じる人との間で対立がおきている、ということである。これは世界的な規模で生じている変化である。

やはり欧州固有の要因として、経済的理由でなく政治的理由で統合に参加する国があることも指摘されることが多い。たしかにそのとおりで、ユーロについて言えば参加できるかどうか

を判断するための「収斂基準」はそもそも「条件」でなく「基準」にすぎなかった。参加した国のうちいくつかは、「政治的判断」で参加したとも言える。しかし、厳密に基準を満たさない国も参加を認めた背景には、政治的理由だけでなく、すでに述べたように構造改革を推進するという経済的理由もあった。構造改革が必要なのは、品質に見合わない価格での取引を人為的に成立させることが持続できないからであり、これはユーロ危機の背後にある重要な経済法則である。

これと同時に、(1) 金融政策の目標を自国経済の安定におくこと (金融政策の自律性)、(2) 為替レート of 安定または固定、(3) 資本移動の自由の三つを同時に達成できないという「不整合な三角形」もある。為替レートは非対称性があるときに動くという理論も、不整合な三角形と基本的に同じ法則を示している²²⁾。

共通通貨、あるいは欧州連合そのものが「二つのスピード」になったとしても、欧州統合が止まるわけではない。各国の相互依存度が高く、欧州の安定的繁栄を維持するという目標が不変である以上、欧州統合は続けざるを得ない。その制度設計が改変されるだけである。今回の危機が所持させる制度改変に関する限り、加盟国は国家主権 (sovereignty) を諦めなくてはならない度合いが高まると予想される。

庄司 (2011a,b) も指摘するように、制度設計の改変には二つの進め方がある。一方は「欧州連邦的アプローチ」で、欧州全体で民主的決定を行う方法である。具体的には、欧州委員会・欧州議会をはじめとする欧州機関が政策を決定し、制度改革の青写真をつくっていく。もう一つの方法は、欧州理事会を中心に進める「黄金の拘束服 (golden straightjacket)」である。庄司 (2011b) によれば、現段階では欧州はまだ後者を選んでおり「EU 法として全加盟国で直接適

用される「規則」を制定する場合に比べて、政府間協定を締結する場合には各国議会の批准を要するため、迅速な対応が妨げられがち」になる。このことは、欧州連合加盟国が「国家」という単位に固執する度合いを反映している。ただし、対応がより迅速になったとしても、「EU 法として全加盟国で直接適用される「規則」を規定する」ようになったとしても、「誰の声を反映するのか」という民主主義の根本的問題は残る。

民主主義は欧州連合加盟の条件の一つでもあり、いわば金科玉条である。民主主義のもとで、加盟国の投票者が統合の停止を選択することも可能性としてはある。選挙や国民投票以外の何らかの理由で、「オプトアウト」を求める国もあるであろう。しかし、そうだったとしても、「オプトアウト」を求めない国との経済関係は持続する。制度的にすべての統合の過程に参加しているかどうかと、他の国と依存関係にあるかどうかは、別である。つまり、統合に参加していなくても、相互依存関係が強いことがある。相互依存が強いから、お互いの経済的繁栄のためには取引の拡大が必要となる。取引が活発化すると、障壁の除去、法制度の統一が求められるようになり、やがては為替レートを固定しようという話になる。こうして経済的相互依存の強い国同士は、統合へ回帰するのである。

結局、経済的相互依存の高い国々が平和的に共栄するためには、統合以外の選択肢はない。そしてそれが通貨統合を意味しなかったとしても、程度の差はあっても内政干渉は進めざるを得ないだろう。通貨が統一されていなくても、経済的相互依存の強い相手国の経済が非常事態になれば、ほかの国は悪影響を受けざるを得ない。

どの程度の内政干渉を許すのが最適かは、地

22) 最適通貨圏の理論も為替レートが調整変数として機能しないときには他の変数が調整しなければならないことを指摘するが、そもそも調整は非対称性によって必要になるので同じことである。民主主義との関連では、Dani Rodrick (2000) が「民主主義、グローバリゼーション、国民国家」の三つを同時に維持することはできないと指摘している。

理的・政治的・経済的条件や国際環境、国の発展度合い・国同士の非対称性にも依存する。たしかなことは、ここまで統合が進んだ欧州においては、もはや内政干渉を強める以外にないということであろう。

財政赤字と政府債務が維持可能かどうかについては、すでに多くの分析がある²³⁾。永遠に維持することは不可能だとすれば、やはり財政は立て直さなくてはならない。また持続可能か否かと、持続している過程で経済状態が良好かどうかは別の問題である。日本の例を出すまでもなく、財政危機は迎えないものの経済が停滞し、デフレーションと失業率の高止まりを経験することがある。

自国だけで財政を再建できない国は、国際機関や近隣諸国の力を借りるしかない。欧州の場合は、近隣諸国（欧州統合）の力を借りることを選んでいる²⁴⁾。「欧州統合は停止すべきだ」というのが当たらない理由はここにもある。危険なのは、（1）自分で解決できない国が、外国人排斥、移民排除、反自由貿易・反市場を理由に統合を拒み、改革を遅らせて経済が悪化し、世界全体を経済的混乱に陥れること、（2）自分で解決できる国（たとえば英国）が、できない国に合わせたくないことを理由に抜けてしまい統合圏内に良い影響をもたらす国が残っていない状態になり、世界全体を経済的混乱に陥れることである。現段階では、前者の危険性のほうが高い。後者については、相互依存度の高さが

が完全に関係を断つことを事実上不可能にしていることが、このところのカメロン首相の言動にも表れている。

欧州が答えを出そうとしている問いは、「相互依存の強まる国同士の間で、平和的繁栄を維持するためには、どれほど国家主権を譲渡しなければならないか」という問いであり、これに答えなくてはならないのは欧州の国々だけではない。遅かれ早かれ、すべての国がこの問いに直面する。民主主義が台頭してからこのかた、各国はこの問題に対処する方法を模索してきた²⁵⁾。ユーロはその一つにすぎない。欧州の外にいる国々が共通通貨導入をはじめとする欧州統合の各段階を批判するとしたら、この問いに対する答として持続可能で成功する代替案を示さなくてはならない。

ユーロ加盟国は、上記の問いに対する解答の一形態を提案し、実行してみせて、どのような問題があり得るかを世界に示す結果となった。その意味でユーロ加盟は、人類のうち誰かが通って見せなければならなかった道ともいえる。現段階での結論は「共通通貨を導入するなら、非対称性がもともと小さい圏内でないかぎり、非対称性を縮小する（縮小できるような内政干渉を強制する）ことなしには危機を迎える」というものである。最適通貨圏の理論というより、為替レートの誘導型を見れば明らかであろう²⁶⁾。ユーロを批判するなら、この問題に対する別の答えを提案し、成功させなくてはならな

23) たとえば、日本に関しては土居丈朗（2006）、Sakuragawa and Hosono（2009）、欧州に関しては Afonso, Antonio and Christophe Rault（2007）、Balassone, Fabrizio et.al.（2009）、European Commission（2009）、Collignon（2010）がある。また Nikolos（2010）の Annex, Table 1 はいくつかの研究の結果をまとめている。Nikolos はブルガリア中央銀行に勤務し、新しく EU に加盟した国の視点から書いている点が興味深い。マーストリヒトの収斂基準も安定成長協定もユーロの誕生も、どれも「冷戦終焉以前からの加盟国」（Old Europe）の財政持続可能性に良い影響を与えなかったと結論付けている。

24) 欧州の中で特殊なのは英国である。今回の危機に際して実行された財政緊縮政策を見ても、70年代のサッチャー政権の政策を見ても、「外圧」ないし「外国との約束」に頼らずに自律的に均衡を回復させる政策を実行する能力は、英国において他の国に比べ高いことがわかる。英国がユーロに参加する必要を感じない理由の一つがここにある。

25) ただし勿論、民主主義以前に各国間の戦争がなかったわけではない。民主主義はむしろ、独裁者のもとで戦争が繰り返られることに対する反感から擁護されるようになった面もある。たとえば米国の南北戦争において、北部の住民が戦争に参加した理由は奴隷解放よりもむしろ、独裁者のいない「共和制」を壊されたくないという意識が強かったという研究結果がある。

26) 簡単な二国モデルを使って為替レートの誘導型を求めれば、為替レートが（一方の国ではおきていて他方の国ではおきていないという意味の）非対称性によって動くことを理論的に示すことができる。

い。

民主主義の本質を考えると、答えを、提案するのはまだしも実現させるのは容易なことではない。

ただ、欧州は米国よりも希望的になる理由がある。米国においても、制度改革が必要であることは明確である。共和党と民主党はイデオロギー的に鋭く対立し、経済を安定化させるために必要な政策をなんら打ち出すことができていない。しかし、少なくとも議会に関する限り、制度ないし憲法の改正が必要だという認識は無い。共和党にいたっては、その多くの支持者たちが憲法を聖書と同列に見て、財政赤字の削減と憲法の擁護を混同したような議論さえ繰り広げている。

少なくとも欧州では、政策担当者たちの間に、今のままでは欧州統合を続けることができず、前に進めないことが共通認識として存在する。衝突や意見の相違があることは、むしろその方向へ向けた動きがあることを証明している。トリシェ欧州中央銀行総裁は2011年6月に、ベルギー元首相のヘーホフシュタット欧州議会議員は2011年10月に、EU財務大臣を提案している。

ひるがえって、日本はどうであろうか。震災と津波と原子力発電所の事故は、日本の指導者たちに「今のままでは前に進めない」という自覚を与え、何らかの制度改革という解決法を示

唆したであろうか。

ユーロはその重要な目的を達成できなかった。このために危機を迎えた。その意味ではユーロは失敗だったと言える。しかし、ユーロを諦めたところで何も解決しない。加盟国の相互依存度は高く、為替レートの変動は経済活動を阻害する。そして統合以外に、欧州の平和的繁栄の道はないのである。

これは欧州だけに言えることではない。異なる国が平和的に共栄する確実な方法はないかもしれないが、「最も平和的に共栄できる状態はどのような状態か」という問いに対する答は、two-corner solution である。一切利害関係を持たずお互いに存在さえ知らない（意識しない）ほど疎遠であるか、相手国の平和的繁栄が自国の平和的繁栄に貢献するほどの高い相互依存度を維持することである。欧州には後者の選択肢しかない。そしておそらく世界のほとんどの国同士が、後者の選択肢しかない状態に急速に近づきつつある。

したがって、統合を進め、為替レートを安定させるとして、その程度をどれくらいにすべきかを慎重に判断すべきだという結論になる。

人類は、「為替レートの安定」と「自律的金融財政政策（非対称性を助長するような政策）」つまり「他の国と違うことの権利」との選択に悩まされ続けるであろう。

参 考 文 献

- Afonso, Antonio and Christophe Rault (2007): "What do we really know about Fiscal Sustainability in the EU? A Panel Data Diagnostic", ECB Working Paper Series No.820/October
- Begg, Iain (2010): 'Economic and Social Governance in the Making: EU Governance in Flux', European Integration Vol. 32, No. 1, pp. 1-16
- European Commission (1990): 'One market, one money An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union', Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs,
- Balassone, Fabrizio, Jorge Cunha, Geert Langenus, Bernhard Manzke, Jeanne Pavot, Doris Prammer and Pietro Tommasino (2009): "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area", ECB Working Paper Series No.994/January
- Bonnevay, Frederic (2010): "The argument for a

- Eurobond. A coordinated strategy for emerging from the crisis”, Institut Montaigne, Paris, February
- Collignon, Stefan (2010) : “Fiscal policy rules and the sustainability of public debt in Europe”, RECON Online Working Paper 2010/28, December
http://www.reconproject.eu/main.php/RECON_wp_1028.pdf?fileitem=5456450
- Costas T. Grammenos and Chong Ju Choi (1999): “The Greek Shipping Industry: Evolving Organisational Forms”, International Studies of Management and Organization, 29 (1), p.34-52
- De Le Dehesa, Guillermo (2011) : “Eurobonds: Concepts and Implications”, European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policies, Economic and Monetary Affairs, Briefing Note, IP/A/ECON/NT/2011-01, March
- 土居丈朗 (2006) : 「政府債務の持続可能性を担保する今後の財政運営のあり方に関するシミュレーション分析—Broda and Weinstein 論文の再検証—」, RIETI Discussion Paper Series 06-J-032
- Eurobarometer (2006): “Attitudes towards European Union Enlargement, Fieldwork March-May 2006, Publication July 2006”, Special Eurobarometer 255 / Wave 65.2
- European Commission (2009) : “Sustainability Report”, European Economy, Directorate-General for Economic and Financial Affairs
- European Commission (2011): “Stakeholder Consultation Paper, Commission Staff Working Paper on the Europe 2020 Project Bond Initiative”, 28 February
http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/pdf/bonds_consultation_en.pdf
- Henkel, Hans-Olaf (2011) : “A sceptic’s solution --- a breakaway currency”, Financial Times, August 29
- Hope, Kerin, Joshua Chaffin and James Wilson (2011) : “Greece defends progress on reform package”, Financial Times, September 4th
- IMF (2010a) : “Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement”, May 2010, IMF Country Report No. 10/110
- Juncker, J.-C. and Tremonti, G. (2010) : E-bonds would end the crisis; Financial Times, 5 December 2010
- 嘉治佐保子 (2005) : 「第5次 EU 拡大の経済的側面—安定成長協定の今後—」 日本 EU 学会年報, 日本 EU 学会, No.25/P.174-196 2005/11
- 嘉治佐保子 (2006) 第六章「EU の経済政策」, 『EU 統合の軌跡とベクトル—トランスナショナルな政治社会秩序形成への模索』叢書 21COE-CCC 多文化世界における市民意識の動態 17, 慶應義塾大学出版会, P.139-161
- Kaji, Sahoko (2007) : ‘The Re-launch of Lisbon: A Wake-up Call to Citizens’, The Asia Pacific Journal of EU Studies ; EUSA Asia-Pacific, V.5/ No.1/P.9-29
- Kaji, Sahoko (2010) : “What Greece teaches us about Democracy”, Journal of Political Science and Sociology, No.14 March, Center for Civil Society with Comparative Perspective, Keio University
- Mallet, Victor (2011) : “Spain’s regions urged to stick to deficit limits”, Financial Times, April 27
- Münchau, Wolfgang (2011) : “Eurozone fix a con trick for the desperate”, Financial Times, October 2
- Mundell, Robert A. (1968) : ‘A Theory of Optimum Currency Areas’, adapted from the paper in the American Economic Review, 51, pp.509-517 (Nov. 1961) and contained in Mudell (1968) , pp. 177-186, available at <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-12.html>
- Money Week (2011) : ‘Baltic states bounce back from austerity’, Sep 30, 2011 <http://www.moneyweek.com/news-and-charts/economics/europe/baltic-states-bounce-back-from-austerity-55706>
- Nikolov, Ivaylo A. (2010) : “Fiscal Sustainability Convergence: How the Crisis caught ‘Old’ Europe unprepared”, Bulgarian National Bank, 15 January 2010

- http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/fip/Paper_Ivaylo_Nikolov.pdf?310ded6ee71cfb20e3b06525757484cf 合の三角形モデル」, ジュリスト, (No.1418) 2011.3.15, pp.15-20
- Rodrick, Dani (2000) : “How Far Will International Economic Integration Go?”, Journal of Economic Perspectives, volume 14, number 1, winter, pp.177-186 庄司克宏 (2011b) : 「ユーロ危機の法制度的検証」 三田評論, 11 月号
- Sakuragawa, Masaya and Kaoru Hosono (2009) : “Fiscal Sustainability of Japan: A Dynamic Stochastic General Equilibrium Approach”, G-SEC WORKING PAPER No.26 Taylor, Alan and Manoj Pradhan (2011) : “The Great Rebalancing”, Morgan Stanley Global Economic Forum, February 18, http://relooney.info/0_New_9586.pdf
- von Weizsäcker, Jakob and Jacques Delpla (2010) : “The Blue Bond Proposal”, Bruegelpolicybrief, Issue 2010/3, 6th May
- 庄司克宏 (2011a) : 「EU 法の展開と課題 – EU 統

表 1 ESM 出資金額

Subscriptions to the authorised capital stock

ESM Member	Number of shares	Capital subscription (EUR)
Kingdom of Belgium	243 397	24 339 700 000
Federal Republic of Germany	1 900 248	190 024 800 000
Republic of Estonia	13 020	1 302 000 000
Ireland	111 454	11 145 400 000
Hellenic Republic	197 169	19 716 900 000
Kingdom of Spain	833 259	83 325 900 000
French Republic	1 427 013	142 701 300 000
Italian Republic	1 253 959	125 395 900 000
Republic of Cyprus	13 734	1 373 400 000
Grand Duchy of Luxembourg	17 528	1 752 800 000
Malta	5 117	511 700 000
Kingdom of the Netherlands	400 190	40 019 000 000
Republic of Austria	194 838	19 483 800 000
Portuguese Republic	175 644	17 564 400 000
Republic of Slovenia	29 932	2 993 200 000
Slovak Republic	57 680	5 768 000 000
Republic of Finland	125 818	12 581 800 000
Total	7 000 000	700 000 000 000

出典 : ESM 条約 <http://consilium.europa.eu/media/1216793/esm%20treaty%20en.pdf>
Annex II

表2 ESM 出資割合

Country	ESM Key (%)
Austria	2.783
Belgium	3.477
Cyprus	0.196
Estonia	0.186
Finland	1.797
France	20.386
Germany	27.146
Greece	2.817
Ireland	1.592
Italy	17.914
Luxembourg	0.250
Malta	0.073
Netherlands	5.717
Portugal	2.509
Slovakia	0.824
Slovenia	0.428
Spain	11.904

出典：ESM 条約 <http://consilium.europa.eu/media/1216793/esm%20treaty%20en.pdf>

Annex I

または EFSF frequently asked questions http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf p.15