

ポイント

ECBの金融政策、ユーロ・バブルの原因に。ギリシャ財政、ユーロ導入時から問題あり。独の国債空売り規制、足並みの乱れを露呈

小川 英治 一橋大学教授

ギリシャでは昨年10月の政権交代をきっかけとして、財政統計処理の不備が指摘され、財政赤字の規模が上方修正された。ギリシャの財政に対する信頼が失墜し、これが発端となって、ギリシャ財政危機に発展するとともに、他のPIIGS(ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン)への財政危機の波及予想が高まり、ユーロが暴落した。



経済教室

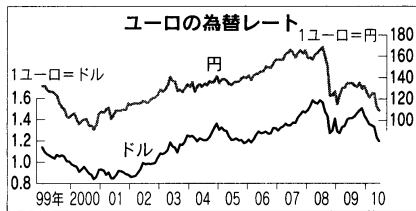
必然だったバブル崩壊

ユーロの試練

>>上

銀行(ECB)は08年9月15日にリーマン・ショックが起これるまでインフレ抑制にこだわり、金融緩和に転じるのが遅れたことである。

ユーロ・バブルは2度にわたって崩壊した。まずはリーマン・ショックが起これる1ヵ月ほど前からのユーロ暴落である。欧州金融機関がどれほどのサブプライムローンを抱えていたかがわからないため、取引相手の抱える「カワントーパティール」が高ま



融危機の影響を直接を受けていたにもかかわらず、ユーロが増値し続けていたことは、アンタメンタルズ(経済の基礎的条件から乖離(かいり)したバブルそのものであった。そのユーロ・バブルが崩

つたことの原因がある。それによって、欧州金融機関はドル流動性を確保できず、ユーロがドルに対して暴落した。その後、FRBからECBへの通貨スワップ取り決めを通じたドル流動性供給と、ECBから民間金融機関へのドル流動性供給によってユーロ暴落が止まった。

09年10月にギリシャの財政危機が起これ、再びユーロが暴落した。ギリシャの国内総生産(GDP)はユーロ圏16カ国全体の2.7%にすぎ

財政危機、波及に懸念

規律確立と政策協調を

ない。その小国の財政危機がユーロを暴落させたのは、ギリシャの財政危機そのものよりも、他のPIIGS諸国への財政危機波及が懸念されたからである。PIIGSのGDPはユーロ圏全体の35%に達する。さらに露呈した問題は、国内の納税者を気にするドイツと、国内銀行の抱えるギリシャ国債下落リスクが最大のフランスなどの中で、財政主権が統合されていないこ

とに起因するユーロ圏諸国の足並みの乱れであった。そもそもギリシャにはユーロを導入する時点から財政問題が存在していた。ユーロ導入には、欧州連合(EU)創設を定めたマーストリヒト条約に基づき、経済収斂(しゅうれん)条件(①インフレ率②為替相場③長期金利の財政赤字④政府債務)を満たす必要がある。とりわけ、財政赤字はGDP比で3%以内、政府債務はGDP比で60%以内に収まっているなければならぬ。しかし、ギリシャはユーロ導入前年の2000年において財政赤字が3.7%、政府債務が114%と、最初から条件を満たしていなかった。その後ギリシャの財政赤字が3%を下回ったのは、2.9%の06年のみであった。

世界金融危機とその後の世界同時不況の影響を受けて、ユーロ圏は08年から09年にかけて財政赤字を増大させた。ユーロ圏16カ国全体で、08年の財政赤字(GDP比)2%から09年には、0.3%、3倍強に増大した。国別ではギリシャの13.5%と並んで、アイルランドの14.3%、スペインの11.2%、ポルトガルの9.4%と高くなった。このように、ギリシャの財政赤字だけが突出しているわけではない。こうした状況は財政危機が他のPIIGSに波及する可能性を示している。

最後に、ドイツ政府が5月に導入した国債の空売り禁止は、期待するところとは異なり、ユーロのさらなる減価を引き起こした。ドイツ政府が他のユーロ圏諸国と協調せず、単独で資本規制を課せようとしたため、ユーロ圏諸国の足並みの乱れがさらに際立ってしまった。

財政危機は以下のルートで波及すると考えられる。第一に、財政赤字の大きいこれらの国がギリシャと同様に財政危機に陥り、国債価格が暴落すると投資家が予想して国債の空売り投機に走り、実際に国債価格が暴落する。これは自己实现的投機と呼ばれるものである。

第二に、ギリシャ国債の価格が暴落すると、投資家のポートフォリオに占める他の国債シェアが相対的に高くなるため、投資家は他の国債を売却して調整し、売却対象となった国債価格が暴落する。

おがわ・えいじ 57年生まれ。一橋大卒、同博士。専門は国際通貨・金融