

## 【明治大学国際総合研究所「第14回 EU 研究会」議事録】

- 開催日：2015年2月10日（火）
- 会場：明治大学駿河台校舎
- 基調報告：田中素香〈中央大学教授〉
- テーマ：「ユーロ危機を超えて—デフレか成長復活か—」

### I 基調報告：「ユーロ危機を超えて—デフレか成長復活か—」田中素香

#### 1. 長期経済停滞：ユーロ圏の諸問題

##### ➤ 米英日との成長率格差

ユーロ危機後のデフレと経済成長に関し、考えていることをお話したい。米英日およびユーロ圏は、リーマンショック後ほぼ同等に落ち込んだが、IMFによると米国は2010年から2%成長、今年3%台と予想され、英国も12年末から回復を始め、去年は3%台、15年も2%台とされる。一方、ユーロ圏は2番底から下方修正される低成長ぶり、日本はそのユーロ圏を下回ると予想されている。景気回復はアングロサクソン先行でヨーロッパ大陸が遅れるいつものパターンであり、そうなると統合が進展する局面に入ることが多い。

##### ➤ ユーロ圏：2番底と南北欧州格差

米英は金融危機を中央集権や連邦スタイル、QEの動員で克服したが、ユーロ圏は2番底に落ち込んだ。特にギリシャは6年連続のマイナス成長から去年はプラス成長に転じたものの、SYRIZAにより様子が違ってきた。ユーロ圏は米英と異なる展開を示し、特に危機国はバブル景気からリーマン危機、ユーロ危機、ポスト・ユーロ危機と厳しい状況である。

欧州の南北では失業率に格差があり、PIIGSと呼ばれる危機国は現在も2ケタの失業率が続き、とりわけギリシャとスペインが25%と深刻である。一方、北部でもフランスやフィンランドのほか、住宅ブームの破綻から銀行にダメージが残るオランダでも失業率が高まっている。失業率が下がったのはドイツで、オーストリアと共に4%台を維持している。

国民一人当たりのGDPの推移を見ると、2009年以降スペインやポルトガル、なかでもギリシャの落ち込みが激しい。また、中東欧の優等生スロベニアとチェコも厳しく、ルーマニアやブルガリアも苦しい状況にあり、ヨーロッパのセンターの成長率が低い。一方、08年と09年にGDPが20%と大きく落ち込んだバルト三国はその後立て直し、エストニアはチェコに迫るなど、ポーランドと共にキャッチアップを進めている。ユーロに参加した小国や固定相場制を死守した国の成長率が高い。

ユーロ圏の成長率は戦後最悪である。1970年代から90年代に発生した危機では、危機発生時

のGDPを100とすると、通常は5四半期を経て104ほど成長する。しかし、リーマンショック後は102.5、13年からのポスト・ユーロ危機後では101にも達していない。英米とユーロ圏には大きなギャップがあり、ユーロ圏は長期停滞の様相を呈している。

欧州委員会によると、VMS<sup>1</sup>への投資は2007年を100とすると13年は60に落ち込んだ。他のEU諸国への投資も07年第4四半期レベルにも回復せず、投資の不調が長期停滞の基本的原因となっている。これらの危機国は、バランスシート不況下にある。銀行、企業、家計が共に不良債権を抱え投資と消費が抑えられると、不況は長期化する。リチャード・クーの指摘のように、90年代からバランスシート不況で苦しんだ日本は、それを財政で抑え、政府債務は増えたものの失業率は低かった。しかし、欧州の危機国は財政が厳しく、この状況がしばらく続くだろう。ただ、財政を絞ったため財政赤字はGDP比5%以下に下がっている。欧州委員会の“Economic Forecast”(2014年11月)では、ギリシャは今年均衡、来年は黒字と予測している。経常収支もほぼ均衡に達したが、マイナス成長下での均衡であり、経済が健全化したうえでの均衡ではない。

### ▶ドイツの「一人勝ち」とその終焉

リーマン危機後、ユーロ圏で失業率が上昇するなか、ドイツではワークシェアリングとシュレーダー改革+ $\alpha$ によりトレンド的に失業率が下がった。ドイツの研究所によると、2005年に9%だった失業率が6.44%に下がっている。これはシュレーダー改革、特にハルツ法により、セイフティーネットというよりも勤労者のプレステージを失業期間中にも維持すると銘打った西ドイツ時代の失業手当に大胆に切り込むなど、労働市場改革を行ったことによる。さらに税制改革や資本市場改革のほか、新興国への輸出の急増が挙げられる。2000年と12年とを比べると中国向け輸出が約6倍<sup>2</sup>、BRI(ブラジル、ロシア、インド)向けが約5倍、中東欧向け(輸出総額に占めるシェア)が7%から10%へ、日中印を除くアジア向け(同)が6%から8%へ伸びるなど、新興国向けが成長した。一方、米国向け(同)は10%から8%へ下落し、ユーロ圏向け(同)は45%から37%まで激減した。

“Foreign Affairs”2015年1月号では、ドイツの脱欧米、親中露路線といったドイツに対する警戒感が示されている。ドイツはG7での有効需要政策の提案を聞き入れず、ウクライナ問題では英米を除いた独仏露とポロシェンコで停戦交渉を行うなど、大陸の昔の流れに戻っているのではないかと。しかし、ユーロがあるためドイツは親中露には向かわないだろう。その点では、ドイツ統一時にユーロに切り替えさせた路線は正しかったのではないかと。

外需に支えられたドイツの経済成長は、ユーロ危機のダメージや中露ブラジルの落ち込みから2013年に0.1%となった。欧州委員会も外需がドイツの経済成長を引っ張る局面は終わり、内需局面となったと予測するなど、ドイツの一人成ちは12年あるいは11年に転換したと考えられる。しかし、

<sup>1</sup> Vulnerable Member States (PIIGS+キプロス、スロベニア)。

<sup>2</sup> 2013年頃から中国が悪化しトレンドが変わる。

昨年の国内消費者物価上昇率は1.0%、単位労働コスト(ULC)は2.3%、賃金上昇率は2.4%と、成長率は下がっても賃金は上昇している<sup>3</sup>。

## 2. 「ユーロ崩壊」論について

### ➤ 危機対応:加盟国からECBへ

ユーロ危機当初、その対応は独仏(メルコジ路線)中軸の“トロイカ”支援で進んだ。ユーロ危機の第1波(ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの小国危機)はその支援により沈静化した。しかし、2011年10月のユーロ圏首脳会議で合意したEFSF<sup>4</sup>の1兆ユーロ規模への拡張に失敗し、また同年11月にギリシャとイタリアの政府崩壊が起きて、ユーロ圏各国の国家協力方式による支援は限界を迎え、ユーロ圏唯一の統合機構であるECBに責任を委ねた。そしてECBのVLTRO<sup>5</sup>により11年12月から、全加盟国を巻き込んだ危機第2波は沈静化に向かった。さらに12年4月のギリシャ離脱危機とスペイン銀行危機に始まる危機第3波もOMT<sup>6</sup>採択で沈静化した。このように、ECBの役割は大きく、東アジア危機とユーロ危機の違いはそこにあった。

危機の原因はギリシャの財政赤字の隠蔽だが、それを許したのは西ヨーロッパの銀行が資金を供給し続けたためである。ユーロ圏内では独仏等コア5カ国の大銀行がPIIGSへ資本を供給し、BISによると、その資本流入額はユーロ導入時6,000億ユーロ程度だったものが、リーマンショック前に約1兆6,000億ユーロに膨れ、その後、リーマンショックで流入は停止し、一部の国では流出が始まった。さらに危機第1波から第3波のプロセスに従い流出を続けた。これだけを見ると東アジア通貨危機と共通するバブル・アンド・バスのプロセスと同じである。ユーロ危機の原因は西ヨーロッパの銀行にあると考えている。

### ➤ 非連帯型の通貨同盟

ドイツが設計した通貨同盟は「非連帯型」である。EU基本条約125条で加盟国は当局の債務保証の責任を負うとし、ドイツが資金を拠出する必要のないシステムを設計している。また、同条約123条第1項でECBの国債直接購入を禁止し、ECBがドイツに代わり資金を出すことも阻止している。この2つの条項がユーロ危機を長引かせた主要な要因だと考えている。また、ECBには金利政策、ペイメント・システム、外為市場介入といった平時の権限のみを与え、危機時の権限は加盟国に残した。これでは危機に対応できない。これには時代の制約もあった。マーストリヒト条約の設定過程のEUエキスパートだけではなく、IMFやOECD等も1930年代型の危機を想定していなかつ

<sup>3</sup> 内閣府『世界経済の潮流 2014 II』によると、2013年、14年と中露、ブラジルへの輸出の落ち込みからドイツの輸出が減少する一方、スペインの輸出が伸びている。また、単位労働コストは絶対値でドイツはフランスやイタリアよりも低い、トレンドは共通であり、むしろスペインのほうが低下している。

<sup>4</sup> European Financial Stability Facility (欧州金融安定ファシリティ)。

<sup>5</sup> Very Long Term Refinance Operation. VLTROにより3年物資金1兆ユーロを800行に金利1%で供給。

<sup>6</sup> Outright Monetary Transactions (新規国債購入措置)。ドラギECB総裁が2012年8月にOMTを発表し、ドイツ連銀だけが反対票を投じたものの、同年9月6日に採択された。

た。

### ➤ ECBの資産の変動

ECBはFRBとのスワップ協定によるドル供給と共に、ECBの資産変動、すなわちMROとLTROにより危機に対応した。MROとLTROを介しPIIGSに流れた資金は危機前にシェア20%だったが、危機後70~80%に昇り<sup>7</sup>、特にVLTROを含むLTROの供給額が拡大して、ECBの総資産額は一時3兆ユーロに膨れた。その後ドイツ等の大銀行の返済により資産が急減するが、これが米英日にはないユーロ圏の独自性である。また、2011年後期からギリシャとアイルランドでECBの資金供給オペが減少するが、これはELA<sup>8</sup>でカバーされたためである。

ECBがユーロ金融市場の危機を吸収したもう一つの装置が、TARGET2バランス(T2B)である。ユーロ圏の決済システムは民間銀行がベースにあり、その上にユーロ加盟国中央銀行、ECBという3層構成になっている。民間銀行の資金移動(送金)により、ユーロ加盟国中央銀行の口座は入れ替わる。スペインからドイツへ資金が向かう場合、スペイン中央銀行口座から引き落とされた資金がドイツ連邦銀行口座へ入り、ECBで集中的に処理される。通常はこれらの資金輸出では民間銀行の裁定取引によりT2Bがバランスされるが、危機下ではマネーサプライがスペインからドイツへ流れ、金利差が生じても資金が戻らず累積していく。T2Bに対してはIFO研究所長のハンス=ヴェルナー・ジンによる批判があるが、T2Bは危機国の金融制度のショックアブソーバーである。

危機5カ国の経常収支赤字が増えているが、リーマンショック、危機第2波からそれをファイナンスする民間資本が流出した。東アジア通貨危機下のタイでは、1997年から98年にかけて輸入が約20%減少し、経常収支が改善した。つまり内需が減り、信用機構が崩壊しバランスした。ユーロ圏ではT2Bによる資金移転とトロイカによる資金援助があった。トロイカの資金援助は小国のみで額的に小さいが、T2Bによる資本流入が大きいことから経常収支赤字を出し続けられ、タイのようなGDPの暴落という事態は回避され、不況は軽くすんだ。また、信用機構も崩壊しなかった。これがECB、連邦型中央銀行制度の強さであり、ユーロが崩壊しなかった要因である。

### ➤ OMTによる危機鎮静化

OMTが2012年9月に採択され、金融パニックは沈静化したと考えてよい。それはソブリンのLLR(最後の貸し手機能)であり、3次元のLLRを考えている。LLR1はバジョット・ルール、すなわち個別銀行の流動性不足によるbank run(取り付け)の回避である。market runとされる1987年の米国のブラック・マンデーは29年の恐慌に匹敵するほどの株価下落となったが、グリーンズパンが思い切った信用供与を行い、恐慌への進展を防ぐことができた。

<sup>7</sup> SMP(Securities Markets Programme/証券市場プログラム)もあるが、金額的には少ない。

<sup>8</sup> Emergency Liquidity Assistance(緊急流動性支援)。ギリシャは危機のなか1,000億ユーロ規模まで拡大したが、2013年12月に100億ユーロを切った。このことから、ELAが大きな資金を供給したことがわかる。

21世紀に入り、1930年代型の危機が南欧諸国に起きると共に、米英でも発生しそうになった。ユーロ圏ではOMTで最終的に危機を防いだ。ユーロ崩壊を防いだのはユーロ中央銀行制度だといってよいだろう。2011年の8月4日、ニューヨークとヨーロッパの金融市場が共鳴した時にOMTを発動していれば、第2波の暴発はなかったのではないか。

### 3. ユーロ圏経済の日本化？

#### ▶ インフレ率の推移

ユーロ圏に日本型のデフレは起きないというのが、私の結論だ。欧州委員会は昨年11月の物価上昇予想では、スペインとギリシャのデフレを予測したが、3カ月後にはユーロ圏がデフレに陥ることはないとしている。ただし、今年1年だけユーロ圏のHICP<sup>9</sup>を-0.1%としている。ギリシャの先行きにもよるが、このトレンドは大きくは変わることはないだろう。欧州委員会の“Winter Forecast 2015”では、原油安により15年のみデフレ傾向だが、原油価格が再上昇すれば回復し、16年のHICPは1.3%と予想している。

ユーロ圏は日本型のデフレに陥らない。その主な理由は賃金上昇である。日本では1997年から98年の金融恐慌で山一証券と北海道拓殖銀行が崩壊し、長期信用銀行2行が国有化後破綻し、98年から再び落ち込んだ。この不況の中で企業は賃金引下げを含むコストカットを行った結果、物価が下落し、そのためさらに名目賃金を引き下げた。この繰り返しが日本のデフレである。しかし、ヨーロッパの場合、2007年第4四半期と14年第1四半期の民間部門の賃金を比較すると、2番底のマイナス成長下にあっても、ギリシャ以外全ての国で賃金が上昇している。原油価格の下落で物価が下がるのは当然であり、これはデフレではない。デフレとは不況が深刻化し需給ギャップが拡大することであり、構造的な物価下落、賃金カットから起きてくる。そのような真正デフレはユーロ圏では起きないと考えている。

### 4. 経済成長の展望

#### ▶ ユーロ圏経済：15年から回復へ

先の“Winter Forecast 2015”によると、ユーロ圏の成長率は昨年度0.8%、今年度1%、来年度1.8%位とされ、主要国の成長率は今年から全てプラスとなっている。ドイツの貢献が大きかった外需主導は13年で終わり、内需主導となり、ドイツの一人勝ちも終わっている。ポーランドやアイルランド、ギリシャ、リトアニアの成長率は高い一方、まだ不良債権が増えているイタリアも今年がターニング・ポイントとなり、改善するだろう。イアン・ブレマーによる2015年の世界10大リスクの一位がユーロ圏の政治だが、経済を見る限りトレンドはすでに変わっている。

ただ、ギリシャがどうなるかがわからない。ECBは2015年2月4日の政策理事会で、リファイナン

<sup>9</sup> Harmonized Index of Consumer Prices (ユーロ圏統合消費者物価指数)。

シング・オペレーションにギリシャ国債担保の特例廃止を決定し、ギリシャ銀行株等が暴落、3年物国債利回りが上昇し、厳しい状況になった。ギリシャの公的債務は2,400億ユーロとも2,500億ユーロともいわれるが、なかでもEFSF(第2次支援)の1,410億ユーロが圧倒的に大きい。このほかIMF支援(110億ユーロ)、各国バイラテラルでの第一次支援(730億ユーロ)、2010年5月からのECBによるギリシャ国債買上げ(270億ユーロ)<sup>10</sup>もあり、GDP<sup>11</sup>比で約170%となる。このままではギリシャは必ず破綻する。2015年1月14日付FT(Financial Times)によると、現在の政府債務償還スケジュールではGDP比で平均7~10%の償還を2057年まで続けねばならないとされるが、それは不可能だ。SYRIZAは当初、債務の3分の1帳消しを求めたが、バルファキスは次第に条件闘争に切り替えているようだ。ユーロ・グループ議長デイセルブルムは、ギリシャ離脱は許さないとしている。

### ➤ ECBの政策と経済成長

ECBは2014年6月からTLTRO(Targeted LTRO)により4,000億ユーロを低利(0.15%)で貸し出そうとしたが、2,100億ユーロ余しか借り出されず不発に終わった。しかし、7月からユーロ相場は下落を初めたことから、効果はあったのではないかと見られる。15年1月22日に採択されたQEでは、3月から月額600億ユーロの国債を買い始める。EUの機関債やカバードボンド、ABSがあるため、国債購入額は月440億ユーロといわれるが、ようやく日銀と並んでECBもQEに乗り出すことになった。ドイツ連銀は反対だが、QE以外に効果的な政策がなく、中央銀行としてはやらざるを得なかったのだろう。これにより世界的過剰流動性にはBoEとFRBに代わり、日銀とECBが寄与することになる。また、英米の中央銀行資産は2007年1月比で5倍に増えたが、ユーロ圏は2.5倍から2倍へと縮小した。

QEに関しては、長期金利の引下げ、資産効果の上昇、資産効果を媒介した消費の引上げが見込まれるが、その効果は米国の場合でもはっきりせず論争がある。また、MBSも市場自体が小さく、米国のような効果は出ないだろうが、デフレ防止と共に、うまくいけば経済成長、ユーロ相場下落が見込まれる。だが、ドイツ連銀は123条第1項で問題があるとしてQEに反対する。また、ブリュッセルのシンクタンクCEPSのダニエル・グロスは、銀行資本主義であるヨーロッパでは、米英型(証券資本主義)QEは効果がないと分析している。そのほか、デフォルトした際の負担や、危機国への効果は薄いなど課題があるが、結局ユーロ圏各国のGDP比で購入することになった。

### ➤ ドイツ経済白書等のOMT批判

2013年版「ドイツ経済白書」では、OMTによりユーロ危機が沈静化したと認めるものの、OMTは

<sup>10</sup> 日経(17.01.2015)による。第1次支援(ローン)は利子5%超、第2次支援は調達コスト+1ベース。IMF支援額はFTでは240億ユーロ(第1次支援のうち455億がユーロ圏政府、残り275億ユーロがIMF)。このほか民間借入が540億ユーロ(FT)。FT合計は3,170億ユーロ。EFSF分1,410億ユーロはESMが継承。

<sup>11</sup> 2014年のギリシャのGDPは1,820億ユーロ。

財政ファイナスであると捉えている。反対派はドイツ連邦憲法裁判所へ訴訟したが、そこでは判断できず、欧州司法裁判所へ判決を求めた。OMTが条約違反と判決を下せば、再びユーロ危機へ舞い戻ることになり、さすがに彼らもその責任は負えない。そこで欧州司法裁判所の判断となり、今年1月14日に、金融政策はECBの専権とするクルス・ビラス法務官の見解がでた。この見解に法的拘束力はないがEUの司法裁判所は法務官の判断に従うのが通例ということで、OMTやQEを違法とするドイツ、とりわけドイツ連邦憲法裁判所に対して批判する判断を示した。それが1月22日のQE採択に対する追い風となった。

ギリシャはこのままでは必ずデフォルトに突入する。SYRIZAからも良い提案が出されているため、それらを取り入れながら、妥協してもらいたい。成長戦略としてはユンケル欧州委員会委員長の成長イニシアチブがあり、それが実るように独仏はもう少しテコ入れをしてくれることを希望する。政府債務問題は2050年くらいまで問題となってくるため、現段階でたいへんな国から手を付けていったほうがよい。

## II 質疑応答およびディスカッション

- ドイツの一人勝ち、失業率ではオーストリアと二人勝ちの状況で、フランスとの格差は大きい。このあたりにユーロの運営がうまくいかないポイントがあるのではないか。
- 1970年代から独仏にはインフレ格差によるギャップがあった。成長率は若干フランスが高かったが、今回は産業力格差になっている。フランスはユーロ導入により、マルクのような強い通貨を持てるとポジティブに捉えたが、対労働コストの上昇から競争力を失い現在の状況に陥った。昨秋、あるエコノミストがフランスの政府関係者に対し、そろそろシュレーダー型改革の時期ではないかと語ったところ、フランスはあの時のドイツほど追い込まれてはいないと言われ絶句したそうだ。オランダ大統領の人事を見ると、有効需要拡大よりも緊縮財政により競争力を付けようと考えているようだが、思い切った手を打っていない。シラク政権ではジュペランによりシュレーダー型改革を導入し、労働市場改革を目指したが、ゼネストのなかで頓挫した。
- ますますフランスとドイツと差が開くのではないか。
- そのため、シュレーダー改革のようなものを取り入れるのも一つの方法だろう。
- インフレーション・ターゲティング政策を取った時はミッテラン政権であった。そのため、社会党政権が改革できないと決めるわけにはいかない。
- ドイツはこの先10年くらいどうであろうか。
- 対労働コストも他国なみに上昇したため、シュレーダー改革がまた必要だろう。シュレーダーは“ヨーロッパの病人”と言われた99年くらいから2003年まで税制改革等を進め、それから10年たった。あるECB専務理事は、ドイツは過去の実績の上に寝ころがり何もしていないと批判する。

- ドイツでは「インダストリー (Industrie) 4.0」が盛んに語られている。これは製造業の強さにITの要素を加えるもので、業種横断的な波及力があるのではないか。問題はドイツの一人勝ちではなく、そういう革命が周辺国に普及するかだ。IT等先進的分野では、国境をまたいで手を組むことが多い。
- 「インダストリー4.0」ではドイツ企業間でネットワークを組むつもりだ。フォルクスワーゲンなどはヨーロッパに生産拠点を 60 近く持つが、さしあたりドイツ企業間ではないか。
- ドイツのITの応用力は高いが、それが全ヨーロッパに波及するかは、はっきりしない。
- ユーロ安の効果はどのようなものか。
- ユーロ安はユーロ圏内には効果はないが、ユーロ圏外への輸出を伸ばす。ユーロがドイツの実力以上に安くなっている。ドイツは輸出競争力を相当持っていると考えてよいだろう。
- ロシア、ブラジルもそうだが、中国が今年のリスクの一つであるように、新興国の成長力が落ちている。そのため、需要面でユーロ圏にテコ入れしないといけない。有効需要政策をとったほうがドイツのためだろう。内向的発展というのだろうか、そういう時期にきている。
- しかし、ドイツ・イデオロギーのもとでは、有効需要政策を打つことは難しい。
- OMTのように、ドイツ単独では対応できないこともある。有効需要政策も可能ではないか。
- ユンケルは自己資本が少ないにもかかわらず無理をしている。他国の資金を活用し、財政資金ではない形にすればよい。
- OMTやQEに対するドイツの批判はどの程度か。
- OMTはドイツ連邦銀行が反対したが、ドイツ政府は何も言わなかったため市場が信頼した。
- 1970 年代にフランスとイタリアが「スネーク (共同フロート)」を作ったが、英国、イタリア、フランスが離脱し「ミニスネーク」となり、ドイツはオーストリアとつながっていた。今はフィンランドが入ったミニスネークの状態である。“Frankfurter Allgemeine”紙の 2014 年 10 月の社説に、ドイツはフランス、イタリア、スペインといった全ての大国と対立し、ドイツをバックアップするのは北の小国だけだとあった。ショイブレはこのことを十分理解しているが、国民の意思があり対策が取れない。そのため、ドイツが包囲されるシチュエーションを形成すればよい。
- ドイツ連邦銀行はECBの決定では一票を持つだけで、ECBの運営に関して問題はない。問題は財政だ。
- フランスのリーダーシップが上がらないと、バランスがとれない。
- 中央銀行資産の増加に関して、どのように考えるべきか。QEでは、期待による効果がなかった。しかし、他の中央銀行と比べると、まだ行える政策があるのではないか。
- 米国のような効果はないだろう。長期の経済停滞には心理的要因がかなりある。イタリア等がディプレッスされているためQEで心理的要因を変化させ、さらに財政で押して上げれば効果が出る。
- 「機関車論」(1978 年のボンサミット)により米国に追い立てられ、日本がバブルに向かったことを反面教師にしているという話もある。



- “Frankfurter Allgemeine”紙では、赤字財政で成長率が伸びるならば、日本は世界のトップを走っていると、他山の石として日本を引用している。しかし、失業率の面がある。
- EU は日本型デフレに陥らないということだが、受給ギャップが大きいなかで調整されるべき賃金が下がらない。調整すべきところで調整が起きず、どこかで歪が出るのではないか。
- ユーロが下がればよい。政府債務の削減には、名目成長率が国債金利よりも高くなる必要があるため、インフレ率は少し高いほうがよい。IMFのオリヴィエ・ブランシャールは4%が適切だとしている。どの中央銀行も2%が適切とするが、インフレ4%のなかで2%成長すれば、債務も切り崩せる。
- 外に対しては為替レートで調整していけばよいと思うが、デフレは好ましくない。
- 日本の場合には円相場が上昇したため、デフレで切っていくしかなかった。円安が進めば両立し、受給ギャップ縮小の方向に動く。受給ギャップはドイツを筆頭にどの国も改善している。
- ギリシャの政府債務が高すぎると、将来的に債務再編が必要となる。ギリシャの新政権が、ECBの保有国債やEUの資金融資を削減することは、非救済条項から難しいのではないか。
- ESM債を発行しギリシャに融資し、それでギリシャはECBが保有する国債を買い戻す等、借り換えによる方法がある。もう一つはローン切り捨てである。第1次支援の530億ユーロはバイによる。それを免除したらどうか。
- バイの場合はEU条約に引っかからないのだろうか。
- バイは引っかからないと思う。第2次支援からはESMであり、EUの規則に合わせるしかない。グッドハートやスティグリッツがFTに投書をし、ギリシャの成長率が3%以上になった場合に債務の利払いを始める、あるいはピークから20%以上落ち込んだギリシャのGDPが半分回復した時点から利払いを始め、それまではESMなどが救済金を発行すると提案をしている。実際に融資をしたのはアイルランドと、ポルトガル等で、これらのGDPはユーロ圏の5~6%である。ここで思い切って債務を削減すべきではないか。ともあれ、ギリシャのユーロ圏離脱となると大混乱に陥る。
- 少なくとも離脱論がドイツにもギリシャにもない。やはり条件闘争の可能性はある。
- 条件闘争になるだろうが、現状は厳しい。特にECBが担保条件を切ってしまった。ただ、FTの社説では、これは政治的に早期決着を促すECBの戦略だと捉えている。
- 国債購入は各国出資比率によるとなると、ドイツの国債発行の80%以上をECBが買うことになる。
- ECBは国債を保有するが、基本的にローンであり、ローンは借り換えができる。ESM債の発行条件をギリシャは嫌うが、ある程度条件をのみ、借り換えを行えばよいのではないか。
- ギリシャがユーロ圏を離脱するならば、法律的にどのように対応するのか。リスボン条約にはEU離脱規定はあるが、ユーロ離脱規定はない。
- ギリシャのリーダーたちはギリシャの離脱を受け入れないだろう。また、ヨーロッパもそうだ。地政学的にギリシャはバルカン半島やトルコと接し、地中海を渡ればシリアがある。
- EUに加盟したままユーロを導入しない選択肢はないのか。

- 英国やデンマークのようなオプトアウトを持っていれば別だが、それはない。
- そこは灰色ではないか。
- 少なくとも欧州委員会の法律の専門家はできないと言っている。ユーロ圏からの離脱というルールは存在しない。ユーロ圏から出て行くためには、EUから離脱するという方法はある。
- 仮にEUには残るが、ユーロから離脱すると、法解釈的にもルールはないのか。
- 2010年5月の大混乱は、ルールがないため投資家がユーロの投げ売りを始めたことによる。
- EU条約改正には全会一致が必要であり、それでは間に合わない。
- ユーロ圏から離脱しEUに残留すると、EUの負担が別の意味で増す。そのため、ギリシャをユーロ圏に残し、ある程度ルールを緩めるのが賢明だ。ギリシャはユーロ圏のGDP2%の国であり、対応は可能だ。ギリシャ離脱によりユーロ圏全体が混乱するとなると、大変なことになる。
- PASOK(全ギリシャ社会主義運動)やND(新民主主義党)に任せられずSYRIZAとなったが、SYRIZAも「独立ギリシャ人党」も一枚岩ではなく、国民の強固な支持を得てはいない。
- ECBの担保問題と関係し、ギリシャの銀行制度も心配だ。短期間で決着させねばならない。
- ユーロバロメータの国民調査では、ギリシャ国民の70~75%はユーロ支持である。そこから、ギリシャのユーロ離脱は考えられず、妥協点が出てくるのではないか。