

【論 文】

通貨同盟における財政規律： 政府債務の波及効果とモラル・ハザードの視点から*

岩 村 英 之

【要 旨】

財政・政治の統合を伴わない、通貨だけの統合は長期的に維持可能であろうか。近年のユーロ圏における政府債務危機を契機として、共通通貨が生き延びるためには財政面での統合が必要不可欠であるという議論が勢いを得ている。その背景には、通貨同盟の成立によって同盟諸国が中央銀行による救済を期待し、放漫財政に走るという考えがある。同盟諸国の財政破たん欧州中央銀行（ECB）による救済は、ユーロ圏に強力なインフレ圧力を生み出し、やがて人々はユーロを手放すとされる。しかし、このようなモラル・ハザードが起こるためには、ECBが同盟諸国を救済するインセンティブを持つことが必要条件である。そして、ECBのインセンティブのひとつの源泉は、一国の債務危機が同盟全体に及ぼす波及効果である。本稿では、単一通貨圏としての既存の連邦国家における地方政府債務の波及効果を推定した実証研究を比較検討し、(1) 地方政府間の波及効果を支持できないが、(2) それらの研究が通貨同盟における波及効果を判断するには不十分であることを論じる。加えて、(3) 多くの研究において貸し手のモラル・ハザードの存在が示唆されていることを明らかにする。

1. はじめに

ギリシアを契機としたユーロ圏諸国の政府債務危機を経て、通貨・市場以外の分野における統合促進の必要性、特に政治・財政の統合の必要性が活発に議論されている。この背景には、通貨統合には加盟国政府の財政規律を弱める作用があり、そして加盟国政府の債務危機こそが制御不能なインフレを通じてやがて共通通貨の危機をもたらす、という考えがある⁽¹⁾。実際、欧州統合の推進者たちは、統合の設計段階から各国政府の財政赤字に歯止めをかけることに腐心しており、それはマーストリヒト条約の収斂基準や安定成長協定（Stability and Growth Pact, SGP）に明確に表れている。

そして、2010-2012年の債務危機がSGPの効力に疑問を投げかける事件であると解釈するなら

ば、より直接的に加盟国の財政を縛ることが必要になる。すなわち、SGPのように各国政府の財政赤字・債務（のGDP比）に数量的な上限をかけるところから、さらに踏み込んで各国の財政に関する決定権を部分的に取り上げてしまうのである。具体的には、たとえば現在加盟国が保持している徴税権の一部、あるいは大部分を「EU政府」に委譲するというような話になるであろう。これは、加盟国の税収のかなりの部分をEUに帰属させ、その支出内容を加盟国政府ではなくEUが決めるという「財政同盟」を意味する。それは、EUが単なる経済同盟を超えて、広い意味での政治も含めた連邦国家のような形態へと近づくことをも意味する。

はたして、ユーロ設計者の考えたように、通貨統合そのものに財政規律を弱める作用が備わっているのだろうか。そうであれば、ユーロの存続には財政面での統合が必要不可欠となり、この先に

は連邦国家への道が待ち構えていることになる。一方で、共通通貨がそのような性質を備えていないのであれば、過剰な政府債務の要因は別のところにあり、財政面での統合は必ずしも必要でない。政治的に独立しつつ共通の金融政策に従うという、前例のない形態が安定的に維持されることも夢ではなくなる。

本稿では、通貨同盟が参加国の財政規律に与える影響について、最初に理論的な観点からの研究を概観し、鍵となる概念として「同盟国政府による債務危機の波及効果」を導出する。続く後半では、そうした波及効果の有無を実証的な観点から検討した研究を概観し、通貨同盟が財政規律に与える影響について、利用可能なデータに基づいた現時点での評価を提示する。

2. 地方分権論からのアプローチ

2.1 連邦国家の地方財政と通貨同盟の加盟国財政

通貨同盟は必然的に財政同盟へと発展し、したがって将来的には連邦国家のような形態をとるであろう。この仮説を支えるもっとも重要な仮定のひとつは、通貨同盟は加盟国政府の財政規律を悪化させるというものである。はたして、複数の国家が共通通貨を採用し、共通の中央銀行を持つことで、それ以前と比較して加盟各国の政府はより多くの支出を行うインセンティブを与えられるのであろうか。この仮説の妥当性を議論する上で、地方分権の分野における研究成果が多くを示唆を与えてくれる⁽²⁾。

ここでの議論は、「通貨同盟において同盟国政府の財政政策をどこまで中央に委譲すべきか」という、中央集権の程度に関するものである。一方、地方分権論においては、「中央政府の財政に関する決定権をどこまで地方政府に委譲すべきか」という、一見すると反対方向の議論がなされている。しかし、両者は、財政の分権化にはメリット（便益）とデメリット（費用）が存在し、完全な中央集権や極度の地方分権といった両極の解は最適ではないと考えている点では共通である。したがって、通貨同盟における財政の集権化を考える際に、

地方分権論において成されてきた分権化の費用・便益の研究は重要な示唆を持つと考えられる。

加えて、通貨同盟自体を高度に（財政面での）分権化が進んだ連邦国家とみなすことができる（Wyplosz 2006）。通貨同盟において、少なくとも初期の段階では同盟国政府は財政に関して大幅な裁量権を持つ。しかし、通貨同盟へ参加した今、自らの裁量権の及ばないより上位の主体（同盟の中央銀行、同盟政府）がいることは間違いない。このように、既存国家における地方政府に較べればはるかに大きな裁量権を持つが、もはや単独国家の政府のような独占的な権力は持たないという意味では、通貨同盟自体を極度に分権化の進んだ「連邦国家」と見ることも可能であろう。したがって、通貨同盟を分権化のスペクトルの中に位置づけることで、地方分権論における議論から重要な示唆が得られると期待される⁽³⁾。

2.2 財政の分権化の費用・便益

なお、近年の世論などを見ていると、地方分権は無条件によいものであるという前提が形成されているようである。したがって、通貨同盟を地方分権の類型とみるならば、分権化と反対に財政統合を進めることなど時代に逆行すると安易に考えてしまいがちである。しかし、学問研究においてはそこまで明快な合意は形成されていない。特に地方政府の財政規律について言えば、分権化の推進が財政規律を改善するのか、それとも悪化させるのかは決着を見ていない（Baskaran 2012）。実際、一方では分権化の推進は地方政府の財政規律を高めると主張され、他方では地方政府の財政赤字・債務を膨張させると主張されているのである。

このように正反対の主張がなされる背景には、財政の分権化が地方政府のインセンティブに2つの反対方向の効果をもたらすことがある。第一に、分権化によって Tiebout (1956) の「足による投票」が機能し、放漫財政に陥る政府がペナルティを受けるようになる。すなわち、人々は将来の増税が期待されるような無計画な支出を行っている地方政府の下を離れ、計画的な財政運営を行っている地方政府の下に居を移すようになる。結果として、

前者は課税ベースを失って苦境に陥り、後者は潤沢な税収を得るようになる。このように、分権化は地方政府を、将来の増税を期待させるような、したがって将来のデフォルト確率を高めるような財政運営から遠ざける効果を持つのである。これが、分権化のプラスの効果である。

第二に、一方で分権化によって支出の額および内容を決定することのできるようになった地方政府は、他方で債務返済に支障をきたす際には中央政府が救済に乗り出すことを期待し、返済能力を超えた借入れを行って大規模な支出を行うかもしれない (Goodspeed 2002, Wildasin 1997)。また、住民自身も将来の増税ではなく中央政府による救済を期待し、地方政府により多くの支出を求めるようになる可能性がある。すなわち、分権化は地方政府に返済不能な債務を積み上げる誘因を与えるのである。これは、モラル・ハザードという分権化の負の側面である。

本稿は、連邦国家における地方政府の財政問題と通貨同盟における同盟国政府の財政問題の間に重要な類似点があるという考えに基づき、地方政府に関するいくつかの実証研究の結果を引きながら、通貨同盟においてこのモラル・ハザードが生じる可能性を考察していく⁽⁴⁾。しかし、ここではそれらを見る前に、地方分権の議論を通貨同盟にどこまで適用できるのかを考察するため、地方分権の議論との相違点について少し詳しく見ておこう。

2.3 地方分権論からのインプリケーション：共通点と相違点

すでに論じたように、通貨同盟における加盟国政府の財政規律の問題と既存国家における地方政府のそれとは似ているが、どの点で類似していてどの点で異なっているのだろうか。ひとつの中央銀行に対して複数の財政主体—中央集権化された金融と分権化された財政という組み合わせにおいて、通貨同盟と分権化の進んだ主権国家は類似している (von Hagen and Eichengreen 1996)。すなわち、通貨同盟において加盟国政府は独自に税を徴収し、その支出も独自に決定し、借入れによっ

て支出をファイナンスすることもできるが、金融政策には決定権を持たず、単一の金融政策の影響を受けている。同様に、ある程度分権化の進んだ国家であれば、地方政府は相当規模の自主財源を持ち、支出内容についても独自に決定できる範囲が広く、金融市場である程度自由に借入れを行うこともできるが、やはりその国の中央銀行の政策決定に介入することはできず、単一の金融政策に服している。

一方で、通貨同盟と既存の連邦国家の間には大きな違いもある。第一に、中央政府に対する地方政府（通貨同盟の場合は加盟国政府）の財政規模の大きさである (Bordo et al. 2013)。

第二に、地方政府の財政に対する自由度が大きく異なる。すなわち、De Grauwe (2012) も指摘するように、既存国家の地方政府のほとんどは財政赤字に対して「自主的に」何らかの制約を課している。そして、Henning & Klessler (2012) は歴史上の事例を詳細に検討し、上位の政治主体から課される制約より地方政府が自ら課す制約のほうが、財政規律に対して有効であると結論している。一方で、通貨同盟における地方政府は主権国家であり、財政に関する裁量度は既存国家の地方政府とは比較にならない⁽⁵⁾。

以上のように、中央政府に対する予算規模の点においても、財政政策の実質的な決定権の点においても、通貨同盟における「地方分権」の進展は既存の連邦国家を大きく凌駕しているのである。これは、次節で見るように、連邦国家の事例をそのまま通貨同盟に当てはめることの妥当性に対して疑いを投げかけるものである。

しかし、逆に考えれば、これは通貨同盟を「極度に分権化の進んだ国家」と見ることで、地方分権の枠組で分権化の進展が「地方」政府の財政規律にもたらす効果を考察することができるとを示唆する。すなわち、既存の連邦国家における地方政府の財政規律の事例について、「分権化の『進展』がどう作用するか」という観点から検討を加えることで、分権化が究極的なレベルまで進行了した場合（すなわち通貨同盟）における財政規律の問題にも答えることになるのである。

表 1 連邦国家と通貨同盟の比較

		既存の連邦国家	欧州通貨同盟
共通点	分権的な意思決定システム	単一の金融政策とある程度独立した複数の財政政策（Wyplosz 2006, von Hagen & Eichengreen 1996）。	
相違点	地方政府予算の相対的規模	中央集権国家に較べれば大きい。カナダでは地方政府の支出は GDP 比約 20%（Landon & Smith 2007）。	非常に大きい。ユーロ圏では EU 政府の予算は加盟国 GDP の 1%（Bordo et al. 2013）。
	財政制約	地方政府自らが課す制約が中心（De Grauwe 2012, Henning & Klessler 2012）。	EU レベルで課される上からの制約（安定成長協定）が中心。
	救済する能力を持つ主体	連邦政府および中央銀行。	中央銀行（ECB）および他の同盟国政府。
	政治権力の集中度	中央集権国家に較べれば低い。	非常に低い。

（注）筆者作成

通貨同盟における財政規律の問題と地方分権の問題には、他にも注意すべき相違がある。すなわち、主権国家には地方政府から見て中央政府と中央銀行という 2 つの上位主体が存在するのに対し、通貨同盟では事実上中央銀行が唯一の上位主体である。通貨同盟には、少なくとも初期の段階においては主権国家における中央政府に相当する存在（同盟政府）がない。なぜなら、それこそがまさに通貨同盟の通貨同盟たるゆえんだからである。政治や財政の統合を伴っていないからこそ、通貨同盟なのである。そのような強力な中央政府が存在するのであれば、それはもはや「通貨」同盟ではなく連邦国家と呼ぶべきであろう。

さて、通常、既存国家において最初に地方政府の救済に乗り出すのは中央政府である。一方、通貨同盟においてはそもそも地方政府を救済できるだけの財政規模を持つ中央政府が存在しないため、救済のプレッシャーは唯一の上位主体である中央銀行のみにかかる⁽⁶⁾。ところで、中央銀行による救済は中央政府によるそれに比べてインフレ圧力に変化しやすい。したがって、インフレへの脆弱性という観点からは、通貨同盟における同盟国政府のデフォルトは既存国家における地方政府のデフォルトと少し次元の違う問題となる⁽⁷⁾。

さらに、権力の分散の度合いも大きく異なる。通貨同盟は政治同盟とは明確に異なり、政治権力

はかなりの程度分散されている。したがって、同盟諸国に対して特定の行動を強制的に履行させるような強力な政治的主体は存在しない。このことが、中央集権化され、ある程度の権力を持った（したがって何らかの履行を強制する力を持つ）中央政府を有する既存の連邦国家に比較して、通貨同盟における財政制約の信頼性を低下させる可能性がある。一方で、救済を期待できる主体（中央銀行）は存在するという矛盾は、特に初期の通貨同盟に特有のものかもしれない。

以上のように、「中央集権化された金融政策と分権化された財政政策」という組み合わせは通貨同盟と既存の連邦国家に共通の特徴であり、通貨同盟を既存の連邦国家になぞらえる視点は有用である。しかし一方で、財政分権化の度合いについて両者の開きは大きく、連邦国家の知見の単純な適用は通貨同盟の評価を誤らせる可能性がある。したがって、既存の連邦国家がさらに分権化を進めた場合の姿を想定することは、通貨同盟の姿に近づく有効な手段となると考えられる。

以下、本稿ではこのアプローチによって、通貨同盟における加盟国政府のモラル・ハザードの可能性を考察していく。

2.4 通貨同盟の 2 つの効果

De Grauwe (2012) は、ひとつの中央銀行と複

数の財政主体という観点から、通貨同盟が同盟国政府の財政規律に対して相反する２つの影響を及ぼすとしている。最初に、共通通貨を持つことで、同盟国の間には債務危機に陥った同盟国を救済するインセンティブが生ずる。これによって、各国政府は他の同盟諸国からの救済を期待し、維持不可能な債務を積み上げる誘因を持ってしまう。これが、通貨同盟の負の側面である。次に、複数の国が単一の通貨を共有するということは、政府債務を吸収する有効な手段（中央銀行による政府債券の引き受けあるいは買い切りオペ）をひとつ失うことを意味する。同盟各国にとって中央銀行はもはや遠い存在であり、自前の中央銀行を持っている場合に比較して、中央銀行に債務を引き受けさせることは格段に難しくなる。これは、同盟各国政府から見れば予算制約がより厳しくなることを意味し、したがって財政規律を改善する方向に作用する。

以上の議論にはいくつか問題点がある。第一に、通貨同盟諸国はなぜ他の同盟国政府を債務危機から救済する誘因を持つのだろうか。この議論の背後には、通貨を共有することで何かが変化し、他国政府の債務危機を放置しておくより救済することが合理的な選択となるという仮説が存在する。通貨統合は、同盟諸国および中央政府・中央銀行のインセンティブをどう変化させるのか。この点を明らかにする必要がある。

第二に、独自の通貨を持つ既存国家の中央政府と比較して、通貨同盟において独自通貨を持たな

い同盟国政府は債務をマネタイズしにくいという仮説はどこまで妥当であろうか。通貨同盟の負の効果で論じられているように、通貨同盟によって同盟諸国の間にお互いを救済する誘因が生まれるのであれば、同盟国政府が一致して中央政府にプレッシャーをかけ、結局地方政府の債務問題は中央政府の債務問題になってしまうのではないか。そうであれば、金融政策に直接アクセス可能な中央政府と、アクセスの限られた地方政府との間に実質的な差はなくなってしまう。

De Grauwe の議論に従えば、通貨同盟は同盟諸国の財政規律に正負両方の効果を持つため、ネットの効果は実証的な問題になる。そこで、De Grauwe はいくつかの簡単な数字を見ることで、通貨同盟の財政規律に対する効果について示唆を得ようとしている。具体的には、通貨同盟形成以前の欧州各国政府（正確には EC 加盟国政府）の財政赤字の平均と、既存の連邦国家の地方政府の財政赤字の平均とを比較している。既存国家は、まぎれもなく複数の地方政府による通貨同盟である。そこで、既存国家における地方政府の財政赤字から、通貨同盟における同盟諸国政府の財政赤字の傾向を読み取ろうとしている。

表 2 のとおり、オーストラリアを除けば、既存国家における地方政府（すなわち通貨同盟の同盟国政府）の財政赤字は、通貨同盟に参加していない国（ここでは EC 加盟国）の財政赤字に比較して圧倒的に小さくなっている。De Grauwe は、大

表 2 地方政府の財政赤字（対歳入比、加重平均）

アメリカ（1985）	+10.9%
オーストラリア（1986-7）	-10.1%
旧西ドイツ（1987）	-6.4%
カナダ（1982）	-0.4%
スイス（1986）	-1.3%
EC（1988）	-10.1%

（注）EC については、各国中央政府の財政赤字の加重平均。

その他は、地方政府の財政赤字の加重平均。

出所：De Grauwe（2012），p.222 の Table 10.1.

まかにいってこの結果を通貨同盟が財政規律を改善することの証拠としている。

この De Grauwe の解釈にはいくつかの問題がある。第一に、2.3 節で論じたように、既存の連邦国家の地方政府はほとんどの場合財政赤字に対して自主的に何らかの制約を課しており、加えて連邦政府から課される制約より地方政府が自ら課す制約のほうが有効である。一方で、EC 諸国のほうは財政赤字・政府債務残高に対して、外的な制約はもちろん内的な制約もほとんどない。したがって、既存国家における地方政府の財政赤字の大きさには、De Grauwe の主張するような通貨同盟の効果に加えて、こうした自前の制約の効果も混ざり込んでいることになる。これは、通貨同盟の効果がプラスであるどころか、マイナスである可能性すら否定できないことを意味している⁽⁸⁾。

したがって、通貨同盟の財政規律への効果を検討するためには、地方政府の財政赤字に対する外的・内的な制約の効果を取り除く必要がある。すぐに思いつくのは、外的・内的な制約がほとんどない既存国家の地方財政と比較してみることである。問題は、そのような国家が存在するかである。De Grauwe も指摘しているように、ほとんどの地方政府はなんらかの形の内的な制約に服しているので、そのような国家をさがすのは難しいかもしれない。また、その事実こそがまさに通貨同盟の予算制約を緩める効果を示唆しているとも考えられる。すなわち、通貨同盟は地方政府の予算制約を必然的に緩めてしまうからこそ、ほとんどの既存国家においては何らかの財政制約が課されているとも考えられる。

第二に、これも 2.3 節で論じたように、単純に比較するにはあまりに分権化の程度が違いすぎる。すなわち、既存国家の地方政府と欧州通貨同盟の同盟国政府では、財政の自由度が大きく異なる。たとえば既存国家の地方政府はどの程度自主的に支出内容や支出額を決定できるのであろうか。また、収入をどの程度コントロールできるのであろうか。公債発行による資金調達はどこまで自由なのか。地方政府はユーロ圏の各国政府に比べて、はるかに自由度が低いと想像される。そし

て、そもそも裁量の余地が狭いゆえに赤字が少ないのであれば、それは通貨同盟による予算制約のハード化というよりは、分権化の度合いが低いことの効果と見るべきであろう。したがって、既存国家における地方政府を見る際には、分権化の度合いを考慮しなければならない。

また、既存国家が地方政府の財政に関する権限を取り上げることで通貨同盟を維持しているのであれば、それはまさに分権化の観点から通貨同盟を議論することを正当化するものであろう。

以上をまとめれば、次のようになる。既存国家を通貨同盟とみなして、地方政府の財政規律をもって通貨同盟の同盟国の財政規律を類推しようとするならば、次の 2 点を特に考慮しなければならない。すなわち、地方政府に課される外的・内的な財政制約の効果と、地方政府の（ユーロ圏諸国政府と比較すれば）低い財政自由度である。これらは既存国家における地方政府の財政規律を高める効果を持つため、それを分離しなければ通貨同盟の効果を過大評価することになる。したがって、既存の連邦国家を通貨同盟になぞらえ、地方政府の財政状況から通貨同盟が欧州諸国の財政規律に及ぼす効果をストレートに類推することは難しいと考えるべきだろう。

3. 中央政府・中央銀行・同盟政府のインセンティブ

3.1 地方政府債務の波及効果－借り手のモラル・ハザード

前節では、地方分権論の文脈から、通貨統合が同盟国政府の財政規律に相反する 2 つの効果をもたらし得ることを議論してきた。すなわち、一方で地方政府間の競争を促進することで財政規律の改善をもたらし、他方で中央政府・中央銀行による救済を期待させることでモラル・ハザードの行動を引き出し、財政規律を悪化させると考えられる。第 1 節で述べたように、本稿では通貨同盟の財政同盟への拡大可能性という観点から、モラル・ハザードの可能性について検討していく。

モラル・ハザードの発生において鍵を握るのは、

通貨同盟における中央銀行および既存国家における中央政府のインセンティブである。すなわち、同盟国あるいは地方政府が中央銀行あるいは中央政府の救済を期待して放漫財政に陥るのは、中央銀行・中央政府が加盟国・地方政府を救済するインセンティブを持つからである。ひとたび加盟国政府・地方政府が債務危機に陥れば、中央銀行・中央政府にとってはもはや救済することが合理的であり、さらに加盟国・地方政府がそのことを知っているからこそ、救済を期待して財政赤字を積み重ねることが合理的となるのである。救済のインセンティブが存在しなければ、加盟国・地方政府は自分たちが債務危機に陥っても救済されないと合理的に予想し、予めそのような放漫財政に陥らないよう自制するであろう。このように、モラル・ハザードの鍵を握るのは中央銀行・中央政府のインセンティブなのである。

では、なぜ中央銀行・中央政府は危機に陥った加盟国・地方政府を救済することに合理性を見出すのであろうか。ひとつの重要な理由は、同盟国間あるいは地方政府間の波及効果の存在である。ここで言う波及効果とは、通貨同盟内のひとつの国（既存国家のひとつの地方政府）の債務危機によって、必ずしも危機的状況にはない他の同盟国政府（地方政府）がより高いリスクプレミアムを要求されるようになることを意味する。このように、通貨同盟内のひとつの国（あるいは既存国家のひとつの地方政府）の債務危機がその国のみならず他の同盟国政府（地方政府）の借入コストを上昇させるとすれば、当初危機的な状況になかった国（地方政府）までが利払いや借り換えに困難をきたし、第2、第3の債務危機を引き起こす可能性がある。

さらに、こうした波及効果が存在するならば、各国政府は過剰に財政赤字を計上するインセンティブを持つてしまう。すなわち、各国政府は自らの債務危機によって生じるコストのうち、自らが負担するもののみを考えて行動するため、同盟全体のコスト（＝他の同盟国が被る借入コストの上昇）を考慮したうえでの最適行動をとらない。したがって、財政赤字は全体最適な水準を超えて

過剰になってしまうのである。こうした行動を自ら律するメカニズムが存在しなければ、この歪んだインセンティブを是正し得るのはより上位の主体、中央銀行・中央政府ということになるだろう。

このように、同盟政府の債務危機に波及効果が存在する場合には、ひとたびいずれかの国（地方政府）が債務危機に陥ってしまえば、中央銀行・中央政府はその国（地方政府）を救済することに合理性を見出すことになる。したがって、問題はそのような波及効果が存在するかどうかである。本節では、主として既存国家における地方政府間の波及効果を検証した実証研究を整理し、その結果から通貨同盟における波及効果の存在、および結果としてのモラル・ハザードの可能性を検討する。なお、以下で検討する実証研究については、比較の便宜のため概要と結果を表3にまとめておく。

3.1.1 Eichengreen & Wyplosz (1998)

Eichengreen & Wyplosz (1998) は、債務危機の中でも、その究極のケースである債務不履行（デフォルト）が他国のリスクプレミアムを上昇させる可能性を議論している⁽⁹⁾。すなわち、同盟内の一国のデフォルトが同様の問題を持つ他の同盟国のデフォルトを連想させ、それらの国のリスクプレミアムの上昇を通じて借入金利を上昇させるかもしれない。しかし、Eichengreen & Wyplosz (1998) は過去の事例を引きつつ、こうした波及効果の存在に否定的な結論を出している。

具体的には、1982年にワシントン州の公益事業会社であるワシントン州公共電力供給システム（Washington Public Power Supply System (WPPSS)）の発行した債券がデフォルトを起こした事例に注目し、これが米国の他の州の債券のリスクプレミアムを上昇させたかを統計的手法で検証している。WPPSSは大規模原発を2基建設するために、地方債市場で資金調達を行ったが、原発の運用に失敗し大幅な赤字を計上、1981年頃から利払いが滞り、デフォルトに至った。1981年から1982年の間に、この債券の金利は70ベーシスポイントも上昇した。これは明らかにワシントン州特有の

ショックであり、本来であれば他の州の債務返済能力に影響するものではない。したがって、同時期に他の州債券のリスクプレミアムも上昇するようであれば、それを波及効果の証拠とみなすことができるだろう。

被説明変数としては、各州の発行する債券とニュージャージー州の一般財源債（general obligation bond）の金利差を用いている。そして、この金利差が目に見える経済的な要因—例えば当該州政府の債務残高など—によってどの程度説明されるかを統計的に求め、説明されない部分（回帰の残差）を波及効果のような目に見えない要因によると解釈し、それがどの程度同時に発生しているかを見ている。それによれば、1982年のワシントン州債の残差は51 ベーシスポイントであり、このうちの大部分はWPPSS債のデフォルトによるリスクプレミアムの上昇と考えられる。同様に比較的大きな残差を持つ州としてミネソタ、ミシガン、ロードアイランドが抽出されたが、一方でワシントンと同様に原発を持つ州については、残差は軒並みマイナスであった。すなわち、それらの州についてはワシントン州のデフォルトがリスクプレミアムを「低下」させるほうに働いたということになる。当初想定した波及効果とは正反対の結果が得られた。これは、デフォルトの波及効果というよりも、原発を持つワシントン州から同様に原発を持つ他の州の債券へとポートフォリオを移したことを示唆している。

次に、彼らは波及効果の別の現れ方として、ワシントンと経済的に同質な州の金利が同じような影響を受ける可能性を検討している。すなわち、ワシントン州債の金利がワシントン州特有の要因で上昇するとき、似たような経済的特徴を持つ州の金利も投資家の類推によって上昇するというのである。そこで、ワシントンとの同質性を表す指標を加えて、再び回帰分析を行った。同質性を表す指標としては、(1) 州政府債務の対州内総生産比、(2) ひとりあたり federal aid の額、(3) 州政府の規模、(4) 財政制約を採用している。しかし、いずれもその係数は有意に推定されず、統計的には同質性が金利差を説明する証拠は検出されてい

ない⁽¹⁰⁾。

以上のように、Eichengreen & Wyplosz は、アメリカの特定州政府によるデフォルトが他の州政府のリスクプレミアムへと波及する可能性を否定している。さらにこの結果を欧州通貨同盟に適用し、ECB は特定の同盟国のデフォルトによる波及効果を考慮する必要はないと結論づけている。したがって、ECB は債務危機に陥った特定国の救済に合理性を見出さないことになる。そうすると、同盟国はECBによる救済を期待できないため、モラル・ハザードは発生しないだろう。モラル・ハザードが生じなければ財政規律は維持されるはずであり、少なくともモラル・ハザード防止の観点から財政統合の必然性を提示することはできない。

しかし、合衆国の結果を通貨同盟に適用することには問題がある。すなわち、前節で述べたように、既存国家と通貨同盟とは財政の分権化の度合いが大きく異なる。たとえば、合衆国のほとんどの州憲法には州の財政赤字・政府債務に制限を定める条項がある。結果として、Bean & Gerlach（1998）において Gerlach が指摘するように、合衆国の各州政府の債務残高の対 GDP 比はユーロ圏各国と比べて圧倒的に小さく、そこから得られる結果を欧州通貨同盟に適用するには注意が必要であろう。これに対して Landon & Smith（2007）は、通貨同盟への示唆を得るという観点からは、カナダの州政府の事例がより適切であると主張している。すなわち、州政府の借入れに対して連邦政府からの制約や憲法上の制約がほとんどなく、相当程度の裁量権を有している。また、州政府の債務残高も、大きなところでは55パーセント（対州内総生産比）とかなり大きいと言える。以下では、カナダ州政府のデータを用いた2つの研究を検討する。

3.1.2 Landon & Smith（2000）

Landon & Smith（2000）はカナダの州政府の発行する債券の格付けデータをもとに、州間の波及効果が存在するという結論を導いている。彼らは債務危機をデフォルトのみに限定せず、ある州政府の債務残高の増加が、当該州のみならず他の州

に求められるリスクプレミアムまで上昇させるというモデルを提示している。

州政府の債務の間に波及効果が生じるメカニズムとして、具体的に4つの可能性を挙げている。第一に、ある州政府の債務危機が他の州政府による救済を期待させるならば、救済によって他の州政府の財政状況も悪化することが予想され、それらの州政府債も高いリスクプレミアムを要求されることになるだろう。

第二に、中央銀行による救済(マネタイゼーション)が期待される場合には、インフレーションによる実質金利の低下やカナダ・ドルの減価が予想されるため、投資家はカナダ・ドル建の全ての債券に対してより高いリスクプレミアムを要求するようになるだろう。

第三に、貸し手にとって借り手の情報が不完全であれば、貸し手は同じような借り手は同じような問題に直面している(同じ国の州政府・通貨同盟の同盟国政府は同じような問題に直面している)と考え、ある特定の州政府・同盟国に起こった債務危機を他の州政府・同盟国に拡張して考えてしまう。こうして、債務残高に変化のない他の州政府・同盟国政府も高いリスクプレミアムを要求されるかもしれない。

第四に、高い情報収集コストに直面したとき、貸し手は既に情報を持っている借り手(たとえば中央政府や規模の大きな地方政府など)との比較によって、多くの情報を持たない借り手の返済能力を判断するかもしれない。このとき、前者の財政状況の悪化は後者の相対的な評価を改善するため、後者の求められるリスクプレミアムが低下する可能性がある。

この議論に従えば、ある州政府の債務増加は最初の3つの経路を通じて他の州政府のリスクプレミアムを上昇させるが、最後の経路を通じて低下させることになる。したがって、最終的な効果がどちらの方向に出るかは実証的な問題になる。

他の政府債務からの波及効果を検出するために、リスクプレミアムの説明変数には自己要因と外部要因の両方を含めている。すなわち、ある州政府のリスクに影響するその州自身の要因(その

州の財政赤字・政府債務など)に加えて、他の政府の要因(連邦政府および他の州政府の財政赤字・政府債務)を入れ、後者の要因による影響を取り出すことを試みるのである。具体的には、外部要因として、他の州政府の債務残高(対GDP比)および連邦政府の債務残高(対GDP比)を含めている。

また、オンタリオやケベックのような経済規模の大きな州(それぞれカナダのGDPの40パーセントと22パーセントを占める)は、他の州とは異なる効果を持つ可能性がある。そこで、2つの州の債務残高は「他の州の債務残高」には含めず、別に独立の変数として導入している。

これら外部要因に加えて、自己要因を表す変数として当該州の債務残高(対州内総生産比)、ひとりあたり州内総生産、州政府の年金債務を説明変数に含めている。

順序プロビット・モデルを用いた推定の結果、以下の重要な結論が提示されている⁽¹¹⁾。

- (1) 州政府の債務残高は互いの格付けにマイナスの波及効果を持つ。すなわち、ある州の格付けが他の州の債務残高の増加によって負の影響を被る。
- (2) オンタリオ州の債務残高は他の州の格付けを改善する効果を持つ。これは、オンタリオを基準とする「相対評価(yardstick comparison)」が行われていることを示唆している。すなわち、オンタリオが相対評価のベンチマークとして用いられており、オンタリオの債務残高の増加は他の州の債務状況を相対的に改善する効果を持ち、従って他の州の格付けを改善するのである。一方、ケベックの係数は有意に推定されていない。
- (3) 連邦政府の債務残高は各州の格付けにマイナスの波及効果を持つ。すなわち、連邦政府の債務残高の増加は州政府債の格付けを下げる方向に作用する。こうした異なる連邦政府—州政府間の波及効果の存在は、貸し手が連邦政府による救済を織り込んで行動していることを示唆していると解釈することもできる。すなわち、貸し手が連邦政府による救済を想

定して低めのリスクプレミアムを要求している場合、連邦政府の債務の増加は州政府の救済を困難にすると考え、たとえ州政府自身の債務残高が不変であったとしてもより高いリスクプレミアムを要求するようになるだろう。

(1) の結果は連邦政府による州政府の救済を合理化し、したがって州政府が連邦政府による事後的な救済を予想し、借り手である州政府のモラル・ハザードを引き起こす可能性を示唆している。加えて (3) の結果は、連邦政府による救済の合理性が貸し手のモラル・ハザードも引き起こし、金利を通じた州政府の規律付けもうまく機能しない可能性を示唆している。以上より、彼らはカナダのような連邦国家やユーロ圏のような通貨同盟において、市場による地方政府・同盟政府の規律付けが必ずしもうまく機能しない可能性がある結論付けている。また、カナダ連邦政府は明示的には救済を義務付けられていないにもかかわらず、このように暗黙の救済を期待したモラル・ハザードが起こってしまうことから、信頼性を持つ no-bailout ルールを設計することが困難であることにも言及している。これはルールを超えた制度設計（たとえば財政の中央集権化）の必要性を示唆していると解釈することもできよう。

3.1.3 Landon & Smith (2007)

Landon & Smith (2000) は格付けに波及効果が存在することを示しているが、本来州政府は格付けそのものから費用・便益を得るわけではない。格付けがリスクプレミアムを通じて金利に反映され、借り入れのコストが低下したり上昇したりすることで、はじめて州政府にとって費用・便益が発生する。したがって、より厳密には格付けではなく金利への波及効果を検証しなければならない。Landon & Smith (2007) は Landon & Smith (2000) とほぼ同様の枠組で、しかし今回はカナダの州政府債の金利を用いて州間の波及効果を検証している⁽¹²⁾。Cantor & Packer (1996) が指摘するように格付けと金利の間には強い相関が存在するので、

格付けを用いた Landon & Smith (2000) とほぼ同様の結果が得られるように思われる。

ここでは、被説明変数としてカナダ連邦政府債と州政府債の金利差を用いている。連邦政府債のデフォルト・リスクがゼロであるとすれば、州政府債との金利差は州政府のデフォルト・リスクを反映すると考えられる。そこで、金利差をデフォルト・リスクを決定する要因で説明する回帰式を設定し、各要因の係数を推定することになる。さらに、ここでは連邦政府－州政府間および州政府間の波及効果の存在が主要な関心事であるため、デフォルト・リスクを決める要因として、その州自身の要因に加えて、他の政府からの波及効果を表す外部要因を導入している。

外部要因としては、Landon & Smith (2000) と同様に連邦政府の債務残高（対 GDP 比）と他の州政府の債務残高（対 GDP 比）を採用している。一方、自己要因を表す変数としては、その州自身の債務－州内総生産比率に加えて、実質州内総生産の成長率、そして連邦政府からの移転が歳入に占める割合を含めている。

主要な推定結果とその含意は以下の通りである。

- (1) 同じ著者らによる以前の推定 (Landon & Smith (2000)) とは対照的に、他の州政府の債務残高からの効果は有意に推定されていない。これは、少なくとも金利には他の州の債務増加からの波及効果は現れないことを示唆している。
- (2) 連邦政府の債務残高から州政府への波及効果は、金利についても有意に推定されている。これは、Landon & Smith (2000) の項でも見たように、貸し手によって連邦政府の救済が期待されていることを示唆しているという解釈も可能である。すなわち、貸し手が連邦政府による州政府の救済を織り込んでいるからこそ、連邦政府の債務増加は州政府の救済確率を低下させ、州政府に求められるリスクプレミアムを上昇させるのである。
- (3) 自身の債務－GDP 比率がリスクプレミアムに与える効果が有意に推定されていない。こ

これは、ある州の債務残高が増加しても求められるリスクプレミアムには影響がないという、一見常識に反するような結果である。しかし、(2)の結果と併せて考えれば、その矛盾は解消される。すなわち、(2)が示唆するように貸し手が連邦政府による州政府の救済を予想している場合には、たとえ州政府の債務が増加してもデフォルト確率は変化せず、リスクプレミアムを上乗せする必要はないのである。

(1)の結果は、カナダにおいて州政府が連邦政府・中央銀行による救済を期待し、過度の借入を行うという仮説を支持しない。したがって、通貨同盟への示唆を論ずる段になっても、同盟諸国政府のモラル・ハザードおよびそれを抑制する制度的枠組みの必要性には触れていない。むしろ(2)の結果から、同盟国政府ではなく欧州連合の支出に何らかの上限を課すことや、ECBの欧州連合からの独立性を担保することで欧州連合からのマネタイゼーションのプレッシャーに対処することの必要性を強調している。一方で、著者達は論じていないが、(2)および(3)の結果からは、貸し手の側にモラル・ハザードが発生している可能性をLandon & Smith (2000)より強く読み取ることができる。

州政府間の波及効果が検出されなかったことから、中央政府・中央銀行による救済の合理性、そしてそれに起因する借り手のモラル・ハザードの存在を主張するのは難しいとみるべきだろうか。州政府間の波及効果が有意に推定されない理由として、州政府相互の救済に対する投資家の期待が低いことが挙げられている。ある州政府の債務危機を他の州政府が救済する場合には、その州の債務危機は他の州の債務返済能力を低下させることになる。したがって、投資家がこうした州政府相互の救済を期待するならば、他の健全な州に対してもより高いリスクプレミアムを要求するようになるだろう。反対に、こうした州間の救済が起こらないと考えるならば、ある州の債務危機が他の州の返済能力に強い影響を与える理由はない。

この議論の妥当性は、カナダの州政府の予算規模に依存すると考えられる。すなわち、各州の予算規模から、州の間での救済劇は起こり得ないとの判断がなされている可能性がある。一方で、これが財政の地方分権がさらに進んだ国家や中央集権化の進んでいない初期の通貨同盟であれば、地方政府や同盟各国政府の予算規模は十分に大きく、地方政府間・同盟国政府間の救済が現実味を持ってくるだろう。そうなれば、地方政府どうしの救済を期待することによって、ある特定州の債務残高の増加が他の州の財政悪化を連想させ、それらの州債のリスクプレミアムを上昇させる可能性がある。特にユーロ圏について言えば、財政規模の面からは地方政府（同盟国政府）による救済は十分に可能であり、むしろ中央政府（EU政府）による救済こそ非現実的である。したがって、既存国家と通貨同盟における財政分権化の相違に留意しつつカナダの実証結果を適用するならば、少なくとも初期の通貨同盟においては中央政府から同盟国政府への波及効果は縮小し、同盟国政府の間の波及効果は拡大することも十分にあり得るだろう。

3.2 貸し手のモラル・ハザード

ここまでは、地方政府・同盟国間にマイナスの波及効果が存在するため、必然的に中央政府・中央銀行による救済が期待され、結果として地方政府・通貨同盟加盟国政府によるモラル・ハザードが起こるというロジックを検討してきた。一方で、中央による救済が期待されるならば、貸し手の側のモラル・ハザードが発生し、地方政府の過度の借入を助長する可能性もある。すなわち、本来であれば危険すぎて貸すことのできないような借り手に対しても、中央政府の後ろ盾が期待できるならばデフォルトの危険性を顧みずに貸すことができるのである。これによって金利は低下するため、地方政府はいつそう借り入れに依存してしまう。すなわち、貸し手のモラル・ハザードによって市場による規律付けが働かなくなるため、地方政府・同盟国政府による債券発行が過剰となってしまうのである。

前節では、通貨同盟への適用により適したケースとしてカナダの州政府債を扱った研究に着目したが、そこではモラル・ハザードの要因である波及効果について、決定的な結果は得られていないことを確認した。一方で、それらは副産物という形で、貸し手のモラル・ハザードが発生している可能性を強く示唆している。ここでは、貸し手のモラル・ハザードを直接検出することを目的とした2つの研究を整理し、その存在と発生要因について検討する。

3.2.1 Bernoth et al. (2004)

Bernoth et al. (2004) は、貸し手がユーロ参加国政府の救済を期待し、リスクが正常に金利に反映されず、市場による借り手の規律づけが作用しない可能性を検証している。具体的には、EU 加盟国の国債の金利とドイツ国債の金利差を、金利差を説明すると思われる様々な変数に回帰し、特に債務－GDP 比率等の財政状況を表す変数の有意性を検討している。これらが有意に、かつ十分な大きさでプラスに推定されれば、それは財政状況の悪化がその国のリスクプレミアムの上昇を通じて金利を上昇させ、借り入れを抑制させるということになる。すなわち、放漫財政に対しては市場による規律付けが作用していることになる。

また、金利差と財政状況の間に非線形な関係が存在するかどうかを検証している。なぜなら、非線形な関係は、財政悪化が金利に与える効果が財政の悪化とともに増加することを意味し、より強力な規律付けの効果を示唆しているからである⁽¹³⁾。

そして、最も重要なことは、こうした効果が通貨同盟への参加によって影響を受けるかどうかである。通貨統合によってこれらの効果が拡大するならば、それは市場が通貨同盟によって各国の財政規律は弱まると認識し、かつその認識がリスクプレミアムに反映されることを意味する。したがって、通貨統合によって各国の財政規律が悪化するも、市場による規律づけは機能していると考えられる。一方、財政悪化のリスクプレミアムに対する影響が低下するならば、それは市場が中央銀行あるいは連邦政府による救済を織り込んで、

デフォルト・リスクが低下したと判断し、むしろ以前より低いリスクプレミアムしか要求しないことを示唆している。すなわち貸し手のモラル・ハザードが生じ、これが同盟国政府に過剰な借り入れのインセンティブを与えることになる。

各国政府の財政状況を表す変数として、債務残高の対 GDP 比、財政赤字の対 GDP 比、そして利払い負担の対歳入比を採用している。これらは政府の債務返済能力に直接かわるものであり、リスクプレミアムに影響すると考えるのが妥当であろう。その他に、各国の景気動向や各国国債の流動性、市場のリスク選好などを表す変数を説明変数に加えている。

そして、最も重要なことは、これらの変数の影響がユーロの誕生前後で、あるいはユーロ加盟国と非加盟国との間で異なるかどうかである。通貨同盟が貸し手のモラル・ハザードを引き起こすならば、財政悪化がリスクプレミアムを上昇させる効果が縮小あるいは消滅するはずである。そこで、ユーロ前・ユーロ後、ユーロ加盟・非加盟を表すダミー変数を導入し、通貨統合の影響を検出することを試みている。

主要な結論は次のとおりである。

- (1) 債務残高と財政赤字の効果は有意に推定されている。したがって、これらはいずれもリスクプレミアムを増加させる効果を持つ。
- (2) 非線形の効果については、財政赤字と利払い負担の効果はプラスに推定されている。したがって、財政赤字や利払い負担の増加とともにリスクプレミアムの上昇幅も加速度的に増加し、市場規律が強く作用していることが示唆されている。
- (3) 通貨統合の効果は概ね認められている。すなわち、通貨統合によって、財政の悪化を示す変数のリスクプレミアムへの影響は低下する。これは、ユーロの成立によって市場が ECB あるいは他の同盟国による加盟国政府救済の可能性を織り込んで、加盟国政府に求められるリスクプレミアムが低下したことを意味している。同盟各国の国債の金利がリスクを十分に反映していない可能性を示唆して

いる。

(3) の結果は、通貨同盟における貸し手のモラル・ハザードの発生を示している。カナダの州政府の結果を通貨同盟に適用する Landon & Smith (2000, 2007) に加えて、直接欧州通貨同盟を対象とした分析においても同様の結果が出されたことによって、通貨同盟における貸し手のモラル・ハザードの存在はさらに有利な証拠を得たと言える。しかし、Bernoth らの推定には波及効果を検出するための変数（たとえば他の同盟国の債務残高など）は含まれておらず、したがってモラル・ハザードの根本原因と考えられる同盟国間の波及効果の存在は相変わらず明らかにされていない。貸し手が中央銀行・中央政府による借り手の救済を期待することの合理性については、依然として明らかになっていないのである。

3.2.2 Heppke-Falk & Wolff (2008)

貸し手のモラル・ハザードの発生要因については、ドイツの州政府債市場を対象とした Heppke-Falk & Wolff (2008) がひとつの興味深い議論を展開している。ドイツでは、1992 年に Bremen と Saarland の 2 州が連邦政府に対して財政支援を求める申し立てを行い、連邦裁判所はこれを認める判決を下した。その際、連邦裁判所が依拠したのが州政府歳入に対する利払い負担の比率 (interest payment-to-revenue ratio) であった。この裁定は、これ以降利払い負担が救済の可否を決める基準であるとのメッセージとして作用した可能性がある。そうであれば、本来地方政府のリスクを上昇させるはずの利払い負担の上昇は、もはや投資家にとって連邦政府による救済のシグナルとなり、投資家が要求するリスクプレミアムをかえって低下させる可能性がある。

具体的には、1992 年から 2005 年における州政府債とドイツ連邦政府債の金利差を、金利差を説明すると思われる様々な変数に回帰し、特に利払い負担が金利差に与える効果を検討している。利払い負担以外の説明変数としては、ひとりあたり債務残高および財政赤字の対州内総生産比、当該

州の債券の流動性を表す変数、当該債券の残存期間、そして市場のリスク回避度を表す変数を採用している。いずれも、本稿で検討してきた他の研究において広く採用されていた変数である。

結果として、利払い負担の影響が有意に推定され、しかもその符号はマイナスであった。これは、ある州の利払い負担の上昇がその州に求められるリスクプレミアムを「低下」させることを意味する。本来であれば、利払い負担の上昇は財政の困窮度合の悪化を意味するため、デフォルト確率を高めてリスクプレミアムを上昇させるはずである⁽¹⁴⁾。すなわち、その効果の推定値は正であると考えられる。しかし、1992 年以降のドイツにおいては利払い負担が連邦政府による救済の判断基準とされてしまったため、その上昇は連邦政府による救済可能性を高めると判断されてしまうようになった。結果として、財政状況は悪化しているにもかかわらず、デフォルト確率はむしろ低下したと判断され、連邦政府が救済するとの判断の下で投資家の要求するリスクプレミアムは低下するというのである。この結果をもってして、モラル・ハザードの発生の証拠としている。

彼らの研究自体は通貨同盟を視野に入れたものではないため、本稿での解釈には注意が必要である。しかし、Bordo et al. (2013) と併せて考えることで、この結果は通貨同盟における貸し手のモラル・ハザードについて重要な示唆を持ち得る。

Bordo et al. (2013) は、合衆国、ブラジル、アルゼンチン、ドイツなど複数の連邦国家における財政の分権化と地方財政の悪化の事例を検討し、救済の前例こそがモラル・ハザードを助長するという仮説を提示している⁽¹⁵⁾。その上で、これを欧州通貨同盟の議論に適用し、同様に連邦国家の性質を備えたユーロ同盟が債務危機に陥る同盟国を救済するようなことがあれば、モラル・ハザードの蔓延と同盟国政府の度重なる債務危機に苛まれるだろうと警鐘を鳴らしている。Heppke-Falk & Wolff (2008) の結果は、「救済の前例がモラル・ハザードを助長する」という彼らの仮説に、ひとつのより厳密な説明を与えるとも見ることができ

表 3 実証研究の概要

概要・特徴		結果と含意、問題点
Eichengreen & Wyplosz (1998)	アメリカ州政府債の金利 (NJ 州債との金利差) を利用。 ワシントン州特有の外生ショックに対する各州金利の反応を抽出することで、波及効果の有無を検証。結果を通貨同盟に適用。	<ul style="list-style-type: none"> ・州債間の波及効果はない。波及効果の観点から SGP の意義を主張することはできないと結論。 ・アメリカは通貨同盟のベンチマークとして適切か？
Landon & Smith (2000)	カナダ州政府債の格付けを、各州独自の要因と他の州からの波及要因とで説明するモデルを推定。結果を通貨同盟に適用。	<ul style="list-style-type: none"> ・州債間の波及効果は存在する。 ・格付けへの波及効果が、金利や広い意味での借り入れコストに影響するかどうか重要。
Landon & Smith (2007)	カナダ州政府債の金利 (連邦政府債との金利差) を、各州独自の要因と他の州からの波及要因とで説明するモデルを推定。結果を通貨同盟に適用。	<ul style="list-style-type: none"> ・州債間の波及効果は存在しない。 ・地方政府の規模が相対的に拡大すれば、波及効果が発生する可能性も示唆されているのでは？ ・貸し手のモラル・ハザードが生じている可能性を示唆している。
Bernoth et al. (2004)	EU 各国政府の国債金利 (ドイツ国債との金利差) を説明するモデルに EMU ダミーを加え、通貨同盟の効果を抽出。	<ul style="list-style-type: none"> ・通貨同盟によって債務増加がリスクプレミアムに与える効果は低下。貸し手のモラル・ハザードが生じていると結論。
Heppke-Falk & Wolff (2008)	92 年以降のドイツ州政府債の金利 (ドイツ国債との金利差) を説明するモデルを推定し、92 年の救済劇がそれ以後の貸し手の行動に与えた効果を検証。通貨同盟への適用が目的ではない。	<ul style="list-style-type: none"> ・92 年以降、貸し手のモラル・ハザードが生じていると結論。 ・救済の前例が貸し手の行動に与える効果を示唆している。

(注) 筆者作成

る。すなわち、Heppke-Falk & Wolff の議論に従えば、92 年裁定で利払い負担を根拠とした救済が連邦政府に命じられたことが、その後のモラル・ハザードを生じさせたのである。すなわち、ひとつの前例がつくられたこと、その前例において特定の変数が救済の根拠とされたことが、その後のモラル・ハザードを生み出したのである。Bordo らは前例そのものを問題としているが、Heppke-Falk らの実証結果は、厳密には前例そのものではなく、そこである種の判断基準が示されてしまうことが問題だとしているのである。

一方で、この議論に従えば、判断基準を明示しない裁量的な救済はむしろ投資家の予想を難しくし、モラル・ハザードを起こしにくくするということにもなる。確かに、そのような明確な指針の

ない中央政府の行動はモラル・ハザードの抑制に一定の効果を持つかもしれないが、投資家の行動に違った形の歪みをもたらす可能性がある。

さらに、そもそも連邦裁判所が利払い負担を基準として救済の可否を決定することに、なんらかの合理性はあるのだろうか。また、一度採用したから今後も採用するであろうと考えるのは、投資家の合理性に適う行動であろうか。しかし、明確な指針のない状態で、利払い負担に基づいた判断がある種の均衡をつくりだした可能性は否定できない。そして、この均衡を抜け出すには、中央政府が断固として救済を拒否して地方政府をデフォルトさせ、利払い負担がもはやインディケーターとして機能しないことを示す必要があるのかもしれない。実際、Bordo et al. (2013) は過去の事例

研究から、地方政府を救済せずにデフォルトさせたという前例もまたその後の財政規律を改善する効果があるとしている。

4. 結語と展望

本稿では、通貨統合が同盟国政府の財政規律を弱めるという仮説を検討してきた。通貨同盟が政治・財政統合を伴わない場合には、いわば財政の分権化が高度に進んだ連邦国家が形成されてしまう。結果として、同盟国政府は財政に関する大幅な裁量権を持ちつつ、債務危機に陥った際には中央銀行あるいは他の同盟諸国に救済を期待できるという、地方分権の進んだ連邦国家によく似たモラル・ハザードを起こしやすい条件が整ってしまう。このモラル・ハザードが、同盟国政府の財政規律を弱める直接の要因である。

ところで、モラル・ハザードが生じるためには、中央銀行や同盟諸国にとって債務危機に陥った同胞を救済することが事後的に合理的でなければならない。そうでなければ、各国政府は救済を期待できないため、最初から健全な財政運営を行うであろう。そして、同盟内の一国の債務危機が他の同盟諸国の債券に対して波及効果を持つとき、中央銀行・同盟諸国は救済のインセンティブを持つ。したがって、同盟国政府の債務の波及効果の有無は、モラル・ハザードの生じる可能性を決する重要な要素のひとつである。

本稿では、通貨同盟を財政の分権化が進んだ連邦国家になぞらえることができるという考えから、既存国家における地方政府債の波及効果を検証する実証研究を整理し、そこから通貨同盟における波及効果の有無、そしてモラル・ハザードの可能性についてどのような示唆を導き得るかを議論した。主要な結論は次のとおりである。

(1) 地方政府債務の間の波及効果を積極的に主張できる実証結果は得られていない。したがって、地方政府が合理的に救済を期待するような環境は整っておらず、少なくとも波及効果の存在を原因としてモラル・ハザードが生じるというシナリオもまた可能性が高いとは言えない。

- (2) 一方で、既存国家の地方政府と通貨同盟の同盟国政府の違い（予算規模、債務残高の GDP 比、財政に関する意思決定の自律性など）を勘案すると、既存国家において波及効果を弱めている要因が通貨同盟では解消されるため、(1) の結果は通貨同盟における波及効果の存在に未だ含みを持たせるものである。
- (3) 多くの実証結果はモラル・ハザードの根本原因の存在を肯定できていないが、貸し手のモラル・ハザードの存在自体は強く示唆している。すなわち、貸し手が中央政府・中央銀行による地方政府・通貨同盟各国政府の救済、あるいは地方政府間・同盟国政府間の救済を期待し、過剰な借入れに対して十分なリスクプレミアムを要求していない可能性が強く疑われる。当然、それは地方政府・同盟国政府の財政規律を悪化させる効果を持つ。
- (4) 貸し手のモラル・ハザードを誘発するひとつの要因として、救済の前例の重要性が実証分析によって示されている。ひとつの救済が他の州の財政規律の悪化へと連鎖的につながるという、事例研究における観察と考え併せれば、前例（歴史）の果たす役割や救済の可否の判断基準は、理論および実証の両面で今後の重要な研究課題となり得る。

通貨同盟における同盟国政府間の波及効果を正確に評価するためには、既存国家の地方政府と通貨同盟の同盟国政府の違いを実証分析に積極的に取り込むことが求められる。これまでの実証研究の大半は、財政の分権化が比較的進んでいるとされる既存国家のデータを用いて波及効果の推定を行い、その結果をユーロ圏のような通貨同盟に適用するというアプローチをとっている。しかし、既存国家に較べてユーロ圏では財政の分権化はるかに進んでいることを考えると⁽¹⁶⁾、結果を解釈する段階になってはじめてこうした違いを考慮するのでは、その結論の妥当性にも限界がある。今後は、波及効果の推定の段階から財政の分権化の度合いを明示的に考慮することで、通貨同盟における波及効果の可能性をより高い精度で検証する

ことが期待される。具体的なひとつの方法としては、分権化の度合いの異なる複数の既存国家（の地方政府）をプールしたデータを準備し、分権化の度合いを何らかの方法で数値化して説明変数に含め、Landon & Smith (2007) で提示されたようなモデルを推定することが考えられる⁽¹⁷⁾。

注

- * 本論文の作成において、レフェリーの方から有益なコメント・提案をいただいた。記して感謝を表したい。
- (1) “large inflations are always the consequence of runaway deficits that lead to a public debt that cannot be financed anymore through normal market borrowing” (Wyplosz 2006)
 - (2) たとえば Rodden (2006) および Rodden et al. (2003) には、理論・実証・事例研究の成果が収められている。
 - (3) もちろん、地方分権論においては「分権化 (decentralization)」はより広い概念であり、本稿で扱う「財政的分権化 (fiscal decentralization)」はその一部に過ぎない。たとえば Rodden (2004) は分権化の度合いを測る際に3つの観点を提示している。すなわち、(1) 財政的分権化 (fiscal decentralization)、(2) 政策的分権化 (policy decentralization)、そして (3) 政治的分権化 (political decentralization) である。(1) は歳入・歳出における連邦政府と地方政府の割合を、(2) は地方政府の決定を連邦政府が合法的に覆すことができない政策分野の割合を、(3) は地方政府の官僚のうち中央からの任命でなく地方選挙で選ばれる者の割合を表している。
 - (4) もちろん、「足による投票」など財政分権化による正の効果も重要であり、最終的な結論を導くには両者を量的に比較することが必要となる。しかし、それは本稿の範囲を超えるのでここでは触れない。
 - (5) ユーロ圏諸国の財政は安定成長協定 (SGP) による制約に服している。しかし、SGP は同盟レベルで上から課される制約であり、加盟国政府自身が自主的に課している制約ではない。
 - (6) 確かに欧州連合には中央政府に相当する欧州委員会が存在するが、その予算規模は加盟国 GDP の1パーセントに過ぎず、たかだかひとつの加盟国の政府の債務危機さえ救済する能力はないだろう。もちろん、他の同盟国政府が救済するという方法もあるが、単独でひとつの国を救済できるとは考えにくいので、複数の同盟国が協調して救済に乗り出すと考えるのが妥当であろう。しかし、複数の同盟国の合意は簡単なことではなく、その意味で単独で救済することが可能な中央銀行の比にならない。したがって、通貨同盟においては救済のプレッシャーは基本的に中央銀行に向けられると考えられる。

- (7) 既存国家においても、中央政府が地方政府を支えきれない場合は中央銀行が救済に乗り出す可能性がある。したがって、そこまで明確な違いとは言えないかもしれない。通貨同盟におけるデフォルトは既存国家に比較して、中央銀行によるマネタイゼーションへとつながりやすいのかは重要な論点である。
- (8) 通貨同盟の効果を M 、財政制約の効果を F とし、財政規律を改善する場合にプラス、悪化させる場合にマイナスで表せば、論理的には以下の3つの可能性が考えられる。(1) $M > 0$ かつ $F > 0$ 。(2) $M < 0$ だが、 $F > 0$ かつ $M + F > 0$ 。(3) $F = 0$ だが、 $M > 0$ 。常識的に考えて、 $F < 0$ というケースは除外している。
- (9) Eichengreen & Wyplosz (1998) は「波及 spillover」ではなく「伝染 contagion」という言葉を用いている。加えて、彼らは政府債務危機が銀行危機を引き起こすという別の形の波及効果の可能性も論じている。すなわち、多くの場合、銀行の資産には自国政府の国債がかなりの割合で含まれている。したがって、政府が債務不履行を起こすことは銀行の資産を大きく減ずることになり、銀行が債務超過に陥る恐れがある。さらに、通貨同盟によって同盟内の資本移動が活発になれば、この国の国債を同盟内の他の国の銀行も多く保有している可能性が高い。その場合には、銀行危機が同盟に広く波及してしまう可能性がある。
- (10) Eichengreen and Wyplosz では、いずれの推定においても金利差を説明する要因として fiscal constraint の係数が有意に推定されている。これは、紛れもなく外的・内的な財政制約が財政規律を改善することを示しており、先の De Grauwe の解釈に問題があることを表している。
- (11) ここで説明変数は全て連続変数であるが、被説明変数である州政府債の格付けは離散変数であるため、通常の回帰分析を用いることができない。しかし、離散ではあるが順序には意味がある変数なので、ここでは順序プロビット・モデルを適用している。すなわち、「ある州の外部要因・自己要因が、その州がある特定の格付けを得る確率を決める」というモデルを設定し、パラメータの値を最尤推定している。
- (12) ただし、金利は連続変数であるため、格付けを被説明変数とする場合と異なり通常の回帰分析が適用可能であり、係数の解釈も容易である。
- (13) リスクプレミアム (rp) と債務・GDP 比率 ($Debt$) の間に非線形の関係がある場合、両者の関係は次のように表すことができる。

$$rp = \beta_0 + \beta_1 \times Debt + \beta_2 \times Debt^2$$

これを債務・GDP 比率 ($Debt$) で微分すると、以下を得る。

$$\frac{d(rp)}{d(Debt)} = \beta_1 + 2\beta_2 \times Debt$$

これは、債務残高の増加がリスクプレミアムを上昇させる効果が、現時点での債務残高の大きさによって影響されることを表している。さらに、 $\beta_2 > 0$ であれ

ば、同じ債務の増加であっても、現時点での債務残高が大きいほどリスクプレミアムを上昇させる効果が大きくなることを意味している。言い換えれば、債務残高の大きな政府ほど、リスクプレミアムを通じた抑制効果が強く働くということである。

- (14) 実際、前出の Bernoth et al. (2004) は、利払い負担の対 GDP 比はリスクプレミアムを上昇させ、しかもその効果はかなり強力であることを明らかにしている。
- (15) ただし、Bordo et al. (2011) は借り手と貸し手のモラル・ハザードを区別していない。
- (16) 「ユーロ圏の財政の中央集権化は大きく遅れており」と表現したほうが正確であるが、分権化の観点からは本文のような表現が適切だろう。
- (17) 複数の連邦国家のデータをプールして、財政の分権化が地方政府の財政赤字（地方政府債の金利ではなく）に与える影響を推定した研究としては Baskaran (2012) が挙げられる。金利への効果を推定する際に、これらの研究が参考になるだろう。

参考文献

- Baskaran, T. (2012) “Tax decentralization and public deficits in OECD countries,” *Publius: The Journal of Federalism*, pjr051.
- Bayoumi, T., Goldstein, M., & Woglom, G. (1995) “Do credit markets discipline sovereign borrowers? Evidence from US states,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 1046–1059.
- Bean, C., & Gerlach, S. (1998) “The Stability Pact: more than a minor nuisance?: Discussion,” *Economic Policy*, 65–114.
- Bernoth, K., Von Hagen, J., & Schuknecht, L. (2004) “Sovereign risk premia in the European government bond market,” *ECB Working Paper 369*.
- Bordo, M. D., Jonung, L., & Markiewicz, A. (2013) “A fiscal union for the euro: Some lessons from history,” *CESifo Economic Studies*, ift001.
- Cantor, R., & Packer, F. (1996) “Determinants and impact of sovereign credit ratings,” *The Journal of Fixed Income*, 6(3), 76–91.
- De Grauwe, P. (2012) *Economics of monetary union*, 9th ed., Oxford University Press.
- Eichengreen, B., & Wyplosz, C. (1998) “The Stability Pact: more than a minor nuisance?” *Economic Policy*, 65–113.
- Goodspeed, T. J. (2002) “Bailouts in a Federation,” *International tax and public finance*, 9(4), 409–421.
- Henning, C. R., & Kessler, M. (2012) “Fiscal federalism: US history for architects of Europe’s fiscal union,” *Bruegel Essay and Lecture Series*, 10.
- Heppke-Falk, K. H., & Wolff, G. B. (2008) “Moral Hazard and Bail-Out in Fiscal Federations: Evidence for the German Länder,” *Kyklos*, 61(3), 425–446.
- Lamfalussy, A. (1989) “Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe,” Paper annexed to *the Report on Economic and Monetary Union in the European Community* (commonly called *the Delors Report*). Committee for the Study of Economic and Monetary Union.
- Landon, S., & Smith, C. E. (2007) “Government debt spillovers in a monetary union,” *The North American Journal of Economics and Finance*, 18(2), 135–154.
- Landon, S., & Smith, C. E. (2000) “Government debt spillovers and creditworthiness in a federation,” *Canadian Journal of Economics*, 33(3), 634–661.
- Rodden, J. (2006) *Hamilton’s paradox: the promise and peril of fiscal federalism*, Cambridge University Press.
- Rodden, J. (2004) “Comparative federalism and decentralization: On meaning and measurement,” *Comparative Politics*, 481–500.
- Rodden, J., Eskeland, G. S., & Litvack, J. I. (Eds.) (2003), *Fiscal decentralization and the challenge of hard budget constraints*. MIT Press.
- Tiebout, C. M. (1956) “A pure theory of local expenditures,” *The journal of political economy*, 416–424.
- Von Hagen, J., & Eichengreen, B. (1996) “Federalism, fiscal restraints, and European monetary union,” *The American Economic Review*, 86(2), 134–138.
- Wildasin, D. E. (1997) “Externalities and bailouts” *World Bank Policy Research Working Paper*, No.1843.
- Wyplosz, C. (2006) “European Monetary Union: the dark sides of a major success,” *Economic Policy*, 21(46), 207–261.
- 岩村英之 (2013) 「通貨同盟と財政同盟—通貨統合の必然的結果としての財政・政治統合の可能性—」, 『国際学研究』第 44 号, 35–42.