

【研究メモ】

通貨同盟における救済の期待と投資家のモラルハザード

岩村英之

【概要】

欧州債務危機を契機に、通貨同盟が同盟国政府の放漫財政を招いた可能性が注目されている。すなわち、投資家は、デフォルトの危機に瀕した加盟国政府は欧州中央銀行（ECB）によって救済されると期待し、十分なリスクプレミアムを求めなかったかもしれない（投資家のモラルハザード）。結果として実現した低い金利が、ユーロ参加国政府の財政規律を失わせたとされる。本稿は、政府債のリスクプレミアム決定に関する既存の実証研究を相互補完的に用いて、ユーロによって投資家のモラルハザードが生じた可能性を考察する。結果として、以下の点を主張する。(1) ユーロの成立によって加盟国の債務残高や財政赤字に対するリスクプレミアムの反応が鈍化したことは認められるが、それがすべて投資家のモラルハザードによるものとは言えない。(2) 通貨同盟においてただちにモラルハザードが発生するわけではなく、救済を示唆する制度的な後ろ盾の存在が必要である。

はじめに

効率性の観点からは通貨圏と行政圏が一致する必然性はない、と Robert A. Mundell がその記念碑的論文 (Mundell, 1961) において主張したことは、複数の独立した行政圏を包含する共通通貨圏の構想—欧州通貨統合—がにわかに現実性を帯びるきっかけのひとつであった。しかし、欧州通貨統合をめぐるその後の議論は、むしろ共通通貨の維持可能性と各国の財政・政治の独立性が密接に関係することを明らかにしていった。

通貨同盟が財政に及ぼす影響としては、大まかに2つの論点が提示されてきた。ひとつは、通貨統合によって各国の財政政策の重要性が増すが、財政政策はそれに十分に込められるか、という懸念である。すなわち、通貨同盟によって各国は金融政策を失う。一方で、国ごとの景気循環の違いが依然として残るのであれば、各国政府は自国の事情に対応するために、手元に唯一残された財政政策に頼らざるを得ない。したがって、通貨同盟

の持続可能性は財政政策の機動性・有効性に依存することになる。

もうひとつの議論は、通貨同盟が各国政府の財政政策に与えるインセンティブに関するものである。すなわち、通貨同盟によって、各国政府はより上位の政策主体—欧州中央銀行—の傘下に入ることになる。これが、各国政府にある種の債務保証を与えることになり、いざとなれば債務を肩代わりしてもらえするという期待から、各国政府の財政規律を緩めてしまうかもしれない（借手のモラルハザード）。加えて、これらの国々への貸手（投資家）もまた、いざとなれば ECB が返済を保証してくれるだろうと考え、デフォルトリスクを十分に審査することなく貸してしまうかもしれない（貸手のモラルハザード）。この議論に従えば、通貨同盟の持続可能性は財政政策をいかに抑制するにかかっている。

このように、通貨同盟の持続可能性を担保するためには、財政政策の機動性を保ちつつその自由度を制限するという、自由と抑制の絶妙なバランスをとることが要請されると考えられている。ひ

とつアイディアは、循環的な財政赤字は容認しつつ、構造的な赤字は厳しく制限するというものである。循環的な景気後退は比較的短期に解消するため、一時的に財政赤字を出して借入を増やすことで対応したとしても、その後の景気回復期に税収増によって黒字が出ることで返済できると考えられる。一方で、投資不足による生産性の低下といった構造的な不況については、一時的な財政支出でその場をしのげばやがてもとに戻るといった性質のものではないので、財政赤字は長期的に持続し、債務残高は膨張し続けることになる。このような財政運営は持続的でないし、そもそも財政支出で対応するのが適切でもない。したがって、短期的な財政赤字は容認しつつも、長期的・構造的な財政赤字を容認しないことで、財政政策が有用かつ危険性がない場面での機動性は維持しつつ、それが危険な場面では抑制することができると考えられる。

こうした発想は、マーストリヒト条約における安定成長協定 (Stability and Growth Pact, SGP) に結実した。SGPによれば、GDP比3パーセントを超える財政赤字を計上すると当該政府は、赤字額に応じた無利子の「預金」を要求される。2年以内に3パーセントを下回れば預金は返却されるが、依然として3パーセントを超えている場合には、預金は「罰金」として徴収される⁽¹⁾。これは、循環的不況であれば2年程度で回復するが、それを上回るほど持続する不況は財政支出以外の方法で対処すべき「構造的な」ものである、と考えていると解釈することもできる。

近年、後者の議論—通貨同盟がモラルハザードを誘発して財政規律を緩める—が注目を浴びている。そのきっかけは2010年頃から始まったギリシア債務危機、およびそれに続く南欧諸国の債務危機である。2009年、政権交代を機に、ギリシア政府がそれまで公表していたよりはるかに多額の財政赤字を予定していることが明らかになった。このときからギリシア政府債の金利が急騰し、やがて利払いが困難になり、デフォルトの瀬戸際に追い込まれたのである。この金利急騰は、ギリシア

ほどではないがやはり多額の政府債務を抱えていた南欧諸国に飛び火し、ユーロ圏諸国は発足以来の危機に直面することとなった。

危機に至るまでの南欧諸国による債務残高急増の背景には、ユーロ誕生後に加盟国の国債金利が急速にドイツ国債のレベルにまで収束し、これらの国々にとって大幅に低下したことがあると考えられる。むしろ、2008年の世界金融危機に対処するために積極財政を余儀なくされたという側面もあるが、対GDP比100パーセントを超えるギリシア政府の債務残高は、それだけで説明のつくものとは考えにくい。そこで、通貨同盟の成立が加盟国に暗黙の債務保証を与えるような効果を持ち、投資家のモラルハザードを誘発して同盟諸国政府の債券に対するリスクプレミアムを縮小させ、過剰な借入を招いた可能性が疑われるようになった。

本稿では、政府債のリスクプレミアムに関する4つの実証研究を取り上げ、それぞれのアプローチが相互に補完的であることを示す。そして、異なる4つの視点からの議論をつなぎ合わせることで、通貨同盟におけるモラルハザードの存在を立体的に論じることを試みる。

以下、第1節では、リスクプレミアムの決定要因を実証的に検討する際の、基本的なアプローチについて説明する。本稿で扱う4つの研究は、すべてこの基本アプローチのヴァリエーションである。続く3つの節で、4つの実証研究をその相対的關係を明らかにしつつ、結果を比較・検討し、通貨同盟におけるモラルハザードの可能性についてどのような示唆が得られるかを議論する。

1 実証研究の基本的なアプローチ

通貨同盟によるモラルハザード効果を検証するのに、多くの場合、経済通貨同盟 (Economic and Monetary Union, EMU) 加盟国政府債と米国債あるいはドイツ政府債の金利差に着目する。米国債やドイツ連邦政府債は、一般にデフォルトリスクがほぼゼロかつ極めて流動性の高い債券とみなされている。したがって、任意の政府債とこれらの債

券の金利差は、その債券を保有することのリスクと、その債券を保有することの不便さを補うために、投資家が要求する利子の上乗せ分—リスクプレミアムと流動性プレミアム—と考えられる。投資家によってデフォルトリスクが高いと評価される政府債ほど大きなリスクプレミアムを求められ、したがって米国債・ドイツ債との金利差は大きくなるだろう。故に、金利差に着目することで、投資家による通貨同盟加盟国政府のリスクの評価を推測することができる。

金利差がリスクプレミアムと流動性プレミアムによって構成されるならば、金利差はデフォルトリスクを左右する要因と、流動性を左右する要因によって決定されるだろう。デフォルトリスクを左右する要因としては、その政府の債務残高や財政赤字が想定されることが多い。一方、流動性を決める要因としては、その政府の債券の発行残高等が想定される。

さらに、1997年のアジア通貨・金融危機や2008年の世界金融危機のような出来事に直面すると、投資家がポートフォリオを安全資産に極端にシフトさせ、リスク回避傾向を強める傾向がある（いわゆる「質への逃避」）。このとき、投資家は安全資産以外の債券全般により多くのプレミアムを求める。したがって、世界的なリスク回避傾向もまた、金利差を決める要因とされる。

任意の政府債と安全資産との金利差を s_{it} （添え字 i は国を、 t は時間を表す）、デフォルトリスクを決める要因を $X_{1,it}$ 、その政府債の流動性を決める要因を $X_{2,it}$ 、世界的なリスク回避傾向の代理変数を $X_{3,t}$ とすれば、金利差の決定式は次のように定式化される。

$$s_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \beta_2 X_{2,it} + \beta_3 X_{3,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ε_{it} は、金利差に影響するそれ以外の要因による影響をひとまとめにした誤差項である。

モラルハザード仮説によれば、たとえデフォルトリスクを決める変数が不変であったとしても、通貨同盟に参加することで投資家によるリスク評価が改善するため、求められるリスクプレミアム

が縮小する。このことは、通貨同盟加盟国の債券について、(1)式における β_1 が小さくなることを意味する。

通常は β_2 や β_3 は通貨同盟への加盟/非加盟によって変化しないと仮定し、(1)式を別々に推定する代わりに、ダミー変数を用いた次のような定式化を行って、全てのサンプルをプールして推定する。

$$s_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \beta_2 X_{2,it} + \beta_3 X_{3,t} + \gamma_0 D_{it} + \gamma_1 D_{it} X_{1,it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

D_{it} は、通貨同盟加盟国であれば1、そうでなければ0をとるダミー変数である。したがって、通貨同盟加盟国の債券の場合、デフォルトリスク決定要因の係数は $\beta_1 + \gamma_1$ となる。これらの債券に対するリスク評価が甘くなるという仮説は、 $\gamma_1 < 0$ を意味する。そこで、実証研究のアプローチとしては、加盟国とそれ以外の国の金利差およびその決定要因のデータを用いて(2)式のパラメータを推定し、 $\gamma_1 = 0$ という帰無仮説を $\gamma_1 < 0$ という対立仮説に対して検定することが基本線となる。あとは、サンプル国・期間の選び方、デフォルトリスクの決定要因として採用される変数の選択、流動性の代理変数の選択等によってヴァリエーションが生じる。また、債務残高や財政収支の効果に非線形性を仮定したり、他の変数との交差項を導入したりするなど、関数形のヴァリエーションもある。

2 ユーロによるリスクプレミアムの変化

Schuknecht et al. (2009)は、欧州13カ国の中央政府およびドイツ・スペインのサブナショナル政府の政府債に求められるリスクプレミアムを、1991年から2005年のデータを用いて、EMUのスタート前後で比較している。非ユーロ国がサンプルに含まれているため、原理的には通貨同盟参加国と非参加国を比較することもできる。しかし、サンプルに含まれている非ユーロ国はイギリスとスウェーデンの2カ国のみであり、実質的にはEMU加盟国をその発足前後で比較することで、通貨同

盟が市場規律に与える影響を見ていると考えてよいだろう。さらに、ドイツとスペインのサブナショナル政府もサンプルに加えることで、中央政府による暗黙の債務保証がサブナショナルのリスクプレミアムにどのように作用するかを検証している。

ただし、いずれのケースにおいてもモラルハザードによるリスクプレミアムの反応の鈍化のみを想定しているわけではなく、EMU 加盟国およびサブナショナル政府においてリスクプレミアムが（縮小ではなく）拡大する可能性も想定している。すなわち、EMU 加盟国は、ユーロ建債務の実質残高をインフレによって調整することはできない（一国の都合でユーロ価値を変更できない）ため、ユーロ加盟によってかえってデフォルトリスクが上昇するとみなされる可能性がある。また、サブナショナル政府は限られた徴税能力しか持たないため、収入・支出の急変に対処する能力に限界があり、同じ水準の債務残高であっても中央政府に比較してデフォルトリスクが高いとみなされる可能性がある。

このように、EMU 加盟国であること、またサブナショナル政府であることは、投資家によるリスク評価を厳しくする要因にもなり得る。したがって、たとえ EMU 加盟国およびサブナショナル政府のリスクプレミアムを低下させるようなモラルハザードが生じたとしても、デフォルトリスク上昇要因による影響のほうが大きいならば、EMU 加盟国およびサブナショナル政府に対する市場規律は非加盟国および中央政府より厳しく作用する可能性がある。これは、たとえ EMU およびサブナショナル政府であることによってリスクプレミアムが上昇するとしても、それがただちにモラルハザードの存在を否定するものではないことを意味する。一方で、リスクプレミアムが全体として低下するのであれば、モラルハザード効果が存在すると言えるだろう。

さらに、ドイツとスペインのサブナショナル政府のデータは、サブナショナル政府に EMU がどのような効果を及ぼしたかを検討することを可能としてくれる。EMU 加盟によって中央政府の財政

が SGP に制約されるため、サブナショナル政府の財政危機の救済可能性が低下したととらえられるならば、サブナショナルには高いリスクプレミアムが求められるようになるだろう。

以上の前提のもと、Schuknecht et al. (2009) は (2) 式にサブナショナルダミーも加えて推定し、次の結果を得ている。(1) EMU 参加国の中央政府について、債務残高および財政収支に対するリスクプレミアムの感応度は EMU 発足後に低下している。(2) ドイツとスペインのサブナショナル政府について、財政収支に対するリスクプレミアムの感応度は、中央政府に比較して各段に低下している。既述のとおり、EMU およびサブナショナル政府には投資家のリスク評価を厳しくする理由も存在することを考慮すれば、以上の結果は、EMU に参加したこと、あるいはサブナショナル政府であることが、EMU に参加する以前あるいは中央政府に比較して、本来のリスク要因への市場の反応を鈍化させる効果を持つことを示唆している。

さらに、サブナショナル政府については、その国が EMU に加盟することの効果も推定し（サブナショナルダミーが1かつEMUダミーも1のケース）、リスク評価の感応度が再び高くなる（サブナショナル効果がほぼ相殺されている）という結果を得ている。これは、EMU 加盟によって中央政府が SGP による制約を受けるようになるため、サブナショナル政府の救済可能性が低下するという仮説に沿ったものと言える。

Zucarrdi (2015) は、1996年から2008年のデータを用いて、Schuknecht et al. (2009) と同様にユーロを採用国と非採用国の間で、債務残高に対するリスクプレミアムの反応を比較している。さらに、欧州以外の先進国・新興国もサンプルに含めているため、ユーロ非加盟国に関するデータが豊富に得られている。したがって、Schuknecht et al. (2009) が実質的に EMU 加盟国について EMU 前後を比較したのに対し、Zucarrdi (2015) は EMU 加盟国と非加盟国を比較したものとみることができ。さらに、(2) 式の右辺に債務残高の二乗項を加え、リスクプレミアムに対して非線形の影響

を与える可能性も考慮している。推定式は次の (3) 式のような形になる。

$$s_{it} = \beta_0 + \beta_{11}X_{1,it} + \beta_{12}X_{1,it}^2 + \beta_2X_{2,it} + \beta_3X_{3,t} + \gamma_0D_{it} + \gamma_{11}D_{it}X_{1,it} + \gamma_{12}D_{it}X_{1,it}^2 + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

このとき、債務残高の変化に対するリスクプレミアムの反応の大きさは (4) 式のようになり、債務残高の大きさによって変化することになる。

$$\frac{\partial s_{it}}{\partial X_{1,it}} = \beta_{11} + \beta_{12}X_{1,it} \quad (4)$$

すなわち、 β_{12} が正であれば、債務残高が大きくなるにつれて、追加で求められるリスクプレミアムが大きくなる⁽²⁾。反対に、 β_{12} が負であれば、債務残高が大きくなるほどリスクプレミアムの反応が鈍くなることを意味する。

EMU 諸国については、リスクプレミアムの反応は

$$\frac{\partial s_{it}}{\partial X_{1,it}} = (\beta_{11} + \gamma_{11}) + (\beta_{12} + \gamma_{12})X_{1,it} \quad (5)$$

となる。

まず、 β_{12} の推定値は負になっている。これは、債務残高が大きくなるほどリスクプレミアムの反応が鈍くなっていくことを意味する。ただし、 β_{12} は有意に推定されておらず、しかもその絶対値も非常に小さい。したがって、非 EMU 諸国については非線形の効果はほとんど見られないと言える⁽³⁾。一方で、 γ_{12} の推定値は負であり、その絶対値もかなり大きく、有意に推定されている。 γ_{11} の推定値は正であり、かつ有意であることと併せると、EMU 参加がリスクプレミアムの反応に与える効果について次のことが言える。すなわち、債務残高 $X_{1,it}$ の大きな国については (5) 式は小さな値となり、EMU 加盟によって債務増のコストを縮小することができる。一方で、債務残高の小さな国については (5) 式は大きな値となり、EMU 加盟に

通貨同盟における救済の期待と投資家のモラルハザード

よってかえって債務の追加に高いコストを要するようになる。すなわち、EMU によって高債務国には市場規律の作用が鈍化し、低債務国にはかえって鋭敏化する。この結果は、通貨同盟において、債務残高の小さな国が高債務国の潜在的救済者とみなされていることを示唆していると解釈することも可能だろう。

以上、Schuknecht et al. (2009)、Zucarrdi (2015) ともに、EMU がリスクプレミアムの反応を鈍らせた可能性を支持する結果を得ている。しかし、これらの研究には、通貨同盟のモラルハザード効果を検証するという観点から重大な問題がある。すなわち、このような方法で検出されるリスクプレミアムの反応の変化は、必ずしも救済期待の高まりに起因するものではないかもしれない。実際、Schuknecht et al. (2009) は、EMU におけるリスクプレミアムの低下は、マルク建の債券がユーロ建債券へと転換されたことの結果かもしれないと論じている。すなわち、ドイツ以外の国にとってマルク建債券の返済には他国の通貨であるマルクの調達が必要であったが、ユーロ建になったことで通貨の調達リスクが低下し、その分デフォルトリスクが低下したと判断された可能性もある。また、EMU への加盟に向けて各国の財政制度が変化したとすれば、財政運営への好影響が期待され、リスクプレミアムを下げた可能性もある⁽⁴⁾。このように、投資家のモラルハザード以外の要因でリスクプレミアムの反応が鈍化することも、理論的にはあり得る。以下では、これらの点に対する洞察を与えてくれる 2 つの研究をみる。

3 救済期待とリスクプレミアムの変化

Van Hecke (2013) は、投資家が借手の救済を期待して少ないリスクプレミアムしか要求しなくなると、救済を担うことが期待される主体にはむしろ高いリスクプレミアムを求めるはずだと考えた。すなわち、救済を前提とするならば、被救済主体による債務残高の増加は救済主体の財政的負担を意味するため、救済主体のデフォルトリス

クを高める。したがって、被救済主体の債務増加に伴って、その主体へのリスクプレミアムの反応が鈍化すると同時に、救済を担うと期待される主体のリスクプレミアムが上昇する。すなわち、被救済主体の債務残高の変化が救済を期待される主体のリスクプレミアムに影響するという、ある種の「波及効果」が発生する可能性がある。

問題は、誰が救済主体で誰が被救済主体であるかが事前には明確でないということである。通常、救済する能力のある主体はモラルハザードを予防すべく、むしろ救済の可能性を否定するような制度的枠組を採用しようとする⁽⁵⁾。したがって、救済—被救済の関係が制度上明確になっているようなことはほとんどない。そこで、Van Hecke (2013) は救済—被救済の関係が比較的明確と考えられる、中央政府（救済主体）とサブナショナル政府（被救済主体）の金利差データを用いて波及効果の存在を検証している。具体的には、EMU 諸国の中央政府とサブナショナル政府のデータを用いて、サブナショナルの債務残高が中央政府のリスクプレミアムに影響するかどうかを検証している。すなわち、(2) 式を中央政府のリスクプレミアムの決定式とし、説明変数にサブナショナル政府の債務残高を追加して推定している。サブナショナル政府の債務残高の係数が有意に推定されれば、救済期待によるモラルハザードが生じている可能性が高いと考えられる。

ところで、投資家は、救済される可能性が高いサブナショナル政府とそうでない政府とを選別する可能性がある。たとえば、救済可能性をできる限り小さくするような制度の下では、そうでない場合に比べれば救済の期待は持たれにくいだらう。Van Hecke (2013) はそうした制度的な要素の代理変数として垂直的財政格差 (vertical fiscal imbalance, VFI) —サブナショナル政府の収入のうち中央政府からの移転が占める割合—を採用している。VFI を用いる背景には、投資家は潜在的被救済主体の財政の自律性が低いほど、救済が前提になっている可能性を高く見積もるといった仮定がある。そして、単純に波及効果があるかどうかだけを見るのではなく、VFI が大きいときほど波及

効果が強いという関係がみられるかどうかを検証している。すなわち、サブナショナルの債務残高と VFI の交差項の係数が正であるかどうかを検証している。

リスクプレミアム決定式の推定から、サブナショナル政府の債務残高から中央政府のリスクプレミアムへの波及効果は、VFI が高いときのみ生ずるという結果が得られている⁽⁶⁾。すなわち、サブナショナル政府が中央政府からの移転収入に依存する割合が高いほど、サブナショナル政府の債務残高の増加が中央政府のリスクプレミアムに強い影響を及ぼす。これは、VFI が大きいほどサブナショナル政府が自力再建できる余地は少なく、中央政府が救済に動き出す可能性が高いと期待されるためであると解釈している。

以上より、Van Hecke (2013) は、サブナショナル政府に関して言えば、特定の制度的条件の下で中央政府による救済の期待が投資家の間に生じること示唆している。

なお、前述の Shucknecht et al. (2009) はドイツのサブナショナル政府について、制度的要素が投資家の救済期待に影響を与えるという仮説を検証している。ただし、そこで制度の代理変数として用いられるのは、垂直的財政格差ではなく、あるサブナショナルが revenue-sharing system において受取超過主体 (net recipient) となっているか、支払超過主体 (net contributor) となっているかの区別である。そして、受取超過主体は自律的に財政危機に対応する能力を欠いているため、中央政府による救済が期待されると仮定している。これらをダミー変数として (2) 式の推定も行っており、サブナショナル効果 (サブナショナルであるために救済が期待されてリスク評価が甘くなる) は受取超過主体において支払超過主体よりも大きくなるという結果を得ている。すなわち、Van Hecke (2013) と同様に、投資家が中央政府による救済可能性を予想する際に、サブナショナル政府を制度的特徴によって選別する可能性を示唆している。

Van Hecke (2013) は、制度的要因としてサブナショナル政府の借入に課される制約を用いた推定も行っている。一般に、サブナショナル政府は借入に何らかの制約を課されている。そして、より厳しい制約ほど危機時のサブナショナルの行動を縛るため、そのような制約を課す中央政府は危機時の資金援助を事実上織り込んでいるはずだと投資家に判断されるかもしれない。そこで、借入制約を緩い順に 4 段階—制約なし (No Imposed Rule)、中央—サブナショナル政府の協調的取決め (Cooperative Agreement)、ルールベースの制約 (Rule Based Constraint)、完全な管理 (Administrative Control) —に分類し、それぞれの制約のもとでサブナショナル政府の債務残高の波及効果が異なるかどうかを検討している。これについては、やや解釈の難しい結果が得られている。すなわち、協調的取決めとルールベースの制約の場合のみ、サブナショナルの債務残高は波及効果を持つと推定されている。一方で、まったく制約がないか完全に管理されている場合には、波及効果は見られない。これは、まったく制約がない場合には、サブナショナルの自律性が保証されており、自力再建が可能と判断されていると考えられる。また、中央政府の完全な管理下に置かれているケースでは、サブナショナルの債務残高は中央政府が認めたものであり、当然ながら将来的な財政破綻の芽になるような性質のものではないと判断されるのかもしれない。

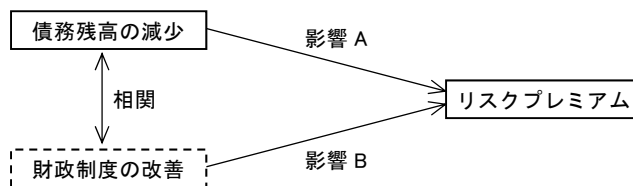
これらの研究は、潜在的救済者の存在がただちに救済期待を生むわけではなく、暗黙裡に救済を

前提とするような制度的な裏付けが必要であることを示唆していると言える。

4 制度的要因とリスクプレミアムの変化

Van Hecke (2013) が示唆するように、制度的要因によって救済期待が生じ、リスクプレミアムが影響を受けるとすると、制度の代理変数を含めずにリスクプレミアムの決定式を推定することは重大な問題を引き起こす。たとえば、財政的意思決定における財務大臣の独立性が高い国は、放漫財政に陥る可能性は低いと考えられ、要求されるリスクプレミアムは小さくなるかもしれない。また、そうした制度は実際に債務残高や財政赤字を抑制する効果も持つであろう。したがって、債務残高や財政赤字が縮小するとき、同時に財政制度も改善している可能性が高い。このとき、財政制度の望ましさを表す変数を含めずにリスクプレミアムを債務残高で説明しようとする、債務残高の係数の推定値の中に、財政制度の影響が混ざりこんでしまう。結果として、両者の影響を分離することができなくなり、債務残高の影響の推定値は信頼できないものとなる (図 1)。

Hallerberg & Wolff (2008) は、多くの EMU 諸国政府において EMU 開始前後で財政制度が改善していることを示し、EMU 後のリスクプレミアムの低下は、救済期待によるモラルハザードではなく財政制度の改善によって説明されてしまう可能性を指摘している⁽⁷⁾。すなわち、加盟国の財政制度の改善によって財政の維持可能性への信頼が高ま



財政制度を無視すると、影響 B はあたかも債務残高の影響のように見えてしまう。すなわち、債務残高の影響を過大評価してしまう。

図 1：債務残高の影響の推定と財政制度

り、たとえ政府債務が増加したとしても一時的なものであり、デフォルト確率には影響しないと判断されるかもしれない。この場合、リスクプレミアムは政府債務の増加にそれほど強く反応しなくなる。EMU 後に観察されたリスクプレミアムの縮小は、市場規律の機能不全ではなく、それが正常に作用した結果であり、救済期待によるモラルハザードは起こっていないということになる。

Hallerberg & Wolff (2008) は 1993 年から 2005 年のユーロ圏 10 カ国のデータを用いて、(2) 式に財政制度の代理変数 I_{it} を説明変数に加えた、次の (6) 式を推定した。

$$s_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \beta_2 X_{2,it} + \beta_3 X_{3,t} + \gamma_0 D_{it} + \gamma_1 D_{it} X_{1,it} + \delta_0 I_{it} + \delta_1 I_{it} X_{1,it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

そして、財政制度を説明変数に加えると、EMU 効果を表す財政赤字と EMU ダミーの交差項の係数 γ_1 の絶対値が大幅に縮小し、またその推定値は有意でもなくなるという結果を得ている。財政制度の影響をコントロールすると、もはや EMU 加盟国であることによるリスクプレミアムの反応の鈍化（その中には救済期待によるモラルハザードも含まれる）は確認できない。一方で、財政赤字と財政制度の交差項の係数 δ_1 は有意に推定され、かなり大きな負の値になっている。すなわち、望ましい財政制度の下で、財政赤字に対するリスクプレミアムの反応は強く抑制されることになる。

おわりに

ここまで、通貨同盟が投資家に救済期待を抱かせ、デフォルトリスクの過小評価を招く可能性について、4 つの相互補完的な実証研究の結果を比較しつつ、議論を進めてきた。Schuknecht et al. (2009) および Zucarrdi (2015) によれば、EMU によって債務残高や財政赤字に対するリスクプレミアムの反応が鈍化したことは認められるが、それが投資家のモラルハザードによるものかどうかははっきりしない。一方で、Van Hecke (2013)

は、中央政府とサブナショナル政府の関係においては、救済期待によるモラルハザードが発生することを確認している。ただし、あらゆるサブナショナル政府債にモラルハザードが発生するわけではなく、中央政府による救済を示唆する制度的な後ろ盾があることが、モラルハザード発生のカギを握っていることも示している。実際、Hallerberg & Wolff (2008) は、EMU 各国の財政制度の代理変数を含めれば、EMU 後のリスクプレミアムの反応の低下の大部分が説明され、その他の要素（その中にはモラルハザードも含む）の貢献は有意に検出できないとしている。

EMU においては、通貨統合のプロセスにおいて加盟各国の財政制度の改革が同時進行したため、投資家のモラルハザードをある程度抑えられた可能性がある。これは、通貨同盟の設立と同時に何らかの形の財政制度改革が必要であることを示唆する。さらには、財政政策の自律性を各国が部分的に放棄するという意味で、財政・政治統合が通貨統合と同時に進行することの必要性まで議論を拡大することもできる。経済・通貨統合と政治統合の関連は、ヨーロッパ統合の今後の展開—市場と通貨の統合から始まった欧州統合が他分野にも拡大していくのか⁽⁸⁾—を考えるうえで重要な役割を果たすだろう。

一方で、後にギリシア政府の巨額の債務残高が発覚したことを考えると、通貨統合に至る過程でのドイツとの金利差の縮小は投資家のモラルハザードによるものではなく、財政制度の改革を評価したことによるという Hallerberg & Wolff (2008) の結果は、財政制度の影響を過大推定している可能性がある。さらに、2008 年の金融危機後に金利差の分散が急激に拡大したことは、それ以前に比べて加盟国政府に対するリスク評価に差がつけられるようになった (β_1 の絶対値が大きくなった) ことを意味する。これは、逆に言えば、金融危機以前には、本来異なるリスクプロファイルを持つ加盟国がほぼ同一に近いリスク評価を受けていた (β_1 の絶対値が非常に小さかった) ことを示唆する。財政制度による影響の推定方法を検討することが、モラルハザードの存在および重要性を判断

する重要な鍵となるだろう。

注

- (1) 実際にははるかに複雑なプロセスが定められている。ここでの記述は単純化したものである。詳しくは De Grauwe (2016), pp.223-224 を参照されたい。
- (2) Bayoumi et al. (1996) は、アメリカの州政府が発行する債券と連邦政府債の金利差データを用いて、州政府の債務残高が大きくなるほど追加で求められるリスクプレミアムが拡大していくことを明らかにした。すなわち、市場は、州政府が債務残高を増やすことを抑制するよう作用している。これをもって「市場規律が機能している」としている。
- (3) β_{12} のみならず β_{11} も有意に推定されており、非 EMU 諸国については債務残高の効果ははっきりしない。一方で、財政収支の係数は非 EMU 諸国については有意に推定されているが、EMU ダミーと財政収支の交差項の係数は有意に推定されていない。すなわち、財政収支の効果については、EMU と非 EMU とで明確な違いは検出されていない。
- (4) EMU 諸国は安定成長協定に署名しなければならないが、これが加盟各国の財政制度を改善するものと期待され、リスクプレミアムの反応に影響した可能性も考えられる。ただし、ドイツやフランスといった大国がすでにこの協定に違反しているため、EMU 発足当初はともかく、現在では SGP が実際にそのような効果を持つと期待することは難しいだろう。
- (5) たとえば、EMU における no-bailout clause は、ECB や EMU 加盟国が債務危機に陥った加盟国を救済することを禁止している。そうすることで、ECB や EMU の大国が救済者とみなされることのないよう、制度面から外堀を埋めようとしている。
- (6) 一方で、サブナショナルの債務残高単体の効果はマイナスに推定されている。これは、サブナショナルの債務残高が増える背景に分権化があり、中央政府の債務が部分的にサブナショナルに移管されるためであるとしている。すなわち、サブナショナルの債務残高の増加が中央政府の債務残高の減少を意味する場合がある、ということである。このとき、サブナショナルの債務残高の増加は中央政府の債務残高の減少を意味するため、中央政府に求められるリスクプレミアムは低下することになる。
- (7) EMU 開始前後の時期に参加国の財政制度が改善した背景には、ユーロ創設メンバーになるべくマーストリヒト条約の財政基準をなんとかも満たそうとした各国の思惑をうかがうことができる。
- (8) ここには、現状の加盟国が政治的な統合を深めていくことだけでなく、それについて来られない国は欧州統合と一定の距離をとり、残された少数の国のみで政治的な統合を深める可能性も含まれる。

参考文献

- Bayoumi, T., Goldstein, M., & Woglom, G. (1995). "Do credit markets discipline sovereign borrowers? Evidence from US states," *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(4), pp.1046-1059.
- De Grauwe, P. (2016) *Economics of Monetary Union*, 11th edition: Oxford university press.
- Hallerberg, M., & Wolff, G. B. (2008). "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia in EMU," *Public Choice*, 136 (3-4), pp.379-396.
- Mundell, R. A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas," *The American economic review*, 51(4), pp.657-665.
- Schuknecht, L., Von Hagen, J., & Wolswijk, G. (2009) "Government Risk Premiums in the Bond Market: EMU and Canada," *European Journal of Political Economy*, 25 (3), pp.371-384.
- Van Hecke, A. (2013) "Vertical Debt Spillovers in EMU Countries," *Journal of International Money and Finance*, 37, pp.468-492.
- Zuccardi, I. E. (2015) "Sovereign Spreads in the Eurozone: Is Market Discipline Working?" *Banco de México Working Papers*, No. 2015-20.