

### ジャンピサニ・フェリー氏

ブリュッセル研究所所長

### グントラム ヴォルフ氏

ブリュッセル研究所次長

### 伊藤元重

総合研究開発機構理事長

## No.70

# ユーロ危機： 何を学ぶのか？

### ポイント

- 欧州通貨統合では、危機に対応するメカニズムが欠如していた
- 「銀行同盟」は、政府と銀行の間の悪い依存関係を断ち切る方策
- EUは欧州の利益を代表する正統性をもったシステムを必要としている

### 要旨

欧州通貨統合では、危機を未然に防ごうとしてきた。しかし、火災が起きたときの「消火団」的なメカニズムがなかったため、いざ危機が発生してもユーロ加盟国が対処する術がなかった。

南欧諸国の銀行は、強いホームバイヤス（自国の資産を選好する傾向）をもち、自国政府の発行した債券に莫大な投資をしている。それが政府と銀行の間に依存関係、悪循環を形成している。「銀行同盟」は、この悪循環を断ち切る方策と考えられる。

EUには、システムとして、欧州の利益を政治的に代表するものは存在しない。有権者は欧州議会議員に正統性があるとは思っていない。欧州議会に大きな権力を付与するたびに、投票率は下がってしまった。

### 欧州危機から学んだこと：非対称性の問題

伊藤 本日は、ブリュッセル研究所のピサニ・フェリー所長とヴォルフ次長に、近年、欧州で起きている出来事の背景は何か、そして、とられるべき処方箋は何かについて、ご意見を伺いたと思います。

まずは、欧州危機の原因についてお聞きしたいと思います。経済学者のなかには、通貨を統合することに問題があったという人、為替レートの調整機能（adjustability）の不足に焦点をあてる人もいますし、他方では国家財政制度の運営の失敗を指摘する人もいます。そのなかで、初めに通貨統合の問題を取り上げたいと思います。欧州で通貨が統合された後、経済の収斂が、ある程度、欧州域内で起こったことは確かです。しかし、日米の経済学者たちは、為替を欧州域内で固定化すること自体が、収斂ではなく、逆に分裂をもたらす原因だと指摘していました。

ピサニ・フェリー ユーロ導入時にJ.フランケルとA.ローズの2人と、P.クルーグマンとの間で有名な論争がありました。クルーグマンは、通貨統合が行き着く先は、国ごとの産業の特化や経済の非対称性の縮小ではなく、かえってそれらが強化される姿を主張しました。結果をみれば、クルーグマンが正しかったわけです。ユーロ圏内の格差は拡大し、実質為替レートの乖離も悪化しました。貿易財産業が、南欧では縮小したのに対して欧州北部で拡大しました。さらに各国の経常収支の不均衡は拡大し、対外純資産ポジションの不均衡も強められてしまった。



ジャン ピサニ・フェリー氏  
ブリュエル研究所所長

まず理解しなければならないのは、欧州で通貨統合が実現したときの初期条件、あるいは初期システムが国によって大きく違っていたということです。ドイツとスペインの間でみられるように、ユーロ圏内の特定の国と国との間に大きな経済の非対称性が存在していたのです。この非対称性は、固定為替制度を導入するなかで、ある程度は解消されたのですが、限定的なものにとどまり、また、その裏にあった構造的な相違も過小評価されていたのです。

また、そのような初期状態の違いを抱えていたことが、様々な問題を引き起こしました。ユーロ発足前年の1998年当時、ドイツは経常赤字を抱えていたため、歳出削減や賃金抑制策などの対策に乗り出しました。一方、南欧諸国ではユーロに急速に収敛したことで長期金利の下落が生じ、それが引き金となって、建設・不動産ブームなど国内需要ブームが起きました。たとえば、スペインは財政抑制政策を実施しましたが、それでも、国内での民間需要のブームを抑えることはできなかった。そのような国ごとの非対称性がユーロ導入の最初からあったのです。

さらには、システムとして、いくつかの欠陥がEUにはあったことも分かっています。マーストリヒト条約を読めば、考え得る限りの問題は、各国の政府が原因になると書いてあるのがわかると思います。つまり、各国の財政規律さえ守られれば安定的な共通通貨を維持していくことが可能だという前提がおかれ、市場の合理性に対するとてつもない「信仰」がありました。制度の安定性につながる源泉はいろいろと考えられるが、政府側の問題を加盟国がコントロールできれば、共通通貨の安定性は担保されるということです。市場の問題など民間側が生み出す潜在的な不安定性は甚だしく軽視されました。今や、

全く唐突に南欧への資本の流れが停止し、南欧への民間資本の流れが皆無になる事態に直面しています。

**ヴォルフ** 制度的な側面についてもう少し詳しくお話をしましょう。ユーロ導入以前には、通貨統合が財政統合や政治統合抜きで機能するのか、かなりの懐疑論がありましたが、いざユーロが導入されてしまうと、こうした意見は鳴りを潜めました。その代わりに、財政規律、つまり安定成長協定を遵守できるのであれば、通貨統合は安定的な制度だというのが基本的な意見になりました。だが、こうした見解に欠けていたのは、火災が起きたときの「消火団」の必要性です。現在のシステムは、各国政府に数多くの制約・規制をかけておけば、それで火災を防げるだろうと願うようなもので、いざ火災が起きてしまったときの対策をとる仕組みがありません。危機が起きたら、銀行を閉鎖させるとか、銀行に資本注入をする、あるいは政府に財政支援を行うなどの行動、決定をする人が必要です。通貨統合の前には、どこまで統合を進めるのかの突っ込んだ議論があったのですが、最終的には、通貨統合にとどめておこうと政治的に決断したのです。

## 賃金・価格メカニズムによる調整の難しさ

**伊藤** 重要な論点が色々とでてきました。ある二つの国の中で生産性の伸び率に違いがある場合、理論的には、生産性の伸びの高い国の為替レートが高くなることで、実質的に賃金は調整されますが、ユーロという共通通貨による固定為替相場制下ではそれは無理です。

**ピサニ・フェリー** 我々は、調整メカニズムが備わっていないことがユーロのシステム上の弱点であることは承知していました。欧州で国家間の非対称性が拡大し続けないように、競争力をモニターし、賃金や価格の弾力性を増す方法がとれるようなシステムを取り入れた国はユーロ圏にはほとんどないのです。

ある程度この問題へ対応したのはフィンランド政府くらいで、他では何も対応しませんでした。財政赤字さえコントロールできれば、残りの問題は全て大丈夫、という信念のようなものが暗黙のうちにできあがってしまい、その他の賃金、価格、信用度など現在問題となっている要素は非常に過小評価さ



グントラム ヴォルフ氏  
ブリュージュ研究所次長

れました。

**伊藤** 欧州は、目下の緊急課題を克服したら、ギリシャやスペインのような国でも、為替レートによる調整機能がなくとも構造変化への調整ができるとお考えですか。

**ヴォルフ** ここ数年、多くの国で深刻な不況が生じ、その結果、労働市場の機能の仕方に違いはあるものの、賃金水準が低下しています。しかし、この賃金低下は、賃金調整過程の始まりに過ぎません。

**伊藤** このことを経済学的にみると二つの考え方があると思います。一方は、市場機能を信じるもので、価格メカニズムが効率的に機能すれば、調整が起きるといえるものです。しかし、最近では、例えば、ジョージ・アカロフやロバート・シラーのように、賃金・価格による調整メカニズムに対して悲観的なケインジアン的発想をする人が増えているように思えます。

**ピサニ・フェリー** 私は価格調整メカニズム論の論者ではありません。しかし、多くの人が思っていたよりも現実の賃金の伸縮性は大きく、価格の伸縮性は小さかったのです。賃金の調整がより働くのは、最低賃金を下げるなど政府の政策が有効であったことが大きい。労働市場改革が困難な国も多かったことは確かですが、現在では賃金政策などによる調整が成果を上げ始めています。他方で、価格に関しては、そのような段階にはありません。

**ヴォルフ** グローバリゼーションのなかで国際的な競争力を取り戻すためには、輸出価格を低く抑える必要がありますが、EU 競争政策が保護主義的であるために欧州域内の競争が抑えられ、その結果、価格の適切な調整が起りにくくなっています。賃金の調整が価格に反映される仕組みが失われ、再構

築されずにいます。

もう一つ、資本コストの問題があります。特に南欧では、資本調達が高くなってきています。賃金調整ができて資本コストが上がれば、総費用を下げることは難しいのです。

**伊藤** ここで思いだされるのが、いわゆる最適インフレ率の議論です。インフレ率が「ゼロ」の周辺にあるときには、インフレ率の下方調整が効かない。しかし、ある程度のインフレ率があると、品目・セクター間のインフレ率の調整がより柔軟にできるというものです。

**ピサニ・フェリー** 欧州もデフレの問題を抱えています。南欧諸国には基本的に、競争力と為替レートとの間の問題がある。それに加えて債務問題（公的債務と民間債務の両方）が発生し、二つの問題を抱えています。競争力にテコ入れしようとデフレにすると、企業は同じ量のモノを売っても売上高が下がってしまうために債務返済に悪影響がでる、企業や家計が苦しくなれば税収も下がるので公的債務問題も悪化するなどの矛盾が生じているのです。

## 域内での資本の流れの不安定さ

**ピサニ・フェリー** 先ほど申し上げた通り、以前は南欧諸国に巨額の資本流入があったのに、今や唐突に資本移動が停止し、大量の資本流出に直面しています。つまり、以前はリスクが極端に過小評価され、現在では「全面的なリスク回避」というリスクが生じています。

こうしたことは欧州における「金融の分断化」が引き起こしたものです。南欧諸国の銀行は、インターバンク市場へのアクセスをほぼ喪失してしまいました。それは、そうした銀行が国債などの政府保証債券を抱え込んでおり、それら債券の評価損からくる自己資本低下のリスクに晒されていることに起因します。もともと南欧諸国の銀行は、非危険資産への置き換えを進めようとして、政府債券を買い増していったのですが、結果的に、脆弱性が増加してしまいました。

**伊藤** 政治的には、大変難しい状況だと思います。民間への融資が不良債権化しても、銀行は破産手続を進め、資産と負債の組み直しをすればよいわけです。しかし、政府部門の債権が焦げ付いたときには、

単に破産手続をとるわけにはいきません。

**ピサニ・フェリー** 例えば3年前、スペインの銀行は、国債を保有することで現在よりも安全でした。しかし、欧州危機の結果、現在では国債を保有することで大きなリスクを抱え込んでいます。

**伊藤** つまり、銀行部門の問題は、より複雑化しているということですね。

**ピサニ・フェリー** 欧州の「金融の分断化」はユーロ圏における域内資本の流れ、特に南欧諸国への流れを止めてしまいましたが、それは、民間企業にも影響を与えています。仮にZ社という企業がユーロ圏内でドイツとイタリアのように別々の国にそれぞれ支店を設立したとします。顧客などの条件がそれぞれの支店で全く同一であったとしても、この2つの支店はそれぞれ異なった与信しか得られません。Z社はそれぞれの国で地元銀行からしか融資を得られないからです。企業側は同じでも地元銀行の与信能力やそれぞれの国の金利は異なります。そのため、一方の支店は、もう片方よりも高い利子でしか融資を受けられないことになります。



伊藤元重  
NIRA 理事長

#### 解説①

#### 伊藤元重

お二人は共通通貨ユーロ制度に欠陥があることは認めつつ、競争力格差を調整する賃金の調整能力は思った以上に強いと指摘している。そうした意味では構造調整は進んでいると考えているようだ。そして、より重要な問題は資金の流れの不安定さにあると考えているようだ。

一時は南欧諸国に巨額の資金が流れながら、危機になると資金が全く流れなくなる。こうした金融の分断化が欧州経済危機を深刻化させている。共通通貨ユーロを機能させるためにはどのような制度や規制が必要であるかという議論は行われてきたが、いざこの仕組みに火事が起きたときにそれにどのように対応するのかということがほとんど議論されてこなかった。こうした見方をお二人は持っている。事実、この数年、欧州諸国はこうした危機対応に追われてきた。

#### 欧州中央銀行（ECB）は有効な役割を果たせるか

**伊藤** 仮にギリシャなどの加盟国がユーロを脱退するという事態になったとき、多くの人が、それが

EU 内部で広範に「伝染」してしまうことを心配しています。この「伝染」を食い止める最も効果的な政策は何でしょう。欧州中央銀行（ECB）は問題に対処するのに有効かつ効果的な役割を果たせるのでしょうか。

**ピサニ・フェリー** ECBは、自分たちはソルベンシー・リスク（支払能力に支障がでてしまうリスク）<sup>1</sup>には関与せず、国債取引における「交換性のリスク（convertibility risk）<sup>2</sup>」のみに対処するのだ、と言っています。交換性のリスクをコントロールするために、ECBはユーロ圏の国債買い入れ計画を発表し、償還年限が短い（3年以内）国債を流通市場（二次市場）で購入して市場介入しようとしています。

**伊藤** IMFチーフエコノミストのオリビエ・ブランチャードがいうには、何らかの問題が発生してインターバンク市場が分裂し、市場介入を行っても市場全体に効果を及ぼすことが不可能になった場合には、CP（コマーシャルペーパー、短期の無担保約束手形）市場など個別の市場への介入を強めなければならない。もし、市場介入に関して欧州の状況にあてはめるなら、マクロ金融環境全体への介入のみならず、各国レベルでの積極的な介入がもっと必要になるはずだ。

**ピサニ・フェリー** 限定的にですが、まさにそのことをECBが実行しようとしているのです。以前は、ECBが物価安定に重点をおいていることや、明確な金融安定の権限が与えられていないことから、ECBは銀行システムに対する「最後の貸し手」になり得るのか、という議論もありました。しかし、こうした議論で表明された懸念は結果的に過剰反応でした。リーマンショックの起こった2007年、ECBは銀行システムに対する大規模な流動性供給に関して長く

ためらうことはありませんでした。

**ヴォルフ** 中央銀行の主要な機能の一つが、経済・金融に対する「不安」に対処することです。ある国に不安が生じると、それ以外の国も含めた経済全体を不安定な状況へと押しやってしまいます。ですから、不安となる材料のない組織が、金融市場に介入し、対策を打たねばなりません。

ECBは、現状では、何の不安もなく欧州危機に立ち向かえる唯一の組織です。ただ、ECBにも問題はあって、各国政府にとっての「最後の貸し手」になって不安を解消するための組織ではなく、ECBの政治的な後ろ盾は、彼らが望んでいるほど強固ではありません。ECBがこうした行動をとるためには、政府間の政治的なコンセンサスを高めなければなりません。

## 銀行同盟に希望を託す

**伊藤** 各国政府がユーロ危機への対応に成果を出すためには、ECBが唯一の手段でしょうか。危機に対して各国政府がとれる効果的な政策は他にありませんか。

**ピサニ・フェリー** これまでの対策の効果は限界に近づいています。市場での措置が有効に機能して、短期的には不安に対処し得たとしても、限界がきている。「銀行同盟 (banking union)」を設立する合理的根拠はそこにあります。現在、政府は銀行システムを救済する責任を負う唯一の存在です。一方の銀行システムは巨額の国債を保有することで国家主権の保証に依存し、信用リスクにさらされています。南欧諸国の問題をみると、銀行のストレス指数と政府のストレス指数との間に非常に高い相関関係ができてしまっています。南欧諸国の銀行は、自国政府が発行した債券に莫大な投資をしており、それは非常に強いホーム・バイアス（自国資産を選好する傾向）といえます。そのため政府と銀行の間に恐ろしい依存関係、悪循環が形成されてしまったのです。

「銀行同盟」は、基本的にこの悪循環を断ち切るためのものです。つまり、銀行に対する監督責任が与えられるだけではなく、破綻処理、銀行預金保険、そして究極的には財政的な防護装置としての責務を欧州レベルで負うのです。いわば、銀行政策の連邦化 (federalization) です。2012年6月のEU首脳

会議で銀行同盟の指針は合意されましたが、非常に概括的な内容にとどまっています。問題は、各国政府が本当に銀行同盟を設立する気があるのか、どこまで準備ができてきているのかです。当面、議論されているのは、破綻が懸念されるEU圏内の大手25行に対策を集中するのか、それともEU全体の約6,000行全てにまで対象を広げるのか、という点です。

もう一つの提案は、相互保証モデル、あるいは相互債務化というものです。つまり、EU諸国が相互に保証して各国が「ユーロ共同債」を発行することができるようにするのです。

**伊藤**：日本では、銀行の不良債権問題を数多く経験しましたが、銀行の行動をコントロールするだけでは解決できませんでした。1国のなかでさえ様々な政治的駆け引きもあって非常に複雑なのに、複数の国で構成されるEUにとって、こうした処理をするのは非常に困難だと思います。

**ヴォルフ**：欧州システミック・リスク理事会 (ESRB) の学術諮問委員会が出した報告書によれば、EUでも、銀行が債務のリストラに失敗し、債務放棄をせずにいたため、素早い対応がとれずにいるという悪循環に陥ってしまい、日本の「失われた十年」と同じ道を、今まさに歩み始めているのではないかという懸念を表明しています。この悪循環を打ち破る唯一の方法は、銀行に対して断固とした破綻処理を行う当局の存在です。EUには「欧州破綻処理機関」はまだ存在しないので、現在は各国の破綻処理機関が対処することになりますが、こうした国別の破綻処理機関は、国によっては国家財政規模に比べて金融機関の規模が大きくて政府の救済能力を超えてしまうので、他のEU諸国による救済に頼らうというインセンティブに違いが出てきます。欧州はこの点で異なる利害を持つ国が集まっており、事態は非常に複雑です。

## 解説②

伊藤元重

国債市場で問題が起きたとき、その国の中央銀行が国債を購入することで、政府の流動性の危機を回避することができる。通貨統合をしたユーロ圏では、中央銀行機能が欧州中央銀行 (ECB) に統合されているため、各国の政府はそうした機能を ECB に頼らざるをえない。ECBは、そうした対応に踏み込んでおり、これが各国の財政リスクを下げつつ

ある。

ここでは欧州が新たに取り組んでいる「銀行同盟」(banking union)に期待される機能についても触れられている。欧州は関税同盟(customs union)、通貨同盟(monetary union)を実現してきたが、金融全体の動きの不安定化を避けるために、銀行同盟が必要となる。銀行の監督や危機管理あるいは預金保険業務などを、ユーロ圏全域で管理することが必要であると考えられるからだ。

## 域内不均衡を調整する政策を

**伊藤** すでに議論にもでたように、統合化の進むEUでは、繁栄している地域の経済がさらに活発になるという、ある種の経済活動の集積メカニズムが生じています。そして「周辺」になってしまった地域は、そうした経済活動の集積が欠落しているので成長メカニズムが働かない、という事態に陥っている。調整メカニズムとして変動為替相場があれば、「周辺」国の通貨を切り下げて経済刺激策をとることができるでしょうが、ユーロ圏の国として為替相場が統一されてしまうと、そうした仕組みが働きません。

日本のことを考えてみると、実は日本の北海道など北部と首都圏では似たような問題を抱えています。中央から地方へは、大規模な財源移転メカニズムがある。ただ、EU域内に比べて1つの国のなかでの話ですから、地域間の人の移動は活発で、調整メカニズムが機能しやすい。

**ピサニ・フェリー** おっしゃるとおり、EUで経済活動の集中度のアンバランスを労働力の移動によって調整することは簡単ではありません。もちろん、ドイツのように完全雇用の国とスペインなど南欧諸国のように高い失業率の国の間では、人の移動はあるでしょう。しかし、EUのように非常に多様性に富む経済の間では、言語や年金や技能に関して国をまたいでのポータビリティ、持ち運び可能性を確保することなどが重要です。しかし、そうしたポータビリティを欧州で保証するためには、より強い連邦システムを創設しなければならないという別の問題がでてきます。

もう一つの調整手法は、現在、南欧諸国で起きている経常収支危機からの教訓です。マーストリヒト

条約では、EU加盟国に対して国際収支を支援する可能性を排除しています。というのも、ユーロの加盟国は、あたかも一つの国のなかの地域のように考えられるため、ユーロ圏内では加盟国個別の経常収支に対する懸念はもはや生じないと考えられたのです。しかし、今では、ユーロ圏のどの国であっても、可能な限りの雇用を確保しながら、経常収支を均衡に近づけることが求められています。各国政府は、均衡のとれた経常収支を確保するために貿易財セクターを再建しようとして、産業政策を導入するかもしれないませんが、そうした政策は歪みをもたらします。また、そうした産業政策が単一市場と整合性があるかどうかの問題になってきます。産業政策の導入は、政治的には好まれるかもしれないのですが、経済的にはあまり効率ではなく、さらに通貨統合を維持するという考えに疑義を投げかけることになります。しかし、こうした点は、まだEU全体で議論されているわけではありません。

## 正統性をもった共同決定機構の構築が必要だ

**伊藤** ユーロを導入する前は、ドイツはマクロ、ミクロ双方の経済政策に関する独自の哲学、戦略を持ち得たのに対し、他の欧州諸国は固定為替相場に自らを合わせることに多大の労力を払っていました。しかし、通貨統合によって、ドイツは、独自の通貨政策を堅持するポジションから、欧州としての通貨政策へと立場を変えざるをえなくなったわけです。しかし、今でもドイツでは国内通貨政策派と欧州中央銀行派での論争が続いていると言われます。

**ヴォルフ** 欧州通貨統合は、表向きはEU全体で対称性をもったシステムで、各国の中央銀行とそのネットワークが、為替相場が安定するように相互に支え合うことになっています。しかし、実際は、ドイツ連邦銀行が事実上の為替制度の中核で、ある種の「錨」役を担うことになった。しかし、ドイツ連邦銀行には、他の中央銀行とともに為替相場の監督をする事実上の義務には関心がなかったように思います。ドイツの経済状況が他の国とは異なったポリシーミックスを持つ正当な理由づけとなったし、だからこそドイツ連邦銀行が他の国とは違う、独特の立ち位置をとったのだとも考えられるのです。

現状は困難です。ドイツ連邦銀行の総裁は、国内

の金融システムの維持に責務を負っていますが、同時に ECB の政策理事会のメンバーでもあり、ユーロ圏全体の利益のために行動する義務があります。ドイツ連邦銀行総裁には微妙なバランス感覚が必要で、ドイツの有権者の意向のみを支持することに偏らないようにすることが重要です。

**伊藤** 外からドイツの政治を見ると、メルケル首相は、より一層、欧州的政策をとり難くなっているように見えます。ドイツの有権者はドイツ国内の問題を差し置いて欧州の問題へ関与を強めることに以前よりも反対しているのではありませんか。

**ピサニ・フェリー** EU には、システムとして「欧州」の利益を政治的に代表するものは存在しません。中央政府と議会がありますが力が弱く、徴税権はありません。有権者は欧州議会の議員に正統性 (legitimacy) があるとは思っていません。

**伊藤** これまで欧州予算制度を設けようと何度も試みられたわけですが、今回の危機が「ビッグ・プッシュ」、強力な後押しとなる絶好の機会なのかもしれませんね。

**ピサニ・フェリー** それを議論することは、難しいでしょう。過去 15 年あまり、マーストリヒト条約の改定がされる度に、欧州議会の権限は強化されてきました。議会としては、それによって正統性を獲得できるのではないかと考えました。しかし、欧州議会により大きな権力を付与するたびに、投票率は下がってしまった。政治議論はすべて、欧州議会の派閥のなかだけで話されており、有権者は欧州議会でどのような政治討議が行われているかを知りません。

**伊藤** 全体的な財政スキームなしに、通貨統合を支える財政調整メカニズムを持つことは可能なのでしょうか。

**ピサニ・フェリー** それは現在議論の最中です。基本的に二つの意見があります。一つは連邦モデルで、もう一つは相互保険モデルです。相互保険モデルは論理的にはユーロ共同債に行き着くもので、EU 加盟国間でネットワークをつくるのです。各国の議会が協力し、共同決定する場をどうにかして作り上げる。それは、中心を持たない水平構造です。まだ存在はしませんし、手本もありません。しかし、それが我々が選んだ道なのです。

### 解説③

伊藤元重

ユーロ圏内での堅調な国から困難に陥っている国に財政支援をする仕組みを構築する必要がある。これが最適通貨圏の理論から出てくる考え方だ。しかし、各国の政治の独自性が尊重される現在の欧州統合の枠組みでは、これを実現するのは困難だ。欧州議会が強い決定権を持つことなしに国との財政移転を大規模に行うことは難しい。しかし、今の欧州連合の枠組みのなかで欧州議会が強い決定権を持つようにはならないだろう。これがお二人の考え方のようだ。

今後の欧州経済の安定化のためのより現実的な手法は、域内に過度なインバランスが起きないように、各国の経常収支への監視を強めるということだろう。共通通貨ユーロを導入するにあたって、各国の財政赤字や政府債務の上限を求めるルールを策定したが、これに加えて各国の経常収支の赤字幅にも上限を求めるようなルールを設定するということだろうか。

(2012 年 9 月 4 日実施)

#### ●注

- 1 ソルベンシー (solvency) とは、最終的な支払能力、負債弁済能力のこと。保有資産の価格の下落などによって資産内容が悪化してバランスシート上で債務超過となると、負債弁済能力、支払能力に支障が生じるおそれがある。こうしたリスクのことを指す。
- 2 加盟国のユーロ脱退により、ユーロ制度自体が崩壊するリスクのことを指す。そうした事態が起きた場合には、加盟国の発行する国債の取引などにおいて為替差損がでる可能性がでてくる。

\* 英文版は、以下でご覧いただけます。

“The Euro Crisis: What We Should Learn”  
([http://www.nira.or.jp/pdf/e\\_interviewbruegel.pdf](http://www.nira.or.jp/pdf/e_interviewbruegel.pdf))

**Jean Pisani-Ferry (ジャン ピサニ・フェリー) 氏  
略歴**

ブリューゲル研究所所長。フランス財務大臣の上席  
経済顧問 (1997-2000 年)、フランスの内閣経済分  
析審議会 (CAE) 委員長 (2001-2002 年) など歴任。  
現在、パリ第 9 大学経済学教授も務める。専門は欧  
州の経済政策および国際マクロ経済。2012 年 10 月、  
東京で開催された第 67 回国際通貨基金 (IMF)・世  
界銀行年次総会のため来日。

**Guntram Wolff (グントラム ヴォルフ) 氏  
略歴**

ブリューゲル研究所次長。ドイツ連邦銀行のエコノ  
ミスト、欧州委員会のエコノミストを経て現職。専  
門はユーロ圏の経済とガバナンス、および金融政策、  
国際金融、ドイツ関連。現在、フランスの内閣経済  
分析審議会 (CAE) 委員も務める。

発行 公益財団法人総合研究開発機構  
2013 年 1 月  
©総合研究開発機構 2013