

# ユーロ危機の構造

## －域内経常収支不均衡の視点から－

木村 秀史

### はじめに

ギリシャ債務危機を発端とする欧州債務危機、及びユーロ危機は、緊縮財政政策やECB（欧州中央銀行）の大規模な資金供給策により一時的に落ち着きを取り戻している<sup>1)</sup>。しかし、これは対処療法による束の間の安定に過ぎない。なぜなら、根本的な問題が解決されていないからである。膨大に積みあがった各国の政府債務の処理、競争力格差による経常収支の不均衡、欧州統合のさらなる深化に関する諸問題（銀行同盟や財政統合など）などの構造的な問題の多くが未解決のままとなっている。

このようなユーロ圏の問題を受けて、通貨統合そのものが欧州にとって本当に正しい選択だったのかというような論調が見られるようになってきた。確かに、今日の南欧諸国の混乱を見る限り、その原因をユーロに求めることは決して奇異な発想というわけではない。通貨統合が実は大きな過ちであり、結局は各国が国民通貨を保持することが国民経済の観点から最も望ましいと考えるのも無理のない話である。

しかし、本当にユーロが今回の危機を引き起こしたかどうかについては、より冷静な分析と評価が求められているように思われる。このように考えるのはこれが通貨同盟（Monetary Union）に本質的に内在する問題によって引き起こされた危機なのか、あるいは、そうではなくユーロを創設する過程での制度設計に何かしらの問題があったために引き起こされた危機なのかという点が未だ明確になっていないように思われるからである。もし、前者が原因であるならば、結局は国民通貨を保持することがベストな選択であると結論付けられるし、後者が原因であるならば通貨同盟は適切に管理しさえすれば十分に有益な政策オプションであるということが言えるだろう。したがって、今般の欧州債務危機の原因を明確にすることが求められているのである。

本稿では、このような問題意識の下で、まず欧州債務危機が引き起こされた原因を域内経常収支不均衡の視点から明らかにしていく<sup>2)</sup>。欧州債務危機の原因を単なる南欧諸国の財政規律の欠如という問題で結論付けるケースが多く見受けられるが、これは問題の本質を捉えているとは言い難い。なぜならば、南欧諸国の債務危機は政府債務という問題に加えて、対外債務という性格をも兼ね備えているからである。したがって、対外債務（ストック）のフローの側面である域内経常収支不均衡の分析が必要不可欠となる。

以上のような分析により欧州債務危機の原因を明確にした上で、最後にユーロという通貨同盟の性格について財政同盟（Fiscal Union）との関係から捉えなおし、長期持続的な通貨同盟に求められる政策オプションについて検討していきたい。なお、本稿は危機に伴う

短期的な危機対応について論じるものではない。より長期の視点から、持続可能な通貨同盟の再構築について検討するものである。

## 1. 欧州債務危機の背景

### (1) 長期金利の収斂と政府債務の増大

そもそも今般の欧州債務危機がユーロ危機と呼ばれるようになったのはギリシャの財政問題とその議論の中でのユーロからの離脱論が発端であった。それゆえに、この問題は南欧諸国の政府債務の支払い可能性にばかり焦点が当てられ、これを契機にユーロが分裂・解体するかもしれないという議論が見られるようになった。

こうした背景から、南欧諸国の債務危機の原因を単なる財政規律の欠如に求めるという論調は多い。例えば、代表的なものとして、ユーロはそもそも政治的なものであり、財政基準が最初から守られなかったことが危機の原因であるといったような主張が挙げられる<sup>3)</sup>。確かに、マーストリヒト条約の中で財政赤字と政府債務残高に関するルールが明記されているにも関わらず、ユーロ圏各国、とくに南欧諸国はこの基準を破り、政府債務残高を積み上げていった。したがって、財政規律の欠如とそれを抑制するルールそのものが十分に機能していなかったことは、今回の危機のひとつの原因であることは間違いない。しかし、この問題だけで今般のユーロ危機の原因とするのは、分析が不十分であると言わざるを得ない。なぜなら、南欧諸国がルールを無視し膨大な政府債務を積み上げることができたのは、それを可能にしたマクロ経済的な環境が存在していたからである。つまり、欧州債務危機の根本的な原因として、南欧諸国が国債を低コストで容易に発行できる環境下にあったことが指摘できる。

このマクロ経済的環境というのは、通貨統合に伴う長期金利の収斂である。ユーロが発足すると、ECBの政策金利が統一され、同時に長期金利も1つに収斂した（図1）。南欧諸国などの信用力の低い国が発行する国債の価格が、ドイツ国債にさや寄せする形で上昇したのである。これは、すべてのユーロ圏諸国が発行する国債が同一のものとしてみなされるようになったことを意味していた。このような国債利回りの収斂は、長期国債だけに限らず、短期の国債であるTB（Treasury Bill）でも同様であった（図2）。つまり、ユーロ圏では短期・中期・長期のすべての金利体系が1つに収斂したのである。

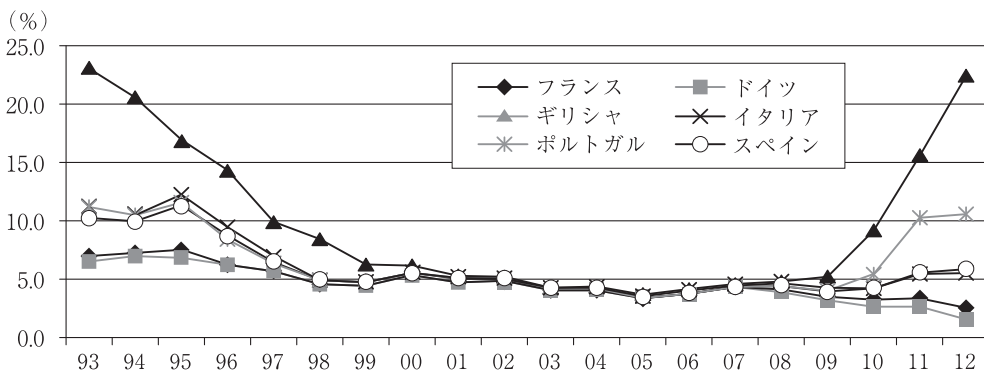


図1 ユーロ圏の長期金利

出所：IMF, International Financial Statistics Database.

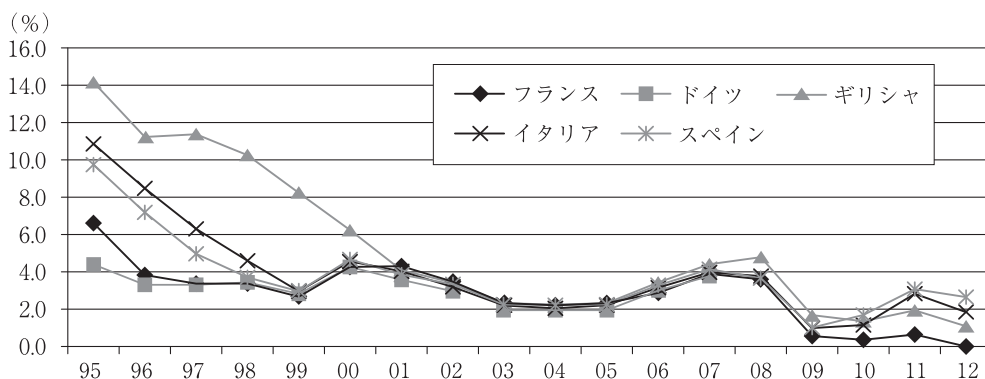


図2 ユーロ圏のTB利回り

出所：IMF, International Financial Statistics Database.

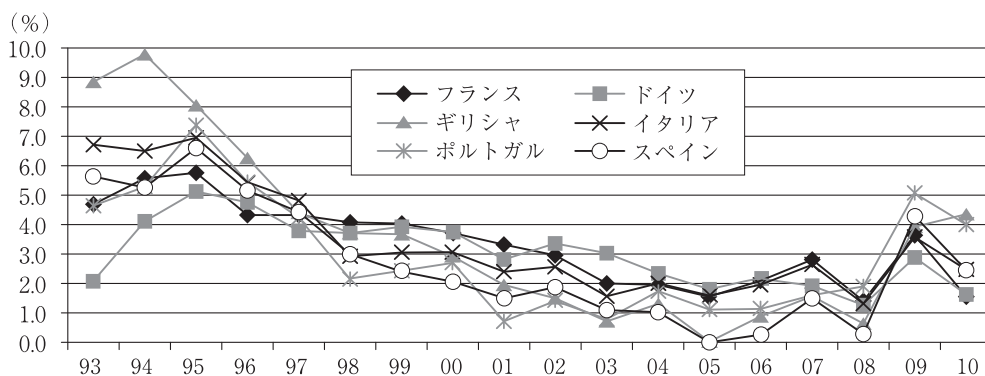


図3 ユーロ圏の実質長期金利

(注) 長期金利 - 消費者物価 (前年比変化率)

出所：IMF, International Financial Statistics Database.

もちろん、通貨がひとつなのだから金利もひとつであるという見方は、一般的には正しい理解である。しかし、ユーロは共通通貨であって国民通貨ではない。すなわち、ユーロは独立国家の集合体であると同時に、各国財政が独立しているという特殊な形態の通貨同盟であることを忘れてはならないのである。

このような事情が考慮されることもなく、ひとつの通貨だからひとつの金利という固定観念の下で引き起こされたのが南欧諸国の金利の異常な低下とそれに伴う政府債務の増大である。言うまでもなく、金利の低下は国債の発行コストを下げるので、政府にとって財政ファイナンスが容易になることを意味している。これにより、南欧諸国は通貨統合以前よりもはるかに低コストで政府の支出を増やすことができたのである。

加えて、さらに問題だったのは実質長期金利である。通貨統合によって南欧諸国のインフレ率が低位安定したとはいえ、それでもなおドイツなどの中核国に比べて高かったため、南欧諸国の実質長期金利はドイツなどの信用力の高い国々よりもさらに低くなった。例えば、2005年には、ギリシャやスペインの実質長期金利は0%にまで低下した(図3)。このことは、南欧諸国では北部欧州諸国よりもさらに低コストで国債発行が可能であったことを意味している。

このようにして、財政赤字や政府債務残高のルールが適切に機能していたかどうかという問題以前に、南欧諸国の財政支出の増大を可能にしたマクロ経済的環境が通貨統合によって形成されたのである。

## （2）なぜ長期金利が収斂したのか

では、そもそもなぜ長期金利は収斂したのだろうか。通常、インフレ国は実質的な当該国通貨の購買力減少の補償として、国債など債務証券の発行においてリスクプレミアムが求められる。外国人投資家にとっても、インフレによって名目為替レートが下落すればキャピタルロスが生じるため、その分のリスクプレミアムを要求するのが普通である。ところが、ユーロ圏域内の外国人投資家が域内の金融商品に投資する場合、名目為替レートが存在しないのでインフレ格差があったとしてもキャピタルロスに直結することはない。つまり、域内の外国人投資家にとって、ユーロ建て国債のインフレリスクと為替リスクは存在しないものとなる<sup>4)</sup>。しかし、通貨統合によってすべてのリスクが消えたわけではない。たとえインフレリスクと為替リスクがなくなったとしても、各国国債の信用リスクは残っている。財政が統合されていない以上、各国が発行した国債が償還されるかどうかは、あくまで各国の支払い能力に依存するのである。それにもかかわらず長期金利が収斂したという事実は、当時の投資家がユーロ圏の信用リスクでさえも存在しないものとして認識していたことを意味している。

南欧諸国は、ユーロ加盟によってインフレ率の低下を享受した。インフレ率の低下に従って、名目金利が低下することは当然である。この意味での長期金利の低下は問題にはならない。なぜならば、たとえ名目長期金利が低下しても、実質長期金利が同じであれば政府発行の国債に対する金利負担は変わらないからである。しかし、図3から明らかなように、ユーロ圏諸国の実質長期金利は通貨統合の前後から低下し続けていた。実質長期金利の低下は、インフレ率の低下以上に名目長期金利が低下したためである。つまり、インフレリスク消滅分をさらに超えて名目長期金利が低下した部分こそ、市場で信用リスクが認識されなくなった部分を意味しているのである。

では、なぜ国債の信用リスクが看過されたのだろうか。その答えは、マーストリヒト条約で定められた収斂基準にある。周知のとおり、通貨統合に伴う収斂基準の一つとして、国債利回りの収斂が求められた。これにより、ユーロ圏各国が発行する国債は、質的に同質であるべきということが公に認められたことになる。実際のマーケットでも、質を保証するための最終的な暗黙の救済措置が存在すると受け止められたため、ドイツ国債にさや寄せする形で長期金利が収斂したのである。これ以降、債務危機が顕在化するまでの間、信用リスクは実際には存在しているにもかかわらず、ないものと見なされるようになった。

ところで、長期金利の低下による南欧諸国の政府債務の増大は、単なる財政問題に終わらない。長期金利の低下は今般のユーロ危機の本質ともいべきさらなる深刻な問題をも引き起こしたのである。これこそが域内経常収支不均衡の拡大である。次にこの点を見ていこう。

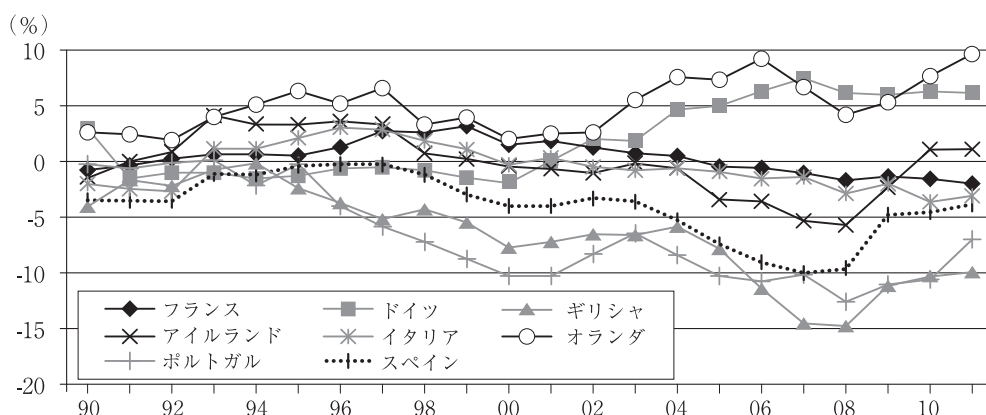


図4 ユーロ圏各国の経常収支（対GDP比）

出所：IMF, World Economic Outlook Database, April 2013.

## 2. 域内経常収支不均衡と対外債務危機

### (1) 対外債務危機

欧州の経常収支はユーロ圏全体ではほぼ均衡しているものの、各国別ではかなりの不均衡が見られる（図4）。しかも、このような域内の不均衡は、ユーロが発足してから危機が起こるまで拡大する傾向にあった。もちろん、ユーロ圏の中でこの事実は認識されていた。しかし、このことが政策当局者間で問題にならなかったのは、金融市場の統合によって、もはや域内の経常収支不均衡は問題にはならないというコンセンサスが形成されていたからである。すなわち、ユーロによって金融市場が統合されれば経常収支の赤字は黒字国によって容易にファイナンスされるはずであり、単一通貨圏では経常収支不均衡問題は存在しえないと考えられていたのである。

このような考え方の理論的背景となったのは、J. C. Ingramの研究である。彼は、ひとつの通貨圏の中では資本の流動性が高まり域内の不均衡がファイナンスされるので重大なショックが引き起こされることはないと主張した<sup>5)</sup>。Ingramの指摘は、最適通貨圏論（OCA論）の中でも、とくに金融面からの分析として今日でも重要な考え方である。しかし、これには大きな問題点がある。フローの次元ではただちに問題にはならなくても、不均衡が続けば対外債務（ストック）が増加するということが見落とされているのである。実際のユーロ圏諸国の対外投資ポジションを見てみると、ユーロ発足から危機直前にかけて南欧諸国の対外投資ポジションが顕著に悪化していることがわかる（表1）。今般のユーロ危機は過大な対外債務の次元で問題が生じているのであり、その原因となった域内経常収支不均衡にこそ問題の根源があるといえよう。

このように形成された対外債務

表1 対外投資ポジション（対GDP比）

	99	04	08
ドイツ	4.2%	11.6%	25.2%
フランス	0.7%	-1.1%	-12.1%
イタリア	-12.6%	-17.8%	-20.3%
スペイン	-35.2%	-56.8%	-75.0%
ポルトガル	-28.6%	-69.3%	-90.9%
ギリシャ	-31.6%	-73.4%	-71.5%

出所：IMF, International Financial Statistics Yearbook 2011. 及びWorld Economic Outlook Database April 2012.より作成。

表2 ユーロ圏諸国の対外債務構成（2009年）

	ギリシャ	スペイン	フランス	ポルトガル	イタリア
直接投資	6.4%	21.7%	16.0%	17.8%	15.9%
株式	4.2%	9.6%	12.5%	9.8%	8.0%
国債	46.0%	11.9%	19.8%	19.8%	36.6%
中銀以外の金融機関債	0.3%	11.9%	10.2%	9.0%	7.7%
その他社債	1.3%	12.9%	7.5%	4.3%	6.8%
その他債務	41.8%	32.0%	34.1%	39.3%	24.9%

出所：IMF, Balance of Payment Statistics Database.

の内容は各国ごとに異なる。例えば、アイルランドとスペインでは住宅ブームが拡大していたのだが、これを支えていたのは主に銀行による国内信用であった。そして、この銀行信用を支えていたのは対外借り入れである。すなわち、国内の銀行がインターバンク市場からの取り入れやCP（Commercial Paper）の発行により対外債務を膨らませ、それを国内信用に振り向けていたのである<sup>6)</sup>。

一方、ギリシャとポルトガルでは消費ブームの拡大が見られたが、それを支えていたのは財政支出であった。これら諸国の国内貯蓄は不十分なので、財政赤字のファイナンスの多くはドイツなどの黒字国に依存せざるを得なかった<sup>7)</sup>。一方、フランスやドイツなどの金融機関も、ユーロによって為替相場がなくなったのでギリシャやポルトガルの国債を安心して引き受けることができた。このようなルートでギリシャとポルトガルの対外債務は大きく拡大したのである。とくにギリシャは危機直前の09年で対外債務の構成のうち、国債だけで46%を占めていた。これはその他の南欧諸国に比べても特異な構造であることがわかる（表2）。

このように南欧諸国の対外債務の裏側には外国の債権者が存在しており、その債務の返済可能性にひとたび問題が生じれば、ただちに国家間の問題となる。実際、危機が起こった後に、大口の債権者であるドイツとフランスは南欧諸国に対する債券投資残高を大幅に減らしている（表3）。債権者であるドイツやフランスが南欧諸国の救済に乗り出したのは、同じユーロ圏の国であるという理由からだけではない。南欧諸国のデフォルトが直ちにドイツやフランスの債権者に影響を及ぼすからである。つまり、ドイツやフランスの金融機関が保有する債権が毀損した場合、国内の金融システムに甚大な被害を与えうると考えたからであった。

以上の検討から、欧州債務危機は単なる財政危機ではなく、対外債務危機という性格を

表3 南欧諸国に対する債券投資残高全体に占めるドイツとフランスの投資残高（100万<sup>F</sup>）

2009年				2011年			
	ドイツ	フランス	全残高		ドイツ	フランス	全残高
ギリシャ	38,579	80,410	271,826	ギリシャ	13,404	12,095	70,372
イタリア	174,010	311,137	1,373,295	イタリア	237,071	165,269	1,015,966
ポルトガル	40,272	77,636	243,387	ポルトガル	30,644	21,536	125,996
スペイン	211,886	251,978	1,038,331	スペイン	174,913	152,465	738,927

出所：IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS).

も兼ね備えた危機であることがわかる。ここで、通貨同盟下の対外債務危機を特に強調しなければならない理由を述べておこう。今般の欧州債務危機は、たとえ単一の通貨の下で生じている問題であっても伝統的な対外債務危機となら変わるところがないからである<sup>8)</sup>。ユーロ圏の金融政策はECBに集約されており、各国に金融政策の裁量の余地はない。このため、ユーロ圏の各国のレベルでは最後の貸し手が存在しないため、国内に必要な資金が調達できない場合は最終的に外国部門からの借り入れに依存するしかない。したがって、共通通貨ユーロが各国にとって自国通貨でありながらも、最終的な調達を外国部門に依存しなければならないので、外貨借り入れによる対外債務の増加と大差はない。このような事情から、たとえ通貨同盟下であっても、南欧諸国の過大な対外債務は看過できない問題となるのである。

それでは、対外債務蓄積の原因となった域内の経常収支不均衡は、なぜ拡大したのだろうか。次に、この点を明らかにしていこう。

## (2) 域内の経常収支不均衡に関する通説的見解の問題点

通説的見解によれば、通貨統合によって名目為替レートが調整できなくなったことが不均衡拡大の原因である。このように主張する論者は、ギリシャはユーロから離脱して、自国通貨の切り下げ政策を実施すべきだと言う<sup>9)</sup>。例えば、M. Feldsteinは、ユーロの失敗はアクシデントや政策運営の失敗の結果ではなくて、異質な国々に単一通貨を課した不可避の結果であり、それゆえにギリシャはユーロから離脱して競争力を回復すべきだと指摘している<sup>10)</sup>。

しかしながら、このような見方は理論的な見地から必ずしも妥当であるとは言えない。南欧諸国で為替レートの調整が可能であるとしても、経常収支不均衡が容易に調整されるかどうかは、理論的に必ずしも明確ではないからである。このように考えるのは、次の3つの理由による。

まず第1に、為替レートの減価によって輸出が増加するかどうかは産業構造に依存しており、競争力のある輸出産業がなければいくら為替レートが下落しても経常収支の改善に結び付かない。この点について、実際にユーロ圏の貿易収支から見てみよう。図5はユーロ圏諸国の貿易収支を対域外と対域内に分解したものである。対域外に関する部分はユーロ相場が変動するので名目為替レートの影響を受ける部分である。一方、対域内は通貨同盟下にあるので名目為替レートの影響を受けない部分である。周知のとおり、債務危機が起こる以前はユーロ高局面、それ以後はユーロ安局面にある。もし、名目為替レートの調整が有効であれば、危機後のユーロ安は対域外貿易収支の改善をもたらすはずである。ところが、ドイツ・フランスの対域外貿易収支を見ると、ユーロ安局面で収支が大きく改善しているという事実は観察できない。特にドイツでは危機以前のユーロ高局面の方が、むしろ対域外貿易黒字の伸びが大きい。オランダでは、危機以降、通貨同盟下の対域内貿易収支は改善しているものの、ユーロ安の影響を受けるはずの対域外貿易収支は悪化し続けている。南欧諸国では、いずれの国も貿易収支全般が改善しているが、ユーロ安の影響を受ける対域外よりも通貨同盟下の対域内貿易収支の改善度合いの方が大きいことが見て取れる。以上のことから、たとえ名目為替レートによる調整が域内で可能であったとしても、経常収支の不均衡が改善されるかどうかは明確ではないといえよう。

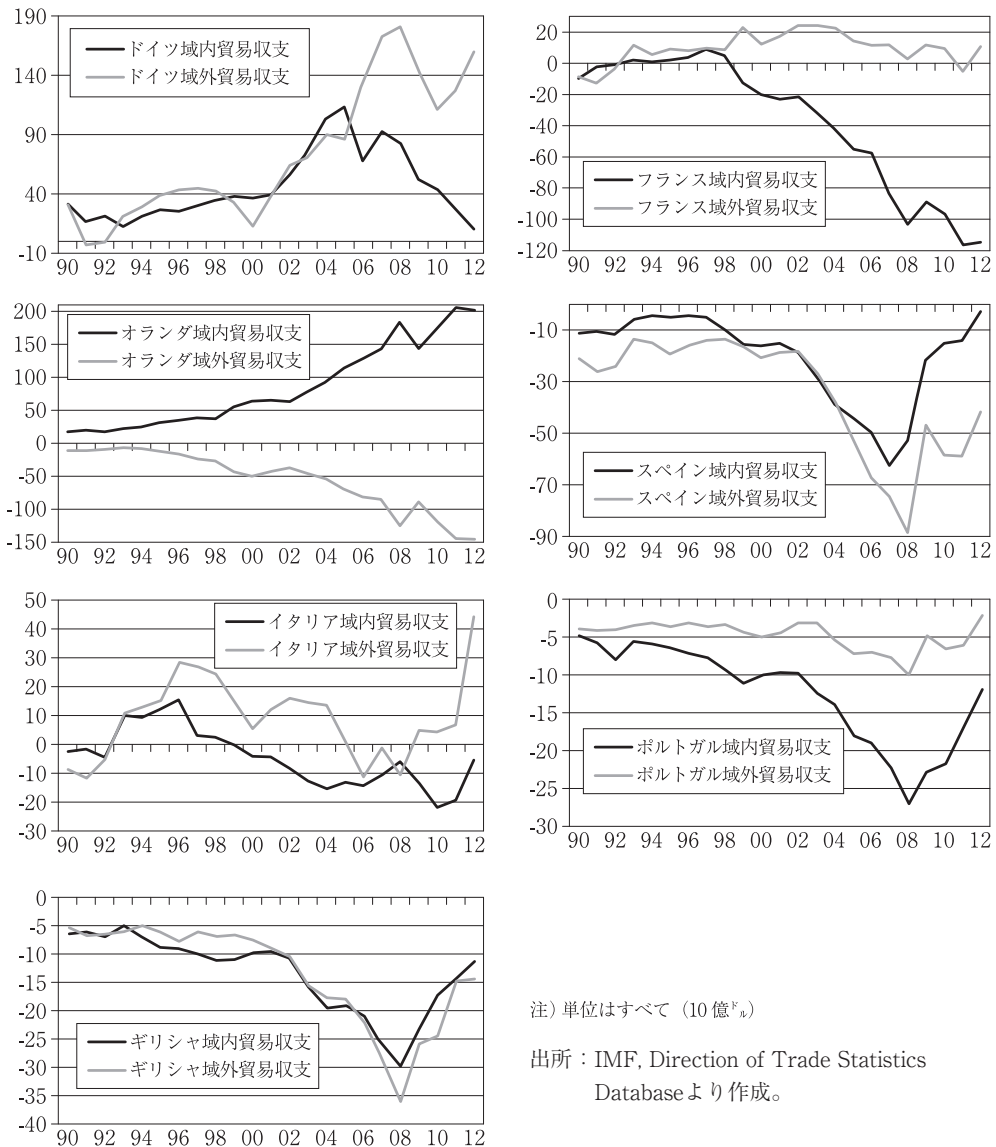


図5 ユーロ圏諸国の域外貿易収支と域内貿易収支

第2に輸入依存度が高い経済では、名目為替レートの減価が容易にインフレ率を上昇させるため、実質為替レートでの下落は限定的となる。つまり、いくら名目レートで下落しても実質的な国際競争力が改善するとは限らないということである<sup>11)</sup>。実際に、ユーロ導入前の1980年～2000年のドラクマの名目レートと実質実効レートを比べてみると、ドラクマの名目レートが大きく下落し続けているにもかかわらず、実質実効レートはあまり変化していない(図6)。これは、当時のギリシャのインフレ率が20%程度の高い水準で推移していたため、実質為替レートでは減価しなかったからである(図7)。

第3に、そもそも為替レートの変動が不均衡の調整に必ずしも有効ではないということは歴史が証明している。1973年の主要国による変動相場制への移行以降、新古典派によって唱えられた国際収支の自動調整機能は一向に機能することなく、むしろグローバルイン



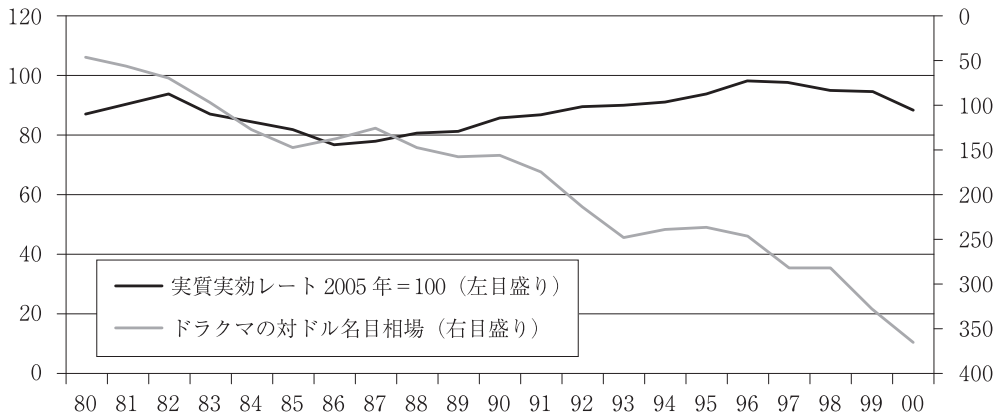


図6 ギリシャ・ドラクマの名目為替レートと実質実効為替レート  
出所：CEIC

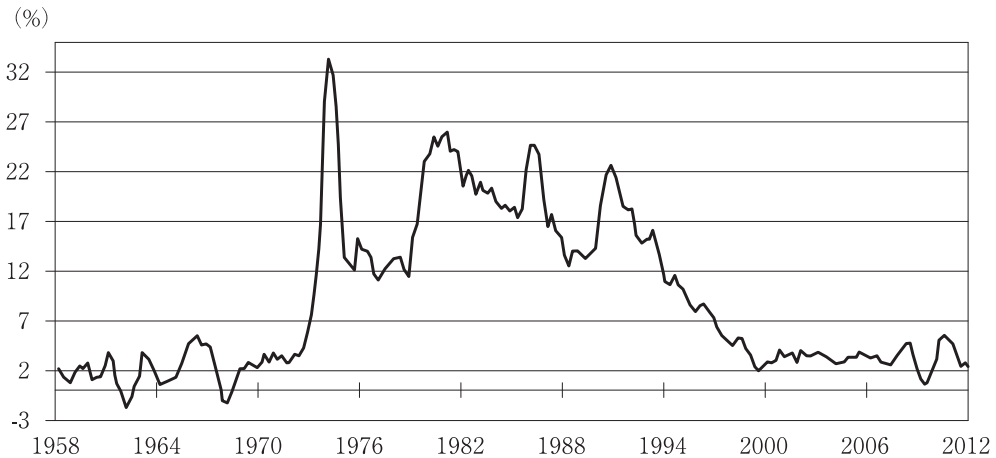


図7 ギリシャのインフレ率の推移（消費者物価・前年比変化率）  
出所：CEIC

バランスとして顕在化したという事実を看過してはならない。

### （3）域内の経常収支不均衡が拡大した理由

それでは、実際のところ、どのような要因によってユーロ圏諸国の不均衡が短時間で持続不可能なほどにまで拡大してしまったのだろうか。この点について次の3つの要因を指摘したい。第1に、長期金利の低下による財政支出の増大と信用の拡張が内需を大きく拡大させたことである。既に指摘したように、長期金利の低下によって異例の低金利を享受した南欧諸国は、借り手としてのディシプリンを喪失し、財政支出を大きく増やした。また、金利の低下は国内の経済主体による信用アクセスを容易にし、銀行の信用創造の拡大を引き起こした。このような要因によって南欧諸国の消費は拡大し、結果的に輸入が大きく増加したのである。

第2に、通貨同盟下での金融市場の統合によって、域内の資本が容易に越境できる環境にあったという点も重要である。通貨同盟下では各国通貨建てで分断されていた金融市場

が統合されるので、域内資本のホームバイアスは大きく低下する。加えて、金融統合による市場規模の拡大は流動性の増大に直結し、さらに多くの投資家を市場に導入することが可能となった<sup>12)</sup>。このような流動的となった域内資本により、南欧諸国の赤字は容易にファイナンスされ、その拡大が続いたのである。

第3に、このような南欧諸国へのキャピタルフローが投資ではなく、投機と消費に向かったということである。B. SchmitzとJ. Von Hagenは、ユーロ圏内では金融市場の統合により、とくに高所得国から低所得国への資本フローが増加していることを示し、このような資本フローがいずれ域内の経常収支不均衡を収斂に向かわせると指摘している<sup>13)</sup>。彼らの研究は金融市場の統合が域内の資本フローを促進したという事実を明らかにしている点では注目に値するが、それが経常収支不均衡を収斂させるという点については楽観的過ぎるように思われる。確かに、南欧諸国に流れ込んだ資本が主に直接投資に利用されたのであれば、産業の生産性の向上から徐々に輸出が増加し不均衡の解消に向かうことだろう。しかし、実際は、このようなキャピタルフローは住宅等の資産バブルの形成や財政ファイナ

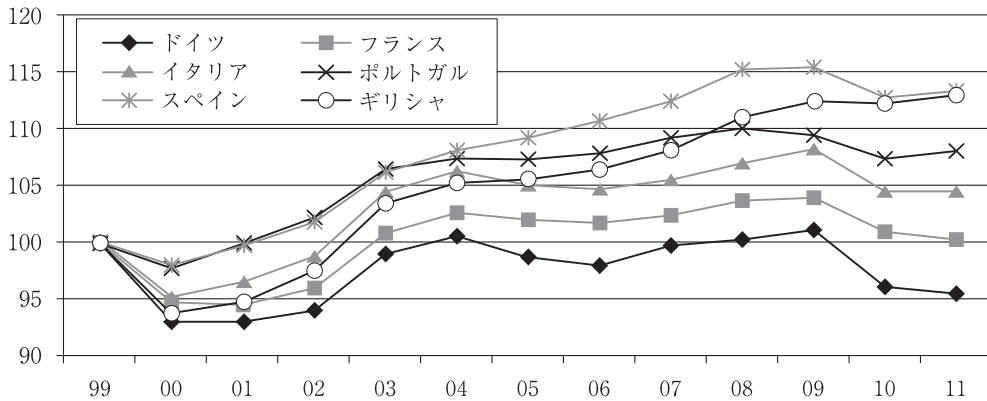


図8 ユーロ圏諸国の実質実効為替レート  
出所：CEIC

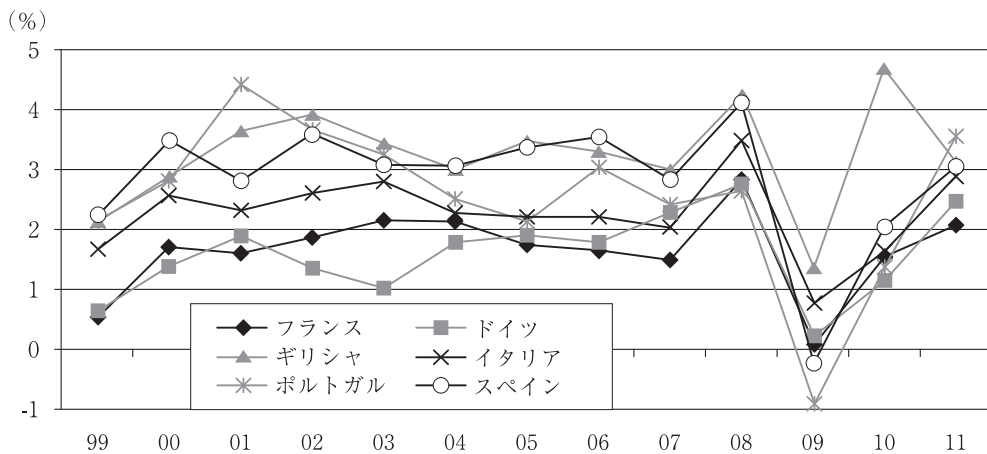


図9 ユーロ圏諸国の消費者物価（前年比変化率）  
出所：IMF, World Economic Outlook Database, April 2013

ンスに向かったものであり、むしろ、経常収支不均衡を助長する結果となった。経常収支が収斂に向かうかどうかは、流入した資本がどのように使われるのかに大きく依存するのである。

なお、ユーロ圏で名目為替レートが調整できない中で、インフレ格差に起因する実質為替レートの乖離が不均衡拡大の背景のひとつであったことも指摘しておく必要があるだろう。通貨同盟下でもインフレ率が若干高かった南欧諸国では、物価差による実質的な競争力格差が生まれた。実際に、ユーロ圏各国の実質為替レートの動きを見てみると、通貨統合がスタートした1999年に比べて、徐々に乖離していることがわかる（図8）。例えば、ドイツの2011年の実質レートが1999年比で横ばいか若干低下しているのに対して、南欧諸国のそれは5%~10%程度上昇している。このように実質為替レートが乖離したのは、通貨同盟下にもかかわらずインフレ率の乖離が見られたからである（図9）。インフレ率が乖離した原因については、消費に対する国民性の違いや労働組合などの様々な要因が関わってくるので一概には言えないものの、先に指摘したような長期金利の収斂・低下による資産バブル・過剰消費とそれに伴う賃金の上昇があったことは間違いない。ただし、経常収支の不均衡が持続不可能な水準にまで短期的に拡大したことを考えると、実質為替レートの乖離は、それほど大きな影響を与えなかったのではないかと考えられる。

### 3. ユーロ圏の適切な制度設計

#### (1) 通貨同盟と財政同盟の連関

既に明らかにしたように、今般のユーロ危機の背景には長期金利の収斂があった。このような政策が選択されたのは、通貨がひとつになるのだから、あらゆるマクロ経済指標もひとつに収斂すべきであるという考え方が根底にあったためである。しかし、このような考え方こそ問題であると言わざるを得ない。通貨同盟としてのユーロの現段階においては、すべてのマクロ経済指標が収斂する必要はなく、特に長期金利は各国のリスクプレミアムを反映させるべきである。以上のことから、ユーロ危機は、通貨同盟そのものに本質的に内在する問題によって引き起こされたものではなくて、ユーロ創設の過程での不適切な制度設計によって引き起こされた危機であるといえよう。

ここで、これまでの考察を踏まえてユーロという通貨同盟を改めて捉えなおすと、実はユーロは通貨同盟としても過渡的な段階にあることが指摘できる。それは、現段階での通貨同盟ユーロが不完全な金利体系の下でしか存在できない通貨だからである。通常、統一された国家の下で成立する国民通貨のような完成された通貨同盟では、短期から長期に至るまでのすべての金利体系は一つである。しかし、今日のユーロは、長期金利の統一が事実上不可能なので、不完全な通貨同盟であると言わざるを得ない。

では、より完全な通貨同盟には何が求められるのか。それは財政同盟である。なぜならば、通貨同盟と財政同盟の間には長期金利メカニズムを通じた密接な関係があるからである。財政統合以前では、各国国債の異なる信用リスクによって国債価格が決定されるので、利回り格差が存在するはずである。一方、財政統合以後では、発行される国債が統一されるので、長期金利体系が統一される。この時点で、短期から長期までのすべての基準金利の体系が一つになり、域内で複数のイールドカーブが存在するということがなくなるので、単一通貨圏内の金融システムは完成されたものとなる。以上のことから、財政同盟下

での金利体系の一本化こそが、今日の国民通貨と同等の通貨同盟を実現するための重要なファクターであるといえよう。

これまで通貨統合と財政統合は欧州統合の中で段階論的に捉えられてきた。つまり、ユーロ圏諸国は通貨主権を先に放棄して、その後に政治統合の一環として財政主権の放棄へと進むべきだと考えられてきたのである。この両者は次元の異なるもの、個々の独立したファクターとして捉えられてきたのであり、相互の関連性については軽視されてきた。しかし、上述したように、この両者は相互に関連し合うものとして一体的に捉えられなければならない、単純な段階論で理解すべきではないのである。今般のユーロ危機では、ユーロが財政同盟を伴わない過渡的な通貨同盟にもかかわらず、すべてのマクロ経済指標を収斂させようとしたところに問題があったと言わざるを得ない。

ただし、通貨同盟には必ず財政同盟が必要というわけではないことを強調したい<sup>14)</sup>。持続的な通貨同盟の実現には、通貨同盟の段階に応じた適切なマクロ経済指標の収斂の水準があるのであり、それを維持することが肝要なのである。

## （2）長期持続的な通貨同盟としてのユーロに求められるもの

最後に、今後の長期持続的なユーロ圏に求められる制度設計について指摘したい。今後のユーロの再設計に求められるものは、①安定成長協定の財政基準の見直し、②長期金利をリスクプレミアムに応じてマーケットメカニズムで変動させることの明示（財政統合に至るまでの過渡的な措置として）、の2点である。

まず第1に、安定成長協定の財政基準について、黒字国と赤字国とで異なる基準を設けることで、域内の不均衡を抑制することが重要である。これまで安定成長協定で課してきた財政赤字および政府債務残高の基準は、すべての加盟国に対して一律に同じ基準であることが問題である<sup>15)</sup>。なぜならば、一律の基準が域内の不均衡をむしろ温存させてしまうからである。赤字国が不均衡を解消するためには、内需を抑制して輸入を減らすのと同時に黒字国に対する輸出を増加させる必要があるのに、黒字国の財政政策も緊縮的であれば赤字国からの輸入を増やすことができない。したがって、黒字国では財政赤字の基準を緩和することで可能な限り拡張的な財政政策を可能にし、逆に赤字国では財政基準を厳格にすることで緊縮的な財政政策を課す必要がある。このように、経常収支の水準に応じたフレキシブルな財政基準を導入し、貿易を通じて不均衡の抑制を促す必要がある。

今般の危機の中で実施された救済措置のように、黒字国による赤字国への直接的な財政移転は、国民の大きな批判にさらされることになる。しかし、自国の税金を自国のために使うということであれば、黒字国の国民の理解を得るのはたやすいはずである。黒字国の内需拡大によって赤字国からの輸入を引き受けることができれば、貿易ルートを通じた間接的な財政移転となって、不均衡の解消に貢献するはずである。つまり、不均衡の解消プロセスそのものが赤字国への支援となるのである。

そもそもユーロ発足時において安定成長協定が必要となった背景には、低インフレを良いことに各国が財政赤字を拡大するというフリーライダー問題があった。通貨同盟下では域内他国の信認に依存して財政赤字を拡大する誘因を持つため、安定成長協定がなければ最終的にはインフレ通貨になる危険性があったからである。しかし、ユーロ危機が起る以前の状況からも明らかなように、財政赤字の拡大にもかかわらず、実際にはインフレ問

題は顕在化しなかった<sup>16)</sup>。このように考えれば、ユーロ圏で安定成長協定を課す意義はインフレ問題よりも、むしろ域内の不均衡問題に求められるべきであろう。

安定成長協定と域内経常収支不均衡の関係は、実は最適通貨圏論の主要な論点となっている景気と同調性とも無関係ではない。最適通貨圏論では通貨同盟下で景気が非同調的である場合、金融政策の実施において困難が生じることから、景気が同調的であることが望ましいとしている。しかし、景気と同調性が域内経常収支不均衡を温存してしまうという問題もある。通貨同盟内で不均衡を解消するには、黒字国は景気を刺激することで内需を拡大し赤字国からの輸入を増やし、赤字国は景気の過熱を抑えて輸入を削減しなければならない。したがって、域内不均衡の解消には、黒字国と赤字国の間で景気が同調的ではない方が良いことになる<sup>17)</sup>。景気と同調性は、貿易ルートを通じた不均衡の調整プロセスを妨げる結果をもたらすのである。

ただし、前節で指摘したように、赤字国の輸出が拡大するかどうかは究極的には産業構造に依存するため、黒字国の内需拡大が必ずしも赤字国の輸出ドライブに寄与するとは限らない。したがって、不均衡の改善に向けて一定の成果が期待できるものの、これだけでは十分とは言えない。このため、次の第2の対策が必要となる。

第2は、長期金利をリスクプレミアムに応じて変動させることによって、市場メカニズムを通じて不均衡の抑制を促すことである。ユーロ圏では、安定成長協定のような国家間のルールが十分に機能してこなかった。これはユーロ圏諸国が互いに制裁を課すことを避けてきたためである<sup>18)</sup>。通貨同盟の構成メンバーが主権国家という対等な立場にある以上、実際に制裁を課せばユーロ圏の分裂を招きかねない。国家間協定が国益に矛盾する場合、政策当局者は国民に不人気な政策を進めてまで協定を守ろうとはしないからである。つまり、安定成長協定は生まれながらにしてルールの実効性が乏しい協定なのである。したがって、今後も安定成長協定が順守されるかどうかは明確ではなく、このようなルールだけを過信することは問題である。それゆえに、長期金利という市場ルートによって不均衡を抑制することが求められる。ちなみに、短期金利についてはECBの金融政策の対象なので一本化されている。しかし、重要なのは短期金利を出発点としたイールドカーブが各国ごとに異なる点である。この長期金利メカニズムによるディシプリンは強制力を伴うものなので、安定成長協定の欠点を補いつつ有効に機能すると考えられる。

今般の危機によって、ユーロ圏諸国の長期金利は大きく乖離することとなった。そもそも、財政が各国ごとに別であるにもかかわらず、国債利回りが同じという状況は金融システムのセオリーから見て普通ではない。危機によって国債の信用リスクが意識されたことは、むしろ適切な状況に向かっていることの証左である<sup>19)</sup>。

今後、政策当局者は、通貨が一つであればすべてのマクロ経済指標を収斂させるべきだという考え方ではなく、過渡期の通貨同盟に適切な水準があることを市場に認知させる必要がある。同時に、将来的に財政統合が実現した場合に限り、長期金利は完全に統一されるべきものであることも明示しなければならない。このように考えると、財政同盟を形成する以前での欧州共同債の発行は、信用リスクに応じた長期金利メカニズムを歪めるものでしかなく、適切な政策オプションとは言えないだろう。

## 終わりに

本稿では、主に域内経常収支不均衡と対外債務という観点から、ユーロ危機の本質と長期持続的な通貨同盟に求められる政策オプションについて検討してきた。本稿での検討を通じて、主に次のことが明らかとなった。まず第1に、南欧諸国が政府債務を積み上げることができたのは安定成長協定が機能しなかったという以前に、ユーロ参加による長期金利の収斂という、国債を容易に増発できるマクロ経済的環境が整っていたからである。

第2に、欧州債務危機は、一般的には南欧諸国の財政危機のレベルで理解されることが多いが、その本質は域内経常収支不均衡とそれに伴う対外債務危機である。このような事情があるために、債権国と債務国の対立の構造が生まれ、それがユーロ圏の分裂の危機（ユーロ危機）に結び付いている。

第3に、域内の経常収支不均衡の主な原因は、名目為替レートの調整が不可能であるということもよりも、長期金利の低下による国債の増発や信用の拡張により資産バブルが形成され、南欧諸国の内需が急拡大したことにある。

第4に、短期から長期のすべての金利体系が一本化された時点で完成された通貨同盟となるのであり、これは各国国債が統一される財政同盟の下でしか達成されない。したがって、現時点でのユーロは過渡期的な通貨同盟に過ぎない。

第5に、今後のユーロ圏に求められる政策オプションは、①安定成長協定の財政基準の見直し、②長期金利をリスクプレミアムに応じて市場メカニズムで変動させることの明示である。安定成長協定では一律の財政基準を改め、域内経常収支不均衡の抑制に貢献できるように、黒字国での基準の緩和、赤字国での基準の厳格化を実施すべきである。加えて、長期金利の格差は域内不均衡の抑制のためには必要な政策であり、この意味で長期金利を一本化する欧州共同債の導入は時期尚早である。

今般のユーロ危機は、通貨が一つなのだからすべてのマクロ経済指標を収斂させるべきであるという誤った認識から出発している。共通通貨ユーロは発展途上の通貨同盟であることを改めて認識し、その段階に合った適切な政策を選択すべきである。ユーロが長期的に持続可能な通貨同盟として機能するためには、この点の認識が欠かせないといえよう。

本稿において残された課題は、途上国を中心とした地域で検討されている通貨協力・通貨統合についても本稿における分析的視点をを用いて検討することである。すなわち、ユーロ危機の教訓から、途上国の通貨協力・通貨統合における適切な制度設計を検討・提案すべきであると考えている。

## 注

- 1) 本稿における「欧州債務危機」と「ユーロ危機」は次のように区別している。前者は欧州諸国が抱える債務の支払い可能性に関する問題、後者はユーロからの離脱やユーロ圏解体などの通貨同盟としてのユーロそのものの問題である。ただし、両者は独立したファクターではなく、密接に関連しているものとして捉えている。
- 2) 同様の問題意識を持った研究として藤田誠一氏の研究がある。藤田誠一「ユーロ危機と域内不均衡」『経済』2012年7月号、137～148頁。
- 3) Miroslav Prokopijević, "Euro Crisis", *PANOECONOMICUS*, 2010, 3, pp. 369-384. ベルギーやイタリアで公的債務がGDP比120%を越えていたにも関わらずユーロ参加が認められたり、参加資格を満た

- すために一般公的債務からいくつかの項目を控除する同意があったなど、財政協定が当初から曖昧なものであったことを強調している。
- 4) Matthew Higgins and Thomas Klitgaard, "Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis", *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 17, Number5, Federal Reserve Bank of New York, September 2011.
- 5) James C. Ingram, "State and Regional Payments Mechanisms", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 73, No. 4, 1959, pp. 619-632.
- 6) Francesco Giavazzi and Luigi Spaventa, "Why the current account may matter in a monetary union : lessons from the financial crisis in the euro area", in Miroslav Beblavý, David Cobham and L'udovit Ódor(eds), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2011, pp. 213-217.
- 7) Francesco Giavazzi and Luigi Spaventa, *ibid*, p. 216.
- 8) 同様に、吉田真広氏は対外債務を危機の本質として捉えている。吉田真広「アジアにおける金融協力の有効性と課題－国際的債務危機の経験を踏まえて－」坂田幹男、唱新編著『東アジアの地域経済連携と日本』晃洋書房、2012年3月、37～61頁。
- 9) ただし、実際にユーロから離脱すべきかどうかといったようなユーロ圏の将来の予想において、L. LacinaとA. Rusekは3つの前提を考察する必要があると指摘している。①今般の危機が統合プロセスのスローダウンやユーロ懐疑論に結び付くかどうか、②ユーロからの離脱ルールがないので、離脱を決めた場合、EUからの離脱をも検討する必要があること、③ユーロに残留した場合と離脱した場合のインパクト、である。Lubor. Lacina and Antonín Rusek, "Financial Crisis and its Asymmetric Macroeconomic Impact on Eurozone Member Countries", *International Advances in Economic Research*, 18, Springer, February 2012, pp. 71-73.
- 10) Martin Feldstein, "The Failure of the Euro : The little Currency That Couldn't", *Foreign Affairs*, Volume91, Number1, January/February 2012, pp. 105-116.
- 11) 為替レート調整が国際収支調整に対して有効に機能しないのは、価格競争力以外の要因が様々に作用しているからである。例えば、アブソープション効果である。為替レートが切り上がって価格競争力が低下したとしても、その結果、国内所得が減少すれば輸入が増加しないという事態を引き起こす。変動相場制の機能上の問題点については、山下英次氏の整理が有用である。詳しくは、山下英次『国際通貨システムの体制転換－変動相場制批判再論－』東洋経済新報社、2010年9月、279～302頁を参照されたい。
- 12) 投資家にとって投資の収益性以上に重要な要素となるのが市場の流動性である。とくに保守的投資家にとっては、流動性が潤沢であることが資産を安全に保有するための重要な条件となる。
- 13) Birgit Schmitz and Jürgen von Hagen, "Current account imbalances and financial integration in the euro area", *Journal of International Money and Finance*, 30, 2011, pp. 1676-1695.
- 14) この点について、田中素香氏は、「多数国1通貨」体制では、世界金融資本が「帝国」を構成する21世紀型の危機管理に不適合であり、ユーロ防衛のためにユーロ圏財務省を組織するしかないと指摘している。田中素香「ユーロ圏危機の第二期をどうみるか－リスクマネジメントは世界の信頼を勝ち取ること」『世界経済評論』2011年11/12月号、36～37頁。
- 15) 同様に、ポール・デ・グラウエも一律の財政基準を課すことを問題視している。グラウエは、3%という数値に根拠がないこと、経済状態や債務レベルと関わりなく課すことが経済的に無意味であること、財政が将来のために負う債務を禁止することが経済原理を無視していることなどを指摘してい

る。ポール・デ・グラウエ（田中素香・山口昌樹訳）『通貨同盟の経済学 原書第8版－ユーロの理論と現状分析－』勁草書房、2011年10月、331頁。

- 16) この点において、財政赤字とインフレーションの関係は、とくに近年の先進国において必ずしも明確であるとは言えない。例えば、先進国の中で最も多くの政府債務を抱える日本では、むしろ「デフレ」が問題となっている。
- 17) 景気の非同調性はECBにとって短期的な金融政策を難しくする問題がある。しかし、今般の危機のように不均衡が蓄積することで赤字国が最終的に大きなりセッションを引き起こせば、金融政策の舵取りはより困難になると考えられる。
- 18) R・ボワイエ（山田鋭夫・植村博恭訳）『ユーロ危機－欧州統合の歴史と政策－』藤原書店、2013年2月、80頁。
- 19) ただし、危機の中の長期金利の水準は、まさに危機のレベルなのであって持続可能な水準とは言えない。今後、求められる水準は平時におけるリスクプレミアムである。

本稿は石井記念証券研究振興財団研究助成金（2012年度助成：テーマ「経済不安定下における資源価格と資本市場との関連性をめぐる研究」）の成果の一部である。

キーワード：ユーロ危機 域内経常収支不均衡 対外債務危機 長期金利  
安定成長協定

(KIMURA Shushi)