



展望なきユーロの展望

経済調査部長 兼 開発経済調査部長 佐久間 浩司
koji_sakuma@iima.or.jp

1. 出口が見えないユーロ問題

ユーロ問題の出口が見えない。ギリシャはどうやって財政赤字を削減するのか。スペインはどのように銀行の不良債権問題や、それに絡んだ地方の財政破綻に対処するのか。イタリアの現政権への市場の信認は維持され、国債利回り上昇は避けられるのか。こうした問題が連鎖的に火を吹く前に欧州中央銀行（ECB）は迅速に動けるのか。そしてドイツは腹を括ってユーロ存続への強いコミットメントを打ち出せるのか。これらをすべてうまく運び、当面の危機を乗り越えるだけでも至難の業だが、仮にそれが実現したとして、その先にあるユーロ圏の新しい経済メカニズムは、今とどこが違うのだろうか。そしてそれは、危機の再発を防ぐに十分なのだろうか。

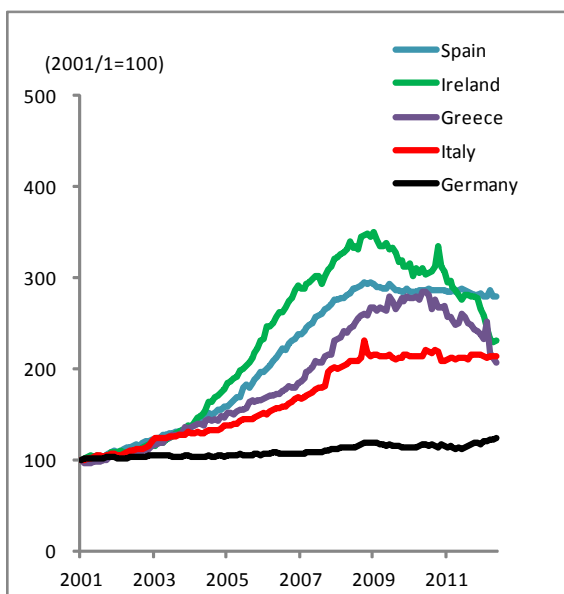
危機の根本的な要因は、永遠に一本化されてしまった域内の為替相場と政策金利である。政策金利が一本化されたため、ユーロ域内で景気循環にずれが生じるたびに、デフレ圧力のかかる国は一層デフレ的な、逆にインフレ圧力のかかる国は一層インフレ的な金融環境に陥ることになる。また単一通貨のため、産業競争力の格差に為替相場が全く反応せず、強い国はいつまでも為替相場の割安感を享受し、弱い国はいつまでも割高感到に苦しむことになる。しかし、これは今更どうにも手の打ちようがない。

2. 過度な与信拡大による不均衡の拡大

これに対して欧州当局者や学者らが、今後改善の余地があるとして焦点を当てているのが、危機の前段で発生した過剰な与信である。単一通貨によって生じた不都合は避けられないものの、安易な与信の拡大を抑えることができれば、ここまで問題を大きくすることなく、ユーロ圏が存続可能な体制になるのではないかというものだ。それは、グローバルな金融規制の議論と似ている。金融が本来持つプロシクリカティイー（景気循環増幅効果）を完全になくすことはできないが、できるだけ抑えることで、仮に危機が起きても対処可能な規模にとどめようという考え方だ。

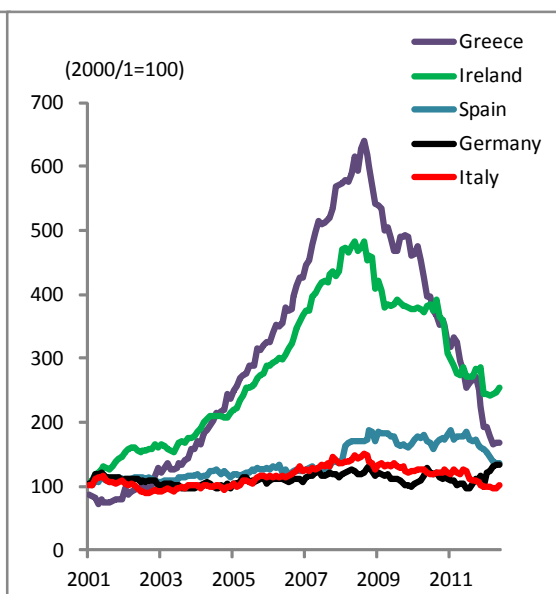
2000年代初頭から2008年の数年間は、欧米を中心に世界のあちこちで与信が拡大したが、特にユーロ圏では、好景気国での実質金利の低下や為替リスクの消滅による経常赤字拡大への警戒の薄れにより、スペイン、アイルランド、ギリシャなどのいわゆる周縁国で与信が急拡大した。また、貸出資金がどこから来たかという点でみると、スペインは例外的に国内銀行の信用創造が与信拡大の中心だったが、典型的には、ギリシャやアイルランドのように、国外からの借入に大きく依存したものだ。（図表1、2）

図表 1 : ユーロ圏各国銀行の対外債務



(資料)ECB。

図表 2 : ユーロ圏各国銀行のユーロ域内貸出



(資料)ECB。一部IIMAによる推計。

周縁国に対し誰がそんなに資金を出したのかという点でみると、圧倒的にドイツの銀行の存在が大きい¹。この時期のユーロ圏内の貿易取引と資本取引を俯瞰すれば、周縁国では借入増を伴いながら内需が拡大し、そこに向けてドイツ製品の輸出が伸びた。周縁国では当然経常赤字が拡大するが、資金繰りはやはりドイツを中心とする金融機関に支えられていた。このためドイツ企業の輸出も勢いが弱まることなく、経済の活況は他の産業にも広がった。ドイツの失業率が、東西再統一以来の低水準まで下がった背景には、こうした国際収支上のメカニズムが働いていた。決してドイツの構造改革だけで成し遂げたものではない。

3. ユーロ圏ならではの失敗

この経常赤字国の将来の金利リスクを膨らませながら、当面は債権国、債務国ともに所得拡大が続くという構図は、たとえば中国の輸出と米国の消費のように他にも見られた現象だが、ユーロ圏の場合 2 つの点で違いがあった。ひとつは単一通貨であるため、経常収支の動向に警戒が全く発せられなかった。不均衡が拡大していた頃の周縁国の経常赤字への懸念に対して、米国内の州際収支に不均衡が拡大したからといって何の懸念もないのと同じだ、という非常に楽観的な説明がなされていた。後講釈になるが、米国の州際で赤字が問題にならないのは、通貨が同じだからではなく、労働市場や財政の統合が十分進んでいるからである。

もうひとつは、リーマンショックという外的ショックをきっかけに、ドイツの銀行が周縁国への貸出を減らし始めたのだが、そこで不均衡が破綻することなく、その後数年続いてしまったことである。資金を引き揚げたドイツの民間銀行に代わってギリシャの

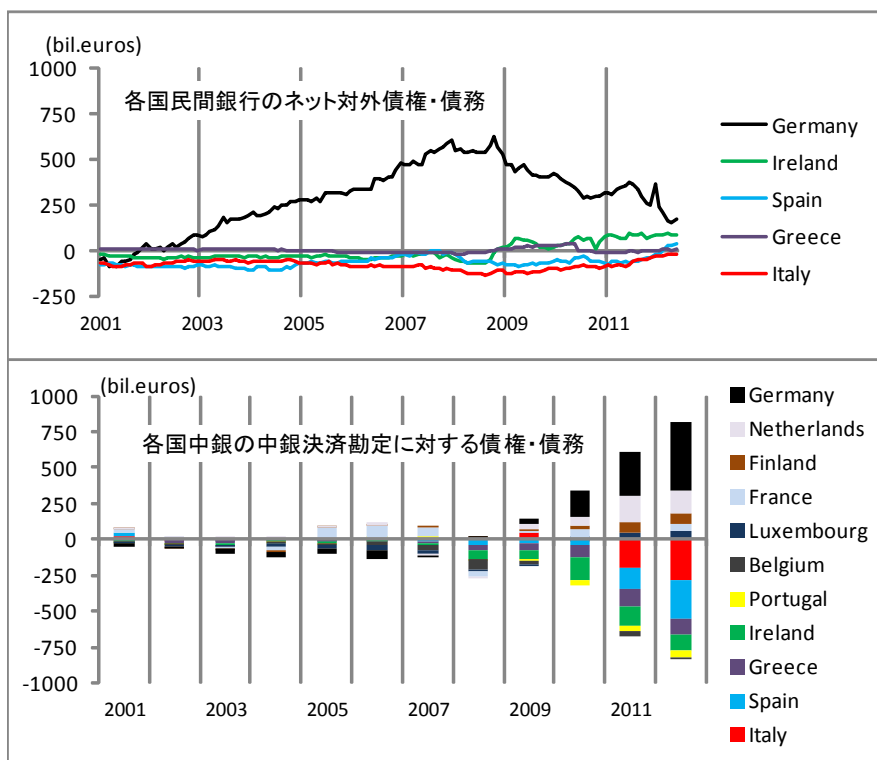
¹ ユーロ圏内のクロスボーダー与信については、統計のベースによって姿が異なる。BIS（国際決済銀行）の連結かつグロスのベースでは、仏銀や伊銀の残高が大きくなるが、国際収支かつネットベースでは独銀の残高が際立って大きい。

資本収支黒字を支えたのはブンデスバンクであった。しかもこの債権の移転が、誰のスクリーニングにかけられることなく、自動的に起きてしまった。(図表3)

経常赤字の国は、海外からの投資や借入など何らかの資金により赤字分を調達しなければならないし、民間ベースでの資金調達ができない場合は外貨準備を取り崩さなければならない。しかし、ユーロ圏では、外貨準備を取り崩す代わりに、赤字国と黒字国の中央銀行（以下、中銀）の債権債務関係が膨らんでいくことによって赤字国への資本流入が起こる仕組みになっている。ドイツの民間銀行が対外債権を縮小し始めた2009年から、ブンデスバンクの対外債権が拡大し始め、一方では南欧諸国の対外債務が拡大し始めた²。この現象は、ドイツから見れば、南欧諸国の対外信認の悪化が南欧の中銀の債務拡大につながり、それをブンデスバンクが支えているということなのだが、見方を換えれば、ドイツの中で民間が手放した対外債権を中銀が引き取られたということだ。

当初は、学者を中心に、この勘定の赤字許容に際限がないのは明らかな制度欠陥だとして、何らかの限度を設ける議論があった。しかし、何を基準に各国ごとの限度額を決めるのか、また限度を超えた場合、どのような時間軸でどのような形で埋め合わせをするのかなど、実務的には非常に難しい問題で、対応策の中心は、むしろこうした中銀勘定の不均衡の前段にあった民間与信の高まりをどう防ぐかに向かった。これが「銀行同盟」に結び付く。

図表3：ユーロ圏の民間銀行と中央銀行の対外的な債権・債務



(資料) ECB、IMF

² ここでいう「対外債権」は、ブンデスバンクが欧州中央銀行システムに持つユーロ圏内の決済勘定の残高を指し、通常は対外債権との認識は薄い。しかし、債務国側のユーロ離脱が懸念される今となっては、間違いなく対外債権である。

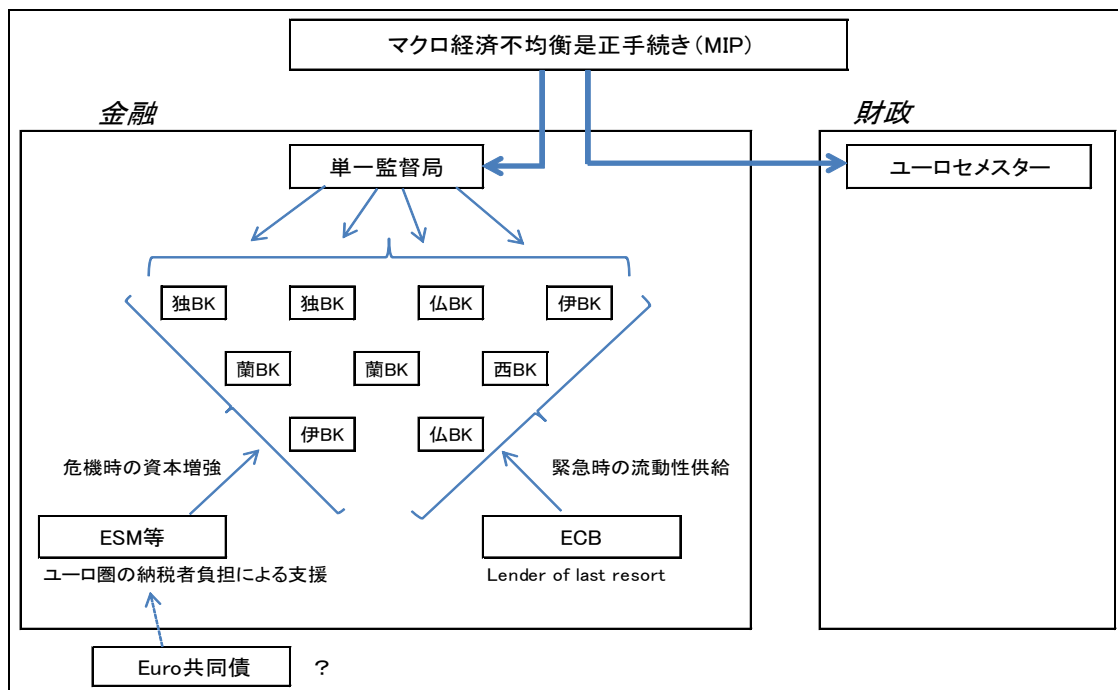
4. 銀行同盟を軸としたユーロ圏の存続の仕組み

銀行同盟とは、ユーロ諸国は細部にまだ多くの意見の不一致を残すものの、大まかな構想をいえば、ユーロ圏内の金融に関して共同で監督し共同で問題に対処しようというもので、予想を含めていうと、金融監督を ECB に一本化し、危機時は、欧州安定メカニズム (ESM) がユーロ圏全体の負担により資本注入を行う。また ECB は最後の貸し手としての使命を明確にし、金融危機の過程で起こりうる流動性危機に迅速に対応する。

欧州委員会が担うマクロ経済不均衡是正手続き (Macroeconomic Imbalance Procedure/MIP) の報告は、ユーロ域内の競争力、対外ポジション、与信動向などについての各国の経済指標を監視し、不均衡拡大に早期警告を発する役割を持つが、これは金融面においては金融監督に反映され、財政面においては、ユーロセメスターにおける各国と欧州委員会の協議に反映され、こうして金融・財政の両面からマクロ経済の不均衡拡大が早期に是正されることを目指す。

ユーロ共同債は、今のところドイツの強い反対により議論の俎上にないが、いずれは実現し、この銀行同盟の中で重要な役割を担うのではないだろうか。単一通貨ユーロは、ユーロ圏諸国にとって外貨ではないものの純粋な意味での自国通貨でもない「中間通貨」として位置づけられ (西村 2010)、それゆえに、金融危機が発生した時、一時的にその国に発生する財政負担が更なる金融不安につながるという、財政と金融の負の連鎖が起こりやすい。ユーロ圏を総体としてみれば、米国、日本、英国より財政ポジションが決して悪いわけではないのだが、リーマンショック以降、金融危機と財政危機がスパイラル的に発生しているのがユーロ圏のみであることは、中間通貨の性格に起因するものである。この連鎖を止めるには、ユーロ圏内の健全な国の信用を使って資金を調達し、金融危機への歯止めにするのが有効だろう。

図表 4：ユーロ圏のマクロ経済・金融コントロール



(資料) EU 資料、各種報道等より筆者作成

おわりに ～ ユーロの将来

ユーロの体制は、経常収支の不均衡拡大には明らかに無警戒かつ無防備だった。為替相場の調整機能がない以上は、何らかの財政による調整手段が必要である。しかし、失業などの実体経済全体の不均衡を調整するほどの大規模な財政統合は、歴史、文化、国民性などの違いから将来にわたっても不可能だろう。そこで彼らが当面の到達点として考えたのは、経常収支の不均衡を助長する金融を共同監督し、それが負の方向に振れた時の資本注入などの対応に財政統合を取り入れることである。

こうした新たなフェーズにたどり着けるか、外部の者には全く見通せないし、恐らく当事者自身も見通せないだろう。しかし、その渦中にありながらも、ユーロ圏の人々は、着々と単一通貨を存続させるためのシステムのバージョンアップを進めている。

【参考文献】

国際通貨研究所 News Letter ギリシャにとってユーロは自国通貨か、外貨か、中間通貨か？ 2010.07.09

国際通貨研究所 News Letter 欧州中央銀行システムについて 2012.07.27

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>