

ユーロの矛盾顕在化による 「予見された危機」

龍谷大学教授
竹中正治

— 為替相場の変動と独自の金融政策を放棄した代償として —

あなたの目の前に妖精が現れ、「富と愛情と知性の三つの中から、どれでもあなたの望む二つをかなえてあげよう。その代わり残った一つは諦めなくてはならない」と告げられたら、何を望むだろうか。深く悩むだろう。三つの要素の中から3通りの組み合わせがあるので、これをトリレンマと言う。

国際通貨・金融制度についても、トリレンマとして知られている命題がある。①為替相場の安定、②独自の金融政策、③国境を越えた資金移動の自由、この三つを同時に満たす制度は原

理的に不可能で、同時に実現できるのは一つまでという命題だ。

為替相場の不安定な変動は厄介なことだが、為替相場変動リスクを統一通貨によって解消したユーロ圏では、各国は独自の金融政策を放棄することがその代償になった（①と③の選択）。その結果、通貨・金融政策は統一されたが、財政を含む主権は各国に残るというシステムの不整合が問題になり、ユーロ圏は危機に陥ってしまった。

また、各国通貨を維持しながら、固定相場を導入するならば（①と②の選

択）、その代償に国境を越えた資金移動の自由を放棄せざるを得ない。すなわち海外の金融資産を自由に選んで投資することや、海外から資金を自由に調達することは放棄しなくてはならない。そして、②と③の組み合わせは、今私達が採用している変動相場制である。このトリレンマを念頭に世界経済を揺るがす現下の危機的情勢の原因を考えてみよう。

放棄された財政規律ルール

ユーロ圏の政府債務危機、これは統

になるような状況下では、閣僚理事会の決定は多数決であるために制裁の発動が「生じることはありえない」ということは初めからわかっていた」と述べている。そしてルールの実効性を多少とも高めるための提案は、それ以上議論されることなく終わってしまった。結局、2000年代初頭の世界的景気後退の中で各国の財政赤字は膨張し、ドイツを含めて03年には上記の財政規律ルールは事実上放棄され、今に至った。

統一通貨の抱えるジレンマ

しかしながら、上記の財政規律ルールが強制力のあるものとして施行されていたとしても、ユーロ圏はマクロ経済的な矛盾にぶつかっていた可能性が高い。次にこれを説明しよう。

ある地域が単一の共通通貨を採用する便益が、それによる不都合（コスト）を上回る条件については「最適通

一通貨ユーロというシステムに内在していた複数の矛盾が、米国の金融危機と世界不況を契機に一気に顕在化したものだと言える。それはある意味で「予見された危機」の到来である。

例えば1990年代にドイツ連邦銀行総裁の地位にあり、統一通貨ユーロの誕生過程に深く関わったティートマイヤー氏は、著書『ユーロへの挑戦』の中で次のように述べている（注1）。「通貨同盟では、ある国の財政政策上の不健全路線が進展することに伴う通貨リスクは、最終的に全ての国によって共同して負担される必要がある。……歴史上現れた様々な欧州の通貨同盟は、

多くの場合、加盟国の国家財政が拡散（『赤字拡大、筆者注』）していったことによって、失敗に帰している」

そこで財政規律を維持するために、各国の財政赤字はGDP（国内総生産）の3%以内、政府債務残高はGDPの60%に収めることがユーロ発足に際して条約（104条）に盛り込まれた。さらにユーロの閣僚理事会の決議で違反国に対して制裁がなされる可能性も確保された。

ところが当時ティートマイヤー氏は、このルールを順守させる監視手続きに弱点があり、具体的にはこのルールに違反し、制裁対象となる国が多数

たけなか・まさひろ

1956年東京都生まれ。東京大学経済学部卒。三菱東京UFJ銀行ワシントン駐在員事務所所長、国際通貨研究所チーフエコノミストなどを経て現職。その間、National Economists Club (WDC) 役員、Conference of Business Economists 会員なども務めた。専門は米国の経済論、国際金融論。著書に『2011年の世界情勢』(共著)、『なぜ人は市場に踊らされるのか?』、『ラーメン屋はマクドナルド』など。



貨圏の理論（ロバート・マンデル）としてまとめられている。例えば、日本の首都圏ならば、インフレーションをはじめ、経済活動の諸条件が相当均質であり、労働の移動性も高いので、単一通貨・単一金融政策の下に統合される便益がコストを上回っている。では、その範囲はどこまでか？九州・沖縄までか？韓国は含み得るか？中国の一部はどうか？と考えることができる。単一通貨を採用するコストとは、為替相場の変動と独自の金融政策という調整要因を放棄することによるものだ。

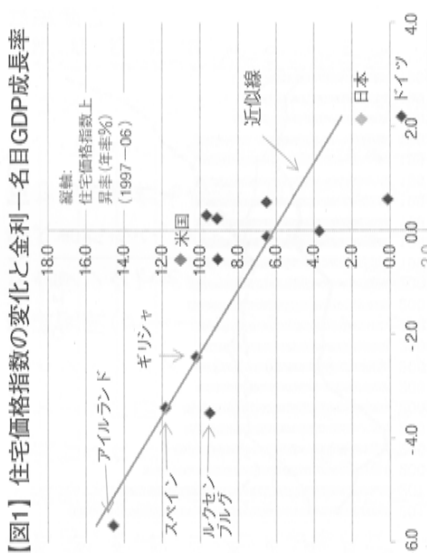
ユーロ発足時の15カ国（現在17カ国）は、最適経済圏の条件を満たしていないと考えられた。また、金融政策を統一しながら財政政策が各国主権に任ぜられることの矛盾も統合準備過程でさんざんに議論された。それでも「統合された強い欧州」という政治的な志向と独仏間の微妙な妥協でユーロは実現した。

ところがユーロ圏の最先進工業地

高を時の政権が粉飾して過小開示していたという事実が発覚し、それを契機に投資家の信頼が崩壊、このリスクが劇的に顕現化してしまったのだ。

超低金利による住宅バブル

もう一つはインフレ格差の問題である。異なるインフレ率にもかかわらず統一された金融政策が実施された結



資料來源：10年物價國債利回以一名目GDP成長率（2000—06）

以下のデータに基づき西村陽造、竹中正治が作成
データ：Eurostat、ECB、IMF、米国商務局、FRB、S&P/Case-
Shiller Index、日本の住宅価格指数はIPD/リクルート住
宅価格指数による首都圏中古マンション価格の変化

域、例えばドイツとP I I G S（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）諸国の間には、生産性上昇率とインフレ率に趨勢的な格差がある。

まず生産性の上昇率の格差から考えよう。もちろんドイツが高く、PIIGS諸国が低い。通貨統合後もこれは変わっていない。言い換えると、一単位の付加価値を生み出すのに必要な労働コスト（単位労働コスト）がドイツでは減少基調で、PIIGS諸国との格差が広がっている。その結果、PIIGS諸国の貿易・経常収支は赤字が拡大し、対外負債は増加してきた。

通貨統合前であれば、対外不均衡が持続可能な限度を超えた時点で、赤字国の為替相場が下落し、調整機能が働く。その際、赤字国からの資金の流出が激しい場合には通貨・金融危機が引き起こされることもあるが、通貨相場下落によって問題の対外不均衡は最

果、インフレ率が相対的に高い国、つまり P I I G S 諸国では実質金利（＝名目金利－インフレ率）が低くなり、ドイツなどでは逆に実質金利が高くなった。

この影響を最も受けたのは住宅資産価格である。【図1】は縦軸が各国の住宅価格指数の上昇率（1997～2006年）であり、横軸が10年物国債利回りから名目GDP成長率を引いた

以下データのデーター：Eurostat、ECB、IMF、米国商務省、FRB、S&P/Case-Shiller Index、日本の住宅価格指数はIPD/リクルート住宅価格指数による首都圏中古マンション価格の変化

終的には調整される。自国通貨の相場が下落するということは、外貨建てで計算した場合の労働コストが減少する（自国の労働が安く売られる）ことだからだ。しかし、こうした為替相場による調整機能は通貨統合によって放棄された。

もし労働を含む生産要素の移動が完全ならば、PIIGS諸国からドイツに労働者が移動し、域内の所得や失業率は平準化されるだろう。ところが現実にはそうした条件は十分には満たされていないので、ユーロ域内の不均衡と格差が拡大することになる。

ただし経常収支赤字をファイナンスする資金が赤字国に流れ込んでいるうちには、問題は顕現化しない。しかし域内を含む海外投資家が赤字国の対外不均衡の持続性に不安を感じるようになると、赤字国の政府債や社債の海外での買い手は急減し、金利の急騰が起こる。ギリシャでは、過去の政府債務残

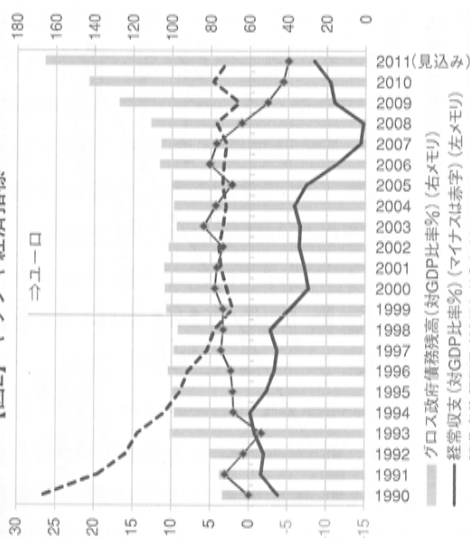
つたことがわかるだらう。

なぜそうなるのか。名目GDP成長率が高い場合は、国民の名目所得の増加率も高いから、国民が払える賃料金額も増加し、名目賃料は上がっている。それに従って住宅価格も上がる。一方、国債金利は住宅資産購入者の長期の金利コストと強く相関している。すなわち、金利－名目成長率格差が大きなマイナスであるほど投資家にとって借入で住宅投資を増やす誘引が強くなる。結局、信用の膨張と資産購入の増加→資産価格の上昇のバブル・スパイラルが生じ、最後に崩壊したのだ。

ギリシヤ債務の持続可能性

以上の3点のユーロの矛盾が最も先鋭的な形で現れたのがギリシャだ(図2〔参照〕)。1999年のユーロ以前は、ギリシャの消費者物価指数は極めて高かった(90～99年平均で年率11.6%)。高インフレとはその通貨の購

【図2】ギリシャ経済指標



買力が低下することなので、ドラクマ（同国の旧通貨単位）相場は下落リスクが高かった。またドラクマ建ての国債は、ドラクマ相場下落リスクのため海外投資家にはとてもハイリスクで、大規模な投資の対象にならなかった。

ところが99年のユーロ発足で、同国の野放図な金融政策は終焉し、欧州中央銀行（ECB）に統合された。その

間による「自主的な」ギリシャ政府債務の21%の削減も含まれている。しかし、同国政府債務を持続可能な範囲に収束させるには不足であり、同国債務元本の50%程度の削減が不可欠であり、また、元本削減によって自己資本が大きく棄損する欧州の金融機関の自己資本増強のための公的資本注入が必要であるとの認識が市場参加者の間には根強い。

ただしP I I G S諸国の政府債を売り持高にしているヘッジファンドなどが、ことさらに悲観的な見解を喧伝している可能性もあることに注意しておくべきだろう。この点で米国の大手シンクタンクであるピーターソン国際経済研究所（PIIE）のウィリアムRクライン・シニア・フェローは7月、パッケージに沿った支援と財政赤字縮小が実行されれば、ギリシャ政府のネット債務残高は2020年までGDP比率で60%台まで（グロス債務では11

結果、消費者物価の上昇率は低下し（2000～10年平均で3・4%、ただしユーロのコア諸国と比べると依然相対的には高い）、財政政策にもある程度の規律が導入されたように思われた。とりわけ政府債がドラクマ建てからユーロ建てに切り替わったことで、為替相場下落リスクが消滅したこと、しかもドイツやフランスなどの国債に比較すると多少利回りは高かったこ

とから、海外の銀行や投資家のギリシャ政府債への投資が急速に進んだ。

そのため1999年以前は極めて低かったギリシャ政府債の海外投資家の保有比率が7割前後の水準に上昇した。一方、流入する海外資金にファイナンスされて経常収支赤字も必然的に拡大し、GDP比率で1990～99年の平均2・5%から2000～10年の平均2・5%から2000～10年の0%台まで）下がり、持続可能になる

公算があるとの報告を出している⁽¹⁾。危機の収束に向けて懸案だった欧州金融安定化基金（EFSF）の機能強化と規模拡大（融資枠4400億ユーロ、約46兆円への拡大）が、今年10月にユーロ17カ国全てでの承認がそろい、成立した。本稿執筆時の最新の動向としては、10月27日にEU（27カ国）とユーロ圏（17カ国）の首脳会議で危機対応の包括対策がまとめられ、ギリシャ政府債について「民間投資家の自主的な負担による」50%債務カットの方針が決まった。さらにそれによって追加損失が生じる銀行の自己資本増強、イタリアやスペインなどの新規国債発行に対してEFSFが一部債務保証することなどが合意され、欧州株式やユーロ相場も回復しつつある。

ただし今回の一連の過程で人口460万人の小国スロバキアの議会承認が成り立たないだけで、ユーロ圏全体の

平均9・4%まで急増した。また実質GDP成長率は同じく平均1・9%から2・6%に上昇し、海外からのファイナンスに依存した経済成長が続いた。もちろんGDP比率で9%を超える経常収支赤字が長期にわたって持続可能であるはずもなく、過去の財政赤字粉飾事件の発覚を契機に海外投資家の同国政府債務への信頼は崩壊し、危機に至った。

完治することのない病が

現在の焦点は、これまでにまとめられたギリシャ政府に対する金融支援策と同国の財政再建策によって、①ギリシャ政府債務が将来にわたって持続可能になるか、②財政赤字と経常収支赤字などの点で、程度の相違こそあれ共通点を抱える他のP I I G S諸国の政府債務への危機の伝染を回避できるかどうか、この2点にかかっている。

7月の救済・支援策には民間金融機

関を回避するのに必要な対策が頓挫する可能性があったことを世界に見せつけた。加盟国がみな平等の決定権を持ち、全メンバー諸国一致でないと大きな改革ができないというユーロ圏は、激動する世界経済の変化に対してあまりに硬直的で、適応力に欠けている。

こうした矛盾が全て解消されること、すなわち金融政策と財政政策が統合され、人口比に応じた議決権の実現とは、ユーロ合衆国の誕生に他ならないが、それを目指すという合意はまだ見られない。ユーロ問題は小康することとはあっても、完治するめどのない病なのかもしれない。（10・28）

引用文献

- (1) Hティートマイヤー「ユーロへの挑戦」原書2005年、邦訳2007年、国際通貨研究所・村瀬哲司監訳、京都大学学術出版会、p275、p283
- (2) William R. Cline "Sustainability of Greek Public Debt" Policy Brief, PB11-15, PIIE October 2011.