

# ユーロ圏の不均衡、対処必要に

## 「危機は沈静化、課題なお山積」

時事通信社・フランクフルト支局特派員

高岡 秀一郎

人間は忘れやすく、市場は移ろいやすい。欧州連合（EU）欧州委員会、欧州中央銀行（ECB）と国際通貨基金（IMF）は8月5日午前、ギリシャの財政再建進捗よく状況に関し、「力強いスタートを切った」などの報告を公表した。だが、同日午後に行われたトリシェECB総裁の記者会見では同国の話題が一切上からず、最後に総裁自らが「ギリシャに関する質問がまったく出ないことを非常に喜ばしく思う」と、やや皮肉交じりに切り出したほどだった。「区切りのイベント」直後にもか

かわらず、記者団が質問を失念したギリシャ債務危機。しかし振り返れば、同危機に端を発した欧州信用不安は、5月上旬「米証券大手リーマン・ブラザーズ破綻時に匹敵」（トリシェ総裁）するほど高まっていた。その後、最大7500億ユーロに上る金融安定化策、ECBのユーロ圏各国債買い取り、銀行特別検査結果の公表など、一連の封じ込め策が奏功し、危機は沈静化。だが、その背景にあるユーロ圏各国間の不均衡という、欧州単一通貨ユーロが抱える構造問題は残ったままだ。

今回の危機では、ギリシャのユーロ離脱などユーロ圏解体の観測がまことしやかに取り沙汰されていた。しかしユーロ導入から10年以上が経過。ECBのスマギ理事は7月26日付の独紙掲載の寄稿で「ドイツの家計、企業、銀行はユーロ圏他国に3兆ユーロ以上の金融資産を保有しており、これは同国内総生産（GDP）の120%に相当する」と指摘するように、経済・金融の一体化がここまですべて進んでいる現状を踏まえれば、「解体」は荒唐無稽に見える。にもかかわらず「解体」議論が持

ち上がるのは、ユーロ導入後も域内各国経済の不均衡は縮まるどころか、むしろ拡大しているためだ。ユーロ圏は果たして、一つの中央銀行（ECB）が全体の金融政策を仕切るのにふさわしい最適通貨圏なのか。どんなにトリシェ総裁がユーロ圏は「運命共同体」であり、各国の経済的な違いは米国各州の違いのようなものと力説しても、そんな根源的な疑問が景気低迷のたびにクローズアップされる宿命にある。

#### ◇低金利が危機をもたらした

ギリシャのユーロ導入は2001年。以降、08年に金融危機が深刻化する前まで、同国の経済成長率はおおむね年間4%以上と、ユーロ圏全体を上回る伸びを謳歌した。

強固な経済基盤を持たないギリシャの成長を支えたのが、ユーロの

信用力を拝借したことによる金融条件の改善だ。ギリシャ国債と、欧州内で最も信用力の高いドイツ国債の10年物利回り格差は1998年に3・90%も開いていたが、導入直前より縮小基調となり、07年には0・27%にまで縮まった。

またECBの金融政策は、ドイツなどユーロ圏中核国の動向に左右される傾向にある。ドイツはユーロ導入以降、長らく景気低迷に見舞われており、ECBの政策金利はギリシャにとって低めに推移。さらにキャッチアップ経済の常として、同国のインフレ率はユーロ圏全体より加速したため、実質金利も極めて低い水準となった。

かくして低金利での資金調達が可能となったギリシャでは、「持続不可能な、極めて拡大的な財政政策」

（ドイツ連邦銀行7月月報）により、「内需が長期にわたって自国の生産、収入を超過した」（同）状況が続いた。同国財政赤字のGDP比率は導入以降、EUの財政規律「安定・成長協定」で定められた3%以下を守れたためしがなく、累積債務もGDP比100%前後の高水準で推移した。

同国の経済競争力も急速に損なわれていった。01年から08年にかけての労働コスト指数の伸び率は年率で0・5%↘13・6%。域内の輸出大国ドイツが賃金抑制により、0・8↘2・6%と緩やかな伸びにとどまり国際競争力を回復したのとは対照的な展開となった。

結果、97年から01年までの年平均でGDP比6・7%のマイナスだったギリシャの財政収支は、金融危機が深刻化する前の07年には同14・

7%にまで赤字幅を拡大。一方、ドイツの経常収支は01年までの年平均で0・8%のマイナスだったが、07年にはプラス7・9%に達した。

こうしたユーロ圏内の不均衡は、世界的な好景気、ギリシャ経済自体の高成長に隠れる格好で、静かに広がっていた。そして債務危機をきっかけに、そのせい弱性が一挙に白日の下にさらされることになる。

域内の不均衡拡大について、ECBのスマギ理事は7月9日、フランクフルト市内のパネル討論で、「国家信用リスクのみならず、銀行リスクにも影響した」と指摘した。

銀行は自国国債を保有し、資金繰りの際に国債が有力な担保手段ともなる。国債の信用低下は、銀行の健全性や支払い能力に対する懸念にもつながるため、ECBなどEU当局

にとつて、ユーロ圏の域内不均衡は欧州信用不安を契機に、もはや見過ごしがたい事態にまで発展したと言える。

しかし不均衡の是正となると、言うは易しだが、その実行は極めて難しい。まずはギリシャ。ストやデモの頻発にもかかわらず、公務員給与の抑制や年金制度改革が可決するなど、構造改革は着実に進んでいる。市場から自力で資金調達できず、ユーロ圏他国やIMFからの融資に頼っている状況では他に選択肢がないのも実情だろう。

#### ◆黒字国にも圧力かかる

ギリシャなど経常赤字国だけでなく、黒字国ドイツにも不均衡是正の「圧力」が掛かっている。まず声を上げたのは、09年にドイツが国別では最大の貿易黒字(274億ユー

ロ)を稼いだ隣国フランスだ。ラグルド仏財務相は「ユーロ圏の連帯に基づき経済政策を調整すべきだ。輸入や国内消費にも注意を払う必要がある」と、独の内需拡大を訴えた。

またスマギECB理事も、ドイツが貿易黒字の割には成長率が低い点を指摘し、ユーロ圏各国と比べても過剰に規制されている同国のサーピス・小売り産業で、規制緩和を通じた成長拡大を求めた。

こうした「圧力」に対し、ドイツ連邦銀行(中央銀行)は7月月報で反論を試みた。まず黒字国の輸入拡大による不均衡是正について、連銀は「独が10%輸入を増加させたとしても、スペイン、ポルトガル、ギリシャの経常収支を0・25%程度しか改善しない」と分析。要は、ドイツの輸入増は対独貿易黒字を稼いでいる国

が恩恵を受けるだけであって、「経常収支赤字の問題は、根本的には赤字当該国自らによってのみ解決できるのは明らか」と突き放した。

さらに黒字国の構造改革について、連銀は「ドイツの観点からすると有意義」としながらも、「ユーロ圏経常赤字国の適正化が著しく楽になるかどうかは疑問」との見解を示した。

不均衡是正ばかりではなく、是正の前段階である不均衡の監視も難しい。トリシエ総裁が7月9日にフランクフルト市内で行った講演の中で、「財政規律の監視強化だけでは十分ではなく、マクロ経済の監視強化も必要」と強調するなど、同監視の必要性は独仏やEU当局者からも認めるところだ。しかし問題は、どのように実践するかだ。何しろ、「実効性あるマクロ経済の監視を確立する試

みは未知の世界」(独連銀)と言える。

さらに、「マクロ経済監視」はユーロ圏レベルでの「経済政府」を連想させかねない。ユーロ圏「経済政府」の設立は、ECBの政治的な独立性を快く思っておらず、「超国家的」なECBへの対抗軸を作りたいフランスの積年の持論だ。一方、ドイツは独立した中銀が物価安定維持のためには不可欠として、仏が唱えるようなユーロ圏「経済政府」に疑いのままざしを向ける。

このあたりにきな臭さを感じているのだろう。独連銀は7月月報で、「マクロ経済監視」における実効性ある措置は、対象国の明白に間違った動向に対して行うように限るべきであり、「超国家的な当局による包括的なマクロ経済調整は認められない」との主張を展開した。

ポルトガルからフィンランド、アイルランドからキプロスまで。経済的な結びつきは強いといえども産業構造や政策がばらばらな主権国家16カ国により構成され、独フランクフルトにあるECBがこれらの国の金融政策を一手に担うユーロ圏。域内不均衡はある意味、ユーロ発足時から存在する古くて新しい問題だ。

「ユーロ圏全体での物価安定をユーロ導入国は当てにできるが、多くの経済政策的な責務は各国当局の手にあることを認識しておく必要がある」というのは、ECB設立当初からわれわれが発している永遠のメッセージと、トリシエ総裁は強調する。ギリシャ危機は、このメッセージをおおざりにしてきた欧州政治に対し、真摯な回答を促していると言えそうだ。(たかおかしゅういちろう)