

ユーロ危機と EU 経済

関西大学会計専門職大学院特任教授 吉本佳生

1. 対外純資産と所得収支

21世紀に入ってから、原油などの資源価格が高騰した。資源を大量に輸入する国にとっては、経済に大きなダメージを与える要因である。2008年秋のリーマンショックによって資源価格は一度急落したが、すぐに再上昇に転じた。

現在は、先進国の中央銀行が大規模な金融緩和政策をおこなっており、超低金利で供給されたマネーが、投機的に国際資源市場にも流入する。シェールガス革命があったとはいえ、投機によって資源価格が高騰する危険性はいつでもある。

資源価格高騰は、日本の貿易収支を黒字から赤字に変えたように、多くの国で「貿易収支悪化」をもたらす。また、1973年と79年に2回の石油ショックがあつてから、世界のいろいろな国で「高いインフレ率」「不況」「債務危機」が問題になった。

借金、負債、債務と、借金の呼び方はいろいろとあるが、その借金が返済できなくなるのではないかと心配されることで起きる債務危機は、その国の政府、企業、金融、家計の4部門のどこかでの債務が問題になることも、国の経済全体での対外的な債務が問題になることもある。「ユーロ危機」で大きな問題とされやすいのは、政府債務であつたり、金融部門の債務であつたりするが、私は、国全体での「対外債務」が一番の問題だと考える。

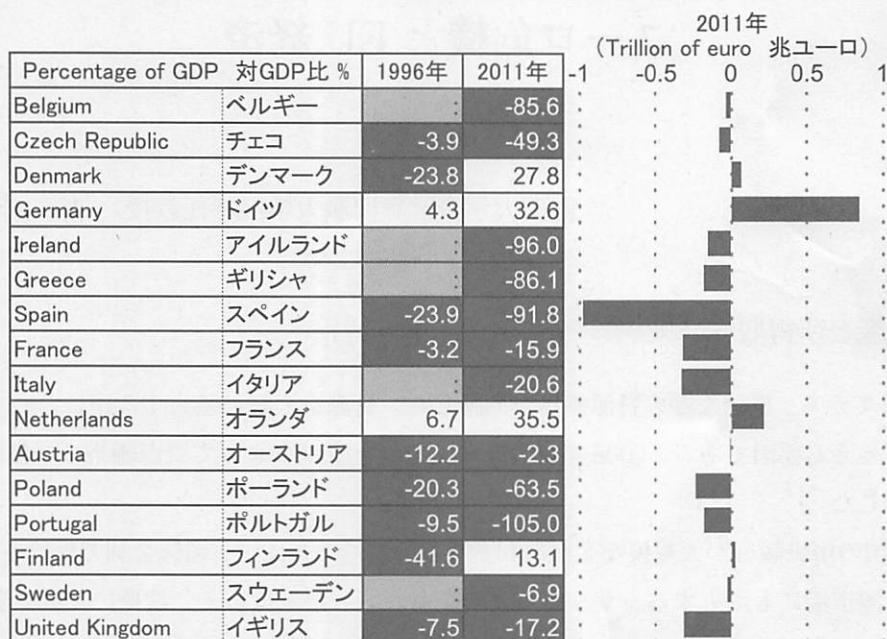
では、EUのなかでどの国の対外債務が問題なのか。図表1で、対外資産残高から対外負債残高を差し引いた「対外純資産残高」をみる。2011年末時点で、ベルギー、デンマーク、ドイツ、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、フィンランドが、対外純資産残高がプラスの「債権国」である。残りの国は対外純資産残高がマイナスの「債務国」である。ユーロ圏のなかで債務危機が深刻だとされるイタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドは、当然ながら、すべて債務国だ。

ここでひとつの疑問が生じる。まず、イタリアの経済規模は大きく、そのためにイタリアの対外純資産残高のマイナスは金額的に大きい。だから債務危機が心配されるのだが、フランスの対外純資産残高のマイナスも金額的に大きい。それなのに、イタリアは債務危機の問題を引き起こす側の国に分類されやすく、逆に、フランスはユーロ圏内で債務危機に陥った国を救済する側の国に分類されやすい。

なぜ、フランスの対外債務については危機の心配をしなくていいのか。

一般的に、巨額の借金を抱えているからといって、それだけで危機に陥るわけではない。企業単位でも、国単位でも、いろいろな経済取引をおこなうなかで、おカネを借りることもあれば、貸すこともあつて、その残高の差し引きで純資産残高が求められる。資産からは金利を得て、負債に対しては金利

図表1 Net international investment position 対外純資産残高



(出所) Eurostat

を支払う。この資産や負債には株式などもふくむから、金利だけでなく、配当などの受取と支払もある。

対外的な債務危機が起きる国は、金利・配当などの受取から支払を差し引いた、ネットの金利・配当などがマイナスで、それが大きいから、金利負担に苦しみ、債務危機につながる。これは個人や企業でも同じだ。たとえば、年2%の金利を支払って借金をしていても、そのおカネで年3%の金利が稼げれば、苦にならない。こんな有利な話があれば、誰もが喜んで借金をするだろう。

対外資産と対外負債によって生じる金利・配当などのやりとりを集計した統計は、国際収支統計のなかの「所得収支」と呼ばれるものだ。日本はこの所得収支の黒字が大きいために、貿易収支が赤字になっても、対外ビジネス全体の収支をみる経常収支はまだ黒字基調を維持している。

そして、図表2をみると、債務国であるフランスの所得収支は、赤字ではなく、じつは黒字だ。昔からフランス企業が積極的に対外直接投資をおこなってきたため、海外で高い利益率を稼ぎ、対外負債に対して支払う金利・配当などよりずっと大きな金利・配当などを、海外から得ている。だからこそ、フランスは対外純資産残高がマイナスであっても、債務国であることが問題になりにくい。

なお、フランスと同じように、対外純資産残高が大きなマイナス金額となっているのに、所得収支は黒字になっている国は、他にもある。アメリカ、イギリスなどだ。これらの国も、積極的な対外直接投資をおこなって、高い利益率で、海外から効率よくおカネを稼いでいる。だから、フランス、アメリカ、イギリスは、ある種の投資ファンドのような国として考えることもできる。

2. ユーロ危機はドイツの問題

ユーロとEU経済についての説明をわかりやすくするために、日本経済についてもいくつかの指摘をす

図表2 Balance of payments, current account 経常収支

2011年 Million of euro 兆ユーロ		current account 経常収支	income 所得収支	
Belgium	ベルギー	-5,242	6,817	債務国
Czech Republic	チェコ	-4,453	-11,090	債務国
Denmark	デンマーク	13,582	4,914	
Germany	ドイツ	147,182	48,415	
Ireland	アイルランド	1,785	-31,834	債務国
Greece	ギリシャ	-20,629	-8,594	債務国
Spain	スペイン	-37,497	-26,106	債務国
France	フランス	-38,934	46,921	債務国
Italy	イタリア	-48,444	-8,914	債務国
Netherlands	オランダ	58,639	13,894	
Austria	オーストリア	1,741	-2,489	債務国
Poland	ポーランド	-17,974	-16,375	債務国
Portugal	ポルトガル	-12,015	-8,497	債務国
Finland	フィンランド	-3,052	-286	
Sweden	スウェーデン	27,643	10,000	債務国
United Kingdom	イギリス	-24,258	34,912	債務国
United States	アメリカ	-339,793	158,718	債務国
Japan	日本	85,563	126,219	

(出所) Eurostat

る。経常収支にしても貿易収支にしても、同じ収支を世界全体で合計すれば、必ずゼロになる。なにかのゲームの勝ち負けと同じように、どこかの国が経常収支を黒字にすると、別の国で赤字が起きる。他方で、貿易などの国際取引では、収支を黒字にすることが大切なのではなく、貿易などが安定的に続けられることが大切である。そして、安定的に続けるためには、貿易収支や経常収支の赤字が続いて対外的な借金の負担が重くなり、債務危機に陥る国が出るのを避ける必要がある。

つまり、日本だけが貿易収支や経常収支で黒字を稼ぎ続けようとする、国際経済の枠組みを不安定にする。ときには経常収支が赤字になるぐらいがちょうどいいのである。このとき、日本が経常収支などの国際収支についてめざすべき姿は、いまのフランスのように、経常収支は赤字だけれども、所得収支は黒字という姿だ。

他方でフランスは、できれば経常収支を黒字にしたい。経常収支についていえば、日本とフランスはお互いに相手を見習うべきだろう。しかし、フランスが経常収支をなかなか黒字にできない理由のひとつとして、となりのドイツの経常収支の黒字が大きいことが挙げられる。

ドイツもまた、世界経済全体のことを考えれば、経常収支の黒字をもっと減らして、いずれ赤字にすることをめざすべき国である。対外純資産残高が大きなプラスで、だから経常収支をしばらくは赤字にしても問題がないはずの日本とドイツが、ずっと経常収支の黒字を維持すると、債務危機が危惧される国が経常収支を赤字から黒字に転換して借金を返済する努力を、とてもやりにくくするからだ。

ユーロ危機を引き起こしている国は、債務危機に陥った国ばかりではない。経常収支の赤字が積み重なって、対外純資産残高のマイナスが大きくなるのだから、その裏側で経常収支の黒字を維持・拡大していた国、つまり、ユーロ圏内ではドイツにも責任がある。

仮に、責任自体はギリシャやポルトガルなどの債務国のほうが重いとしても、EU 経済がユーロ危機からどう脱出するかを考えれば、もっと努力すべき国は、ドイツだとわかる。リーマンショック以降、世界全体で「消費不足」が深刻な状況が続いており、図表3をみると、EU の経済成長率も回復していない。したがって、EU には「経済成長率」を高める努力が求められる。

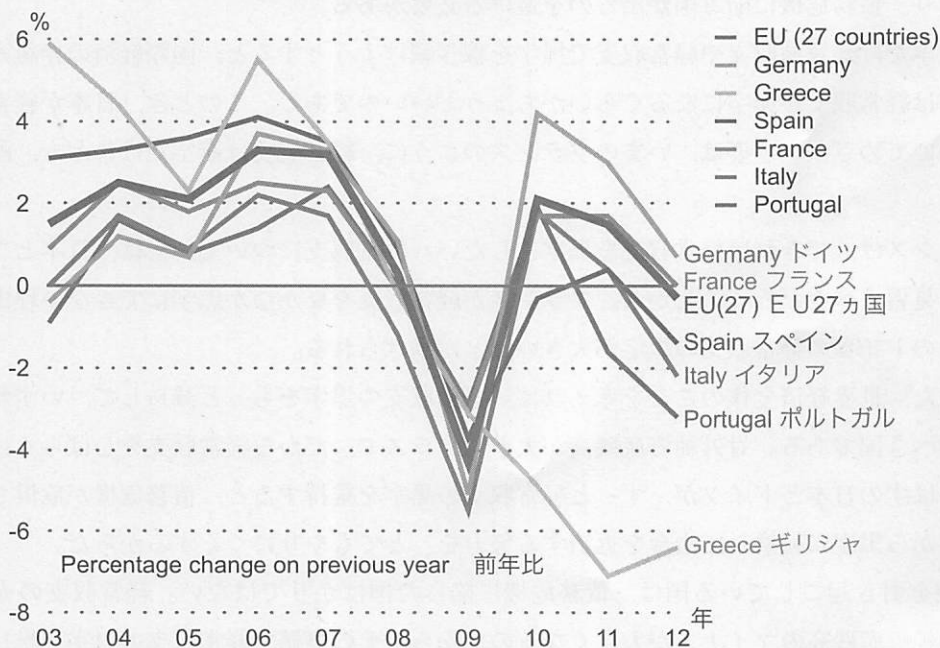
他方で、ユーロ圏内で債務危機が心配される国々が、もし自分たちで努力して借金を減らそうとすると、消費などを抑制し、「経済成長率をより低くすること」が求められる。そうして輸入を減らし、経常収支の黒字化をめざし、その黒字によって借金を返すのが基本的なやり方だからだ。そんなことをすると、EU 全体の経済成長率が下がる要因となる。実際に、この悪影響は大きいようにみえる。

ユーロ圏での一番の問題点は、ユーロ圏内の各国のあいだで実質的な為替レートの変動が起きて、ドイツが他国に対して自国通貨を実質的に安くした状態になっていることだ。これがユーロ危機の最大のポイントである。解決のための基本的な方法としては、第1に、債務国側が自国の景気を悪化させるような緊縮的なマクロ経済政策をおこなうことが考えられる。第2に、債権国であるドイツが自国の景気を過熱させるほど拡大的なマクロ経済政策をおこなうことも考えられる。

しかし、ユーロ圏内の調整をめざすマクロ経済政策は、金融政策では実行できない。ヨーロッパ中央銀行（ECB）による金融政策では、ユーロ圏全体についてのマクロ経済政策はできても、債務国と債権国で逆方向に効果を発揮する政策運営はできないからだ。

基本的なマクロ経済政策としては、財政政策に頼るしかないのだが、図表4にあるように、ドイツの財政赤字はかなり大きく、ドイツとしては債務国を救うまでの効果をもつような財政拡大政策は、やりたくないだろう。他方、債務国の財政赤字もまた解決すべき大きな問題なので、債務国が緊縮的な財政政策をおこなうことで、ドイツとのあいだで実質為替レートや経常収支不均衡の調整をすることをめざしている

図表3 Real GDP growth rate 実質経済成長率



(出所) Eurostat

図表4 General government gross debt 政府債務残高

Percentage of GDP	対GDP比%	1996年	2011年	2011年 (Trillion of euro 兆ユーロ)
EU (27 countries)	EU27カ国	69.9	82.5	0 1 2 3
Belgium	ベルギー	127.2	97.8	■
Czech Republic	チェコ	11.9	40.8	■
Denmark	デンマーク	69.4	46.6	■
Germany	ドイツ	58.5	80.5	■
Ireland	アイルランド	72.3	106.4	■
Greece	ギリシャ	99.4	170.6	■
Spain	スペイン	67.4	69.3	■
France	フランス	58.0	86.0	■
Italy	イタリア	120.2	120.7	■
Netherlands	オランダ	74.1	65.5	■
Austria	オーストリア	68.1	72.4	■
Poland	ポーランド	43.4	56.4	■
Portugal	ポルトガル	58.2	108.1	■
Finland	フィンランド	57.0	49.0	■
Sweden	スウェーデン	73.3	38.4	■
United Kingdom	イギリス	51.3	85.0	■

(出所) Eurostat

のが、いまの状況だ。そのうえで、ユーロ圏全体の景気を刺激するために、ECBは大規模な金融緩和をすることになる。

問題は、金融政策の非対称性にある。日本の過去をふりかえっても確認できることだが、景気を刺激するための金融緩和政策は、相対的に効果が弱い。逆に、景気にブレーキをかける金融引締政策は、強い効果をもつ。だから、世界全体では不況といえそうなときに、ユーロ圏内の債務国が緊縮的な財政政策をおこなったうえで、ECBの金融緩和に頼って経済成長率を高めようとするのは、かなり効率が悪いやり方である。

だからこそ、債務国の努力だけでなく、ドイツの努力も必要なのだ。ユーロ圏内で債務危機に陥った国を支援するために、ドイツ政府におカネを出させるのであれば、その前に、ドイツの国内景気を大々的に刺激するために、財政拡大政策をおこなうほうがいい。

また、日・米・欧がそろって大規模な金融緩和をして、不況脱出をめざしているので、ECBだけが金融緩和をやめるわけにはいかない状態だ。いつ金融緩和を解除するかを考えると、日・米・欧の中央銀行が社会的ジレンマに陥っているともいえる。

他方で、ブラジルなどの新興国はスタグフレーションが心配される状況で、だから先進国に比べると金融引締の方向での政策をおこなうしかない新興国が多い。こうしたなかで、日・米・欧の大規模な金融緩和が、世界のどこかで大規模な金融バブルを発生させることも予想されるから、国際的な政策協調が求められる。ドイツと日本はよく似た経済構造をしているから、ドイツに向けられる要求は、いずれ日本にも向けられる可能性がある。

3. ユーロ圏内での実質実効為替レートの変動

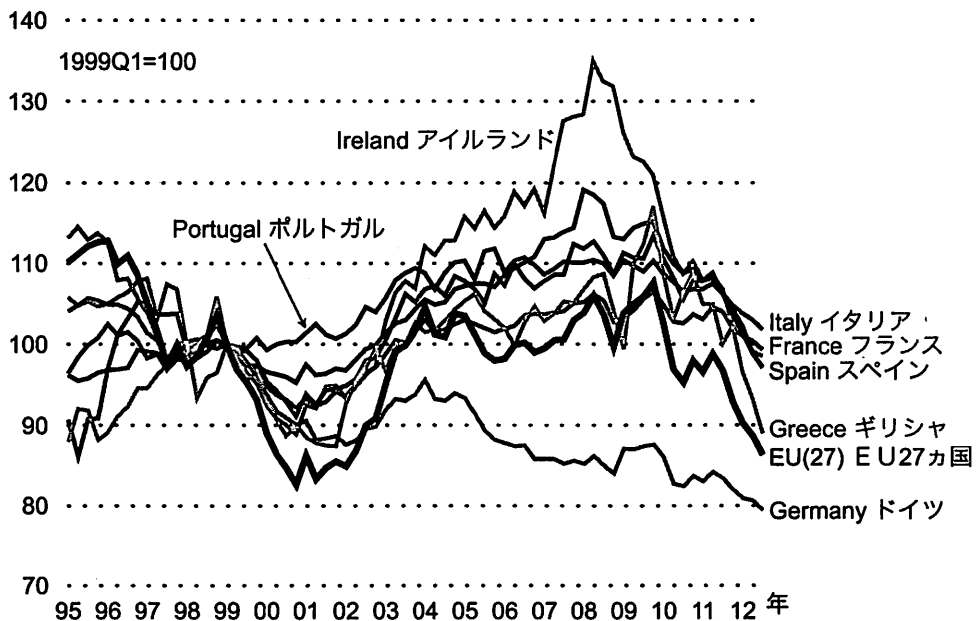
ECBは、インフレ率の差や、労働コスト上昇率の差を調整した「実質為替レート」を計算して公表している。しかも、複数の貿易相手国に対する「実効為替レート」として計算している。両者の性質をもつ為替レートを「実質実効為替レート」と呼ぶ。労働コスト上昇率の差を調整した「実質実効為替レート」の推移を示したのが、図表5だ。

ユーロ圏内では、表面上（経済用語でいえば名目上）は為替レート変動がない。単一通貨であるユーロを使っているから、どうしてもそうなる。ところが、貿易などに影響を与えるのは、インフレ率などを調整した実質為替レートのほうだ。たとえば、ドイツとギリシャが貿易をおこなうときに、ギリシャの物価や労働コストだけが10%上昇したとすると、ギリシャの産業は10%割高な商品でドイツの産業と競争することになり、実質的には自国通貨が割高になったのと同じ影響を受ける。

なお日本でも、名目の為替レートばかりをみて論じるのは愚かで、実質為替レートをみるべきだ。NHKのニュース解説が、ときどき「歴史的な円高」といつているが、まったくのウソである。過去の歴史上で一番の円高水準は、「1ドル=1円」を切っている。歴史的には、まだとんでもなく円安だ。

しかし、この話そのものにあまり意味はない。1ドル=1円は明治時代の話で、そのときの1円といまの1円は、それでなにが買えるかでみれば、価値が異なるからだ。当時といまとでは物価がちがうから、物価を調整せずに円高か円安かを論じても意味がない。この論理は、いまの円相場と10年前や20年前の円相場を比べるときにも、通用する。物価を調整した実質為替レートは、日本銀行やFRBも公表していて、それをみると、日本の円は実質的には相当な円安になっているといえる。

図表5 Real effective exchange rate ULC total economy deflated 労働コストを調整した実質実効為替レート



(出所) ECB

ユーロ圏の話に戻ると、経常収支の不均衡が悪化して債務危機が起きたことの原因を探るには、やはり実質実効為替レートに注目する必要がある。グラフをみれば明らかなように、ドイツの実質実効為替レートが相対的に安くなりすぎたことで、ドイツがユーロ圏内での輸出を伸ばして「独り勝ち」する構図ができあがったのだった。

これが大幅に修正されるまで、イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドなどは、緊縮的な経済政策運営を求められる。労働者の賃金を下げることも求められる。フランスも、所得収支が黒字ではあるものの、経常収支の赤字が続くことを望まないとすれば、緊縮的な経済政策運営をしないと、ドイツとの差を詰められない。

金本位制の時代からずっとそうであったように、国際貿易から莫大な利益を得るためには、経常収支の赤字があまり長く続かないように注意する必要がある。これは、ときには国内景気よりも優先される。景気が少々悪くても、すぐに経済社会システムが崩壊することはないが、海外からの信用を失って、国際貿易がまったくできないとなれば、どうしても必要な資源などが輸入できなくなるから、経済社会システムが崩壊する危険性がある。

しかし、過去の歴史が示すところによれば、たいていの国の多数の国民は、「国内景気よりも対外的な経常収支のバランスのほうが大切だ」という話に納得しない。いまの日本もそうだ。対外純資産残高が世界一のプラスで、経常収支の黒字がずっと続いている日本が、単に貿易収支が赤字になったぐらいのことで、自国通貨を安くするように誘導すれば、国際的な非難を浴びるのは当然である。とはいえ、この論理に納得する日本国民は少数派であり、多数の日本国民は決して納得しないだろう。

同じことが、イタリアやギリシャなどのユーロ圏内の債務国の国民にも当てはまる。最近のイタリアの選挙をみても、過去の歴史から予想されたことが、予想通りに起きたといえる。ユーロ圏の国々は債務危機を中心としたユーロ危機の解決に努力をしてきたので、ずいぶんと実質実効為替レートでみた不均衡は縮んでいる。しかし、ユーロ圏内で債務危機が心配された国の国民は、すでに多くの犠牲を払ったと感じているだろうから、債務国がさらに緊縮的な経済政策運営をおこなうことに、いつか我慢できなくなる危険性が高いと思われる。

ユーロ危機の解決にはまだまだ年数がかかりそうである。そして、ドイツがもっと積極的に責任を果たそうとするのでなければ、債務国の国民が「ユーロ離脱」を求める声をもっと強くなる危険性がある。通貨統合は、EU 経済を不安定にしたのかもしれない。