

ユーロ危機の構造とアジアへの教訓

清 水 啓 典

1. はじめに

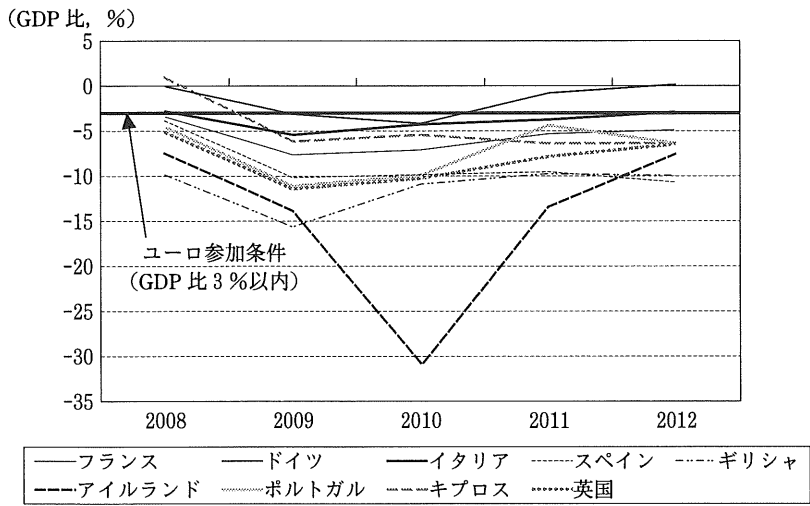
世界最大の経済圏である EU におけるユーロ危機は欧州経済の停滞を生み、世界経済に深刻な影響を与えている。しかし、ユーロ危機の発生は EMU (European Monetary Union) の発足以前から多くの専門家によって予想されていたことであり、現在はその通りのことが起こっているに過ぎない。世界史的な大実験として発足したユーロが推進派の人々の思惑とは異なり、なぜ危機に陥る事態となったのか、その本質を正しく理解しておくことは国際金融システムの安定性のみならずアジア地域の将来にとっても不可欠である。

本稿では、ユーロ危機の本質を探り危機を招いた諸原因を究明した上で、国家的なモラルハザードが各国間の政治的軋轢を生み出している現状を説明し、EMU の将来展望を行う。最後に、ユーロ危機が持つアジアや日本への教訓に触れることとしたい。

2. ユーロ危機の本質は格差の拡大

よく知られているように、ユーロ危機は2009年の秋、ギリシャの新政権が財政赤字はそれ迄信じられていた3%ではなく13%近くである(後に15.5%に訂正)と発表したことを発端として発生した。その規模は市場の想定を大きく上回るものであったためにギリシャが欧州通貨同盟(EMU)にとどまれるかどうかの疑念を生み、更にそれがアイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリ

第1図 ユーロ圏主要国の財政収支の推移



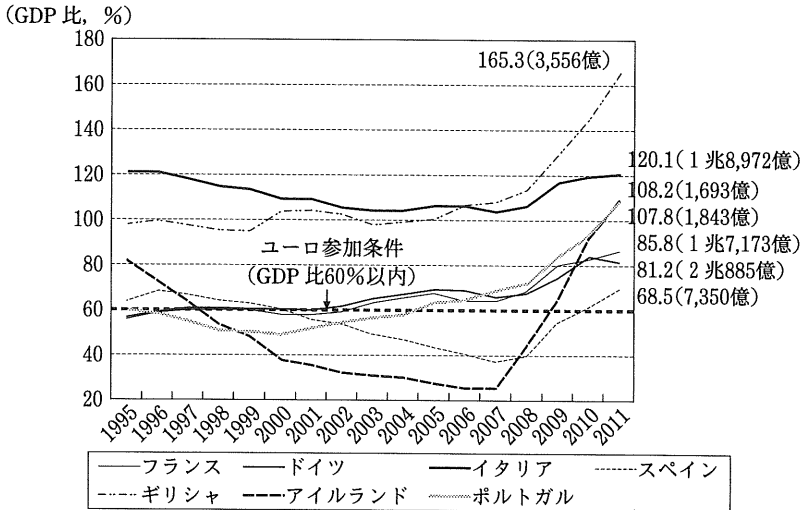
(資料:『通商白書 2013年版』)

ア、(GIPS 諸国) やフランへの疑念に伝播し、更にはドイツ国債の最上位格付けの引き下げ可能性にまで飛び火して大きな危機に発展した。

確かに、EU 諸国の財政状態はリーマンショック以降軒並み悪化しており、ドイツ以外の諸国の財政赤字は3%を大きく超えている(第1図)。これに国債以外に年金や健康保険等に必要な資金を考慮すれば財政収支の悪化は深刻な問題であり、参加各国の国債残高の対GDP比率も急増しており、EMU参加の最低基準である60%を満たしている国は一つもない(第2図)。しかし、EU全体としての国債残高の対GDP比率は約87%であり、他の先進諸国に比べて特に高いわけではないし、特に日本と比べればかなり低い水準である。それ故、この財政問題だけを取ってユーロ危機の原因と見なすことは出来ない。

では、なぜEUではここまで大きな金融危機が発生したのだろうか。その根本的原因は参加各国間の格差拡大である。第3～13図はEU加盟各国の様々な経済指標を比較したものであるが、実質GDP(第3図)、景況感(第4図)、設備投資(第5図)、失業率(第6図)、若年失業率(第7図)の全ての指標に

第2図 ユーロ圏主要国の政府債務残高の推移



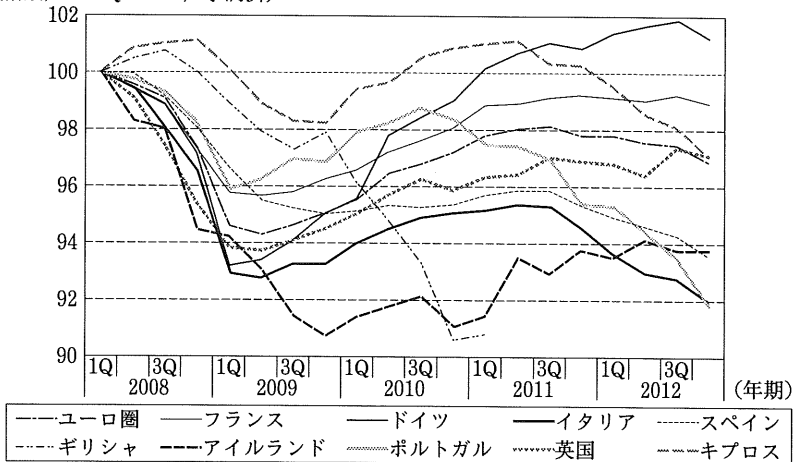
備考：括弧内は2011年末時点の実額。ユーロ。

資料：Eurostat から作成。

(資料：『通商白書 2012年版』)

第3図 ユーロ圏諸国と英国の實質 GDP の推移

(指数, 2008Q1=100, 季調済)



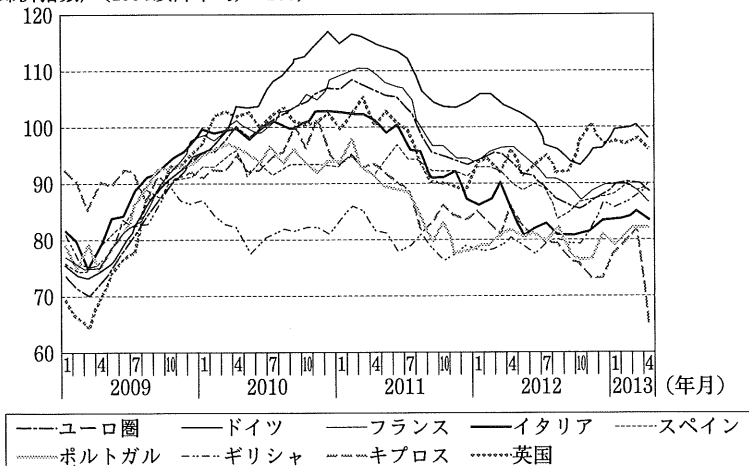
備考：ギリシャは2011年 Q2 以降, 季節調整後の数値が未発表。

資料：Eurostat から作成。

(資料：『通商白書 2013年版』)

第4図 ユーロ圏諸国と英国の景況感の推移

(季節済指数, (1990以降平均)=100)



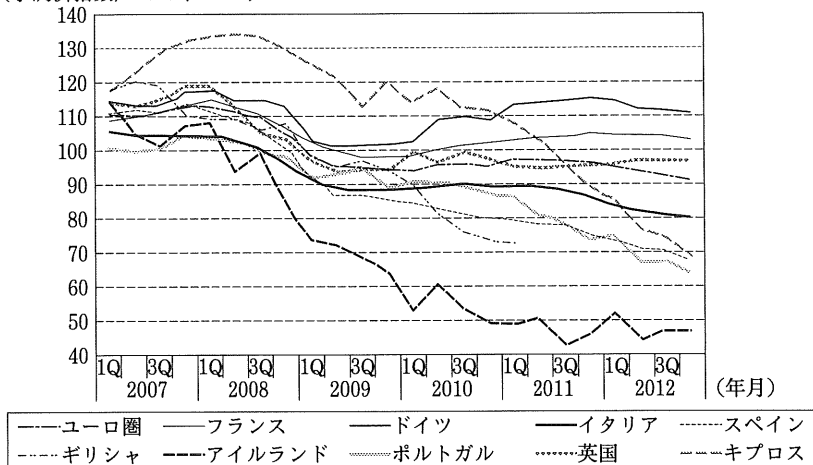
備考：アイルランドの数値は非公表。

資料：欧州委「Economic Sentiment Indicator (ESI)」, CEIC データベースから作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

第5図 ユーロ圏主要国と英国の設備投資の推移

(季調済指数, 2005年=100)

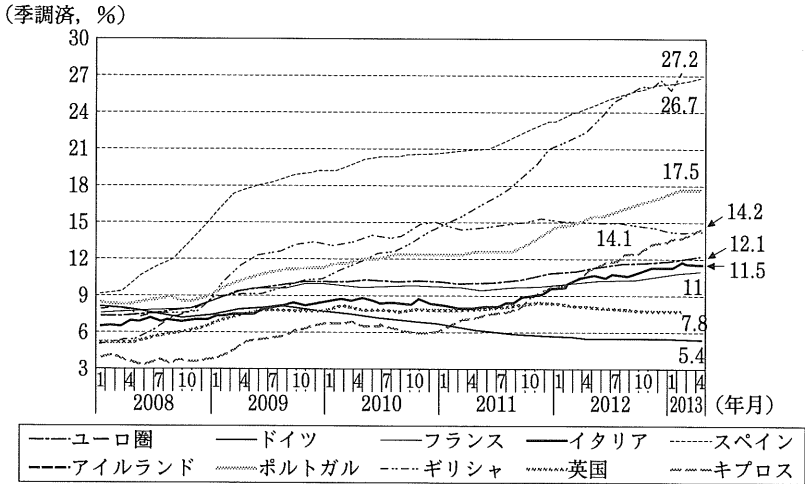


備考：ギリシャは2011年Q2以降, 季節調整後の数値が未発表。

資料：Eurostat から作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

第6図 ユーロ圏諸国と英国の失業率の推移

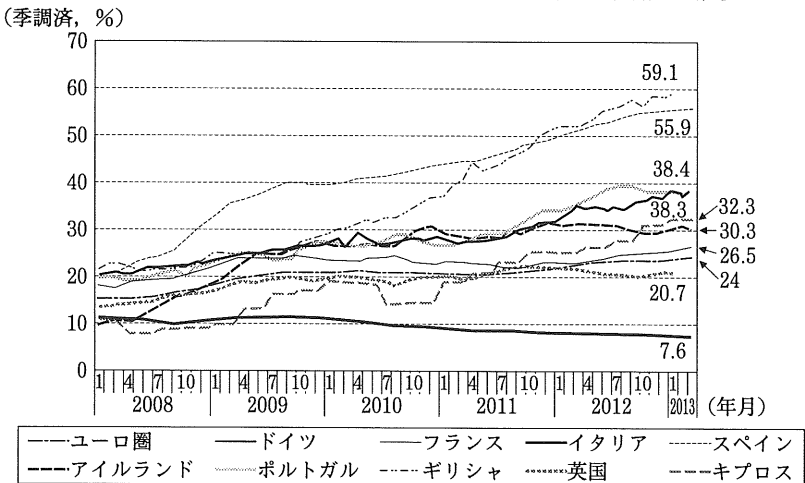


備考：数値は、英国、ギリシャは2013年1月，その他は3月。

資料：CEIC データベース（Eurostat）から作成。

（資料出所：『通商白書 2013年版』）

第7図 ユーロ圏主要国と英国の若年失業率（25歳未満）の推移

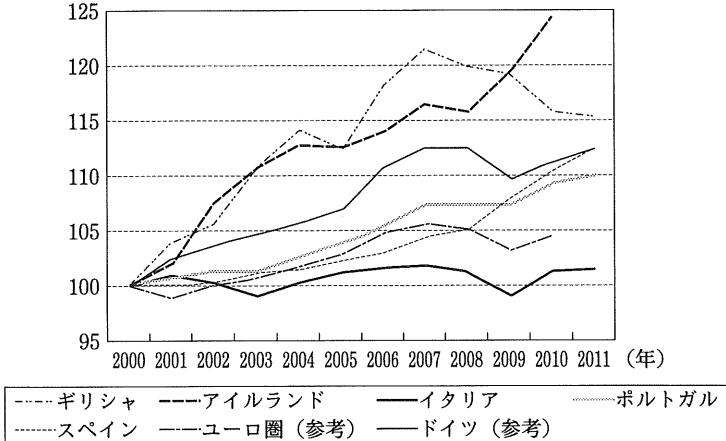


備考：15～24才の失業率。数値は、英国、ギリシャは2013年1月，その他は2013年3月。

資料：CEIC データベース（Eurostat）から作成。

（資料出所：『通商白書 2013年版』）

第8図 ユーロ圏の主な重債務国の時間当たり労働生産性の推移
(指数, 2000年=100)



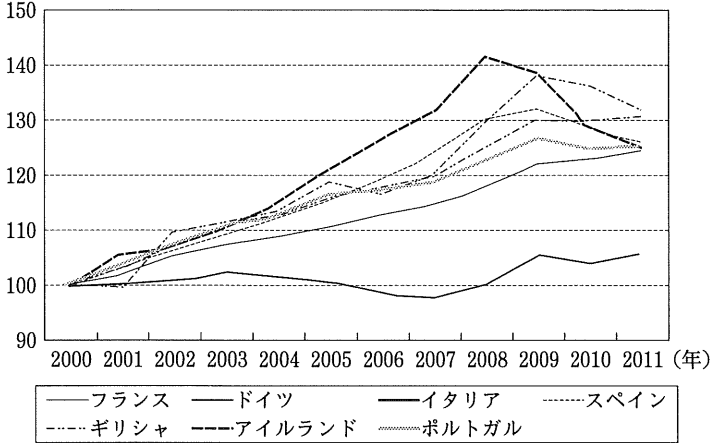
資料：Eurostat から作成。

(資料出所：『通商白書 2012年版』)

において、とりわけリーマンショック以降に一層格差が拡大している。なかでも、労働生産性（第8図）、労働コスト（第9図）、についてはユーロ導入直後から参加各国間の格差の拡大傾向が顕著であり、それに対応して域内向け輸出（第10図）、家計負債残高（第11図）、についても一貫して格差が拡大していることが分かる。この様な格差は第12図に示されるように国債の市場評価に反映されて、ユーロ導入後の期間中均一化していた各国のプレミアムは、2009年以降はユーロ導入前の格差のある状況に戻った状態になっている。これはユーロ導入によって期待された加盟国間の経済的収斂が不可能になったことを市場が認識した結果と思われる。また、EU主要国の世界経済におけるプレゼンスもユーロ導入以来低下傾向にある（第13図）。

更に現在の深刻な問題は第14図に示されているように、リーマンショックやユーロ危機発生後のユーロ圏銀行の民間向け貸出の極端な低下である。このデータはユーロ圏銀行がリーマンショックやユーロ債務危機から被った影響が如何に大きかったかを示しているが、その貸出能力の低下はユーロ圏のみならず世

第9図 ユーロ圏主要国の単位当たり労働コストの推移
 (指数, 2000年=100)

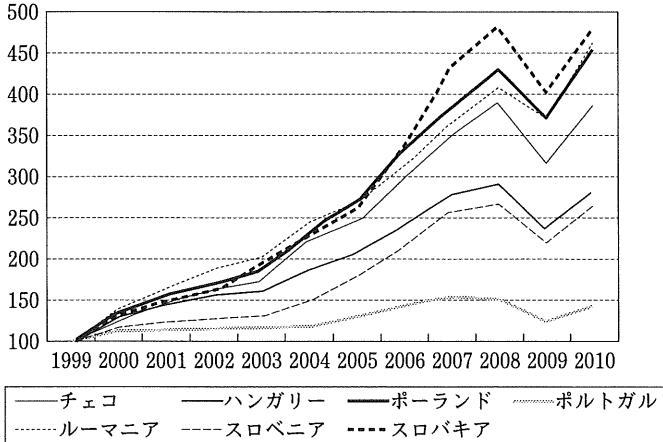


備考：2005年=100の指数を2000年を100とした数値に再計算。2011年は予想値。

資料：Eurostat から作成。

(資料出所：『通商白書 2012年版』)

第10図 ポルトガルと中東欧主要国の EU 域内向け輸出の推移
 (指数, 1999年=100)



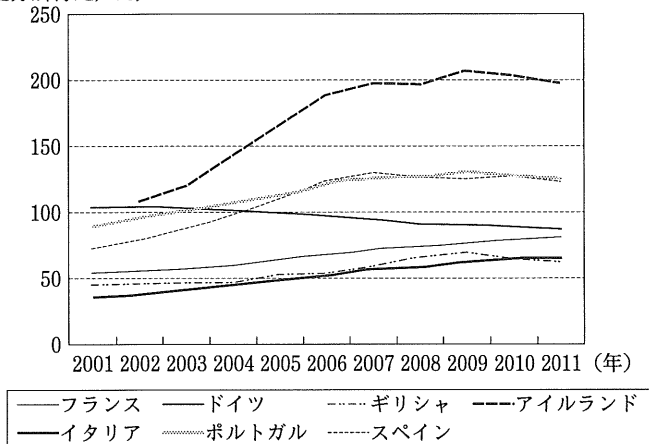
資料：Eurostat から作成。

(資料出所：『通商白書 2012年版』)

ユーロ危機の構造とアジアへの教訓

第11図 ユーロ圏主要国の家計負債残高の推移

(実質可処分所得比, %)

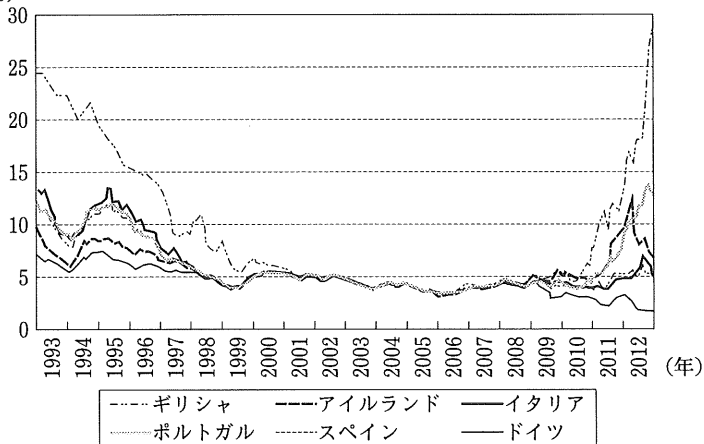


資料：ECB から作成。

(資料出所：『通商白書 2012年版』)

第12図 ユーロ圏の主な重債務国の10年物国債利回りの推移

(%)

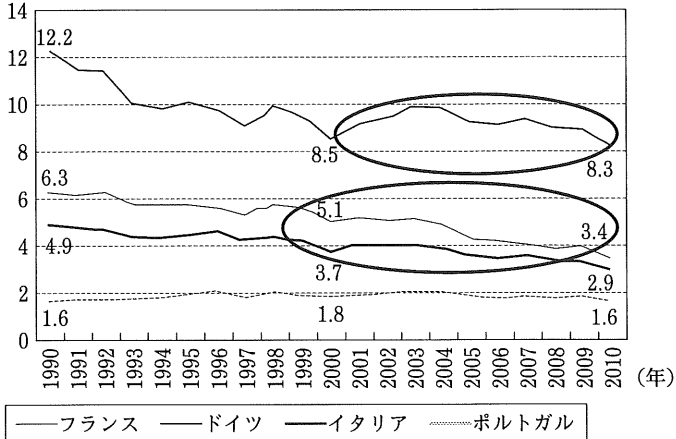


備考：利回りの月間の平均値。

資料：ECB から作成。

(資料出所：『通商白書 2012年版』)

第13図 ユーロ圏主要4ヵ国の材輸出が世界の材輸出に占めるシェア (%)



資料：WTO「International Trade and Tariff Data」から作成。

(資料出所：『通商白書 2012年版』)

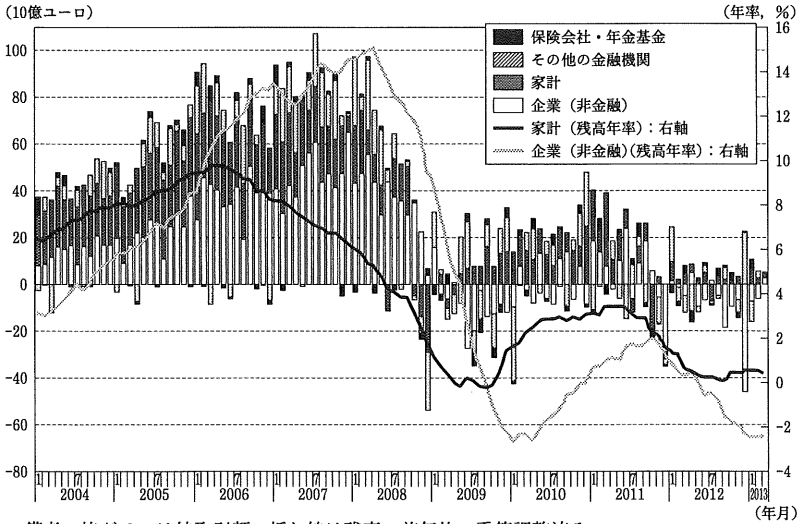
界経済に深刻な影響を及ぼしている。

このような事態は予想されていなかった訳ではない。むしろ経済学の専門家の大半はユーロ導入に反対であったと言って良い。⁽¹⁾ 格差拡大はユーロ導入に対する反対論の中心的問題として指摘されていた点であり、EUは労働移動の自由度が低いために最適通貨圏の条件を満たしておらず、為替レートによる調整を封印したEMUの下で格差が生じることは当然視されていた。そのような事態を避けるためにEMUでは元々参加国の収斂基準として財政赤字を3%以下、国債残高をGDP比60%以下とする安定・成長協定を締結している。だが、2003年にドイツとフランスが共にその3%基準を逸脱した際にECOFIN (The Economic and Financial Affairs Council)⁽²⁾ は両主要国の反対のために制裁を科す

(1) 例えば、Feldstein (1997), Eichengreen (1997), Martino (2008)。

(2) EU加盟国の経済・財務相が出席し、経済政策の調整などを行う閣僚理事会。毎月定例で開催され、経済サーベイランス、加盟各国の予算政策・財政の監視、金融市場・資金移動などの諸問題に関する経済政策指針を策定する。

第14図 ユーロ圏銀行の民間向け貸出額の推移



ことが出来ず、それ以降安定・成長協定は有名無実化している。特に2005年にその柔軟な適用が認められて以来、第1・2図の各国の財政赤字と国債残高の推移が示すように一層悪化しており、ギリシャの財政危機はその延長線上の出来事に過ぎない。EUも危機が生ずる可能性を知らなかったわけではなく、南欧諸国の不動産・建築ブームの過熱は有名であったし、ECBは度々警告を発していたがそれが有効に機能することはなかった。

3. 為替取引の代替収益源を求めた銀行

統一通貨のユーロ導入によってEUの金融市場に起きた現象として見逃すことが出来ないのは、参加国間の為替取引が消滅したために、EUの約7000の銀行全てにとって大きな収益源が消滅したという事実である。そのため銀行は新たな収益源を求めざるを得ない立場に置かれ、その対象として選ばれたのがユーロ導入によって為替変動リスクが消滅し高い収益率が予想された GIIPS 諸国

第15図 主要国銀行の GIIPS と中・東欧諸国向け投融资残高

(2009年末・億ドル)

投融资出し手 ↓受入国	フランス	ドイツ	英国	オランダ	米国	日本	オーストリア	主要24カ国 計
ポルトガル	449	474	256	141	47	43	29	2509
イタリア	5078	1897	765	691	532	544	255	11451
アイルランド	521	1838	1727	282	571	217	78	6477
ギリシャ	788	450	154	122	166	67	48	2170
スペイン	2112	2380	1100	1197	580	284	88	9257
ポーランド	305	618	31	352	130	49	137	2835
チェコ	341	121	26	47	24	7	597	1786
ハンガリー	111	319	21	35	38	17	370	1398
ルーマニア	143	46	1	83	12	0.2	422	1097
計	9848	8143	4060	2950	2100	1228.2	2024	38980

(資料：日経 2010.6.8)

の国債や不動産への投資である。第15図に示されているその金額はとりわけフランスとドイツが飛び抜けて大きく、それぞれの国家予算の3倍前後の水準に達している。それ故、GIIPS 諸国の国債のデフォルトや為替レート的大幅下落が確実となる EMU からの離脱はフランスやドイツにとって自国の金融危機に直結するため、EMU の維持しか選択肢はない状態が生じている。その意味で、参加国の ENU からの離脱阻止のための支援は、ドイツとフランスにとって、他国の金融危機の救済と言うよりも自国の金融危機の防止対策と見ることが出来る。EU の銀行がギリシャなどの国債を購入した背景には、ECB がそれらを銀行への貸し付けの担保として受け入れることを知っており、ギリシャ国債のデフォルトは ECB にとっても損失となるため、結局は ECB もギリシャを救済せざるを得ないとの読みがあったとの見方もある。

ユーロ危機の原因は結局の所、ドイツやフランスの金融機関が為替リスクの消滅した EMU 圏内の諸国に多額の貸出を行い、それら諸国における過剰な財政支出や不動産・建築バブルの派生と崩壊により、その回収が困難となっていくことに帰着する。そのような事態を招いた背景には、統一通貨の導入により

銀行の収益構造が変化した事実がある点を見逃してはならない。大きな制度変更の際には、それによる経済活動への直接の影響のみならず、金融機関の収益構造と行動誘因に対する影響に関しても慎重な配慮が必要である。また、それらに対して監督当局が行っていた注意や警告が結果的には全く機能しなかったと云う事実も重く受け留める必要がある。

4. 国家のモラルハザード

元々 EU においてはユーロ導入によって、経済的ショックに対応するための手段としての金融政策や為替政策を失うため健全な財政運営は一層重要な要素となるので、「EU の機能に関する条約」において財政主権を持つ各国に健全な財政運営を行うよう協定が定められている。それには、1. 貨幣ファイナンスの禁止 (123条)、2. 金融機関へのアクセス特権の禁止 (124条)、3. 救済禁止 (125条)、4. 過剰政府赤字回避条項 (126条)、5. 安定・成長協定 (121,126条に基づく第2立法) 等が含まれている。3. の救済禁止条項には、どの国も EU 政府も他国の負債の保証は行わないことが謳われている。これは単に金融面で他国の救済は行わないと云う内容に留まらず、EU はあくまで国家の共同体であって国家自体ではないことを含意している。もし EU が一つの国家であるなら、一国内の一地域の負債は最終的には国家の責任であり、支援するのが当然と云うことになるからである。その意味で加盟各国は EU に金融政策の主権のみを譲渡したに過ぎず、財政政策を含むそれ以外の全ての国家主権は参加各国に残っている。しかし、上記の「EU の機能に関する条約」は実態として機能しておらず、EMU の成功を保証する条件確保に関する信認は既に失われていると言って良い。一旦失われた信認回復は極めて困難であろうと思われる。2012年に EU はハンガリーの過剰支出に対して制裁を発表したが、これさえもアリバイ工作的な無駄な試みと見なされている。

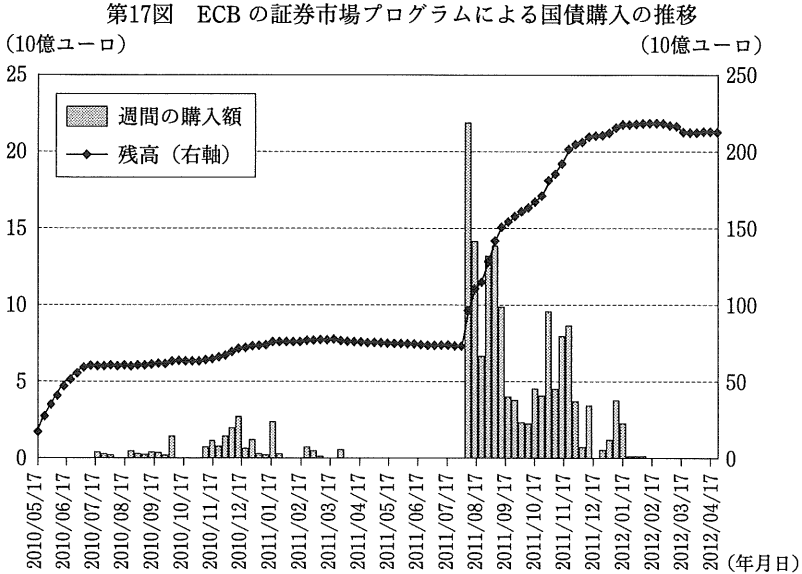
周知の通り、ユーロ危機発生後 EU 加盟27ヵ国は危機に陥った国の財政支援を提供するために多様な対策を講じており (第16図)、ECB による国債購入残

第16図 ユーロ圏当局の主な金融市場安定化政策

政策課題	主な対応策
個別国への支援	<p>【ギリシャ】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2010年5月, EU・IMF による第一次支援融資（総額1,100億ユーロ）実施を決定 ・2012年3月, EU・IMF による第二次支援融資（総額1,300億ユーロ）実施を決定 ・2012年2月, ギリシャ国債を保有する民間債権者の債務交換により額面53.5%の元本削減に合意（同年3月実施） <p>【アイルランド】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2010年11月, EU・IMF による総額850億ユーロの支援融資実施を決定 <p>【ポルトガル】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2011年5月, EU・IMF による総額780億ユーロの支援融資実施を決定 <p>【ECB】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2010年5月, 「証券市場プログラム（SMP）」を創設し, ギリシャ国債等重債務国の国債買収を開始（※制度の目的は金融市場の安定であるが, 実態は個別国の国債の買い支えとしての意味合いが強い）
危機対応資金の整備	<ul style="list-style-type: none"> ・2010年5月, 「欧州金融安定化メカニズム（EFSM）」（総額600億ユーロ）及び「欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）」（総額4,400億ユーロ, 2013年6月までの暫定機関）からなる総額5,000億ユーロの危機対応資金を整備 ・2011年7月, EFSFを引き継ぐ恒久的な機関としての「欧州安定化メカニズム（ESM）」（総額5,000億ユーロ）設立条約に署名。 ・2012年2月, ESM 設立を2012年7月に前倒しする（当初設立予定は2013年7月）条約に署名。 ・2012年3月, EFSF と ESM を合わせた支援規模の7,000億ユーロへの引き上げに合意
財政規律強化・マクロ経済不均衡是正	<ul style="list-style-type: none"> ・2011年12月, 「安定・成長協定」に基づく財政規律とマクロ経済政策監視メカニズムを強化した「経済ガバナンス強化パッケージ（six-pack）が発効。 ・2012年3月, 財政均衡化を憲法等に盛り込むことなどを義務づける「財政条約（Fiscal Compact）に英国とチェコを除く EU 25か国が署名。
銀行部門の体質強化	<ul style="list-style-type: none"> ・2010年7月及び2011年7月に EU 加盟国の銀行を対象にストレステスト（健全性審査）を実施。 ・2011年10月, EU 加盟国の銀行に対し2012年6月末までに中核的自己資本比率の9%への引き上げによる資本増強を要求することで合意 ・2011年12月, 同年7月のストレステストで提出されたデータを精査した個別国・個別銀行ごとの最終的な自己資本不足額を公表。資本不足とされた銀行は2012年1月までに資本増強計画を作成・公表 <p>【ECB】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・銀行への流動性供給の拡大（2008年3月, 通常3ヶ月の長期オペレーションを6ヶ月に延長。2009年5月, 1年物資金供給オペ導入, 2011年12月, 3年物資金供給オペ導入, 2009年6月, カバードボンド買収開始（2010年6月まで））

資料：各種資料から作成。

（資料出所：『通商白書 2012年版』）



高も2011年以来急増している（第17図）。一時的な組織である欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility: EFSF: 2010年8月9日）と恒久的な欧州安定機構（European Stability Mechanism: ESM: 2012年10月8日）も設立され、前者は加盟国の保証によりIMF等から借り入れた7500億ユーロの資金を持ち、後者は加盟国の保証によりユーロ債を発行して資金を調達する。これらはECBへの出資割合で振り分けられたEU参加国の保証によって調達した資金を困難に直面した国に貸し付ける仕組みであるから、上記の救済禁止条項を否定したに等しい。しかし、それは困難に陥った参加国への貸付けであって移転ではないので、救済禁止条項には抵触しないとの主張もあり得よう。また、異常な対外的ショック等の場合にEUによる支援条項は存在するが、国内の政策的誤りから生じた問題はあくまで当該国の責任である。ギリシャやイタリアの財政危機が外的ショックによって発生したとは考え難いので、本来なら

ば支援の対象外であろう。また、EUからの貸付が支援条項に抵触するかどうかは、その貸付けが正当な利子率を支払っているか、また予定通り返済されるかどうかにかかっている、と云う見方もあり得よう。

しかし、いずれにせよ EFSF や ESM の設立によって、ある国が財政危機に陥って市場からの資金調達が出来ない状況に陥っても、EU が支援することが明らかになった。ギリシャ危機は、参加条件や財政規律を守らない国でも EU 全体の金融危機を防ぐために EMU からの離脱は認められず、他の EU 諸国が救済のための財政支援をせざるを得ない状況にあることを明らかにしたと云う意味で、EU の基本理念の実質的変更を導いたのである。言い換えれば、財政規律を守らない国は、EU 諸国における金融危機を人質に取って支援を要求できる立場にあり、他国の負担で自国が利益を得るダダ乗り、つまりモラル・ハザードの誘因を持つことになる。

これが今まさに EU で生じている現象に他ならない。参加各国がそれぞれに財政主権を持っている以上、EU としては財政規律を守るよう勧告するか、あるいは何らかの制裁を科して改善を促すかしか方法はない。しかし、ギリシャやイタリア、スペインのみならずフランス等、財政緊縮を必要としている国の全てにおいて財政緊縮政策を綱領に掲げた政党は選挙で敗北し、成長や福祉目的との名目の下で赤字財政支出を継続する政党が政権を取るため、結果的に財政緊縮政策は実行されないのが実態である。困難に陥った国が EU からの支援を得るために痛みの伴う構造改革を受け入れたとしても、何年もかかる改革の進展の中ではそのような政府は失脚して、構造改革を先送りする政府への交代が起こるため、予定通りの返済が進まず結果として支援だけが継続される可能性は否定できない。国家のモラルハザードである。

それ故、最も重要な点は如何に EU が実効性の伴う監視・強制メカニズムを構築出来るかである。ユーロ危機を受けて構造改革のため多数の詳細な計画が詰められてはいるし、危機が生じたからこそこれまで出来なかった監視・強制メカニズムが機能し始めるはずだ、との見方もあり得よう。このような痛みの

ユーロ危機の構造とアジアへの教訓

伴う構造改革を強制するメカニズムは、ユーロ導入時に議論された内生論、つまり経済変動の調整に金融政策や為替政策を使えなくなる以上、その他の何らかの調整メカニズムが自ずから生まれて来るはずだとの主張、の現れなのかも知れない。

しかし、主権国家であり、ギリシャよりも遙かに悪い財政危機にある日本においてさえ、政権交代を繰り返す中で財政再建への展望は開けていないし、財政赤字の対 GDP 比 3% 以内という高いハードルを実現できる見込みは立っていない。日本と同様 EU 諸国においても高齢化と保険料負担の増加が財政再建の足かせとなっている事情は変わらない。財政主権が各国に残ったままで、EU が果たして各国の財政健全化への強制力を発揮できるのかどうかは大きな疑問であるし、これまでの経緯を見てくると、そのような楽観論よりもモラルハザードの危険性の方が大きいように思われる。

現在、EMU の存続に関しては、継続すべきだとの意見と解消すべきだとの賛否両論がある。継続論の主張の根拠は、既に始まってしまっているのに、解消する際には大規模な金融危機を含む大きなコストが掛かるため、そのため継続した方が有利でその他の選択肢は困難だとの消極的な論拠である。例えば、ユーロ導入の最大の批判者の一人であった Feldstein は、既に導入されてしまった以上、その崩壊は困難で高いコストを伴うため継続が望ましいと述べている⁽³⁾。しかし、この継続論はユーロ導入前に見られたような積極的な賛成論とは異質なものである。言い換えれば、大きな経済的利益を目指すという意味での単一通貨ユーロのプロジェクトは失敗して、それは完全に政治的プロジェクトに転換したと云うことに他ならない。

現在の EU では、ユーロ導入の 3 年前にミルトン・フリードマンが予測していた通りの状況が生じている。つまり、

「一旦ユーロが各国通貨に置き換わってしまったら、一体全体そこからの

(3) Feldstein, Martin, (2011), (2012).

離脱はどうするのだろうか？それは大きな危機になる。……ユーロの欠陥が表面化するまでにはかなり時間が掛かるだろう。この地域では何事も急速には進まない。ユーロ導入までには3年足らずの時間しかない。たとえこの3年間の間にユーロから問題が生じて、政治システムはユーロ導入を断念するほど迅速に反応をすることはないだろう。それ故、2002年以降にユーロという身動きできない拘束服から逃れる何らかの方法を体系的に検討することが非常に重要だ。少なくとも、イタリアはリラの鑄造に使った鑄型を保存しておくべきだろう。」（1999年4月27日付け Antonio Martino への手紙⁽⁴⁾）

5. EU の現状と政治的対立

現在、EU における各国間では様々な政治的対立が生じている。例えば、

「ギリシャ政府は低金利を利用して公共アドベンチャー・パークを作った。イタリアは必要な民営化を先送りしている。スペインは公共部門を拡張し住宅バブルを引き起こした。これらの歪みが生じた原因の一つは、EMU による利子率一元化と ECB の拡張政策である。もちろん、これらの国でバブル活動に関連していた人々（公務員や建設労働者）は恩恵を受けている。しかし、一般公衆は公的部門の拡張と民間部門の縮小や建設部門での謝った通しを通じて損失を被っている。」（Bagus, 2012）

「ドイツ人はギリシャ人を怠け者で、汚職にまみれた本当のバカ者だと非難している。ドイツのニューメディアは、ギリシャの大富豪は税金を払わず、労働者は50才で引退し港は働かない金持ちのヨットで溢れかえっている、と嬉しげに報道している。ドイツの政治家達はギリシャは負債を返済するために島を幾つか売れば良いと言っている。反対に、ギリシャ人は

(4) Martino, Antonio, (2008), "Milton Friedman and the Euro", *Cato Journal*, Vol. 28, No. 2 (Spring/Summer 2008)

ナチカード持ち出して、ドイツ人は戦時賠償として何十億ユーロもの支払い義務がある、と主張している。」(Kornblum, 2011)

「当初想定されていたように政治と切り離しておくことは出来ず、通貨管理は欧州内の裕福な国と貧しい国との間で拡大する怒りの中で遣り取りされる政治的フットボールになってしまった。貧しい国はドイツの基準に合わせるための厳格な対策を拒否している。ドイツ人は真の経済的共同体を作るために必要な段階に進もうとはしていない。その結果は停滞である。……もしユーロが共通通貨導入の準備が出来ていない欧州に政治的プロジェクトとして導入されていなければ、専門家達は比較的容易にこのような状況を解決できたであろう。しかし、今では遅すぎる。というのも、そのような決断は結局戦争を意味するからである。」(Kornblum, 2011)

このような状況こそ正にミルトン・フリードマンが予言していた事態そのものである。彼は2001年に行われたユーロ導入の父とされる Robert Mundell との対談の中で次のように述べている。⁽⁵⁾

「ユーロのような制度の例は歴史上存在しない。それは各国が自国の金融政策への影響力をその政治的コントロールが及ばない組織に譲り渡すことになる。そのような制度は経済的に長短があるが、その本当のアキレス腱は政治的なものとなるだろう。つまり、政治的範囲と通貨範囲とが一致しない制度は不安定となる運命にある。」(Milton Friedman, 2001)

「変動為替相場は各国の適切な金融政策を可能にする。統一通貨の下ではそれは不可能だ。それに代わる調整メカニズムは国内価格や賃金の変化、人口や資本の移動になる。それらは国毎に異なる文化的相違や広範な政府

(5) Friedman, Milton and Mundell, Robert, (2001)

規制等のために大きく制約されている。もしそれ以外に十分な柔軟性があれば、あるいは、ユーロが大きな弾力性をもたらすなら、ユーロは繁栄するだろう。もしそうでなければ、私はそうなると思うが、時間と共にユーロ参加国では時期がズレつつショックが続いて、経済的困難が生じるだろう。各国はそれぞれに異なる政治圧力を受けて各国間には政治的対立が生まれ、欧州中央銀行はそれから逃れることができない。」（Milton Friedman, 2001）

「私とボブ（マンデル）との違いは、私が以前ユーロに対する私の悲観主義と彼の楽観主義と呼んだ立場を反映している。私達はユーロには歴史的先例がない点は合意している。私たちは、ユーロの成立は経済的ではなく政治的考慮によって達成された点、つまり、それはより大きな政治的統一—欧州合衆国の先駆け—をもたらし、それは欧州が辛酸をなめてきた戦争を不可能にするために役立つとの信念が根拠となっている点にも合意している。もしそれが成功すれば、政治的統合は金融と政治の領域の一致をもたらして、歴史的な偉業となるだろう。ユーロは果たして政治的統合に役立つだろうか。それが出来るのは、それが経済的に成功する場合だけに限られている、と私は信じている。もしそうでなければ、それは政治的統一をもたらすのではなく、政治的対立を生むだろう。」（Milton Friedman, 2001）

現在の状況を見て述べているような正確で詳細な予言である。

6. ユーロの将来

財政規律を守れない国に対する適切な制裁は市場での調達金利の上昇である。市場で資金調達の出来なくなった国はその圧力で緊縮財政を進めざるを得ない立場に追い込まれる。しかし、EFSF や ESM の設立はそのような国に対しても EU 全体での保証を与えることで調達した低金利の資金を貸出すために、市場からの圧力を避ける道を与えたことになる。特にユーロ債の発行による資金

調達は、高い格付けを持つドイツが高い金利を払い、格付けの低い GIIPS 諸国が本来より安い金利を負担する結果になり、富裕国の税金を使った富裕国から貧困国への実質的な移転が起こる。これは「代表権なきところに課税なし」との課税の大原則を破る動きに他ならない。特に、国債の場合は、たとえそれがデフォルトしても国が消滅するわけではない。デフォルトさせた場合には貸手が一方的に損失を被るので、貸手は貸出のリスケジュールを行うか、株式化するか、または債権放棄等の何らかの手段で支援を継続せざるを得ない。結局、貸出は形を変えて返済されないままになって債務は累積して行くことになる。これが1980年代の中南米のソブリン危機の教訓である。EU の場合は、貸手が一方的にドイツやフランスのような富裕国の金融機関であるため、実質的に富裕国から貧困国への移転が生ずることになる。移転をしないことが EU の原則であったにもかかわらず移転が生じざるを得ない状況が生じているのは、EU の根本原理に係わる大問題である。

財政政策の統合が必要であるという意見もあるが、それは財政に関する国家主権の放棄を意味する。国家の本質は徴税権とそれを配分する権利に他ならない。財政政策の統合はその放棄に等しいので、元々の EU の理念もそこまでは踏み込んでおらず、あくまでも EU は参加国の共同体に過ぎない。従って、財政政策の統合は不可能であり、それを追求すればよいとの主張は現実的ではなく、EMU を否定する立場と変わらない。

危機に対応してより強い監視体制や強制メカニズムが導入されたとしても、財政主権が各国にある以上効果的な構造改革が困難なことは EU に限ったことではない。IMF、OECD や世界銀行、AMRO など国際的監視機関は世界的に少なくないが、個別の国に対して効果的な改革を促進させた例は少ない。唯一、IMF がアジア金融危機の際にインドネシアに対して融資の条件として強制的な改革を迫った事例があるに過ぎないが、その場合にさえ、強制的な圧力は反発を招き、スハルト政権の崩壊につながった。その経験から、アジアや欧州などの各地域は IMF に頼らない独自の相互支援メカニズム、アジアでのチェン

マイニシアチブ（CMI, CMIM）や欧州における EFSF や ESM が成立した経緯がある。言い換えれば、政権崩壊を引き起こすような強い強制力を持たせない柔軟な対応を可能とする組織を独自に持つという動きに他ならない。それ故、EU においてガバナンスの強化が計られたとしても、どれ程実効性があるかは疑問が生ずる所であろう。

EU の格差問題の原因は貨幣的な問題でも負債の問題でもない。本質的には GIIPS 諸国の労働コストがドイツに比して25-30%割高となっているという実質的な点にあり、それが為替レートの変動によって解決されない以上、賃金の引き下げや福祉支出の縮小という痛みを伴う改革を進める他はない。それが国内の政治的理由によって実行出来なくなれば、格差問題は永続して富裕国からの移転は継続せざるを得ないことになる。つまり結局は、一人勝ち状態にあるドイツがどれだけ貧困国の支援を続けられるか、という問題に帰着することになる。

事実、現在 EU への参加を希望している国はトルコ等のように EU からの支援を期待している国ばかりであり、イギリスの様な富裕国の EMU 加盟の可能性は全くないのみならず、EU 自体からの離脱に関する国民投票が行われかねない状態にある。今から振り返れば、ユーロ導入議論の際にイギリスから提案された Hard Ecu、一各国通貨に代替するのではなく各国通貨と並行して流通する新通貨を発行し、利用者が自由に選択した通貨を利用できる制度一、が最適の選択だったことになるが、今となってはもう手遅れである。考えられる可能性は、監視・強制メカニズムを強化し、基準を守れない国には EU からの支援を打ち切ることで EMU からの離脱を強制することであろう。あるいは、当面は現在のような支援を継続できてもこの傾向が継続すれば、いずれはドイツが EMU を離脱する可能性も否定できない。なぜなら、それがドイツにとっては他国支援のコストを削減する手段となるからである。現在の所、それよりもドイツの EMU 離脱によって大幅なユーロ価値の下落による金融機関の損失や、ドイツの通貨高による輸出減少による損失の方が遙かに大きいというに過ぎな

い。金融機関が時間を掛けて対外債務を削減し、EMU 離脱のコストが十分に低下した段階ではあり得ないシナリオではないであろう。

危機の誘因は、収斂基準を守れなかった国の参加を認めたり、厳格な監視・強制メカニズムを持たなかったことであるが、主権国家でも困難なこのような課題が共同体である EU で解決できるとは考え難い。危機が生じたから今度は新たな監視・強制メカニズムが機能するだろうとの期待は、その強制を受け入れる主体がその時の各国政府ではなくそれを選挙で選ぶ国民である点を考慮すれば、現実性に乏しいように思われる。欧州内の戦争を永遠に避けるためという政治的プロジェクトであるため近い将来の EMU 崩壊は考え難いが、長期的には崩壊の可能性を排除できないであろう。

EU や ECB が危機の生じた国への支援を続けることで当面の危機は沈静化するであろう。だが、それらの国の財政危機の解決は遅々として進まず、何度も危機を繰り返してその度に支援の必要な資金は次第に累積していくことになる。それらが完全に返済されることは現実的には困難と考えておかななくてはならず、ユーロ債発行による低金利での融資という形で実質的には EU が禁じてきた移転が生じている。一方で、支援資金の調達と貸出は金融市場の規模を拡大させ収益拡大につながるため、市場は EU への資金供給に応ずるであろう。

しかし重要なのは、現実にユーロが崩壊するかどうかよりも、将来のユーロ崩壊の可能性そのものが現在の市場の行動を変化させていると云う点である。現在でも既に銀行は周辺国への貸出を縮小し、海外の投資家も EU への投資を控える動きも生まれている。そのような動き自体が EU 経済の成長を抑制する要因となる。少なくとも近い将来においては EU の困難は継続し、成長率は低迷を続けると考えておくべきであろう。ユーロ危機の根本的な解決には、EMU が将来とも安定的に維持されるとの市場の信頼を得られる方策が必要である。EMU の維持のためには結局、ドイツが貧困国への移転を容認する他は

(6) Martin Hessem, (2012)

ない。この問題を巡っては長い政治的対立が続くだろう。例え EU が一国になったとしても戦争とは結局の所経済的利益の奪い合いであるから、内戦の可能性が排除出来るわけではないからである。

7. おわりに：アジアへの教訓と地域機軸通貨としての円

ユーロ導入がもたらした欠陥の本質は、統一通貨の導入によって為替レートの変動を通じた国家間競争を消滅させた点にある。国内生産物の競争力が低下しても為替レートが変化しない以上競争力の劣った国にそれを強化しようとする誘因が生じないし、金融政策も為替政策も使えない中では強化する手段も賃金引き下げのような実物的な対応しかないため難しく、各国の競争力格差は自ずから拡大せざるを得ない。競争のない世界では不可避免的にモラルハザードが発生して、ユーロ圏全体の効率性は低下せざるを得ない。

歴史的な大実験として始められたユーロの導入は10年の経験を経て、大きな経済的利益を追求すると云う意味では失敗であったことが明らかになった。ユーロ導入後の EU 経済の動向は Milton Friedman がその導入前に予言した内容と寸分違わない。一方で、Robert Mundell⁽⁷⁾ が望んだような、世界中で統一通貨を導入する地域が続く可能性は消滅したと言って良い。欧州以上に経済格差や文化の相違が大きく、戦争回避という強い政治的動機もないアジア地域における共通通貨の導入は遠い将来を含めてあり得ない、と云う事実が明らかになったのがアジアにとってのユーロ危機の教訓である。

そうなると、各国通貨間での決済システムの整備が重要な課題となる。現在のアジアでの国際間決済は依然としてドル経由で行われている。アジアの成長に伴い、アジア域内で域内通貨を使ったより安価な決済システムへのニーズが生ずるのは自然な流れである。アジア域内でドルに代わる決済通貨になり得るのは、人民元が国際化されていない以上、円しか考えられない。円がアジア地

(7) Friedman, Milton and Mundell, Robert, (2001)

域における国際通貨として利用されることは、日本経済にとっても大きなメリットになるであろう。一方、人民元は世界的な銀聯カードの普及や人民元の交換性拡大等、国家戦略としてアジア地域の機軸通貨としての地位を狙った動きを着実に進めている。残念ながら日本には、このような国際通貨制度の世界的動向を睨んだ国家戦略の推進体制が欠けているように思われる。国際通貨制度に係わる諸問題は、官民の密接な協力がなければ進展し難い課題である。日本も官民一体となったアジアにおける国際通貨戦略を推進すべき時に来ていると思われる。

参 考 文 献

- Bagus, Philip, (2012), "The Eurozone: A moral-Hazard Morass." *Mises Daily*, April 17.
- Eichengreen, Barry and Tamin Bayoumi, (1997), "Shocking Aspects of European Monetary Unification," in Eichengreen, ed. *European Monetary Unification: Theory Practice, and Analysis*, The MIT Press, Cambridge Mass.
- Feldstein, Martin, (1997), "EMU and International Conflict," *Foreign Affairs*, (November/December).
- Feldstein, Martin, (2011), *The Euro and European Economic Conditions*, NBER Working Paper, No. 17,617, November.
- Feldstein, Martin, (2012), *ZEIT Online*, Feb. 23, 2012)
- Friedman, Milton and Mundell, Robert, (2001), "One World, One Money?" *Options Politiques*, May, Institute for Research for Public Policy.
- Issing, Otmar, (2011), "The Crisis of European Monetary Union – Lessons to be Drawn," *Journal of Policy Modeling*.
- Kornblum, John, (2011), "Without the euro, would Europe have turned to war?" *The Washington Post*, September 24.
- Martin Hessem, (2012), "Investors Prepare for Euro Collapse", *Spiegel Online*, Aug. 13, 2012.
- Martino, Antonio, (2008), "Milton Friedman and the Euro," *Cato Journal*, Vol. 28, No. 2, (Spring/Summer).