

分析レポート

海外経済金融

通貨ユーロを巡る構造的な問題点

～ 財政分権主義と単一通貨・金融政策について～

山口 勝義

はじめに

単一通貨・単一金融政策を採用しているユーロ通貨圏では、一方で財政政策については各国の主権を維持している。今般の欧州におけるソブリン・リスクの発現に際しては、加盟各国の財政規律の遵守状況をモニタリングする監視メカニズムの実効性に課題があった点が指摘されたが、単一通貨・単一金融政策自体にも域内の経済を不安定化させる恐れのある根源的な問題点が内在している。

本稿では、これらのユーロ通貨圏の仕組み自体の中に織り込まれている問題点を通貨ユーロを巡る構造的な問題点として捉え、その考察を行うこととする。

各国による財政分権主義の問題点

EUでは、加盟国が通貨ユーロ導入の承認を受けるに先立って満たすべき経済状況にかかる収斂基準を有している^(注1)。また導入後においても、特に財政赤字については上記収斂基準と同様の次の水準をそのモニタリング基準として置き、加盟国に対し遵守を求めている^(注2)。

対 GDP 比 3%以内の財政赤字

(注1) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 140(1) およびこれに付随する Protocol No.13 において、消費者物価上昇率、財政赤字、為替変動、長期金利変動について、それぞれ収斂基準を設定している。

(注2) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 126(1)・(2) およびこれに付随する Protocol No.12 において規定している。また “The Stability and Growth Pact” により、対 GDP 比 3%以内の財政赤字基準への抵触をトリガーとする警告、制裁等の措置について規定している。

対 GDP 比 60%以内の政府債務残高

しかしながら、本基準、^(注3) については、仮に抵触する事実が認められたとしても一時的な抵触と判断されたり、あるいは明らかな改善傾向が認められたりする場合には抵触が容認されることや、抵触時の警告、制裁等の運用について厳格性を欠いていることなど、加盟各国の財政規律の遵守状況をモニタリングする相互監視の仕組みが実効的に機能していなかった点が問題点として指摘された。

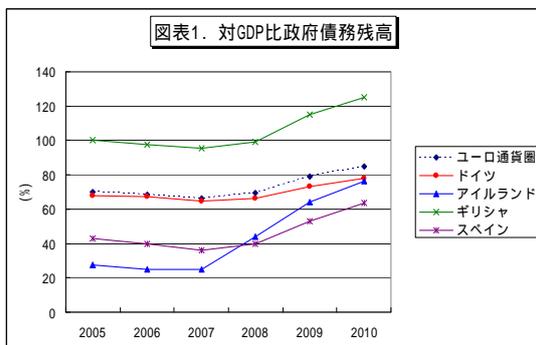
これに対してはタスクフォースによる改革案の検討^(注3)が進捗し、現時点でEU加盟国の中期財政計画にかかる評価制度(いわゆる“European Semester”)の2011年からの導入が決定されているほか、今後警告、制裁制度のあり方等についても協議が行なわれる予定であるが、次の点に留意が必要であると考えられる。

まず、EUの歴史においては、ハイパーインフレの経験からインフレのコントロールを最重視するドイツと、むしろ雇用や経済成長政策を重視するフランスとの意見の対立がしばしば見られてきたが、本財政規律の基準もドイツ・フランス間の妥協の産物と言われている。また、前記の中期財政計画にかかる評価制度の導入においては、英国の「予算編成は各国の権限」との意見を踏まえ、評価の対象を予算案そのものではなく中期財政計画

(注3) European Commission (2010/6), “Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs Tools for stronger EU economic governance” を参照。

とした経緯がある。このように調整過程では各国の様々な思惑が絡むため、制度の実効性確保については引続き EU 内の調整推移を見守る必要がある。

一方、米国サブプライムローン問題以降の市場混乱や欧州ソブリン・リスク問題が継続する中で各国の財政負担が増加している現下の環境を考慮すれば（図表 1. 参照）新たな制度の導入後も、本来求められる基準の遵守自体は諸環境の落ち着きを待った後の中期的な課題とならざるを得ないと見られる。むしろ、ギリシャに対する支援の見返りとしての財政再建計画が、対 GDP 比財政赤字比率を 2014 年には 3% 以内に回復することを求めるなどかなり厳格な内容となっていることから、計画期間中に進捗が頓挫しかねない点に留意が必要であろう。



(出所) Datastream のデータから農中総研作成

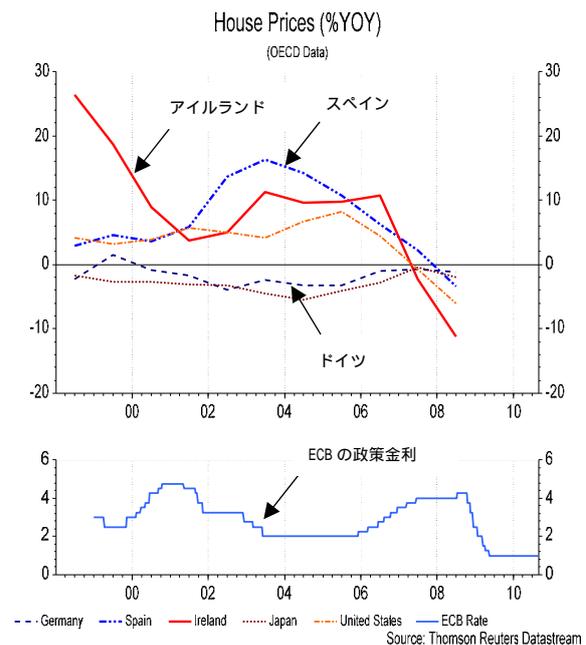
単一通貨・単一金融政策の問題点

一般に国際金融の理論では、通貨統合域内で起こる経済的ショックが「対称」（域内で均質的）であれば単一通貨導入のメリットが大きい、現実には域内で経済構造が違う以上ショックは「非対称」なものとなり得るが、その際には、非対称なショックの影響を緩和する調整機能として、域内での労働力の高移動性や賃金の弾力性等の確保が重要である、とし

ている。

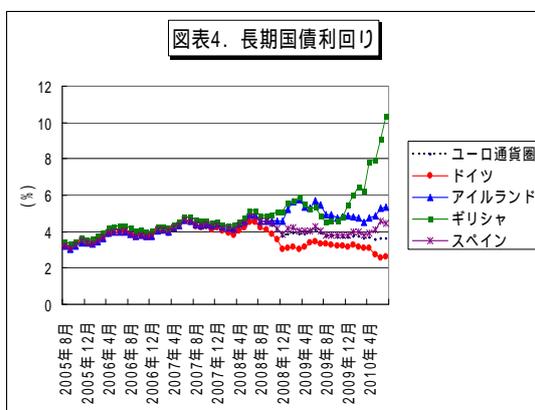
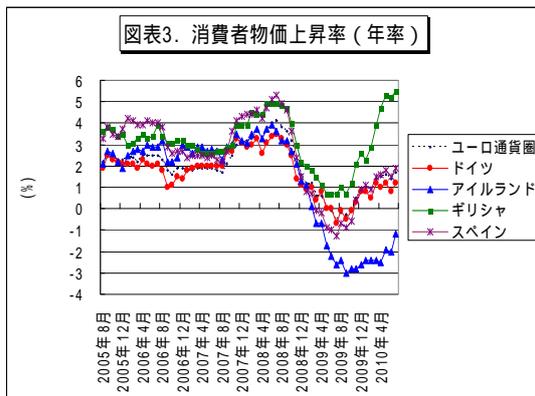
このため、通貨変動による調整機能を放棄し、かつ単一金融政策を採るユーロ通貨圏においては、域内の経済的ショックを極力「対称」なものとするために、各国間のマクロ経済の収斂（コンバージェンス）を図ることがまず重要な前提条件となる。これが不十分な場合には、単一金融政策のもと、域内で様々な経済的な不均衡が生じる恐れがあるわけで、実際に 2000 年代に認められたスペインやアイルランドでの不動産バブルの発生の一方便のドイツにおける経済の低成長は、そのひとつの実例と言うことができる。

図表 2. ECB の政策金利（下図）と住宅価格（前年比上昇率）（上図）



これは、図表 2. で見られるとおり、米国 IT バブル崩壊の影響が欧州経済に波及し、欧州中央銀行（ECB）が政策金利を引き下げた 2000 年代前半には、スペインやアイルランドにおいて住宅価格の上昇が顕著になっている一方で、ドイツにおいては前年比マイナスで推移しているこ

とに現れている。スペインやアイルランドでは、その後 2000 年代後半に住宅バブルが崩壊し、現在に至るまで両国経済を圧迫する大きな影響を及ぼしている。これは、単一金融政策のもとで、物価上昇率の差により域内で実質金利に格差が生じ、資金需要や投資機会の大きな地域に一方的に資金が流れやすいなどの問題点のひとつの顕在化であると考えられる。



（出所）Datastream のデータから農中総研作成

こうした不均衡の発生を防止するため、ユーロ通貨圏においては上記のとおり消費者物価上昇率、財政赤字、長期金利変動等について収斂基準を有するものの、最近の状況を見ると、例えば図表3. および4. のとおり、特に 2009 年以降、逆に各国間でこれらが拡散する傾向（ダイバージェンス）が顕著になっている。こうした状況は、単一金融政策に伴う経

済不均衡発生 of 潜在的なリスクが以前にも増して高まっている現われとも考えられ、今後の推移に注意が必要である。

また以上に加え、ユーロ通貨圏は 1999 年 1 月に 11 カ国で始動して以降、2001 年にギリシャ、2007 年にスロベニア、2008 年にマルタ、キプロス、2009 年にスロバキアがそれぞれ通貨ユーロを導入し現在では 16 カ国に拡大しており、さらに 9 カ国が今後の導入候補国として位置付けられている（注4）。これらの結果、ユーロ導入国の多様性がいっそう高まる中で、導入国間のマクロ経済にかかる収斂の確保・維持の困難性がますます高まっていくことが考えられる。

まとめ

本稿で取り上げた通貨ユーロの構造的な問題点を含め欧州経済・市場を取り巻くリスクを改めて整理すると、図表5. のように大変複合的なものとなっている。

こうしたリスクに対処するため、ユーロ通貨圏としては、域内での財政支援の仕組みの整備や労働力の移動性向上等の幅広い対応が必要となろうが、これらはいずれも短期間での調整は困難な課題である。また、想定されるリスクは相互に関連し合い、いっそうその困難性を高めている。このため、今後、ギリシャの財政再建計画の頓挫・国債の償還条件変更、他の周辺国への問題の感染等が現実化し、改めて市場が波乱含みの展開になる可能性がある点を踏まえておく必要があるものと考えられる。（2010 年 9 月 22 日現在）

（注4）通貨ユーロ導入候補国は ECB “Convergence Report, May 2010” による。なお、EU 加盟国については、現時点で 27 カ国であり、4 カ国が今後の加盟候補に上がっている。

リスクの所在		説明
ギリシャ等周辺国の財政問題	EU・IMF ギリシャ支援策（総額 1,100 億ユーロ）の機能不全	ギリシャは 3 年間（2010～2013 年）市場調達に必要なし。EU・IMF 協調下で、この間の機能不全のリスクは限定的と見られる。
	EU・IMF 「欧州金融安定メカニズム」（7,500 億ユーロ）の機能不全	3 年間（2010～2013 年）の制度存続を想定している。EU・IMF 協調下で、この間の機能不全のリスクは限定的と見られる。
	財政再建計画の厳格性	ギリシャの財政再建計画は、2014 年には対 GDP 比財政赤字を 3% 以内とするなどの厳しい内容。途中で頓挫するリスクがある。
	経済成長の鈍化	緊縮財政が経済成長を鈍化させ、それがまた財政再建計画進捗を阻害するスパイラル的なリスクがある。
	ギリシャから他国への「感染（コンテイジョン）」	他周辺国の国債消化難や、これら国債を大量に保有するフランス、ドイツ等の金融機関の経営体圧迫等のリスクがある。
金融機関の自己資本・流動性等	周辺国国債の減価	金融機関の経営体力を弱め景気回復を阻害、また金融機関への公的支援で財政負担が増加し財政再建を困難とするリスクがある。
	ストレステスト後の市場での増資不能	公的資金による支援制度に依存した場合、財政負担増へ波及し財政再建を困難とするリスクがある。
	資金繰りの困難化	ECB による流動性供与策は有効に機能。総体としてインフレ懸念は顕在化しておらず政策継続余地あり。足元リスクは限定的。
	リスクアセット削減インセンティブの高まり	金融機関の仲介機能が低減することで景気回復を阻害し、財政再建を困難にするリスクがある。
	不動産バブル崩壊に伴う金融機関経営難（アイルランド、スペイン等）	中期的に金融機関の経営を圧迫し、景気回復を阻害。また、財政負担増へ波及し財政再建を困難とするリスクがある。
通貨ユーロの構造的な問題	財政分権主義	新たな仕組みを検討・構築中。その実効性は要注視。ただし基準の遵守自体は中期的な課題に。
	単一通貨・金融政策	最近格差拡大傾向が顕著。しかも、ユーロ通貨圏の加盟国拡大に伴い、収斂の確保・維持がますます困難になるリスクがある。
コア国の経済情勢	ドイツ等コア国の緊縮財政による景気下押し	周辺国のみならずコア国も財政改革を進めざるを得ない状況にあり、EU 域内の経済を下押しするリスクがある。
外部環境	米中をはじめとした世界経済減速	EU 域内の経済情勢に悪影響を与え、結果的に財政再建を困難にするリスクがある。
	BIS 等の金融規制強化	Basel III は 2013 年から段階適用後 2019 年に全面移行で相応の準備期間があるものの、金融機関のリスクテイクは保守的に。

（出所）農中総研作成

想定される
リスクの波
及経路



図表 5. 欧州経済・市場を取り巻くリスク

本稿

