

南欧ユーロ危機諸国の国際収支危機の独自性について

——ユーロ圏における国際収支と対外債務問題をめぐって——

田 中 素 香

はじめに——ユーロ危機における国際収支危機の問題性

I 「共通通貨圏に国際収支危機は起きない」という認識とユーロ制度の法

II ユーロ圏における国際収支危機の独自性

III 内需崩壊と公的資本流入——債務の返済について

おわりに

はじめに——ユーロ危機における国際収支危機の問題性

2010年春にギリシャで勃発し、やがてユーロ圏全体を捉えたユーロ危機は、「欧州債務危機」と呼ばれており、南欧諸国の政府債務危機という認識が一般的である。しかし、それら諸国の国債を大量に購入していた欧州の大銀行が国債価格暴落によって危機に陥り、政府債務危機と銀行危機が絡み合っただけでユーロ危機が深刻化した。公式にも、2012年6月末のユーロ圏首脳会議の合意文書は、「ソブリン（危機）と銀行（危機）の悪循環の阻止が至上命令」と述べている。

もう一つ、国際収支危機に類似した特徴も見える。ユーロ危機の震源地となったいわゆる PIGS 諸国、つまりポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペインはユーロ圏の「リージョナル・インバランス」、つまり西欧諸国の経常収支黒字と南欧諸国の経常収支赤字の累積的増大、の赤字側の国であった¹⁾。これらの国では2005年頃から経常収支赤字が急激に拡大し、2007年にはいずれの国も GDP 比で10%を超えた。ギリシャは16%にも達した。

1997年東アジア通貨危機で最初に通貨危機に陥ったタイでは96年の経常収支赤字は約7%であり、当時7%は開発途上国が通貨危機に陥る「危機ライン」といわれたのだが、PIGS 諸国はその水準を遥かに超えていた。その経常収支赤字をファイナンスしていたのは、西欧諸国からの大規模な資本流入であった。危機前の外資流入とバブル膨張、そしてバブル破裂と外資の逆流出、こ

1) リージョナル・インバランスとはユーロ導入後、ユーロ圏の西欧諸国（ドイツ、オランダ、フィンランド、ルクセンブルク）が経常収支黒字国、PIGS が経常収支赤字国となり、その黒字・赤字が2008年まで顕著に拡大した現象を指す。拙著 [2010] 185ページを参照されたい。

れは典型的な国際収支危機に見える。

そうした特徴を重視すると、ユーロ危機の本質を、「ユーロ圏内の国際収支危機（あるいはその不均衡の累積である対外債務危機）」と捉える主張になる。

だが、そうした理解にはいくつか問題がある。まず第1に、ユーロ圏に国際収支危機は生じなかった。PIGS 諸国は経常収支大幅赤字の下で民間資本の大流出に見舞われたが、公的資本の流入によって国際収支危機は起きなかった。だから、ユーロ危機の本質を国際収支危機と見る主張は誤りである。このようにいうと、当然のことながら、国際収支危機が起きなかった事実とその理由の検証が必要になる。

第2に、しかしながら、PIGS 諸国政府の対外債務危機は起きた。今日ギリシャ政府が3000億ユーロを超える対外債務に悩まされているのを見れば、このことに疑いはない。国際収支危機は起きなかったのに、対外債務危機は起きている。そのメカニズムは何だったのだろうか。

第3に、ユーロ圏と国際収支危機との関連には、独自の問題性がある。1970年のウェルナー報告以来「単一通貨圏に国際収支危機は起きない」という認識がEUの常識となっており、それはEU通貨統合の法（現行はEU運営条約）にも影響していた。この関連について、「国際収支危機」説は明確に認識していないと感ぜられる。

したがって、ユーロ危機を安易に国際収支危機と結びつけるわけにはいかない。これまでの独立した諸国に適用されるのと同列の分析をユーロ圏は受け付けないのである。分析者は、共通通貨圏に特有の危機の起き方を慎重に分類し、その特有性を見定めなければならない。

本稿は、ユーロ危機の本質を国際収支危機に見る主張を批判しながら、関連する論点を明らかにしていくことを目標としている。

Iでは、「共通通貨圏に国際収支危機は起きない」という1970年以後のEUの「常識」について説明し、それがユーロ制度の財政非支援制度（EU運営条約第125条）を作り出し、ユーロ危機を激化させる悪影響を及ぼしたことを検証する。IIでは「国際収支危機＝ユーロ危機の本質」論の誤りを実証し、次いで、国際収支危機が起きなかったにもかかわらず、南欧諸国政府の対外債務危機が起きた理由を説明する。IIIでは、政府債務危機に対する無策の制度（ノンシステム）への修正として、ESM（欧州安定メカニズム）がEU運営条約第136項への追加条項として形成され、OMTとともに、ソブリン危機への「最後の貸し手」機能を発揮することを明らかにする。

米英両国はリーマン危機の震源地でありながら、金融パニックを2008年末頃までにほぼ処理して、2009年第2四半期ないし同年後半から景気回復へと向かったのと対照的に、ユーロ圏では2009年末のギリシャの財政赤字粉飾問題から金融危機が再展開し、2012年秋のOMT（ECBの国債無制限購入措置）採択まで、3年近くも危機が続いた。この格差が、ユーロ圏の危機対策の拙劣さを表している。本稿はその理由の一端の解明に資することになる。併せて、ユーロ危機本質論にも貢献できるであろう。

I 「共通通貨圏に国際収支危機は起きない」という認識とユーロ制度の法

I-1 ヨーロッパにおける「共通通貨圏の国際収支危機」の伝統的認識

EC/EUでは、単一通貨圏には国際収支危機は起きないという認識が伝統的に常識となっていた。ECにおける最初の総合的な通貨統合報告書（当時のEC6カ国政府・中央銀行のエキスパートによる報告書）である「ウェルナー報告」（1970年）は次のように述べる。

通貨同盟においては、外の世界に対する共同体（ECを指す一引用者）全体の国際収支のみが意義を持つ。共同体内部の均衡はちょうど一つの国民国家内部と同じように、生産要素の移動と民間及び公共の金融的移転によって保障されなければならない。

共通通貨圏は一つの国民国家と同じである。共通通貨圏において、いまや地域となった諸国間の国際収支均衡はその内部での生産要素（資本と労働力）の移動、および民間・公共双方の資金移転によって、保障される、というのである。「共通通貨圏＝国民国家」視角と呼ぶことができる。

これと同じ認識は、今次のEU通貨同盟（＝ユーロ圏）の基礎となったドロール委員会報告（1989年）を受けて、欧州委員会が組織したエキスパート・グループによる報告書“*One Market, One Money*”（1990）においても繰り返された。

経済・通貨同盟（EMU）の主要な効果の一つは、国際関係において経験されるような仕方での国際収支制約が消滅することである。民間市場は存続可能な借り手すべてにファイナンスを行い、そして、貯蓄と投資のバランスはもはや国レベルでは制約とはならないのである。

「貯蓄と投資のバランス」とは、いわゆる「投資ギャップ」である。式で表現すると、

$$I - S = M - X \quad \text{①}$$

I：投資，S：貯蓄，M：輸入（財とサービス），X：輸出（同）。

たとえば、ユーロ圏のギリシャで、投資Iに対して貯蓄Sが不足すると、それは、経常収支赤字（M-X）となって現れる。しかし、通貨同盟の内部では生産要素は自由に移動するので、貯蓄過剰の国から貯蓄が流入し、赤字ファイナンスの問題は起きない。このような理解が示されている。

ドイツ連邦銀行もユーロ危機とユーロ圏諸国の国際収支の展開を検討した最近の資料において、次のように確認している。「為替相場リスクが除去された後には個々の国にもはや資金調達不足は起きないと信じられていたので、一国毎の国際収支を分析することさえ不必要と長い間みなさ

れていた。単一通貨地域は個々の国の国際収支危機の生起を防止すると思われていたのである²⁾。」

ウェルナー報告では国民国家モデル、1990年の報告書でもアメリカ合衆国やドイツのような連邦を共通通貨圏のモデルとして想定する方法がとられていた。それら連邦の内部では、州と州の間で多様な経済取引が行われ、決済されているが、州際収支問題や州際収支危機は生じていない。つまり、民間と公的の資金移転が、収支危機を防いでいる。その連想から、EU 通貨同盟にも国際収支問題は生じないと考えられたと解釈できる。

確かに、共通通貨圏における国際収支問題には判断を誤らせる要因が少なくない。まず第1に、ユーロ圏域内の経常収支に不均衡が生じてても、単一通貨圏諸国は共通の通貨を使っているので、外貨不足は生じないはずである。外貨準備が枯渇して通貨危機へと進むという、従来の国際収支危機の概念は共通通貨圏には当てはまらないと考えられる。第2に、共通通貨圏では為替相場はなくなっており、ユーロ圏構成国 A の通貨が構成国 B の通貨に足して下落することはあり得ない。つまり、新興国で起きるタイプの「国際収支危機から通貨危機へ」というタイプは考えられないはずである。

I-2 伝統的国際収支危機認識のユーロの法制度への影響

上述のような共通通貨圏における国際収支危機の認識はユーロの法と制度に影響を与えた。

現行のリスボン条約の EU 運営条約 (Treaty on Functioning of the European Union: TFEU) 第125条は、EU も個々の加盟国も、加盟国への財政的支援の義務を負うことはない、と規定している。「非救済条項 (あるいは財政支援禁止条項) non bail-out clause」と呼ばれていて、ユーロ加盟国の間の財政的連帯制を明確に否定している。

他方、同第143条では、ユーロ非加盟国が国際収支困難に陥った場合には、EU の中期金融支援 (MTFA) を用いて、当該国を救済する、とされている。MTFA の相互支援は、すでにローマ条約第108条に規定があり、1979年 EC が EMS (欧州通貨制度) をスタートさせる際に制度を拡充し、マーストリヒト条約では第109h 条となり、今日に引き継がれている。

問題は、ユーロ非加盟国には財政支援が行われると規定されているのに、ユーロ加盟国はなぜそこから排除されるような規定になっているのか、という点である。Marzinotto /Pisani-Ferry/ Sapir [2010, p. 5] は、通貨同盟を定めたマーストリヒト条約の交渉中に、この MTFA 条項は通貨同盟非加盟国にのみ当てはまるというように書き換えられた、つまり、通貨同盟加盟国は条項から排除された、と指摘している。この交渉時には「共通通貨圏に国際収支問題は起きない」ことは自明と考えられており、そうであれば、相互支援は必要ないと判断されたと、当時の諸資料から推論している。そして、上に引用したウェルナー報告の一文を掲載し、それ以後それが常識

2) Deutsche Bundesbank [2012], p.14.

となったと示唆している。Pisani-Ferry/Sapir/Wolff [2013] は、Ingram [1962] と上記の“One Market, One Money” からそれぞれ一文を引用して、やはりこの認識が自明と考えられていたと指摘している³⁾。

このため、リーマン・ショックの波及によってハンガリー、ラトビアなど東欧のユーロ非加盟国が2008年秋以降国際収支危機に陥った際には、直ちに第143条に基づいて、財政支援を受けたのに、2010年春のギリシャ危機の際には、支援の基盤となる法的根拠が基本条約になかった。そのため、支援制度の構築までに長時間を要し、その間に投資家の危機感が高まり、金融パニックが相次ぐ事態へと発展したのである。

I-3 危機5カ国への民間資本の流入と逆流出

1990年代の新興国の国際収支危機では、バブル&バスト・プロセスが展開した。新興国の好況期には、金融自由化・グローバル化によって活性化した外国資本が大規模に流入し、経常収支は大幅な赤字へと動く。やがてバブルが崩壊すると、外資流入は突然停止(“sudden stop”)ないし逆流出(逆流出とは流入した資本が逆転して流出することを指す)に転じる。経常収支赤字のファイナンスの支えは外れ、経常収支赤字と資本収支赤字のファイナンスは外貨準備にかかる。だが、膨大な額の資本が動くグローバル金融資本主義の時代である。わずかの外貨準備は使い果たされ、為替相場が暴落する通貨危機となる。国際収支危機、通貨危機はセットで生じる。

ユーロ圏のPIGS諸国についてもよく似たプロセスが展開した。2005年頃からリージョナル・インバランスが急拡大して、PIGS諸国の経常収支赤字は07年GDP比2桁へと膨れあがった。スペインとアイルランドは不動産ブーム、ギリシャは財政赤字とタイプが違っており、ポルトガルは財政赤字と民間の債務膨張の両方が作用していたが、いずれもバブル的内需拡大となり、経常収支赤字が膨張したのである。南欧でもイタリアはユーロ加盟後長期経済停滞に陥り、経常収支赤字は小規模であった。

PIGSの赤字をファイナンスしたのは民間資本流入であった。ドイツ、フランス、オランダ、ベルギー、オーストリア、ユーロ圏外のイギリスが主要な貸し手であった。イギリスの主要な貸出先はアイルランドであったが、南欧諸国にも、上記のユーロ圏諸国ほどではないが、プレゼンスはあった。上記のユーロ圏5カ国の銀行がPIGSにイタリアを加えた南欧5カ国に行った与信(貸付と投資など)の残高を見てみよう⁴⁾。総額は1999年末から08年のピークまでに約3倍に増加、とりわけ2005年以降の伸びが著しい[図1参照]。それはユーロ圏のリージョナル・インバランスの

3) Pisani-Ferry, Jean/Andre Sapir/Guntram Wolff [2013], p.8.

4) 図1の「L」はリーマン危機(リーマン・ショックの波及によるグローバル金融危機)、「1・2・3」はユーロ危機の第1波から第3波を示している。ユーロ危機の三つの波については、拙稿[2014a]を参照。なお、この統計はBISの「最終リスクベース」のデータであって、上記貸し手の5カ国の銀行が借