

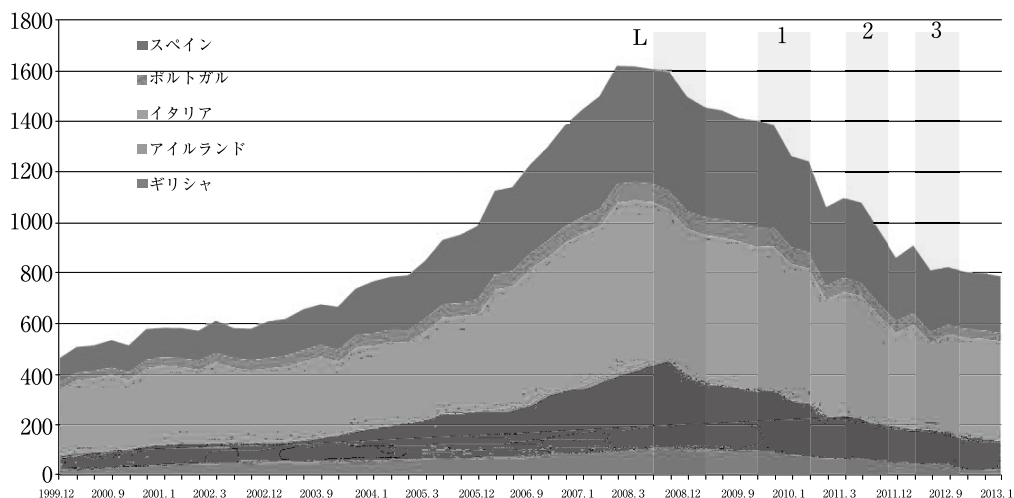
赤字国の経常収支赤字をファイナンスしたと同時に、バブルを煽る効果ももっていた。

2007年 PIGS の経常収支赤字が GDP 比 2 桁に達した際にも、マクロ経済不均衡の監視役の欧州委員会に危機感を読み取れない。欧州委員会はギリシャの高成長、したがって、西欧諸国に対するキャッチアップを称賛していたのである。国際収支危機の監視と警告を仕事とする IMF から、ユーロ導入の1999年から2009年の間に、ユーロ圏諸国の国際収支危機の可能性が指摘されたことはなかった⁵⁾。ウェルナー報告以来の、共通通貨圏に国際収支問題は生じないとの認識は、ヨーロッパだけでなく、国際機関の判断にも影響していたと考えることができる。

図1を注意深く見てみると、不動産バブルの崩壊したアイルランド、スペインからの資本流出はリーマン・ショックの頃から起きたが、他の3カ国の減少は小さい。後掲図3では、アイルランドを除く4カ国で、民間資本はリーマン・ショック後も流入超過であり、ユーロ危機が始まってようやく大規模流出に転じた。これから判断すると、民間の投資家も、「共通通貨圏に国際収支危機は起きない」という「常識」を受け入れていたのかもしれない。

図1 ユーロ圏コア5カ国から危機5カ国への資本流入・流出残高

(単位：10億ユーロ)



[注] Lはリーマン危機、1・2・3はユーロ危機の第1・2・3波。

[出所] Daniel Gros [2013] The European Banking Disunion, CEPS Commentary, Nov. 2013.

り手5カ国の債務者に対して保有する資産額を示している、5カ国への流入額とはズレがある。たとえば、フランスの大銀行がイタリアの銀行を買収して、その資産を傘下に収めると、その資産額はフランス大銀行がイタリアに保有する資産（最終的にリスクを負うのはフランス大銀行）ということになり、図1の資本流入額にカウントされる。イギリス大銀行のスペイン支店がスペインで貸出を増やすと、債権増にカウントされる。その意味で、図1はクロスボーダーの資本流入を超える資産増加をも示している。

5) Pisani-Ferry, Jean/Andre Sapir/Guntram Wolff [2013], p.10.

そのようにして始まったバスト・プロセスは金融パニック型のユーロ危機が終了した2012年秋まで続いた。この民間資本の動きを見ると、ユーロ圏にも国際収支危機が起きて当然のように見える。

II ユーロ圏における国際収支危機の独自性

II-1 ユーロ危機の本質は「伝統的な対外債務危機」なのか

ユーロ危機においてもっとも著しいダメージを受けたいわゆる PIGS 諸国が経常収支赤字の継続とその累積による対外債務ポジションの悪化に陥ったのは間違いない。図1に示すように、西欧ユーロ圏諸国との間で、バブル&バスト・プロセスが展開した。

木村秀史 [2013] はそこにユーロ危機の「本質」を見ている。

「欧州債務危機は、一般的には南欧諸国の財政危機のレベルで理解されることが多いが、その本質は域内経常収支不均衡とそれに伴う対外債務危機である。」(42ページ)

「今般の欧州債務危機は、たとえ単一の通貨の下で生じている問題であっても伝統的な対外債務危機となんら変わるところがないからである。ユーロ圏の金融政策は ECB に集約されており、各国に金融政策の裁量の余地はない。このため、ユーロ圏の各国のレベルでは最後の貸し手が存在しないため、国内に必要な資金が調達できない場合は最終的に外国部門からの借りに依存するしかない。したがって、共通通貨ユーロが各国にとって自国通貨でありながらも、最終的な調達を外国部門に依存しなければならないので、外貨借入による対外債務の増加と大差はない。」(35ページ)

だが、ユーロ危機が「伝統的な対外債務危機となんら変わるところはない」とはいえないであろう。伝統的な対外債務危機と大きく異なる点を2点挙げることができる。

第1に、伝統的な対外債務危機では、危機が勃発すると流入していた外国資本は急激に逆流出に転じるので、資本収支は大幅赤字となり、危機以前からの経常収支赤字と重合して、危機国は急性の国際収支危機に襲われる。国際収支は、 $\text{経常収支} + \text{資本収支} = \text{ゼロ}$ という恒等式が当てはまるので、資本収支赤字が継続すれば、それを埋め合わせるために、経常収支は急激に黒字化しなければならない。それは何よりも輸入の激減、したがって生産の激減、つまり急性の GDP 縮小(経済危機)となる。外貨準備が枯渇すれば、通貨は暴落する。

東アジア通貨・金融・経済の際のタイをとろう。危機前年の96年タイの経常収支赤字は GDP 比 7.9%、資本収支黒字が同じく 8%であったが、97年7月パーツが暴落し、翌98年には資本流出により資本収支は GDP 比10%の赤字に転じた。2年間で18%ものスイングによって銀行システムは

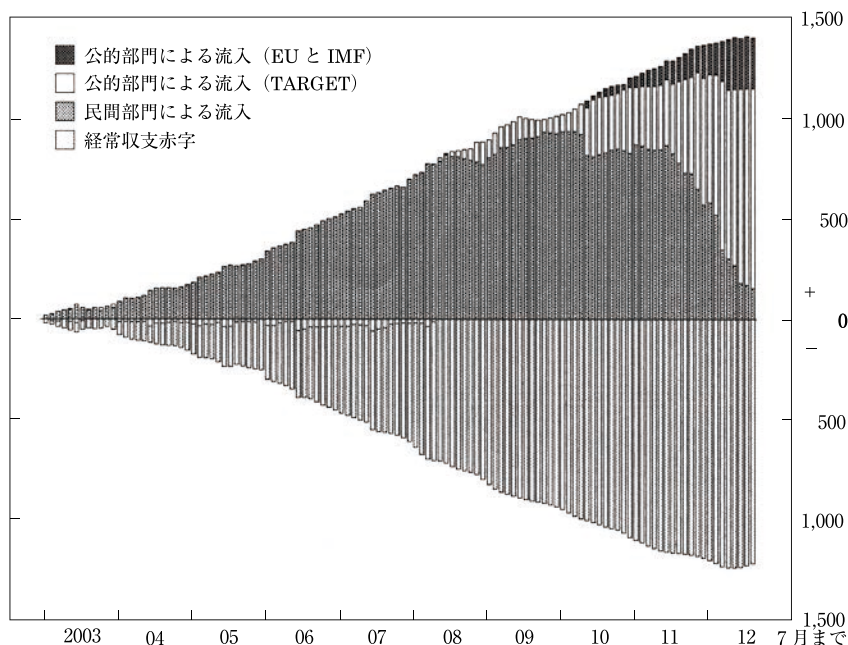
崩壊、98年タイの GDP は10.8%も下落した。同年内需は前年比23.8%下落、この内需の崩壊による輸入の急減を通じて経常収支は GDP 比12.8%の黒字になった。吉富勝（[2003]、57ページ）はそれを「経常収支の暴力的黒字化」と命名した。EU でもユーロ未加盟のラトビアは同種の「暴力的調整」を経験した。バブル破裂の2007年、経常収支赤字22.3%から09年黒字8.6%へ30.9%の swings が生じた。08、09年を合計すると、GDP 下落は20%を超えた。

ところが、PIIGS 諸国ではそうした経常収支の「暴力的黒字化」は見られない。スペインを見ると、経常収支赤字（GDP 比）は、07年10.0%、08年9.6%、09年はリーマン危機（グローバル金融危機）の影響もあり4.8%へ半減したが、10年4.4%、11年3.7%、12年0.9%であった。「伝統的な対外債務危機」とまったく違っているのである。

第2に、ユーロ圏では「伝統的な対外債務危機」と対照的に、公的資本の流入が決定的な役割を果たした。PIIGS 5カ国を総合した経常収支と資本収支の推移（累積値、残高）を見てみよう。2003年を起点として経常収支赤字（図2の下側）は増大を続けたが、リーマン危機・ユーロ危機の間にも赤字は微増している。タイとのあまりに対照的な展開が明らかである。なぜそのような展開が可能だったのか。

図2の上半分の資本収支の累積値（流入資本残高）にその理由が示されている。03年から08年ま

図2 危機5カ国への資本流入残高



- [注] (1) 危機5カ国は、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン。
 (2) データは2012年7月まで。
 (3) 「公的部門による流入 (TARGET)」は公的部門フローの資本勘定のネットの値。

[出所] 中央統計局、欧州委員会、IMF、各国中央銀行統計からイングランド銀行が計算。

で南欧危機5カ国へ流入・累積した民間資本はほぼ9000億ユーロ、それが08年から流出に転じた。リーマン危機時の流出は緩やかだが、11年後半から流出は急激となった。にもかかわらず、公的部門による資金 (EU・ユーロ圏・IMFの財政支援と TARGET) が流入し、民間資本の流出をカバーして、危機国の経常収支赤字 (図の下部に表示) の継続を可能にしたのである (図2)。

トロイカの財政支援 (いわゆる「プログラム支援」) は3つの小国に向かったが、TARGET を通じる公的資本は危機国すべてに流入し (ポルトガルにはリーマン・ショック以前から流入)、量的にも非常に大きかった。

TARGET (ターゲット) はユーロ圏の決済システムである。その決済システムは民間、各国中央銀行、ECBの3次元構成になっている。民間資金が流出した国の中央銀行はECBに対して債務 (ターゲット債務) をもち、資金流入国の中央銀行はECBに対する同額の債権 (ターゲット債権) をもつ。ユーロ圏全体ではプラスマイナス・ゼロになるが、国別に見ると、TARGET バランス (TB) となる。ユーロ危機の中でターゲット債権・債務ともに急膨張したが、ピークの2012年8月には最大の資金流入先となったドイツの中央銀行 (ドイツ連邦銀行) の対ECB債権は約7500億ユーロ、PIIGS 諸国はいずれもターゲット債務を累積していた。最大のスペインの中央銀行は4500億ユーロを抱えていた⁶⁾。

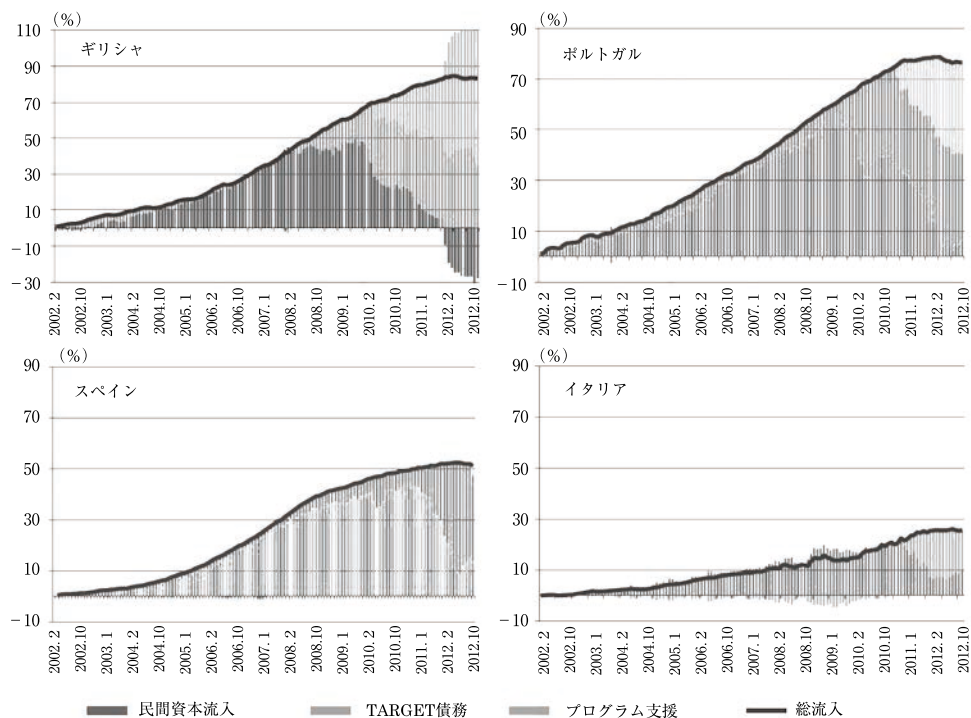
国際収支全体では、資本収支+経常収支=ゼロとなり、普通の国では、たとえば上述したタイのように、民間資本流出による資本収支赤字に対応して、経常収支が黒字化しないといけない。ところが、ユーロ圏諸国では、民間資本の流出 (赤字) をカバーして公的資本の流入 (黒字) があるので、リーマン危機後も資本流入総額は増加し、ユーロ危機の激化した2012年もほぼ横ばいであった。民間資本収支赤字を公的資本収支黒字がカバーする構造である。これは伝統的な対外債務危機とは決定的に違っている。

経常収支赤字化があまり顕著でなかったアイルランドを除くPIIGS 4カ国の資本流出の推移を見てみよう (図3)。ギリシャとポルトガルではターゲットと並んでプログラム支援の流入が大きい。ギリシャでは2012年ユーロ圏離脱を懸念した預金の大規模流出が起きたが、ギリシャへの第2次支援が発動されて、資本流入額はほぼ横ばいとなった。つまり、ギリシャの経常収支の調整は起きないで済んだのである。スペインは2012年末までターゲット債務の増大で資本流入額を持ちこたえている。結局、2012年12月の370億ユーロのESMからの銀行資本注入支援のみで危機を乗り切った。イタリアはリーマン危機による民間資本流出はわずかだったが、11年8月以降ユーロ危機に巻き込まれてターゲット債務に支えられた。

このように、ユーロ圏の危機国は国際収支制約に直面していない。なぜなら、イタリアとスペインについてはユーロシステムが民間資本の流出を完全に相殺し、ギリシャ・ポルトガル・アイ

6) ターゲット・バランス形成およびその具体的な展開の説明は、拙稿 [2014b] 233-236ページを参照。

図3 危機4カ国への資本流出入
——残高ベース、GDP比——



[出所] Pisani-Ferry/Sapir/Wolff [2013], p.12.

ルランドは、ユーロシステムとユーロ圏の財政支援（プログラム支援）によってやはり民間資本の流出が完全に相殺されたからである。つまり「伝統的な対外債務危機」をユーロ危機の「本質」と捉えるわけにはいかないと考える。

II-2 ユーロ圏諸国は「最後の貸し手」機能を「外国部門」に依存したのか

木村 [2013] の「ユーロ圏の各国のレベルでは最後の貸し手が存在しないため、国内に必要な資金が調達できない場合は最終的に外国部門からの借り入れに依存するしかない。したがって、共通通貨ユーロが各国にとって自国通貨でありながらも、最終的な調達を外国部門に依存しなければならないので、外貨借入による対外債務の増加と大差はない。」という指摘は、「最後の貸し手」の概念規定をはじめもっと踏み込んだ規定をしないと、ミスリーディングとなろう。

政府が財政危機に追い込まれると、普通の国では中央銀行が出動する。つまり財政赤字調達のための国債購入や国債の償還金の支払いに必要な資金を中央銀行が通貨発行によりまかなう。これを「マネタイゼーション（貨幣化）」と呼ぶ。ところが、たとえばスペイン政府はこのマネタイゼーションをスペイン銀行（中央銀行）に強制できない。ユーロ圏では17カ国が共同でECBを通