

世界経済に於けるドイツの役割

2012年1月7日

—ドイツ連銀ヴァイドマン総裁の講演から—

山本利久

これは2011年8月26日ワシントンのドイツに関する協議会(American Council on Germany)で行われた講演を要約したものである(出所:ドイツ連銀 Auszuege aus Presseartikeln Nr.41-2011/9/28-から)。国際社会でのドイツのプレゼンスが各方面で高まりつつある中、ドイツ中央銀行(ドイツ連邦銀行)総裁の講演は世界の金融・経済の現状を理解すると共に、昨年後半以降急速な展開を見せてきた欧州を巡る熾烈な外交折衝の背景を理解する上でも大変参考になると考え、作成した次第である。

尚末尾に中央銀行の社会一般・市場とのコミュニケーション改善を図ろうとする米国 Fed の直近の動きを紹介しているので合わせ参照頂きたい。

私は世界経済におけるドイツの役割について話をしますが、当然のこととしてドイツは経済・通貨同盟(EMU)の加盟国としてもその役割とも密接に関係しています。

人々が屢ドイツと関連付けることの中に輸出力があります。輸出部門は確かにドイツ経済の中で伝統的に重要な役割を果たして参りました。しかしながらドイツ経済は必ずしも常に切れ目なく今日の様な好調を持続してきたわけではありません。この20年間ドイツ経済の業績は変化をしまりました。東西ドイツの統合ブーム後に大きな構造上の弱点が顕在化し、そして大変困難でありましたがしかし最終的に成功したその後の幾年にも亘る構造改革の工程がありました。

個々のドイツの輸出製品が世界で人気があるのと同様に、ドイツは折に触れ、ドイツの輸出力は世界が安定しているが故に齎されるのだと言う批判に曝されます。ドイツを批判する人々は、ドイツが世界的レベル乃至はユーロ圏内で不均衡を推進しているとか、或いは世界的需要を増進するためもっと努力すべきであった、と暗に言っています。これから私はもう少し詳しくお話をしますが、ドイツがこれまで行ってきた困難ではあったが最終的に成功した調整作業が、実は危機の期間中も、そしてその後の景気回復過程のいずれにおいても、危機における世界需要のための大変重要な緩衝装置として、そして EMU 内の安定に不可欠な錨(よりどころ)として機能することを可能としたのです。これらの点を明確にするため、私は次の3点に絞ってお話しをしたいと思います。

第一点:ユーロ圏内の価格競争力の根強い格差の背景にある基本的要因に注目してみたいと思います。これらの要因は実は過去の放漫財政と共に今日我々が直面している問題に大いに関係しているのです。特に通貨同盟がその恩恵を享受しなくなって以降これら加盟国が如何にして実質上劣化してしまったかを説明したいと思います。

第二点:次に私は危機と回復期間におけるドイツ経済の成果について述べることにします。特に金融危機後の経済後退局面でドイツが如何に重要な緩衝役を務めたかを示したいと思います。多くの国々が景気回復に齟齬している今、ドイツの一段とダイナミックな上昇は

他の欧州諸国に重要な刺激をもたらしています。

最後に私は欧州の国家債務危機がドイツを困惑させている挑戦についてお話をしたいと思います。ドイツが資金調達の借り換えに悩むユーロ圏諸国に財政支援の多くを提供していることを考慮すれば、ドイツの支払い能力への信頼性は現在の状況下では極めて重要であります。従ってドイツはユーロ圏における健全な財政政策遂行上の模範とならなければなりません。しかしながら、それだけでは国家財政危機を救済するに十分であるとは言えません。EMU内の長期安定を確かなものにするために、更に一段と強固な健全財政に向けた動機付けが不可欠になります。

批判的な人達がドイツの輸出力を語る時、彼等が実際に思っていることは、他のEMU加盟国や世界の国々の経常収支の赤字と対照的なドイツの経常収支の黒字の存在です。私の強調したいことは、経常収支の黒字或いは赤字のいずれも本質的に悪いことではない、と言う事です。経常収支の黒字は実質的な海外への与信を表し、赤字は実質的な海外からの借り入れを表すものです。そして状況次第で、両者は所与の国にとって適正なものになり得るのです。例えば、労働年齢人口の低下する国にとって、住民が将来に備え貯蓄をし、そしてその一部を海外投資に回すことは大変合理的です。将来の所得の減少を賄うため、今日貯蓄されたお金で消費が長く滞りなく行われることとなります。反対に追いつけ追い越せの経済発展段階にあって、投資資金を必要とする国々は外資の借り手になろうとしているのです。

その結果、正しい評価を行うため我々はユーロ圏の幾つかの国々の経常収支黒字とその他の国々の赤字の基本的要因を精査する必要があります。一つの困った展開は経常収支尻のバラつきが価格競争力のバラつきと多くの場合非常に密接に関連したことです。黒字国としてのドイツが、ユーロ導入後その価格競争力を格段に改善することが出来たのに対し、ギリシャ、スペイン、ポルトガルそしてそれより少しばかり小さいがアイルランドの経常収支赤字は価格競争力の大きな後れを伴うものでした。通貨同盟によってもたらされた低金利と資本流入が部分的に過剰な信用創造とそしてスペインの不動産バブル、或いはギリシャの過度な財政支出と言った持続不能な情勢に拍車を掛けました。その結果国内のブームと現行の国内労働市場の硬直性が生産性の伸びを大幅に凌駕する賃金上昇へと先導したのです。その結果価格競争力は失われ、輸出は弱体化しました。経常収支の赤字は従って、究極的に見れば、収入以上の生活をする国々の象徴と言えましょう。赤字は唯一、これら諸国の経済を持続可能な軌道に戻す野心的で屡痛みを伴う調整が行われて初めて低下するでしょう。

ドイツについてはどうでしょう？先ず通貨同盟後のドイツの価格競争力増加は極めて大きいように見えます。しかしこの増加は東西ドイツ統合ブーム後の1990年代におけるやや弱体化した経済活動に続いてやってきたことを心に止めて置くことが重要です。直近の競争力増加とそこから生まれた輸出推進力は、痛みを伴いますが必要であり、最終的に成功した調整工程の成果でありました。この過程の重要な部分は収益性を一段と強化した企業部

門のリストラでありました。加えて、大規模で長期にわたった政策改定がありました。つまり労働市場の改革、財政の強化、そして社会保障制度の調整がそれです。結果的として、幾つかの他の経常収支黒字国とは反対に、ドイツの経常収支黒字は輸出奨励を意図した政策介入によって引き起こされたものではなくありませんでした。代わって、それは懸案だった構造改革と同様、市場の求めに応じた外圧への調整の結果でありました。構造改革の過程が国内消費を抑制することで経常収支の黒字を助長したことは確かです。しかしながら、構造改革の過程は一時的だったので、ドイツの経常収支黒字が再び速やかに危機前の水準に戻るとは考えられません。

更にドイツの経験が競争力を回復する必要に迫られた諸国への何がしかの再確認となるべきでしょう。構造改革は必要な調整を動機付け、最終的に上手く行くこととなります。構造改革のお陰で、ドイツ経済は危機以前の何年かの間に、それ以前より遥かに強くなりました。

特にそのため、ドイツは EMU 内の安定の錨として、現在の回復過程と同様危機の期間を通して貢献することが出来ました。輸出力があつたため、ドイツ経済は金融危機に端を発した世界的景気後退によって特にひどい影響を被りました。しかしながら、この衝撃が強化された構造下でドイツ経済を直撃し、そしてそれが一時的なものであったことから、負の影響は抑え込まれました。今日振り返ってみますと、ドイツは比較的上手く経済危機を凌いだ、と思います。労働市場は輸出企業が従業員のレイオフよりも労働時間を削減する選択をしたお陰で若干の影響を受けるに留まりました。それに対して国内経済は比較的少ない影響ですみ、むしろ雇用を増やし続けたのです。現在失業率は危機以前より低い状態にあります。更にドイツは前回の強化策の恩恵を受けました。危機当初のほぼ均衡のとれた国家予算は大規模な財政刺激策の実施を許容するものでした。結果的に個人消費は、危機の期間を通して旺盛であり続けました。このことは、何故ドイツが金融危機の頂点で世界需要の重要な緩衝体としての役割を果たすことが出来たかをよく説明しています。事実ドイツ経済における大規模な景気後退は専ら輸出の減少によるものでした：景気後退の約三分の二は外国貿易からのマイナス要因に帰せしめることが出来ます。

今回の危機の期間中の不釣り合いに甚大な降下を体験した後、ドイツの輸出は又世界的な経済活動の復活から不均衡なまでに大きな恩恵を受けたのです。今日に至るまで、ドイツは健全な回復過程を経て参りました。経済活動は危機前の水準にまでほぼ戻り、そして需給ギャップは無くなりました。そのことは回復過程が最終段階にあることを示すものです。この回復は又過去の循環に比べより広範囲にわたるものです。明るい労働市場情勢、実質賃金の改善そして家計部門の所得増期待が危機の期間を通して既に回復力のあつた消費の伸びを支えています。そしてドイツの経済成長から他国への波及効果は比較的低いけれども、ドイツは世界需要からの衝動の他の EU 諸国への重要な伝道者として依然として貢献しています。

ごく最近、ドイツの経済展望が特に欧州諸国の債務危機の更なる展開と共に広範囲にわた

る不確実性の高まりで、湿りがちになって参りました。しかし私共は経済活動が第3四半期を通して活況に推移するものと考えています。そして冬季の数ヶ月間の見通しに関しては相当のリスクを覚悟しなければならないと考えますが、これは比較的マイルドなものになるでしょう。それでも金融市場の混乱が実体経済に悪影響を及ぼす危険性は高まっています。このため、景気の下降リスクを削減するため国家財政危機への迅速で継続的な政治的回答を用意することが不可欠です。

その旺盛な経済状態に加えて、ドイツは、現在信頼を欠いている EMU 諸国への金融支援と同様、公的金融の持続に対する高い信頼を通して経済・通貨同盟に於ける安定の錨(抛り所)となっています。

ドイツが金融危機のスタート時点でその公的金融が比較的良好であったことから恵まれていた間、経済の後退並びに危機の間を通して行われた必要な様々な銀行救済策が国家予算に深刻な重圧を掛けてしまいました。負債比率は 2007 年～2009 年の間対 GDP 比で 19% 上昇し 84% になりました。その主な要因は金融部門への支援です。国家財政危機から体験したことは、公的金融への信頼の維持が不可欠だ、と言う事です。このことは信頼における財政強化への尽力を今直ちに行う事であって、将来への手段をコミットする類のものではないことを突き付けているのです。

ドイツが憲法で規定している債務限度を設定することは、基本的にこの目的を達成するよい方法であります。と申しますのはそれが健全な公的金融を確実なものにするよう法律で政治家を縛ることになるからです。そこでドイツは EMU 内で重要な事例を作りました。私はフランス、スペイン、ポルトガルそしてイタリアでこうした試みがドイツの事例に追隨することを歓迎します。これは健全な財政政策の重要性への認識であります。しかしながら、国家の債務限度の有効性はそれぞれの国の特別な仕様次第です。ドイツの場合には債務限度は規則に従って適用されることが条件です。

有効的な国家債務限度が大変重要であります、それだけでは EU 圏内の現行の国家債務危機を解決するには充分ではありません。それを達成するには、私達は EMU の特異な性質から派生する必要条件を満たす効果的な政策の枠組みを必要とします。EMU(経済・通貨同盟)は主権国家間の通貨同盟であり、共通の予算を持つ連邦国家ではありません。これはアメリカの事例と根本的に違う点です。このことはユーロ圏諸国はそれぞれの財政政策を独自に決定しますが、しかし或る加盟国の高債務の状況は、それが共通の通貨政策に影響を及ぼすので、他の全ての加盟国に影響することを意味します。このことは、個々の加盟国が最早高額な国家債務の全額を自分達だけで負はなくなるので、健全な公的金融を求める意欲を弱める危険性を抱えることとなります。結局これが更に、高い公的債務の負担軽減のため通貨政策に圧力を掛けることすら起こし得るのです。例えば、金融政策の更なる拡張或いは中央銀行のバランスシートを使い、負担を加盟国間に移転するなどです。この様な意に沿わない影響を是正するため、EMU は安定志向の政策枠組みの上に設立されました。この枠組みは、政府の金融による財政運営、財政協定(安定と成長のための協定)に規定され

た厳格な財政規則、そして無救済(no bail-out)条項—これは各加盟国が最終的に自国の財政政策の結末に自ら責任を負うことを確約し、ユーロ圏内における健全な財政運営のための避けられない前提条件である—を除外する規定を含んでいるのです。

幾つかの国々の国家財政危機の深刻な事態そして其他国家への伝染の喫緊のリスクがしかりながら、全体としての EMU における財政の安定を脅かすに至りました。その為欧州理事会は再融資に深刻な問題を抱える諸国に対して融資支援が施されるべきだ、とすることで同意しました；そしてその多くの支援がドイツからとなります。この融資支援には当該国が必要な構造改革を行い、そして市場参加者の財政の健全性と競争力に対する信頼を再び勝ち得るための時間稼ぎの意図があります。従って支援はそれぞれの支援受給国が履行しなければならない調整プログラムに限定されるものです。

しかしながら、資金調達支援に対する利子の支払いを削減することが、諸国が財政・経済改革そして資本市場への回帰を通して健全な公的資金調達を再構築する調整プログラムを行う諸国のインセンティブを弱める結果となってしまいました。その上、支援策の条件設定が最近の 7 月 21 日の決定で緩和されてしまいました。このことが、各国は自国の財政政策の結果に対し全責任を担わなければとする EMU の基本原則を弱体化しています。国家債務危機を克服するため実際に必要とされることとは逆に、我々が将来さらに超過債務が上昇する事態を伺うリスクを負っているのです。危機の将来を展望した方法論に関するドイツの議論は従って、通貨同盟の安定性に対する重大な関心に動機づけられています。

我々は EMU の枠組みの信頼性を再び樹立しなければ、EMU の安定性を再度得ることは出来ないでしょう。従って、基本的な政策決定が必要になります；つまり EMU の現行の政策決定の枠組みが根本的に変更されるか、或いは健全な財政政策へのインセンティブが現在の枠組みの中で強化されなければならないかのいずれかです。最初の選択肢は EMU 加盟国が彼等の財政政策に関する国家主権の多くを放棄し、従って欧州そして多分国家レベルでも根本的な法規の変更を要請することを暗示するものでしょう。第 2 の選択肢は、通貨同盟の基本に帰ることです。つまり各加盟国は自国の行う財政政策決定の結果に責任を負うと言う事です。いずれの選択肢も経済の視点から見れば持続可能でしょう。しかし二つの選択肢の要素を結合すること、つまり健全性を欠く財政政策のリスクを分かち合うことと財政政策に関する国家主権を保持することは失敗に帰します。それは健全な財政・経済政策に対するインセンティブを更に弱めることになるでしょう。そのため通貨同盟の安定化とは相反することになるのです。結局この取り組みもその一貫性の欠如が国民的政治的支援に関する疑いを高めるために、金融市場にとり信頼のおけるものにはならないでしょう。世界経済におけるドイツの役割に関する私の話を若干の警告を以って終わりにしたいと思います。危機の期間比較的順調に経過したにも拘わらず、ドイツは重大な挑戦に直面しています。最も緊急な問題はユーロ圏の国家財政危機の克服です。加えて公的債務残高が危機の期間を通して相当上昇しました。結果的にそして社会の高齢化に伴い増え続ける財政負担と労働年齢人口の減少を考慮すると、ドイツにとっても基盤強化は重要な仕事です。

公的資金調達の長期安定化を確実にすることは不可欠です。

しかしその他のいくつかの EMU 加盟国と違い、ドイツは尚比較的恵まれた状態にあります。これは、ドイツが経済の比重が世界的に移動するにも拘らず、なお重要な経済的プレーヤーとしてあり続けることと相まって、とりわけ過去に行われた苦痛を伴ったが最終的に成功した構造改革の賜であります。こうした業績に全面的に依存することは近視眼的でしょう。しかしこうしたことは他の国々の改革志向の政策者達へのよい勇気付けになるでしょう。財政健全化の強調を含むこれらの改革はドイツ経済の活性化とその抵抗力の強化に貢献した事実は憂慮或いは不平の要因となるべきではありません。代わって、それはドイツばかりでなく、EMU や世界経済にとってよいニュースとして認められるべきです。

後書き

中央銀行の情報開示、市場や企業・市民等とのコミュニケーションのあり方に関してはいろいろ各国レベルでも検討がなされ改善が進んでいる。それでも未だ充分な段階に至っているとは言えないだろう。そうした中ドイツ連銀はその最先端を行く中央銀行グループの一角ではなかろうか。

米国はこの面で相当進んでいるかのように一般的には受け止められているようだが、現実には決してそうした状況下にはない。そこでこの機会を捉え米国事情を **Bloomberg Businessweek** 誌(2011/12/19-25)の論説からその大要を下記に紹介することにした。

米連邦準備制度(Fed)透明性の時代に入る：

Fed がその社会一般とのコミュニケーションのあり方を変更する計画である。目的は、例えば金利を 1% の十分の何がしか動かしたいと思い、数千億ドルのドル紙幣を印刷する時、中央銀行が何を行うとするのかよく説明するためである。その実行が誤って投資家に間違った安心感を与えない限り、これは素晴らしい考え方だ。

12 月 12 日に開催された FOMC(連邦公開市場委員会)のメンバー達は新しいコミュニケーション戦略の詳細を現在詰めている。それは多分来年早々にリリースされることになる。期待される画期的手法は、Fed のインフレーションと雇用目標に関する一層明白な発表、そして四半期経済予測の中の、目標に如何に到達するかについてのより多くの情報を含むものである。これらの改正は毒にも薬にもならないように見えるかもしれないが、いずれも 1994 年まで金利決定の公表すらしなかった中央銀行にとってそれは大仕事だ。より広範囲な情報開示は多くの利点を持つ。一つは投資家が、Fed が石油価格の上昇或いは雇用の減少の様な経済展開にどう反応するのか定かでない時起きる市場の不安定性と言ったものの除去に役立つ可能性がある。その反応機能を明らかにすることで、Fed は自身が不安定の要因になることを避けることが出来る。

現在の様な状況下では、コミュニケーションの改善は又 Fed の行う金融政策行動を一層有効なものにすることが出来る。中央銀行が凡そ 6000 億ドルの債券を購入することで、長期

金利を下げるという計画に一貫して従うべきか否かに関して昨年起きた不安定な状況を考えてみて貰いたい。もし Fed が、失業率が或る一定水準の上で居座る限り債券購入を完遂すると事前に確約していたら、量的緩和プログラムの衝撃を鈍感すると多くの人が信じた混乱を回避できただろう。

しかし確信を与える試みは危険の可能性を孕む。例えば、投資家が Fed は困難に陥った際にはいつでも彼等を救済するとのだと期待を持つようになると、投資家は失敗を招くようなリスクをもっと取りたがるようになる。住宅ブームの間、多くの投資家は Fed が住宅価格の急落を阻止するため行動に出るだろうと考えてしまった—その確信が投資家を勇気付け経済を破局へと持ち上げてしまった。

今回 Fed は、長きにわたりインフレーションや経済についての予測に関する詳細な四半期報告書を作成してきたイングランド銀行から剽窃しようとしたのかもしれない。この報告書には、“重要な判断とリスク”と呼ばれるセクションがあり、この中で銀行は予測が行われる仮説、そしてどうしてそれらが間違い得るのかを述べている。理想的には、Fed は投資家の期待を抑えきれなくならないよう、この様に真相話を上手く活用することが出来るだろう。

尚関連記事が今年に入り日経(2012/1/4 夕刊&2012/1/5)にも出ている。

(了)