

## 国家財政危機の封じ込めに当たり、ドイツの役割と貢献

2012年4月3日

山本利久

— 2012年2月24日メキシコ・シティーで行われたメキシコが議長国を務めたG20での関連高級官・民会議に於けるドイツ連銀総裁ヴァイドマン特別講演の要約：出所；ドイツ連銀 Auszuege aus Presseartikeln Nr. 10(2012/2/29)—

メキシコがG20のホスト役を務めたのは2003年以来今回で2回目であります。しかしこの間多くの変化が見られました。メキシコを含む新興国経済は世界経済におけるその存在感を著しく高めました。同時にG20の役割と地位も又目に見えて変貌しました。世界の中でのG20の地位昇格は、2008年秋世界経済を襲った数十年間における最悪の金融経済危機に一部よるものでした。

この危機は専ら先進国経済から起きたものですが、それは新興国経済とも極めて密接な関係を持つものであります。例えば先進国の低金利は、困窮した銀行が国境を越えた投資を抑制する間、新興国経済への資本の流れを膨張させることが出来ます。更に先進国経済の景気後退は新興国の輸出機会を押し潰すのです。

メキシコは、金融危機、特にユーロ圏における国家財政危機が世界の経済成長に過度な緊張を与えているこの時期、G20の議長国となりました。G20の協議事項の前進は、更なる世界経済の後退回避と持続可能な世界経済の成長促進に大いに貢献することになります。メキシコ当局が議長の役割を成功裡に全うすることを私は確信すると共に、メキシコが議長国を務めるG20会議への参加を楽しみにしています。

私は現在尚世界経済成長にとり最大のリスク、つまりユーロ圏の国家財政危機に話の焦点を合わせたいと思います。特に私は欧州経済通貨同盟(EMU)の特異性とユーロ圏の主要な経済国、ドイツの役割について若干お話してみたいと思います。

私は、ドイツに関する世間一般の誤った認識、つまりドイツは現在の危機の炎を自ら巧みにかわす一方、自分本位で、打ちのめされた国々の救済に主たる消防士として行くのを拒んでいると言う誤解の是正から話を始めることにします。

事実関係を見て見ましょう。第一にドイツは同盟国救済に大いに貢献しています。封じ込め対策の多くはドイツの金融支援、そしてその経済力、財政の健全性に深く依存するものです。第二にドイツは只危機の徴候ではなく、その根本原因に確り取り組む必要性を洞察しています。それ故ドイツは欧州経済通貨同盟(EMU)の枠組みの制度改革、プラス同盟国の構造改革及び財政の健全性を強く要請しているのです。このような問題解決を提唱する

ことで、ドイツは決して自らの経済思想を他の同盟国に強要しようとするものではなく、むしろ安定した持続可能な通貨同盟を保全する自らの責任を全うしようとしているのです。

他の経済大国はそうでないのに、何故ユーロ圏は国家債務危機に見舞われているのでしょうか？その答えはユーロ圏が直面している問題を理解する上での鍵でもある EMU の特異性にあるのです。GDP による加重で見ると、ユーロ圏全体は米国より債務は少なく、ギリシャですら日本より負債は小さいのです。それではこの差異を説明する EMU の特異性とは一体何なのでしょう？

通貨ユーロの導入が為替リスクを除去しました。これがより強力な経済・金融統合の繁栄への道を開きました。皆さんがダブリン、ヘルシンキ、リスボン或いはローマなど何処にしようがお構いなく、皆さんは同じ通貨を使うことができます。より重要なことは、ユーロは非常に安定した通貨であることが実証されました—つまり導入以降為替レートは強く、インフレは年率凡そ 2%でした。

しかし共通通貨の良い面とインフレの鎮静を享受する間、ユーロ圏加盟国はその失われた競争力を最早為替を切り下げること相殺出来ないマイナス面と対峙しなければならないのです。代わって加盟国は実質面で調整を行う必要があるのです。”実質上の調整”は極めて技術的表現で、一段と低い賃金上昇率或いは名目賃金カットを伴う通常非常に痛みを伴う工程です。ユーロ圏の統一金融政策のもう一つの含意は重要な金利が通貨同盟全体に対して決められることです。仮に一つの寸法(金利)が全てに適用する金融政策が特定の加盟国で問題となる場合には、その他の政策分野で代償的調整を行わなければなりません。さもないとマクロ経済的逸脱が生ずる可能性があるのです。例えば、迫りくる信用バブルはマクロプルデンシャル対策乃至より反循環的の財政政策によって抑制されなければならないのです。

中央集権化された金融政策と異なり、EMU が創設された際、財政・経済政策は集権化されずに残されました。このことは単一通貨政策と並んで、EMU の核心的特徴であるのです。従って加盟諸国は単一市場、貿易とその金融制度を通して相互に緊密に連携していますが、にも拘らずこれら諸国はそれぞれの財政政策、経済政策に関して国内自治権を持っているのです。

単一の中央集権化された金融政策と多数の非集権化された財政政策の結合がある種の潜在的风险を隠匿しているのです。リスクの幾つかは当初から予見出来るものでした。一つのリスクは、過度な公的債務の経済コスト、例えば一段と高い金利は、一層安易に他の加盟国へ移転され得るので、政府が過剰借り入れをしたがる誘惑です。その結果起きる個々

の加盟国に於ける財政規律の弛緩が安定志向の金融政策を危険に曝すことが出来るようになるのです。この潜在的問題は中央銀行のバランス・シートを経て、それぞれの加盟国の納税者間の債務負担移動の可能性によって、大きく増幅され得るのです。一国会議員達の明らかな信認もないまま。

これは、政策手段としてバランスシートを活用してきた EMU の縛りの無い中央銀行と比べ重大な相違であります。

通貨同盟起草者達により設けられた前向きな制度的安全弁はマーストリッヒ条約と安定・成長協定(SGP)に規定されました。マーストリッヒ条約は金融による財政運営と公的分野への中央銀行の貸出を禁止し、非救済条項を設け、赤字と累積債務の上限に関する財政規律を明文化しています。金融制裁を含むそれぞれの超過債務手続きは SGP の中に明細に記述されているのです。更にこの様な公的チェックは加盟国政府を規律に従わせるに十分な強い市場の圧力により強化されることになっているのです。

しかしながら市場は明らかに非救済条項の施行力を信じず、加盟国の長期化するリスクを無視しました。そのため、市場はその期待された監視機能を適切に遂行しなかったのです。更に SGP ルールは十分深刻に受け止められませんでした。ドイツさえ数年間過剰負債を抱えてしまい、更に悪いことに、結局財政規則の施行を更に弱体化することになった SGP の改革を擁護したのです。

しかし、EMU 機構は過剰債務の回避に失敗したばかりか、ユーロ圏のマクロ経済的不均衡の累積も阻止することが出来なかったのです。或る加盟国では、ユーロ加盟後の金利の急速な低下が生産能力の向上に用立てられることは無く、代わって公的、私的消費或いは国内の住宅建設バブルを煽るために誤用されてしまったのです。その結果もたらされた国内インフレと賃金の上昇が当該国の競争力を削ぎ落とし、資本輸入への依存度を高めてしまったのです。更に制度設定は幾つかの加盟国の金融制度に於けるリスクの増大に目をそむけてしまいました。一勿論後者の問題は EMU に特有なものではないのですが。

幾つかの加盟国による財政ルールのルーズな適用は、それらの国々が、高い債務水準と高額な構造的赤字を含めてその公的金融が悪化した状態で財政危機に突入したことを意味するものでした。投資家達は今や執拗な経常収支の赤字と金融分野の不安定性に対し一段と大きな注意を払い始めました。そして彼等は最初に、そして最も深刻なギリシャに照準を合わせながら、信頼に足る国家財政の持続性を疑い始めたのです。

対照的にドイツは危機以前、別の道を歩みました。特に労働市場の構造改革、穏健な賃金協定、集团的労使交渉規律のより柔軟な適用、そして企業のバランス・シートの整理がド

ドイツ企業の競争力復活を支援しました。この展開を順序立てて見ますと、ドイツ経済は 1990 年代初期の東西ドイツ統一ブーム後、その競争力の多くを失ったことを思い浮かべなければなりません。結果的にドイツはユーロ導入後、最初の数年間、貧弱な成長と恒常的に上昇する失業で、“欧州の病人”と看做されました。

改革の実施と競争力再構築の仕事は、当然重大な政治的、社会的コストを伴いました。しかし、世界経済の力強い発展に支えられ、こうした努力が 2005 年以降ドイツの成長を復活させることになったのです。ドイツの力強い経済活動は財政強化の支援となりました。2007 年、ドイツの一般政府予算は均衡し、失業は既に著しく低下しました。ドイツ経済の外需に対する高い依存度はドイツを 2008~2009 年にかけての世界需要の衝撃に対し非常に脆弱なものにしました。それにも拘らず、経済は戦後史の中で最悪の景気後退と立証された処から急速に回復しました。失業は引き続き低下し、雇用は統一後の高さに達しました。更に国家債務危機のドイツ経済へのマイナスの衝撃はこれまでのところ、むしろ限定的に見えるのです。景気の上昇は外需への依存度を低め、その間内需主導の成長牽引力が重要性を勝ち取りました。この様にドイツがこの 10 年間に学んだ極めて重要な教訓は、凝り固まった国内問題に取り組むための野心的構造改革は当初非常に高くつくだろうが、最終的にそれらは借金を完済する、とすることでした。

ドイツ経済は過去数年間にわたり勢いを失いましたが、我々は GDP の成長が間もなく上昇に転ずると期待しているのです。この期待は勿論、国家債務危機が一步一步克服され、今後更に激化しないと言う前提に基づくものです。そうだとすると危機克服のため何をなすべきでしょうか？

国家債務危機が初めて 2010 年の初めギリシャに現れた時、政策当事者達は一連の財政救済対策と非伝統的金融政策で迅速に対応しました。残念なことに、凡そ 2 年が経ち危機は尚現存し、そして激化しました。今それがギリシャからその他諸国へ漏れ出しました。ギリシャに関しては、この数週間或る程度の前進が見られるようになりました。私は基本的にユーロ圏財務相会合がギリシャへの第 2 回金融支援プログラムについてこの月曜日に合意に達したことを歓迎する、と言わせてもらいたいのです。事態の転換を成し遂げ、更なる支援を認めるために、ギリシャがこれまで行われてきた約束を守ることが今や必須であります。結局、ギリシャはプログラムに応じることを強要されることは出来ないのです。しかし仮にギリシャが協定の自分側の履行事項を守ることが出来なければ、これ以上の金融支援が与えられないことは明白にされるべきです。

今大変重要なことは危機の更なる段階的拡大の成り行きに対し、適切な環境対策の発動で備えることです。

金融制度の復元力は追加資本準備金の強要で増強されます。これら準備金の必要規模は欧州銀行監督機構(EBA)により行われたストレステストにより決められてきました。今それは本年半ばまでにこれらの要求を満たすため、必要なところで、政府の支援スキームを与えられる銀行次第なのです。

政策策定者達はユーロ圏を一層傷つき難くするため包括的対策を工夫することで対応してきました。これらの対策には欧州救済機構の強化が入っています。EFSF と ESM が 5000 億ユーロの総合融資額持つ事が決まりました。3月ユーロ圏首脳はこの能力をさらに拡充することが必要かどうか査定することになっています。その成り行きが何であれ、これら救済機構金融の不相応な割合は、ドイツの信用度が最高位であり、投資家の間で高い信認度を享受していることから、ドイツにより負担され、将来も引続き負担されることになるでしょう。

IMF は国家債務危機発生時点から、重要な役割を果たしてきました一支援プログラムの共同融資ばかりでなく、プログラム適用諸国の経済的弱点の根源的原因の徹底した究明に貢献することで。EU 財務相会合は 2011 年 12 月、広範囲にわたる国際活動の一環として IMF への追加資金供与を確約しました。これに関連し、且つ適切な議会支援があると想定し、IMF へのドイツ分担金を管理するドイツ連銀は、IMF のドイツ資金勘定へ 415 億ユーロの新規相互信用枠を公約しました。今後これら資金は IMF の全加盟国に用立てられることとなります。EMU の法的枠組みに違反しないよう、IMF に供与された資金は全て予備的手段の性格を有しなければなりません。特に IMF は政府財政赤字の金融による資金調達機関になることは許されません。

環囲いとの関連で議論となったもう一つの課題は危機管理におけるユーロ制度のためのより強力な役割であります。しかしながら、この要請はユーロ制度が既に様々な非伝統的金融政策を経て危機の封じ込めに大いに貢献したと言う事実を無視するものです。これは既に中央銀行の使命を著しく引き延ばしており、これ以上進むと金融政策の信頼性を損なう事になるでしょう。私が申し上げるまでもなく、金融政策の信頼性を傷つけることはユーロの安定性を保全することに全く役立たないのです。

このことはもっと一般的なポイントに行き着くこととなります。危機は単に資金をそこに投げつけることで解決されるものではありません。資金は我々が危機に立ち向かう時間を稼ぐ事が出来る一方、我々は危機の根本問題と向き合うため、その時間を有効利用することが不可欠です。ところで、この方法はメキシコ議長国の G20 によって明確になった優先順位の一つと完全に合致するものです：つまり”成長と雇用のための基盤としての経済の安

定化と構造改革”。

ユーロ圏情勢に関して、三つのことが今後なされなければなりません。まず加盟国は財政強化による信頼の再興を成し遂げなければならないのです。これは避けて通れないもので、公的金融の悲惨な状態は、しばしば推測される額より縮小していないのです。逆に、その真偽の疑わしい”財政の余裕”を使おうとしないとドイツ当局を非難することは、極めて妥当性を欠くものです。ドイツ財政政策のユーロ圏周辺国への流出効果は非常に限定的なため、その恩恵は財政強化を妥協して処理する不都合に比べ遥かに小さいのです。

第 2 は、幾つかの加盟国は、構造改革を行いそれぞれの競争力と成長潜在力を強化しなければならないのです。この点に関して、我々はこの数週間幾つかの将来有望な徴候を見て取りました。第 3 は、我々は、将来より厳格な財政規律を確かのものにする規定を必要としているのです。或る前進が安定・成長協定(SGP)の最近の改正で行われました、つまり所謂”six pact”<sup>\*</sup>と財政協定であります。しかしこれまでの経験によれば、新ルールの厳格な適用が決定的に重要だと言う事です。ドイツは 2009 年国家債務へのブレーキを導入して一つの実例としました。今これら新ルールを忠実に守ることで例証を示さなければなりません。

**\*筆者注記：2011 年 12 月 11 日、再強化された SGP が施行された。この強化策は欧州委員会により提案され、昨年 10 月欧州議会で可決された 5 規則・1 指令からなるもの。**

最後に我々は金融システムの復元力を更に強化しなければなりません。これこそが、我々が金融危機から学んだ世界的教訓の正の一つであります。それは、悪影響が専ら金融制度を経て広がったユーロ圏との関連で特に重要です。従って、合意された金融改革がタイムリーにそして継続的成果を促進する方法で厳しく実施されことを確実にすることが欠かせないのです。我々は金融危機勃発以来の金融規制改革の第一ラウンドを完了するに当たり、勢いを失ってはならないのです。私はこれが議長国メキシコの主催する G20 の優先事項の一つであることを大変嬉しく思います。しかしながら、金融規制改革は一その特異性により一決して絶対的なものでも、また決定的なものでもありません。

ここで私の講演の主なポイントを纏めてみましょう。私は国家財務危機の一因となった EMU の二つの特異性に付いて話しました—最も重要な点は単一の金融政策と国家財政政策の結合であります。

私は、より高い”資金の壁”は時間を稼ぐことが出来ますが、しかしその時間は危機の根本原因に取り組むため有効に利用されなければならない、と主張しました。この中には公的金融の強化、構造改革、欧州レベルでのより適切な規定が入ります。ドイツは様々な救済機構を支援することで危機封じ込めの安定の拠り所となってきました。しかし危機の構造的原因に取り組むことは欠くべからざるものであり、同時に成功への約束を与えるものだと

言う確信が、危機を通してドイツの立場の真髓でありました。この点に関して、我々はこの数カ月何がしかの前進を見てきました。しかしながら、成功は合意された対策とルールの厳格な実施に依存するものです。この行程を進めば、我々は最終的に危機を封じ込め、そしてユーロが安定した通貨として存続することを、個人として私確信しています。

コメント：

**\*危機の制度問題**：大局的視点から直面するユーロ圏の問題を、主に制度面から分析し、大変客観的に述べており、視聴者・読者にとって問題の本質を理解する上で参考になる点が多い。ただ市場や関係国・メディア・国民の理解が、これで何処まで得られるかはなお不透明だ。スピーチにもある様にドイツは今後更に大きな国際的貢献(特に資金面で)を迫られることになる。

**\*為替**：円レートと違い、ここではドイツがユーロ相場の大幅な値下がりでも恩恵を受けていることに付いては触れられていないが、日本から見ると羨ましい限りだ。ドイツにはユーロ導入のお陰で現在為替問題は存在しない。

**\*構造改革**：ドイツが官民挙げて構造改革に取り組み、それなりの実績を挙げていることは日本も大いに参考にしたい。

**\*政治と市民社会の乖離**：ドイツ国民が指導者達によるこうした危機対応策に全面的信頼を置いているか否かは必ずしも定かでない。ややもすると政治家や専門家によるドイツ主導のユーロ圏に於ける国家財政危機対応にドイツ市民、納税者が何処まで付いていけるか、不安も感じられる。今後の選挙民の行動を注目したい。

これまで国際社会におけるドイツはどちらかと言えば控え目な姿勢が目立ったが、これからは否応なしに世界の注目する国際的スーパースターへと昇格するだろう。その時国際的なリーダーシップを如何に発揮し、世界の信認を勝ち得るのか大いに注目したい。

**\*参考資料**：

ヴェイドマン総裁の講演「政界経済に於けるドイツの役割」の要約：2012年1月7日、