

《論 文》

ユーロ圏内諸国の不均衡発展 —ドイツブンデスバンクの見解をめぐって—

岩 見 昭 三

<目次>

はじめに—問題の所在—

I ブンデスバンクの見解

II ブンデスバンクへの批判

III 若干の実証的検討

IV 結論

はじめに—問題の所在—

2009年10月のギリシャの財政赤字の過小申告発覚に端を発した欧州の「ソブリン危機」は、本稿執筆時点（2012年9月）においても収束の気配を見せていない。それどころか、スペインも金融支援を要請するに至って危機の拡大の様相も呈して、EUばかりか世界経済の大きな不安要因となっている。

最近では、この「ソブリン危機」の原因を、たんなる財政危機にとどまらず、1999年のユーロ発足以降拡大してきたユーロ圏内諸国の不均衡発展に求める見解が勢いを増している（本稿末尾参考文献参照）。そのさい、経常収支の不均衡が指標として用いられるのが共通しているが、さらに、経常収支不均衡をもたらした構造的要因を分析していく研究が深められている。ブンデスバンクが2010年7月の月報で発表した論文がそのひとつの包括的研究であり、これが本稿で同論文を対象とする第一の理由である。

一方、周知のように、「ソブリン危機」の解決策をめぐってユーロ圏内諸国間で不協和音が目立っている。ユーロ共同債の発行、ECBによる危機国の国債購入等の危機国への金融・財政支援を求める多数国と、それを拒否するドイツ、というのが基本的な対立構図である。実は、この政策的な対立の背景に、不均衡をもたらす構造的要因の分析の相違がある。実際、ドイツ以外で発表された研究には前述のブンデスバンクの見解と対立する結論を導出しているのが多い。したがって、「ソブリン危機」への政策的相違をもたらしている理論的・実証的背景を検討するのがブンデスバンクの論文とその対立見解を対象とする第二の理由であり、同時に本稿の目的でもある。

最後に、若干の実証的検討を試み、対立点を明確にするとともに、今後の研究課題を整理したい。

I. ブンデスバンクの見解

ドイツブンデスバンクは、2010年7月の月報で「ユーロ圏内のマクロ経済的不均衡の諸問題（On the problems of macroeconomic imbalances in the euro area）」〔Deutsche Bundesbank（2010）〕と題する論文を公表し、不均衡の実態・原因を分析するとともに、それにもとづいて明確な政策的主張を強調している。以下、論点毎に要約する。

（1）金融・経済危機とマクロ経済的不均衡

ブンデスバンクによれば、1999年のユーロ発足以降10年間、ユーロ圏経済は比較的大きなマクロ経済的安定性を達成していた。具体的には、きわめて高い通貨の安定性と実体経済の穏やかな経過である。

しかし、この表面の好調な経済状態の下に、この期間若干の国でマクロ経済的不均衡が累積していた。この不均衡は、多くのユーロ圏周辺国での経常収支赤字の増大と価格競争力の低下となって現れたが、実はこの二つ

の不均衡の背景には国内の不均衡があった。それは、第一に、潜在的な産出力と比較しての過大な国内需要、第二に、賃金の急激な上昇、第三に、財政政策と一部不動産市場による需要拡大である。

したがって、2007年のサブプライム危機・2008年のリーマンショック・2010年以降の「ソブリン危機」として現れた「世界的な金融・経済危機は、これらの不均衡から生じた諸問題を明るみに出した」〔Deutsche Bundesbank (2010), p.18.〕だけであり、周辺国の「危機以前の成長が長期的には持続不可能であった」(ibid.) ことこそ問題であった、とブンデスバンクは主張する。

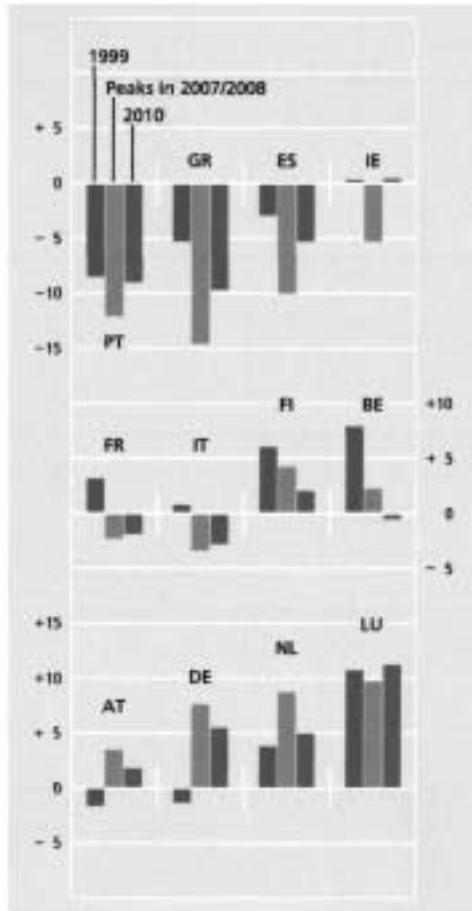
サブプライム危機・リーマンショックはともかく、EUの「ソブリン危機」を危機国のたんなる財政危機と理解するのではなく、危機発生以前のユーロ圏内の経常収支不均衡・価格競争力不均衡にまで掘り下げて分析するブンデスバンクの視角は評価されてよい。実際、後に検討するブンデスバンクに対する批判的見解も、EUの「ソブリン危機」の背景にユーロ圏内経常収支不均衡があることは認めており、この点ではブンデスバンクとその批判的見解も共通しているからである。後述するように、両者の見解が異なるのは、経常収支不均衡の原因をブンデスバンクのように周辺国の赤字国の国内不均衡とするか否かである。

(2) ユーロ圏内経常収支の3類型

ブンデスバンクは、ユーロ圏内諸国の経常収支状況を第1図で示し、以下の3類型に分類する。

第一は、スペイン・ポルトガル・ギリシャ・アイルランドの周辺四カ国であり、ユーロ発足時の1999年から経常赤字であり、とくに2004年から2007-08年にかけて赤字を大きく拡大させた。第二は、フランス・イタリア・ベルギー・フィンランドであり、ユーロ発足時には経常黒字であったが、2008年に赤字に転化するか（フランス・イタリア）、黒字幅を大きく減少さ

第1図：ユーロ圏諸国経常収支の3類型 (%)



(注) (1) 経常収支のGDP比。

(2) 国名は、AT (オーストリア)、LU (ルクセンブルグ)、NL (オランダ)、IE (アイルランド)、BE (ベルギー)、FI (フィンランド)、FR (フランス)、IT (イタリア)、PT (ポルトガル)、ES (スペイン)、GR (ギリシャ)、DE (ドイツ)。

(出所) Deutsche Bundesbank (2010)

(原資料) IMF.

せた（ベルギー・フィンランド）。第三は、オーストリア・ドイツ・オランダ・ルクセンブルグであり、2008年にもユーロ発足時より黒字幅を拡大させたか（オーストリア・ドイツ・オランダ）、高位に維持している（ルクセンブルグ）。このうち、オーストリアとドイツはユーロ発足時には経常赤字であったが、それ以降黒字に転化し黒字幅を拡大させている。

（3）経常赤字拡大の基礎要因

この3類型のうち、ブンデスバンクが着目するのは第一類型の経常赤字拡大国と第三類型の経常黒字拡大国である。

ブンデスバンクによれば、一国の経常収支は総貯蓄と純投資（総投資－減価償却）の関係によって決まり、投資超過であれば赤字になり、貯蓄超過であれば黒字になる。第一類型の周辺四カ国のうち、スペインとアイルランドはユーロ発足後主として投資が大きく伸びたため投資超過になり、ギリシャとポルトガルは貯蓄が大きく減少したため相対的に投資超過になり、いずれの原因にせよこれらの投資超過が経常赤字拡大の素となった。

しかし、ブンデスバンクは、経常赤字拡大それ自体を批判しているわけではない。経常赤字は資本輸入を伴うが、この資本が、安定的な収益可能な投資に効率的に利用されれば国民所得も増大し、問題はない。さらに、「平均以上での生産性上昇があれば、ユーロ圏の平均以上の賃金上昇でさえも、当該国の価格競争力のダメージにならない」（*ibid.*, pp21-23.）として、経常赤字国の一定条件下での賃金上昇さえブンデスバンクは容認している。

ところが、ブンデスバンクによれば、実際には外国から輸入された資本は上記周辺四カ国において効率的に利用されなかった。スペインとアイルランドでは大部分が不動産市場に投資され、ギリシャにおいては政府の財政赤字補てんに用いられ、ポルトガルでは民間消費を促進するために利用された。つまり、「経常赤字それ自体でなく、外国資本の経済的に非効率

な利用こそが問題であった」(ibid., p.23.)として、ブンデスバンクは「外国資本の非効率な利用」に周辺四カ国の経常赤字の基礎要因と問題点を認めている。

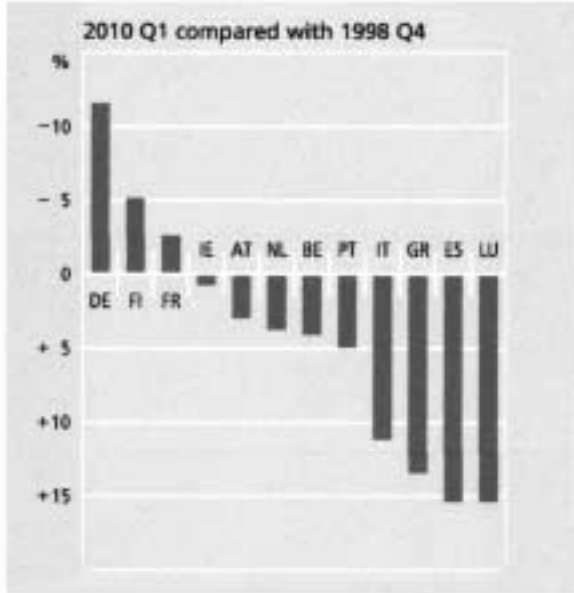
これらに利用された外国からの輸入資本は、ユーロ発足による域内為替リスクの消滅、周辺国のインフレによる実質金利の低下という条件によって規模を増し、非効率的な利用を一層拡大させた。

(4) 経常赤字拡大の促進要因

以上のように、ブンデスバンクは「外国資本の非効率な利用」を周辺四カ国の経常赤字拡大の基礎要因としながらも、経常赤字は「競争力の経路によって一層拡大された」(ibid., p.24.)として、価格競争力に経常赤字拡大の促進要因を求める。すなわち、周辺四カ国では、主として単位労働コストの上昇によってインフレ率が上昇し、それが実質輸出額を減速させ、輸入の増加をもたらした。実際、ブンデスバンクの計算では、1999～2008年の期間において、他のユーロ圏諸国に対してスペインでは15%、ポルトガルでは4%、ギリシャでは7%価格競争力が低下した、と第2図を示して主張する。

これに対して、ドイツは同期間において価格競争力を12%上昇させた。この価格競争力上昇の原因は、ブンデスバンクによれば、労働市場の改革による穏健な賃金政策である。この賃金政策は、たしかに最初はドイツの国内需要を減少させたが、2005年半ばから失業者数を減少させ、不況下においても解雇を少なくさせた。ドイツのこの労働市場改革の直接的な目的は雇用創出を伴う経済成長の達成であり、価格競争力の上昇は目的というより結果であり、国内経済活動の活発化を伴ったものであった。したがって、ドイツの「穏健な賃金政策は、近隣諸国の犠牲によってドイツが利益を得る国際的なゼロ・サムゲームではない。このことは、他のユーロ圏諸国の最近の景気上昇に対してドイツ経済が大きな成長刺激を与えたという事実

第2図：ユーロ圏諸国の価格競争力格差変化率
 (1998年第Ⅳ四半期～2010年第Ⅰ四半期)



(注) 国名略称は第1図と同じ。

(出所) Deutsche Bundesbank (2010)

によって説明される」(ibid., p.25.)として、ブンデスバンクは、ドイツの価格競争力上昇と経常黒字増大は、ドイツの国内経済の停滞の結果ではなく、また近隣諸国を犠牲にした近隣窮乏策ではないことを強調する。

次章で紹介するように、このドイツの価格競争力上昇とドイツ経済・近隣国経済との関連は重要な論点である。というのも、ここがブンデスバンクに対する批判が集中される論点であり、同時に、ブンデスバンクさらにはドイツの現在の政策的主張の重要な根拠となっているからである。

(5) 経常収支不均衡解消策—赤字国責任論—

以上のように経常収支赤字の基礎要因・促進要因を赤字国に求めた必然的帰結として、ブンデスバンクによれば、ユーロ圏内経常収支不均衡解消策はもっぱら赤字国が担うことになる。具体的には、赤字国での財政健全化と構造改革による国内需要抑制政策での持続可能な経済への回帰である。とりわけ強調されるのは、労働市場の柔軟化による賃金上昇の抑制と、社会保障制度改革による雇用増大である。

これは、基本的には、ドイツでの価格競争力上昇・雇用増大の成功を根拠として、同様の手法を赤字国に求めるものである。この主張に対して、ドイツ等の黒字国も何らかの政策を採るべきだという主張が赤字国から当然生じ、ブンデスバンクはこれに批判を加えていく。

(6) 「均衡調整」論への批判

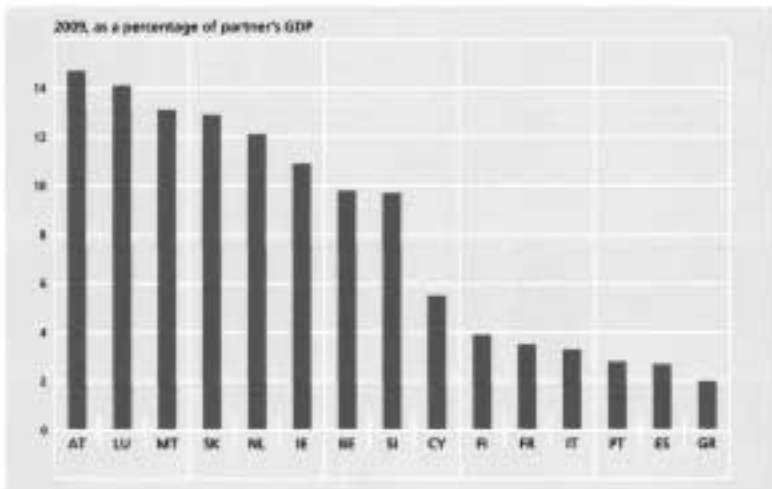
ブンデスバンクによれば、この黒字国責任論の主張の骨子は、黒字国での政府支出の増大と賃金上昇によって、黒字国の国内需要と輸入の増大を促し、これが黒字国の黒字減少と赤字国での必要な改革への援助となる、というものである。もちろん、赤字国での相応の改革を否定するものでなく、黒字国も赤字国も経常収支不均衡解消に向かって努力すべきという意味で、ブンデスバンクはこの主張を「均衡調整 (symmetrical adjustment)」論と命名して、その誤りの根拠を以下のように示していく。

根拠の第一は、ドイツと赤字国との貿易状況を考慮すると、ドイツでの上記の政策の赤字国の経常赤字縮小への効果がきわめて小さい、というものである。ユーロ圏各国の対ドイツ輸出のGDP比を示した第3図を掲げて、ブンデスバンクは、ドイツが輸入を10%増大させても、スペイン・ポルトガル・ギリシャの経常赤字は1/4%しか改善されず、もっとも効果があるアイルランドでさえ改善率は1%にすぎない、と主張する。さらに、ドイツの輸入増大は、ドイツへの輸出が大きいドイツ以外の経常黒字国の黒

字幅を増大させることで、経常収支不均衡を一層拡大させ、逆効果になる、とも付言する。

第二の根拠は、ドイツでの賃金上昇は困難であるばかりか、効果がない、というものである。まず、賃金は政府の決定事項ではなく、当該部門ないし当該企業の当事者間での交渉で決まるため、政府による賃金上昇政策はきわめて困難である。さらに、賃金決定行動のマクロ経済的変化の主要効果は、大部分雇用の変化を通じる国内経済において現れ、対外収支への効果は量的にも僅かであり、質的にも意義が明確でない。これを論文の補論で独自の計量モデルを用いて検証し、1. 賃金抑制は第一次的には失業者数減少の効果を有し、2. これによる新しい仕事の創出は投資を増大させるが、3. 商品の国際的貿易には副次的な影響しか及ぼさず、4. むしろ、

第3図：ユーロ圏諸国の対ドイツ輸出GDP比（2009年）（%）



(注) (1) 各国の対ドイツ輸出の各国GDP比。

(2) 国名略称は、第1図のほか、MT (マルタ)、SK (スロバキア)、SI (スロベニア)、CY (キプロス)。

(出所) Deutsche Bundesbank (2010)

名目的な経常収支は悪化さえする、5. しかし、この経常収支の悪化は国内経済実績の向上によるものであるから、持続可能な展開である、との結論を導出している。

つまり、ドイツでの穏健な賃金政策は、理論的には、国内経済の活性化を通じて経常収支の悪化さえもたらしうる、として、ドイツの経常収支黒字の基本原因でないことを主張し、さらに進んで、賃金の抑制ばかりか上昇さえも経常収支への影響は限定的であることを示唆しようとしている。

しかし、前述（4）のように、ブンデスバンクは、経常収支の現状分析の箇所では、ドイツの穏健な賃金政策をドイツの価格競争力上昇の原因とし、ユーロ圏周辺四カ国の賃金上昇がインフレによって価格競争力をさせるとして、賃金政策の経常収支への影響を強調していた。ところが、この「均衡調整」論を批判する政策主張の箇所と補論では、ブンデスバンクは、ドイツでの賃金上昇政策を批判するあまり、賃金政策の経常収支への影響の限定性を強調している。つまり、ドイツの安定的な賃金政策の経常収支への影響に関してブンデスバンクの見解にはブレが見られるが、しかし、いずれにせよドイツにおける安定的な賃金政策の重要性を強調する点ではブンデスバンクは一貫している。

「均衡調整」論を批判する第三の根拠は、ドイツでの財政拡大の余地がないということである。ドイツの財政状況は逼迫しており、減税・政府支出拡大・民間消費刺激のいずれの手段にせよ財政拡大政策が採れる状況にはない。また、たとえ経常黒字国が財政拡大政策を採っても、赤字国のマクロ経済の救済への効果は僅かなものであり、黒字国の財政状況を大きく悪化させるだけである。

実際、EUROSTAT [EUROSTAT (2011), p.10.] によれば2010年度におけるドイツの財政赤字のGDP比は4.3%と、「安定成長協定」の基準値である3%を大きく超過しており、基準超過という点から見てもドイツに財政拡大の余地はない。しかし、次章で検討するように、ブンデスバンクへ

の批判は、一時的な財政収支悪化を招くにせよユーロ圏全体の需要不足を解消するにはドイツでの需要拡大が不可欠、という論点を中心とするものとなる。

(7) 結論

以上の考察により、ブンデスバンクは結論を次のように整理する。

1. 最近数年のヨーロッパ周辺国の大規模な経常収支赤字は、国内経活動の不均衡の現れであり、それは潜在産出力と比較しての高すぎる需要という需給不均衡である。
2. したがって、不均衡解消策は、赤字国の国内需給調整を中心とするべきであり、具体的には、労働市場改革といった構造改革や財政健全化であり、さらに、周辺国の不動産市場の拡大抑制策である。
3. 逆に言えば、黒字国での国内需要拡大といった補完的な政策では問題を解決できず、赤字国を救済できない。
4. それに代わって、全ユーロ圏加盟国での国内での持続可能な経済政策遂行を保障するような安定志向の金融政策こそが、周辺国への有効な援助となる。

このように、ブンデスバンクは、ユーロ発足以降拡大してきたユーロ圏内の不均衡の基本原因を経常赤字国の国内需給不均衡に求め、赤字国内部での需要抑制政策を不均衡解消策の中心に据えるべきだと主張する。黒字国内部の需要拡大政策は不要であり、黒字国ができる援助はユーロ圏の安定的な金融政策の遂行だけだ、として赤字国責任論を特徴としている。

したがって、ブンデスバンクに対する批判は、この赤字国責任論への批判が中心となる。

II. ブンデスバンクへの批判

ブンデスバンクの上記論文の翌年の2011年に、スペインのJorge Uxó,

Jesús Paúl, Eladio Febreroの3氏が「ユーロ圏の経常収支不均衡と大不況—原因と政策—(Current Account Imbalances in the Monetary Union and the Great Recession: Causes and Policies)」[Uxó Jorge, etc. (2011b)]と題する論文を公表し、不均衡の赤字国責任論を全面的に批判する。もっとも、直接にはブンデスバンクを名指しはしていないが、実質的には上記ブンデスバンク論文への正面からの批判となっており、黒字国・ECB・EU当局の政策責任を強調しているので、以下、論点毎に要約する。

(1) 批判対象

本論文も、「ヨーロッパの危機の基礎原因は、ユーロ発足以来累積してきた不均衡、とくに民間債務・対外債務の不均衡にあり、これが経常赤字と経常黒字に反映されている」[Uxó Jorge, etc. (2011b), p.571.]として、現在の「ソブリン危機」の基礎原因にユーロ圏内不均衡を求めており、その現れが経常収支不均衡である、と認識するかぎりにおいてブンデスバンクと共通認識に立っている。

しかし、この不均衡の原因と不均衡解消の政策に関しては大きく異なってくる。直接の批判対象とするのは、EU委員会等の文書〔European Commission (2010a)・(2010b), European Council (2011)〕での以下のような認識である。すなわち、対外不均衡はもっぱら赤字国の経済政策のミスと「誤った行動」にあり、具体的には、赤字国の過度の財政支出・競争力と輸出力の欠如・国際市場で調達される資金の誤った配分・過度の賃金上昇に原因が求められる。これに対して、黒字国は経済的効率性と「美德(virtue)」の手本としてみなされる。具体的には、慎重な財政政策・賃金抑制・高い生産性である。この認識から生じる政策提言は、Euro Plus Pactが主張するように、赤字国での競争力改善のための、主に賃金抑制・財政規律強化・構造改革による痛みを伴う調整プログラムの実行である。ここで挙げられているEU委員会等の文書での認識と政策は、赤字国責任論とい

う意味では前章で検討したブンデスバンクの論文と共通しているため、これらの文書を批判する3氏の本論文は実質的にブンデスバンクの上記論文批判となっている。したがって、本稿では3氏の本論文をブンデスバンク批判論文として検討していく。

(2) 黒字国と赤字国の相互依存構造

3氏によれば、ユーロ圏内経常収支不均衡の原因は、赤字国の国内不均衡でもなければ経済政策のミスでもない。赤字国と黒字国の発生・拡大は実は同一現象である。一方で、黒字国は賃金の低い伸びと弱い国内需要が成長と雇用にマイナスの影響を及ぼしているため、輸出主導成長戦略を採用。他方で、赤字国は債務増大によってファイナンスされて国内需要拡大に成長の基礎を置いている。この二つの成長戦略は相互依存적である。すなわち、中心の黒字国の成長は周辺の赤字国の需要によって支えられ、一方周辺国は、黒字国が周辺国の経常赤字をファイナンスすることを必要としている。このような相互依存構造が形成・拡大してきたが、3氏によれば、このような「解決」は暫定的なものである。主として負債の増大と競争力の低下によって不均衡が拡大していき、相互依存構造が持続不可能になるからである。このような認識にもとづいて、3氏は黒字国の典型としてドイツを、赤字国の典型としてスペインを検討していく。2007年においてドイツがユーロ圏内の黒字総額の71%を占め、スペインがユーロ圏内赤字総額の45%を占めるからである。

(3) 黒字国ドイツの成長パターン

3氏によれば、黒字国ドイツの成長パターンを特徴づけるのは賃金上昇の停滞である。賃金停滞の第一の指標は、生産性上昇・インフレと比較した場合の賃金上昇率の低さである。3氏はまず、Eckhard Hein and Achim Truger (2009) の論文に依拠して、労働者一人当たりの生産性上昇率とイ

ンフレ・ターゲットを合計した「賃金余地 (Scope for Wages)」という指標を用いて、1999～2007年においてドイツの「賃金余地」は年率3.1%であったと算出する。しかし、この期間の実際の一人名目賃金上昇率は年率1%にとどまっていたから、実際の賃金上昇率は累計16%も「賃金余地」を下回るようになった。次に、2000～2010年名目賃金上昇率を、1980～1990年、1990～2000年の過去10年単位と比較しても、それぞれ約22%、16%に対し、同期間は約6%にすぎなかった。

こうした生産性上昇率という指標値からの乖離、過去の賃金上昇率との比較によって確認されるドイツの賃金上昇率の低さは、次の二つの結果をもたらした、と3氏は主張する。第一は、国民所得における賃金の割合の低下と、それによるドイツの国内需要成長へのマイナス効果である。賃金割合の低下は民間消費の成長鈍化として現れ、同時に国内投資も低下したから、ドイツの経済成長の主要源泉は海外部門となった。第二は、ドイツの輸出競争力の上昇と、それによる輸出の増大である。というのは、1999～2007年にドイツを除くユーロ圏平均で単位労働コストが14%、スペインで30%上昇したのに対し、ドイツのそれはほとんど一定だったからである。ドイツのこの競争力向上によって、同期間においてドイツのユーロ圏諸国への輸出が80%増加する一方、輸入は国内需要の低迷もあって51%しか増加せず、その結果ユーロ圏諸国に対するドイツの貿易黒字はGDP比で1999年の0.5%から2007年には3.8%に上昇することになった。

(4) 赤字国スペインの成長パターン

スペインの成長パターンは、3氏によれば国内需要主導・債務依存型成長である。国内需要は、とくに民間建設部門の支出が大きく、債務は民間債務と対外債務の増大が大きい。消費が内外とも旺盛だったのに対し、生産的投資の増大はわずかであったので、増大する需要の大部分は輸入によって充足され、需要の輸入による充足率は1995年の48%から2005年には60%弱

へ上昇した。

同時に、金利は、ユーロ発足前から低下していたが、ユーロ発足後、公的金利の取れん、為替変動に伴うリスクプレミアムの消滅、さらにスペインでのインフレによって、金利低下が加速し、これが住宅バブルの促進要因となった。

したがって、スペイン経済にとって、ユーロ発足は拡張的効果を与えるものとなり、この帰結は、債務の増大・インフレの昂進・輸入増大・対外収支の赤字であった。

(5) 相互依存構造崩壊の危機

スペイン等の国内需要主導型・輸入依存型経済と、ドイツ等の輸出依存型経済との以上のような相互依存構造は、前者による債務継続が困難になるか、あるいは、後者が輸出先を見出すことができなくなれば、崩壊する。ブンデスバンクが主張するように黒字国が独自に発展したのではなく、黒字国も赤字国の輸入依存構造にもとづいて輸出を増大させて成長を達成し、黒字を累積させてきたのである。したがって、3氏によれば、現在の「ヨーロッパの経済危機の真の原因は、この成長モデルの崩壊が運命づけられていることにあり、国際金融危機は、この崩壊を促進させた要因である。これに続く財政悪化は危機の打開を妨げているが、危機の原因ではない」[Uxó Jorge, etc. (2011b), p.583.]として、二つの成長モデルが共存する相互依存構造の崩壊こそが危機の本質だという。

この危機要因の第一は、家計と非金融企業の債務である。たんに高水準というだけでなく、対外債務が増大し、スペインの場合、対外債務のGDP比は2001年の45%から2007年には110%へ上昇している。さらに、経常収支の悪化がこの対外債務ポジションの悪化に拍車をかけている。こうした状況で、国際金融市場へのアクセスが不可能になれば対外債務依存は限界に達する。第二は、不動産市場の肥大化によるバブルの膨張と崩壊である。債務依存の上昇により住宅投資が低下し始めれば、債務継続ではなく、「強

制貯蓄」を余儀なくされる。さらに、原料価格高騰を懸念してECBが金利引き上げに転じる可能性や、住宅市場が飽和状態に達し売れ残り住宅が増大していることも、赤字国の成長構造が限界に達していることを表している。

(6) 政策提言

3氏によれば、こうした危機の現実化を回避するためにEU各国政府・EU委員会・ECBが従来採ってきた政策は誤っている。従来の政策の特徴を3氏はEU委員会の文書〔European Commission (2011a)〕にもとづいて、以下のように整理する。1. 医療費・年金・公務員給与・その他社会保障費削減と増税による財政再建、2. ヨーロッパレベルでの統一的な財政規律の確立、3. 赤字国での単位労働コスト抑制による競争力不均衡の是正、4. 労働市場と生産市場での構造改革、5. 危機国への金融支援、6. 金融監督体制と金融規制の改革、である。

3氏は、これらを特徴とするEU委員会等の従来の政策の誤りを次の3点において批判する。第一は、この従来の政策は、基本的に供給面に主眼が置かれているが、ヨーロッパ経済が直面しているのは、とくに中核諸国での需要不足である。「現在の危機を導いている不均衡の源泉は、まさに中核諸国の需要増大の弱さにある」〔Uxó Jorge, etc. (2011b) p.588.〕。第二に、財政危機は、経済危機の結果であって、その原因でないのに、従来の政策は財政問題とソブリン債務危機に重点を置いている。第三に、赤字国での賃金抑制による競争力向上に焦点が合わせられているが、「周辺国」のデフレ政策だけでは問題が解決できない。

このうち、とくに赤字国の賃金抑制政策の問題点を以下の3点にわたって指摘する。第一は、需要への抑制的効果である。賃金抑制は、まず消費性向へのマイナス効果、可処分所得に対する債務負担の増大として作用するが、さらには、税収入の減少・公的支出の削減をともない、需要減少を

加速させていく。第二は、賃金引き下げ競争による効果の減退である。ドイツのような黒字国も含めて全加盟国が賃金引き下げ競争をすれば、この「底に向かっての競争 (race to the bottom)」(ibid., p.589.) は、とくに赤字国にとって競争力の改善にならないからである。第三は、成長率低下による需要不足問題の一層の加速である。

このように、賃金抑制による競争力上昇というドイツの成功事例をスペイン等の周辺国に押し付ける政策を3氏は批判するが、これにとどまらない。まさに、強制しようとするドイツ等の賃金抑制政策こそが赤字国の不均衡是正を不可能にしている、と3氏は主張する。「黒字国が賃金抑制政策と国内需要低成長政策を続けるならば、赤字国の不況の悪化とデフレなしでは赤字国の不均衡を解決できない。この不況の悪化とデフレは過去の債務の支払いを不可能にするだけである。」(ibid.)。

したがって、3氏は、ブンデスバンクやEU委員会とは逆に、危機の原因であるユーロ圏全体での需要不足を、とくに黒字国が中心となって解決すべきとして、以下の具体的政策を提案する。1. ECBによる国債購入、2. ユーロ共同債の発行、3. 減税、4. ユーロ圏共同のインフレ・ターゲット政策と賃金政策の遂行、である。このうち、4点目の政策に関して、インフレ・ターゲット政策は一定期間赤字国の平均インフレ率より低く設定し、賃金上昇率は生産性上昇率とインフレ・ターゲットをプラスしたものにすると提言している。

3氏の主張の特徴は、ドイツをはじめとするユーロ圏中核黒字国において需要不足が発生し、その不足分を周辺諸国が補い、黒字国の輸出主導型成長を可能にさせた、として、周辺赤字国の旺盛な需要の黒字国に対する恩恵を強調することにある。ドイツ等の中核諸国は、「国内需要の構造的不足という成長率へのマイナス効果を、『周辺』諸国の国内需要の大きな成長によって部分的に相殺してきた」(ibid., p.590.) のである。

Ⅲ. 若干の実証的検討

(1) 理論的対立点

以上のように、ブンデスバンクと3氏の政策的主張は正反対であり、鋭く対立する。ブンデスバンクが赤字国での財政健全化・国内需要抑制・賃金上昇抑制・社会保障制度の改革を軸とする赤字国責任論を展開するのに対し、3氏はドイツ等の黒字国主導でのユーロ圏全体の需要創出を提案し、黒字国責任論を主張する。需要創出は、具体的には、黒字国内部では賃金上昇、ユーロ圏全体ではECBによる国債購入・ユーロ共同債の発行等なされるべきことになる。

しかし、このような明確な政策的対立にもかかわらず、現状の事実認識においては共通している部分も多い。第一に、現在のユーロ圏内の「ソブリン危機」の背景にユーロ圏諸国の不均衡発展があり、第二に、その不均衡発展の現れが経常収支不均衡であり、第三に、経常収支不均衡が拡大していることに現れているように、ユーロ圏内不均衡はユーロ発足以降拡大しており、第四に、ドイツの経常黒字増大にはドイツ内の賃金抑制が大きく寄与した、という点を認めているかぎりには、ブンデスバンクも3氏も共通している。

対立は、賃金抑制による輸出増大というドイツでの「成功例」を、ブンデスバンクのように赤字国での適用を主張するのか、あるいは、3氏のようにドイツの「成功例」こそがユーロ圏内不均衡発展の原因であるとして、その「成功例」の是正を求めるか、から生じる。

こうした対立の背景には、両者のユーロ圏内需要認識の相違がある。すなわち、ブンデスバンクが、赤字国の需要増による赤字国内の需給不均衡こそがユーロ圏内不均衡の基本原因である、として赤字国における過大需要を問題にするのに対し、3氏は、ドイツ等の黒字国の需要不足による黒字国内不均衡こそが、黒字国の輸出増・輸入停滞をつうじて赤字国の経常

赤字拡大を導いた、として黒字国における過小需要を問題にする。

もっとも、過大需要・過小需要といっても相対的概念であるから、ブデスバンク・3氏とも認識に大差ないようにも見える。しかし、実は、過大・過小を判断する基準が両者において大きく異なる。赤字国の過大需要に関しては、ブデスバンクが、周辺4カ国の過大需要の指標をインフレ進による価格競争力の低下に求めるのに対し、黒字国の過小需要に関しては、3氏がドイツにおける賃金上昇率の低さ・輸入の停滞とドイツの輸出主導型成長、さらに周辺国がドイツの輸出の受け皿になったことに過小需要の根拠を求めている。

これらの論拠の妥当性を確認するために、第一に、周辺4カ国等の赤字国の需要がドイツの輸出の受け皿になったのか、第二に、赤字国の価格競争力の低下が赤字国の輸出を停滞させたのか、について以下実証的に検討してみよう。

(2) ドイツの輸出相手国と黒字

2011年末でドイツの経常収支黒字は1,465億6,300万ユーロに達し、他方、貿易収支黒字が1,543億4,300万ユーロと経常黒字を上回っている。サービス収支と移転収支の赤字がその理由である。したがって、ドイツの経常収支黒字の原因は貿易黒字の動向の検討によって大略分析できる。

ドイツの貿易収支の動向を、1999年のユーロ発足時から相手国別に示した第1表から、以下の諸点が確認できる。第一に、ドイツの貿易黒字は1999年の665億5,800万ユーロから2011年の1,543億4,300万ユーロへ、約2.3倍つまり131.9%増加している。しかし、第二に、対EU諸国の黒字のシェアは1999年の80.4%から2011年には73.8%に低下している。この間加盟国が15カ国から27カ国に増加したにもかかわらず、EU諸国のシェアは逆に低下している。第三に、対ユーロ圏諸国の黒字のシェアも1999年の51.3%から2011年には48.3%に低下している。この間ユーロ導入国が11カ国から17カ国に増加

したにもかかわらず、ユーロ圏諸国のシェアも低下している。第四に、2011年の最大の黒字相手国はフランスであり、黒字のシェアは同期間に20.2%から21.9%に上昇している。第五に、周辺4カ国のうち、アイルランドに対してはドイツは貿易赤字を続けており、スペイン・ポルトガル・ギリシャに対して同期間に黒字額を49.6%増加させている。しかし、第六に、上記周辺3カ国の黒字のシェアは17.5%から11.2%へと大きく低下させている。

これらの事実は、ドイツ過小需要説という3氏の主張と対立する。前述のように、3氏はドイツが過小需要である根拠として、ドイツの輸出主導型成長を指摘するだけでなく、国内で不足する需要を周辺国の需要が受け皿となって、ドイツの輸出商品の販路を提供してきたことを挙げていたか

第1表：ドイツの相手国別貿易収支（1999－2011年）

(100万ユーロ)

	1999	2003	2007	2008	2009	2010	2011
フランス	13,448	20,295	28,389	29,351	26,849	27,694	33,850
イタリア	5,094	14,587	19,524	14,512	13,154	16,215	12,994
オランダ	-2,220	-3,545	832	-2,105	-2,683	-4,902	-14,216
オーストリア	9,750	13,921	20,267	21,462	18,052	18,735	19,957
ベルギー	5,775	9,340	14,123	12,511	13,180	10,792	7,440
スペイン	8,064	15,660	27,023	21,751	11,977	12,022	11,962
ポルトガル	1,160	1,161	4,364	4,144	2,765	3,830	2,386
ギリシャ	2,412	4,079	5,817	5,917	4,856	3,892	3,054
アイルランド	-8,277	-10,049	-11,119	-10,566	-10,267	-9,582	-8,197
ユーロ圏合計	34,169	68,004	112,993	103,017	82,759	83,954	75,039
イギリス	12,003	22,730	29,176	23,628	18,166	23,298	21,768
EU合計	53,543	98,057	174,127	159,894	114,419	124,959	113,955
アメリカ	13,866	21,809	25,079	23,288	13,231	19,367	23,382
日本	-11,161	-7,306	-11,832	-10,972	-8,438	-10,028	-9,311
総計	66,558	135,263	199,378	179,542	132,234	157,239	154,343

(注) EU、ユーロ圏は、新規加盟国を算入した数値。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, various issues.

らである。ところが、第1表で見たように、周辺3カ国は、ユーロ発足後ドイツの貿易黒字のシェアを大きく低下させており、この意味で3氏によるドイツ過少消費説の根拠を弱くさせる。もちろん、3氏の主張を一般的に敷衍させて、販路の国が周辺国かどうかともかく、ドイツの輸出主導型成長とそれによる黒字の累積をドイツ国内の過小消費の根拠とすることも想定可能である。しかし、国内のISバランスと経常収支の関係は、周知のように恒等式であり、いずれが原因であるかは断定できない。つまり、国内消費が不足して輸出が増大したのか、あるいは逆に、輸出が増大したから結果的に国内需要が不足するようになったのかは、輸出増大という事実だけでは断定できない。したがって、ドイツ過小消費説は、3氏の挙げる根拠でも一般論でも、現在では十分な説得力を有していない。

では、逆に、ブンデスバンクが主張するように周辺国過大需要説が妥当するのだろうか。この周辺国の過大需要と価格競争力に関して、フランス銀行のGuillaume Gaulier, Vincent Vicardの2氏によって興味深い研究(2012)が発表されている。両氏は、1999年から2007年の期間における単位労働コストの年増加率を、ドイツ・フランス・イタリアとスペイン・アイルランド・ギリシャ・ポルトガルの各部門毎に比較した第2表を作成し、以下の結論を導いている。第一に、単位労働コストの動向は輸出の増加とは無関係である。というのは、第二に、単位労働コストの上昇は、とくに危機国において非貿易部門(非製造業部門)において生じているからである。第三に、ユーロ圏内の経常収支不均衡は、ユーロ圏中核国からユーロ圏途上国(周辺国)への資本流入によって生じた。第四に、この資本流入の結果、周辺国における需要が増大し、輸入が増大した。第五に、周辺国の非貿易部門に物価が上昇した。

周辺国の過大需要を指摘するかぎりにおいては、両氏はブンデスバンクと共通しているが、その位置づけは全く異なる。ブンデスバンクによれば、周辺国の過大需要は内生的なそれであったのに対し、両氏によれば、周辺

第2表：ユーロ圏主要国の産業別単位労働コスト上昇率（1999－2007年）

	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	アイルランド	ギリシャ	ポルトガル
全産業	-0.2	2	2.5	2.9	3.8	3.8	2.9
製造業	-1.2	0.3	2.3	2.4	-1.8	3.9	1.3
農林水産業	-1.6	3.1	2.1	1	8.3	9.1	3.1
鉱山・採掘業	-1	-4.7	3.4	1.3	-0.1	2.8	3.7
電気・ガス・水道業	0.6	0.5	-0.2	-1.5	-0.3	4.8	-1.5
建設業	1.5	4.4	3	5.3	9	4.6	6
卸・小売業	-0.5	1.9	2.2	3.4	2.7	2.9	4
ホテル・レストラン業	-0.2	3.8	3.8	1.1	3.2	6.3	5.3
運輸・倉庫・通信業	-1.9	-0.3	-0.5	2.6	1.7	-1.2	-0.5
金融・保険・不動産業	1.7	2.6	3.8	2.7	2.7	4.5	2.2
その他サービス業	0.4	3	3	3.3	7.3	4.2	4.1

(年率、%)

(出所) Guillaume Gaulier & Vincent Vicard (2012) .

国の過大需要は中核国からの資本流入によって生じたものであり、いわば外生的な過大国内需要説である。この需要増大の結果、非貿易部門の物価と賃金が上昇したが、それと比較すると貿易部門の賃金の伸びは低く、輸出に大きな影響を及ぼさなかった。この点でも、周辺国の価格競争力の低下を経常収支赤字の原因とするブンデスバンクと対立する。

たしかに、両氏が主張するように、周辺国のスペイン・アイルランド・ポルトガルの製造業（貿易部門）の単位労働コストの上昇率は、非貿易部門のそれより低く、経常収支の悪化は、輸出の減少よりも輸入の増加による部分が大きい。また、周辺国において過大需要が発生したのが事実だとしても、その過大需要の発生を可能にした条件として、中核国からの資本流入は無視できない。周辺国発行の国債を中核国をはじめ非居住者が購入しなければ、国債の大量発行をともなう財政支出拡大・過大需要創出が不可能であるし、また、中核国の銀行が周辺国の銀行・企業等に信用供与しなければ、民間レベルでの需要創出を拡大できなかったからである。

したがって、黒字国の過小需要→黒字国責任論、赤字国の過大需要→赤字国責任論、という前述の図式は再検討されなければならないことになる。

前者においては黒字国の過小需要の証明自体が困難であるし、後者においては赤字国の過大需要を認めるにせよ、それをもたらした原因は赤字国内部にとどまらないからである。

IV. 結論

1999年のユーロ発足以降拡大してきたユーロ圏内経常収支不均衡の原因とその解消対策として、大別して二つの見解が対立してきた。第一は、赤字国の経常赤字の基本的原因は赤字国の過大需要と、それにとまなうインフレ昂進・価格競争力の低下にあるというもので、解消対策としては、赤字国の需要の抑制によるインフレ鎮静と、賃上げ抑制による価格競争力の上昇という赤字国責任論になり、ブンデスバンクに代表される見解である。第二は、黒字国の経常黒字と赤字国の経常赤字累積の基本的原因は黒字国の過小需要と、それにとまなう黒字国の輸出主導型成長にあるというもので、解消対策としては、黒字国が主導してユーロ圏規模で需要創出せよという黒字国責任論になり、本稿で検討した3氏のように、ブンデスバンクに批判的な立場に概ね共通する見解である。

本稿で検討した結果、赤字国の過大需要に経常収支不均衡の基本的原因があることが確認された。しかし、これは上記の第一の見解と異なり、赤字国責任論に直結しない。赤字国の過大需要をもたらしたのは赤字国内部にとどまらず、中核国による大規模な資本流入がきわめて大きいからである。

したがって、問題は、中核国による大規模な資本流入があったにもかかわらず、それがなぜ、赤字国における生産性上昇・競争力上昇に利用されなかったのか、である。この問題の所在はブンデスバンク自身も認識しており、「経常赤字それ自体ではなく、外国資本の非効率な利用こそが問題であった」〔Deutsche Bundesbank (2010), p. 23〕と指摘していたが、この指摘が十分に生かされず、賃金抑制による価格競争力上昇に政策の主

眼がおかれていた。しかし、周辺国の賃金上昇の重要な一因として「外国資本の非効率な利用」があったことを考慮すると、周辺国への外国資本の流入に関して、原因・形態・影響と改善策を検討することが今後の重要な課題となる。

参考文献

- Barry, Eichengreen. (2010). "Imbalances in the Euro Area." University of California, Berkeley, November 2010.
- David Kelch, Mathew Shane, David Torgerson & Agapi Somwaru. (2011). "European Financial Imbalances: Implications of the Eurozone Sovereign Debt Problem for U.S. Agricultural Exports." *A Report from the Economic Research Service*, United States Department of Agriculture, May 2011:1-19.
- De Grauwe, Paul. (2011). "The Governance of a Fragile Eurozone." The Centre for European Policy Studies Working Document 346.
- Deutsche Bundesbank. (2010). "On the problems of macroeconomic imbalances in the Euro area." *Monthly Report*, July 2010:17-38.
- European Commission. (2010a). "Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances." *European Economy*, 2010 (1): 1-155.
- European Commission. (2010b). "Special Issue: The Impact of the Global Crisis on Competitiveness and Current Account Divergences in the Euro Area." *Quarterly Report on the Euro Area*, 9 (1): 1-42.
- European Commission. (2011a). "The EU's Comprehensive Policy Response to the Crisis." *Quarterly Report on the Euro Area*, 10 (1): 7-14.
- European Commission. (2011b). *Annual Growth Survey: Advancing the EU's Comprehensive Response to the Crisis*. Brussels: European Commission.
- European Council. (2011). "Conclusions of the Presidency."
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf (accessed March 24-25, 2011).
- EUROSTAT. (2011). *Government finance statistics Summary tables-2/2011*.
- Febrero, Eladio, and Jorge Uxó. (2011). "Constraints and Alternatives for Employment and Output Growth. Spain during the Great Recession." *Journal of Contemporary European Studies*, 19 (1): 63-81.
- Felipe, Jesús, and Utsav Kumar. (2011). "Unit Labor Costs in the Euro Zone: The

- Competitiveness Debate Again.” Levy Economics Institute Working Paper 651.
- Guillaume Gaulier & Vincent Vicard. (2012). “The signatures of Euro area Imbalances.” Banque de France, 13 July 2012 (Preliminary)
- Hein, Eckhard, Achim Truger. (2009). “How to Fight (or Not to Fight) a Slowdown.” *Challenge*, 52 (3) : 52-75.
- Hein, Eckhard, Achim Truger, and Till van Treeck. (2011). “The European Financial and Economic Crisis: Alternative Solutions from a (Post-) Keynesian Perspective.” Macroeconomic Policy Institute Working Paper 9/2011.
- Horn, Gustav, Katharina Droge, Simon Sturn, Till van Treeck, and Rudolf Zwiener. (2009). “From the Financial Crisis to the World Economic Crisis. The Role of Inequality.” Macroeconomic Policy Institute Report 41.
- Horn, Gustav, Heike Joebges, and Rudolf Zwiener. (2009). “Global Imbalances: Cause of the Crisis and Solution Strategies for Germany.” Dusseldorf: Macroeconomic Policy Institute.
- Nils Holinski, Clemens Kool & Joan Muysken. (2012). “Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences.” *Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW*, January/February 2012:1-21.
- Sinn, Hans-Werner, Teresa Buchen, and Timo Wollmershäuser. (2011). “Trade Imbalances-Causes, Consequences and Policy Measures: IFO's Statement for the Camdessus Commission.” *CES Ifo Forum*, 2011 (1) : 47-58.
- Stockhammer, Engelbert. (2011). “Peripheral Europe's Debt and German Wages. The Role of Wage Policy in the Euro Area.” School of Oriental and African Studies, Department of Economics, Research on Money and Finance Discussion Paper 29.
- Uxó Jorge, and Jesús Paúl. (2011a). “The Reform of the Economic Governance of the Eurozone: Macroeconomic Supervision and Coordination.” *International Journal of Public Policy*, 7 (4,5,6) : 205-225.
- Uxó Jorge, Jesús Paúl & Eladio Febrero. (2011b). “Current Account Imbalances in the Monetary Union and the Great Recession: Causes and Policies.” *PANOECONOMICUS*, 2011 5 Special Issue, November 2011:571-592.
- Willem H Buiters, Ebrahim Rahbari & Juergen Michels. (2011). “The implications of Intra-euro area imbalances in credit flows.” *POLICY INSIGHT*, No57, Centre for Economic Policy Reserch, August 2011:1-14.