

欧州の財政統合とは何か

発表日：2011年8月20日（土）

～ マンデル・フレミング・モデルの穴を塞ぐ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

独仏首脳が経済政府の新設を表明した。その意味合いは、金融政策の統合から財政政策への統合への一歩を踏むことである。財政統合は、財政主権の喪失と捉えられがちであるが、おそらく完全な自由度の喪失でなく、相当の自由度は維持される。財政規律の徹底が眼目なのだろう。一方、既成の経済学を勉強してきた人には、固定相場制を組むと財政政策の自由度が確保されると教えられてきたが、欧州の実績から学ぶとユーロ圏を形成しても互いの財政政策が管理しにくいという弱点を思い知らされる。

独仏首脳が表明した財政統合への道筋

8月16日にパリで開催された独仏首脳会談は、ユーロ共同債の導入が見送られ、欧州債務問題に対する具体策も提示されなかったとされる。そのため、期待感が裏切られたとして、極めて評判の悪いものに終わったとみられている。

しかし、ドイツとフランスがユーロ圏経済政府の設立を表明し、財政統合に向けた動きを示したことは、筆者にとっては興味深い。最近のように過剰流動性の下で市場センチメントが、悲観と楽観の間で大きく振れやすい環境では、あまり短期的な評判だけに耳を傾けるのもどうかと思う。

この首脳会合で表明された注目点を絞ると、以下の通りである。財政統合のステップとして、(1)2012年夏までにユーロ圏17か国が財政均衡を目指した上限目標を法律で義務付ける。(2)各国首脳で構成されたユーロ圏経済政府を創設して、年2回以上の会合を開く。(3)2013年から域内の税制統合に向けて法人税率を共通化することを目指す、といった骨子になっている。

財政統合の具体的なイメージについては、まだ不明確の部分が多いと言わざるを得ない。おそらく、目的は財政再建に向けたサーベイランスの強化ということだろう。各国の歳出削減、増税に踏み込んで、どこまで実効性のある財政管理に経済政府が力を及ぼせるかが焦点になる。裏返しに言えば、現状のシステムには財政悪化国に対して赤字是正の影響力が十分には及ぼせないという弱みがあることを窺わせる。財政不均衡の是正に向けて、強い指導力を与えるというのが経済政府の眼目なのだろう。

一方、市場の失望が語られる背景には、経済政府のプランが当分先の話であり、スペインやイタリアへの財政不安を落ち着かせられるものではなかったことにある。むしろ、救済基金であるEFSFを拡充した方がよかったという見方もある。ユーロ共同債の発行を機動的に認めれば、スペイン・イタリアの長期金利に表れたリスクプレミアムの解消にも役立つのではないかという見方がある。だが、そうした危機封印の武器を整備しても、疑心暗鬼の強まった環境では一時的な時間稼ぎしかできないという達観した見方もできる。

財政統合のメリット・デメリット

将来、経済政府が各国財政への管理を強めたとき、そのメリットとデメリットはどうなるであろうか。ここでは、段階が進んで、ユーロ共同債の発行が行われることも視野に入れて評価してみたい。

まず、メリットは何かというと、ユーロ共同債を発行によって、財政基盤が脆弱な国々が現在よりも低金利で資金調達できることである。スペイン・イタリアは財政不安によって国債が売られて割高の資金調達に苦しむ。だから、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ユーロ共通債の傘の下に入れば、巨大な債券市場から低コストで資金調達ができる。

その一方で、欧州域内ですでに低金利で資金調達ができていたドイツにとっては、資金調達コストが割高になって魅力に乏しいという捉え方もある。その点、ドイツ抜きで共通債市場を創設したとすればよいという意見もあるが、そのような扱いをすればドイツは他のユーロ諸国から置き去りにされたという印象になる。ドイツにとっては、経済政府の主導権を失うことを嫌って、ユーロ共同債に参加するという引力が働くだろう。欧州には、EU でありながらポンドを使用し続けるイギリスもあるが、ドイツは統合の流れに参加しないで「イギリス化」の道を選ぶことはしないだろう。

また、財政統合のメリットには、ユーロ圏に参加する各国の財政赤字が長期間放置されて、状況が悪化するという事態が小さく止められることもある。確かに、そうした実体面での経済健全化を目指せる枠組みがなければ、ユーロ共同債を発行しても信用度の低いものになってしまう。サルコジ大統領が指摘するように、ユーロ共同債は経済政府の構想を固めてから、その後で用意する筋合いのもので、時期尚早という判断は間違っていないようにも見える。

反対にデメリットとしては、ユーロ圏の参加国が財政主権を失うことが挙げられる。特に財政悪化国の場合は、経済政府の意向を受けて、収支悪化を看過できなくなり、早めに増税を決断することになる。ギリシャのような国は事実上のデフォルト宣告をされる事態を回避することはできないにしても、各国は増税の痛みを早めに受け入れる必要が出てくることは財政統合にとってハードルになるだろう。

しかし、よく考えると財政主権を失うとは言っても、各国の議会があらゆる自治権を失って機能を完全に奪われるということではないだろう。イメージとしては、各国の議会が国内の地方自治体ようになって個別行政を担いつつ、一国全体の財政収支については管理を受けながら運営していくということになる。だから、財政主権を制限されると考えられる。財政主権をどの程度縛っていくのかは、将来の経済政府の課題になる。

ユーロ・システムの弱点

財政統合と聞いて、少し迷ってしまうのは、既成の国際経済学に慣れ親しんでしまったことの弊害なのかもしれない。経済学を勉強した多くの人には、「IS=LM 分析はもう古い」などと言いつつ、それを拡張したマンデル・フレミング・モデルを使うことには奇妙なほどに抵抗感を持っていない。マンデル・フレミング・モデルの発想があると、欧州諸国は統一通貨ユーロの下で財政政策が制約されないと考えがちになる。

少しこのモデルを敷衍しておく、固定相場制下ではレート維持のために金融政策が自由度を失う一方で、景気刺激が金融政策よりも財政政策が中心になるというものだ。固定相場制での財政政策は、その影響力が為替変動で相殺されないことが利点とされる。逆に、日本のような変動相場制の下では、金融政策が為替変動を通じて实体经济に波及するため、財政政策よりも金融政策が中心になる、という理解の仕方になる。経済学者マンデルの貢献は、生産要素の流動性が高い国々が同一通貨圏を組んだときのメリットが大きくなるという最適通貨圏の枠組みを提示した点でもあり、ユーロ圏の形成は、いくつかの理論によってサポートされてきた経緯がある。

もっとも、1999 年にユーロ圏が形成されて、経済変動の歴史が積み重なるとともに、マンデル・フレミング・モデルが示してきたこととの食い違いが目立つようになる。例えば、リーマンショックに至るまでの南欧諸国における不動産バブルの生成と崩壊、そして現在のソブリン・リスクといった数々の試練である。ユーロ域内では 2000 年代半に不動産バブルが発生した。これは、南欧諸国にとって ECB が設定する短期金利水準が低すぎたために起こった過熱の産物だと理解できる。2000 年代後半にそのバブルが崩壊すると、欧州域内で信用供与を行ったドイツ・フランスの金融機関に不良債権が発生し、南欧諸国の財政悪化も顕著になった。特に、ギリシャのように財政規律がルーズな国では、通貨切り下げで景気をリバランスすることができず、緊縮財政の重みが経済環境をより厳しいものにするという悪循環が生じた。ギリシャは大幅な通貨調整なしにはデフレ・リスクの罠から抜け出せないという厳し

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

い指摘もある。

これらの弊害を「予定されていたユーロ圏経済の欠陥」ということは容易だ。しかし、統一通貨圏のメリットが多かれ少なかれある以上、能動的に昔の通貨システムに分裂していく政治選択をすることは不可能であろう。いずれにしろ、システムを見直して新しいイバラの道を進んでいく宿命がある。

では、マンデル・フレミング・モデルで示された図式は、現実との間の何処に食い違いがあったのだろうか。それは、固定相場制を採用すると、財政政策には自由度が与えられるという、自由の「幅」だったのだろうか。少なくとも、その自由度は無制限なものではなく、制約された範囲内の自由だったはずだ。例えば、欧州諸国がリーマンショックに直面して、無制限のケインズ政策を実施できたかという、そうではなからう。不況時に大規模に財政出動しても、その収支悪化は改善しにくい。だから、本来的にケインズ政策は、固定相場制でも、変動相場制でも限定的にしか使えない。

そして、財政政策の自由度があると言っても、その前提には、それなりの規律が求められるものだった。欧州諸国を見渡すと、国情によって財政再建の熱心さは程度が異なるものだった。もともと以前のマーストリヒト条約では、財政赤字は名目 GDP 比で 3%以下に抑えるという収斂基準が課されていた。しかし、その拘束力は景気変動の中で必ずしも厳格には守られなかった。ギリシャのように財政管理を決定しない態度は、ユーロ・システムを脅かすモラルハザードを引き起こした。現在のソブリン・リスクは、財政悪化への規律メカニズムが働きにくいせいで発生し、財政統合はそれへの対処法として登場したとも理解できる。

日本は経済統合できるか

翻って、わが国にとって、欧州の財政統合の議論はどのくらいの距離感のある話なのだろうか。

経済統合の概念の中では、自由貿易協定の先に通貨統合や財政統合がある。経済学者バラッサが示した経済統合の発展段階の概念を援用すると、(1)自由貿易協定→(2)関税同盟→(3)共同市場(労働移動自由)→(4)経済同盟(経済政策協調)→(5)完全な経済統合、という道筋を描くことができる。日本でさかんに議論されている TPP は、関税同盟や共同市場への段階移行を果たそうというものだ。さらに先を考えると、米国と日本が TPP や EPA を結べば、その次は為替変動が自由貿易の障害になっていることが問題視され、統一通貨圏という議論が出てくる。「円高は悪だ」という論調が根強いことは、為替リスクをなくすための通貨統合への推進力にもなるだろう。

もっとも、この流れが一直線に進みそうにないことは言うまでもない。すでに、日本国内では TPP に反対する論陣が強固に築かれていて、一方で政治的には優先順位が低下してしまい、今や一頃の熱意もさめている。この問題は、そうしたブレーキがかかりつつも、さらに将来、韓国や ASEAN が環太平洋や欧州圏を巻き込んで自由貿易圏を作ろうとする動きがさらに加速すると、日本国内でプレッシャーを感じた人々が再推進をし始めると予想される。

そして、もっと先のどこかで、日本がどこかの地域と経済統合を進めることを余儀なくされることと予想される。ただし、そのときには日本の財政赤字がネックになって、政治的に財政統合の選択はできないとみられる。欧州がチャレンジしているような制度革新に日本が進んでいく展望にはまだ相当に距離感があると言わざるを得ない。

最後に一言加えると、欧州の経済統合は、70 年代以降の長いユーロペシズムの後にやってきたことが思い出される。日本も将来、経済環境が著しく行き詰った後、やはり他地域と経済統合をすることで事態打開をしなければいけないと思ひ直すことだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。