

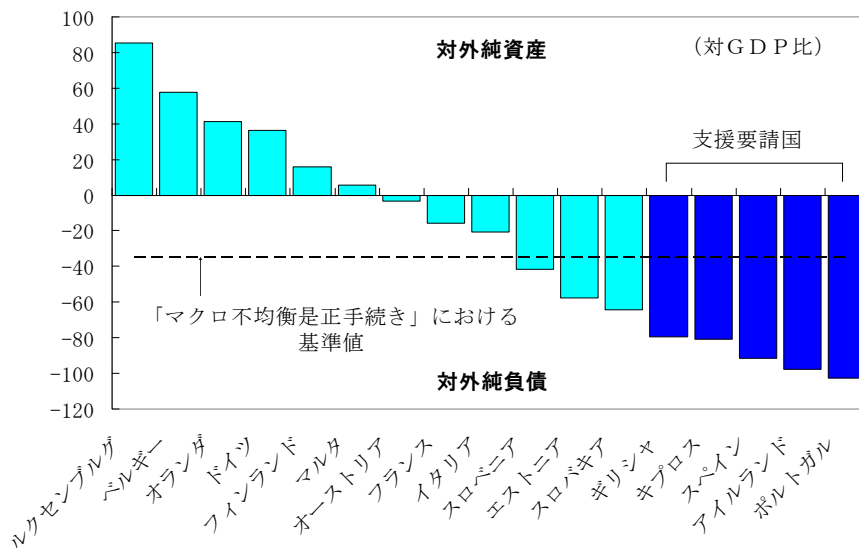
# Weekly エコノミスト・ レター

## ユーロ圏内の経常収支不均衡と 成長・雇用格差 —期待される統合深化による解決—

経済調査部門 上席主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ導入以降、ユーロ参加国は経常黒字が拡大し対外純資産を積み上げる国と、経常赤字が拡大し対外純負債を積み上げる国に二分化した（下図参照）。
2. 域内の経常収支不均衡は、世界金融危機を境に高債務国の内需萎縮を通じて縮小に転じている。しかし、ユーロ分裂への不安は、高債務国の競争力と輸出が回復、経済成長・雇用拡大と域内不均衡の是正が両立するようにならなければ解消しない。
3. 高債務国の改革を、10月に稼動開始したESMやECBの新たな国債買い入れプログラムばかりでなく、「成長雇用協定」や統合深化を通じて支えることが重要だ。
4. 10月首脳会議での銀行同盟や財政同盟を巡る合意は、中間地点としては一定の評価ができる。12月の最終合意に向けた調整の進展が期待される。

ユーロ圏の対外純資産残高の対GDP比（2011年末）



(注)「マクロ不均衡是正手続き」はEUが過剰な不均衡の未然防止のために2012年から導入したマクロ経済政策監視制度。不均衡の早期発見・是正のために対外純資産など内外の不均衡を示す10の指標に基準値が設定されている。

(資料)欧州委員会統計局

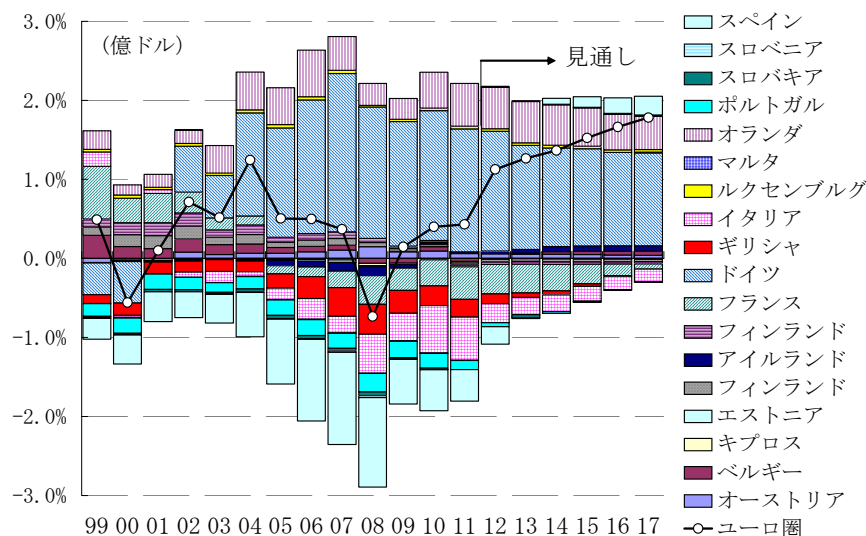
## （世界金融危機まで拡大が続いたユーロ圏内の経常収支不均衡）

ユーロの危機はギリシャなどユーロ圏内の一部の国の過剰債務の問題であり、単一通貨圏内で競争力の格差と経常収支の不均衡が拡大し続け、債権と債務が両建てで積み上がった結果である。

1999年の単一通貨ユーロの導入から世界金融危機が起きた2008年まで、ユーロ参加国は経常収支の黒字を拡大し続ける国と逆に赤字を拡大し続ける国に二分化した（図表1）。ユーロ圏内の経常収支不均衡の累積で<sup>（注1）</sup>、対外純資産を積み上げる国と対外純負債を積み上げる国への二分化も進んだ（表紙図表参照）。

（注1）対外純資産・純負債残高は、経常収支の累積というフローの要因のほか、為替相場の変動、株価・債券価格等の変動によっても変動する。

図表1 ユーロ参加国の経常収支



（注）2012年以降はIMFによる見通し（資料）IMF, "World Economic Outlook Database", October 2012

## （次々と支援要請に追い込まれた高債務国。成長・雇用に広がる影響）

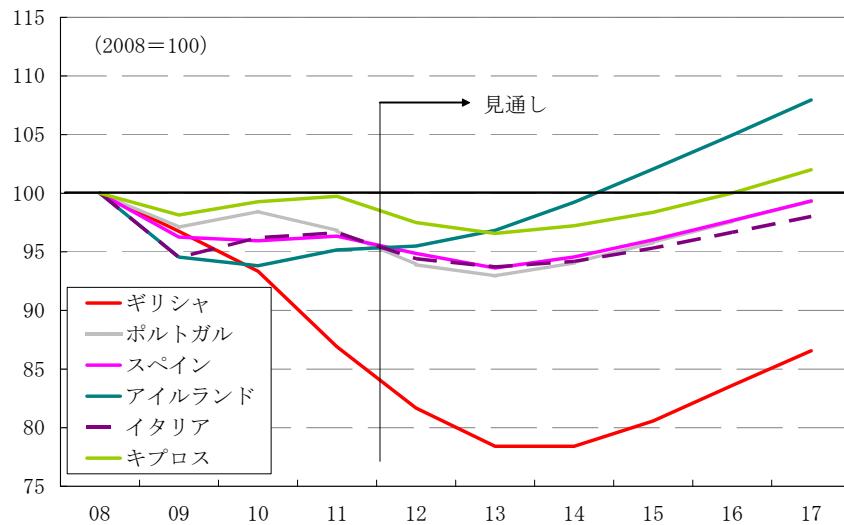
高水準の対外純負債を抱える対外債務国（以下、高債務国）は、対外債務に関わる所得支払いの負担が成長を阻害する度合いが大きくなり、外資流入環境の急変に脆弱である。

実際、ユーロ圏の金融安全網に支援を要請したユーロ参加国は対GDP比で見た対外純負債残高上位5カ国（ポルトガル、アイルランド、スペイン、キプロス、ギリシャ）である。

また、足もとのユーロ圏経済は景気後退局面にあるが、圏内でも景気落ち込みの度合いの格差という面でも、対外純資産・純負債のポジションとの関係が観察される。支援要請した高債務国5カ国と、対外純負債の水準は相対的に小幅ながら政府債務残高の水準が大きいため支援要請観測が燻るイタリアの実質GDPは2011年の時点でも2008年の水準を回復していない。

国際通貨基金（IMF）は10月に公表した「世界経済見通し」の中で、南欧4カ国とキプロスについては、2012年～2013年のマイナス成長を予測しており、南欧4カ国は5年後の段階でも実質GDPが2008年水準を下回る状態が続くと見ている（図表2）。

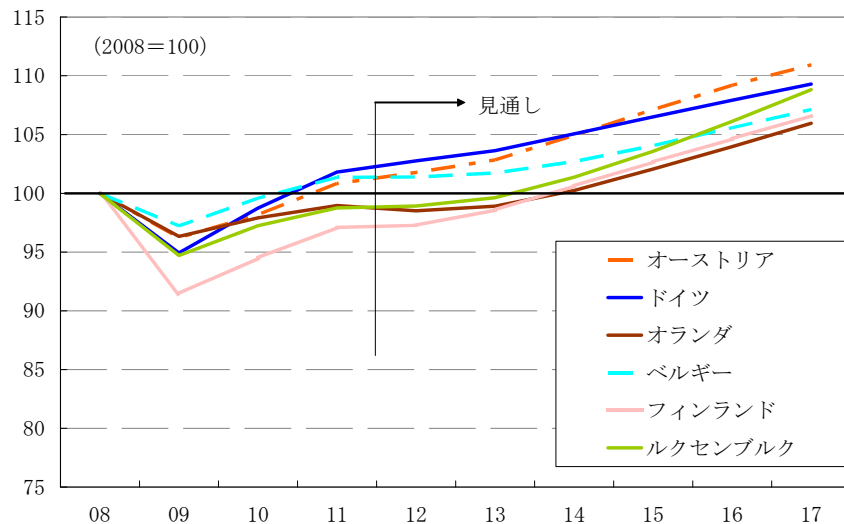
図表2 ユーロ圏支援要請国・イタリアの実質GDP



(資料) IMF, "World Economic Outlook Database", October 2012

他方、経常黒字国ないし対外純資産を擁する対外債権国の6カ国のうち、ドイツなど半数が2011年時点で2008年の実質GDPの水準を上回っている。IMFの見通しでも、2012年年間でのマイナス成長が予想されているのはオランダのみで、その後は低水準ながらもプラス成長を確保、2013年には緩やかな景気回復過程が続くと予測されている(図表3)。

図表3 ユーロ圏経常黒字国/対外債権国\*実質GDP



(\*) 対外債権国=対外純資産国 (資料) IMF, "World Economic Outlook Database", October 2012

成長格差は足もとの雇用情勢の格差にもつながっている。ユーロ圏の失業率は世界金融危機による同時不況で2008年3月の7.3%から2010年5月の10.2%まで上昇した後、一旦は改善に転じたが、ユーロ危機の拡大によって再び上昇に転じ、直近の2012年8月時点では11.4%とユーロ

導入以来の水準を更新する状況が続いている（図表4）。

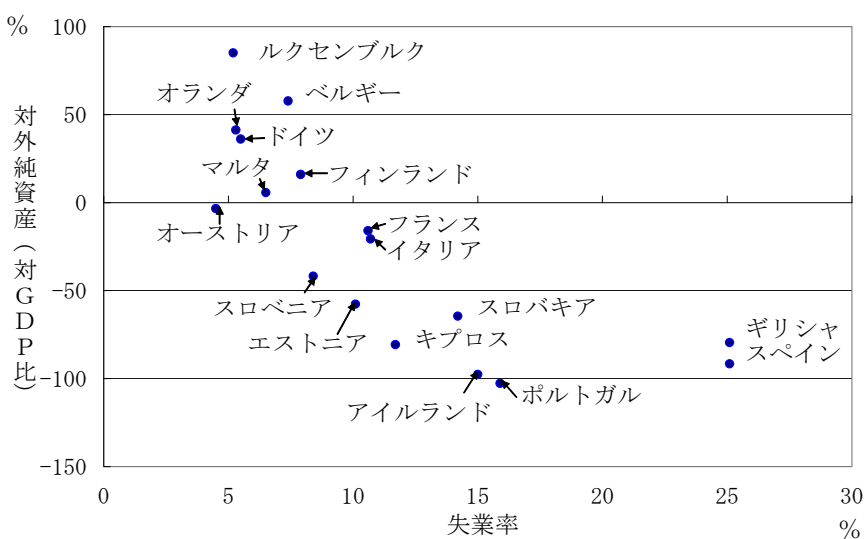
図表4 ユーロ圏の失業率



(資料) Eurostat

失業率についても、同時不況を脱した後は、国ごとのばらつきが目立つようになっており、ユーロ圏で最大の対外債権国であるドイツでは東西ドイツ統一以来の最低水準を維持している。その一方、ユーロ危機の震源地・ギリシャの失業率は、ほぼ一本調子で上昇し続けており、スペイン、ポルトガルなども世界金融危機以降、改善局面が殆どないまま、2011年半ばから失業率の上昇ピッチが再加速した。結果として直近の失業率は高債務国で高く、対外純資産国は押し並べて低い傾向が観察される（図表5）。

図表5 ユーロ圏の対外純資産残高対GDP比と失業率



(注) 対外純資産残高対GDP比は2011年末、失業率は2012年8月（ギリシャは同年7月、エストニアは6月）

(資料) Eurostat

**( 経常赤字国の赤字削減を通じて縮小しつつある域内の不均衡 )**

ユーロ圏の経常収支は、2008年にはおよそ1000億ドルの赤字を計上していたが、南欧の危機国を中心とする経常赤字国の赤字幅の縮小が進み、2009年以降は黒字基調が定着している。同時に域内の経常収支不均衡も、世界金融危機が発生した2008年をピークに縮小に転じている。

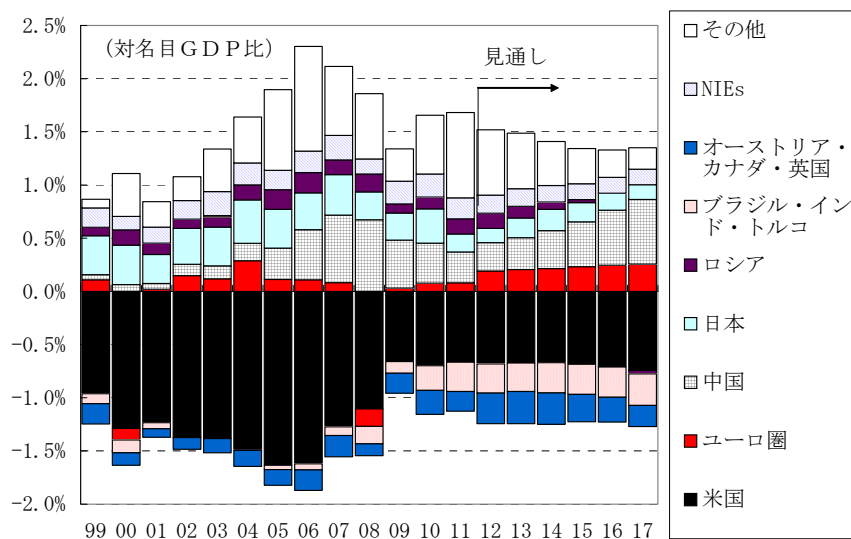
IMFは、2012年のユーロ圏全体の経常黒字は1360億ドル(名目GDP比1.1%相当)に達し、2010年代半ばにかけて経常黒字の緩やかな拡大傾向が続き、域内の経常収支不均衡はピーク比で半減すると予測している。

この予測の目立った特徴は、域内の経常収支不均衡は、世界金融危機以降の展開と同じように、経常赤字国の赤字幅削減によって進むとしている点だ(2ページ、図表1)。支援要請国のうちアイルランドの経常収支は2010年の段階ですでに黒字転化しているが、スペインは2014年、ポルトガルは2016年、ギリシャも2017年には経常収支が黒字に転化する。

一方、世界金融危機以降の展開と異なる点は、アイルランドに続いて、南欧の国々も、2014年以降(ギリシャのみ2015年以降)は、経常収支の改善と経済成長を両立できるようになる点だ。

IMFの予測では、ユーロ圏のほか、中国も経常黒字が拡大、日本、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)も経常黒字を維持する。半面、世界最大の経常赤字国である米国の経常赤字は拡大基調が続くほか、先進国ではカナダ、オーストラリア、新興国では成長期待の高いブラジル、インド、インドネシア、トルコなどの大国の赤字拡大が予測されている(図表5)<sup>(注2)</sup>。「ユーロ圏全体が域外への競争力を高めつつ、成長軌道に復帰する」シナリオという解釈が可能だ。

**図表5 世界の経常収支**



(注) 2012年以降はIMFによる見通し (資料) IMF, "World Economic Outlook Database", October 2012

EUの欧州委員会・経済財政総局は、ユーロ圏経済に関する最新の四半期経済報告で、高債務国の調整過程について分析<sup>(注3)</sup>、債務危機に見舞われた国々の経常赤字の縮小は、最初の段階では、内需の萎縮により進むが、次第に競争力と輸出シェアの回復によって支持されるようになるとしている。IMFの予測に描かれているような不均衡是正と高債務国の経済成長の両立は、高債務国が

欧州委の期待通りに競争力の回復と輸出の拡大を実現できるかに掛かっていると見えよう。

(注2) European Commission, “Quarterly Report on the Euro Area” Volume 11 No.3 (2012)

### ( ユーロ圏内の不均衡調整の大前提は危機国の改革進展と統合の深化 )

IMFによる不均衡是正と高債務国の成長・雇用拡大の両立という予測の前提は、「6月首脳会議で合意した危機対策<sup>(注3)</sup>の継続、支援的な需要管理、財政統合の深化と完全な銀行同盟の創出(「世界経済見通し」2012年10月、p.64)」である。

IMFは、報告書の中で、政策対応が弱ければ、ユーロ圏経済は下振れ、世界経済への負の影響も強まり、政策が強化された場合には世界経済にも好影響を与えるとの試算結果を示し、ユーロ圏の政策当局者に積極的な政策対応を促している。

IMFが特に強調している点は、対外債務国に中期的な財政調整プログラムと競争力回復のための労働市場等の構造改革を求める一方、十分な改革を行っても市場圧力にさらされている国の資本へのアクセスを保証し、銀行・政府間の悪循環を断ち切るために銀行同盟の構成要素の中でも共通の預金保険と金融危機管理基金を構築することである。

また、不均衡の縮小には、大幅な経常黒字を計上している国による内需依存型成長への調整も必要との立場であり、この点でのドイツの進展は十分でないとも指摘、内需を刺激するような構造改革とユーロ圏平均よりも高めのインフレ率の許容を求めている。

(注3) 内容は [Weekly エコノミスト・レター「6月首脳会議合意に見るユーロ危機対応のこれから」](#) をご参照下さい。

### ( 10月EU首脳会議では一元的銀行監督体制の2013年中の稼働を目指す方針で合意 )

世界金融危機以降、域内の経常収支不均衡は、主に高債務国の内需萎縮で縮小してきたが、今後は、欧州委員会の分析やIMFの予測が示唆するとおり、高債務国の競争力が回復し、経済成長・雇用の拡大と域内不均衡の是正が両立するようにならなければ、ユーロ分裂への不安は解消しない。

高債務国の改革を、欧州安定メカニズム(ESM)やECBの新たな国債買い入れプログラム・OMTなどの安全網による資金繰り支援、6月のEU首脳会議で合意した総額1200億ユーロの「成長雇用協定」の速やかな実行、銀行同盟の早期実現による銀行と政府の問題の切り離し、財政同盟への取り組みを通じた財政への不安の緩和によって支えることが重要だ。

10月18日、19日の日程で開催されたEU首脳会議では、一日目の会議で、12月首脳会議での最終合意を目指すユーロ圏の統合深化の工程表についての協議が行われた。首脳会議に先立ち、今月12日にファンロンパイEU大統領が提出した「中間報告」<sup>(注4)</sup>が議論の叩き台となった

銀行同盟については、6月首脳会議で優先検討事項とされたECBによる一元的な銀行監督体制(Single Supervisory Mechanism、以下、SSM)を、「2013年1月1日までに法的枠組みで合意、2013年中の稼働を目指す」方針で合意した。SSMの創設は、ESMによる銀行増資支援を政府経由ではなく、銀行に直接行う流れに切り替える条件であり、実現のタイミングは銀行と政府の問題の切り離しの第一歩として注目されてきた。

今回の合意は、9月の欧州委員会の「2013年1月からの段階的な稼働」という提案に比べれば、後ずれの感はあるものの、拙速な立ち上げに批判的立場をとっていたドイツが、積極派のフランスなどに譲歩した結果、大きな後退は免れたようだ。

但し、SSMが対象とする銀行の範囲は、域内でも見解の相違があり、現段階での合意事項には含まれていない。ESMから銀行への直接支援に関する具体的な条件についても、ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）が作成することになっており、今後の議論の進展を見守る必要がある。

（注4）”TOWARDS A GENUINE ECONOMIC AND MONETARY UNION Interim Report”

### （ 財政同盟についてはユーロ圏共通予算の協議が進む可能性 ）

ファンロンパイEU大統領の「中間報告」の財政同盟部分には、（1）ユーロ圏のための共通予算の創設、（2）ユーロ圏内の政府債務を共通化する、いわゆるユーロ共同債の方式として、限定的かつ条件付きの「短期証券（Tbill）」や、過剰な政府債務を移管した「償還基金」による時限的な共同債発行などが盛り込まれた。

（1）の共通予算は、EU27カ国の共通予算（EU財政）とは別枠で、特定の国が被った経済的ショックの吸収を目的とするものであり、今回の首脳会議の合意には、「統合された財政の枠組みは経済通貨同盟（EMU）の構成要素」であり「ユーロ圏のための予算を含む枠組みについて検討する」との文言が盛り込まれた。

公的な所得移転の仕組みの欠如は、財政統合を欠いたまま、構造的にばらつきの大きい国が参加したユーロ圏の存続を危ぶむ見方の論拠の一つとなってきた。ESMの稼動でユーロ圏の金融安全網は強化されたが、ESMはあくまでも厳しい条件付きで支援を行う危機管理の仕組みである。高債務国の問題解決には、成長と雇用の悪化に歯止めを掛ける必要があることが明白になりながらも、ユーロ圏として成長・雇用を支援する財源は存在しないままだった<sup>（注5）</sup>。

ユーロ参加各国による改革への取り組みと並行してユーロ圏のための共通予算創設の議論が進展すれば、域内の成長・雇用格差の拡大が止まらず、ユーロは維持できなくなる不安の解消につながる。「最終報告」で、どの程度具体的な枠組みとして、提示されることになるのか注目したい。

他方、高債務国の資金調達安定化の切り札として期待されている（2）のユーロ共同債は今回の首脳会議の合意事項には含まれなかった。ドイツが強硬な反対の立場を崩していないことが背景にあると思われる。しかしながら、ユーロ共同債には様々な提案<sup>（注6）</sup>があり、「中間報告」にも盛り込まれた「償還基金」は財政の健全運営を求めつつ、20～25年という時間をかけて、徐々に過剰債務を削減することを目的とする仕組みであり、危機の根本にある問題の解決策ともなる。選択肢として排除すべきではないだろう。

10月首脳会議での銀行同盟や財政同盟を巡る合意は、中間地点としては一定の評価ができる。12月の最終合意に向けた調整の進展が期待される。

（注5）6月首脳会議で合意した「成長雇用協定」はEU財政とEUの政策金融機関である欧州投資銀行（EIB）の融資が主な財源で、必ずしもユーロ圏の高債務国に焦点を当てたものではない。

（注6）ユーロ共同債については基礎研レター2012-9-19「ユーロ危機対応の軌道修正とユーロ共同債の可能性」をご参照下さい。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。