

正月、加盟国の市民は各国の広場に集まり盛大に祝賀した。

だが、多数国を包摂して最低限の通貨主権だけをEUレベルに委譲したユーロ制度の限界が、ユーロ危機で明らかとなり、制度改革が継続した。「非救済条項」を棚上げにして、ユーロ圏加盟国は、5000億ユーロの貸し出し能力を持つ常設の財政支援機構ESM（欧州安定メカニズム）を12年に設立した。

ユーロ圏6000の銀行のうち、130ほどの大銀行の監督は直接にECBが担い、中小行についても最終責任はECBが負う新しい監督制度に14年末に移行した。銀行の破綻処理の決定もEUレベルに移った。ECBは国債無制限購入の権限をOMTによって確保している。ユーロ圏各国の予算やマクロ経済不均衡に対する欧州委員会の監視・是正勧告の権限も強まった。

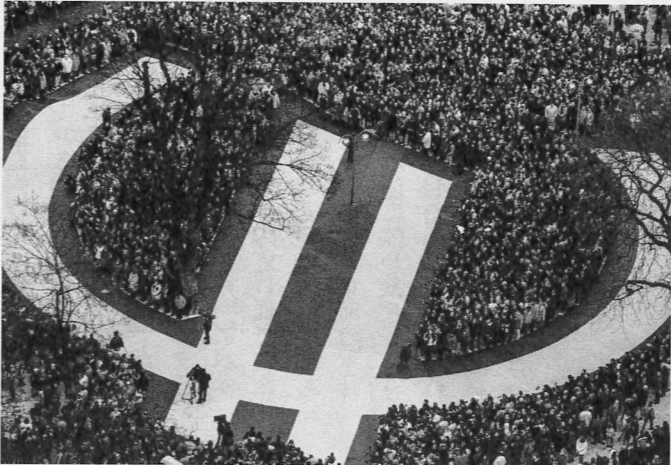
こうしてユーロ圏の危機対応力は飛躍的に高まり、原初の「ユーロ1.0」は新制度「ユーロ2.0」へ転換したとすることができる。

ECBは今年3月からQEに乗り出した。これまたドイツの反対を押し切った。国債など毎月600億ユーロの購入を続ける。年初からのギリシヤ反乱にもかかわらず、危機が波及せず、ユーロ圏の金融市場は落ち着いていた。QEも安定に貢献した。

解決必要な2大テーマ

だが、「ユーロ2.0」では足りない。ユーロ圏はポスト・ユーロ危機の経済停滞と南北欧州分断に悩まされ続け、今なお明確な是正策を持たない。歴史に学ぶ必要がある。

米国通貨同盟の強さは、連邦政治同盟が金融と経済の安定をしっかりと守っていることである。政治同盟は財政同盟、社会同盟（社会保障制度の一定の共通化）を含む。連邦政府と米連邦準備制度理事会（FRB）の緊密な協力も危機の長期化を食い止め、経済成長軌道へと押し戻す。



発足したばかりの単一通貨ユーロのマークの周りに集まった人々（1999年1月、独フランクフルトの欧州中央銀行本部前）

す。

ユーロ圏のテーマは大きく二つある。一つは、南欧諸国を包摂できる財政・社会同盟の建設である。ギリシヤを追い出し、弱者切り捨てでいくのならばそうした同盟は不要だが、欧州統合の大義に反し、欧州情勢は不安定化する。今、周縁諸国経済は長期停滞で弱っている。西欧の大銀行が大規模与信を再開しない限り、ユーロ圏レベルの公的資金の供与が議題になる。

ドイツ統一後、政府は旧東独に独自の社会保障制度を広げ、毎年GDP比4%もの財政移転を行った。ユーロ圏を抱えるのにそれほど大きな財政移転はいらない。ドイツと西欧諸国が経済統合から得る巨額の利益の一部を吐き出す制度作りが必要だ。

もう一つは、ユーロ圏の政治権限の集中である。危機対応にECBとタッグを組めるユーロ圏財務省の設立である。それはユーロ圏の財政移転の管理や共通税制の運用なども担当する。これら2大テーマの実現には、EU基本条約の改正が必要だが、28カ国の合意は非常に難しい。9カ国以上の合意による「先行統合制度」を利用して、ユーロ圏だけで実施する道もある。

ドイツ統一後、政府は旧東独に独自の社会保障制度を広げ、毎年GDP比4%もの財政移転を行った。ユーロ圏を抱えるのにそれほど大きな財政移転はいらない。ドイツと西欧諸国が経済統合から得る巨額の利益の一部を吐き出す制度作りが必要だ。

る。

歴史に学ぶ2大テーマの最大の障害は、ドイツである。ギリシヤなど「ルール違反国」を追い出し、「エリート通貨同盟」を志向する動きが与党内で強まっている。7月の財務相会合、首脳会議では統合優先のフランスと衝突した。

独仏の対立はEU統合の中で常に妥協へと向かった。国家主権の衝突を防ぐ装置がEUであり、ユーロ圏だった。

20世紀には「統合利益の均等配分」の原則があった。単一市場統合では、先進国はEC地域政策資金を倍増し、統合利益を周縁国に還元した。今日、統合とユーロ安から巨額の利益を得ているドイツがその精神を忘れてはならない。

ドイツ統一、ユーロ危機の中の独り勝ち、中国・ロシアと直接交渉できる産業力と政治力、それらによってドイツは自立し、EU諸国を屈服させる。だが、このままでは、ユーロ圏は安定せず、南欧の大反乱も起こりうる。フランスを先頭にドイツへの圧力を強める時に来ている。

欧州民主主義圏の強化は、今日、多くの国の願いだ。ユーロ圏が歴史に学んで強化されていくのかどうか、欧州だけでなく、世界にとっても重要課題といえる。

歴史に学ぶ⑤

プラザ合意

行き過ぎた「ドル高の是正」
コントロール困難な市場の期待

市場は思った通りには動かない。市場の期待に働きかける政策の難しさは、いつの時代も変わらない。

1 985年9月22日のプラザ合意前までの80年代のドル・円相場は大幅なドル高だった。日米のインフレ率で調整したドル・円実質相場指数で見ても、米連邦準備制度理事会（FRB）が算出するドル実質相場指数（主要通貨に対するドル実質相場指数）が加重平均値ドルインデックス（図）で見てもそうだった（図）。

当時、なぜこのようなドル高が生じていたのか。金融政策面では、当時のポルカーFRB議長が深刻な高インフレ傾向を是正するために金融政策目標を金利からマネー供給量に切り替え、その伸び率を厳しく管理する金融引き締め策を実施した。その結果、ドル金利は長期・短期とも10%を超えるまで跳ね上がり、他の主要通貨との金利差が拡大した。この金利差の拡大が海外から米国への債券投資（ドル買い）を急増させた。

もう一つは、財政政策だ。「小さな政府」を標榜する保守派のレーガン米大統領は大減税を実施する一方、旧ソ連を圧倒するような軍事力の確保を目標に軍事支出を拡大した。その結果、財政赤字が急増し、ドル金利の上昇に拍車をかけた。

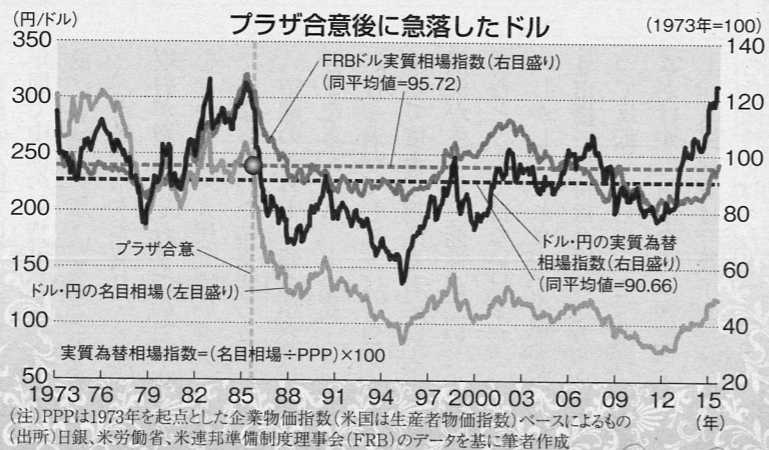
財政赤字の拡大、つまり政府貯蓄の減少は、国内の貯蓄投資バランスで貯蓄不足（投資余剰）の方向に向かうことを意味する。そのためこれに伴って、貯蓄投資バランスの等式上のもう一方の辺である経常赤字（輸出-輸入）も急拡大した。海外マネーの流入という金融面でのドル高要因が、経常赤字という需給面でのドル安要因に勝ったのだ。

たけなか まさはる
竹中 正治
（龍谷大学経済学部教授）

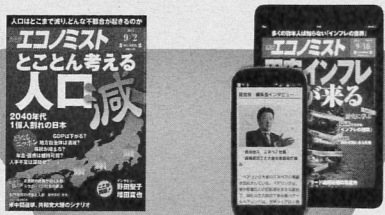
日本に目を向けると、80年の外国為替管理法の改正によって対外投資が原則自由化され、対外証券投資ブームが生じていた。生損保など機関投資家は高金利通貨であるドルに引かれて米国財務証券への投資を急増させた。長期的には日米の金利差による収益がドル・円相場における為替損失を上回ると判断したのだ。

ヘッジ売りが下落に拍車

当時、レーガン大統領は「ドル高は米国の強さの証拠」と言っていたが、対日貿易赤字の急拡大を背景に米国内の労働組合や連邦議会では「日本たたき」とも言える保護主義的な動きが強まり、状況が変わった。85年にジェームズ・ペーカー氏が



デジタルサービスが便利です!



お申し込み・お問い合わせ

Web www.weekly-economist.com

現在定期購読をいただいている方は、契約期間中、デジタルサービスを無料でご利用いただけます
お申し込みは上記Webから

毎日新聞出版 営業本部郵送課

(フリーダイヤル)

TEL 03-3212-3259 FAX 0120-551-012

切り取ってお使いください

FAX専用申込書

お申し込み内容・該当項目の前の□にレ印をお願いします。

新規 継続 読者コード7桁をお書きください

- | | |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> 3年(147冊、デジタル付き) 65,000円 | <input type="checkbox"/> 2年(98冊、デジタル付き) 51,500円 |
| <input type="checkbox"/> 1年(49冊)+デジタル 29,300円 | <input type="checkbox"/> 1年(49冊) 27,300円 |
| <input type="checkbox"/> 6カ月(25冊) 15,500円 | <input type="checkbox"/> 6カ月(学割、25冊) 14,260円 |

お届け先(右の□のいずれかにレ印をお付けください) 自宅 勤務先

フリガナ お名前	年齢 歳	自宅電話番号
-------------	---------	--------

フリガナ 勤務先または学校名 (役職名)	勤務先電話番号
----------------------------	---------

購読料請求先■お届け先と購読料金の請求先が異なる場合は下欄もお書きください。

フリガナ 請求先名	
--------------	--

フリガナ 請求先住所	請求先電話番号
---------------	---------

購読料の支払い方法

- クレジットカード利用 郵便振り込み

希望する支払い方法の□にレ印をつけてください

▼この申込書が毎日新聞出版に届いた後、こちらからクレジットカード番号の記入用紙か郵便振替用紙を送ります。クレジット利用の場合、記入用紙がこちらに届いた後、送本が始まります。郵便振替の場合、料金振込を確認後、送本が始まります。

▼ご連絡いただいたご住所などは、送本、ご請求、弊社事業における各種ご案内(アンケート含む)の送付以外には使用いたしません。

歴史に学ぶ 通貨と為替

では「ドルの現在のレベルから10%、12%の下方修正は短期的には管理可能である。このような動きの後には、参加国は介入する義務から解放される」と記された非公式文書も配布されたという(行天豊雄、ポール・ポルカー著「富の興亡」)。

要するに、プラザ合意はドル高是正のためのドル売り協調介入の実施を決めたものの、その後起こるようなドル急落は、意図も予想もされていなかったのだ。

ドル・円相場は85年暮れまでに1ドル200円手前まで下がり、ドル安誘導は成功したと思われた。ところが、ドルはその後も下げ止まらず、87年には1ドル120円と、その2~3年前には想像もしていなかったドル安・円高になってしまった。

なぜドルの下落は止まらなくなってしまったのか。もともと機関投資家は「ドル債は長期ならば、ドル相場が下がっても日米間に金利差があるので勝ち越せる」と見込んでいた。しかし、為替損失の急増に直面し、彼らはこの損失が拡大することを回避するために先物為替取引を通じて大規模な「ドルのヘッジ売り」を始めた。結果的には、このドル売りが一層のドル下落を招いたのだ。

日本政府はドル買い・円売り介入を実施したが、効果は乏しく、生損保業界は兆円単位の巨額な為替損失



G5終了後に勢ぞろいした各国蔵相とポルカーFRB議長(中央)。右端は竹下蔵相(1985年9月22日)

を計上した。また、輸出企業は急激なリストラを余儀なくされた。

一方、ドル高是正の目的であった対外不均衡の是正(米国の経常収支赤字の縮小)は、ドル急落にもかかわらず進まず、米連邦議会では日本に対し保護主義的な動きが続いた。ようやく80年代末から米国の経常赤字は縮小し、90年にはほぼ均衡した。実質為替相場の変化が経常収支に影響を与えるまで約2年のタイムラグがあったとポール・クルーグマン教授が実証研究で総括した。

期待と現実の時間差

金融政策や為替介入の効果は、経済主体(市場参加者)の期待(将来予想)に依存する度合いが高い。

同時に、政策的に最もコントロールすることが難しいのがこの期待である。為替相場を含む金融市場に

して何らかの大きな不均衡(ファンダメンタルズ(基礎的条件)からの乖離)が生じていると考えられる場合、政策当局が大胆な政策手段の活用とその意思表明によって市場参加者の期待に働きかけ、相場動向に修正を加えることは可能である。

ただし、市場参加者の期待を政策当局が望ましいと思う方向に持続的に維持するのは困難だ。各種金融市場は、市場参加者の将来に対する期待の変化を反映して短期間で大きく変わり得るもの、それと関連するはずの実体経済の変化はスローであり、このタイムラグが長くなるほど、政策のかけ取りは難しくなる。

今日の金融政策でも政策目標こそ違わが、同じ難題と格闘している。アベノミクスの下で進められている量的・質的金融緩和は、市場参加者の期待を転換することに成功し、円高の是正(円安)と株価回復が急速に進んだ。これもまた、政策発動前の金融市場が過度の円高や株安の状態にあった結果でもあるだろう。

しかし、日銀が掲げる消費者物価指数で前年比2%程度の穏やか(マイルド)なインフレという実体経済についての目標は達成できていない。

図にあるように、1ドル120円台のドル・円相場は実質為替相場指数で見ると、すでに80年代前半並みの大幅なドル高・円安水準にある。

そのため、現在のリスクは、円安が止まらなくなることよりもむしろ、中長期的にはマイルドインフレの実現に失敗した場合に大きく円高に揺れ戻すことだろう。

中国では株価テコ入れを狙った当局の宣伝活動が効果を上げ、株式相場は超短期間でバブルを起して急騰したが、その後急落に転じた。

中国では統制的な経済体質と、不安定性を内包せざるを得ない金融市場という双方の最も都合の悪い面が重なり、極めて不細工な結果を引き起こしたと言えるだろう。

8月の人民元切り下げも、過去1年間で中国の外貨準備が約4000億ドルも減少していることを考えると、市場でのドル売り・人民元買い取引が増え、それまでの対ドル水準をドル売り・人民元買い介入で維持できなくなった結果だろう。

中国の対外ドル建て債務残高の大きさを考えると、ドル高・人民元安が行き過ぎてしまえば、自国内のドル建て債務を抱える者に莫大な為替損失が生じる可能性が高い。当局の望むところではないはずだ。

しかし、これまでの人民元高という市場の期待は今回の切り下げによって反転してしまった。期待への働きかけがコントロール困難である以上、人民元安は今後予想を越えて進む危険性ははらむと言えよう。