

## ドイツの成功とユーロの低迷

このところギリシャ救済を巡るニュースは、ユーロのレートばかりでなく、リスク許容度の観点から広範な通貨の為替レートに影響する。明日のEU首脳会議で問題の解決に導くような具体的案が出るかどうかの見通しでも市場は揺れた。5年のCDSやドイツとギリシャ国債のイールドスプレッドが若干縮小しているところから見ると、市場では期待の方が大きいようだ。

仮にギリシャの救済がEU自身によるか、IMF主導になるか、あるいはその折衷案のようになるかで合意がなされれば、CDSや国債のスプレッドは大幅に低下するだろうが、ユーロの為替レートには大きな影響を与えないのではないか。

というのもギリシャのファイナンスの問題は解決に向かっても、今回露呈したユーロ圏の構造問題からくる問題は解決に向かう見込みが乏しいからだ。

ギリシャの問題はいつの間にかドイツの問題になってしまった。ユーロ圏の中でドイツの貿易黒字は08年、09年とも突出している。ユーロ圏の中でドイツがいち早く今回の金融経済危機を乗り越えた原動力だ。

一方ギリシャはこの対極にある。ギリシャほどでないにせよ、スペインやフランスなども貿易赤字が続いた。

ドイツはこの成功を労働生産性の向上に上げている。今世紀になって労働市場の改革などを通して実現したもので、それが競争力の源泉だとする。したがって他のユーロ圏諸国にも競争力を改善するために同様の改革の努力を求める。ギリシャ救済に対する考え方も基本的にこの論理の延長線上になる。

一方、フランスなどの赤字国は、ドイツに賃金を上げて内需拡大を図るように求める。貿易赤字国が収支改善のために採る常套手段は為替レートの引き下げだが、単一通貨ユーロなのでその策は取れない。緊縮財政で消費を抑制することやドイツに輸入を増やすよう求めるしかない。

その上、ドイツの景気回復が続けば早晩利上げの可能性が出てくる。ドイツ経済はユーロ圏で最大なのでドイツの動向はECBの金融政策に最も影響を与えるからだ。緊縮財政を余儀なくされ景気低迷が続く国にとって利上げは致命的だ。だがそれがユーロ圏の構造だ。

ドイツはユーロ誕生前も欧州内で経済のパフォーマンスは相対的に良く、中央銀行の金融政策に対する市場の信頼は厚かった。従ってドイツマルクはいつも強い通貨の代表だった。それに対してフレンチフラン、イタリアリラなどいわゆるラテン系の通貨は弱い通貨グループとみなされていた。

欧州通貨同士が一定の範囲内で変動するシステムであったEMS内でも問題が起るときは常にマルクが買われ、フランやリラなどが売られる時だった。

その点では欧州が抱える問題の本質は現在も変わっていないのだ。