

書 評

代田純著

『ユーロ不安とアベノミクスの限界』

(税務経理協会, 2014年6月)

福 光 寛

はじめに

著者の代田純先生(1955年-)とは、京都の立命館大学に私(以下評者)が1992年から経済学部で勤務を始めたあと、1994年から代田さんが国際関係学部で勤務したので、立命館大学での勤務が重なったことがある。その意味で立命館時代の評者の同僚である。その後、ふたりとも、京都から東京の大学に移る道を選んで、現在は、大学は違うが互いに同じ世田谷区のキャンパスで教えている。

その代田さん(以下著者)が、最近、税務経理協会からユーロに関して相次いで2つの本を出版された。1冊目が、2012年2月に出版された『ユーロと国債デフォルト危機』。2冊目が今回紹介する、2014年6月刊行の『ユーロ不安とアベノミクスの限界』である。この2冊の本の相次ぐ刊行を、評者はこれまでも名高かったユーロ問題研究者としての著者の社会的評価を一層高めるものだと確信している。

著者のヨーロッパ研究の発端について、今回の著書の「まえがき」は、著者が学部学生時代にゼミの指導教授として薫陶を受けた一井昭中央大学名誉教授(2014年に急逝)が1985年にイ

ギリスのリーズ大学に留学された折、当時、大学院生であった著者が一井氏の自宅に居候して、リーズ大学図書館でイギリスやEUに関し資料収集をした思い出を明かしている。評者が知るところでは、その研究成果も「ヨーロッパの公信用」(龍昇吉編『日本の財政金融』日本経済評論社、1995年所収)に見られるようになり以前から見られる。著者の業績リストを打ち出してみると、1996年から1997年にかけて『立命館国際研究』や『インベストメント』などに多数のEU関係論文を書かれている。そして1997年にはミュンヘン大学に留学。つまり著者のヨーロッパ研究での記述はこうした長年の研究をベースにしており、評者は著者のヨーロッパについての識見をかねて高く評価している。

評者はヨーロッパの問題では著者に教えを乞う立場であるので、この「書評」は自身が専門家であるかのように本書の感想を概括的に述べるのではなく、学生の読書ノートのように、本書の各章ごとに著者の記述から何が学べたか、どのような印象をもったか述べるスタイルとした。また評者はもともと軽薄な人間であるため、以下の文中ではやや行き過ぎた発言をすることもかもしれないが長年の交流に免じて著者にはお

許しいただきたい。

本書は「まえがき」から始まり、9つの章と索引から構成されている。

まえがき

まずは本書「まえがき」である。ここで本書執筆意図を著者は「ユーロの「小康」状態、およびアベノミクスの「成功」に関する警告の書」p.1としている。この書評をまとめている時点（2014年6月末）では、著者が言うように、ユーロは小康状態にあり、アベノミクスは成功しているかに見える。これらの現象に対して「警告の書」であるという宣言を本書「まえがき」はしている。

著者は、「アベノミクスの成功は円安によるものであり、円安が新興国不安やユーロ不安等で円高に振れると、失速する懸念がある」p.1とする。

アベノミクスが円安に起因することを3点に分けて説明しているp.3。一点目は、消費者物価指数の上昇は、円安によるエネルギー価格上昇が主因であること。また副次的要因として、輸入される家電製品価格の円安による上昇傾向も指摘する。二点目は、円安により自動車など輸出産業を中心とした賃金の上昇が生じていること。三点目は、新興国に流れていた資金が米国の量的緩和（QE）縮小で引き上げられ、その一部が日本市場の株価を急騰させたこと。

他方、ユーロについては、ユーロの実体経済はユーロ危機時と変わらないとして、たとえば以下の点を挙げる。ドイツについては、「巨額の貿易黒字を生み出しているが、ユーロ圏との決済が完了していない」p.1こと。イタリアについては、「年金を中心として、財政支出が大

きく、財政赤字が削減できない」p.1こと。以下挙げられている事例を省略するが、このようにユーロ圏の実体経済はなお悪いという認識を示して、「このため、FRBの量的緩和縮小で、新興国経済が動揺した場合、ユーロに「飛び火」することも考えられる」。そしてアベノミクスについても「ユーロや新興国の動揺により、円高になれば、アベノミクスの「成功」は失速する可能性が高い」p.2（以上は「まえがき」のページ）としている。

理解されるように、以上は本書の主張についての著者自身の要約である。こうした要約は親切だが、評者の私見では「まえがき」で記載すべきことで書かれていないことがある。それは、前著『ユーロと国債デフォルト危機』と本書との関係である。確かに本書の中で前著についての複数の注記はあるのだが、前著をまとめて紹介する箇所がない。連続して同じ出版社から出版しながら、前著と本書を一体的な研究としてなぜ示さなかったかは強い疑問として残っている。

第1章 ユーロとアベノミクスをめぐる国際金融

本章はアメリカのQE政策を概観したあと、アメリカのQE政策とユーロ圏の金利との関係を説明しようとしているpp.3-4（以下は本文のページである）。ここでアメリカからヨーロッパへの資金の流れを指摘しているのは説得的であるが、緩和政策の前後でこの資金の流れにどのような変化があったのか、あるいはQE政策縮小がこの資金の流れにダイレクトに影響するのか、といった疑問がすぐに生ずる。しかし小著のためか、この点で記述や図表は十分で

はない。アメリカの長期金利が上昇してゆく中で、ヨーロッパの長期金利が低下してゆく図表1-2は著者の主張とは全く逆のことを示しているように見えるので説明が必要だと感じるが書かれていない。

本章後半はアベノミクス、そして為替相場の問題に入ってゆく。この後半部分はそのさらに後半の「理論的問題」と書かれた5節から読んだ方が理解しやすい。著者はその最後のところで、為替相場については経常収支、購買力平価など実体経済に密接な指標で説明することが基本 p.17とされている。

本章前半に戻ると、ユーロがユーロ危機の渦中でも安定していた理由を、購買力平価や経常収支の黒字基調から説明している pp.8-9。また2007-2008年の円高、2010年以降の円安への転換については、キャリートレードや経常収支の動きから説明している pp.10-11, 18。

この理論的問題にある為替相場の話が前半のベースである。為替との脈絡が分からないが、理論的問題には、二点別の話も入っている。

一つは最適通貨圏の理論というもの pp.12-15。この理論を著者が批判しているようにも読めるが、この紹介の意図がわかりにくい。最適通貨圏の理論とは、経済構造が同一のものが、生産要素の移動や要素価格の伸縮性といった条件を満たした場合、最適通貨圏にふさわしいというお話であるようだ。しかし現実には経済構造が違うものが統合され、想定したような労働力移動も起きなかったと著者は書いている。最適通貨圏の理論に対して評者は賛否もなく中立だが、最適通貨圏の理論を紹介して何を言いたいのか。評者としては著者の意図が理解できなかった。

もう一つはアベノミクスにおける、マネタ

リーベースの拡大で物価上昇を可能にするという考え方は、古典学派における通貨学派の議論の再現だという議論。ここは市場に出回る通貨の量を、中央銀行はコントロールできないという意味では、評者も銀行学派的見解に賛成である。ただ正直に言うと、評者のようなひねくれた人間からすると、だからどうなんだということになる。

誤った議論をベースにしているので、ユーロもアベノミクスも成功していない、と言いたいのだろうか。しかし最適通貨圏の理論についていえば、かなり抽象的な話で現実が理論から乖離するのは当然に思える。マネタリーベースの拡大については、まったく無意味ではなく、ポートフォリオリバランスが起きることは認めてよいと感じる。

銀行学派的議論に不満が残るのは、まず心理的な効果を軽視するのも間違いではないかという点だ。つまり、心理であるとか期待を通じて(あるいは availability の変化を通じて)、マネタリーベースの変化が、実体経済に影響を与えることは認めてよいのではないかと評者は考える。またそうした影響をも否定したとしても、マネタリーベースを拡大するプロセスで、国債を日銀が買い取ってゆけば、これまで国債を保有していた機関がポートフォリオリバランス(ポートフォリオの組み換え)を物理的に迫られることは十分考えられる。

第2章 ドイツ経済の光と影

以下第2章から第5章までは、各章冒頭で先行研究の紹介をしてから、本論に入る形式がとられている。

2章冒頭で、EU 統合とユーロ導入の意義を

述べている部分がおもしろい。「筆者は、EU統合とユーロ導入自体が、国内における過剰資本を海外に輸出するため、国民国家及び国家に規定される通貨・為替リスクを止揚する試みと理解している」p.22。

この2章の表題はドイツ経済の光と影だ。評者は、ドイツ経済の光（突出）自体が問題と考えているのだが、著者のとらえ方は違うようだ。趣旨を拾うと、非ユーロ圏へのシフトを伴いつつ輸出は拡大しているが（相手国として中国やロシアが注目されるが）、南欧諸国向けでは決済の問題がある。失業率は傾向的に低下しつつあるものの、格差拡大の問題がある（外国人労働者の問題が気になるが触れられていない）。つまり、光には影が伴うというのが著者のとらえ方だ。

なお「まえがき」で述べられていたユーロ圏との決済が完了していない点については、この章の2節と6節で触れられている。6節ではこうまとめている。「しかしECBが長期レポオペにより南欧中央銀行経由で資金供与したため、事態は沈静化し」ている p.36。もし沈静化しているならそれは状況の評価として大事なことなので、「まえがき」でも事態は沈静化しているとすべきではないか。

第3章 イタリアの財政赤字と年金問題

このあと第3章から第5章は、ほぼ新しい知識の連続であった。イタリアのところでは地域格差、マフィアなどのシャドーエコノミーの話、いずれも興味深かった p.42。また年金制度の特質として記載されていることも、新鮮な知識で勉強になった。たとえば受給開始年齢の

低さ（実質59歳）と所得代替率（現役時代の所得に対する年金の比率）の高さ（64.5%）、給与に対する年金拠出率の高さ（30%を超えて事業主負担中心）、年金月額格差（10倍以上）など pp.45-46。そうした特質の結果、年金改革が課題になっているが、左右勢力が拮抗する政治状況が原因で根本的改革が遅れているとのこと。

国債のところではスペインやイタリアなど国内銀行が大きいところでは、国内銀行による国債保有が大きくなり、結果として、海外投資家保有比率が相対的に低くなるという指摘 pp.49-50、あるいは中期債の発行が続いた結果、国債の残存期間が短縮化、今後、満期償還を迎える国債が高水準で継続するという指摘 p.51が興味深い。

第4章 スペインの財政と自治政府

ここも新しい知識が横溢する。まず自治政府の存在と、州別の違いが興味深い。中央政府と徴税権のない自治政府の関係、中央政府の補助金削減による自治政府の債務拡大 pp.58-59。民間銀行における不動産向け融資が、ユーロ導入後、金利が低下したことで急拡大したこと p.65。そのプロセスで証券化技術が使われ、海外資金が入る一因になったこと p.65。また地域的な貯蓄銀行であるカハが、営業規制の緩和もあり、全国に業務を拡大。これがまた不動産向け融資拡大の一因になったこと p.66。指摘はいずれも興味深い。

第5章 ギリシャ危機とキプロスの銀行破綻処理

本章では、前著『ユーロと国債デフォルト危機』が予測しつつもカバーできなかった、ギリシャ国債の実質デフォルトから記述を始め、その後のギリシャ支援策が記載されている。ただ、読者が期待するであろう、ギリシャ危機そのものの記載や、国債デフォルトという事態がもっている意味合いの分析はない。前著に譲るということかもしれないが、前著への参照指示は本章では全くない pp.89-91。

本章の記載はむしろキプロスの部分が充実し、キプロスとギリシャ、キプロスとロシアが互いに結びついているかが詳細に記述されている。こうした指摘は、新しい知識で参考になる。

第6章 円高・デフレとアベノミクス

本章冒頭では、「まえがき」でも示されていた、アベノミクスの「成功」は、円安に伴う物価上昇によるもので、円高に転ずればアベノミクスは失速する可能性が高いという議論が再論される p.93。そのうえで、アベノミクス以前の円高の原因を探るべく、購買力平価、国際収支、金利平価のそれぞれの視点からの分析が行われている pp.94-100。しかし、為替理論についてはすでに第1章で議論しているので、ここでの再論は、ここで初めて出ている金利平価は別にして過剰な印象が残る。

つぎにアベノミクス以前のデフレの要因分析が行われている。そこで記載されている需給バ

ランスの悪化、メーカー間の競争、円高、などの指摘に大きな異論はない。ただそもそもデフレをどう考えるか。デフレというものを、プラスマイナスを含めどう評価するか。とくにアベノミクスを支持する人たちが主張する、デフレのマイナス面をどう考えるか。そうした記述がないのが残念だ。

評者の私見ではデフレのもとでは、現役世代の名目所得が伸びにくい。加えて、金利の低下とともに現役世代の年金受給額の見通しは低下してゆく。こうした状況は社会全体の閉塞感につながっていたのではないか。こうしたデフレのマイナス面に対する自身の評価を示すことなく、アベノミクスを断罪することは正しくないのではないかと評者は考える。

第7章 為替介入の仕組みとアベノミクス

第7章が興味深いのは、為替介入からアベノミクスへの展開を、日銀の側から連続した過程として試みていることである。為替介入では国庫短期証券（外国為替資金証券）が日銀引受で発行される pp.109, 114-117。著者は、この問題と黒田総裁のもとでの日銀の国債保有急増を、連続した過程として理解する視点を示している pp.120-122。日本銀行が財政ファイナンスに巻き込まれてゆく契機として、為替介入による日銀保有国庫短期証券の急増があったという指摘になると思われるが、慧眼である。

もう一つの興味深い指摘は、外国為替資金特別会計が保有する巨額の米国債についての指摘である pp.118-119。それが米国財政のファイナンス（さらに米国の金利低下）に役立っているという指摘。その期間構成で従来に比べ短期

債が減り、中期債が増えて金利リスクが高まっているという指摘。いずれも興味深い。

第8章 アベノミクスと証券市場

本章は事実経過を記述しており、経過内容の記述そのものには異論はない。ただアベノミクスの中の株式市場対策への言及がここでないことは重要な論点を落としたことにならないか。分析している時期との関係かもしれないが、たとえばNISA（少額投資非課税制度）、あるいは今問題にされている GPIF（年金積立金管理運用独立法人）の運用問題についての言及が皆無なのは、アベノミクスの中で株式市場の問題が大きかったことを軽視することにもつながる。すでに述べたが、ベースマネー供給のプロセスで生じるポートフォリオリバランス効果については、評者は無視するべきではないと考えている。さらに政府の政策とは言えないかもしれないが、新しい株価指数「JPX 日経インデックス400」の導入もインデックス運用の比率が高まるなか、重要な問題を含んでいる。正直に言うと、著者の枠組みの中で、株式市場の問題が手薄である印象をこの章が与えているのは残念だ。

第9章 アベノミクスの財政政策と政治リスク

本章では、アベノミクスの財政政策が従来型の財政拡張主義であるので、消費税増税にもかかわらず、財政収支の改善をもたらすか疑わしいとの主張が述べられている。確かに自公が衆参ともに絶対安定多数を確保している現在、財政拡張主義に歯止めがかかりにくい政治状況にある。この点で、著者の危惧には同感できる。

しかし安定過半数の政治状況はマイナスだけだろうか。これをチャンスとみてはどうだろうか。著者が本書のイタリアの政治状況で分析されたように、左右勢力が拮抗する政治状況では、給付水準を下げる年金改革など国民の痛みを伴う改革を決めることは容易ではない。日本は年金や介護、福祉、医療などの制度の見直しを進める上で好機といえる政治環境にあるともいえる。今必要なことは制度設計の内容について論陣を張り意見を戦わせることではないか。

索引

索引項目は406項目。小著である割に極めて充実している。

(成城大学経済学部教授)