



通貨同盟の維持とグローバルインバランス

岡野 衛士

千葉経済大学経済学部 准教授

1 はじめに

2010年10月、ギリシャでの政権交代はギリシャの財政赤字の隠蔽を発覚させ、ギリシャ国債の債務不履行への懸念からギリシャ国債の価格を急落させた。ギリシャ国債の価格急落はギリシャのみならず他の欧州通貨同盟（EMU）加盟国の財政赤字に世界の耳目を集めさせ、ポルトガルやアイルランドにも波及し、この問題にEMU加盟国のみならずIMFまでが対応に追われるに至っている。ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの経済規模はGDPでみれば日本のGDPが世界全体の約8.4%を占めるのに対して世界全体の約0.3~0.4%を占めるに過ぎない。これら経済規模の小さな国々の財政赤字が世界の耳目を集め、遠く日本の新聞やテレビにおいても大きく取りあげられるのはなぜか。本稿ではこうした国々の財政赤字は当事国一国の問題にとどまらず果ては通貨同盟の維持可能性に関わるEMU全体が看過できない大きな問題であり、そしてこの問題が世界的な経常収支不均衡、つまりグローバルインバランスと無関係でないことを経済学のある定理、理論、仮説、そして経常収支の定義を用いて議論する。

2 バロー＝リカードの等価定理

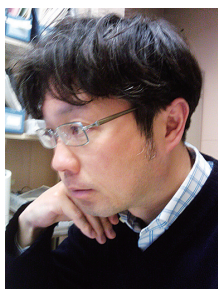
経済学で有名な命題の一つにリカードの等価命題がある。これは課税の変更のタイミングは家計の支出に影響を及ぼさない、というものである。政府が支出の増加を賄うため追加的に国債を発行したり税率を引き上げたりしても経済の需要にはなんら影響を及ぼさない。同様に、政府が国債の発行残高を減

らしたり減税したりしても経済の需要にはなんら影響を及ぼさない。つまり、財政支出の変化は景気を良くすることもなければ悪くすることもない、ということである。この命題は古く1820年にイギリスの政治経済学者リカードが発表し、後にアメリカの経済学者バローが1974年により洗練された理論としてよみがえらせている。この、バローが現代によみがえらせたリカードの等価命題はバロー＝リカードの等価定理として知られている。バロー＝リカードの等価定理はリカードの等価命題にヒントを得ていて、リカードの等価命題が受けた批判に答えた定理であるが、基本的なメッセージはリカードの等価命題と変わらない。

いま、家計と政府から構成される経済を考えよう。家計という言い回しがピンとこなければ消費者と置き換えて考えても良い。家計は国債を保有し所得を受け取って消費を行い、税金を支払う。残りは国債の購入に充当したとしよう。普通の消費者は国債なんて保有していない、おかしい、そう思われるのであれば銀行預金だとも考えても差し支えない。

政府は国債を発行し家計から徴税する一方で国債の利息を支払い、国債を償還し、政府支出を行っているとする。家計が銀行預金を保有していると考えた読者は銀行預金は一体どこへ行ったのかと疑問を感じるかもしれない。そうした読者は政府は銀行から借り入れを行っていると考えれば納得がいくであろう。なお、この政府支出は家計が受け取ることになる。つまり政府支出は公共事業に伴う労役の支払いや公務員として働く一部の消費者の給料に充当されることがある。

ここで家計の支払いは消費と税金である。税金は



【岡野衛士氏のプロフィール】

千葉経済大学経済学部准教授。1970年大阪市生まれ。1993年同志社大学商学部卒業後大手メーカー勤務を経て2000年一橋大学大学院商学研究科に入学。2002年一橋大学修士（経営）、2005年一橋大学博士（商学）。2005年千葉経済大学経済学部専任講師、2008年より現職。2008年～2009年に米国コロンビア大学にて客員研究員として研究に従事。専門分野はマクロ経済学。特に開放経済での金融政策の理論および実証分析に関心を持つ。論文に“The Choice of the Inflation Rate as a Target in an Economy with Pricing to Market,” *Japan and the World Economy*, 19, Jan., 2007, 48-67. 他。

同時に政府の収入になっている。政府は政府支出を行っているがこの政府支出は家計の所得の一部である。また、家計の消費はそのまま家計の所得の一部である。家計の資産、つまり国債は政府の負債になっている。そして家計が受け取った所得は家計の支出や政府支出に等しくなっている。

家計と政府がこうしたやりとりを毎年行っているとする。そして、来年以降のこのやりとりは一定率で割引かれるとする。来年、再来年と年を重ねるにつれ複利計算で割引かれていくので遠い将来のこのやりとりは現在価値に弾き直すとほとんどゼロになっている。そうすると家計の支出の割引現在価値が政府の収入の割引現在価値に等しくなっていることは直観的に理解できよう。ここで、政府がある時点で増税したとしよう。増税は家計の支出を減らしてしまう一方で政府支出の増加を通じて家計の支出を増加させるため家計の支出には影響が及ばない。減税も同じである。政府が国債を発行して政府支出を増加させてもその国債はそもそも家計が引き受けるのでその分は消費の減少を通じて所得を減少させる。一方で政府支出は増加しているのでその分所得は上昇する。したがって所得にはなんにも影響を及ぼさなかったことになる。これが（雑な説明であるが）バロー＝リカードの等価定理である。

3 物価の財政理論

さて、ここで重要なのは家計の支出の割引現在価値と政府の収入の割引現在価値が等しくなるという事を示したバロー＝リカードの等価定理が物価の財政理論という重要な理論の導出に影響を及ぼしたことである。物価の財政理論は1991年にリーパーが、

そして1994年にウッドフォードとシムズがそれぞれ発表した。いずれの3名もアメリカの経済学者で、シムズは言うまでもなく2011年のノーベル経済学賞の受賞者である。また、念のためここでのウッドフォードはオリンパスのウッドフォードと全くの別人である事にふれておく（奇しくもどちらのファーストネームもマイケルである）。

バロー＝リカードの等価定理において家計の支出の割引現在価値と政府の収入の割引現在価値が等しくなるというロジックの裏側には政府の支払い能力が完全であることが、つまり政府が発行した国債はすべて残らず償還される、ということが仮定されていた。家計の支出と政府の収入それぞれの割引現在価値が等しいのは、仮に政府が一時的に国債を発行してもそれは必ずどこかのタイミングで必ず償還されるためである。もし政府が償還せずに夜逃げでもすれば家計は購入した国債の償還を受けられないわけであるから家計の支出が政府の収入を下回る、或いは全く同じ事だが政府の収入が家計の支出を上回することは明白である。家計の支出の割引現在価値と政府の収入の割引現在価値が等しくなるというのは、そうすると政府は借金を必ず返す、つまり過去発行した国債は必ず発行時点以降の税収で償還する、と言い換えることができる。

実はこれまで実質と名目の区別をせずに議論を展開してきた。ここでは実質と名目をきちんと区別して議論を行うことにする。経済学、特にマクロ経済学では実質と名目の区別がきわめて重要である。いま、家計の支出の割引現在価値と政府の収入の割引現在価値が等しく過去発行した国債は必ず発行時点以降の税収で償還するとしよう。ここでは、これが

名目で成立しているとする。つまり、政府は過去発行した国債の名目額を必ず発行時点以降の名目税収額をもって償還するものとする。国債がめでたく償還されるまで、物価の変化が十分予想されてその予想される物価の変化分がきちんと利子率に含まれていてかつその物価の変化が予想通り実現すれば何も問題はない。しかし、物価の変化分が予想から外れると問題はややこしくなる。

銀行が利子率10%で1年間ある人にお金を貸したとしよう。ここで予期せぬ年率10%のインフレが生じたとする。100円の貸付けにつき銀行が1年後に受け取る110円は1年前の価値にすると100円でしかない。つまり、名目で110円受け取るも予期せぬインフレのおかげで貨幣価値は10%下落し、実質で100円しか受け取っていない。このインフレは債務者である借り手に対して債権者である銀行からの事実上の収入の移転を生じさせている。

そうすると、政府は過去発行した国債の名目額を必ず発行時点以降の名目税収額をもって償還する、ということはインフレが生じれば必ずしも借りた分を必ず返す政府とは言えない、ということになる。償還されるまでに予期せぬインフレが生じれば政府の実質公債残高は減少し、家計の実質富、つまり実質金融資産残高は減少することになる。これは全く契約違反ではない。家計が保有する国債は額面通りきちんと償還されているからだ。ただし、実質的な償還額は目減りしているという点は問題である。実質で見たときに政府は借りた分をきちんと返していないためだ。このとき、バロー＝リカードの等価定理は成立していない。

バロー＝リカードの等価定理が成立しなければ、政府の財政行動は物価に影響をおよぼす。政府は過去発行した国債の名目額を発行時点以降の名目税収額をもって償還するような経済では政府の現時点の国債発行残高が政府の支払い能力を上回れば物価が

上昇することになる（物価が上昇すると実質国債発行残高は減少する！）。この理屈は「政府は過去発行した国債の名目額を必ず発行時点以降の名目税収額をもって償還する」という約束事を守るためなら物価が変化してもよい、ということに依拠する。逆に言うところの約束事が物価を決めていることになる。この、政府の財政行動が物価を決定するという理論を物価の財政理論という。

4 購買力平価

通貨の問題を考える上で物価の問題を考えるというのは実はとても重要なことである。それは為替相場がある仮定の下では物価の親戚のようなものになってしまうからである。そして、ユーロという、金融政策を行う中央銀行が1つである一方で財政政策を行う政府が17もあるユーロ圏の通貨を考える上で、政府の財政行動は無視できない。したがって、これまでバロー＝リカードの等価定理や物価の財政理論を紹介してきた。

ところで、為替相場がある仮定の下では物価の親戚のようなものになってしまう、とはどういうことだろうか。ここで、きわめて基本的な為替相場決定モデルである購買力平価仮説を紹介する。購買力平価仮説はスウェーデンの経済学者カッセルが1921年に発表した。購買力平価仮説はこれまで紹介したバロー＝リカードの等価定理や物価の財政理論よりもずっとポピュラーである。購買力平価とは異なる通貨の価値、つまり購買力の比率を均等にするような名目を為替相場を指す。いま、日本とアメリカにコカコーラしか消費しない消費者しかいないとしよう。さらにニューヨークでコカコーラが1缶1ドルで売られていて、東京ではコカコーラが1缶110円で売られていて、名目を為替相場は80円／ドルだとする。このとき、ニューヨークのコカコーラ1缶の円建て価格は80円と言うことになる。東京とニューヨーク

でのコカコーラ1缶の価格差は30円であり、気の利いた消費者はニューヨークでコカコーラを仕入れて東京で販売するという商売をはじめるとも知れない。このような利ざやを稼ぐ取引を商品裁定と言うが、とくにこの場合国境を越えて取引が行われているので国際商品裁定という。いま、国際商品裁定に関する費用がゼロだとして、消費者はニューヨークでコカコーラを仕入れて東京で販売するという商売をはじめたとする。そうするとニューヨークではコカコーラが品薄になりその価格は上昇し、東京ではコカコーラがだぶつき価格は下落する。一方で、消費者はニューヨークでのコカコーラの仕入れに備え外国為替市場で手持ちの円を売りドルを買うという取引を行うので円の価値は下落しドルの価値は上昇する、つまり円安ドル高となる。そうするとやがて東京とニューヨークのコカコーラ1缶の価格は等しくなってしまう。

このように、国際商品裁定はある商品の価格を等しくしてしまう。ある商品の価格が国内外を問わず等しくなることを一物一価の法則という。この一物一価の法則がすべての商品について成立し、かつ、それらすべての財が貿易可能で取引コストがゼロで、それらの商品の市場が完全競争市場だと購買力平価仮説が成立する。この購買力平価仮説は次式で示される。

$$P = SP^* \quad (1)$$

ただし、 P は自国通貨建て表示の自国の物価、 P^* は外国通貨建て表示の外国の物価、 S は自国通貨で測った外国通貨1単位の価格、つまり名目為替相場である。自国と外国の消費者が全く同じ貿易可能な商品を消費し、それらの取引コストがゼロでそれらの商品の市場が完全競争市場だと購買力平価(1)式が成立する。いま自国を日本、外国をアメリカとすると左辺は円で表示した日本の消費者が消費する

商品の価格、右辺はやはり円で表示したアメリカの消費者が消費する商品の価格、ということになる。

(1)式を名目為替相場 S について整理すると、

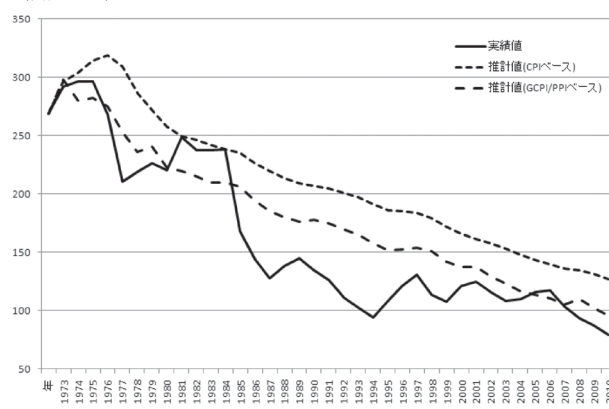
$$S = \frac{P}{P^*} \quad (2)$$

となり、名目為替相場が自国の物価を外国の物価で除したものに等しいということがわかる。これが為替相場が物価の親戚たるゆえんである。

ここで、購買力平価から推計される為替相場と実績値の為替相場の関係を見ておくことにする。購買力平価（正確には絶対的購買力平価）はきわめて厳しい仮定の下でのみ成立するので取引コストがゼロという仮定だけゆるめた購買力平価（相対的購買力平価）に基づく円の対ドル相場の推計値と実績値を図1に示した。図1では円ドル相場を、変動相場制に移行した1973年に絶対的購買力平価が成立し、その後相対的購買力平価のみが成立していると仮定して物価指数として日米の消費者物価指数（CPI）および日本の企業物価指数（GCPI）、米国の生産者物価指数（PPI）を用いて推計している。この推計値が実績値を捕捉しているかどうかについてはもちろん

図1：円ドル相場の実績値および相対的購買力平価に基づく推計値

(円/ドル)



実績値は東京市場の直物相場の年平均である。推計値（CPI）の推計には日米の消費者物価指数の年平均を、推計値（GCPI/PPIベース）の推計には日本の企業物価指数および米国の生産者物価指数の年平均をそれぞれ用いている。

ん統計学的に検証しなければいけないが、購買力平価が全くでたらめではないということは変動相場制に移行した後の円の増価傾向を推計値が捕捉していることから言えるであろう。実際に購買力平価に関する実証分析は数多く行われており、短期はともかく数十年程度の長期であれば成立することが証明されている。

5 通貨同盟のインフレ率

通貨同盟とは固定為替相場制の一種である。しかも自国通貨の廃止を通じて未来永劫自国通貨を他国通貨に一定の為替相場で固定してしまう制度なので究極の固定為替相場制度と言える。1997年のアジア通貨危機では、タイバツの暴落に始まり、多くのアジア諸国の通貨を固定為替相場制から離脱させた。しかし通貨同盟では通貨危機はもはや生じない。そもそも自国固有の通貨が存在しないためである。

通貨同盟の下では(2)式はどのように示すことができるのだろうか。未来永劫名目為替相場は変化しないので次式のように示すことができる。

$$\bar{S} = \frac{P}{P^*} \quad (3)$$

ここで、(2)式の左辺の S が $\bar{S}$ に置き換わっている。(2)式と何が違うかというと S の上に横棒がついたことである（この記号はバーと呼ぶ）。経済学ではしばしば未来永劫変わらない変数にはこの横棒をつける。ユーロ導入時1999年1月1日のドイツマルクの対フランスフラン相場は 0.30426…なので自国をドイツ、外国をフランスと考えると(3)式は、

$$0.30426\cdots = \frac{P}{P^*}$$

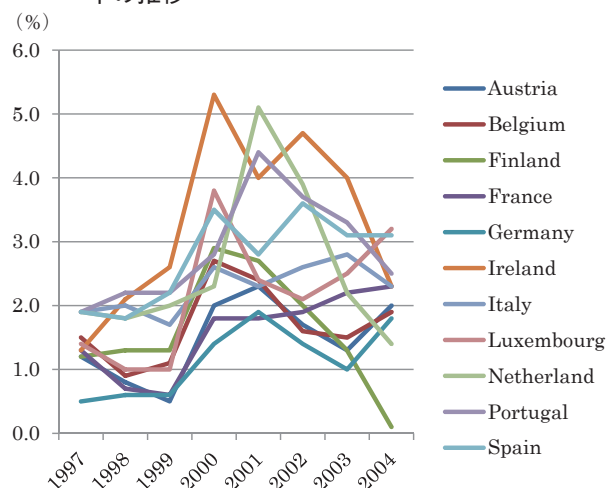
と書き直せる。この式の左辺は常に一定なので、ドイツの物価が上昇（下落）すればおのずとフランスの物価も上昇（下落）せざるを得ない。つまり、ド

イツでインフレが生じればフランスでもインフレが生じる。あるいはドイツでデフレが生じればフランスでもデフレが生じることになる。つまり、通貨同盟内のインフレ率は国、地域を問わず一致することになる。

図2は1991年1月のEMU加盟国11ヶ国、つまりユーロ誕生と同時にユーロを導入した11ヶ国の1997年から2004年までの各国のインフレ率を示している。各国のインフレ率はばらつきがあるものの傾向はよく似ていることがわかる。図3にはやはり1997年から2004年までの日米欧のインフレ率を示しているが、日米欧のインフレ率の推移と比べると1991年1月のEMU加盟国11ヶ国のインフレ率の推移が一定の傾向を持っていることは理解できよう。日本でデフレになってもアメリカでデフレになるわけではない。しかし、ドイツでインフレ率が上昇すればフランスその他の多くの加盟国でもインフレ率が上昇し、ドイツでインフレ率が下落すればフランスその他の多くの加盟国でもインフレ率は下落することが図2から理解できよう。

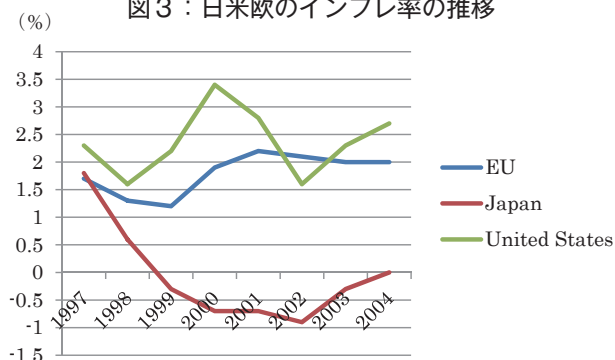
さて、図2はあることを意図してわざと2004年までのインフレ率の推移しか示さなかった。図4では

図2：1991年1月のEMU加盟国11ヶ国のインフレ率の推移



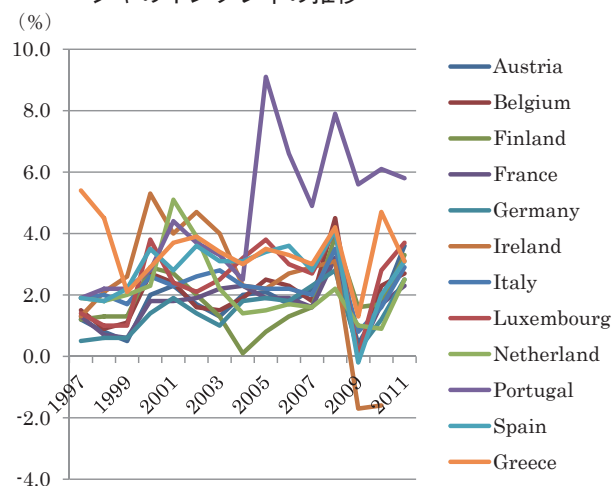
出所：EuroStat

図3：日米欧のインフレ率の推移



出所：EuroStat

図4：1991年1月のEMU加盟国11ヶ国およびギリシャのインフレ率の推移



出所：EuroStat

図2の11ヶ国にギリシャを加えた12ヶ国のインフレ率の推移を2011年まで示している。多くの加盟各国のインフレ率が取れんに向かっている一方、ポルトガルのインフレ率が他の加盟国のインフレ率と足並みをそろえていないことが図4から理解できよう。これはポルトガルでは例外的に(3)式が成立していないことを意味する。

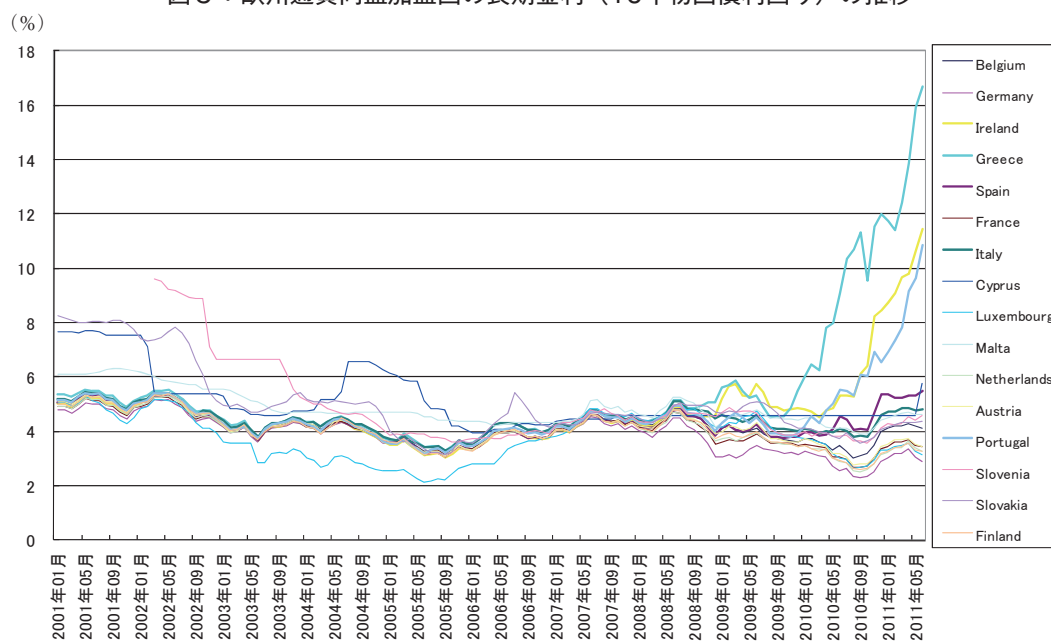
ユーロ圏のような通貨同盟においてインフレ率の足並みがそろっていないならばマクロ経済を安定化させる上で大変な問題が生じる。通貨同盟に加盟することで加盟各国は固有の通貨を廃止する。これは単に目に見える固有の紙幣や硬貨をなくしてしまうということだけを意味するのではない。加盟各国の中

央銀行は自国固有の金融政策を捨てて、通貨同盟の中央銀行に金融政策をゆだねることも意味する。EMUの場合金融政策はフランクフルトの欧州中央銀行にゆだねられている。加盟各国の中央銀行は金融政策を行ってはいない。ここで、中央銀行の役割が物価の安定だとしよう。欧州中央銀行は物価を安定させるために金融引き締めや金融緩和を行うが、このとき金融政策のスタンスは通貨同盟のインフレ率に依存して決まり、決して加盟各国それぞれのインフレ率に依存して決まらない。金融政策を行う上で採用できる政策金利はユーロ金利1つだけだからである。すでに加盟各国には固有の通貨が存在しないため固有の政策金利も持たない。このため、仮にポルトガルだけでインフレが生じて金融引き締めでインフレを退治することはほぼできない。欧州中央銀行が金融政策で対応できるのは加盟各国のインフレ率の加重平均値であって、ポルトガルのインフレ率ではない。同じ事は景気の安定化についても言える。最近のニューケインジアンモデルを用いた分析ではインフレと景気（正しくはGDPギャップ）が正比例することが示されているためである。したがって、ポルトガル固有の物価や景気の安定化に金融政策は対応できないのである。マクロ経済の安定のため、通貨同盟内のインフレ率にばらつきがあってはまずいのである。通貨同盟では(3)式が成立していないとマクロ経済の安定は相当困難な作業となる。

6 ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの予想物価と財政

欧州通貨同盟には Stability and Growth Pact と呼ばれる条項があり、ここで政府の財政収支や公的（純）債務残高について決められている。つまり、財政赤字はGDP比3%まで、公的（純）債務残高はGDP比60%までに抑制しなければならない。こ

図5：欧州通貨同盟加盟国の長期金利（10年物国債利回り）の推移



出所：Datastream

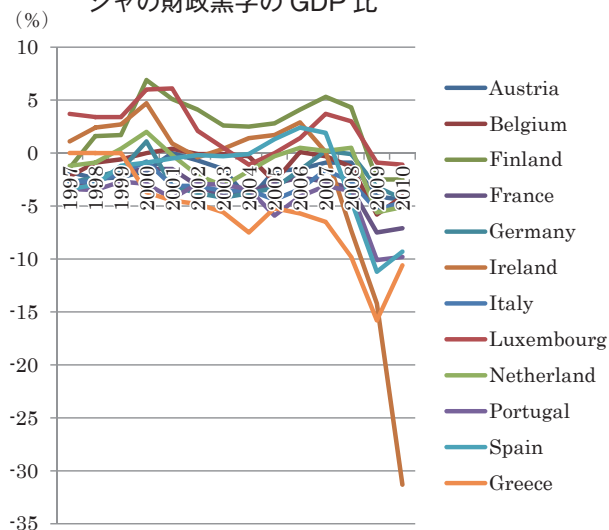
の、3%、60%といった数字はさておき Stability and Growth Pact は経済学的に正当化できる。先に紹介した物価の財政理論によると物価は政府の財政行動によって決定される。バロー＝リカードの等価定理が成立するとき、つまり、過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値と等しければ政府の財政行動が物価に影響を与えない。しかし、過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値を上回れば将来の物価は上昇する。Stability and Growth Pact が遵守されれば財政赤字はGDP比3%まで、公的（純）債務残高はGDP比60%までに抑制されるため過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値を上回る可能性は小さくなると言えよう。そうすると、EMU加盟各国がStability and Growth Pact を遵守すると政府の財政行動が物価に影響を与えることがなくなる。あるいは、ある加盟国だけの将来の物価が上昇するというのも余り考えられなくなる。そうすることで加盟各国のインフレ率は収れんする。つまり(3)式が成立する。

第5節ではポルトガルのインフレ率が他の加盟国

と足並みをそろえていないことを指摘した。物価の財政理論は政府の財政行動が現在の物価だけでなく将来の物価に影響を及ぼすことを指摘している。残念ながら将来の物価はそう簡単に観察できるものではない。そこで、欧州通貨同盟内の実質利利率が等しいとしよう。債務不履行を考慮しなければ名目利利率は実質利利率に予想インフレ率を加えたものに等しいので、名目利利率が高い国では予想インフレ率が高いということになる。図5はEMU加盟国の長期金利の推移を示している。2010年以降、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの長期金利が他の加盟国のそれより大幅に上回っていることがわかる。物価の財政理論に照らし合わせればこれらの国では過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値を上回ると考えられているため、将来の物価が上昇すると予想されていると言える。そうすると、(3)式は将来成立しなくなり、現時点とはともかく将来のマクロ経済の安定がこれらの国では困難を極めることになる。そして、ポルトガルではすでにそうした状況に陥っていると言える。

物価の財政理論に焦点を当てると(3)式が成立しな

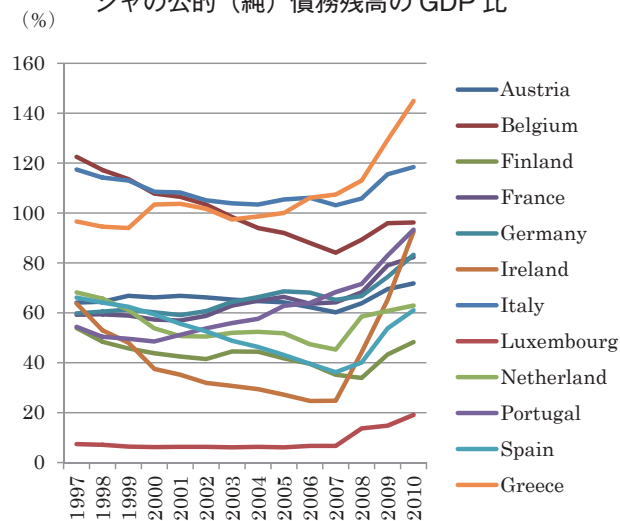
図6：1991年1月のEMU加盟国11ヶ国およびギリシャの財政黒字のGDP比



出所：Eurostat

い原因は各国が Stability and Growth Pact に明記されたような財政規律を遵守せず、まちまちに財政行動を行っていることが考えられる。そこで、EMU 加盟各国の財政赤字および公的（純）債務残高を見てみよう。図6、図7はそれぞれ1991年1月のEMU加盟国11ヶ国およびギリシャの財政黒字のGDP比と公的（純）債務残高のGDP比を示している。図6より、ここ数年のギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガル、フランスの財政赤字のGDP比が、図7よりギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、ベルギーの公的（純）債務残高のGDP比がそれぞれ他の加盟国より突出していることがわかる。このうち、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは財政赤字および公的（純）債務残高それぞれのGDP比が他の加盟国より突出している。先にも述べたようにこの3ヶ国では予想インフレ率が高いことが他の加盟国よりも高い可能性がある。この3ヶ国の財政状況と高い予想インフレ率と合わせて鑑みると物価の財政理論はこの3ヶ国では財政赤字や高い公的（純）債務残高が原因となり物価を欧州通貨加盟各国の水準よりも将来的に大きく上昇させることを示唆している。つまり、膨大な公

図7：1991年1月のEMU加盟国11ヶ国およびギリシャの公的（純）債務残高のGDP比



出所：Eurostat

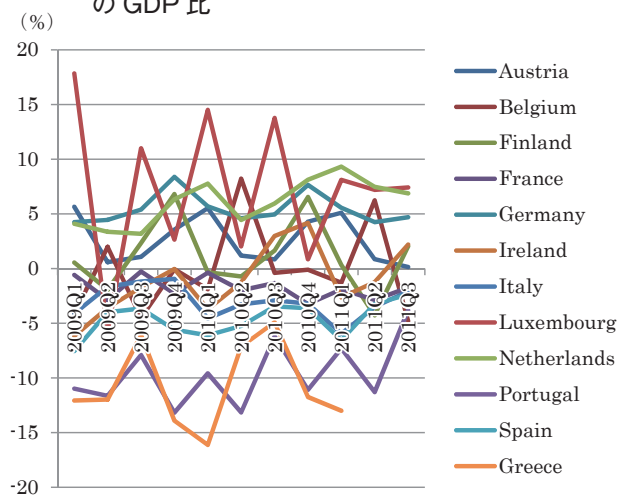
的（純）債務残高に対してその返済にあてる財政黒字が過少なため、物価の上昇予想を引き起こしているのである。そうすると、この3ヶ国では金融政策の効果が及ばなくなり、この3ヶ国の物価や景気をコントロールする手段を中央銀行は失うのである。

7 まとめ：通貨同盟の維持とグローバルインバランス

公的（純）債務残高が財政黒字の割引現在価値で担保されなくなるとインフレ期待が上昇し、やがてその国が金融政策からコントロール不能な状態に陥る。そうするとその国の物価や景気の安定は見込めず、場合によっては通貨同盟から離脱し、その国がかつて放棄した固有の金融政策を取り戻す必要が生じる（それでも通貨同盟にとどまり金融政策の恩恵にあずかろうとすると膨大なコストがかかるのは新聞やテレビの報道通りである。2月27日にも約1,300億ユーロにものぼる第2次ギリシャ支援策がドイツ連邦議会でも可決された）。そうした国が複数生じればもはや通貨同盟は維持し得ない。

通貨同盟が経済厚生をそもそも高めるのか、ということとはさておき単に一国の公的（純）債務残高や

図8：EMU加盟国11ヶ国およびギリシャの経常収支のGDP比



出所：Eurostat

財政収支だけに焦点を当てるだけで通貨同盟の維持のための政策議論は完結し得ない。グローバルインバランスとの関連に注目せずしてそもそも議論はできないことを最後に示して本稿を締めくくる。

図8はリーマンショックの後、2009年からのEMU加盟国11ヶ国およびギリシャの経常収支のGDP比を示している。図8はギリシャ、スペイン、イタリアの経常収支のGDP比が他の加盟国に比べて大幅にマイナスにふれていることを示している。すでにギリシャ、アイルランド、ポルトガルの財政

赤字および公的（純）債務残高それぞれのGDP比が他の加盟国より突出していること、イタリアの公的（純）債務残高のGDP比が他の加盟国より突出している事を指摘した。これまで示したデータは経常収支の赤字と財政赤字および公的（純）債務残高がなにやら関連を持っていることを示している。これはそのはずである。そもそも財政赤字は利払い費込みの公的（純）債務残高の増加分に等しく、公的（純）債務残高と民間部門の（純）債務残高の和が対外（純）債務残高である。さらに期首から期末にかけての対外（純）債務残高の増加分は経常収支の赤字である。つまり、財政赤字と経常収支は親戚なのである。このため、財政赤字や公的（純）債務残高は単に国内の問題にとどまらず、国境を越えた問題となる。したがって通貨同盟の維持は、単に通貨同盟内だけの問題にとどまらず、世界的なグローバルインバランスと密接に絡んだ問題なのである。経済規模が小さい国の財政赤字が世界の耳目を集めるわけである。そして、グローバルインバランスとの関連に配慮せずしていわゆる欧州危機の解決の糸口は見いだせないといえよう。