

2012年9月19日 全7頁

欧州リサーチトリップ報告

そしてユーロは続く

経済調査部
山崎 加津子

[要約]

- 9月10日から14日の一週間、ドイツ、スペイン、フランスの3か国で中央銀行、銀行、保険、事業会社の計18件を訪問した。
- ユーロ圏の現状は厳しく、危機を脱するまで長い時間と多大なコストがかかるという見通しが共有され、「ユーロ圏崩壊」は可能性の低いリスクシナリオと捉えられていた。9月6日に発表されたばかりのECBのOMTに対する評価は概ね好意的で、ユーロ圏を存続させようとする強い政治的意思が存在するとの意見がコンセンサスであった。ユーロ圏景気は2012年後半はマイナス成長、2013年にやや持ち直すとの予想が多かった。

はじめに

2012年9月10日（月）から14日（金）の一週間、ドイツ（フランクフルト、ミュンヘン）、スペイン（マドリード）、フランス（パリ）の3か国4都市を訪問するリサーチトリップに参加した。訪問先はECB（欧州中央銀行）、スペインとフランスの中央銀行、日銀の在独、在仏の駐在員事務所、銀行、保険、事業会社の計18件である（訪問先の詳細はレポート末を参照）。

リサーチトリップの目的は、ユーロ圏危機対策とその見通し、とりわけ9月6日にECBが発表したばかりの国債買取プログラムであるOMT（Outright Monetary Transactions）に対する評価を聞くことと、長引くユーロ圏危機の下で景気や業績の先行きをどう見通しているかを知ることであった。

結論を先に言うと、OMTに関しては必要な措置を講じたと総じて好意的な評価であった。ユーロ圏については、これを維持するために多大なコストが予想されるものの、ユーロ圏を維持したいという政治的な意思の強さを軽視するべきではないとの意見が多く、ユーロ圏崩壊はかなり可能性の低いリスクシナリオと捉えられていた。ユーロ圏景気は、2012年後半はドイツも含めてマイナス成長が継続し、2013年に外需を牽引役にやや持ち直すと予想されているが、その回復はごく緩やかなものにとどまるという予想が多かった。中国、ラテンアメリカなどエマージング諸国の需要拡大への期待が高かった。

ECB の OMT 決定に対する評価

9月6日に ECB が従来の国債買取プログラム SMP (Securities Markets Programme) に代わる OMT の詳細を発表した。SMP との最大の違いは、OMT の適用を希望する国は、まずは EFSF (欧州金融安定化機構) / ESM (欧州安定メカニズム) に財政支援を要請し、コンディショナリティー (財政再建と構造改革の計画) を締結する必要があることである。この際、EFSF/ESM が発行市場でこの国の国債購入に合意することも条件となる。以上の条件が整えば、ECB は国債利回り低下を目的として、この国の国債を流通市場であらかじめ上限を設定することなく購入するとされ、これは ECB が「無制限の国債購入」を宣言したと金融市場から非常に好感されている。ただし、コンディショナリティーが遵守されていないと ECB が判断した場合はこの買取を停止することも同時に明記された。

OMT に対する評価は、ユーロ圏加盟国間の金利差急拡大にみられるような、金融市場の行き過ぎた懸念を鎮めるために必要な措置を ECB が講じたと概して好意的だった。中には想定していたよりも柔軟性がある対応との評価もあり、たとえば EFSF/ESM による国債購入は、それが可能となっていれば、実行に移されていないだけでも ECB が国債買取に動けることや、IMF の関与についても絶対条件にしていないことが指摘された。ただ、「あくまで時間稼ぎの措置」、「使わないうで済めばそれに越したことはない」という消極的な評価の他に、「ESM が国債購入の主役になるようにするべきだった (ミュンヘン再保険)」という意見もあった。最後の意見は、ECB が政治的な圧力を受けやすくなることを懸念しており、ESM であれば民主的に選ばれた議会が国債購入の決定をするため責任の所在が明確であったとしている。

フランクフルトの ECB 本館前 (9月10日筆者撮影)



注：右奥に見える白いテントは“Occupy Wall Street”の流れを汲むとみられる、ESM 反対のプラカードを掲げた占拠者の小グループ

OMT の効果について

OMT が効果を上げることができるかに関しては、効果はあるが、大きなコストがかかる可能性があり、それを許容できるかが問題になるだろうとの指摘が多かった。なお、SMP の轍を踏まぬように、OMT では支援対象国にコンディショナリティーを義務付け、それを欧州委員会や ECB、IMF 等が監視する体制が作られる。加えて、EFSF/ESM が発行市場で当該国債を購入する仕組みとし、また、ECB がどの国債を買ったか毎月情報開示を徹底することなど、さまざまな「保険」がかけられている。

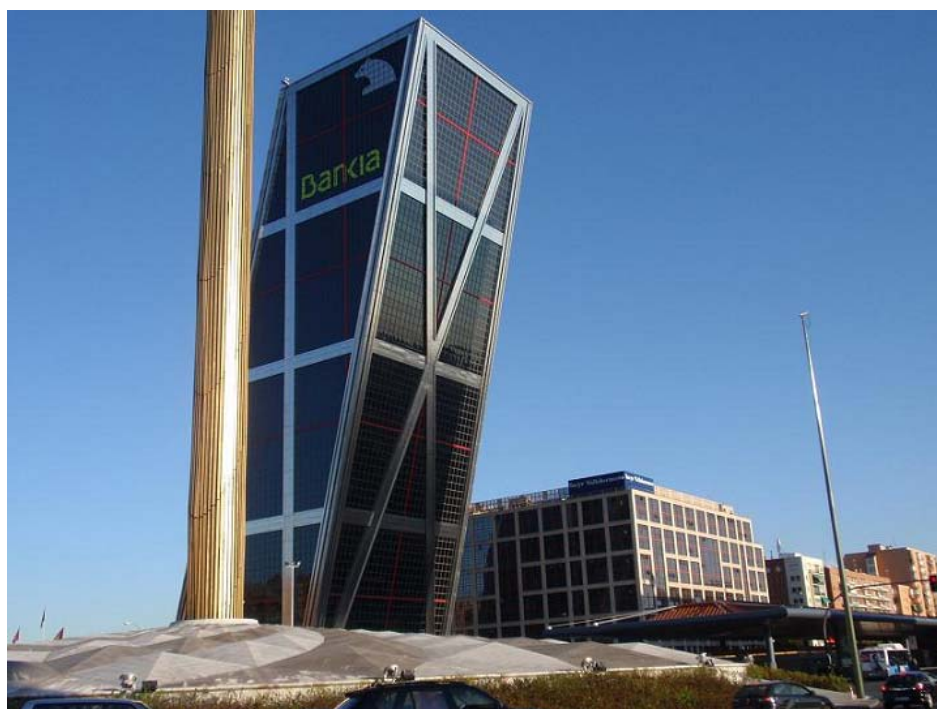
OMT と EU 条約

なお、OMT が EU 法に抵触しているのではないかとの批判があることを ECB で質問したところ、ECB が禁じられているのは発行市場で国債を引き受けることであり、流通市場での購入に関しては法的な問題はないとの回答であった。逆に、この禁止事項があるために、（フランスが熱心に主張してきた）ESM に銀行免許を付与し、ECB から資金調達できるようにする案に関しては、明確に否定した。ESM は発行市場で国債を引き受けることが可能な機関であるので、そこに ECB が流動性を供給するわけにはいかないという理由である。

スペインの OMT 申請の見通し

OMT の対象となるのはまずはスペインと予想されているが、同国が OMT の適用を申請するかは金融市場次第との見方が多かった。ドラギ ECB 総裁が「あらゆる手段をとる」と発言した 7 月末以降、スペインの国債利回りは低下傾向にあり、特に ECB がターゲットとしている短期の国債利回りは大幅に低下した。さらに、OMT の詳細が発表されたことを好感して 9 月第 2 週には社債市場での起債が相次いだ。ここではスペインの大手企業の社債発行が目立った。スペイン政府にとっても、スペイン企業にとっても、資本調達コストが低下している現状では、スペイン政府が早急に OMT の適用を申請する理由はないだろう。

スペインの個別銀行の自己資本不足額に関する査定結果は 9 月 28 日公表となったが、そこでは自己資本の積み増しが不要な銀行から、公的支援が必要な銀行まで 4 グループに分類される見込みである。ただ、公的支援が必要な銀行にはすでに EFSF/ESM から 1,000 億ユーロを上限とする支援が決まっている。他方でこのところスペインの州政府が財政難を理由に中央政府に相次いで支援を求めているが、これまでのところ、その必要額はスペイン政府が用意した基金の範囲内に収まっている。とはいえ、スペイン政府がいずれ OMT の支援を必要とすることになるとの見通しは根強い。「OMT を使わないで済めばそれに越したことはないが、今後、市場の不安がなんらかの理由で高まる可能性は十分にある。そのための備えができたことはポジティブ」というのが大方の評価であるように見受けられた。

スペイン政府に多額の支援を求めたバンクア（9月12日筆者撮影）

注：斜めに傾いた斬新なデザインのこの建物は、カハ・マドリードの本社ビルとして建てられた。

OMT の条件となるコンディショナリティーでは、これまでのギリシャやポルトガルの例とは異なり、その国の資金調達を全面的に支援するものとはならないとされている。むしろ、その国が国債発行を継続し、そこで金融市場にその国の財政再建努力を評価させる余地を残す発想である。このため、現在、財政支援を受けているポルトガルは、国債市場に復帰することが OMT 適用申請の前提条件となるとされている。

ギリシャ支援とユーロ圏崩壊シナリオについて

ギリシャ支援の今後の見通しに関しては次のトロイカによる査定結果待ちというのがコンセンサスであったが、（ギリシャ政府が要請している）財政再建目標年次を 2 年先送りすることはまだしも、第 3 次支援が認められる可能性については否定的な意見が聞かれた。なにより重要なのはギリシャ自身が財政再建の継続を約束できるかであり、それが反故にされた場合は、財政支援停止、ギリシャが独自通貨の発行に迫られるという「ユーロ圏離脱」のシナリオがありうるとされた。その場合の影響としては、連鎖反応を懸念する意見と、ギリシャのユーロ離脱の可能性はすでに長いこと議論されており、経済規模の小さいことから影響は限定されるとの見方に二分された。なお、他のユーロ圏加盟国がギリシャを追い出す可能性はかなり低く、特にフランス、イタリア、スペインの南欧諸国はそのような対応に消極的とされた。

ユーロ圏の存続に関しては「政治的な強い意思」が存在し、それを軽視するべきではない、ユーロ圏の崩壊は非常に可能性が低いというのが、今回話を聞いた方々の共通認識であった。ただ、もしユーロ圏からどこかの国が自発的に離脱するのであれば、それはギリシャではなく、オランダやフィンランドなど北の小国になるのではとの予想を複数回聞いた。

誰がコストを負担するのか？

ユーロ維持には多額のコストがかかるということも共有認識であった。このコスト負担に関して興味深い意見をミュンヘン再保険のチーフエコノミストから聞いた。それは「納税者負担から投資や貯蓄をする人々の負担へシフトする動きがある」というものである。納税者負担とは従来のギリシャやアイルランドの支援のように、ユーロ圏各国が資金を拠出したり、政府保証を付与して財政支援を行うことである。一方、投資家等の負担というのは、ギリシャ支援に際して、ギリシャ国債を保有していた民間投資家が大きな損失を被ったことを指すのではなく、低金利の一方、インフレ率はやや高めに推移し、実質金利がマイナスの状況を長期化させることで、投資や預金のリターンが悪化することを指している。後者の方が損失の実感が薄く、受け入れられやすいとのことである。

この場合、ユーロ圏の中でもことのほかインフレに敏感なドイツが問題視するのではと質問したところ、ドイツでも前年比3~4%のインフレ率であれば、ドイツ統一直後に経験しており、許容範囲との回答であった。ドイツやオーストリアなど、財政が健全で、相対的に輸出競争力が高い国で高めのインフレが容認されれば、域内格差の是正に貢献するとの意見はコメルツ銀行のエコノミストからも聞かれた。

銀行監督の新しい提案について

9月12日に欧州委員会のバローゾ委員長が、EU（欧州連合）銀行同盟を視野に入れ、新しい銀行監督制度の構築を提案した。ECBがユーロ圏の銀行の監督に一元的に責任を負い、従来のように加盟国ごとの金融監督当局が自国の銀行の監督を担当する方式を改めようとするものである。ECBの任務が一段と拡大するが、それに対応できる陣容をECBが持っているのか、うまく機能するものなのか質問してみた。ECBおよびフランス、スペインの中央銀行の共通した返答は、大切なのはいかに効率よく情報収集できるかと、ECBが中央で決定できる十分な権限を持てるかで、それが実現すれば、ECBの決定を各国の金融監督当局が実施に移すという陣容ができて機能することになるだろうというものであった。ちなみに、このような中央で決定し、各国が実践する形式は、現在のユーロ圏の金融政策の決定（欧州中央銀行の金融政策委員会が担当）とその実行（各国の中央銀行が担当）の仕組みと同じであるという回答であった。なお、新しい銀行監督制度に関しては、ECBの監督対象をすべての銀行とするのか、それとも大手銀行に限定するか、ユーロ圏ではないEU加盟国の銀行の扱いをどうするかなどまだ争点が多い。これらは中央銀行ではなく、政府サイドの決定事項だが、当初予定の今年末までのコンセンサス形成は難しいのではないかとこの予想が早くも出ている。

景気見通し

ECBは9月6日の金融政策委員会で3か月ごとに発表しているユーロ圏景気見通しを下方修正した。下方修正の主因は、グローバルな景気見通しの悪化にあり、ユーロ圏の内需に関しては追加の下方修正はなかったとのことである。なお、リセッション状態が2012年末まで継続する

とみているものの、一段と悪化するとはみておらず、年末ごろから緩やかな持ち直しを予想している。持ち直しの理由は二つあり、一つは外需の持ち直し、もう一つはクレジット・サプライの改善とのことである。なお、9月6日にインフレ見通しはやや上方修正されたが、これは各国の財政健全化を目的としたVAT（付加価値税）の増税効果と、ユーロ安の効果による。他方でユーロ圏内の稼働率は低下傾向にあり、これはインフレ上昇に歯止めをかける役割を果たすと予想されている。

民間の事業会社も総じて欧州の景気見通しに関しては悲観的で、ドイツを含めて2012年後半はマイナス成長が継続するとみていた。スペイン、イタリアのみならず、フランスもまだこれから痛みを伴う財政再建および構造改革が必要との予想が多かった。なお、スペインに関しては今後2年はマイナス成長が継続するというのがメインシナリオで、これは不動産バブルの調整にまだそれくらいかかることが理由である。ただ、そのスペインにもようやく一部明るい兆しがあり、輸出産業は好調で貿易収支の赤字が大幅に縮小してきていること、また観光業は堅調に伸びていることが指摘された。

観光客でにぎわうマドリードのバラハス空港（9月13日筆者撮影）



業績環境

取材した企業はすべてグローバル展開している企業であり、またここ数年の欧州の厳しい環境の中で、海外展開に一段と力を入れていることがうかがわれた。工業用ガスのリンデは2011年について売上の半分以上がエマージング市場での売上となった。

エマージング市場で存在感が大きいのはやはり中国である。中国経済の見通しについては、足元はまだ減速傾向にはあるが、遅くとも2013年には持ち直し、今後10年は高成長を継続す

るとの楽観的な見方が多かった。これは特に高級消費財関連メーカー（BMW、LVMH）で顕著であり、これに比べると企業向け、投資関連事業のメーカー（シーメンス）が慎重姿勢であった。中国以外にも、東南アジア、ロシア、アフリカ、それに中南米市場の高成長への高い期待が聞かれた。他方で欧州市場に関しては景気低迷がまだ続く予想であったが、その中でもメンテナンス、エネルギー事業、ブロードバンドなどまだこれからも伸びる分野として注力していることが指摘された。

2012年9月 欧州リサーチトリップ日程&訪問先一覧

9月10日（月）フランクフルト

- 日銀フランクフルト事務所
- コメルツ銀行
- ECB

9月11日（火）ミュンヘン

- ミュンヘン再保険
- シーメンス
- BMW
- リンデ

9月12日（水）マドリード

- テレフォニカ
- レプソル
- スペイン中銀
- サントンデール銀行

9月13日（木）マドリード

- ACS
- BBVA
- マフレ

9月14日（金）パリ

- アルストム
- フランス中銀
- 日銀パリ事務所
- LVMH