

みずほマーケット・トピック(2016年7月19日)

「空気を読まない」EU 政策当局への危機感

遠くない将来に再び欧州から相場を混乱させる材料が出てきそうな気がしてならない。というのも、Brexit を巡り EU 瓦解への不安が高まっている状況にも拘わらず、あまりにも「空気を読まない」政策運営が目につくからだ。筆者は 2 年前に発行した拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』で「あらゆる正常化過程を焦らないことがユーロ圏の日本化ペースを少しでも遅くする鍵と成り得る」と述べ、過剰な清算主義に対する警鐘を鳴らしたが、その不安が現実になりつつあるように見受けられる。具体的に、教条主義的な財政均衡主義や徹底的に民間負担を要求する新たな銀行破綻規制の在り方に関し疑問を呈したが、足許ではその双方について懸念通りの展開が見られている。EU として今、考えるべきことは現状以上に傷口を拡げないこと、具体的には「EU の瓦解」という論点から出来るだけ世の中の関心を逸らすことではないかと思われるが、EU 政策当局(≡欧州委員会)の政策運営はこの真逆を行っている。具体的には①スペイン、ポルトガルの財政赤字に対する制裁、②イタリア国内銀行を巡るバイルインの徹底といった 2 つの事案に注目。

～イレギュラーな材料からレギュラーな材料へ～

先週末から本邦休場の昨日にかけての為替相場は乱高下する展開。先週初から盛り上がっていたヘリコプターマネー政策(ヘリマネ)はドル/円相場を断続的に 106 円台に押し上げていたが、15 日夜に突如報じられたトルコの軍事クーデターを受けて一時 105 円台前半まで急落した。とはいえ、その後にクーデター失敗が報じられると、ドル/円相場は再び 106 円台に値を戻し、本日に至っている。英国の EU 離脱(Brexit)、参院選、ヘリマネ騒動とイレギュラーな材料が相次いでいるが、今週 21 日に ECB 理事会が行われ、来週には FOMC そして日銀金融政策決定会合と続くことから、目先は金融政策というレギュラーな材料に振らされる、見慣れた相場つきになっていきそうである。

～空気を読まない EU 政策当局への危機感～

イレギュラーな材料と言えば、遠くない将来に再び欧州からそのような材料が出てきそうな気がしてならない。というのも、Brexit を巡り EU 瓦解への不安が高まっている状況にも拘わらず、あまりにも「空気を読まない」政策運営が目につくからである。筆者は 2 年前(2014 年 7 月)に発行した拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』で「あらゆる正常化過程を焦らないことがユーロ圏の日本化ペースを少しでも遅くする鍵と成り得る」と述べ、過剰な清算主義に対する警鐘を鳴らした。そこでは教条主義的な財政均衡主義や徹底的に民間負担を要求する新たな銀行破綻規制の在り方に関し疑問を呈したが、足許ではその双方について懸念通りの展開が見られており、これが次の火種になるように思えてならない。具体的には①スペイン、ポルトガルの財政赤字に対する制裁、②イタリア国内銀行を巡るバイルインの徹底といった 2 つの事案が注目される。いずれも Brexit で沸き上がった反 EU 勢力を焚き付けるような政策運営であり、看過できない。

～何故、今、財政赤字の制裁に固執するのか？～

第一に、スペイン及びポルトガルの財政赤字に対する制裁勧告である。EU 経済財務相理事会 (ECOFIN) は先週 12 日、スペインとポルトガルが過剰な財政赤字の是正に十分な努力を行っていないとして、両国に対する制裁手続きの開始を承認した。これを受けて欧州委員会は今月中を目途に罰金(最大で GDP の 0.2%)を含む制裁を提案する見通しである。財政赤字を GDP 比▲3%以内に収めることを要求する安定・成長協定 (SGP) の基準はこれまで幾度となく反故にされてきたが、実際に制裁が発動されたことは一度もなく、今回が初となる。ECOFIN 前にはサパン仏財務相が「ポルトガルは行き過ぎた制裁を受けるべき対象ではない」と述べるなど、制裁発動に慎重なムードもあったが、EU としてこれに厳格な対応を行うことで足並みが一致してしまった。

現段階では追加の財政再建策と引き換えに制裁が減免される可能性もあるようだが、程度の差こそあれ、制裁は制裁であり、両国の高官からは早速不満が漏れている。デギンドス・スペイン経済相は「EU 加盟国の中でも経済成長率が高いこの国に制裁を科すのは、逆説的だ」と批判し、コスタ・ポルトガル首相も「制裁は不当で、逆効果を招く」と述べ、反意を示している。いずれも「制裁したところで成長を抑制するだけで逆効果」という趣意と見受けられる。こうした主張に異論を挟む余地は今や小さいだろう。G20 でも成長路線が示唆される現状において「緊縮できなかつたから罰金」という思考回路自体が時代錯誤と言わざるを得ず、欧州委員会がこれを正当化しようとする姿はやはり奇異である。そもそもデフレを懸念する環境で緊縮財政は矛盾している。なお、当然にして、両国を含めた各国の反 EU 政党もこれを材料として自身の正当化を図ることになるだろう。

もちろん、ここでスペインやポルトガルの財政再建に対して甘い顔をすればイタリアやギリシャといった国々も財政拡大に舵を切ることになり、再び債務危機のリスクが高まるという面はある。各国が為替を通じた景気刺激が模索できない以上、裁量的なマクロ経済政策は財政を通じて行うしかなく、「許されるならもっとやりたい」が本音の加盟国は多いはずである。これはこれで中長期的なリスクであることは間違いない。結局、EU 政策当局としては「中長期的な債務危機のリスク」と「短期的な反 EU ムードのリスク」を天秤にかけて、政策運営することになるが、現状を見る限り、前者を重く見たという判断になりそうである。しかし、Brexit という EU 史上最大の失敗を受けて、欧州統合プロジェクトがかつてないほど窮地に立たされていることを踏まえれば、今一番大事なことは反 EU ムードを現状以上に強めないことではないだろうか。

～ベイルインは劇薬～

第二に、イタリアの国内銀行を巡る公的支援問題も気掛かりである。ここにきて苦境に陥っている同国の民間銀行を公的資金で救うべき(いわゆるベイルアウト)か、それとも EU ルールに則って民間債権者負担を粛々と強いるべき(いわゆるベイルイン)か、という論点の対立が浮かび上がっている。EU では、新たな銀行破綻処理指令 (BRRD) に従い、2016 年 1 月 1 日以降、破綻処理に際して株主や劣後債保有者といった民間債権者負担が求められるベイルインが一律にスタートしている¹。ゆえに、「何故、今、ベイルインなのか」と言っても、「ルールでそう決まっているから」というのが回答になるが、欧州統合プロジェクトが過去最大の危機に瀕している時にこれを徹底的に援用して何か

¹ 銀行再生破綻処理指令 (BRRD) では、「銀行危機」と「政府債務危機」の負の連鎖を断ち切る目的から、公的資金注入の前段階として銀行の株主や劣後債保有者などに銀行負債の 8% 相当の損失負担を求めることを規定している。これがいわゆるベイルインルールである。

得られるものがあるのかは今一度、慎重に考えたいところではある。イタリア政府は EU に対し一時的な政府支援を認めるバイルイン規則の適用免除を求めているが、BRRD の運用直後にこれを反故にすることに関してはドイツを筆頭とする健全国が抵抗している。先週 15 日には、ドイツ政府関係者の話として、「一定程度譲歩する余地がある」との認識が報じられているものの、「ある種部分的な、債権者への損失負担強制が望ましい」とも述べられている。要するに、一部の小口投資家の保護は認めつつも、あくまで全ての債権者の損失負担回避を認めるものではない、との基本認識に立っている(15 日、ロイター)。しかし、現状においてイタリアが求めるのは完全なバイルインの回避、即ち完全な債権者の損失負担回避であり、やはり溝がある。

この問題を読み解くには昨年 11 月まで時計の針を戻す必要がある。昨年 11 月、2016 年のバイルイン導入に先駆けて、経営危機に陥ったイタリアの国内地方銀行を対象として劣後債保有者に損失を強いる破綻処理が行われた。バイルインが発動する 2016 年を前に駆け込み的に破綻処理を行った理由は、バイルインが導入されてしまえば損失負担は株主や劣後債保有者に限らず、10 万ユーロ以上を保有する一般預金者にも及ぶためとの判断に基づいている模様である(レンツィ伊首相がそのように述べたことも報じられている)。問題はイタリアでは多くの個人投資家が年金として劣後債を購入したという事実があるため、同破綻処理によって最も犠牲になるのが年金生活者という悲惨な結末になったことである。そして昨年 11 月末、ある年金生活者が銀行により自殺に追い込まれたとの手紙を残し、命を絶った事件が大きく報じられ、バイルインという破綻処理の在り方が改めて同国で問われるような事態へ発展した。国によって事情が異なるだろうが、バイルインを徹底すれば、恐らく他国でも類似の事案は発生するだろう。「金融機関を税金で救うな」という直情的な議論から生まれたバイルインはいざ運用されれば、特定個人に負担を強いるため、バイルアウト以上に劇薬となるリスクを秘めている。

～バイルインはレンツィ退陣の引き金に～

さらに事態を複雑にする背景として、イタリアが今年 10 月に憲法改正(上院権限を抑制する改正)の国民投票を予定しているという事実がある。既に報じられているように、レンツィ首相はこの国民投票に自身の進退を賭けており、一種の信任投票の色合いを帯びている。バイルインの徹底は国民投票での敗北に繋がり、現政権の崩壊をも意味しかねない。そもそも昨年来、話題を集めている移民問題でもイタリアは移民の玄関口として不満を募らせてきた経緯があり、バイルインによる個人投資家

2016～18年の総選挙

2016年	10月	リトアニア総選挙、ルーマニア総選挙
2017年	3月	オランダ総選挙
	4月	フランス大統領選挙(第1回投票)
	5月	フランス大統領選挙(決選投票)
	6月	フランス下院選挙
	8～10月	ドイツ総選挙
	10月	ルクセンブルグ総選挙、チェコ総選挙
2018年	2月	キプロス大統領選挙
	4月	ハンガリー総選挙
	5月	イタリア総選挙の開催期限
	5月	ベルギー総選挙
	7月	スロベニア総選挙
	9月	スウェーデン総選挙
	9月	オーストリア総選挙
	10月	ラトビア総選挙
	10月	ブルガリア総選挙

(資料) 各国資料や報道等から筆者

への負担強制はダメ押しになる感がある。表に示されるように、イタリア議会は2018年5月を任期満了とするが、レンツィ退陣ならば、総選挙の前倒し開催も有り得る。ただでさえ、選挙の年として警

戒される 2017 年の欧州政治リスクが高まることになるだろう。

現状、イタリアにおける政党支持率トップは反 EU 政党の「五つ星運動」である。欧州委員会を筆頭とする EU 政策当局は、Brexit 直後というタイミングを踏まえ、バイルインの慎重な運用を検討すべきではないだろうか(筆者はそもそも投資家負担原則を徹底する破綻処理自体がリスクの塊であり、見直しが必要と考えるが……)。

～「自国 vs. EU」を煽るだけ～

以上のような政策運営を見る限り、EU 政策当局(≡欧州委員会)は Brexit から何も学んでいないか、それとも誤った学びをしているか、どちらかに思えてならない。これでは英国で移民が問題になったのと同様に、スペインやポルトガルで緊縮財政が、イタリアではバイルインが「自国 vs. EU」の争点になっているだけである。緊縮財政も、バイルインも筋論としては正しいものだが(だからこそ厄介なのだが)、Brexit が確定した直後のタイミングでこれらを強調することは政治戦略的に悪手としか言いようがない。そもそも緊縮財政に関しては、長い歴史の中で頻繁に柔軟運用されてきたことを思えば、ここで原理主義的に緊縮を要求することの合理性がどこにあるのか、本意が分かりかねる。また、バイルインにしても、BRRD の発効直後に済し崩し的に見逃すわけにはいかないとの思いは分かるものの、その後に控えるイタリアの政治日程を踏まえれば、どう考えてもトラブルの種になるとしか思えない。EU として今、考えるべきことは現状以上に傷口を拡げないこと、具体的には「EU の瓦解」という論点から出来るだけ世の中の関心を逸らすことではないだろうか。第二、第三の英国を出してはならないという強い意思を EU は本当に抱いているのか。不安に思えてならない。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO IIプレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りど「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罟」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月8日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデリスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への動きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版