

みずほマーケット・トピック(2016 年 10 月 4 日)

## 世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」

先週末の金融市場では、米司法省との紛争で発生する巨額罰金(140 億ドル)がドイツ最大手銀行の経営を揺るがすとの懸念からリスクオフムードが優勢である。市場は、ドイツ政府が救うか、罰金が減額されるかのいずれかを見越していると思われ、それゆえに大きなパニックには至っていない模様。もちろん、バイルイン・ルールの推進者であるドイツからすれば、軽々に救済に乗り出すわけにはいかないという事情もある。与党 CDU/CSU からすれば、仮にこの原則を自ら踏み倒すようなことがあれば、来年秋に控える連邦議会選挙での敗北に繋がるとの懸念も抱くだろう。「言いだしっぺ」としての矜持に拘ることはあり得る。また、英国の EU 離脱(Brexit)問題が冷めやらぬ 7 月に、スペインやポルトガルの財政再建目標未達に対して史上初の制裁を検討した欧州委員会の政策運営にも不安がある。ドイツや欧州委員会の空気を読まない潔癖主義が世界経済のテールリスクになっているのは間違いないだろう。また、最近 1 年におけるドイツと米国の間の応酬を見ていると、欧米貿易摩擦の影響なのか訝しがりたくなる。

### ～リスク回避ムードは一旦後退～

先週末の金融市場では、米司法省との紛争で発生する巨額罰金(140 億ドル)がドイツ最大手銀行の経営を揺るがすとの懸念からリスクオフムードが優勢である。こうした状況を受けて同行株価が急落しており、増資が急務との見方も俄かに強まっている。同問題は 26 日、ドイツ誌がメルケル首相の「仮に増資に失敗してもドイツ政府は手を貸さない」という姿勢を報じたことから始まった。また、28 日にはドイツ財務省が、同行が米当局との紛争の結果、罰金を支払えない事態になった場合でも、救済策を準備することはないとの報道も見られた。これは「連邦政府は救済策を準備していない。そのような観測には何の根拠もない。同行も明確に、同じことを説明している」という政府広報官の声明付きで報じられた。ドイツの潔癖主義が再び域内に止まらず、国際金融市場に緊張をもたらした格好である。域内の他国銀行でひと悶着あるたびに「公的支援(バイルアウト)は許されず、まずは投資家負担(バイルイン)に注力すべき」との姿勢を貫いてきたドイツからすれば、政府が支援に応じるとは容易に口にできない経緯がある。図示されるように、年初から欧州金融システムへの不安は明らかに高まっている。



それでも、現状程度の混乱で済んでいるのは市場が「所詮、ドイツ政府は最後に折れるしかない」

と見透かしているからだろう。筆者も実際にそうなると考える。結局、2016 年から始動した EU のバイルイン・ルールは納税者を慮った正論には違いないが、有事の際に実効性を持たない「机上の空論」であり、危機の最中にそんな悠長なことが言えるはずがないというのが実状だろう。2010 年以降の欧州債務危機において「嫌々言いながらも最後は動くドイツ」の姿を市場は繰り返し目にしてきた。「もうその前振りが良いから早く動いて欲しい」というのが市場の本音と考えられる。

また、一部では罰金金額は当初の想定よりも大分減額される方向で交渉が進められているとの報道もあり、これも市場のパニックを抑止しているものと思われる。ドイツ政府が救うか、罰金が減額されるかのいずれかが見えている以上、必要以上にパニックになることもない。

### ～欧州の潔癖主義が世界のテールリスク～

しかし、2016 年は有り得ないと思われていたことが一度起きている。現在進行形の米大統領選でも同様のことが起きるのではないかと懸念は熾っている。少なくとも、トランプ大統領誕生リスクは英国の EU 離脱 (Brexit) よりも可能性が高いイベントと思われているのではないかと。今回のドイツ最大手銀行を巡る騒動も、ここ数年、「帝国」主義的だと揶揄されることがあるドイツ政府の気質を踏まえれば、リスクシナリオの 1 つとして考慮すべきなのかもしれない。既に述べたように、2014 年 4 月に成立した銀行再生・破綻処理指令 (BRRD: The Bank Recovery and Resolution Directive) は今年 1 月 1 日から施行されており、EU 及び EEA (欧州経済地域) の金融機関にはバイルイン・ルールが義務付けられるようになっている。これを最も強く推し進めてきた加盟国の 1 つがドイツ政府であり、与党であるキリスト教民主/社会同盟 (CDU/CSU) である。CDU/CSU からすれば、仮にこの原則を自ら踏み倒すようなことがあれば、来年秋に控える連邦議会選挙での敗北に繋がるとの懸念を抱いていることだろう。「言いだしっぺ」としての矜持に拘り、手を差し伸べない可能性はある。

原理原則を曲げない欧州委員会の対応も気掛かりである。元より抱えていたイタリア国内銀行を巡る問題に加えて、ドイツ国内銀行問題も重なっている以上、EU としては恥を偲んで、バイルアウトを一度限りの例外的措置と言いながら実行し、現局面の打開を図るのが賢明と思われる。だが、欧州委員会は 7 月、Brexit 問題の混乱が冷めやらぬ状況にも拘わらず、スペインやポルトガルの財政再建目標未達に対して史上初の制裁を検討するということがあった。結局、制裁は見送られたものの、今月 15 日までに報告が予定される追加の財政健全化策が不十分ならば、補助金支給停止などの余地は残されている。現状を踏まえれば、そのような政策は聡明とは言えまい。

斯かる状況下、欧州委員会そしてドイツの空気を讀まない潔癖主義が世界経済のテールリスクになっているのは間違いない。なお、できもしない正論が市場混乱の種になっているという意味では FRB の正常化プロセスも同類かもしれない。世界にとっての「正常」が変わった以上、これまでの尺度で政策運営を進めることは却って混乱を深めることになりかねないだろう。

### ～欧米貿易摩擦の結果なのか？～

なお、ここから先は陰謀論めいた議論になってしまうが、最近 1 年を振り返ると、昨年は米国からドイツ自動車最大手企業に対する巨額罰金 (同企業は米当局に 153 億ドルの和解金支払い済み) が話題になり、今年は先月に欧州委員会による米大手 IT 企業への巨額追徴課税 (130 億ユーロ) が話題になった。そこから程なくしての今回のドイツ最大手銀行への罰金問題である。この応酬は果

たして偶然なのだろうか。本欄や拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』で筆者は、ドイツが「永遠の割安通貨」を振り回し続ける限り、必ずどこかで欧米貿易摩擦に行きつくはずだと述べてきた。実際、2013 年以降、米財務省の米為替政策報告書ではユーロ圏(≒ドイツ)の巨額経常黒字への言及が始まり、今年 4 月にはドイツが「監視リスト」に掲載される動きが見られている。ユーロ圏の経常黒字は月平均 2~300 億ユーロ(≒2.3 兆円~3.4 兆円)で積み上がっており、このペースで行けば再び過去最高額を更新し、4 年連続で世界最大の黒字を確保するのは確実である。構造上、通貨ユーロがドイツの地力に見合った強さになることは永遠にないことは致し方ないにせよ、そこで受益した分は域内の周縁国、ひいては域外の国々に「外需」として提供することが期待されるが、周知の通り、ドイツが財政支出の紐を緩める気配は一切感じられない。

もちろん、こうした経済外交上の罅迫り合いが私企業の不正に対する懲罰行為に直結したという証拠があるわけではないし、そうではないと信じたい。しかし、ドイツ経済の貯蓄・投資バランスを見れば、主体が政府を含めてすべて貯蓄過剰という異形の状況であり、これが解消する気配は殆ど感じられない。他国から経済政策運営に関し、指差されても致し方ない側面はあろう。

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](mailto: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.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html>

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                      |
|------------|-------------------------------------------------|
| 2016年10月3日 | 外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)                         |
| 2016年9月30日 | 週末版                                             |
| 2016年9月27日 | ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理                           |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)                     |
| 2016年9月26日 | ハードルが上がった日銀の追加緩和                                |
| 2016年9月23日 | 週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)                |
| 2016年9月20日 | 米大統領選挙と為替相場に対する考え方について                          |
| 2016年9月16日 | 週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)                |
| 2016年9月15日 | G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～                           |
| 2016年9月14日 | 日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～                       |
| 2016年9月13日 | ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～                            |
| 2016年9月12日 | 米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～                         |
| 2016年9月9日  | 週末版(ECB理事会を終えて～注目はバロメーター修正の「次の論点」へ～)            |
| 2016年9月8日  | 円相場の基礎的需給環境～2016年7月～                            |
| 2016年9月6日  | ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～                          |
| 2016年9月5日  | 足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～                          |
| 2016年9月2日  | 週末版                                             |
| 2016年8月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)                     |
| 2016年8月29日 | イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～                     |
| 2016年8月26日 | 週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)                |
| 2016年8月24日 | 最近のユーロ相場の状況について                                 |
| 2016年8月23日 | 黒田日銀総裁インタビューを受けて                                |
| 2016年8月22日 | ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)                         |
| 2016年8月19日 | 週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、IS/バランスなどの観点から～)    |
| 2016年8月18日 | FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～                    |
| 2016年8月17日 | 「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高                         |
| 2016年8月16日 | リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運                           |
| 2016年8月15日 | 本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～                          |
| 2016年8月12日 | 週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)          |
| 2016年8月10日 | 円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～                           |
| 2016年8月5日  | 週末版(総括的検証で問われるべきは「戦略」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)  |
| 2016年8月4日  | イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～                      |
| 2016年8月3日  | 今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味                          |
| 2016年8月2日  | 欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～                     |
| 2016年8月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)                     |
| 2016年7月29日 | 週末版                                             |
| 2016年7月28日 | FOMCを終えて(7月26～27日開催分)                           |
| 2016年7月26日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)                     |
| 2016年7月22日 | 週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)                      |
| 2016年7月21日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)                    |
| 2016年7月20日 | 明らかに開始したBrexitの下押し圧力について                        |
| 2016年7月19日 | 「空気を読まない」EU政策当局への危機感                            |
| 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～円の信認を「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～いよいよ諮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 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)とユーロ相場見通し                        |
| 2016年6月20日 | 英議員殺害で思い返されるアンナ・リンダ事件                           |
| 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「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～「ドル高の罠」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6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～)      |