

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 23 日)

メルケル首相に託された EU 復興基金の先行き

EU 首脳会議は注目されていた復興基金と次期 EU 予算について協議を行ったが、やはり決裂。残された争点は多岐にわたる。基金の規模、加盟国への配分を決める算式、資金の性質(補助金 or 融資)、EU 独自財源(新税)の創設可否などで折り合いがつかない。会議後、メルケル独首相が述べた「架ける必要がある橋が大きいことは明らか」という言葉が現状を物語っている。来月以降、EU 首脳会議の議長国はドイツへ。政治家人生最後の偉業としてメルケル独首相が永年の課題である「債務共有化」に道筋をつけられるかに注目が集まる。事態が前進するにはドイツが「儉約 4 か国(the frugal four)」を説得できるかにかかっている。なお、こうした内輪揉めを受けても域内債券市場は落ち着いている。ECB の巨額の資産購入に加え、ECB から金融システムに流し込まれた巨額の長期流動性供給が効いている可能性。官民双方のプレイヤーが域内債券に買い向かっている状況は EU 首脳会議にとって不幸中の幸い。

～「架ける必要がある橋は大きい」～

先週 19 日に開催された EU 首脳会議は注目されていた復興基金(正式名称「次世代の EU」)と次期 EU 予算(2021～2027 年の 7 か年予算)について協議を行った。先週の本欄で詳しくプレビューしたが、やはり首脳会議は欧州委員会の提案する復興基金案で折り合うことができなかった。

「債務共有化の一里塚」として注目された復興基金に関しては欧州委員会が 5 月下旬に提示した案が議論の叩き台となっている。規模は総額 7500 億ユーロとされ、次期 EU 予算の増額分(域内 GNI の 1.23%→2.00%)を担保として EU が債券を発行して賄うことになっていた。また、予算増額だけではなく、デジタル課税や炭素税などの EU 独自財源も返済資金として捻出する計画が示されている。資金の性質に関しては 5000 億ユーロが返済不要の補助金、2500 億ユーロが返済を要する融資との案が提示されている。また、基金の配分については人口、1 人当たり GDP、失業率という分配係数(a defined allocation key)に基づいて算出されたコロナショックの影響度合いに依存するとされ、結論としてはイタリア、スペインなどの南欧諸国に集中的に配分されることが想定されている¹。「一部の国に皆のお金が集中する」という構図は EU 加盟国の意見集約を難しくするのに十分であり、当然、この配分決定にまつわる算式にも異論が出ている。

もちろん、意見の齟齬は算式についてだけではあるまい。補助金の割合が大きいことや、EU 独自財源を創設すること、そもそも規模が適切かどうかということなど、争点は複数あると見られる。会議後にメルケル独首相が述べた「架ける必要がある橋が大きいことは明らか」という言葉が溝の大きさを物語っているだろう。とりわけ EU としての予算規模を決定するには全会一致での同意が必要であり一筋縄ではいかない。後述するように、例えばオランダは一貫して強硬である。

¹ 算式は以下の文書を参照 “ANNEXES to the Proposal for a Regulation Of the European Parliament and of the Council establishing a Recovery and Resilience Facility Jobs and economy during the coronavirus pandemic”
28.5.2020 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/com_2020_451_en_annexe_v1.pdf

～最後の偉業に挑むメルケル首相～

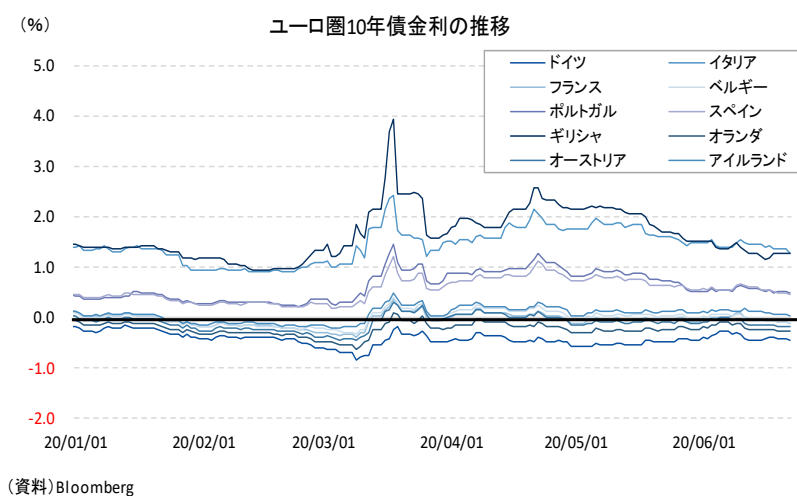
今回の会議での結論は見送りとなり、7 月には対面式の会議を復活させ合意を目指すことで一致している。7 月以降、EU 議長国がクロアチアからドイツへ交替し、メルケル首相を議長としての仕切り直しになる。埋めるべき溝は小さくなさそうだが、政治家人生最後の偉業として EU 発足以来の課題である「債務共有化」に向けて道筋をつけることに関し、メルケル首相が強い意欲を抱いているとの期待はある。欧州委員会案に先駆けて自ら階段を降り、補助金を主体とする基金をフランスと共同提案したのはドイツ政府として何らかの変節があったことを窺わせる。メルケル首相は会議後、「欧州連合の歴史上、われわれが最大の経済的難題を前にしていると言っても過言ではない」と述べており、先進国最長の宰相でもある同氏の指導力に期待がかかる。

事態を前に進めるには「儉約 4 か国 (the frugal four)」と揶揄されるオランダ、オーストリア、スウェーデン、デンマークをドイツが説得できるかがポイントになる。だが、過去の本欄でも議論したように、そもそも 4 か国のうち 3 か国 (オランダ、スウェーデン、デンマーク) は大国主導の意思決定を快く思わない新ハンザ同盟 (オランダ、アイルランド、デンマーク、フィンランド、スウェーデン、エストニア、ラトヴィア、リトアニア) の一角でもある。「ドイツに説得されて道筋がついた」という体裁を好むとは思えず、何らかの主張は通したいと考えている可能性はある。とりわけ、オランダは「全額を返済必要な融資形式にすべき」との基本姿勢を当初から全く崩していない。この点、現在は「2:1」とされている補助金と融資の比率に何らかの変化が起きる可能性はある。

なお、南欧に資金が偏る配分算式についても異論は大きそうだが、この点が修正される可能性は低いのではないかと。恐らくは「配分算式を作った結果、配分が南欧に偏った」のではなく「南欧に偏るように配分算式を作った」のが実情とみられる。そもそも「返済不要な資金を最も必要としているのは最も感染が拡大した重債務国」という前提がある以上、基金を創っても南欧諸国に行き渡らなければ意味が無い。配分算式はあくまで建前であり、本音は南欧向け資金というのが先にある。

～域内債券市場では官民双方が買い支え～

今回の決裂を受けても域内債券市場やユーロ相場に動揺は見られていない。パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) と拡大資産購入プログラム (APP) という 2 つの巨額資産購入プログラムが金利上昇を支えていることは当然大きいと考えられる。しかし、昨日の本欄²でも議論したように、欧州系銀行は ECB からマイナス金利で巨額の資金供給を受けている。必ずしも貸出実績とリ



ンクしないマイナス金利付き資金も潤沢にあると見られ、これらが域内債券市場に向かうことも想定

² 本欄 2020 年 6 月 22 日号『ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」』をご参照下さい。

される。いわゆるキャリー取引を企図した資金フローであり、筋論としては批判されかねないが、もはや黙認されるだろう。官民双方のプレイヤーが債券市場に対して買い向かえる状況下、域内の債券・為替市場が政治の内輪揉めを受けて混乱に陥る可能性は低いと考えられる。これは調整の難しいテーマに挑んでいる EU 首脳会議にとって不幸中の幸いと言える。

市場営業部兼金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかにになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かざるの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自減したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイッ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～