

国際金融パネル「欧州単一通貨ユーロの展望」：コメント・質問

(2002年11月24日(日) 9:30~12:30、B101)

討論者：京都大学 村瀬哲司

岩田健治氏「ユーロとヨーロッパ金融・資本市場」

(イ) コメント：基本的な視点として空間軸(単一金融市場+単一通貨域の広がり)に加えて、時間軸(グローバルな成長トレンドの変化による金融構造の変容)を取り入れたことは斬新で、興味深い。ドイツと米国の部門別資金過不足の推移が焦点となろうが、両国とも1999~2000年現在で法人企業部門の資金需要が公共部門を上回るに至った。このグラフの交差が長期的な成長トレンドの表れであれば心強いが、2001年以降の経済情勢の変化に鑑みればもう暫く見極める必要があるだろう。

(ロ) コメント：「イニシアティブなき残存障壁撤廃型のFSAPは実際には遅々として進まず、2002年の実施目標期限に間に合わない」ことについて。

法制、慣行、ハード面などの金融インフラが統合されると、市場間競争が表面化し、地域の中の特定市場に金融センター(米国におけるニューヨーク)機能が集中する可能性があり、そのため各国間の利害調整が難しいと考えられる。今後もなお時間がかかると予想される。

(ハ) 質問：「ユーロ導入が、通貨の相違という『非関税障壁』の除去を通じて市場統合の『触媒』として機能し、金融機関・金融市場の一層の『淘汰・再編』をもたらしてきた」ことについては、その通りと考える。

現実を目を向けると、ユーロ地域の中心国ドイツにおいて、2002年に入ってから4大商業銀行の極端な業績不振が問題となっている。ドレズナー銀行の株式は7月以降取引停止、コメルツ、ヒポフェライン両行の株価はDAX指標を大きく下回って下落している。大手行の金融債のドイツ国債に対するリスクプレミアムは2002年前半まで30bp前後だったものが、10月コメルツ、ヒポフェライン両行は160~200bpに拡大、ドイツ銀行でも70bpに達している(資料10月14日付シュピーゲル誌)。なおドイツの公的金融機関の動向は把握していない。一方英国の銀行の業績は、不良債権引当の増加にもかかわらず概して堅調と伝えられる。

このドイツ民間大手銀行全体の低迷は、ユーロ導入による「淘汰・再編」効果が主因と考えるべきだろうか。間接金融から直接金融へのシフトは、総合銀行主義の独銀にもマイナスの影響を与えるだろうか。それともドイツ固有の問題(旧東独地域などの不良債権、公的金融機関との競争上のハンデ、ドイツ経済の後退など)が主因と捉えるべきだろうか。

久保広正氏「ユーロと財政政策」

質問： ユーロ地域は単一通貨導入後初めての景気後退に直面し、その経済政策は大きな試練に直面している。金融政策と財政政策を組み合わせ、物価および景気対策という政策目標を実現するに際し、ユーロ地域では EMU 発足前の見込み(シナリオ)と現実が乖離している懸念がある。

ユーロ発足時の各国インフレ率は概ね収斂していたが、その後 2002 年 9 月現在高インフレグループ(かつ高成長)3.9%、低インフレ(かつ低成長)グループ 1.3%(特にドイツは 1.0%)の乖離は 2.6%に広がっている(森、平松、田中論文 3 ページ)。従って ECB の統一金融政策(政策金利 3.25%)は、高インフレ国にはマイナス実質金利により景気刺激的に、低インフレ国には 2%以上の実質金利によりデフレ促進的に働くという、ECB 本来の意図とは逆の機能を果たす困難な状況に置かれている。

一方財政政策において、2002 年ドイツの財政赤字は GDP 比 3.8%に達すると見込まれ、EU は「安定と成長協定」に基づきドイツへの改善手続き発動を発表した。フランスも財政赤字 2.7%と予測され、警戒水域にあるが、フランス政府は「安定と成長協定」の規定にかかわらず、積極財政政策を採る意向と伝えられる。また景気対策の観点から同協定の弾力化、改正を求める声があがる一方(プロ・ディ EC 委員長)ユーロの信認のためにも堅持すべきとの主張もなされている(ECB)。

ユーロ地域はじめての景気後退で、「安定と成長協定」は早くも正念場を迎えているといえるが、どのような対応が考えられるだろうか。

森純一氏 「ユーロ導入と変わる国際通貨体制」

質問： EU 拡大に伴い中東欧諸国は、「EU 加盟後 2-3 年でユーロを導入する可能性が高い。」「これらの国はキャッチアップ過程にあることから、潜在的成長率も高く、EU に市場拡大効果とともに経済的な活力を注ぎ込み、「EU 拡大のコストを上回るベネフィットをもたらすことになる。」との期待に関し、政治的意義は別として、経済的な意義、特にユーロの信認問題について、楽観的に見てよいかどうか疑問が生じる。

中東欧途上国の所得水準は EU 平均を大きく下回ることから、キャッチアップの過程で高成長を実現する必要がある、その際インフレ率は先進国を上回る可能性が大である。たとえ EMU 加盟時に経済収斂条件を満たしても、その後の展開で、インフレ率が上方乖離しうるのは、アイルランド、ギリシャ、ポルトガル、スペインの例が示すとおりである。

中東欧諸国が当分の間 ERM2 にとどまり、経済レベルが既存の EMU 加盟国に近づいてからユーロを導入するのなら別である。しかし形式的に経済収斂条件を当てはめてユーロ導入を認めれば、ユーロ地域全体の金融政策およびマクロ経済運営を一層困難にし、ひいてはユーロの信認を傷つけることにならないだろうか。