

### ドイツ経済は一時的弛緩状態に

世界経済は昨年幾多の激動に直面したが、全体として力強いものであった。しかし第4四半期、世界経済の上昇は停滞した。その背景には、なかんずく地域的に広く行き渡った景気後退があった。とりわけそれは、明らかな景気過熱化現象に直面し、金融政策が2011年を通して目に見えて引き締められた新興国に於いてであった。ユーロ圏では財政危機の悪化が当該国経済全体の展開を厳しく巻き添えにした。この間その悪影響が貿易・信用の経路を経てその他ユーロ圏諸国にまで伝搬した。しかし第三国へのマイナスの影響には違いが見られる。特に米国経済への影響は比較的軽微であった。

世界経済の短期景気見通しはついに再び明るさを取り戻した。欧州の国家財政危機或いは石油市場の状況が近い将来更に目に見えて厳しくならなければ、このような肯定的環境は持続されるだろう。企業並びに家計の景気アンケート調査はついに悪化状況が少なくなったか或いは既に再び上向く傾向を示し出した。加えて株式市場の目覚ましい価格上昇が楽観的景況感の拡大を示唆している。ここでは幾つかの工業国の金融政策が更に一段の緩和傾向にあること、そして新興国では、その引き締め政策を既に緩和したか或いはこれから緩和する見通しであることも又一役買っている。国際機関の多くの実態景気診断は総じて悲観過ぎる様に見える。

### 金融市場

これまで様々な、そして変化する景気予想が金融市場の動向を決めてきた。しかしついに景気見通しが明るくなったことで、市場参加者のリスク嫌悪感が幾らか徐々に消えて行った。新たに組成されたイタリアとスペイン政府の財政整理・改革対策に取り組もうとする姿勢の発表と同様、それに呼応するEU首脳決議もこうした展開に貢献した。これに対し格付け会社がオーストリア、フランスなど、これまでの最上級格の信用度を引き下げたことは当初影響を及ぼすことはなかった。金融市場の信頼性支援に対して、欧州中央銀行理事会の金融政策決議と米国FRBの標準的政策金利を2014年まで低い水準に維持するとした発表も効果的であった。総じてこのことが年初来、米国株式市場に於ける活発な値上がりとなった。一方緊張状態にあったドイツ国債と米財務省証券の利回りは、“安全のための避難所”、資本移動、景気予測の交錯する中比較的狭い範囲で推移した。

### 金融政策

全体の経済見通しの暗さとインフレ見通しに対する結論が欧州中央銀行(ECB)理事会を動かし、昨年4月と7月に決定された利上げを秋に入り、再び2度にわたり元に戻すことにした。更に最低預金準備率は2012年1月18日2%から1%に引き下げられた。

加えて、金融市場に於ける緊張増大と幾つかの加盟国の銀行が自ら行う市場でのリファイ

ナンスが厳しくなったことが、ECB 理事会を促し、更なる金融政策の特別枠導入を施行することにした。これがついに金融市場に於けるあらゆる厳しい排斥から家計並びに非金融会社への信用供与を遮蔽することとなった。そこで10月初め、銀行の長期リファイナンス問題を、担保付金融債の購入(CBPP2)用プログラム第2令でおこなう事に反対することが決議された。更にECB 理事会は、12カ月と13カ月の二つの長期リファイナンスの提供を決議した。12月には、初めて中央銀行の流動性(資金)が2回にわたって期間3年で用立てられた。この取引は全額分配の数量テnder方式で公募される。金利は主要なリファイナンスレートで指数化されるもの。この取引も規制された主要リファイナンス取引と同様、取引相手の潤沢な担保を要求する。最初の3年物取引が2011年12月21日に行われ、割当合計額は4892億ユーロで記録的水準に達した。

更に12月初め、一連の保証枠拡大対策が決まった。これは個々の中央銀行の要請で行われるもので、リスク分割ではない。ドイツ連銀はドイツでの流動性の備えに向けたこうした対策の必要性を全く感じていない。そうしてドイツ金融制度下の流動性は欧州経済通貨同盟諸国からの資金流入により現在極端に高くなっている。このことは特にドイツ金融機関に於ける預金の活発な利用に現れている。前月の活発な資金増の背景には銀行間取引市場に於ける長引く混乱が隠れている。こうした混乱した信用の反映とドイツへの夥しい流入がTARGET2-支払制度の枠に於けるドイツ連銀の請求権の飛躍的増加となっている。

最初の3年物取引の活発な利用の結果、金融制度の流動性超過は2011年12月半ばから2012年1月半ばまでの連続する期間の平均で新記録となる水準に達した。これに対し、2011年の最後となる第4四半期のマネーサプライM3の伸びは著しく低下した。M3の多くの構成要素からの明らかな流出で、夏季の不確定要因に基づく激しい流入に対する反動が幾倍にもなって問題となった。しかし資金動向も国内の民間部門に於ける信用力の弱体化で挫かれてしまった。季節調整済み年換算3カ月レートは12月末2009年夏以来となる最低を付けた。その際、特に非金融会社への当座貸し越しが減少した。

### ドイツ経済

ドイツ経済の浮揚は2011年秋に停滞した。連邦統計局の速報によると、暦年の第4四半期に季節・暦年調整済み実質GDPは前四半期比、0.2%減となった。既に数ヶ月前から標示されてきた景気のへこみが、ユーロ圏における実質経済の後退と共に世界経済活動の減速により呼び起された。

多くの企業がここ数カ月特に外需の弛緩を味わい、目先の対応に当たり調整を行った。前払い購入が縮小され、別のやり方だが、同様に先延ばし可能な投資の転換が復活した。しかしこうした阻害要因の影響は一過性のものと見られたため、総じて中長期計画に対する企業の決意は、これまでのところ更に吟味されることはなかった。

世界景気のスロウダウンは2011年第4四半期のドイツ企業の輸出にはっきりとした足跡を

残した。海外の取引先への出荷は本誌の執筆期間中、2009年央の上昇スタート以来初めて季節調整済みで後退した。この鎮静化の効果はとりわけユーロ圏からであった。輸入は2011年第4四半期、生産と需要の抑制に対する反動としてその跳躍力を完全に失った。

輸入活動の衰退に呼応して2011年第4四半期の個人消費も又夏場の高水準を維持できなくなった。しかし小売業者達はクリスマス商戦で家計部門の好調な上昇傾向を感じた。そのためifo(筆者注；ドイツ経済研究所の一つ)の景気診断によると、彼等の業務環境が12月にその前月とそれに続く1月に比べ好転した、と結論付けた。

家計部門の好調は住宅建築にとり明らかな刺激剤だ。報酬の増加と就労機会リスクの減少がこれまで同様極端に有利な融資条件と相俟って、不動産購入を大変魅力的なものへと導いた。加えて所得期待の好転は、投資家が今公然と最初の実質的価値の安定を期待する賃貸住宅市場を駆り立てている。

これに対して設備投資の景気上昇は2011年末に向けすっかり中断してしまった。その背景には、一部に事業展望がより明瞭になるまで機械設備の拡張を待とうとする産業界の努力があった。

ドイツの労働市場は一時的景気の陰りを気にすることもなく、更に拡大路線にある。雇用は2011年の最終四半期再びはっきりと増加した。社会保障義務のある雇用は自営業全体より新たに多少改善して推移した。雇用増は、2011年5月以降完全な労働者の自由移住権が認められたため、EU加盟中・東欧8カ国からの移民によるものと見られる。人口移動はしかしこれら諸国の国民に対する労働者の自由居住権の全面的付与の影響だけに起因するのではない。純移住の凡そ十分の一はギリシャ、イタリア、スペイン、そしてポルトガルからの人々だった。1年前、これら諸個との移住者動向はおおむね均衡していた。

昨年の総体的に好調な景気は就業者の収入動向にはっきりと現れた。昨年労働者一人当たりの名目賃金・報酬は1993年以来なかったほど高く上昇した。そのためより高い報酬額の一覧表を付けた賃金締結に漕ぎ着けることが出来た。その他の人々に対し経営側は任意でかなりの特別報酬と特別賞与金を払った。今年に付いては、報酬の減額に当たり、より高い賃金上昇に向け力点の移動が示された。

消費者段階の価格動向では、2011年最終四半期にエネルギー価格の激しい上昇が注目された。そしてエネルギー価格を除いた価格上昇速度は軽微なものとなった。エネルギー価格上昇の減速を前提に、前年比率は現在の水準から来月にかけて傾向的に下がることになる。

国家財政危機のリスクが引き続き存在する中、ドイツ経済の見通しは再びはっきりと晴れ上がってきた。2012年第1四半期、海外経済からの抑制要因はなお生産に重荷となろう。しかし春以降循環的上昇力が再び優勢となるであろう。12月計画の中にある成長行程の適切で迅速な復活の想定は既に今日見ると、より実現性を増している。旺盛な建設需要が近い将来景気に強力な刺激を与えるだろう。同じことが冬季月間を通してとも言える一気象状況が長期の生産中断を心配することがなければ。しかしこの場合には、著しい挽回効果が春に期待できるだろう。個人消費が景気を一段と下支えするだろう。その決定的な要因は良好な消費者景況感の持続だ。所得リスクは消費者の視点から見ると現在極めて限定された範囲にある。そのため貯蓄意欲は後退している。金融政策は引き続き非常に緩和傾向に推移し、そして潤沢な流動性が非常に低い金利環境を作り出す。

ドイツの国家財政は昨年好転した。財政赤字額は4.3%から1.0%へ後退した。決定的要因は金融市場支援諸対策つまり好都合な景気支援、更に税徴収時に於ける家計負担の軽減、そして労働市場限定の支出一の消滅だ。

これに対して今年は、赤字額は現時点で見ると、概ね変わらずに推移するだろう。景気の限定的減速がある場合は一金融並びに国家債務危機からの一段と大きな追加負担がなければ一多少の構造上の改善が記録されるだろう。ドイツの債務整理に対する野心はこれまで非常に限定されている。そして一部国際的に表明された進路緩和への要請はこうした事情から考えられないように思われる。

構造上概ね均衡した予算の中期目標は特に連邦そして多くの州にあっては尚著しく外れることになるだろう。しかし国家全体で見ると、これは社会保障勘定の超過剰分でカバーされるだろう。債務残高自体は、幾年にもわたり参考値の60%を著しく越える国家債務危機の更なる極端化を招くことなく推移することがやがてははっきりしてくるだろう。この様な背景から更なる財政の整理に向けた努力はただらと延ばされるべきではなく、連邦及び州の債務制限と共に憲法で保証された構造的財政均衡が現代風に達成されるだろう。財政整理に向けた努力を緩和することは景気対策の視点からも是認されるものではなく、現時点で予想されていない厳しい景気後退時に於いて、自動安全装置が稼働するだろう。導入された欧州財政協定の信頼度を弱めないために、国内財政規律の厳格化への転換も重要だ。

欧州レベルでは欧州経済通貨同盟(EMU)国の首脳達が2011年12月次の合意に達した：“より強固な経済同盟に向け一歩を踏み出す”、として所謂財政協定を発表した。その核心にあるのが構造上少なくとも概ね均衡した国家財政全般の基準値である。この基準値は既に全く同じように安定・成長協定の中に入っている。しかし財政協定と共にこの協定は国内法(憲法上の特権として)上の根拠を与えられるべきである。その他、明らかな目標違反の場

合には自動是正装置が予め用意されている。それに関して欧州委員会は一定期間経過後、統一基準を提言すべきである。国内法上の財政規律の転換は欧州委員会により検証される。更に重要な要素として、より厳格な制裁自動装置も用意されている。そこでは投票権のある理事会メンバーは、財政赤字基準違反が出た時、特定多数がそれに反対しない限り(所謂逆特定多数)、欧州委員会に従う義務がある。

財政協定の目標設定は歓迎されるべきものだ。より厳格な法的根拠に基づき、構造上少なくとも概ね均衡した国家予算の厳守を常態とすることが上手く行けば、公的財務の負担力の防備に対する重要な貢献となり、そしてそこに信認が生まれることになるだろう。しかし成果を決定づけるのは今後の強制的転換と同様、未だ決着のついていないその具体化であろう。財政規律の潜在的強化にも拘わらず、しかしながら決して財政協定を以って財務同盟が導入されるわけでない。安定・成長協定を越えて、国内財政政策に於ける欧州レベルでの指導権が備えられているわけではない。従って合意された国内規律が實際上適切に適用されない時には、これは存在しないことになる。

従って財政協定は決して一層拡大した共同体責任を正当化するものではない(例えばユーロ債)。さもなければ、責任と管理は現在より更に強くばらばらな状態となり、そして通貨同盟の枠組みは益々不安定なものになるだろう。

危機克服のため、2012年央に設立が予定され、中期的には欧州金融安定機構(EFSF)と交代する持続性のあるシステム欧州安定機構(ESM)が決議された。これはユーロ圏の金融安定性への危惧を抑止するのに貢献し得るものだ。勿論原則として欧州経済通貨同盟(EMU)で大切な責任除外は緩和され、公的財政を整理する刺激は減るだろう。このため救済は厳密な義務に限定され、著しい利子負担増だけに授与されることが決まっている。欧州安定機構条約によると、むしろ違反が明らかな場合には利子負担増の請求は一切認められないことになる。

## コメント

### \*ドイツの基本姿勢・考え方：

この論調からドイツの欧州財政危機対応に関する基本姿勢、考え方などがよく分かる。今日までの新財政協定成立に至る EU 並びにユーロ圏首脳会議、更には IMF、FRB、G7、G20 等との一連の国際会議の折衝を通して勝ち組ドイツは常に孤立し、その非協力性が世界のメディアで必要以上に非難されてきた。今日ドイツの主張に今一度耳を傾けその真意とドイツ的思考を検証することは大変意味があることだ。

なかでも今後ドイツの反対する「ユーロ共同債」の是非を巡る攻防が注目を引く。

### \*内部矛盾：

EU、特にユーロ圏には金融政策と財務政策に関連して大きな内部矛盾が存在する。そこか

ら生ずる不均衡、格差の拡大などを如何に調整するかが今後の安定した経済成長が期待されるユーロ圏、EUの最大の課題。その調整工程は想定をはるかに超える長く、困難なものだ。英知と努力・協調でこの工程に逆噴射が起きないよう切望する。

**\*節度ある上部機関の関与と限度：**

新財政協定の導入に当たり、この課題が浮上する。具体的な制度、仕組み、運営などは今後関係国の調整が欧州委員会を中心に行われるが、その内容次第でこの協定の有効性が改めて問われることになる。この問題は一人ユーロ圏、EUに限定された課題ではない。広く今後の国際機関の有効な運営を巡り問われる課題だ。

**\*我が国との比較：**一方財政規律の厳格運営は我が国が最も必要とすることだ。ところが現実には政治家、官僚、国民に全く切迫感が感じられない。最大の危機到来が秒読みに入っているにも拘わらず、プライマリーバランス達成の時期も掛け声ばかり。財政法の解釈、運営は、必要不可欠な規律の厳格化の視点とはかけ離れ、為政者の都合のよいものばかり。

**\*国内法・国際法の優先順位：**かつて筆者は財政規律の重要性との絡みで、国内法の縛りだけでは不十分と見て(憲法改正を伴うその条文化のケースを除き)、国際協定等による縛りの可能性を話したことがある。ユーロ圏諸国で導入された成長・安定協定や今回の新財政協定の様なものだ。

欧州の一連の動きを財政危機に照準を合わせ見ていると、どうやら国際的な縛りも、その有効性を担保するとなるとそう簡単なものではないことがよく分かる。憲法を含む国内法と国際法の優位性の問題にも発展する課題だ。

(了)