

フランスはよい手本を示さなければならない

2014年9月4日

<ドイツ連銀総裁へのルモンド紙によるインタビュー>

山本利久

ドイツ連銀総裁ヴァイトマン(Dr. Jen Weidmann)への仏有力紙ルモンド(Le Monde)の Marie Charrel)によるインタビュー(2014/8/14 同紙掲載)が行われ、ドイツ連銀により独訳され、連銀発行の Auszuege aus Presseartileln(Nr.35, 2014/8/20)に掲載された。これはその要約に若干のコメントを添えたものである。

はじめに

このところ厄介なウクライナ問題に振り回されている EU ですが、経済・金融面でも低迷の続く経済活動、高失業率、デフレ不安など、先の見えない難題に遭遇しています。

この度フランスの有力紙ルモンドにドイツ連銀総裁とのインタビューが掲載されました。一般の読者に興味がありそうな課題が広く取り上げられていると共に、ドイツのフランスに対する期待や国債購入反対の姿勢、更には連銀の伝統的優先思考「物価の安定」なども示されています。

構造改革の遅れを指摘するドイツですが、米・英の視点から見れば決して先行している分野ばかりではありません。ECB(欧州中央銀行)の動きが益々注目される中、これは貴重で興味深い参考情報です。

尚、湯本雅士氏が先月のスマイル会 HP に二つの論文「経常収支の赤字化問題を考える」と「ECBの金融緩和措置」を転載されておられます。本レポートとの関連でも再読をお薦めします。

また今月、日本経済新聞に前欧州中央銀行総裁ジャングロード・トリシェが「私の履歴書」を執筆中です。海図なき航海の如く、政治色の極めて強い複雑な欧州の経済・金融市場に於ける様々な挑戦と展開を理解する上で、期待の持てるタイムリーな、公人としてそして私人としての回顧録の登場が楽しみです。

注記：Q は質問、A は総裁の回答

Q：ユーロ圏の危機は去りましたか？

A：私はそうは思いません。現在の危機を乗り越えることはマラソン競技に似ています。我々はコースの半分を進んできましたが、しかしゴールラインを横切ったとはとても言えません。しかし市場の声は 2010 年以来大きく変わりました：リスクは最早市場ではそれ程深刻に受け取られていない。しかしそれは尚危機の全ての構造要因にまで言及されたものではなく、幾つかの国々では今尚高い失業に苦慮しています。

Q：貴方はどの構造問題を示唆しているのですか？

A：国家の債務と並んで、若干の国々では家計の債務が、経済競争力の全ての障害となっており、結局雇用の障害ともなっているのです。健全な成長は、労働者の生産性と並んで、企業の技術開発力と競争力にかかっています。これに基づき、加盟国は努力しなければなりません。これは時間と強い政治的意志を必要とします。ドイツが何故上手くいっているかと言えば、2000年代初頭に講じられた政策のためです。特に深刻な危機に見舞われた国々は、事態を改善し、成長の回帰から利益を得ようと構造改革を実施しました。フランス、イタリアの様な他の国々では、政府は徹底した改革に着手することの重要性を最近になって初めて認識し、関連する政策の転換を始めました。

Q：フランスは欧州の病人ですか？

A：凡そ15年前ドイツに付けられたそうした表現を私は全く好みません。フランスは経済的に見て強国であります。オランダ大統領は自らこう言いました：フランスは構造上の課題を克服、競争力を再興、そして非常に高い財政支出を低下しなければならない。その方向へ向けた第一歩をフランス政府は既に所謂「責任と連帯のための協定」で行いました。強化されたフランスが独仏の推進力の半分の役割を演じ得るよう、この道を更に進むことが大切です。フランス政府は、特に財政政策でよい手本を示す指導力を実際に見せなければなりません。

Q：フランス政府はイタリアと結束して、ドイツにより多くの成長支援策を求めようとしています。これは目的に適う戦略ですか？

A：ドイツが成長支援策を取ることは勿論大切なことです。しかしその際、経済活動を短期的に財政出動により釣り上げることは試みるべきではありません。それどころかそれは成長を長期に亘り援助することになります。ドイツ連邦政府の直近の年金の決定は従って私には誤った方向に行くように見えます。極一般的にですが私は、人は自らの持続的成長のため、貴方に質問を容易に起こさせるように、他の人に資金を強いることが出来るという考え方に懐疑的です。成長は逆に、自己の努力によって生じなければなりません。その際近隣の政府や欧州中央銀行ではなく、それぞれの必要とする政府が、企業の技術革新力と雇用を支援する環境を自国に作る出す責任を負っているのです。

Q：7月のインフレ率はユーロ圏内で0.4%に下落しました。デフレのリスクはあるのでしょうか？

A: そうは思いません。現在の低いインフレ水準には三つの決定的要因があります: エネルギーと食料品価格の低下傾向、最近まで続いたユーロ高そしてスペインやギリシャの様な国々で行われている調整です。我々は、消費者が購入を先延ばしするデフレスパイラルの状態にはいません。その上インフレ期待は今後も確りと固定されます。ユーロシステム*1の予測によると、景気上昇はおぼつかないが、インフレ率と成長は徐々に回復するだろう、となっています。6月に我々の締結した措置協定は、我々が識別したリスクの阻止を目標としています。

Q: それでは米国で実施されている量的緩和の様な経済活動促進のための追加措置は必要ないでしょうか?

A: 欧州の金融政策は今ほど拡張的ではありませんでした。6月に決定を見た措置の幾つかはまだ実施されていないので、この流れは暫く続くでしょう。これは例えば、銀行が企業への信用供与のため利用する、9月に初めて導入される特定長期資金供給オペ(TLTROs)*2も然りです。我々は、新しい政策の必要性を議論する前にこうした措置の成果を待つべきです。

Q: ポルトガルの *Banco Espirito Santo(BES)* に係る問題は、全ての欧州の銀行が健全化されるわけではないことを示しました。これに関連して更なるシステミック・リスクはあるのでしょうか?

A: BES のケースは、銀行のバランスシートを綺麗にすることに重大な意義があることを我々に思い出させました: 銀行のバランスシート査定(AQR)*3と同時に欧州中央銀行(ECB)により行われるストレス・テストは正にそれを狙ったものです。これらの対策のお陰で、銀行制度の下に、再び透明性と自信を齎すことが可能になるのです。しかし週末に行われたただ1度のポルトガル銀行の処置が、ユーロ圏では、この種の問題が急速に広まり、同時に投資家に対して、より厳しい義務を果たさせる状況になることも教えました。こうした行動力は、銀行同盟の決定メカニズムが完全に稼働可能な状態になれば、一層強化されます。

Q: ユーロは過大評価されていますか?

A: ユーロの実効為替レートは現在、ほぼ危機の前、つまりユーロ導入時の水準にあります。更にユーロは2012年央から、投資家がユーロ圏の連帯責任への信頼を再び抱くようになったため、レートが上昇しました。これはよいことです。尤も、ECBは如何なる為替レート目標も遂行しないことをここでもう一度思い出して下さい。

Q：企業の競争力は強いユーロの下では損なわれますか？

A：ユーロは投資家の信頼回復のお陰でレートが切り上がりました。この信頼は同時に企業に有利な効果を齎しました。つまり、彼等はその結果優遇金利での融資を受けることの出来る異常な低金利の恩恵を受けています。我々の国民経済の競争力をユーロの切り下げで向上しようとする試みは、単一通貨の基本であるべきはありません。強い欧州と強いユーロが一緒に歩むのです。

Q：より低い賃金の締結擁護者として知られるドイツ連銀が、ドイツの賃金上昇に賛成を表明しています。この思考変更は何故でしょうか？

A：我々は如何なる賃金上昇も要請したことはありません。このテーマに関する我々の姿勢は一貫して変わっていません。高い構造的失業を考えて、ドイツでは 2000 年代に長きに亘り穏当な賃金の締結が合意されました。

今では状況が変わりました。失業率は非常に低下し、我々の生産能力は、ほぼ最大限に稼働されています。賃金がこれまで以上に速く上昇し、そして経済のより脆弱な他のユーロ圏諸国より力強い時には、我々はそれが正常だと言ってきました。それが今まさに起きているのです。

Q：国家債務の記録的数値、歴史的な低金利・・・、その結果日本の経済は 10 年にも亘り停滞した様に、ユーロ圏の状況は 1990 年代の日本の状況に極めて似ています。そうした恐ろしい未来像を阻止するにはどうしたらよいのですか？

A：我々が通過中の危機は非常に厳しいものです。従って回復は長くなり、そして極端な低金利の様な非伝統的対策が正当化されることは正常なことです。しかし我々は日本の経験から学習しました。私は銀行のバランスシートの暗部に光を当て、そして速やかにそれを清算する重要性を言いたいのです。正に ECB はそれをバランスシート査定(AQR)とストレス・テストで現在行っているのです。しかし同時に構造改革も迅速に実行に移されなければなりません。

Q：ドイツ連銀は ECB 経由の国債購入を拒否しています。一方米国の中央銀行 FED はこれを実行しています。何故ですか？

A：ユーロ圏はアメリカ合衆国とは比較できません。金融政策は共同体として行われ、そして ECB に委ねられる一方、財政政策は国家の責任に留まります。欧州には連邦財政のあ

る中央政府は存在しません。協定上、加盟国の債務に関する共同責任は一切予定されていません。責任と管理は手に手を取って行かなければなりません。

それは基本の一つです。その為、国家のマネタリー・ファイナンス^{*4}と、そして如何なる場合でも発行時の国債購入は、共同体条約により禁止されています。国債の購入を通して、ECBはそれを共同体に移します。そして幾つかの国はそれで財政規律を厳し過ぎることなく運用できるのです。

ユーロシステムの使命の厳格な解釈は、物価の安定を維持するため、私には非常に重要に思えます。

その上、FEDは連邦債を購入しますが、カリフォルニアやニューヨークの様な個々の州債は一度も買いません。前米連邦準備理事会議長のベルナンキはこのことを言葉ではっきりと述べました。

Q：低い金利が、特に不動産分野で、投機的バブルの発生になり得るのではと恐れられています。これはどの様に回避されるのでしょうか？

A：ECBはユーロ圏全体の金融政策を定めることを先ず心にとめ置かなければなりません。この政策は従ってある特定地域で時折より緩和的になり、一方他の地域ではより制約的になることは、当たり前のことです。国家レベルでは、不均衡を除去するため更なる政策が講ぜられる可能性があります。これとの関連で、バブル発生を探り出し、回避するため、マクロプルーデンスシャル監査手段(Macroprudenzielle Aufsichtsinstrumente)^{*5}が開発されています。

それ以外では、異常に低金利な現在の環境は副作用を必然的に伴うことは確かです。例えば、リスクの安易な引受になりかねない利回りの追求です。物価の安定を保証し、より厳しく具体化するのが我々の使命です。そして我々は、行動する際このことを考慮しなければなりません。

Q：同時に行われる金融市場(Schattenbanken シャドウ・バンク)の発生は金融システムの安定に脅威となりますか？

A：より厳しい銀行規制が、規制が比較的緩やかな分野への活動の移動を有利にしたことは本当です。Too big too fail(大き過ぎて潰せない)と看做されている、システム・リリヴァント金融機関(Systemrelevanten Institute)^{*6}の問題と並んで、これは国際的な監督機関を創設しなければならない課題の一つです。それに呼応する行動が明らかにされ、そし

てそれが如何に最もうまく取り込まれるかチェックされなければなりません。

Q：アルゼンチンの支払い不能が、国家債務のリストラに関連して或る種の法律上の不確実性に気を配ることになりました。これで危険な前例が作られたのでしょうか？

A：ユーロ圏ではこの分野で自衛のための予防措置を講じました。加盟国による国債の発行に当たり、2013年の所謂借り換え条項(Umschuldungsklauseln、Collective Action Clauses)以来、債権者の特定多数が債務カットを承諾した場合、少数債権者が100%返済を請求することを阻止することが有効となります。

アルゼンチンの様なシナリオは従って確率が低い。更に、国家の支払い不能が生じた時に、金融安定化のためリスクを限定することが重要です。ここで銀行はそのリスクに耐えられないほどの法外な量の国債を購入することが防げます。

注記：

*1 Eurosystem：ユーロ圏の中央銀行制度。ECBとユーロを通貨とするEU加盟国の中央銀行で構成されている。

*2 Zielgerichteten laengerfristigen Refinanzierungsgeschaeft(TLTROs, Targeted longer-term Refinancing Operation)

*3 Pruefung der Bankbilanzen(AQR, Asset Quality Review)

*4 Monetaere Finanzierung：Monetary Financing

*5 Macroprudenzielle Aufsichtsinstrumente：金融制度の強弱をチェックする監督手段

*6 Systemrelevanten Institute：破綻等が国際金融制度に重大な影響を齎す恐れのある国際的に活動する大銀行

(了)