

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2155号

2013年03月25日（月曜日）

《 Cyp-riot 》

欧州時間の月曜日の夜を最終期限としながらも、筆者がこの文章を書いている時点（日本時間月曜日朝）でキプロスの財政・金融危機が解決に向かうシナリオは、まだ確たる形を持って出来上がってはいない。「最終期限」とはECBが「それ以降は緊急流動性を供給しない」としている期限ですが、キプロスはその期限まで24時間を切った今の段階でも、EUから突きつけられた58億ユーロ（EUからの100億ユーロの融資の条件）の調達にメドを付けられていないからだ。

キプロスのアナスタシアディス大統領は、急遽24日にブリュッセルに飛び、ファンロンパイ大統領などEU側と直接交渉に入っている。キプロスサイドの提案は、（1）最大手であるキプロス銀行の10万ユーロ以上の預金には20%を課税、（2）第2位の国民銀行は分割し、10万ユーロ以上の預金は不良債権処理の機関に移管する——などを柱とするとされる。しかしこの案でもEUサイドの合意は取り付けられておらず、またこの案がキプロス議会で承認されるかどうか不明。EUとキプロスの交渉は「非常にデリケートな段階にある」とされる。

仮に緊急融資が打ち切られた場合には、預金残高が少なくともキプロスのGDP（外務省の資料では257億米ドル）の4倍に膨れあがった預金を持つ同国の銀行システムは、26日からの営業再開（25日は休日）が出来ずにシステムとして崩壊し、最終的にはキプロスをユーロ脱退に追い込むのではないかと見られている。

にもかかわらず先週までの世界のマーケットで株価が大きくは押し下げられずに一進一退でとどまっていたのは、「最後はEUがキプロスも救済する」といった一種の楽観論が強いからだ。しかし面積で四国の半分、人口で88万にしか過ぎないキプロスが置かれた状況は、「too big to fail」に一番近い。EUサイドにも「(キプロスを) なんとかしても助けなければならない」という危機感はギリシャの時ほどではないとも言われる。ドイツなどの国内政治状況も、安易にキプロス側に譲歩することは国民から「南欧諸国に対するメルケル政権の姿勢が優しすぎる」という批判を招きかねない。批判ばかりかメルケル首相は政権まで失う危険性がある。それだけに日曜日の夜に緊急財務相会談を開いても、特に譲歩的な案をEUサイドは出していない。

キプロス国内では実質的に破綻した銀行組織の“再編”に関しては先に紹介したように徐々に合意が出来つつあると言われる。それは一部の銀行を解体するもので、再編にかかる

コストを抑えようとしている。それ故にキプロスでは銀行労働者によるデモなども起きている。再編で被害者になるからだ。それよりも最後まで残っているハードルは、58億ユーロの調達だ。当初のキプロス政府とEUサイドの合意では「10万ユーロ以下の預金には6.75%、それを超える分に関しては9.9%の課税」となっていた。しかしキプロスの議会はこれを「賛成者ゼロ」で否決した。小口預金者に対する負担が大きすぎるからだ。

現在検討されている案は実はいろいろある。EUに提示したものだけではない。「10万ユーロ以下の預金者には4%、超える分に対しては20%のワイントタイム課税」などもある。小口預金者には課税をゼロにする案もあるらしい。議会（定員56）では当初は拒否したものの、預金課税に賛成者が増えているらしい。しかし最終的に通過する保証はない。

仮にこれらの案で58億ユーロが調達できたとしても問題は残る。なぜなら同国の銀行組織の預金の約三分の一はロシア企業がキプロスをタックス・ヘブンとみなして置いたり、ロシアの裕福な個人が国外口座として持っている分だと言われる。この預金はキプロス政府の優遇策を受けて集まっていたもので、当然ながらワイントタイムであろうと20%もの課税を歓迎はしない。よって基準日を3月中旬に決めてその時点の預金に20%課税すれば、残った分についてはキプロスから流出する可能性が高い。

キプロスが本当にユーロを離脱しても、「EU全体に対する影響は限定的」と言い切れるかどうかについてはまだ分からない面がある。むしろ楽観論はある。既にスペインなどでは「キプロスはあくまで例外。スペイン国内の預金は神聖で安全」といった政府サイドの広報活動も始まっている。スペインやギリシャに対してはEUの支援を行われている。よって「キプロスは例外」と多くの投資家が見なす可能性はある。キプロスの危機にもかかわらず、スペインやイタリアの国債利回りは安定している。

しかし、「ではキプロスが離脱しても、ユーロは本当に大丈夫」とは言い切れない面も残る。やはり「離脱例」ができる事はユーロにとっては打撃だし、その後は大規模な資金移動（逃避を含めて）が起きる可能性が大きく、キプロス問題は引き続き波乱要因でありつづけるだろう。

《 internal devaluation 》

ところでキプロス問題が続く中で、ギリシャやスペイン、それにイタリアなどヨーロッパの南の国などキプロスなどよりも以前に危機を経験した国に関する情報がやや少なくなっているなどと思ったら、これらの国では非常に興味深い変化が生じているようだ。これはキプロスの先行きを考える上でも重要。何かというと「製造業の復活と輸出の増加」。

一般的には危機に直面した国は、「危機発生→自国通貨切り下げ→製造業の競争力回復→輸出の増加」というプロセスを辿るのですが、ヨーロッパの通貨はユーロで一つきりで、欧州の危機経験国が「通貨安」をゲットできたわけではない。では何がこれらの国で「製造業の復活と輸出の増加」をもたらしているのか。

そのキーワードは「internal devaluation」だ。それはあとで謎解きするとして「Even

Greece Exports Rise in Europe's 11% Jobless Recovery」という週末のブルームバーグの記事が非常に面白い報告をしてくれている。この記事の報告によると、これら三カ国や同じく少し前に危機に直面したアイルランドでは「製造業と輸出が復活している」という。例えば去年（2012年）のスペインの輸出額は2226億ユーロと史上最高に達した。その他の危機経験国でも同じような現象が見られる。

ギリシャは2012の第四・四半期にEU以外に対する輸出を対前年同期比約30%伸ばした。またイタリアの今年1月のイタリアの輸出は、対前年同月比13%も増加したという。なぜそうなるのか。理由は危機の中での「失業率の倍増とそれに関連して生じた労働コストの10%近い低下」。つまりそれぞれの国の労働コストが大幅に下がったので、世界の製造業にとっては格好の投資対象となり、その結果生産も増えて輸出が増加しているという。それがいわゆる「external devaluation としての為替切り下げ」に対する「internal devaluation（国内要因による切り下げ）」だというわけだ。

実際に危機経験国での工場建設、労働者雇用の動きは活発だ。例えばフランスでは解雇問題に揺れるプジョーは、スペインやポルトガルでは労働者の雇用を進めているという。日産は2月4日にバルセロナ工場での新しいファミリー用のコンパクトカーの生産開始を発表し、加えて同工場に1億3000万ユーロを投資する。フォードは英国、ベルギーの工場閉鎖と、対するバレンシア工場での増産を発表。

ポール・クルーグマンやマーチン・フェルドスタインがそうだったし、私もそういう考え方だったのだが、「ユーロから離れなければ、これらの国は国際競争力を回復する手立てはない」という見方がこれまでは強かった。しかし「internal devaluation（国内要因による切り下げ）」が国際競争力の回復を可能にしているらしい。実際にこれらの国の経常収支赤字の対GDP比はこのところ着実に減少している。

むろんそこには大変な犠牲がある。ユーロから離脱せずにこれらの国が国際競争力を回復するには、それらの国のコスト（労働コストなど）が下がらねばならず、それは例えば多くの労働者にとって労働賃金の大幅引き下げ、労働市場の自由化（解雇の自由度の増加など）を伴う。スペインやギリシャの失業率は25%に達している。だから、「internal devaluation」はある意味「悪魔の選択」とも言える。批判も強い。ジョセフ・スティングリッツは「internal devaluation」と「財政緊縮策」の政策ミックスを「toxic combination」と呼んでいる。実際に、ヨーロッパの危機経験国における一般家庭の生活水準の低下はかなり酷いようだ。「toxic」とは「猛毒」という意味だ。「猛毒の組み合わせ」と訳せる。

ではこの「猛毒の組み合わせ」と「ユーロ離脱」を比べるとどうなのか。「離脱」の方が良いのに、と考える向きもある。クルーグマンなど。しかし一回入ったシステムから抜ける、今使っているユーロ紙幣を元の国民通貨に変えるということも「猛毒を伴う措置」であることに変わりはない。危機経験国はどのくらい生活水準と労働賃金を引き下げれば、国際競争力を回復できるのか。その水準は、独自の製品製造能力がなければ、競争相手となる途上国のレベルと言うことになる。むろんインフラは先進国の方が優れている。アメリカも実は

「internal devaluation」を実施して工場を戻している面がある。キャタピラーがそうだ。でもそれで良いのか、という疑問はいくつも出てくる。

ドイツは2003年から2007年にかけて国内の労働コストを4.1%下げた。政府が先導した。その間、ヨーロッパの今の危機経験国はあまり真剣にこの問題に取り組んでこなかった。しかし今やギリシャの労働コストは危機により2009年から2012年の間に10.5%低下。同じ期間でアイルランドは10.3%、スペインで6%、ポルトガルで6.1%低下したという。OECDによれば、こうした低下の結果、2005年以来初めて、スペインとポルトガルの相対労働コストは、ドイツのそれを下回ったという。しかし、資産のない平均的家庭では、これだけの労働コストの低下は、言ってみれば「賃金の減少→生活レベルの低下」となる。キプロスでもそれが起こる可能性がある。ユーロ離脱の場合は、更に当初の生活レベルの低下は激しいものになるだろう。

では「悪魔の選択」を避けるにはどうしたらよいのか。それは一言で言えば、「他が真似できない品質、性能の製品をより数多く、多くの産業で生み出すこと」と言える。危機経験国が労働コストの低下の中で「輸出再興」を実現しつつあるいま、日本は「労働賃金を引き上げよう」の合唱の中で、「悪魔の選択」を「他人の抱える問題」として対処できるのか。これはアベノミクスにとってのこれからの課題だ。

異常な高いレベルからの円相場の修正は今のところプラスだ。ヨーロッパの危機経験国にはない選択肢だ。しかし、企業レベルでも国のレベルでも「悪魔の選択」を迫られないようにするには、技術、品質など産業競争力の強化というもう一つの努力が必要な気がする。

今週の主な予定は以下の通り。

03月25日（月曜日）	特になし
03月26日（火曜日）	米2月の耐久財受注 米1月のS&Pケース・シラー住宅価格指数 米2月の新築住宅販売件数 米3月のリッチモンド連銀製造業指数 米3月の消費者信頼感指数
03月27日（水曜日）	米2月の中古住宅販売成約
03月28日（木曜日）	日本の3月23日までの対外及び対内証券売買 契約等の状況 米第四・四半期のGDP確報値 米3月のシカゴ連銀購買部協会景気指数
03月29日（金曜日）	日本の2月の全国消費者物価指数 日本の2月の失業率・有効求人倍率 日本2月の鉱工業生産 米2月の個人所得

米2月のPCEコア・インフレ率

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。関東は都心を中心に桜が綺麗に咲きました。土日が満開。心配された日曜日の天気ももちましたし。

千鳥ヶ淵に行っても、増上寺に行っても桜は本当に綺麗でした。桜のあるところはどこでも凄く人が出ていた。やはり日本人は桜好きと言える。私は、染井吉野は色が白に近く、あまり好きではない。色がちょっとピンクに濃い緋寒桜や垂れ系が好きですが、それは人それぞれの趣味ですから。私がこれまでに見た桜で「綺麗だ」と思ったのは、皇居端の国立劇場のそれ、六義園に大きな一本桜、乃木神社のそれなど。東京タワーから見た「桜の木に囲まれた増上寺」も良かった。桜の置かれた環境としては、水があるのでやはり千鳥ヶ淵緑道のそれかな。

本土の中では関東はむしろいつも桜の開花が早い。関西などより。「なぜ」といつも思うのですが、それはもしかしたら寒暖の差が関東の方が関西より激しいからかも知れない。関西と関東は平均気温の差は思うほど大きくない。その上での寒暖の違いが差を生むのではないかと思う。しかし素人考えなので間違っているかも知れません。理由はともかく、これからは関西に行っても東北に行ってもいろいろな場所で桜を楽しめそうです。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、三井住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したのですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。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。》