

## ユーロの行方

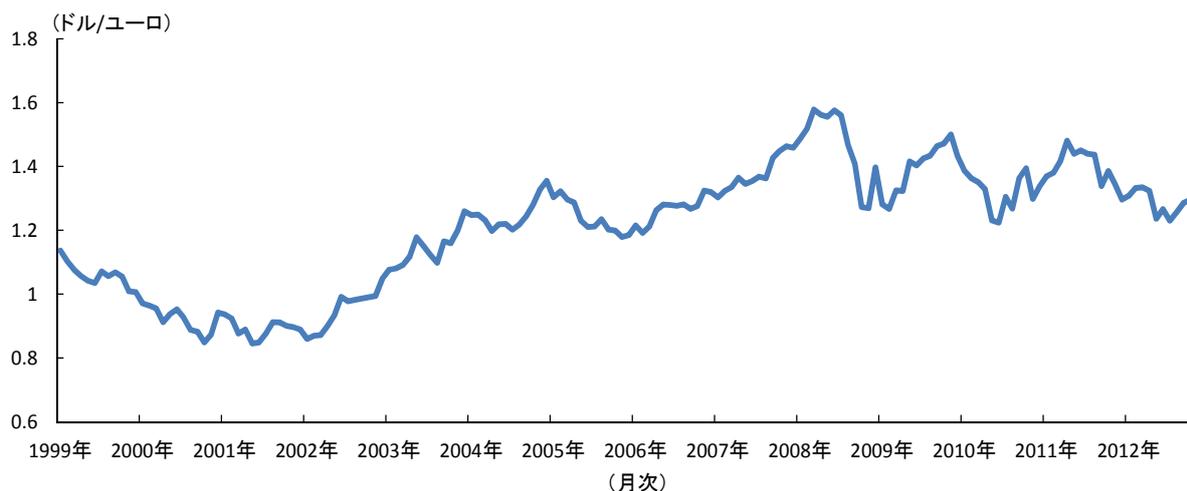
### 【ポイント】

1. 10月上旬に欧州主要都市を訪問し、現地エコノミストらと面談を行った。
2. ユーロの崩壊はないとする見方で概ね一致。
3. 当面ユーロ圏では厳しい経済状況が続くとみられる。
4. 債務問題解決には時間が掛かるだろう。
5. 欧州統合の動きは今後も絶えることはないであろう。

10月上旬に欧州主要都市（ロンドン、パリ、フランクフルト）を訪問し、現地のエコノミスト、ストラテジストとの面談を行った。訪問の目的は、現地の人々との対話を通じて、欧州の統一通貨であるユーロの先行きを探ることである。

ユーロが1999年1月に導入されてから既に13年以上が経過した。当初11カ国でスタートしたが、今では17カ国が参加しており、国際通貨としてドルに次ぐ地位にある。導入当初こそ対ドルで下落が続いたが、2002年以降は上昇トレンドとなり、2008年には最高値を記録した（図表1）。しかし、米サブプライム危機を発端とした金融危機が欧州にも波及するとユーロは急落し、リーマン・ショックを経て世界的な危機対応が取られると一旦反発したものの、今度はユーロ内のギリシャ危機により再度急落した。

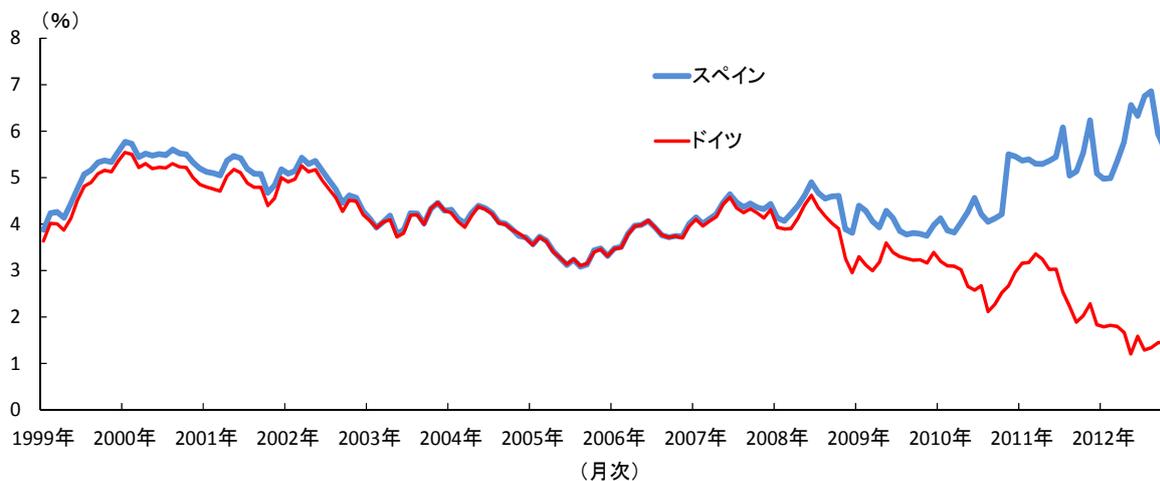
図表1. ユーロの対ドル相場の推移



ギリシャを発端とした欧州債務危機は、ギリシャに続いてアイルランド、ポルトガルが金融支援を受ける事態となったが、危機は未だに収束せず、現在はスペインが支援要請を行う寸前まで拡大してきている。EU（欧州連合）、ECB（欧州中央銀行）、IMF（国際通貨基金）等が様々な対策を実施しているものの、周縁国の国債利回りは

危機以前と比べて大幅に高い状況となっている（図表 2）。また、これらの国々では財政緊縮策が取られており、金利の高止まりと相俟って景気に強い下押し圧力がかかっていることから、これ以上の緊縮策も政治的に困難な状況となっている。

図表 2. 10年国債利回りの推移



(資料)Bloombergより富国生命投資顧問作成

### ○ ヒアリングの概要

そうした中、今回の欧州訪問では、ユーロの先行きについて四半期や1年先といった短期的な見通しではなく、5年から10年先を見通したユーロの行方を探った。今回面談を行ったエコノミスト、ストラテジストは、出身がイギリス、ドイツ、フランス、スペイン、インド、日本と多様なものとなり、このため見方が一方に偏ることがなくバランスの取れたものとなった。

#### (1) ユーロの行方に対するコンセンサス

面談では多様な意見が聞かれたが、ユーロの崩壊はないというのが概ね一致した意見であった。統合が既にかなり進んでいることや、金融活動が相互に深く絡み合っており、崩壊させることは不可能であるといったコメントが聞かれた。

しかし、一部の国の離脱については否定する意見は少なかった。ユーロ参加国の中でも経済規模の大きな国と小さな国が混在しており、影響度の小さい国に関しては離脱の可能性があるとのことであった。債務危機の発端となり最も状況の

図表 3. ユーロ圏各国の経済予想

単位: %

	実質GDP(前年比)		失業率	
	2012	2013	2012	2013
ユーロ圏	▲ 0.4	0.2	11.2	11.5
ドイツ	0.9	0.9	5.2	5.3
フランス	0.1	0.4	10.1	10.5
イタリア	▲ 2.3	▲ 0.7	10.6	11.1
スペイン	▲ 1.5	▲ 1.3	24.9	25.1
オランダ	▲ 0.5	0.4	5.2	5.7
ベルギー	0.0	0.3	7.4	7.9
オーストリア	0.9	1.1	4.3	4.5
ギリシャ	▲ 6.0	▲ 4.0	23.8	25.4
ポルトガル	▲ 3.0	▲ 1.0	15.5	16.0
フィンランド	0.2	1.3	7.6	7.8
アイルランド	0.4	1.4	14.8	14.4

(資料)IMF「WORLD ECONOMIC OUTLOOK」

厳しいギリシャについては、面談の中でも話題の中心となることはなく、関心が薄れつつあるという印象を受けた。離脱観測が高まれば再び関心が高まる可能性があるが、現在は支援要請の可能性が取沙汰されているスペインにより関心が集まっていた。

その他に一致した見解としては、当面ユーロ圏では厳しい経済状況が続くということと、債務問題解決には時間が掛かるということであった。特にドイツ、オランダ等の北部諸国は財政緊縮策を推しており、この考えが変わらない限り、周縁国では財政赤字が改善に向かうまで、リセッションからなかなか抜け出せないとの見方である。問題解決に時間がかかるというのは、多くの国が構造問題を抱えていることや民主的な手続きを踏んで統合プロセスを進めて行こうということがその背景にある。国内に地域独立問題を抱えている国もあり、一つの国でも統合がうまく行っていないのに、多くの国が関わってはなおさら難しいとの意見もあった。

## (2) ユーロ主要国の役割と懸念材料

現在の危機の解決には、ドイツ、フランス等債権国の景気刺激策、債務国である周縁国の財政緊縮策が必要との意見があったが、これらはどちらかということ、ユーロ域外の人に見られる意見であった。他には完全な統合が必要との意見があったが、これは非常に長期的な理想論的な解決策であろう。また、政治家の行動が必要との意見も多く聞かれた。現在は金融政策に大きくしわ寄せが行っており、ECBが大量の資金供給や資産購入を行って、銀行の資金繰りを支援し金融市場の動揺を抑えることで、景気回復や構造改革が行われるまでの時間を買っているとも言えるだろう。その間に政治家が行動することが求められているわけであるが、いかに信念を持って行動に移そうとしても、その政策は往々にして国民に負担を強いるものとなりがちであり、選挙を控えた政治家にとっては、言うは易く行うは難しといったところであろう。

そうした中で、人々の不満が高まっていることを懸念する声も聞かれた。ギリシャやスペインでは大規模なデモやストライキが実施されているが、こうした動きが周縁国にとどまらず支援国側にも拡大した場合には大きな混乱が予想される。以前フランスでは大規模なデモやストライキで重要法案が骨抜きにされたケースもあり、統合プロセスの遅延などにつながることもあろう。

当面の注目イベントとしては、来年行われるドイツの総選挙を挙げる人が多かったが、その影響については、政権交代があれば状況の変化が期待できるとする見方と、どの政権となろうがあまり変わらないとの見方に分かれた。ユーロの先行きには欧州最大の国であるドイツのリーダーシップが重要であるだけに、政権交代による変化があれば、大きなターニングポイントとなる可能性があることには留意したい。

ドイツ、フランスについては、ユーロの中心であり、そのリーダーシップが期待されているが、これらの国がそもそもの問題との意見も多かった。ドイツが考えを改め、フランス寄りになればうまくいくとの意見や、フランスが政治的統合を望んでいないため、統合が進まないとの不満も聞かれた。ドイツは債務危機対応では支援を行う側であり、支援される国に対する国民の不満も高い。ユーロを守るのであれば、これま

---

で通貨統合によって得てきた経済的メリットについても政治家による丁寧な説明が必要であろう。さもなければ国民の不満が爆発してドイツのユーロからの離脱につながる可能性がないとは言えないであろう。

### (3) 中長期的な工程表と欧州の時間軸

今後のユーロについては、今年 12 月に最終報告が行われる「真の経済通貨同盟」実現に向けた工程表が注目される。これは今年 6 月にファンロンパイ EU 大統領が提示した、「真の経済通貨同盟に向けて」と題する報告書をたたき台として、ファンロンパイ大統領、欧州委員会のバローゾ委員長、ユーログループのユンケル議長、ECB のドラギ総裁が連携して作成することとなっており、「財政同盟」、「銀行同盟」、「経済同盟」、「政治同盟」の 4 本の柱からなっている。このうち銀行同盟では、銀行監督一元化を 2013 年中に実施することで既に合意している。

この工程表が 10 年先までということからもわかるように、欧州の人々は統合がすぐに進展するとは考えていない。今日の通貨統合に至るまでにも約 30 年かかっており、経済統合に至っては 1952 年の欧州石炭鉄鋼共同体 (ECSC) にまで遡ることができる。このように、欧州では、欧州外の人にはわからない、欧州的な時間の感覚があるのである。

そうであるならば、数十年といった時間の単位で見ると、欧州統合は進展しているであろうし、その統合の形態は、現在考えられているものとは異なっているかもしれない。欧州統合に向けた強い意志があれば、統合への動きは絶えることがなく続き、様々な困難をも乗り越えて行くだらう。今回の訪問でも、欧州合衆国 (United states of Europe) との言葉がしばしば聞かれたが、この言葉は 19 世紀に既に登場しており、第 2 次世界大戦後にはイギリスのウィンストン・チャーチルが欧州合衆国の創設を訴えている。これが欧州統合が目指す理想的概念と言えるであろう。

しかし、気がかりなのは、第 2 次世界大戦が終わってから 67 年が過ぎ、戦争の記憶が薄れてきていることである。欧州統合のそもそもの動機が戦争抑止にあったことを考えると、今後大戦を知る世代がほとんどいなくなる中で、経済合理性が追求された場合、果たして統合が維持できるかとの疑問は残る。民族も文化も異なる国家が、欧州合衆国としてまとまっていけるかどうか、結果がわかるのはずっと先のこととなるだろう。

それまでの間は、やりやすいところから順番に手をつけて行き、途中、様々な障害に遮られながらも、少しずつ統合が進み、または後退し、といったプロセスを繰り返して行くことになるのではないか。今の「ユーロ」が将来に亘って存在するかは自信を持って予測することはできない。しかし、名称や参加国が変わったとしても、統合への動きが無くなることはないであろう。統合が後退し分断された欧州、各国独自の通貨に戻った欧州を、今、想像できるだろうか。

(富国生命投資顧問 (株) 運用企画部長 石内 利和)

---