

欧州経済ウォッチ (No.11-17)

2011年12月14日
 広告審査番号 MFB156-111214-01
 MSRC 審査番号 06-B-111214-03

市場心理改善の条件—ドイツの譲歩、銀行資本増強

投資調査部 小原 篤次
 atsuji.ohara@rc.mhsc-g.com
 03-5203-6501

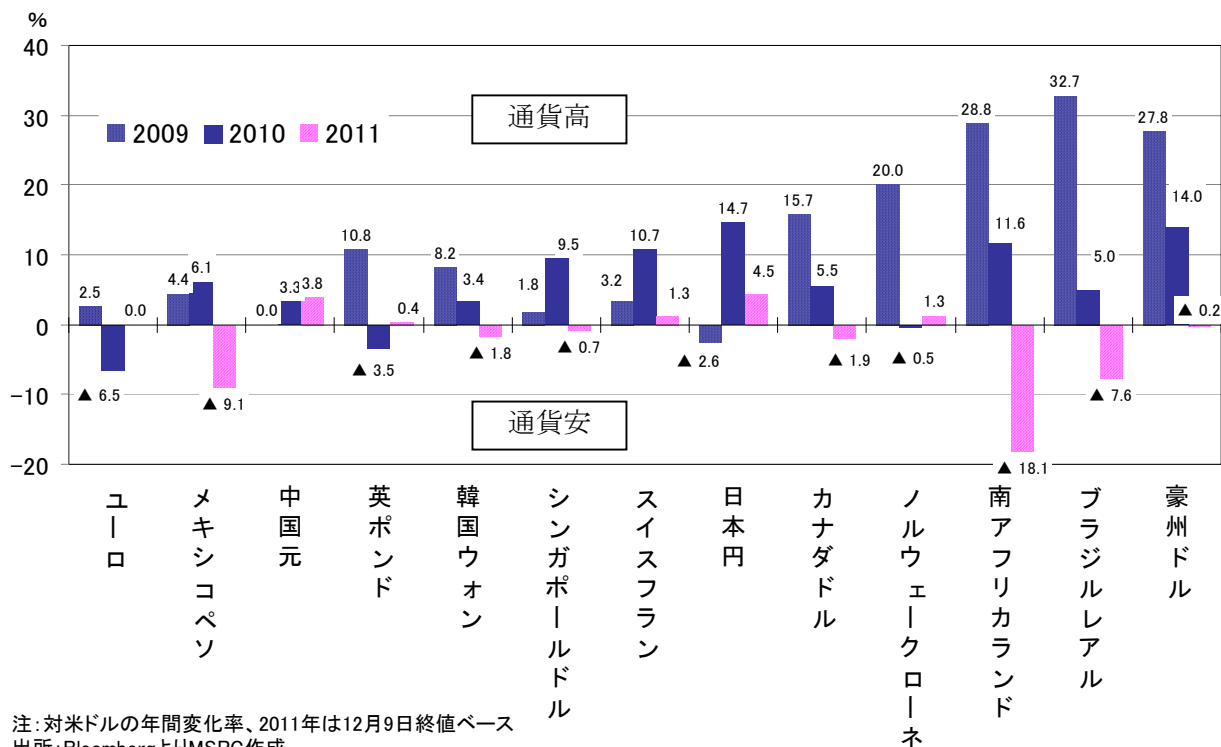
◇通貨統合には財政統合が必要

「世界で最も強い通貨はどれか」と問いかけ続けている。正確を期せば、「世界金融危機後、先進国通貨で相対的に価格が上昇した通貨はどれか」との問いかけである。図表1が示すように、日本円は、価格が上昇した通貨のひとつである。一方、逆の質問「先進国通貨で価格が下落した通貨」の答えは、ユーロになる。欧州は、会議と合意を繰り返しているが、市場から信頼を回復する状況に至っていない。

欧州連合(EU)首脳会議は12月9日、英国を除く26カ国で、議会での承認などを前提に、基本条約とは別の新たな財政協定に締結することで合意した。26カ国は、来年3月初旬までの協定締結を目指す方針で、英国を除いた首脳会議が来年1月にも開催されるという。英国のほか、米国から不満の声が上がっているものの、債務問題で揺れるユーロ圏問題を解決するために、一步前進と評価できる。

ドイツやフランスなどユーロ圏の加盟国は9月の時点で、英国が反対したままで、金融取引税の2014年導入をすでに表明している。独自の通貨を守り、自由な金融市場を優先する英国が、ユーロ圏の財政統合強化を目指す協議に前向きではないのは、当然のことで理解できる。むしろ、英国抜きで協議するほうが、ユーロ圏の合意という目標達成のためにはプラスと評価できる。

図表1 通貨の対米ドルの変化率(2009~2011年)



注: 対米ドルの年間変化率、2011年は12月9日終値ベース
 出所: BloombergよりMSRC作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

◇ ユーロ問題解決のための3つの論点

ユーロ圏加盟国が取り組むべきことは少なくとも7月のギリシャ第2次支援以来、変わっていないと考えている。

- (1) 欧州の民間金融機関、ギリシャ国債の削減に対する協力（ヘアカット）
- (2) 欧州の民間金融機関の資本増強
- (3) 欧州の安全網の強化・財政統合（EFSF・ESMや欧州共同債）

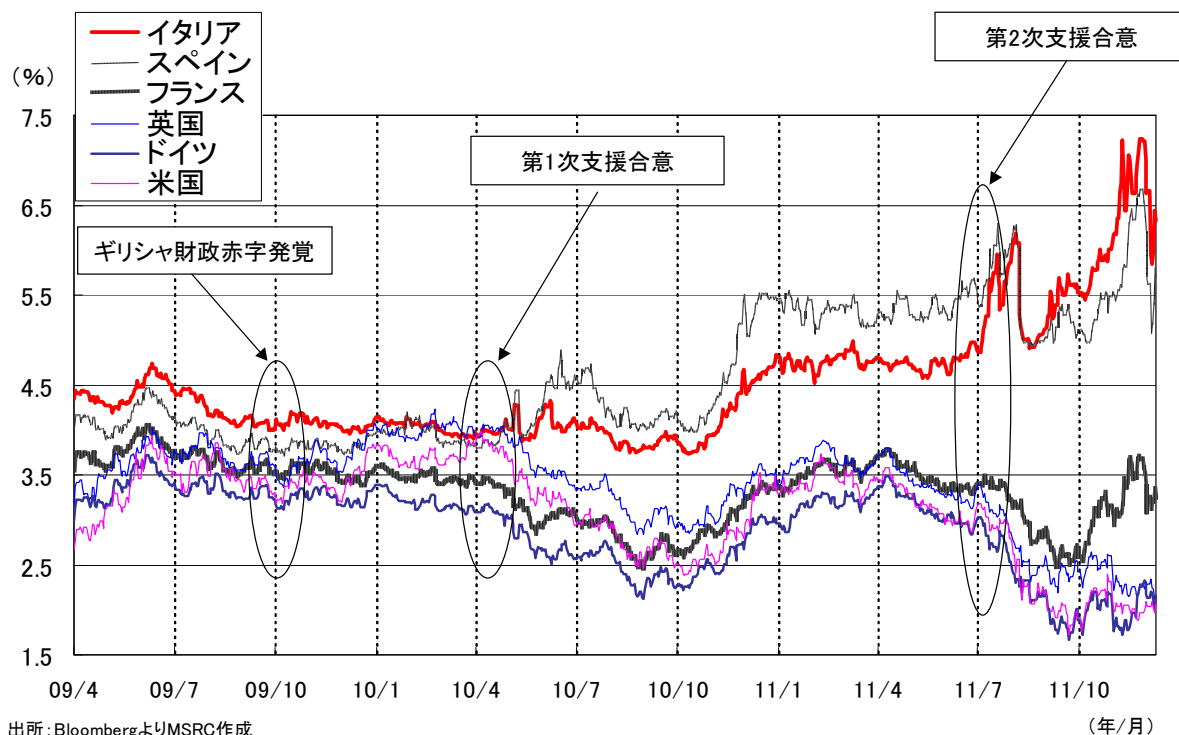
民間金融機関の債務削減への協力が7月時点の21%から10月後半になり、50%に引き上げられた。皮肉なことに、ギリシャの合意ごとに長期国債の利回りが上昇している（図表2）。時間を経過するごとに、ギリシャ債務問題が欧州金融システム問題につながる事が理解されてきたと言える。同時に、金融システム問題を抱えることで、ユーロ圏の首脳たちは、国民も含めた合意形成を促進させているように筆者には見える。

ドイツ、フランスなどユーロ圏の加盟国は、金融政策・中央銀行の統合だけで、共通通貨を導入した。この構造的問題が、ギリシャをはじめとする債務危機であらわになった。後処理ではあるが、未経験の危機をバネに、財政的な統合度合いを高めていくしかないだろう。

英国がEUの枠組みの会議に参加しないことは確かに異例中の異例な対応である。ここまで来た欧州で、今後の期待は、自国の財政健全主義に固執しているように見えるドイツのメルケル政権が譲歩することだろう。合意のシンボルとしては、具体的には、欧州共同債の合意が待たれている。ユーロ圏が創設した安全網、欧州金融安定基金（EFSF）で、すでに3回、起債が実施されており、事実上、欧州共同債はスタートしている。

12月9日の首脳会議では、EFSFの後継となる欧州安定メカニズム（ESM）については、2012

図表2 長期国債（10年債）の利回りの推移



出所: BloombergよりMSRC作成

(年/月)

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつぎ作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

年7月に前倒しすることや、ESMを欧州中央銀行（ECB）の管轄におくことが合意された。EFSFの融資能力の上限は4400億ユーロで、これにESMの5000億ユーロが加わることになる。

またEU加盟国が相対の融資を通じて最大2000億ユーロ（ユーロ圏は1500億ユーロ）をIMFに拠出することも決定した。

金融システム安全網のEFSFは1月から稼働させる見通しである。英国抜きでEU首脳会議も1月に予定されている。例えば、イタリア国債の大量満期（258億ユーロ）は2月1日に予定されている（図表3）。ギリシャの総選挙のほか、銀行の2011年決算の発表も2月から本格化する（図表4）。2月の重要イベントを乗り切るためには、1月の本格稼働が必須となる。

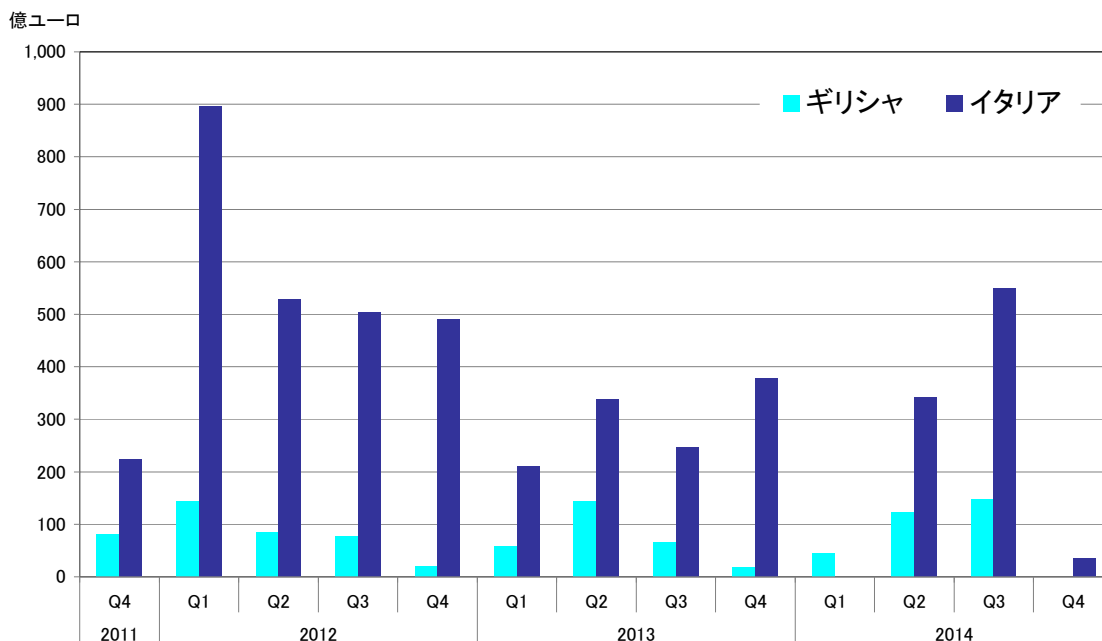
◇増加したドイツの資本増強額

EU首脳会議などで10月末、民間金融機関に対して1000億ユーロ規模程度の資本増強策で合意していた。IMFは2000億ユーロ規模の資本増強が必要だとしていた。EBA（欧州銀行監督機構）は、2012年6月末までに欧州の金融機関の資本増強を求めることを決めている。

EBAは12月8日、総額1147億ユーロの資本増強が必要との算出結果を公表した。10月の公表値（1064億ユーロ）から8%程度増加した。国別に見た必要とされる銀行の資本増強額は、スペインが262億ユーロ（10月、同額）、イタリアが154億ユーロ（10月、148億ユーロ）、ドイツが131億ユーロ（10月、52億ユーロ）、フランスが73億ユーロ（88億ユーロ）。ドイツの資本増強額が増加したのが今回の特徴である。欧州共同債への情報だけではなく、ドイツも国内銀行の資本増強に迫られている。

欧州以外の政府や市場の不審を払拭するためには、ユーロ圏の中で、とりわけドイツのリーダーシップが問われていると言えるだろう。◆

図表3 ギリシャ、イタリア国債の償還予定（四半期別に整理）



注：発行額ではなく残高(outstanding)ベース
出所：BloombergよりMSRC作成

図表4 欧州債務危機に関連する日程

終了期限 無し	ギリシャ、 ベルギー、 スペイン	株式の空売り規制
<10月>		
10日	ベルギー、フ ランス、ルクセン ブルグ	デクシア経営不安で国有化方針
26日	EU	ギリシャ包括支援策で合意
<11月>		
3日	ECB	政策理事会(利下げ)
10日	フランス	金融株の空売り規制の期限(9月30日から11月11日に延長)を 3カ月延長
11日	ギリシャ	前ECB副総裁のルカス・パパデモス氏が新首相に就任
29日	EU	ユーロ圏財務相会合、EFSFの拡大決定
<12月>		
8日	ECB	政策理事会(利下げ)
9日	EU	EU首脳会議
29日	ギリシャ	長期国債52億ユーロの償還日
<2012年1月>		
15日	イタリア	金融株の空売り規制の期限(9月30日→11月11日→1月15日)
<2012年2月>		
1日	イタリア	長期国債258億ユーロの償還日
	ギリシャ	総選挙
	証券市場	2011年の銀行決算の公表
<2012年3月>		
20日	ギリシャ	長期国債144億ユーロの償還日
<2012年4月>		
	フランス	大統領選挙

注:2011年12月13日作成。記載事項には「予定」、「見込み」が含まれており、予告なく変更されることがあります。

出所: EFSF, European Securities and Markets Authority(esma)や各種報道よりMSRC作成

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%[税込み]、最低2,625円[税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、
社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。