

欧州 3 ヶ国出張報告 (2003 年 11 月)

11 月 3 日～10 日、ロンドン・パリ・フランクフルトの三都市を訪問し、現地の金融機関や中銀、マスコミ、経営者団体、研究所等の関係者に、欧州経済・金融について聞き取り調査を行った。

<要旨>

- ・ **(EMU全般)** 景気の回復は確かであるが、その回復力については慎重な見方が目立った。特に雇用と消費の回復については、労働市場改革の遅れや企業のリストラ圧力を理由に、期待薄との声が多かった。独・仏などの所得税減税についても、財源のための間接税増税や歳出削減があるため効果は限定的という。設備投資についても、企業の債務削減の後れもあり、回復力は弱いとの意見が目立った。
- ・ 独・仏などでこのところ加速している構造改革については、「正しい方向」との見方ではほぼ一致したものの、「まだまだ不十分」で、「むしろ短期的には景気にマイナスも」との意見が多かった。
- ・ もっとも、中には企業のサプライサイド調整進展を評価、設備投資のみならず雇用の回復も意外と早いのではとの強気論を展開する者もいた。
- ・ **(物価・マネー)** インフレは 04 年には 1% 台後半で安定的に推移するとの意見が大半。ただ、非コア価格の上昇は中期的なものとの意見もあり、上振れリスクを指摘する声も増えている。マネーの高い伸びはインフレ要因とはならないとの意見が民間では目立つが、ECB は重視している。
- ・ **(ドイツ)** 企業の労働コスト削減などで競争力改善が進み、他国に先駆けて景気回復が期待できるとの声が増えた。ただ、一方で様々な構造問題の影響により、特に雇用と消費の回復は弱いともみられている。失業者数減少を評価する者もいたが、失業保険給付の厳格化による労働力人口減などの特殊要因によるものとの指摘が多い。「イッヒ AG」など構造改革策の実際の問題点も多く聞かされた。
- ・ 一時高まったドイツの「日本型デフレ」「金融危機」懸念は、「あり得ない」との見方で一致した。
- ・ **(フランス)** 足元の景気回復力はドイツと比べても問題が多く、輸出競争力の差や財政刺激の欠如などが指摘されていた。ラファラン政権は様々な構造改革を進め、それは一定の成果を挙げているものの、まだまだ不十分な部分が多いというのが目下の見方である。
- ・ **(ECB)** ECB の金融政策について、ドイツでは来年末の小幅利上げを見込む者が多かったが、全体的に据え置きか追加利下げを想定する者が依然として目立った。景気回復力の弱さと GDP ギャップの広がり、それによるインフレ圧力の欠如、ユーロ高による。ただ、ECB 幹部の一人は「経済成長が続けば、長期的な標準より低い現在の金利は再考 (reconsider) が必要」と述べた。
- ・ 「トリシェ新総裁就任による ECB の姿勢変化」論については、否定的な見方が大勢。トリシェは「チーム」の一員と宣言しており、ECB 関係者も「機関としての継続性」を強調した。ECB の「物価安定」最優先政策に変化がない他、マネー統計重視の姿勢を堅持する意向も強く確認された。トリシェ新総裁の「市場とのコミュニケーション能力」が評価される反面、発言の「中身のなさ」を指摘する声もあり、ドイセンベルク前総裁が不当に低く扱われていたとの不満も強かった。
- ・ **(安定・成長協定)** 独・仏の利害を無視した決定は EU の構造上からも政治的に非現実的との見方が多く、独・仏の意向に配慮した柔軟解釈によって政治的な妥協が図られるとみられている。
- ・ **(ユーロ相場)** 米国の双子の赤字によって 04 年にかけてユーロ高・ドル安が続くとみる向きが多いが、米欧の成長率格差や金利差、財政スタンスの相違から、ドルの反転上昇予想も一部であった。
- ・ **(英国)** 今後も好調な景気拡大が続くとみられており、政策金利はさらに引き上げられる見通し。ポンドのユーロ参加は、ブレア政権の政治的苦境により、当分の間は困難とみられている。

訪問先は以下の通り（訪問順：敬称略）。

3日(月)・4日(火): ロンドン(英国)

- ・ エドワード・テザー：UBS：欧州エコノミスト
- ・ ロバート・ブライアーワンデスフォード：HSBC銀行：欧州シニア・エコノミスト
- ・ 伊達 信夫：UFJ銀行：資金証券為替部バイスプレジデント
ディーター・ヴェルムート：ヴェルムート・アセットマネジメント：社長（UFJ銀行アドバイザー）
- ・ スチュアート・キナーズリー：日興グローバル・アセットマネジメント：代表取締役社長兼CIO
- ・ ブレンダン・ブラウン：東京三菱銀行：経済調査部長
- ・ 佐藤 大和：日本経済新聞：特派員
- ・ サラ・ヒューウィン：アメリカン・エクスプレス銀行：シニア・エコノミスト
- ・ 岸 淳一：日本銀行：駐在参事付
- ・ 服部 哲郎：野村インターナショナル：シニア・ストラテジスト
- ・ ダグラス・ゴッデン：CBI（英産業連盟）：経済調査部長

5日(水)・6日(木): パリ(フランス)

- ・ アンドリュー・パーズ：OECD：フランス・ポーランド経済調査室長
- ・ ジャンリュック・ピヤカーブ：パリ商工会議所：経済調査センター専務エコノミスト
- ・ ヴァレリー・プラニョル：CIC銀行：チーフ・ストラテジスト
- ・ イヴァン・オドナ：フランス中央銀行：外国経済部長
- ・ 田熊 清明：JETROパリセンター：調査担当
- ・ フィリップ・シゴニユ：BFTアセットマネジメント(GESTION)：チーフ・エコノミスト
- ・ フィリップ・モロ・ドファルジ：フランス国際問題研究所：シニア・フェロー（欧州政治経済調査ヘッド）

7日(金)・10日(月): フランクフルト(ドイツ)

- ・ 山本 雅文：日本銀行：フランクフルト駐在
- ・ ラルフ・ゾルヴェーエン：コメルツ銀行：チーフ・エコノミスト
- ・ ヴォルフガン・モデリー：ECB（欧州中央銀行）：金融政策戦略担当シニア・エコノミスト
クラウス・ブランド：ECB（欧州中央銀行）：金融政策戦略担当シニア・エコノミスト
- ・ ホルガー・ファーリンクルーク：UBS：ドイツ担当エコノミスト
- ・ シュテファン・シュナイダー：ドイチェバンク・リサーチ：チーフ国際エコノミスト
- ・ 齋藤 淳：時事通信社：フランクフルト駐在所長
加藤 直樹：ゲーテ大学：野村証券元ファンドマネージャー&アナリスト
- ・ フィリップ・ニーママン：BHF銀行：エコノミスト（ドイツ経済政策担当）
- ・ ティモ・クライン：MMS：アナリスト
- ・ マニュエラ・プロイシュル：ドイツ銀行：グローバル市場調査バイスプレジデント
- ・ イグナチオ・アンジェローニ：ECB（欧州中央銀行）：調査副本部長

・ E M U 経済全般～景気は回復方向だが、雇用と消費には特に慎重論

・ 輸出と投資が景気回復を主導～構造問題を指摘する声も目立つ

ユーロ圏の景気について、既に第 2Q 頃に底を打ち、回復過程に入っているとの意見で、取材先は完全に一致した（その後、第 3Q の GDP プラス成長化が発表された）。ただ、景気回復力については、一部を除いて慎重な見方が多い。04 年の成長見通しは 1.3～1.8% 辺りがレンジであった。

それは、景気回復を示すデータが主にサーベイ（の期待感）に止まっており、ハードデータにはまだ十分に現われていないためという。昨年にサーベイの期待感改善のみが先行、その後の景気回復が中途半端なものに止まった「教訓」から、このようなサーベイの改善のみで景気回復を即断するわけにはいかないとの意見が目立ち、「IFO 指数は先行指標として信頼できない」との声も数人あった。それでも、10 月の諸サーベイ（ユーロスタット、IFO、INSEE）で現況感の改善が顕著であったこともあり、景気が底を打ったことに疑いを持つ者はいなかった。

景気の慎重論は、何よりも雇用と消費の回復があまり期待できないためという。欧州では労働市場の硬直性が依然強く、中でも独・仏・伊では問題が大きいため、景気回復下でも企業は雇用拡大に慎重。最近のこれら中心国での労働市場改革加速の動きについては「基本的に正しい方向」と積極的に評価する声が目立った反面、「まだまだ不十分」であり、いずれにせよ「成果が顕れるのはもう少し先」で、「短期的にはむしろ雇用や消費の削減効果もある」という。

各国で 90 年代から労働市場改革が進展してきたのは事実で、「以前に比べて景気回復時の雇用回復が早まっている」との見方には一定の支持があったものの、過大評価は禁物との声が大勢。英国では 90 年代初、サッチャー（前）政権の構造改革の成果から、大半のエコノミストの「ジョブレス・リカバリー」予想を覆して雇用が早期回復を果たしたが、「サッチャーとシュレーダーは全然違う」との冷めた見方が多い。PMI 指数の中で雇用項目が生産項目よりも先に改善しているが、「まだ雇用項目は 50 を下回っている」点が重視されている。ドイツの失業者数減少も「特殊要因による」という（後述）。

独・仏の所得減税についても、財源のための増税や歳出削減があるため、ドイツでは財政効果は限定的、フランスでは「全く中立」という。政策効果全般のコンフィデンス改善効果も特に企業では認められるものの、これが消費者に浸透するにはまだ時期尚早で、むしろ諸間接税増税や医療費増、失業保険給付や年金の削減、リストラ促進などによる（少なくとも短期的）マイナス効果を重視する声が目立った。特に、直近の失業率や消費者信頼感が悪化したフランスで、このような意見が多かった。

さらに、長期的な人口動態問題を指摘する声がこのところ目立っており、実際に詳細な分析を行っている機関が増えている印象。出生率の低いドイツやイタリアは勿論、比較的高いフランスでも、長期的には高齢化と労働力人口減少で年金問題が悪化するため、財政面からこれら諸国の長期的な成長率があまり期待できないばかりか、「年金不安」の形で短期的な消費者マインドにも悪影響を及ぼしているという。移民の流入も、近年の移民排斥運動に象徴される社会的障害のみならず、「グリーンカード」で IT 労働者の流入を期待しながら期待外れに終わっているドイツの例にみられるように、外国人が移住したがいらないこれらの国の問題点（高い税金、言語、他）を指摘する声もあった。

今後の景気回復は輸出（生産）設備投資主導との見方が主流であった。ここまでの在庫投資が小さかったことも、今後の生産を考えればむしろプラスとの意見が多い。しかし、その設備投資についてすら、「米・日企業に比べて欧州企業の債務削減が後れている」などの理由から、消費ほどではないが慎重な見方が目立つ。ディスインフレ現象も、企業の価格支配力を弱めているばかりか、債務返済負担を増大させるため、企業にとっては一層の負担となる。また、米英流の株式文化浸透により、「（機関）投資家が設備投資の拡大に反対」するため企業が投資を出来ない例も目立っているという。そもそも、中小企業は特に債務問題が深刻で設備投資どころではなく、比較的問題の少ない（テレコムを除く）大企業にしても、近年は米国や東欧、アジアなどへの投資を積極化しているため、ミクロ情報に詳しい識

るという。特にドイツで0.5~0.6%程度と大きく、EMU全体でも0.2~0.3%程度が見込まれている。ただ、現在のように景気が弱い局面でこの効果を過大に見積もるべきではないとの意見もあった。

・物価とマネー~物価は概ね安定だが、マネーの拡大にECBは懸念も

・物価は基本的安定方向の見通し。ただし、一部で上振れ論も

物価については、足元(10月の消費者物価上昇率速報値2.1%)で予想以上の上振れがあり、実際にECBからも「インフレの上振れ定着(stickiness)」が指摘されているものの、概ね04年は2%の水準に低下、安定傾向が続くとの見方で一致している。

最近の上振れは、(1)猛暑による食品価格の上昇、(2)中東情勢の緊張による石油価格の上振れ、などの特殊要因によるものとされる。来年初に(独・仏・蘭)の煙草税増税など、間接税や公共料金の値上げが幾つか予定されてもおり、このような非コア部分でのインフレ高止まりを懸念する声は多い。

ただ、これもユーロ高である程度相殺される。さらに、現在はGDPギャップが大きく開いており、今度の景気回復でも大きな縮小は困難、しかも、これが物価に影響を及ぼすには(1年程度の)ラグがあることから、コア物価については来年も安定が見込まれるという。非コアについても、ドイツで数年振りに環境税(エネルギー税)の増税が見送られる点も重要とされた。

もっとも、一次産品価格の上昇を「特殊要因」とみていいのかとの批判もある。さらに、この非コア・インフレが賃金上昇を通じてコアに波及すれば、インフレは一層内生化する。一部では、景気が予想以上に回復すれば、2%超のインフレ率が常態化するのではとの声もあった。

・マネーの拡大は問題なしとの意見も民間では多いが、ECBはやはり重視

ユーロ圏では、M3の伸びが一時的8%台から7%台に落ちたとは言え、参照値の4.5%に比べ依然高い伸びが続いている。ECBはこれまで、テロやイラク戦争、国際金融不安に伴う不透明感によってM3対象資産に資金が逃避しているためと説明してきたが、これは最早説得性を欠くとの声が多い。

ECBが指摘しているように、最近では民間向けの貸し出しや信用の伸びが上向いてきており、低金利の影響が現われてきている可能性がある。特に周辺国で二桁の伸びが続いている他、ドイツでも少なくとも最悪期は脱した模様だ。

ただ、これとインフレとの関係については、「かつてのドイツでは関係があったかもしれないが、EMU開始後は関係がほとんど切れている」との声が目立った。また、「EMU開始によって金融市場に構造変革があったため、貨幣の需要量が増えてきている」との意見もあった。

しかし、ECB関係者は一様に「マネー増大は長期的にはインフレに繋がる」と強調、あるドイツ人も「インフレは全て貨幣的現象」と断言している。少なくとも、今後景気が回復してくれば、周辺国を中心に多かれ少なかれインフレの昂進要因となる可能性は十分にあるとはみられているようだ。

・ドイツ~構造問題は残しながらも、むしろ来年の景気回復をリードするとの見方も

・「日本型デフレ」論は一掃される。競争力に改善期待も

ドイツ経済は90年代末から欧州随一の低成長に悩まされ、特に昨秋から今春頃にかけては「ドイツ経済の日本化」論が一世を風靡した。最近の潜在成長率も、概ね1.5%前後に低下しているようだ(フランスは2%前後とされた)。しかし、IFOなどの先行指標に改善が目立ってきており、少なくともこのような「日本型デフレ」懸念を持つ者は最早ほとんどいないようである。

特に我が国では、90年代日本の金融危機との類似性を指摘する者が多い。しかし、「独銀に大きな問題があるのは事実だが、邦銀と同列に論じるのは全くの誤り」との意見で相手先は一致した。日本では土地や株式バブルの崩壊が「土地本位制」の銀行経営を直撃したが、ドイツではそのような土地バブル

はなかった（旧東独の一部問題は局所的）。不良債権の額も邦銀に比べれば小さく、自己資本比率も二桁を超えて健全だ（筆者注：勿論、繰延税金資産で水増しされていない）。さらに、邦銀は問題発生から経営改革本格開始まで10年以上かかったが、独銀（特に大手行）は早期に改革に着手したという。

貸出の伸びは最近ほとんど横這いで、特に民間商業銀行（特に四大銀行）で大きく減少しているため、「クレジット・クランチでは」との見方が日本では多い。一方で、政府の保護を受けた州立銀行などの貸出は伸びているため、日本の郵貯 財投に似た「民業圧迫」ではとの質問もしてみたが、「大銀行は最近、エンロンなどの他、国内でも大型倒産で大量の債権償却をしており、これが統計上の貸出残高減少につながっている」という。また、大企業の資金効率が向上していることが原因との意見もあった。景気が回復すれば、需要サイド主導で貸出の伸びは回復していく筈との見方が目立った。

また、日本と同様にドイツも高賃金構造がデフレの元凶となっはいるが、近年は賃金コスト削減が大きく進んでいる。これが個人消費低迷の原因となっはいるものの、企業の競争力が既に大きく改善したため、一時の日系企業のような悪循環に陥る懸念は小さいとの指摘もあった。

このような企業改革の進展もあって、I F OやD A X株価指数の回復は他国を凌駕しており、ここから来年の景気回復を他国に比べて楽観する意見も（慎重派を含め）目だった。ネットの財政効果が中立のフランスやマイナスのイタリアと異なり、ドイツは曲がりなりにもプラス（G D Pの0.3~0.4%程度）であることもある。

さらに、ドイツはイタリアと共に製造業の比重が高いため、サービス業中心のフランスに比べ世界景気回復の恩恵を受け易い。しかも輸出相手先が米国の他、特にドイツは東欧やアジアなどの比重が高いこともあり、実際の輸出パフォーマンスが最近月ではフランスに比べ明らかに良好との指摘があった。

もっとも、今後の景気回復力については依然として慎重な見方も目立つ。来年の成長率見通しは、1%強から2%弱まで、ややバラツキがあった。

慎重派の論拠は何よりも、労働市場の硬直性が強いいため、雇用と消費の伸びがあまり期待できないためである。企業のリストラ圧力が続いている分、他国以上に問題との意見も多い。

確かに、P M Iの雇用指数などが改善している上、失業者数も減少が続いている。しかし、後者については(1)失業保険給付の厳格化による労働力人口の減少、(2)「ミニ・ジョブ」や「イッヒA G」など政府の補助金付労働の増大（後述）などの特殊要因による部分が大きく、実際の雇用は依然として減少傾向にある（これは統計でも確認）。雇用情勢の改善開始は来年以降との声が多かった。

I F Oの小売業業況感指数が改善しているのは事実であるが、これも過去の大幅悪化からの「正常化」程度に過ぎない。また、小売株価が春以降急上昇した点についても、減税期待の他、(1)アジアなどへの進出（特にメトロ：国内では売れていない）(2)リストラ効果、などの影響が大きいとされた。

近年の低成長の一つの元凶であった建設業についても、来年については「マイナス幅が縮まる程度」で本格的な改善は期待薄との意見しか聞かれなかった。東独を中心に建設業界の過大能力が大き過ぎる上、売れ残りのマンション等も依然多いという。また、アウトバーン有料化計画の遅れで公共事業の削減を一部余儀なくされる影響に関する指摘もあった。

・構造改革と減税は正しい方向だが、成果を期待するのは時期尚早

経済の硬直性と構造改革の遅れが指摘されてきたドイツであるが、3月にシュレーダー首相が労働市場や医療、年金など包括的な構造改革計画「アジェンダ2010」を発表、さらに6月には156億ユーロの減税前倒し計画を示したことで、漸く明るさが出てきている。「まだまだ不十分」ではあるものの、「少なくとも正しい方向」である点ではほぼ全員が一致、しかもシュレーダー首相の「やる気」を評価する声も強まっているようだ。また、「まだまだ不十分である故に、今後も改革は続く」との見方もあり、「来年は特に税制改革の追加策でビッグ・サプライズが出る可能性が強まった」と予想する者もいる。

現在、健保改革が既に成立しているが、焦点の減税や労働市場改革、補助金削減については、既に下院を通過しているものの、上院の承認が不要な労働市場改革の一部を除き、野党優位の上院にて関連法案が11月7日に否決された。年金改革関連法案も年内の上院採決が必要。

このような構造改革や減税は、ある意味で野党のCDU=CSUの方が要求すべき内容であり、実際に本質的な反対はしていない。ただ、シュレーダー政権に得点を稼ぎさせたくない野党の政治戦略的要素が強いとみられている。現在、上下両院仲裁委員会でクリスマス前(12月17日まで)の合意が目指されているが、野党は減税と労働市場改革をセットにすることで、与党社民党内左派に抵抗が強い労働市場改革の一層の強化を与党に飲ませる戦略のようだ。そのため、「左派の抵抗によって最終的合意はまだ不透明」との意見もないわけではないが、最後には何らかの妥協が行われるとの見方が大勢。そもそも、CDU内はコール政権時代にコールの政敵が地方に左遷されるなどして中央に明確なリーダーがおらず、一方で地方首相等に納まった重鎮がそれぞれ勝手な要求を行っているため、党内のコンセンサス作りが困難。昨年首相候補となったCSUのシュトイバーも演説下手な上、バイエルン人であることがネックとなってもいる。結局は、シュレーダー政権の望む方向で事は進むと考えられている。

なお、税収見積もりが下方修正されたこともあり、減税先送り論も一部で出ているが、その可能性は低いとみられている。州政府に補助金削減を飲ますため、わざと最悪の成長見通しを前提にして見積もりを出したのではとの穿った見方もあった。

税制は年単位のため、年内の合意が必要。また、来年7月にはバーデン・ビュルテンベルク州選挙が控えている。現在の改革のチャンスを逃せば、来年夏以降まで動けず、その後は06年秋の総選挙に向けた選挙戦が05年央頃から始まるため、ここで改革を怠れば07年まで改革は動かなくなるという。

その改革効果であるが、まず減税政策は、財源のための間接税増税や歳出削減等があるため、04年の財政刺激効果はGDP比0.3~0.4%程度とみられている。05年については、高額所得者を中心に同様の効果があるとみる者がある一方、むしろ05年以降は引き締め効果との見方もあった。

長期的には労働市場改革の成否が何と言っても重要。かつて失業を経験した者に言わせれば、ドイツでは失業してもかなりの失業給付が受け続けられるため、生活にはほとんど不自由しないという。また、大学卒で30歳程度での就職が当たり前となる一方、高齢化と早期退職が進んでいるため、年金財政は年々厳しさを増す。そこで、シュレーダー政権は失業保険と社会保障を統合するなどして失業保険の水準を下げ、労働のインセンティブを高める計画を示している。解雇制限の緩和法も提出した。

さらに、職業斡旋を強化する他、低所得職に補助金を給付する「ミニ・ジョブ」や、失業者の個人企業設立を補助する「Ich AG(イッヒ・アーゲー：私の会社)」などの積極的労働政策を展開している。これは英国の「Welfare-to-work」を真似たものであり、特に「ミニ・ジョブ」についてはそれなりの評価もあるが、問題の根本的解決にはならないとの意見が多い。さらに、「イッヒAG」に到っては胡散臭さを指摘する声が目立った。失業者がビジネス・プランも示さず、大した審査もなされないまま補助金が支給されるため、レストランや小売店などで経営破綻が続出、一部では補助金目的のペーパー・カンパニーまがいすら横行しているらしい。「起業者」に中高年者が多い上に、関連の職業訓練があまりに基礎的(算数、語学等)で、社会的ニーズに合っているとはいえないという。

個人消費については、開店時間延長の効果はそれなりに認められる。しかし例えば、鳴り物入りで上陸したウォルマートは、米国流の営業法をそのまま持ち込むなどで、大した成功を収めていない。小売業界に取材した者によれば、関係者は「ドイツの消費文化欠如」を嘆いていたという。

なお、今春のストライキ失敗で一時は失脚しかけたIGメタル労組のペータースが委員長座を結局射止め、先日は4%の高率賃上げ要求を出したことで、ドイツの「強すぎる労組」を再び懸念する向きもある。ペータースは権力志向の強い人物とのことではあるが、会員の減少が続くなど、労組の地盤沈下はやはり着実に進んでいるとみた方がいいようだ。そもそも、去年は6.5%要求を出しながら最終的

には4.0%（実質的には3.4%とされる）で収まった経緯があり、今回も2%台程度でまとまるのではとみられている。景気回復期でもあり、十分に吸収可能とみられている。

・フランス～一時の強気論はトーンダウン、今後の景気回復力も弱い見通し

・改善傾向が目立ってきたドイツに対する出遅れ感も

今回は、フランス人の強気論がすっかりトーンダウンしていた。一時はドイツやイタリアに比べた好パフォーマンスが目立っていたが、あるドイツ人は「フランス経済の強気論はやはり行き過ぎていた」と突き放す。来年の成長率は概ねドイツと同程度で、EMUの平均以下とみられている。

これについて、「ドイツはこれまで悪すぎたため、その反動が出ているだけ」との見方が、フランス国内では多い。企業サーベイは（ドイツと同様ではあるが）中間財中心に改善しており、いずれにせよ景気が回復方向にあることは間違いない。

ただ、ドイツで曲がりなりにも減少傾向が続いている失業者数がフランスでは直近に再び急増したことなど、雇用（消費）に対する懸念はやはり強い。臨時雇用制度が欧州随一発達しており、労働市場の柔軟性が高まっているのは事実のため、「1.5%のGDP成長でも雇用は増える」との意見もある。ただ、ドイツに比べて労働コストの削減が後れていたことも事実であり、今後はドイツよりも労働調整が長引くとの意見もあった。辛口の見方では、最近までの雇用堅調は「労働退蔵」に過ぎないとされ、その場合に雇用調整はさらに長引くこととなる。

シラク＝ラファラン政権は来年度の3%所得税減税を打ち出しているが、煙草税やディーゼル税などの間接税増税、及び歳出削減があるため、財政効果はせいぜい中立程度とみられている。また、税制改革のコンフィデンスに与える効果も、ほとんど期待されていない。そもそも、フランスでは所得税の重要性は小さい（GDPの3%程度）。

企業部門でも、一部の世界的大企業では債務削減が進んでいるものの、大部分の中小企業では債務は依然高額だ。フランスの中小企業は大企業依存色が強いが、小売業など内需向けが中心で、現在のような局面で景気回復を主導することは不可能という。大企業は債券での資金調達が可能だが、銀行融資に頼る中小企業については、仏中銀傘下の銀行委員会が銀行に対し、債務状況に鑑みて融資には慎重に臨むよう要請しているという。

・構造改革は進むが、まだまだ問題点も多い

昨年春の選挙でシラク大統領＝ラファラン首相の右派支配が復活して以来、減税のみならず労働市場や年金、医療などの分野で構造改革が着実に進められている点は、今年に入ってからドイツと同様である。その点については、「少なくとも正しい方向」と評価する声が支配的だ。

ただ、改革はまだ不十分との意見も根強い。労働市場改革については、社会党前政権が導入した週35時間労働法や解雇制限法の修正が進められたが、例えば35時間労働制については既に企業と労組の間でその線に沿って労働契約が締結されており、法が改正されたとしてもすぐに実態が変わるわけではないという。

そもそも、構造改革の必要性を国民の大半は理解しておらず、改革を強行すれば社会的なコストが大きすぎると述べた識者もあった。実際、強権改革の失敗で失脚したジュベ元首相の轍を踏まないよう、ラファラン首相は慎重な姿勢を取っているという。また、ドイツの労組は組織化されているが、フランスでは革命的伝統がどうしても前面に出てくるとの意見もあった。

ラファラン首相は労組や経営者との対話路線を歩み、それはそれで一定の成果を挙げているが、現状ではガス抜きに過ぎないとの声もあった。最大の問題は、エリートの指導力で何事も動いてきたこの国で、最近では政界から経済界まで明確なリーダーが見当たらないこと。特に、ジョスパン敗退後の社会党

は散々だ。極左（出張中に二大トロツキー政党合併のニュース）や極右が台頭する原因ともなっているが、彼らとてインパクトは低い。結局、シラクのような右派の古参政治家が消去法で残ることになっているだけという。右派のポスト・シラク戦線も、先頭を走るジュベは資金疑惑とダークティ・イメージでイマイチの印象。一方で経済界にも昔のようなカリスマ性のある若い経営者が見当たらず、ゴ ン日産自動車社長のルノー社長就任待望論が目立つ程度とされる。

しかも、来年は3月の統一地方選挙を皮切りに、欧州議会や上院の選挙が予定されている。ラファラン首相は今夏の猛暑での対応への批判から支持率が急降下しており、今後の本格的な改革進展はこれら選挙の後となるのではとの見方もあった。

もっとも、戦後一貫して時短と早期退職を失業対策の切り札としてきたこの国で、最近では労働時間と定年を延長する動きが本格化してきている。このような動きを革命的な変化として評価する者もいた。

企業経営者はフランス産業の競争力強化を真剣に考え初めており、若い世代もアングロサクソン流を含め、改めるべき点は改めるべきとの雰囲気浸透してきている。そもそも、コンセンサス重視のドイツとは対照的にフランスの企業経営ではリーダーの権限は絶大で、経営の方向性もみえやすいため、その点でこれまでのところドイツに比べ経営改革が比較的円滑に進んでいるとの評価もあった。

・ E C B ~ 意外と少ない利上げ論と、意外と根強い利下げ論

・ 景気の弱さやディスインフレ圧力の残存、ユーロ高

E C Bの金融政策について、筆者は来年末（秋？）の（25～）50bp 利上げを暫く前から見込んでいるが、今回の出張でやや意外であったのは、利上げ観測が少ないばかりか、むしろ追加利下げを予想している者が多かった点（特にロンドン）。ドイツでは利上げ見通しは比較的多かったが、フランスでは一名のみ、いずれも来年末の小幅利上げを予想したのみで、早期利上げ見通しは皆無であった。また、据え置きをメインとしながら「ユーロ急上昇なら利下げ」とみる者も多かった。

ドイツに利上げ論が多かったのは、伝統的な「ブンデスバンク流」健在ということか。全体的に、景気を慎重にみるものは勿論のこと、景気に比較的楽観的な者でも「G D Pギャップが開いており、来年にかけてインフレ圧力は弱い」ことを理由に、利下げ説が根強く残っていた。

むしろ、米F E Dが来年末頃に利上げする等の意見が多く、「F E Dの方が先」が概ねコンセンサス。これは、米欧の成長率格差の他、ユーロ高・ドル安、財政スタンスの差などが理由とされる。

また、マネーサプライの高い伸びについても、特にロンドンでは「インフレとの関係は希薄」とされ、「E C B内部でも実はマネーはあまり重視されていない」という（E C Bの内部情報に詳しい）某E C Bウォッチャーのコメントもあった。

ただ、E C Bのアンジェローニ氏（調査副本部長）は、最近の総裁会見に沿う形で、「現在の金利水準は長期的な標準以下」と説明、物価安定に対する下振れリスクが最近まで残っていた（筆者注：最近ではリスクは中立とされている）上に、インフレ見通しもまだ「良好」であるため、現状では政策金利を据え置いているが、景気回復が今後も順調に続けばそれは「再考（reconsider）」するという。F O M C声明ではディスインフレのリスクについて述べているが、E C Bは既にインフレの stickiness を語っているため、違いが出て当然とのことだ。

実際、市場関係者の多くは「自分がE C B総裁なら利下げ」流のロジックで語っているような節もある。E C Bのロジックを尊重する限り、やはり来年は利上げと考えるのが自然ではないか。

マネーに関しても、アンジェローニ氏は「マネーは重要（Money matters）」とした上で、「少なくとも私が話をした中銀やアカデミック関係者の間では、マネーの伸びが長期的にインフレに結び付くとの見解でコンセンサスが出来ている」と断言した。パスの経路には様々なものがあり、長期的には資産市場や為替市場を通じる場合もあるという。やはりE C Bのモデリー氏（金融政策戦略担当）も、E C B

は「二本の柱」を修正したとは言え、政策判断におけるマネーの重要性は不変と述べている。彼らの有無を言わせぬ口調からも、ECBがM3重視の旗を降ろすことはないと改めて確信した。5月の戦略変更でも示された通り、「短中期は経済分析、中長期はマネー」との役割分担もあるという。

もっとも一方、アンジェローニ氏は「テラー・ルールも重要 (very relevant)」と言明。政策の理論モデルにもよく合うという。ECBの政策予想のベンチマークとして使えばよいと氏は述べた。

なお、アンジェローニ氏によれば、FEDのようなデフレ・リスクに関する研究はECB内でも「多少」やっているという。FEDは日本の経験に学び、「リスクがあれば迅速に対応」と結論付けているが、一方でまだ対応手段が残っていると市場に思わせることも重要。ECBは両者を重視しているが、これはFEDも同じでは、ということだ。

・トリシェ新体制でも基本政策に変化はなし。市場のトリシェ崇拜には疑問も

出張の最中の6日、ECBの理事会とトリシェ新総裁の初会見が行われた。そこで、ドイセンベルク前総裁と比較したトリシェ論についても、方々で様々な意見を聞いた。会見録を読んだ（今回はTV中継で観られなくて残念）筆者の印象とも併せ、以下にそれをまとめてみたい。

前任者のドイセンベルク氏とは対照的に、初会見に臨んだトリシェはにこやかで余裕を持った話しぶり。ECB内部を含め取りあえずの評価は上々で、まずは無難な滑り出しであったようだ。

ドイセンベルク前総裁の会見に対する市場の一般的評価は、「ぶっきらぼうで、たどたどしい英語による答弁で聴衆を煙に巻き、ときに不用意な発言を弄して市場を混乱させる」と、あまり芳しいものではなかった。ただ、随所にユーモアを交えながら、短いセンテンスや（文学的？）表現により、伝えたいメッセージを知らず知らずのうちに伝えていくセンスを持っていたとの意見も多く聞いた。欧州人の講演会などに行けばよく分かるが、彼らのスピーチには（簡潔かどうかはともかく）このようなスタイルが多い。ノワイエ仏中銀総裁と親交のある某フランス人によれば、ノワイエはドイセンベルクのこのような「市場との対話センス」を絶賛していたという。筆者の意見も実はノワイエに近い。

一方のトリシェは、抜群の英語力をも武器に、非常に優れた市場との対話スキルを持っているとの評があり、あるフランス人によれば「中銀総裁時代の15年間で一度も失態がなかった」。グリーンSPANを含め、中銀総裁間での信頼も高いという。ただ、今回のQ&Aのスタイルを総括すれば、(1)説明が長い、(2)導入演説や公式見解を忠実になぞる（のみ）、(3)脱線がなく真面目で外交的、(4)個性よりも機関やチームを重視、というのが大方の評価であった。(1)を除けば、米国人や日本人が好みそうなスタイル。そこに手堅さと信頼性を感じる者も多かったが、少なくとも今回のQ&Aは「面白くない、中身がない」。トリシェはフランスのENA（国立行政学院）出の高級官僚出身だが、いかにも優等生的で無難な官僚答弁であった。理路整然として一分のスキもない反面、後に残るものもまるでない。

あるフランス人に言わせれば、「オランダ人とフィンランド人は欧州で最も直接的な話の仕方をする（ドイセンベルクはオランダ人）」。その素直な発言がときに市場の混乱を招いていたのは事実であるが、少なくとも、ドイセンベルクの幾つかの印象的なフレーズを繋ぎ合わせればそれは記事やレポートになった。トリシェの会見では、記事にできるような発言はほとんどなかったのではないかと。あるドイツ人も、「トリシェ会見は脱線や波乱がない代わりに、退屈になるだろう」と突き放す。彼のこれまでの発言記事を読んでも、確かにドイセンベルクやノワイエ、ヴェルテケのようなお騒がせ脱線発言もない代わりに、ほとんどが原則論的で当然の内容ばかりで、印象が極めて薄い。今回のQ&Aでも、政策に関して唯一目新しい点は「コンフィデンス」の重要性を再三強調したことだが、これも原則論の一環だ。

実際、ECBのモデリー氏やブラント氏を含め、「ドイセンベルクは不当に悪く言われ、逆にトリシェは必要以上に持ち上げられている」との感想を述べた者は非常に多い。特に英フィナンシャル・タイムズに顕著なこの論調に対し、一部では「アングロサクソンの偏向」を感じる向きもある。FTは「欧

州的」なもの、特に「大陸的」なものに対し露骨な偏見と敵対心をみせ（注：最近ではアッカーマン問題など）、ネガティブな論陣を張る傾向が昔からあると、ある者は憤ってみせた。

では、いかにも「大陸的」なドイセンベルクに対し、トリシェは本当に「アングロサクソンの」なのか。むしろ、某英国人が指摘したように、トリシェこそ「反アングロサクソン」的傾向を昔からみせている。（イラク問題で米国に噛み付いた）シラク大統領と同じフランスの超エリートたるトリシェが「アングロサクソンの市場カルチャー」を体現するという見方には、違和感を持つ者がやはり多かった。

なお、ECB総裁会見については、理事会の直後にほとんど準備のないまま記者団の前で当意即妙に質問に答えることがいかにリスクの大きいことを指摘する声もあった。

今後の金融政策そのものについては、これまでから変化はないとの見方でほぼ一致している。トリシェ総裁が初会見で何度も強調したように、総裁は「チームの一員」に過ぎない。ECBのプラント氏も、個人のカリスマ性を前面に出すグリーンズパン流とは対照的に、ECBは機関として動いており、総裁交替でも政策の「継続性」が特に重視されると強調した。そして、ECBの最大の目標と使命は、条約に明記された「物価の安定」であるという。経済成長をも重視するFEDとその点で決定的に異なるとプラント氏は強調、これを対外的にももっとクリアにすべきと、自らの使命をも語った。

FEDのカリスマ依存体質を懸念する声は他からも出されており、また、いかにも「欧州の」なドイセンベルクが不当な低評価に晒されていたのも、市場がグリーンズパン流に染まり過ぎた弊害と述べた識者もいた。FED流に景気を重視して「柔軟」に金利変更を実施することをトリシェECBに期待するとすれば、やはり大きな失望を味わうこととなりそうだ。

・安定・成長協定～仏・独の政治力で柔軟解釈へ

「安定・成長協定」の遵守問題を巡る仏・独の財政論争が佳境を迎える中、この問題でも様々な意見を聞いた。ECBのアンジェローニ氏は公式見解に則り、協定重視の重要性を改めて強調、両国政府の姿勢に強い懸念を示した。(1)減税を実施しても歳出削減が不十分なら「構造改革」とは言えない、(2)協定や条約には既に十分な柔軟性がある、ことも指摘している。

ECB外でも、協定遵守の必要性そのものに対する異論はない。ただし、ある程度の柔軟性も必要との意見は、特に「当事国」からはやはり目立った。あるフランス人は「仏・独は大きすぎて制裁できない (too big to be sanctioned)」と断言、某ドイツ人も「(EU財務相理事会で)小国が結託して大国の意向を覆したとしたら欧州は終わり (disaster) だ」と、かなり本音に近い際どい意見が出てきた。特に罰金などは全く問題外との剣幕であった。

某フランス人識者は、「EUは民主的で、国毎は対等であるべきだが、現実は大国と小国との間で力の不均衡がある。問題はあるが、(国際連合と同様に)そうでなければ治まらない」と分析した。特に、欧州建設のエンジンであった独・仏の協議と妥協により、EUはやはり動いていくのだという。条約や協定という国際法に基づき、欧州司法裁判所の判決に委ねるといった法的解決法もあるが、その政治的コストは測り知れず、従って(特に独・仏主導による)政治的解決がやはり現実的ということらしい。「安定協定は名目的に残るが、実際は死んだも同然」という彼の意見が、概ね平均的なものようだ。

フランス政府は歳出削減策にある程度応じる姿勢をみせており、少なくとも一時の「協定完全無視」という傲慢な態度は控えているが、赤字削減策も実際はリップサービス程度に止まり、11月25日のEU財務相会議では柔軟解釈による政治的妥協が図られると大方見られている。

あるフランス人は、「ルールというものに対するフランス人の態度は、アングロサクソンやゲルマンとは根本的に違う」との比較文化論を披露、「協定遵守の姿勢と精神を示しておけば、あとは赤字削減の期限を適宜延ばしていけばいい」と涼しい顔で言い切った。

・ユーロ相場～ユーロ高・ドル安傾向は今後も続くとの意見が多いが・・・

ユーロ相場については、米国の双子の赤字によるドル売り圧力により、来年にかけてユーロ高・ドル安基調が続くとの見方が多かった。上限見通しは 1.20 から 1.30 程度が多かったが、「過去のオーバーシュートのパターンを当て嵌めれば 1.40 もあり得るのでは」との筆者からの問い掛けに対しては、「十分あり得る」との答えも多く返ってきた。

もっとも、欧・米間の成長率格差と、それによる金利差の拡大（米有利）により、今後のドル高を予想する者も少数ながらいいた。それでも、再度のパリティ割れを見込む者はさすがにいない。

なお、米ドル債の大量購入で米ドル相場を支えているアジアの中央銀行がユーロに乗り換える可能性については、ポートフォリオ・マネジメントが進んでいる台湾やシンガポール、タイの中銀ならあり得るが、一般に中央銀行というのは行動変化に慎重であるとの指摘はあった。ただ、（政治と一体の）中国人民銀行については、米国一極支配に対する牽制という国家安全保障戦略上の思惑からユーロ・シフトを進める可能性も十分にあるという。

・英国～景気堅調は持続、BOEは今後も利上げを継続へ

・英国景気の拡大は今後も続く

大陸とは対照的に、英国景気は堅調が続いている。昨年末から今春にかけては、世界経済の影響から製造業生産が落ち込んだ他、個人消費や住宅市場にも減速の兆しが強まった。しかし、その後は双方が回復し、特に後者は加速の様相もみせている。

今後についても、好調な景気が来年まで持続するとの見方が大勢だ。一応、ここまで過熱気味であった個人消費が減速する一方、輸出や設備投資、政府支出が景気を主導するとはみられている。

個人消費の減速は、住宅市場と共に拡大していた個人債務が、11月に始まった利上げの影響もあってある程度の調整を余儀なくされる上、雇用の伸び頭打ち、賃金安定、一部の増税（住宅印紙税など見込み）などの影響がでてくるとみられるためだ。これまでも多くの者が個人消費や住宅市場の減速を予想しながら幾度も裏切られてきたが、今年にしても7月の（今となっては余計な？）利下げ効果によって、最近再び住宅市場などと共に消費の再加速が起こってしまったためであり、金利の上昇サイクルが定着すればやはりある程度の減速は避けられないのではないかという。金利水準が低い分、同じ幅の金利上昇でも影響は大きい筈ともいう。

ただ、それでも減速は小幅に止まりそうで、実際はかなりの堅調を保つ可能性すらあるようだ。特に住宅市場については、シティの金融業が再び活況を呈し、業容や人員拡大を再開してきていることもあり、ロンドン近郊を中心に住宅ブーム再燃の兆しもあるようだ。住宅以外でも、カナリーワーフは無論のこと、全体的にビル建設は盛ん。個人の住宅価格対所得比率は、長期的な 3～3.5 倍に対し最近では 4.5 倍程度（ロンドンはもっと高い）となっており、90年頃のピークとほぼ同じ。しかし、金利の低下によって利払い対所得比率は最低水準まで下がっており、「バブル崩壊」懸念は小さいとみられている。

政府はNHS（国民医療制度）や教育、運輸等で大幅な歳出拡大を続けており、これが景気拡大を支える。しかも、公務員の採用増が雇用拡大と賃金上昇に貢献してもいる。ただ、民間部門に賃金上昇圧力が波及する可能性は低いようだ。最近の失業率低下は、もともと低賃金の長期失業者が就業した部分が大きく、これは賃上げ圧力とはなり難いという。4%程度に上昇することはあろうが、生産性との絡みでは 4.5%までなら特に問題とはならない。

労働力の増大により、以前に 2.5%とされていた潜在成長率は、最近では 2.75%まで高まっていると、最近政府は推計を上方修正している。GDP統計の改定もあり、目先のGDPギャップはやや縮小しているが、完全にそれがなくなり、利上げが終了するのは 05 年になろうとの意見もあった。

なお、現在のような政府の歳出拡大策が続けばいずれは本格増税等の引き締めが不可避となるが、次

期総選挙までそれはないだろうとされた。

・イングランド銀行は11月に続き、今後も利上げを継続へ

4日にBOE（イングランド銀行）が25bpの利上げを実施（レポ金利は3.75%に）した。ロンドン滞在はその前であったが、その時点で利上げ実施は確実とみられていた。

やはり、個人消費と住宅市場の好調による個人債務の拡大をBOEが気にしてきている点が多い。10月に据え置き票を投じたキング総裁も、その点を強く懸念しているという。

中期的な実質均衡レートが2.5%、政府の目標インフレ率も2.5%ならば、中期均衡金利は5%程度との分析もあった。2.5%というインフレ目標に沿った金融政策が成功を収めていることで、若い世代を中心に期待インフレ率は低下しており、その分、かつてに比べ均衡金利は低下しているのではとの指摘もあるが、現在の金利水準はやはり低い。やや保险的に下げられた分も大きいため、今後も一層金利は引き上げられるであろうと概ねみられているようだ。

輸出の重要性が増してくるとすれば、ユーロ圏の景気動向がますます重要になるとの指摘もあった。

12月のプレバジェット発表時に、政府のインフレ目標はこれまでのRPIXから（欧州共通の）HICPに切り変る。インフレ目標も現在の2.5%から、欧州と同じ2%に引き下げされる予定。しかし、HICP上昇率はRPIXを恒常的に下回っており、現在は1%台。一方のRPIXはこのところ目標を上回っているが、HICPに切り替えられた場合には利上げの説明が困難になる。この点はキングも認めており、BOE内でも戸惑いがある模様であるが、ブレア首相に配慮したブラウン財務相のリップサービスであるらしい。それでも、個人債務拡大等の問題がある以上、多少の詭弁を使っても利上げを実行するのはと現地ではみられているようだ。なお、HICPは(1)住宅価格が入らない、(2)幾何平均、(3)品質調整でヘドニック法利用、などによって、インフレ率がどうしても低くなる。

・ポンドのユーロ参加は少なくとも次期総選挙までなし

英ポンドのユーロ参加は当分（次期総選挙まで）遠のいたとの意見で、現地はほぼ一致した。イラク戦争を巡るブレア政権の苦境により、ブレア首相に国民投票という政治的リスクを取る余裕が低下しており、また、ユーロ参加と「欧州大統領」就任という野望も大陸諸国との関係悪化で宙に浮いた。

確執が激化しているブラウン財務相がブレアに取って代わることはないとみられており、さらに、保守党の新党首に大物ながら「過去の人」のハワードが就任したことで、「ブレア再選は確実」と早くもみる向きもある。それでも、ブレアは国民投票という大きなリスクを取れるほど「安泰」というわけではない。ハワードは有名なユーロ懐疑派（Euro-sceptic）であり（ユーロ参加派の大物クラークは、その姿勢が崇ってまたも党首になれず）、無理なユーロ参加運動は野党を利用してしまいうリスクもある。

また、英国経済の好調と大陸経済の低調により、経済界を含めた国民の間ではユーロ参加の必要性に対する認識が大きく低下しているともいう。

スウェーデンの国民投票における参加拒否がそれに追い討ちを掛けている。

昨年までは「ユーロ参加に向けた世論の熟成が進んでいる」との意見を述べていた取材先も「それは間違いだった」と認め、「我が国民の島国根性を過小評価していた」と反省の弁も述べていた。

・その他：雑記

・ユーロ現金導入から2年近くが経過、ドイツでもレシートでのマルク併記が消えた。曲がりなりにも、市民生活に着実に浸透している模様。なお、日本から出張で来た者としては、日本円を100で割れば実感として理解できるのは非常に有難い。実際、日本円を100分の1でデノミすれば、三極通貨が概ね似たような数値になる。この点は指摘が意外と少ないが、結構重要ではないか。

- ・ ロンドンのドックランドにあるカナリー・ワーフで初めての取材。90年代は青函トンネルと同様の無用の長物扱いであったが、ここに仕事で訪れる日が到来したことには一種の感慨を感じる。H S B C やシティグループ、モルガンスタンレーなどの大手金融機関が軒を並べ、「第二のシティ」に。地下には大規模なショッピング・センターも出来ている。しかも、近年延長された地下鉄ジュビレ・ラインだけでなく、シティのバンク駅からドックランド鉄道がここ経由でグリニッチまで延びた。シティの某エコノミストはその近辺に住んでいるとのこと。従来はシティに勤務するような者は住まなかった地域だが、やはり英国の住宅ブームはこの辺りからも明らかかなようだ。
- ・ 中国人の進出が目立った。政府の方針で旅行者は団体のみだが、フランクフルトのホテルでは、中国人の団体が受付前で陣取っていたお陰で、チェックインが大幅に遅れた。またパリでは、アルジェリア人と思しき土産物売りのお兄さんに二度ほど「ニイハオ」と呼び止められた。オーストラリアでは中国系が幅を利かせているのでそのようなことは昔からよくあったが、欧州では90年代なら中国人や韓国人も「コンニチハ」と呼び止められていたのに。
- ・ ロンドンのヒースロー空港にて。いつもの通り「Nothing to Declare」のコーナーを通過しようとする、6~7名の者が荷物を開けられて検査官に質問を受けていた。いつもはほとんど素通りなのである。しかも、うち5名程度は中東系かインド系とみられる人たち。偶然かもしれないが。

(注)

取材内容について、相手先に迷惑がかかる場合もあるため、基本的に取材元の名前は伏せてあります。ただし、ECBなどの公的機関については、明らかに公式見解に沿っているか、それに近い内容であるものは取材元を明示しましたが、やや微妙な内容を含む場合には名前を伏せてあります(外の意見と混在)

(2003.11.14 U F J 総合研究所 投資調査部 中沢 剛)