

欧州経済・国際金融 米国からみた欧州債務危機

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料の提供する情報の利用に関しては、すべて利用者の責任においてご判断ください。当資料に掲載されている情報は、現時点の丸紅米国会社ワシントン事務所長の見解に基づき作成されたものです。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当事務所は情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

2011/9/22

丸紅米国会社ワシントン事務所 今村 卓

+1-202-331-1167 imamura-t@marubeni.com

1. 慎重なユーロ圏の政策当局の対応に不満強める米国当局・市場

1. 長引く欧州債務危機が、米国の経済と金融市場にとって大きなリスク要因になってきた。筆者が先日出席した全米の企業エコノミストの会合でも、欧州債務危機は米国内の高失業と財政赤字に次ぐ米国経済の主要な懸念材料との意見が多かった。米国の金融市場でも、欧州債務危機は最大の懸念材料の一つになり、危機の拡大が伝えられた直後に米国の株価が大きく下落し、長期金利は低下するなど、危機の波及といえる現象が起こりやすくなっている。
2. 今回の危機の中心であるギリシャ、危機が波及したアイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなどのユーロ圏の国々に対するエクスポージャーが多い米国の金融機関は必ずしも多くないとの見方もある。一方で米国のMMFが以前は多額のドル資金を欧州の銀行に投資していたが、過去1年間で相当減少したことが、欧州の金融機関のドル資金調達を難しくしたともいわれる。現時点では欧州債務危機から米国の主要金融機関に多額の損失が発生し、米国の金融システムにシステミック・リスクが顕現化するような深刻な展開は考えにくい、欧米の金融機関の間の資金の流れは複雑であり、思わぬ変化が生じる可能性は否定できない。
3. 米国のエコノミストと金融市場関係者は、欧州債務危機の展開を強く憂慮している。それは、現在の米国の景気・雇用と金融市場が非常に脆弱な状態だからである。市場では、欧州の危機の波及がなくても、今後の米国景気が後退に陥る可能性は3~4割との見方が多い。その上に、欧州の危機拡大という外的ショックが生じれば、その衝撃が限定的であるとしても、米国景気は耐えられず失速してしまう可能性が十分にあると懸念しているのである。
4. 米国の金融市場では、欧州債務危機の先行きと米国への波及について、上記の米国の景気後退にとどまらない最悪のシナリオも考えられている。ギリシャのデフォルトにとどまらずイタリアやスペインが極度の信認低下から流動性危機に陥りデフォルトを余儀なくされたり、債務危機が銀行危機を誘発して欧州の主要金融機関の一部が破綻する展開。この場合、危機は米国の金融市場にも波及して、3年前のリーマン・ショック以来の混乱が起こりうる。さすがに最悪のシナリオの可能性は極めて小さいが、ゼロではない。
5. FRBは9月15日にECBや日銀などと連携してドル資金を供給することで合意、ガイトナー財務長官は16日開催のEU非公式財務相会合に特別参加してユーロ圏の危機国の支援機能の強化を求めるなど、米国の当局は欧州債務危機の封じ込めに積極的に協力している。しかし米国の金融市場では、ギリシャという小国の放漫財政という単純な問題の解決を先送りし、ユーロ圏の債務危機という大問題を引き起こした同圏の政策当局に対する不信感が強まり、米国当局の支援がどこまで効くかを懐疑的に見る向きが多い。
6. 現在の欧州債務危機は経済ではなく政治と制度設計の危機である。少なくとも、ユーロ圏の政策当局が速やかに以下の行動に踏み切れば、現在の混乱の相当部分は鎮められるだろう。
 - 1) 危機国を支払い不能国 (Insolvent) と流動性不足国 (Illiquid) に分けて支払い不能国の債務は再編する、ただし再編する国のユーロ離脱は避ける、
 - 2) 流動性不足国はするEFSF (欧州金融安定基金) による無制限支援で対応、EFSFの規模と機能は拡充しておく、
 - 3) 欧州の金融機関に危機国のソブリン債のデフォルトに耐えられるように資本増強を求め、支援する、その後、EFSFにIMFの予防的与信枠と同等の機能を持たせる、ユーロ加盟各国の財政運営を監視して行き過ぎを阻止する権限を与える機関を設置する。その上で共同国債発行などユーロ圏の財政統合を進めるなどして、今回のような混乱の再発を防ぐ体制を整えることは可能である。問題は上記の処方箋が当局間で共通認識となっているのに、ユーロ圏各国政府が協調よりも自らの利害を優先しているか、国内の政治対立と世論から自国に負担を伴う政策の実施に踏み出せる政治力を持たないことである。
7. 政治的意志の欠如が本質である欧州債務危機は、危機の経済的な構図が複雑であり克服の方法の模索に時間を要したサブプライム問題の顕在化以降の米国の金融危機とは明確に異なる。米国の当局と市場の意識も金融危機時の危機感には程遠い状態である。逆に明示された解決策を実行できないユーロ圏の政策当局が金融危機時の米国にはなかったリスク要因であり、拡大する危機の影響が及ぶ米国の景気と金融市場の脆弱さへの認識とともに、多くの市場参加者が先行きに不安を強めている。ユーロ圏の政策当局が動けば不安は縮小するが、まだ市場を楽観させる行動の兆候はない。

2-1. ギリシャ危機：無謀な財政再建策に時間浪費、悪化止まらず

ギリシャ国債利回り(10年物, %)



ギリシャ・ソブリンCDS(5年, bps)



□ ギリシャ債務危機の経緯(10年4月～11年7月)

1. 10年4月にギリシャ財政危機が発生したが、翌5月にギリシャ政府はEU・ECB・IMFのトロイカと3年間の改革プログラム、総額1100億ユーロの金融支援で合意、第1回融資200億ユーロが決定した。同国政府は財政赤字削減に取り組み、同年秋まではトロイカもプログラムの進展を評価、第2回(8月、90億ユーロ)、第3回(11月、90億ユーロ)の融資を実施し、この間の市場も概ね落ち着いていた。
2. しかし、10年12月以降はギリシャ国内で緊縮財政への抗議ストが激化するなど、経済・治安の悪化が表面化した。歳出削減は進んだが、景気後退による税収低迷によって同プログラムの目標の財政赤字削減が達成できなくなったため(10年の財政赤字GDP比は目標8.1%、実績10.5%)、同国政府はトロイカは支援借入の条件緩和を要請。
3. トロイカは、11年2月に第4回融資150億ユーロを実施した後、翌3月に条件緩和を決定。ギリシャ政府は国有財産50億ユーロの売却に合意。しかし4月に入ると、市場は改革プログラムで決まっていたギリシャ政府の12年からの市場調達の再開の実現可能性を悲観視するようになった。同国政府は中期財政計画と財政赤字削減策を決定したが、緊縮策が景気低迷と税収減を招いた実績を知る市場は、より厳しい財政再建策の持続可能性(プログラム目標)を疑うようになった。市場ではギリシャの先行きへの懸念が一層強まり、ギリシャが債務再編に追い込まれるとの観測が台頭したことで国債利回りが急上昇した。
4. 6月に入ると、EU・ECB・IMFとギリシャ政府は追加の金融支援を巡る協議を開始。同月末には、ギリシャ議会在一段の財政赤字削減と民営化促進等を盛り込む中期財政計画を可決した。政治的には、同計画が緊縮財政に強く反発する国内世論に迎合する議会に否決される恐れや、パパンデロウ政権の懸念もあったが、この可決で一步前進した。7月8日にはトロイカが第5回融資を実施。同21日にはユーロ圏首脳臨時会合が、ギリシャに対する総額1090億ユーロの第二次金融支援で合意。第一次よりも融資期間を延長、金利引き下げなどギリシャの負担を緩和する内容になった。市場はこの間の進展を評価し、ギリシャ国債のデフォルト懸念はいったん低下した。

2-2. ギリシャ危機：限界迫る緊縮財政、債務再編が現実的課題に

ギリシャの財政赤字・公的債務削減策

	2006	2007	2008	2009	改革プログラム見通し(2010年5月)					IMF第4回審査(2011年7月)					IMF予測**	
										2010*	2011	2012	2013	2014	2011	2012
					2010	2011	2012	2013	2014							
実質GDP成長率	5.2	4.3	1.0	-2.0	-4.0	-2.6	1.1	2.1	2.1	-4.5	-3.9	0.6	2.1	2.3	-5.0	-2.0
財政収支(対GDP比)	-6.1	-6.7	-9.8	-15.5	-8.1	-7.6	-6.5	-4.9	-2.6	-10.4	-7.6	-6.5	-4.8	-2.6	-8.0	-6.9
公的債務残高(対GDP比)	106	105	111	127	133.2	145.2	148.7	149.2	146.1	142.7	165.9	172.1	169.7	159.8	153.1	175.4

(注)* 実績。 **IMF World Economic Outlook, Sep. 2011。(資料)ギリシャ政府, IMF。

□ ギリシャ債務危機の経緯(11年8月～)

- しかし、ギリシャ国内では景気後退が一段と深刻になり、緊縮財政への抗議デモも続いていた。それを受けて市場は再び政策の遂行可能性を疑問視し、国債利回りやソブリンCDSが急上昇。8月にはユーロ圏の中で、フィンランドやオランダがギリシャに支援に対する担保を要求するなど、政策当局の支援体制の不安定さとユーロ加盟各国の足並みの乱れが露呈。ギリシャに対する第二次金融支援は加盟各国の議会批准を待つ段階になったが、対応が遅い国が多く、10月までに批准が完了するか不透明になった。
- 9月に入るとギリシャ政府は財政赤字削減目標の達成は不可能と発表し、EU・IMFとの第6回融資を巡る交渉が中断。市場の不安は急拡大した。手持ち資金の枯渇が迫った同国政府は、公務員給与や年金支払いのためにEU・IMFによる9月中の融資が必要と主張、パパンドレウ首相は11日に追加の財政再建策を発表。しかし市場の信認低下は止められず、9月13日にはギリシャ国債利回りは一時24%台に上昇し、同国のソブリンCDSも過去最高を再度更新。市場のギリシャのデフォルトとユーロ離脱への懸念の強さを表した。
- 市場の緊迫を受けて、独・仏・ギリシャの3カ国首脳が9月14日夜に電話会談を行い、その後メルケル首相とサルコジ大統領がそろって「ギリシャはユーロ圏に将来もとどまると確信」と声明を発表してギリシャのユーロ圏離脱を否定。第二次支援と16日のEU非公式財務相会合は、10月上旬までにギリシャへの第6回の融資を実施する方針で一致。15日の5中銀協調のドル資金供給に続く、ギリシャ支援の政治的決意の表明を受けて市場の緊張はやや緩み、ギリシャ国債利回りは20%台へいったん低下した。
- 9月17日、パパンドレウ首相は翌日から予定していた訪米中止。トロイカとギリシャ政府は19日、20日にデフォルト回避と第6回融資を巡る電話会議を実施、80億ユーロの融資実行を目指して協議、26日以降の合意を目指すことで一致。EUは21日に「会議で良い進展があった」と声明を発表して、第6回融資の実行を示唆。ギリシャのベニゼロス財務相は同国のユーロ残留を改めて強調、財政赤字削減目標の達成に取り組む意志を同会議で表明。パパンドレウ首相は21日に閣議招集。
- ギリシャは、トロイカが近く第6回融資の実施を承認することで、当面のデフォルトを回避する見通し。だがギリシャが支払い不能に陥っていることは明らかであり、緊縮財政が景気後退を加速させて財政赤字削減目標を達成できなくなり、市場の懸念を増幅させてしまう悪循環が続いてしまっている。これまでのトロイカによる対ギリシャ融資は同国のデフォルト懸念を先延ばししてきたに過ぎず、それに対する市場の不安は20%台前半という高さが続く国債利回りに表れている。ギリシャがユーロに残存しながら秩序ある債務再編(=圧縮)が必要との認識が市場に広がっている。

3-1. ギリシャのユーロ離脱は常識的にはあり得ない選択

□ ユーロ圏内では相対的に経済・債務の規模が小さいギリシャのデフォルト懸念の拡大から、ユーロ圏を揺るがす三つの大問題が発生。

- 1) ギリシャのユーロ離脱の可能性
- 2) イタリアやスペインへの債務危機の波及とそれに対するユーロ圏の対応能力の不足
- 3) ギリシャ等のソブリン債を保有するユーロ圏の金融機関の経営不安

1) ギリシャのユーロ離脱の可能性

a. ギリシャの自発的なユーロ離脱はありうるか

- ・ ギリシャのデフォルト・債務再編は時間の問題。金融支援の条件である財政赤字削減を緊縮財政によって達成することは不可能。12年も景気後退と失業率の上昇が続く可能性が高まるなかで赤字削減策を追加すれば、国内から政治的・社会的に激しい拒否反応が出る。デフォルトやユーロ離脱など緊縮財政とは異なる対応を求める声が強まり、パパンドレウ政権も政策転換を受け入れざるを得ないだろう。
- ・ デフォルトや為替レート的大幅切り下げのコストは非常に大きい。だがギリシャにとっては、展望のない緊縮財政の継続よりは、債務返済負担の軽減、輸出競争力の拡大と対外収支の調整進展などの経路から経済再生の可能性が魅力的に映る可能性が高い。実際、80年代後半にブレイディ・プランによる債務削減を実施したラテンアメリカ諸国等、00年代にドルペッグから離脱してデフォルトになったアルゼンチン（デフォルトはいまだ未解決）は、深刻だが一時的な混乱を経て、その後に景気回復を実現し、現在も多くの国が順調な経済発展を実現している。
- ・ ギリシャのデフォルト・債務再編は当然としても、問題は同時にユーロからの離脱も実施するかどうか。識者の意見も分かれる。
- ・ ギリシャにとってユーロ離脱のメリットは、創設する新通貨の大幅な実質減価が可能になること。巨額の経常赤字（10年はGDP比10.5%）と景気後退に直面するギリシャは、輸出増加・輸入減少を通じて景気回復が早まる可能性が高い。ユーロ加盟のままでの実質減価の手段はコスト削減。
- ・ ユーロ離脱のコストは次のように極めて大きく、おそらく離脱のメリットの比ではない。EU・ユーロに加盟して政府・民間部門ともに経済運営の圏内依存度が極めて高いギリシャがユーロから離脱するコストは、過去に通貨切り下げを実施した新興国の比ではない規模に膨らむだろう。一部にはユーロ離脱の経済的コストはギリシャのGDPの4～5割に達するとの推測もある。
 - a) **法的制約**： EUには参加国の離脱規定があるがユーロにはない。ユーロ離脱にはEU離脱が必要。いったんEUを離脱して新通貨創設後にEUに戻ることはEUがまず認めない。EU域内輸出比率が62%（10年）のギリシャにとってEU離脱は、上記メリットの大部分を無効にする。
 - b) **資本移動**： ユーロ離脱の観測が浮上するだけで預金者がユーロを引き出そうとする国内預金の取り付け騒ぎ、資本逃避など金融システムに大混乱が生じ、国内金融機関の破綻が続出。預金引き出しや資本移動の規制にも限界。離脱後に強烈な信用収縮が生じる恐れも。
 - c) **対外債務**： ギリシャ政府・企業・家計の抱える対外債務の新通貨建てでの返済負担は激増。外貨収入の少ない債務者の破綻が続出しよう。ギリシャの政府債務の91%は対外債務であるなど、債務の大半は対外債務であることから、国全体での負担は極めて重くなる。
 - d) **通貨減価**： 上記のユーロ離脱時のギリシャの負うコストの重さ、それに伴うギリシャ経済の収縮を勘案して、新通貨の為替レートは同国政府の目標水準から大幅に下落する可能性が高い。その分、輸入インフレも加速し、ギリシャのユーロ離脱コストも膨張する。

3-2. ギリシャのユーロ離脱は常識的にはあり得ない選択

1) ギリシャのユーロ離脱の可能性 a. ギリシャの自発的なユーロ離脱はありうるか(続)

- 費用対効果から常識的に考えれば、ギリシャにとってユーロ離脱はありえない。ギリシャの支払い可能な規模まで債務再編を実施して、その後のギリシャはユーロ圏内で、政治的に持続可能なペースで財政赤字削減と構造改革を続けていくことが、同国にもユーロ圏にも最適の選択。しかし、この選択もギリシャにとっては近い将来の景気回復が難しいだけに政治的には難しさが残る。ユーロ離脱を支持する識者がいるのも、ユーロ離脱と新通貨の大幅減価の方には輸出主導の経済再生の可能性が伴っているようにみえるからである。
- ただ、ユーロ離脱の議論以前に、ユーロ圏がギリシャの債務再編に依然として慎重という問題がある。7月に合意した第二次金融支援もギリシャの支払い不能を認めていない。12年中にギリシャの緊縮政策が政治的・社会的に限界を迎え、追い詰められた同国政府がデフォルトだけでなく、起死回生を求めてユーロ離脱を一方向的に宣言する可能性は否定できない。
- 市場にギリシャの債務再編が不可避との認識が浸透しつつあり、ギリシャの緊縮政策の限界も見えている以上、さすがにユーロ圏も12年中には債務再編を軸としたギリシャの危機対策へ転換していこう。ただ、ギリシャが限界を訴えるまでユーロ圏が現対応に固執するリスクは残っている。

b. ギリシャがユーロ圏から追放されることはありうるか

- ドイツでは最近、メルケル首相率いる中道右派政党CDU(キリスト教民主同盟)の地方選挙で敗北続き。敗因の一つはメルケル政権のギリシャなど南欧諸国への救済策に対する国民の不満の高まり。浪費を続けたギリシャをなぜドイツ国民の税金で救済する必要があるのかという国民の疑問に政権は十分な説明をしていない。
- しかし、これまでのドイツのギリシャ救済策は、同国政府の資金繰り支援など慎重なものである。今後、ギリシャの債務再編があれば、ユーロ圏中核国のドイツの負担は急速に増える。そのときにはメルケル政権のギリシャ支援に対する国民の不満は強まり、ギリシャをユーロ圏から追い出せという声も強まってくるだろう。現に連立与党に参加する少数与党の党首が最近、ギリシャがユーロ圏から離脱する可能性に言及している。ドイツの債務危機対応を仕切るメルケル首相とショイブレ財務相はギリシャのユーロ圏残留を支援する姿勢を貫いているため、ギリシャがユーロ圏から追放される展開は考えにくい。ユーロ圏がギリシャ追放に動く可能性があるとするれば、ギリシャが緊縮政策を突然放棄するなどの異常事態に限られよう。
- ただ、今後のドイツの負担増加が国民の怒りをもたらして国政レベルでCDUが敗北することがあれば、メルケル政権は弱体化し、ドイツはギリシャ支援を含めてユーロ圏安定へ向けた積極的な対応を控え、逆にドイツ経済を周囲の混乱から守ろうとする内向き志向を強めていく可能性は残る。

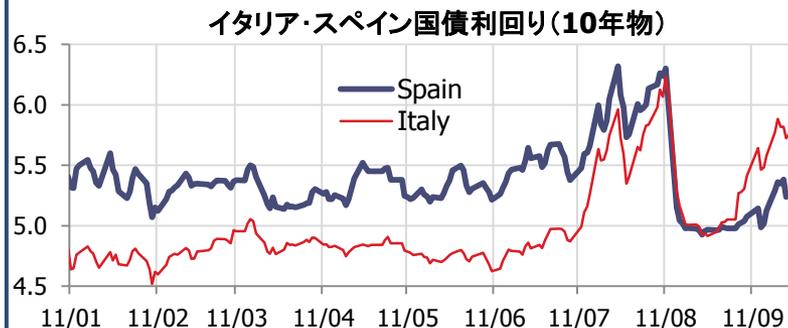
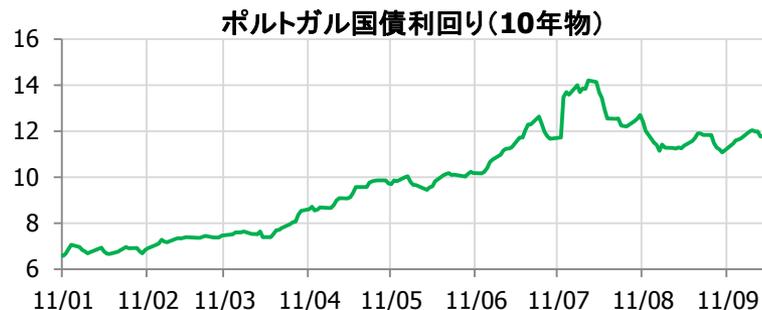
c. 仮にギリシャがユーロ圏から離脱すれば次に何が起きるのか

- 可能性は極めて低い仮定としてギリシャがユーロ圏から離脱すれば、その経緯が自発的か追放かを問わず、市場は次の離脱候補国を探し当て、その国の流動性不足が現在以上に加速するなどして、実際に離脱に追い込まれる連鎖反応が考えられる。ギリシャから、ポルトガル、アイルランドを経てスペイン、イタリアへ債務危機が波及しているように、ユーロ離脱も波及する恐れがある。大国のスペイン、イタリアまで離脱の懸念が生じればユーロ圏の混乱は深刻になる。市場では、その前にユーロ圏中核国のドイツが自らユーロ圏を離脱して、ユーロ圏が崩壊するという見方も多い。
- 以上の極端な仮説は、ギリシャというユーロ圏の小国ではあっても、ひとたびユーロ圏からの離脱することがあれば、ユーロ圏全体が大きなショックを受ける可能性が高いことを物語っている。ユーロ圏諸国がそのリスクとコストの大きさを自覚していれば、ギリシャ救済を続けるはずである。

4. ギリシャ危機が大国スペインとイタリアに波及

2) イタリアやスペインへの混乱波及と阻止できなかった当局の力不足

- ギリシャの財政危機の再燃による市場の懸念は、財政不安を抱える他のユーロ圏諸国に飛び火。イタリア、スペインにも市場が懸念の目を向け、流動性不足から国債利回りに上昇圧力掛かる。8月上旬からECBが両国の国債買い入れに踏み切り、同利回りは一時低下したが9月に入り再上昇。
- ギリシャからスペイン・イタリアへの波及というが、両国はギリシャのような支払い不能には陥っていない。スペインは財政赤字、イタリアは債務残高がそれぞれユーロの中核国に比べれば多いが、危機には程遠い状態。
- イタリアの財政赤字は中核国に近い低さ。スペインの債務残高はユーロ圏内の大国では最低の規模。明らかに市場のスペインとイタリアの評価に正当性があるとは言いがたい状態。その市場の判断から両国の深刻な流動性不足問題が生じ、デフォルト懸念まで引き起こしたことに注意が必要。
- 問題は、政策当局のスペインやイタリアへの危機対策にもある。当局がギリシャの支払い不能を認めなかったことから、ギリシャとスペイン・イタリアの区別ができなくなった。その上にギリシャのような浪費をしていない両国に対策として緊縮財政を求め、両国の景気を下押しする誤診も。しかもS&Pが9/20にイタリア国債を景気悪化で緊縮財政が難しくなるとして格下げで後追いつする始末。
- スペインとイタリアは信認低下が危機の本質であり、症状に応じた対策の区分けが必要。対策は緊縮財政ではなく流動性の無限供給により市場の信認回復を図ることであるべき。これまでのECBの国債買い入れでは不十分。
- 逆に7月のユーロ圏首脳会合で合意されたEFSF(欧州金融安定制度)の機能拡充は適切な対応。ただEFSFの融資可能額4400億ユーロの少なさと用途の柔軟性のなさが問題。スペインまでは救済可能だが、債務残高1800億ユーロ強のイタリアは、今のEFSFでは救済は無理。今後の予期せぬ危機の拡大にEFSFの機動的な対応が期待しにくいことも、引き続き懸念材料。
- ユーロ圏の債務残高に占めるスペインとイタリアはそれぞれ8%強、23%強もある。万が一この二つの大国に対する市場の信認が完全に失われ、流動性枯渇からのデフォルトが懸念される状態になれば、ユーロ圏全体を揺るがす問題になるだけに、流動性確保の万全な体制が必要。



ユーロ圏の財政収支と政府債務(2010年)

	財政収支	一般政府債務			経常収支
	対GDP比 (%)	対GDP比 (%)	残高 (10億ドル)	構成比 (%)	対GDP比 (%)
ユーロ圏	-6.0	85.1	7,837	100.0	
ドイツ	-3.3	83.2	2,080	26.5	5.7
アイルランド	-32.4	96.2	148	1.9	-0.7
ギリシャ	-10.5	142.8	329	4.2	-10.5
スペイン	-9.2	60.1	639	8.2	-4.6
フランス	-7.0	81.7	1,591	20.3	-1.7
イタリア	-4.6	119.0	1,843	23.5	-3.3
ポルトガル	-9.1	93.0	160	2.0	-9.9

資料: Eurostat.

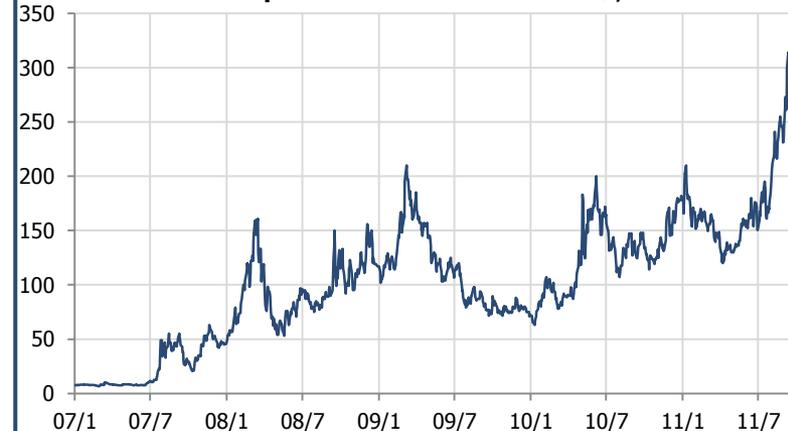
5. 債務危機から銀行危機が生じる恐れも残り続けている

3) ギリシャ等のソブリン債を保有するユーロ圏の金融機関の経営不安

- ギリシャ国債などのソブリン債、ギリシャ向け投融资を多く抱える欧州、特に仏の金融機関の損失拡大の懸念が国際金融市場の焦点になってきた。9月14日には、ムーディーズがソシエテ・ジェネラルをAa3に、クレディ・アグリコルをAa2に格下げ、BNPパリバは見直し継続とした。
- その欧州の金融機関の損失に関して、IMFは9月21日に、欧州の銀行がギリシャ債務危機が顕在化した10年以降、ユーロ圏危機国の国債保有による損失リスクが拡大し、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル・ベルギー・イタリア・スペインの6カ国分で損失は2,000億ユーロに達し、それに6カ国の銀行との取引による信用リスクを加えると3000億ユーロを超える可能性があるとの推計結果を発表。
- 欧州の金融機関のCDSはリーマン・ショック直後の水準に上昇するなど、徐々にカウンターパーティー・リスクが台頭。ユーロ圏のインターバンク市場は、一時、事実上の機能麻痺状態に陥った。同市場のストレスの強弱を示すEonia- euriborスプレッド(3カ月)は、9月中旬に09年3月以来の80bps台を記録、その後いったん低下したが、9月下旬は80bpsを若干下回る高さで推移している。欧州の銀行・保険25社の優先債のCDSスプレッドに連動する指数(iTraxx Europe Senior Financials)も7月中旬から上昇に拍車がかかり、
- ユーロ圏当局は、今夏にソブリン債市場の緊張が高まっての資金調達リスクが拡大、危機はシステムに波及して信用収縮を警戒すべき段階に入ったとの認識を持ち、金融機関の資本増強が必要と説く銀行。IMFのラガルド専務理事ら幹部も最近、欧州銀の資本増強の必要性を繰り返し強調。
- 今のところECBが、システミック・リスクの拡大を阻止している状態。トリシェ総裁は12日「固定金利で無限に資金供給する能力がある」と述べ、伊銀向けの資金供給は8月末に850億ユーロ、2カ月間で倍増した模様。ギリシャの金融機関はECBが資金繰りを支える状態。欧銀のドル資金調達も困難になり、9月15日にECB、FRB、BOE、日銀、SNBの5中銀が連携して市場にドル資金供給オペの実施を決定。欧州の金融機関は年末越えのドル資金の調達が可能になり、突然の破綻の危険性は大幅に低下。市場でも調達不安が懸念されていた金融機関への評価がいったん改善。

- 市場はまだ資本増強が済んでいない金融機関に懸念を持ち続けている。欧州の銀行全体では今後3年間で1.7兆ユーロの資金調達が必要といわれるなか、危機国政府向けのエクスポージャーに圧迫され、それにもかかわらず各金融機関が資本増強に消極的な現状は、過去の大型金融機関の経営危機と構図が似ている。
- 市場はEUの危機対応能力にも懸念を持っている。EUが7月に行った域内91行に対するストレス・テストでは銀行の持つギリシャ国債で計220億ユーロ程度の損失を想定した。だが、上記IMFの推計では550億ユーロ、EUの「ストレス」には程遠いテストの甘さが目立つ。そのEUがテスト結果を受けて銀行への公的資本の注入は不要と語り、IMFの資本の大幅増強が必要との判断と対立した経緯がある。
- 先進国経済の景気回復が滞っている今、欧州の主要金融機関の一つだけでも破綻が生じれば、信用収縮が広がってリーマン・ショックの再来になる恐れはある。それを防ぐためにも、速やかな資本増強との見方が多い。

iTraxx Europe Senior Financials(金融指数, 5年)



6. 危機対応の準備不足とドイツの自覚不足が危機を長引かせた

1. ユーロがその設立時から通貨の混乱を防ぐために必要な機関と制度を欠いていたこと

- a) 重要市場の全てで「最後の貸し手」として行動する能力と意志を持つ中央銀行の欠如
 - ECBによるイタリア・スペイン国債の購入策を厳しく批判し続けているドイツ(ドイツ連銀)、同国出身のシュタルクECB専務理事が9月9日に突然の辞意表明。しかし支払い不能でもないイタリアやスペインが流動性不足に陥るほど、市場がリスク回避に傾いて異常な判断を下す状況でこそ、中央銀行が市場のパニックを無制限な資金投入によって封じ込めるといふ意思を示すべき。
- b) ソブリン債市場の流動性を保証可能な十分な大きさを有する救済基金の欠如
 - EFSF(欧州金融安定機関)の4400億ユーロの実効融資能力では不十分、イタリアの規模の大国を救済できず。ガイトナー米財務長官はEFSFを米国の金融危機時のTARP(不良資産救済プログラム)に相当する機能を持たせるように提案したという報道もあるが、実現せず。
- c) 国家の支払い不能状態と銀行危機の絡み合った状況を効果的に管理する手段の欠如
 - ギリシャという国家が支払い不能状態にあり(当局は認めないままだが)、デフォルトに陥るかもしれない恐れ、複数国の国債の流動性の低下、金融市場のストレスの相互作用(=悪循環)が発生する非常に危険な状態に対して、責任を持って対応する機関が用意されていなかった。危機が始まってから用意することは無理。
 - ユーロに離脱というオプションが用意されていない以上、ユーロ圏内諸国が危機を起こさせないマクロ経済運営の監視体制と危機に陥った国を莫大なコストを要するユーロ離脱に向かわせないように支援する体制が必要。

2. ドイツに通貨同盟であるユーロ圏の中核国としての自覚が不足していた可能性

- 通貨同盟の中核国は、通貨同盟を安定的に維持するために、域内の信用力の劣る国々の対外ファイナンスが困難になれば自国市場を提供するか(輸入を増やす)、資金を貸し出す姿勢が求められる。中核国の民間部門が資金提供に消極的であれば、政府の資金提供が必要である。
- しかしドイツの政策当局は、ユーロ圏設立以前の自国は小規模な開放経済という位置付けに固執し、自らが大規模で閉鎖経済に近いユーロ圏の中にいるという認識を欠き続けてきた。そのため、上記の中核国に必要な役割を担うことに消極的なまま、ユーロの拡大と統合の深化が進んでいった。経済政策は、ユーロ圏の中でドイツの輸出を拡大させることを最優先にしてきた。その成果は十分に大きく、2000年から08年までのドイツの総生産の伸びに対する外需の寄与は3分の2を占めるほどであり、ドイツこそユーロから最大の恩恵を受けた国。恩恵を受けたユーロ圏から、これからも恩恵を受け続けたいのなら、危機時には中核国としてユーロ圏を守る努力をすべき。
- 政策当局はユーロ圏設立によるドイツ経済の立場の変化を国民に説明することにも消極的であり続けた。その結果、国民にもユーロ圏の中核国の自覚が育たず。ギリシャ財政危機の後には、ユーロ圏の安定維持には必要だがドイツに負担が生じる政策に国民が反対。政策当局が、そうした政策の必要性を自覚して推進しようとするれば、政権が国民の支持を失うことで結局は実行できないという構造欠陥を抱えてしまった。
- 危機が長引くなか、ユーロ圏中核国のドイツから自らのユーロ離脱論が浮上する、市場で話題になること自体も異常であり、中核国の自覚が広く国内に浸透していない表れ。危機国だけでなく中核国にもユーロ離脱は莫大なコストが伴うあり得ない選択。仮に離脱すれば、新通貨はユーロより大幅に増価した水準に落ち着き、ドイツの輸出主導の経済安定のモデルは競争力が低下して、ユーロ圏にいるときよりも機能しなくなることも自覚すべき。ユーロ圏の中核国として、地域全体の安定と繁栄を目指す以外にドイツの選択肢はない。

7. 欧州債務危機の克服に向けた課題と注目点、見通し

□ 当面の課題

1. 通貨の混乱を防ぐために必要な機関と制度はすぐに用意できない。当面はECBが補完的な役割を果たし、その間に期間と制度の準備を進めるしかない。
 - (市場から一時的に信認を失っているが)支払い能力のある政府と金融機関にECBが無制限に流動性供給
 - ECBの広義のマネーサプライの伸び率はせいぜい2%、FRBや日銀の比ではない
 - EFSFの機能拡大を待っている時間はなく、政治的に迅速な解決能力も期待できない
 - ドイツ連銀が理想とする役割を限定したECBIは、現在のユーロ圏を逆に不安定にさせる。今はECBの役割を拡大するしかない
2. ギリシャの支払い不能をユーロ圏が認め、同国をユーロ圏にとどめたまま債務再編を進める。スペインとイタリアは流動性不足という別の症状であることを認識し、無限の流動性供給で対応する。
3. 欧州の金融機関の速やかな資本増強、必要に応じた公定資金の注入
4. 政治統合の推進ではなく、目の前の危機に効く現実的な対応を積み重ねていく
 - 政治統合を進めれば危機が解決できるわけではない。この局面で欧州合衆国や欧州議会の権限強化を求めるのは貴重な時間の無駄遣い。ど共通のユーロ債発行も各国の財政規律を監視する機関を欠いたままでは、あり得ない選択。

■ 注目点と見通し

1. 上記課題に対する、ドイツ・フランスを中心にユーロ圏諸国の取り組みが最大の注目点。有効な政策を打ち出し、課題の達成が進んでいくようならば、ユーロ圏の危機は克服に向かう。逆に進展がないか、違う課題の模索を始める、各国の対立が強まるようであれば、危機は拡大し、ユーロ圏の弱体化が進んでいくとみるべきだろう。
2. ギリシャの支払い不能という単純だった問題に目を背け、ここまで危機を拡大させてしまったユーロ圏の危機対応能力は相当厳しく評価する必要がある。それでも、ECBの役割拡大やEFSFの機能強化など、効果的な政策は打ち出され始めている。時間は要し、市場が苛立ちを強める局面は今後も続くが、危機克服へ前進は期待できるのではないかと。