

欧州債務危機 1 米国では欧州債務危機はどう見えているか

欧州債務危機が再び米国の金融市場と経済に強いストレスを与えている。しかも、危機の先行きあまりに不透明であり、最悪の展開の一つであるユーロ崩壊の恐れも払拭できないという認識が米国内にも広がっているために、米国経済の先行きへの悲観も強まるという異常な状態になってきた。欧州債務危機の今後の展望は非常に不透明だが、その見通し抜きでは米国経済の見通しも描けないのが現状である。そこで今回は、2012年後半以降の米国経済を展望するための前提として、米国からみた欧州債務危機の現状と展望について考えてみる。(米国からの観点での整理であり、危機自体の詳細な解説ではないことをご理解いただきたい。)

1. ギリシャのユーロ離脱観測からスペインの銀行危機への問題拡大を後追い

これまで米国の金融市場が欧州債務危機を軽視してきたわけではない。少なくとも5月中旬のギリシャ議会の再選挙が決まり同国のユーロ離脱が現実味を帯びてきた時点では、欧州債務危機がユーロ崩壊という展開に至れば米国の景気後退も避けられないとの懸念は語られていた。オバマ大統領も自らの再選を阻む要因になりかねない大きな問題として危機感は強かった。現に、5月19日にワシントン郊外で行われたG8サミット(主要国首脳会議)においても、オバマ大統領が議論をリードして、欧州債務危機の再燃防止を最重要課題に位置付け、首脳宣言には緊縮財政一辺倒から成長と財政健全化の両方のバランスの取れた追求への軌道修正やギリシャにユーロ残留を促すことなどを盛り込むことになった。

しかし、この時点での懸念の位置付けは、米国の金融市場もオバマ政権も、あくまで現実になる場合のダメージは極めて大きいとその確率は低いという世界・米国経済にとってのテール・リスクであったと思われる。もちろん、この理解はリスクの過小評価であった。ギリシャのユーロ離脱の回避が最大の課題と思われた状況は長く続かず、すぐにユーロ圏の大国の一つであるスペインにおいて銀行危機が急速に拡大して同国政府のデフォルト・リスクが高まってきた。そのインパクトは、対応次第ではダメージがコントロール可能との見方もあったギリシャのユーロ離脱の比ではなく、オバマ政権も米国の市場参加者も、この危機から米国の金融市場と経済が同危機から現在受けているストレスの大きさを認識させられた。

2. ユーロ圏の危機対応能力を過大評価、期待が外れて懸念が急増

加えて米国の市場参加者は、自らが危機の当事者であるユーロ圏諸国のリーダーと当局の危機対応の能力を過大評価していたことにも気付かされた。その具体例が6月9日のユーロ圏によるスペインの銀行部門支援への最大1000億ユーロの用意である。この規模はその直前にIMFが公表した銀行増資の必要額の400億ユーロ以上を大幅に上回っていたため、市場のスペインの銀行に対する信認回復の助けになるとの見方は少なくなかった。しかし翌11日の米国の金融市場は、この支援の実効性に強い懸念を示した。株価は当初こそ上昇したがすぐに下落に転じ、長期金利も低下するなど、明らかに市場参加者はリスク回避の動きを強めたのである。背景には、この支援の仕組みの不透明性、支援がスペイン政府の財政を一時的とはいえ悪化させることへの懸念があった。市場には、ギリシャのユーロ離脱への動きを加速させる恐れがある同国議会の再選挙が17日に迫ってきたことへの懸念もあったと思われるが、リスク回避に向かわせた主因は支援の効果への疑念であったとみてよいだろう。

しかも、この疑念は欧州市場でも共有され、12日の同市場ではスペインの10年債の利回りがユーロ導入後では過去最高の6.8%とを記録する結果をもたらした。同利回りは13日も6.7%台が続

くなど市場はスペインのデフォルト（債務不履行）への不安は明らかに強まっている。米国市場では12日に株価が反発したが、その理由は拡大する欧州債務危機からの悪影響が波及する米国経済を支えるためにFRBが19日からのFOMCで追加緩和に踏み出すとの観測が浮上したことだった。米国の市場参加者の多くは、あくまで危機は上記の支援の用意のままでは拡大するとみているのである。この間、ユーロ圏諸国のリーダーと当局は支援策の強化、市場の最大の懸念であるスペインの政府債務を膨らませない方法での同国銀行への直接の資本注入などの手段を検討していることが報じられてはいる。しかし米国市場の13日の株価の下落をみても、市場が当局の危機対応能力を再評価したとは言い難い。

3. 危機を抑え込む能力を持つドイツが動かないことへの苛立ちと懸念

また最近では、ユーロ圏当局の危機対応能力の不足の本質は、ドイツにユーロ圏内の自国以外で発生した危機を自らの負担で克服しようとする意志が乏しいことや、自国のインフレ抑制が何よりも優先されるという認識を持っていることにあると指摘する米国の有識者やメディアも増えている。ドイツに危機の拡大を阻止する能力や資金は十分にあるのに、なぜドイツはユーロ圏を守ろうとしないのかという疑問も多く示され、その答えとして、ドイツにはユーロ圏を守るという責任感、ユーロ圏を支える最大の国であるという自覚がともに足りないという見解もある。さらに、この見解の延長線上に、今後、欧州債務危機が拡大して、その克服のためにドイツが負担すべきコストが大きくなれば、ドイツはユーロ圏防衛を断念してユーロ崩壊を容認するのではないかとの見方も出始めている。前述のテールリスクが顕在化する可能性が意外に大きいとの見方もあり（絶対的に大きいのではないが）、それが米国の金融市場に少なからぬインパクトを与えていると考えられる。

フランスなどドイツ以外のユーロ圏諸国には、緊縮財政よりも経済成長への比重を大きくする、ユーロ圏内の銀行同盟の構築やユーロ共同債の発行、その先の財政統合など経済統合の一層の進展が必要との認識が共有されている。しかしドイツ国内では、政権にも世論にも今から10年前に自ら痛みを伴う緊縮財政など経済改革を断行して競争力や生産性、潜在成長率が向上したとの自信と信念があり、他のユーロ圏諸国も痛みを避けてドイツと同じ改革を進めるべきであるとの意識が強い。改革の努力を怠る国が危機に陥ったとしても、その国をなぜドイツの負担で助けなければいけないのかとの不満も大きい。こうしたドイツ固有の認識が、ドイツ以外のユーロ圏諸国の当局で共有された合理的な危機対策の実現を阻み、結果としてユーロ圏全体での当局者の危機対応能力の不足を招いているというという見方もある。現在の欧州債務危機や今後ありうるユーロ崩壊を「ドイツが合理的であれば回避可能な惨事」「選択された惨事」などという向きもある。

ドイツのインフレを拒む傾向が、危機の拡大を助長してしまう面が大いにあるとの指摘もある。景気後退が深刻なユーロ圏の国々をECBが金融緩和で支援することは合理的な選択だが、ユーロが単一通貨であるために、同じ金融政策が景気後退に陥っていないか軽微な後退にとどまるドイツにも適用されて、同国のインフレが高進する可能性は確かにある。それでも、現在のドイツ経済の場合はインフレ率がせいぜい3-4%に上昇する程度とみられる。しかし、この程度のインフレ圧力であっても、ドイツ国内では容認できるオプションにはなりにくい。しかも、その先には悪循環が待ち受けている。ドイツが反インフレに強く傾いていれば、ECBの追加緩和はどうしても慎重過ぎてタイミングも遅れ気味になる。その結果、緊縮財政を進めた国では金融緩和による景気刺激が足りないために、税収は伸びず、逆に財政赤字や政府債務の削減が進まず、緊縮プログラムの当初の目標が達成できなくなる。それを受けてドイツは目標が達成できない国に追加的な緊縮財政を求め、その国では国民が緊縮に耐え切れなくなって、緊縮を進めた政権が崩壊するか、選挙で敗れて反緊縮の新政権が発足してしまい、その先にはユーロ離脱のリスクも控えている。

4. ドイツの軌道修正の可能性を巡って分かれる見方

逆に米国では、このドイツに合理性を欠いた対応をしているとの自覚が広がり、そこから軌道修

正の動きが広がって危機の拡大が阻止できるとの見方もある。ドイツは自ら通貨統合を選択したのであり、ユーロ圏内向けの輸出拡大など、その恩恵も大いに受けてきた。ユーロ圏が危機に直面する今、インフレの断固拒否などユーロ圏形成の以前の政策と信念に固執することは、ユーロ崩壊の可能性を拡大させて、ドイツがユーロ圏から得られてきた恩恵を失わせ、大きなダメージをドイツにもたらす恐れがある。例えば、ドイツの輸出の多くがユーロ圏内向けであり、3-4%程度のインフレがドイツにもたらす損失は大して大きくないのに、ECBによる追加緩和を拒めば、ドイツは輸出の大幅減少という損失を蒙ることになる。ユーロ圏の金融市場を通じてドイツが受けるダメージも非常に大きいだろう。このようなユーロ圏以前の選択への固執がユーロ崩壊を招いて国益を大きく損なう恐れがあるとの自覚がドイツ国内に広がれば、そこから合理性を回復する対応にドイツが政策を修正してくるはずと期待しているのである。

一方で、ここまでドイツが合理性を欠く選択を続けていた以上、失われる国益が増える程度で同国の選択が変わるはずはないとの悲観的な見方もある。G8サミットではドイツのメルケル首相に対して、他のリーダーが緊縮一辺倒から成長重視へ、ユーロ共同債の発行や財政統合などの統合の進展など政策の転換を強く勧めた。来週(6月18-19日)にメキシコで開かれるG20首脳会議でも同じ光景が繰り返される可能性が高い。しかし賢明な政治家であるメルケル首相が、ここまで他のリーダーから勧められても政策転換に踏み切らないのは、同首相が頑固なのではなくドイツ国内世論が反対しているからであるという見方もある。過去のドイツの政権が国民の理解を十分に得ないままユーロ導入を急いだ結果、ユーロ導入による変化やユーロ圏内の大国としてドイツが選ぶべき政策の変化について世論が十分に認識しておらず、メルケル首相が合理的であっても世論の支持が少ない政策の導入を目指せば、メルケル首相の支持率が低下してしまう恐れがあるし、その先にはメルケル政権の崩壊のリスクさえもあるという。

5. 当面はギリシャ再選挙とスペインの政府債務に注目、短期の混乱回避なら徐々に安定へ

以上の現状認識の整理から、今後の欧州債務危機とユーロ圏の展望はどうみえるか。少なくとも現実のドイツは、他のユーロ圏諸国に緊縮財政を求めた上でユーロ圏の銀行同盟やユーロ共同債の発行に理解を示すなど、頑ななドイツ国内世論に対する説得を進めながらユーロ圏にとって合理的な政策を選択する方向に進みつつある。この動きからみて、前述のドイツがユーロ崩壊を容認する可能性は、今後急速にドイツのユーロ維持のための負担が激増することでもないかぎり極めて低いと考えてよいのではないか。スムーズには進まないであろうが、統一を強化することでユーロ圏を守り、これまでの矛盾を修正する方向への改革がユーロ圏諸国の交渉を経て前進していく可能性が高いと思われる。

だが、このドイツの選択は合理性のある選択への入れ替えに長い時間を要し、最近のスペインの銀行危機の急速な拡大への対応など迅速性を求められるケースに適切に対応できないという危険性がある。世論の変化が遅ければ、合理性のある政策への軌道修正はあまり進まず、結果的に危機の拡大が進んでしまう恐れもある。可能性は非常に小さいだろうが、その変化が非常に早く、ドイツの負担が急激に増えるのであれば、ドイツにとってはユーロ崩壊の方が相対的に負担が軽くなるとみえて、その容認に動く可能性はある。その意味では、今週末17日のギリシャ議会の再選挙の結果と新政権の対応、スペインの銀行危機のそれぞれの今後の展開が、ドイツの選択が危機の克服をもたらすかどうか大きな影響を与えることになるだろう。

ただ、ギリシャの議会再選挙後の展開については、ユーロ離脱が回避されて混乱が収束に向かう可能性は相当小さいとみておくべきだろう。ギリシャ国民の多くはユーロ離脱は避けたいが、これ以上の緊縮財政は限界でありこれまでの救済プログラムの修正を求めている。もちろん、ドイツなどユーロ圏の救済してきた側にとっては、この二つの両立はあり得ない。ギリシャは自国のユーロ離脱が他のユーロ諸国に及ぼす混乱を視野に入れて、瀬戸際戦術を展開しようとするだろう。だが、

ユーロ圏諸国のギリシャのユーロ離脱を阻止しようという機運が薄れてきただけに、ギリシャの瀬戸際戦術に乗らず、同国のユーロ離脱を受け入れ、他のユーロ圏に与える影響を最小限に抑えることに重点を置いてくる可能性はある。当面は再選挙の結果と新政権の最初の対応に注目である。

6. 欧州の危機がこれ以上拡大しなければ米国の経済・市場・政治への悪影響は縮小へ

米国経済と金融市場、オバマ政権と大統領選にはそれぞれ、どのような影響が考えられるか。ドイツが慎重なペースであってもユーロ圏強化に動き、その成果が少しずつ出てくる展開に進むのであれば、米国経済と金融市場に及ぶ悪影響は残るだろうが、今よりは縮小していく。年後半に欧州債務危機が影響して米国景気が後退に陥る、金融市場が混乱するといった可能性は非常に小さくなるだろう。逆にギリシャのユーロ離脱がスペインやイタリアへの影響を抑制できないペースで進み、スペインの銀行危機が同国政府のデフォルトの可能性を高めてしまう展開になれば、ユーロ崩壊のリスクも拡大して米国経済と金融市場の受けるストレスはこれまで以上に膨らんでいく。ユーロ崩壊に至らなければ米国の景気後退までは陥らないだろうが、脆弱な景気と金融市場には大きなダメージとなるだろう。

オバマ大統領にとっては、G20 やユーロ圏首脳との個別会談を通じて危機を早く抑え込むように特にドイツとフランスの両首脳に求めていく以外にあまり選択肢はない。危機が今以上に広がらなければ、今後の政権運営と大統領選への影響は消えていくであろうが、危機の拡大に進んでしまうと米国景気後退のリスクが膨らみ、今秋の大統領選での自らの再選が不透明になるのだが、それを封じ込められるための米国内での景気・雇用刺激策は議会共和党にブロックされ、多少頼れるのはFRB の追加緩和ぐらいしかない。当面、オバマ大統領としても、ギリシャの再選挙やスペインの銀行危機の行方を注意深く眺めるしかないというもどかしい局面が続くと思われる。

以上/今村

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さ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います。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。