

議 題

欧州金融市場の現状と政策対応について

開催日時

2010年7月6日<15時00分~17時00分>

出席者

内田和人（三菱東京UFJ銀行企画部経済調査室長）
 加藤 出（東短リサーチチーフエコノミスト）<欠席>
 高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）<欠席>
 根本直子（スタンダード・アンド・プアーズ社マネージング・ディレクター）
 福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）
 渡部敏明（一橋大学経済研究所教授）
 井上哲也（野村総合研究所金融市場研究センター主席研究員<オーガナイザー>）

主要論点

1. 欧州金融市場と経済の動向
2. 政策当局の対応

3. ギリシャ支援策の展望

出席者による発言要旨

1. 欧州金融市場と経済動向

井上<オーガナイザー>:

・先般の欧州訪問の印象も加えつつ、市場動向と政策対応の課題について整理したい。第一に、短期金融市場や国債市場では、PIIGS といった国々を一括りに不安視する状況は解消した一方、特定国の金融機関あるいは特定国に多額の与信を持つとみられる金融機関のリスクを注視するようになった。ECB による”market maker of last resort”の役割が重要となっているだけでなく、こうした対応の結果、Libor-OIS のような指標にストレスが現れにくくなっている。一方、ECB によるドル資金オペへの応札が低調なのは、大手金融機関がドル資産を圧縮したため、資金調達ニーズ自体が削減されたことによる面が強いとの解釈が聞かれた。

・第二に、ECB による国債買入れについては、訪問時には開始から既に1ヶ月以上が経過していたが、引続き様々な議論があった。導入時における政策判断の透明性の問題に加えて、ECB と域内中央銀行の間にスタンスの相違が伺われることが焦点であった。さらに、対象銘柄や買入れ目標といった枠組みや買入れ実績に関する透明性の向上を求める声は根強いほか、長い目でみて、買入れた国債が損失を生じた場合の対応について懸念する声もある。

・第三に、欧州金融機関に対するストレステストについては、訪問時には個別行の内容を開示する方針だけが発表されていた。昨年に比べて開示内容が充実すること自体は歓迎された一方、①今回の危機で問題となった中規模の金融機関のカバー、②ソブリンリスクに関するストレス、といった点が課題とされた。もちろん、最終的

な問題は、資本不足と判定された金融機関による自己資本の増強方法である。一部の国を除いて公的資本注入の仕組みが用意されておらず政治的にも逆風が強いだけに、市場調達のニーズが集中するリスクだけでなく、そもそもストレステストが、金融機関による自己資本増強の必要性を極力抑制するように実施されてしまうリスクを懸念する向きも見られた。

・第四に、南欧諸国の問題を嫌気したグローバル投資家がドイツやスイスに投資資金をシフトさせていることの副作用のリスクである。ドイツではECBの低金利政策とユーロ安によって金融環境は緩和的であるし、企業収益も好調である。スイスも、スイスフランが大幅に上昇してきたにも拘わらず、SNB はインフレ見通しを引き上げた。資本流入に伴う資産価格インフレが差し迫った問題でないとしても、欧州の金融緩和が長期化すれば、マクロブルーデンスの適用事例としても興味深い(以上のポイントを含めて、資料に沿って説明)。

内田氏:

・ギリシャの10年物国債利回りの対ドイツ国債スプレッドは1000bpを超えているほか、一時は2年物金利が10年物金利を上回る逆イールドも生じた。これらは、過去の重債務国のケースに照らすと、一定期間内に債務リストラクチャリングが実施されるリスクを市場が織り込んでいることを示唆している。これに対しスペインについては、国債格下げ等のストレスもあったが、EU委員会によるEuropean Financial Stability Facility(EFSF)の発表やECBの政策対応に加え、最近では国債入札を順調に通過したこともあり、市場心理は落ち着いてきている。また、欧州金融機関のリスクも、

スペイン Cava が注目を集めたし、総じて景気が後退する中での不良資産の増加という問題もあるが、個別銘柄の CDS も大きく動いている訳ではない。つまり、全体としてみれば、欧州ではパニックが生じている訳ではない一方で、危機が底流で進行している状況にあると見る事ができる。

・欧州の大手金融機関では、流動性比率規制の強化やレバレッジ規制の導入を展望して、de-leverage を一段と進めるとともに、資産に占める国債などの「安全資産」の比率を高めることが大きな流れとなっているようだ。欧州の金融機関のレバレッジはこれまで高水準であっただけに、正常化自体は必要であるが、その過程における实体经济への影響も注視する必要がある。

・為替市場で、ポンドがユーロ以上に下落したのは意外にみえるかもしれないが、PIIGS 諸国に匹敵する英国の財政赤字が嫌気されていることによる面が強い。また、BOE が実施した「量的緩和」による巨額の資金供給をポンドの売り材料と見なす向きもあるようだ。

福田氏:

・主要国の中央銀行によるドル資金オペは、5 月の再開当初は相応に応札もあったが、その後は低調となっている。また、Libor-OIS スプレッドも、足許で上昇しているといっても、さほど大きなものではない。現在のストレスの内容や度合いは 2008 年とは大きく違うように見える。

根本氏:

・欧州金融機関のリスクに対する不安の背景には、クロスボーダー与信が大きくて複雑であるだけに、ストレスがどのような経路を通じて波及するかが不透明である点が大いように思う。中東欧の問題が財政赤字によって再び注目されるようになったが、これらの国に対しては、オーストリアの銀行による貸出が大きいほか、スペイン、ベルギー、ギリシャ等の銀行も多額の与信を持っている。しかも、こうした貸出には為替リスクも絡んでいる。

内田氏:

・中東欧のうち、ルーマニアやハンガリーは IMF の経済プログラムを実施しており、バルト 3 国も厳格な引締め政策を実施してきている。中東欧諸国の場合、旧ソ連圏であった際の記憶が鮮明であるなかで、ユーロ圏に踏み止まることへの志向が強く、そのために多少の負担を伴っても引締め政策を受け入れる考え方が強い。このうちバルト 3 国は、1991 年に旧ソ連から離脱した後、現在までに 4 回の債務危機に直面し、そのたびに厳しいデフレ政策を実施した。その結果、対外競争力は強まり、住宅ストックや所得水準は 4 倍近く増加した。これと同じことが国民性の異なる南欧諸国にも可能なかがポイントである。

福田氏

・欧州諸国の財政政策は相当引締め気味に推移するであろうが、ユーロの下落によって、為替の面ではかなり緩和的になっていることを考えると、欧州の経済環境が著しく厳しいとは言えないのではないか。

根本氏:

・EMU の場合、域内貿易のウエイトが約 6 割と大きいので、ユーロの下落によるメリットには限界があるように思える。一方、ユーロ下落の影響に関しては、外貨建て貸出にも注目する必要がある。例えば、オーストリアの銀行では個人向け貸出のうちスイスフラン建ての貸出が約 3 割に達しているようだ。このため、ユーロが下落すれば、レバレッジが上昇するほか、債務者の負担増大を通じて不良債権が増えることも懸念される。

内田氏

・前回の「座談会」でも指摘したように、EMU にとって实体经济面での最も深刻な問題は、域内諸国間の競争力格差が大きい点である。今回のようにユーロが急落しても、ドイツのようにこれを活かして企業収益を大きく改善させることが可能な国もあれば、そうでない国も出てくる。ドイツの視点に立てば、「過去の構造改革努力の成果である」ということだろうし、ギリシャなど問題国への支援が消極化しやすいことの一つの背景である。EMU のような体制を維持するには、対外競争力のバランスを保つ努力が不可欠である。

2. 政策当局の対応

(1) ECB による対応

内田氏

・7 月 1 日に満期の到来した 1 年物の LTRO を ECB がロールオーバーしない点が明らかになった際、市場では、本オペで資金調達してきた金融機関のリファイナンスに市場の不安が高まった。結果的には、4420 億ユーロの満期到来に対し、ECB は 1 週間物の MRO と 3 ヶ月物の LTRO を通じて合計 2400 億ユーロの資金供給を行ったし、残りの約 2000 億ユーロも巨額の超過準備で吸収された。しかも、ECB はその後も主として 3 ヶ月物 LTRO による資金供給を続けており、目下のところは大きな混乱は生じていない。もっとも、こうした市場の不安は、ECB による資金調達に大きく依存せざるを得ない金融機関があることを示唆している。

・今回の欧州の問題が 2008 年秋のようなパニックに繋がらなかったのは、EU が EFSF という大規模なセーフティーネットを導入したことに加え、ECB が早めに市場に介入しているからであると評価すべきであろう。ECB が潤沢な資金供給を行うことは、日銀による「量的緩和」のように、金融機関の資金繰りを助ける意味がある。

根本氏:

・ギリシャの銀行を全体としてみると、資金調達の約 15% が中央銀行からであり、当面は高い依存が続くとみられる。ギリシャの場合には個別銀行の規模が総じて小さいが、スペインの銀行がこうした事態に陥るようであれば、大規模な先も存在するだけにインパクトは大きくなる。

福田氏:

・ECB からしか資金調達できない金融機関があるとみられる一方、市場から資金調達するより有利だという理由で ECB から資金調達している金融機関もあるのではないか。短期間で止めるのであれ

ばよいが、日本の「量的緩和」のようにある程度の期間は続くのであれば、モラルハザードの問題がある。

内田氏

・福田さんの指摘する状況も否定できないが、EONIA の推移を見る限り、欧州金融機関といってもクレジットが良好な先であれば、市場で資金調達した方が、少なくとも金利面では有利であろう。

柳川氏:

・短期的には様々な対策でパニックを抑え込んだとしても、何らかの理由で不安が高まった場合に、既存の対策を拡充するしか手がないというのであれば、そもそも、既存の対策の適否を考え直してみる必要がある。また、一連の問題は、景気の鈍化や財政赤字の拡大といった厳しい環境の下で生じただけに、敢えて言えば、金融側がある程度危機的であった方が、景気や財政の問題解決に繋がるという印象もある。もっとも、ECB が、各国政府による根本的な政策対応を引き出すために、危機対策を例えば 8 割方しか実行しないというのも現実的でない。同時に、危機対策が ECB の対応に集中している印象もあるが、中長期的に維持可能な戦略なのかどうかも気になる。

・やはり、ECB による国債買入れが一番心配である。欧州では、銀行システムに関しても、ストレステスト後の対応まで考えれば、解決策に向けたシナリオは読める。しかし、ECB が国債買入れをしていることで、ソブリンリスクを最終的に負担せざるを得ない状況になることの問題は大きい。ECB の市場介入に伴うコストを、各国がどのように分担すれば良いのだろうか。日米のように、一国の財政と金融だけが対峙する状況であれば割り切りも可能かもしれないが、欧州はこの点が非常に複雑である。

内田氏

・欧州国債は、各国の財政状況を考えると、クレジットリスクを含んだソブリンリスクを有している。従って、国債市場の問題は、各国政府の財政支出によって解決されるべきであり、ECB による国債買入れを拡大させると、ユーロや ECB の信認が中長期的に毀損されることは疑いない。なお、金額が小さいとは言え、各国中央銀行がカバードボンドを償還まで保有し続ける考え方には疑問が残る。

渡部氏

・EMU は為替も政策金利も統合されているだけに、域内の特定国が問題を抱えた場合でも、為替や金利の相対関係を活用することができず、EMU 全体で調整しなければならない。しかも、財政政策に対する規律も欠如しているということでは、結局、ECB の対応に全てがしわ寄せされてしまう。

井上<オーガナイザー>

・欧州では、EMU 全体のことをいわば「コスモポリタン」の視点から考えている組織は実は ECB だけなのであれば、ECB が EMU 維持の責務を全て背負うのも仕方ないと指摘があった。その一方で、当初のパニック的な状況が去って、リスクの焦点が次第に明確になってきたことを踏まえると、ECB による無制限の資金供給よりも、

各国政府のピンポイントな対策へ重点を移すべきという指摘もあった。また、市場では、ギリシャ国債のリストラクチャリングのような抜本的な対策を織り込む動きもあるが、EMU 解体といった悲観的な議論は少なくとも短期的に沈静化した印象を受けた。

(2) 財政当局の対応

内田氏

・金融がこのように何とか回っている(muddle along)ために、財政の方は勝手に財政緊縮を進めようとしていることには中長期的な問題が残る。つまり、欧州では、景気後退とソブリンリスクによって金融機関の資産内容の劣化が進んでいることが本質的な問題であって、景気回復に伴う収益増加によってしか解決されない。しかし、欧州各国の政府は財政緊縮という、金融機関の問題解決に逆行する政策対応を取ろうとしている。デフレ下でも不良債権の短期処理が本当に実現できるのであれば、その後の景気にプラスとなるだろうが、こうした「実験」が上手く行かず、不良債権の一段の増加や金融機関のリファイナンスの困難化が生じた場合の政策対応の余地は限られている。このように考えると、足許の市場が落ち着いていても、先行きは「厚い霧」に覆われている印象があり、何らのきっかけで市場の不安が急速に復活するリスクがある。

・世界的に財政緊縮を目指すことは、金融市場の不安を抑制する上で大事ではあるが、景気への影響が徐々に出てくる際にはバランスのとれた議論が必要である。例えば、英国のキャメロン首相が発表した財政緊縮策は、現在 GDP 比で 11%に達する財政赤字を今後 5 年間で 1%台まで抑制することを標榜している一方で、GDP 成長率は 3%近辺を維持すると予想している。これは、財政再建による引締め効果を考えると、よほど外需が伸びるといった事態がないとあり得ない数字である。そのための一つの手段は通貨安政策であるし、先進諸国がこうした傾向を強め、円だけがノーガードでそれを受け止める事態は望ましくない。実際、円の名目実効レートは、2008 年初に比べて 4 割近くも増価している。

井上<モデレーター>

・市場からは、EMU における財政の統合性を高めることに対する根強い期待感が聞かれたし、EFSF についても、将来の EU による財政資金の一括調達に対するモデルケースとなり得るのではないかと聞いた意見も聞かれた。

内田氏

・フランスは、かねてから EU における財政の一元化を主張しているし、6 月 23 日の EU サミットもこうした文脈で理解すべきである。

(3) ストレステストと監督当局の対応

福田氏

・欧州金融機関の焦点はストレステストである。結果をもとに、自己資本の不足が見込まれるものの、最終的には健全化する先には、政府による公的資金の注入が基本的対応である。日本でも、「佐々波委員会」の対応が結果的に問題解決に繋がらなかったことを考

えれば、ある程度厳格な資産査定と抜本的な公的資金投入が求められる。もっとも、住専問題以降の日本の経験を振り返ると、議会から公的資金注入に同意を得ることの難しさも十分に理解できる。

根本氏

・米国のストレステストは TARP 資金という備えがある下で実施されたが、欧州の場合、公的資金投入が不透明なままに実施することが、市場の不安を却って増幅するリスクがあるのは事実だと思う。また、金融機関の情報開示を充実させること自体も、市場の不安をある程度抑制するであろう。しかし、例えば、ギリシャは不良資産の定義が国際標準とされる 90 日延滞ではなく 180 日延滞であり、これに基づいて「不良債権は増えていない」と言われても市場が疑念を抱くのも仕方がない。かつての日本のように、金融機関の透明性を改善するには相応の時間を要すると思う。

内田氏

・EU サミットは、米国のストレステストが市場の不安の歯止めとなり、結果的には金融不安のボトムとなったことを踏まえて、欧州でも同様な効果を期待したのであろう。スペインの場合は、Cava に対する独自の救済策(FROB)を既に発表しており、本年 6 月末までに地域的な再編を行うことで合意すれば、総額 990 億ユーロのファンドからの資本注入を受けることができる。仮に、Cava における貸出の毀損がアイルランドと同程度であれば、既存の自己資本と FROB 資金によって、Cava は損失をカバーしうる状況にあるようだ。今回のストレステスト、でスペインが Cava のような中小金融機関も対象に加えると言っているのは、こうした枠組みの裏付けがあるからである。もちろん、スペインの住宅価格の下落はアイルランド以上に深刻かもしれないし、証券化を通じて英独などの金融機関が保有する債権が毀損することのインパクトも無視し得ない。IMF の Global Financial Stability Report でも、欧州金融機関による不良資産処理の遅れが指摘されており、ストレステストの開示が金融機関のリスクを少なくとも短期的には増幅する可能性も否めない。

井上<オーガナイザー>

・ストレステストの結果を踏まえた公的資金の注入に関しては、スペインの FROB に加えて、各国が金融危機対策として導入した金融機関に対する債務保証に余裕分があるのであれば、それらを活用しうるのではないかとの声もあるが、総じて不透明感は強い。このため、米国の際にも事前に懸念されていたように、ストレステストの結果を各国政府として対応可能な線に「合わせてしまう」ことを心配する向きもみられる。

根本氏

・いわゆる Basel III が実施された場合、例えば金融機関の Core Tier I が現在 10%なのであれば 6%程度まで落ちるというように、自己資本には相当なインパクトが生ずるとみられる。当然、de-leverage の効果も大きくなると予想されるなど、Basel III 自体が厳しすぎるという議論が力を得つつあるように見える。また、欧州金融機関にとって大きな問題は流動性比率規制であり、例えばス

ペインの銀行の預貸率は 150%にも達しているように、市場調達のコストが非常に大きい。このような構造が、先にみた ECB のオペへの依存として現れているように思うし、規制が想定する理想的な状況との間には相当な距離感がある。

・欧州に限らず世界の大手金融機関は、このところトレーディングによる収益への依存を強めている。現在のような景気状況では、貸出を行ってもリスク負担に見合う収益が得られないと言うことだろうが、仮に主要国の中央銀行が金融緩和を続けるのであれば、金融機関によるこうした対応にインセンティブを与え続けることになる。その一方で、金融規制見直しの議論では、トレーディング業務の抑制を目指しており、この点も整合的でない。

内田氏

・米欧では規制強化による金融ビジネスの収益圧迫に対して、対顧客取引でのスプレッドの増加などの形で顧客に転嫁する方向性が伺われる。これは、欧米では金融機関に取引条件の決定力があるからであるとされる。しかし、日本では規制によるコストを対顧客取引にアドオンできない構造にある。

根本氏

・欧米の状況はご指摘の通りである。規制強化によって、収益が 3~4 割圧縮されると言われているが、これらは最終的にはかなりが顧客に転嫁されるとみられる。これに対し日本では、いわゆるオーバーバンキングの下で難しいとみられている。確かに、金融機関の数は減少したが、前回会合でも議論があったように、預金が増加し続ける中で貸出が低迷し、低金利競争は変わらない。

3. ギリシャへ支援策の展望

内田氏

・現在、ギリシャによる国債発行は、EU と IMF による資金(総額 1100 億ユーロ)によって賄われている。民間金融機関からみれば、保有していたギリシャ国債を EU と IMF によって償還してもらっていることになり、リスクが EU と IMF に移転されている。ECB も国債買入れを通じて、民間金融機関が抱えていたリスクを引き取っている。そこで、2 年後に EFSF 等の支援スキームが終了し、ギリシャが再び市場で国債を発行しようとしても、相当なプレミアムを要求される可能性が高いし、そもそも発行できないかもしれない。市場が織り込んでいる「債務のリストラクチャリング」は、このように国債のリファイナンスができない状況に陥ったギリシャ政府の要請によって発動される。その際には、EU、IMF、ECB といった公的当局にも無視し得ない損失が生ずることが見込まれる以上、これまでの重債務国の債務リストラクチャリングのように元本の 30%カットといった対応が採られる蓋然性は小さく、既存の支援策の延長を繰り返しつつ、利払い停止を容認したりしながらギリシャの「延命策」を図る可能性も小さくない。これまでは、IMF による資金投入と民間銀行による事実上の債権放棄という組み合わせが一般的であったが、今回は ECB による国債買入れなどが実施された結果、リスク負担を巡る議論が複雑化する。

・通常のソブリン危機の場合、為替は暴落、金利は暴騰するので、債務負担は急増するし、金融システムの崩壊などを通じて日常生活にも深刻な影響が及ぶ。これに対し、ギリシャは EMU に止まる限り、債務危機の影響が日々の生活に目に見えた便益を与えない。この点が、国民の危機感や引締政策への理解を妨げている。

福田氏

・ただ、ギリシャにとって EMU から切り離された場合のコストは非常に大きいとみられるだけに、EU 側は EMU からの切り離しというカードを使ってギリシャの協調行動を促す道は残っている。

柳川氏

・ギリシャの経済プログラムが次第に上手くいけなくなり、ギリシャ政府がこれ以上の緊縮政策は不可能と主張し始める最悪な事態に陥った場合でも、ECB はやはり EMU の維持を最優先に対応し続けるのであろうか。ギリシャの EMU からの離脱は、ギリシャに金利高騰や為替暴落のコストをもたらすが、残った諸国も無傷ではないと考え、パーゲニングパワーになりうるのか。また、報道を見る限り、ギリシャの姿勢は、かつての韓国やアルゼンチンに比べ甘い。冒頭に述べたように、ギリシャに対しては危機がある程度見せるようにしないと、必要な対応を引き出せないのではないか。

渡部氏

・ギリシャの財政政策に関しては、そもそも VAT が高水準になっているので引き上げ余地が小さいとか、徴税システムの問題などが大きいために、経済プログラムの成功には悲観的な見方が多い。

井上<オーガナイザー>

・ギリシャの場合も、普通の重債務国と同じように、IMF とギリシャ政府による経済プログラムの実施と IMF 資金の投入という普通の処方箋もあり得たはずである。しかし、EU や ECB にとっては、EMU の存続に関わる問題は自律的に対応すべきという考え方があったらうし、そうした考え方自体は十分理解できる。

4. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・本日議論した欧州の問題解決には、財政規律の回復や金融機関の経営基盤強化といった課題も含めて、相応の日時を要するようだ。このため、今後も新たな展開が生じた場合には、本パネルで取り上げていくとこととしたい。
