

議 題

欧州金融市場と政策対応

開催日時

2011 年 10 月 7 日<18 時 00 分~20 時 00 分>

出席者

内田和人 (三菱東京 UFJ 銀行 執行役員円貨資金証券部長) <欠席>
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長チーフストラテジスト)
 翁 百合 (日本総合研究所 理事)
 加藤 出 (東短リサーチ取締役 チーフエコノミスト) <欠席>
 北村行伸 (一橋大学経済研究所教授)
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員チーフエコノミスト)
 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 IT イノベーション研究部長<オーガナイザー>)

主要論点

1. 欧州金融市場の状況について

出席者による発言要旨

1. 欧州金融市場の状況について

井上<オーガナイザー>:

・欧州市場の状況をリーマン・ショック当時と比べた場合、各種の指標に現れたストレスは総じて抑制されている。ただ、市場では、各中央銀行による危機対策が整備されたために、ストレスが覆い隠されているに過ぎないという指摘も強い。また、グローバルな投資家のリスク・アピタイトが徐々に低下しているとの見方もある。

・市場セグメント別には、銀行を中心とする株式市場の調整が目立った。また、良好な金利環境にも拘わらず、社債の発行額が足許で減少してきたことも注目される。短期金融市場では、Libor-OIS スプレッド等は上昇したとは言え、2008 年当時と比べて確かに上昇幅は小さいし、ドルの短期資金についても、各種の報道で指摘されているストレスに比べて、市場指標の動きは抑制されている。経済プログラムの対象国の国債のうち、ギリシャとポルトガルの利回りは上昇しているが、アイルランドについては市場の評価が改善しつつある。この間、イタリアやスペインの国債利回りのスプレッド(対ドイツ国債)は既に 200bp を超えており、上昇傾向も明確になった。

・債務問題国のうち、ギリシャとポルトガルについては以前から経済成長力の課題を指摘されてきただけに、経済プログラムも財政健全化だけでなく、成長基盤の整備も柱になっている。これに対して、アイルランドは国内金融バブルの後遺症に苦しんでいるが、問題の所在は比較的明確であり、経済プログラムも金融機関の自己

2. 政策対応のあり方について

資本増強といった具体的課題に焦点を絞っているため、その進捗が見えやすい面がある。この間、ギリシャやアイルランドを中心に、肥大化した現地金融機関のバランスシートを支える上で、各 NCB-コンソリベースでみれば ECB-による資金供与のウエイトが高まってきた。スペインでも国内不動産ブームが破綻し、イタリアも予て経済成長力の課題を抱えてきた点で、深刻さは異なるが先の 3ヶ国と同種の問題を共有しているし、肥大化した銀行資産の de-leverage もこれからの宿題である。

・議論のために、欧州危機の夏以降の流れを整理すると、まず、債務問題国の経済状況が悪化し資金不足が拡大する中で、PSI が浮上したことで債権銀行の損失負担増加に対する懸念が強まった。同時に、域内の債務国の救済や自国の金融機関の資本強化に関して、主要債権国の姿勢に揺らぎが見られ始めたことで、債務問題国の国債価格や主要な金融機関の株価が下押しされた。金融機関に関しては、資産規模が肥大化したままで、ソブリンリスクが適切に開示されていないという疑心暗鬼も市場に広がった(以上の点を含め、資料に沿って説明)。

高田氏:

・冒頭説明にあったように、リーマン・ショックに比べて流動性の問題は少ないと思う。いわゆるサブプライム問題の際には、交通事故に遭ったような面があって、輸血のやり方もよくわからず慌てた面があったし、証券化商品のようによく理解されていない問題もあった。

これに対し、現在、患者は設備の整った個室に入っていて、医師が装置を外さなければ生き延びるが、ソルベンシーの問題になっているだけに病状はより深刻化しているように思われる。しかも、レバレッジは、マクロ的にも金融機関のレベルでも調整ができておらず、外貨で調達した部分に加わっており、広い意味での金融的不均衡がより深化している。その意味では、ソブリン問題が注目されるのは初期段階であって、クレジット全般の問題になっていった時—金融危機で一般的に生ずる現象である—が本番であろう。

井上<オーガナイザー>:

・日本のかつての金融危機と同じように、銀行の体力が低下することで信用創造が難しくなるというメカニズムが働くということか。

高田氏:

・ギリシャの債務は、金融システム全体からみれば必ずしも大きな金額ではないが、欧州の住宅ローンのようにクレジット全般に波及すれば深刻なストレスになると思う。同時にマクロ的な資金需要が落ちている。現在、欧州の多くの国では、企業部門や個人部門の IS バランスが黒字化している。これは日米も同様であって、先進諸国がこうした状態になるのは、多分、戦後初めてではないか。

福田氏:

・私も、短期金融市場が安定しているからといって、リーマン・ショック当時より事態が深刻でないと思うのは適切でないと思う。現在は流動性の面での危機対策は整ったが、ソルベンシーの問題が深刻であると同時に、EMU として制度が整っていない。銀行危機の際には、通常は公的資金を投入して貸し渋りを防いだりすることになるが、ギリシャは言うまでもなく、イタリアやスペインなどの大国でも、公的資金を使うと財政危機を助長する構造になっている。だからこそ、EFSF の機能を拡充する方向にある。

根本氏:

・私は、流動性の面でもかなりストレスがかかっているように思う。欧州の株価が下落している背景にはソブリンリスクがあり、2 年前は国債のスプレッドが 200 ベーシスを超えていたのはギリシャだけであったが、今やスペインやイタリアの国債も超えており、銀行の資金調達コストに影響している。欧州の銀行は、貸出に比べて預金が少なく、インターバンクを含む市場調達が大きいので、その面でストレスを受けやすい。また、各銀行が保有する国債を市場価格で評価した場合の自己資本への影響に関するレポートも多数出回っており、例えば、公的管理下に最近置かれた大手金融機関については、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの各国債でヘアカットがなされ、イタリアやスペインの国債価格が 10% 程度下落したら自己資本が喪失するといった議論がなされていた。そうすると、今度は、そうした銀行に対して大きなエクスポージャーがある先はどこかというように、次々に危機感が増している。

江川氏:

・カバードボンドは、約 2 兆ユーロの発行残高があるが、ドイツ、スペイン、デンマークおよびフランスの 4 か国で約 9 割を占める。デン

マークのカバードボンドはユーロ建てではないので ECB のオペには関係ない。ECB がカバードボンド買入れを再開することは、こうした国々でカバードボンドの発行が可能な金融機関の資金調達をサポートするであろうが、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド等の債務問題が深刻な国やそうした国の金融機関にはあまり便益がないという気がする。

高田氏:

・EFSF 債にもスプレッドが生じ始めたことが注目される。つまり、EFSF に債務保証をする国の国債に格下げが生じるのではないかという懸念が出ている訳であるが、そうすると EMU では債務問題国を救えないことになってしまう。従って、カバードボンドもドイツは良いとしても他の国ではいずれはスプレッドが拡大してきて、発行が難しくなっていくことが考えられる。カバードボンドは、日本の金融債と同様な性格を持つので、日本のかつての金融危機の経験に基づいても、こうした状況が生ずることが予想できる。そうなれば、結局は、EMU の外部からのサポートでない限り信用補完ができないという状況になる。

井上<オーガナイザー>:

・昨年に比べて、ユーロの対ドル相場が欧州問題の展開との連動性を強めてきたのも、市場が、ドイツやフランスなどがユーロの枠組みを支える体力自体を疑い始めたと考えて良いのか。

福田氏:

・それ以上に、ユーロの枠組みを維持し続けてもその先に一体何があるかが見えず、底なしになってしまうことの方が、市場としては心配なのではないか。

翁氏:

・今回の問題には、波及のメカニズムが少なからず存在する。ソブリンリスクが高まると財政を緊縮しなければならぬが、そのために景気は後退していく。そうすると金融システムにも影響してくるという意味で、遮断の仕組みは本当に難しい。流動性の問題があまり深刻ではないとすれば、それを維持することは金融システムの混乱を防ぐ上では極めて重要だと思う。ただ、景気が悪くなると金融機関の健全性の問題が生じてきて、これを抜け出すルートが難しい。それが欧州の通貨統合をしている中で起こっているということが、さらに問題の解決を難しくしている印象がある。

柳川氏:

・財政危機が実体経済へ波及していくインパクトと、ある種の心理的な不安と、金融市場を通じた悪循環という 3 段階が積み重なって全体が悪化しているように見える。これに対する処方箋には二つの考え方がありうる。一つには、後者の二つは心理的な要因が大きいので、そこに政策的な対応をすればいいという楽観的な見方である。もう一つには、後者の二つはかなり不安定な部分があるので、実体経済の悪化以上に大きな爪痕を残す可能性が高くなっているという悲観的な見方である。

福田氏:

・PSI を行うことでギリシャの債務負担は軽減されるが、既存債務の借り換えができなくなる問題が深刻である。民間が資金を出さなくなれば、欧州の公的部門が丸抱えすることになり、それが泥沼化していくシナリオは怖い。

2. 政策対応のあり方について**井上<オーガナイザー>:**

・ECB は、LTRO の活用による資金供給の強化を来年 6 月まで続けることを決定した。3 ヶ月物 LTRO の実績をみると、特定の大規模なオペがロールオーバーされており、実質的に LLR のような役割を果たしていることが示唆される。ドル資金オペは、しばらく利用実績が乏しかったが、8 月に相応の利用があった際に大きく報道されたことで、いわゆる Stigma が生じたことが懸念される。

・SMP については、昨年の導入以来、EFSF との役割分担を中心に様々な議論がなされてきた。買入れ実績をみても、導入当初は相応に実施されたことが示唆されるが、昨年冬以降は殆ど実施されず、再び 8 月以降に実施額が急増している。後に見るように、SMP の役割は EFSF に引き継がれることが考えられるが、EFSF の拡充が円滑に進む保証がないだけでなく、機動性の面からも SMP も残すべきとの意見もある。なお、ECB はカバードボンドの買入れ再開(CBPP2)も決定した。ただ、今回は市場機能面での問題が少ないとされるだけに、信用緩和というよりも資金供給といった意味合いが感じられる。

・各国の金融機関が債務問題国にどの程度の与信を持っているかをみる際には、BIS 統計のデータが使われることが多い。7 月に公表されたストレステストの結果と併せて EBA が公表した与信データを使えば、同様の推計を行うことができるが、このデータはストレステストの対象先(91 先)のみをカバーするので、国別シェアとは直接には関係しない。また、全体の結果をみると、BIS 統計による結果とあまり変わらないとも言える。いずれにしても、これらの与信構成は、ある債務問題国の状況悪化が報道された際に、どの国の銀行株が最も大きな影響を受けるかという関係と概ね整合的である。

・7 月 21 日の EU サミットで合意された主な内容は、①ギリシャへの支援拡充、②EFSF の機能拡充(国債買入れや資本注入)、③PSI の導入、からなる。このうち③については、ギリシャの債務返済負担を軽減する上で有効であろうし、EFSF の機能拡充を各国議会で承認していく上で政治的に必要でもあったとみられる。一方で、市場では、“haircut”がギリシャに止まらず他の債務問題国に波及するという懸念が生じた。現在、ギリシャ政府は主要な債権銀行に対する“road show”を進めているとみられ、PSI の最終的な条件はその結果如何という面もあるようだ。また、②の一環としての資本注入の前提として、欧州の主要金融機関に対して新たなデータによるストレステストを行うとの見方がある。7 月に公表された前回のストレステストに関しては、特に、銀行勘定で保有する国債のソブリンリスクが除外されていた点に批判が集中したので、今回はどの

ような扱いになるかが注目される。

・もちろん、こうした危機対策の上に、EMU 自体をどのように維持していくかという問題がある。同時に、欧州の主要国も財政健全化を進めていかなければならないとすれば、IMF のような国際機関も含め、域外からの支援をどのように受けていくかという、グローバルなレベルの課題も残る(以上の点を含め、資料に即して説明)。

(1) 債務問題国の経済政策について**江川氏:**

・ギリシャがユーロ圏から離脱することは、果たして技術的に可能なことなのか。

福田氏:

・共通通貨からの離脱例として、ルーブルから旧ソ連の国々が離脱したケースがある。これらは、政治的なモチベーションが大きく、経済的には大混乱を招いた。離脱直後にウクライナに行ったが、初めてハイパーインフレーションを経験した。自国通貨では殆ど取引が行われず、物々交換か、禁止されていた外貨取引のいずれかであった。ただ、時間が経過するに連れて、経済的な混乱が徐々に収まって行く面もある。

北村氏:

・ギリシャ側には離脱のインセンティブはないと思う。ギリシャ国内でも、一部の左翼の人などは離脱を主張しているかもしれないし、米英や、ドイツの保守的な人々は分離を主張しているが、欧州の大半の議論はこのままいくしかないということになっている。

井上<オーガナイザー>:

・私も同感である。離脱しようとするれば、国債の資金調達コストはさらに上昇するであろうし、国内ではユーロ資金の確保を狙った大規模な預金引き出しが先行的に生ずることが懸念される。

北村氏:

・その通りであろう。また、バルト 3 国が危機になった際に、IMF は通貨の切り下げを求めたが、これらの国には製造業が殆ど無く、却って輸入の負担を増やしてしまった。ギリシャの産業構造も同じようなので、この点でもインセンティブはほとんど見えない。

福田氏:

・確かにそうかもしれないが、ギリシャ経済の現状は極めて厳しい。主要産業である観光をとっても、現地ではストライキでタクシーも動いていないし、アクロポリスも閉鎖されている。

柳川氏:

・EMU にとってのギリシャの問題は、子会社の事業再生に似た面がある。子会社が苦境に陥っても、その子会社は自分からは離脱しない。しかし、親会社も単に抱えていてもどうしようもない。結局は、ファンダメンタルズを何とか持ち上げないといけない。それをどういうアメとムチを使ってやるかということであろう。

北村氏:

・ギリシャの公務員からみれば失うものはない。従って、債権者との間でどちらが損失を負担するかというバーゲニングにおいて、いかに他国から資金を引き出すかという戦略に入っているの、それを説得するのはなかなか難しい。

柳川氏:

・その通りであって、現在の最も大きな問題は、ムチとなる政策手段が限定されていて、言葉は悪いが債務者の「ごね得」という構造になる。民間企業の事業再生であれば清算という選択肢があるが、それがなく中でどうやるかという本質的な問題を抱えている。

高田氏:

・1カ月前に、アルゼンチン中央銀行の Alfonso 元総裁が、FT 紙に同国の経験を寄稿していたが、過去 10 年間に有利に働いた要因として、第一に通貨を大幅な切り下げたこと、第二に時間的猶予をもらう中で海外景気が好調であったことを挙げていた。その上で、現在のギリシャは、これら両方の条件を欠くだけに自分から見ても結構厳しいと思うという説得力ある議論をしていた。特に後者の面については、米国の景気も減速しているし、新興国もピークアウトした感じが出ている。

翁氏:

・最近の BIS のレポートも指摘していたが、長期的にも、欧州は人口があまり増えず、ギリシャやスペインでは高齢化が急速に進むとされている。従って、財政赤字も一過性のもではなく、そう短期的に解決する問題ではないと見ておいた方がよい。

井上<オーガナイザー>:

・ユーロ圏の成長率が比較的高かった頃には、経済的なフロンティアが中東欧へ拡大していることの効果を挙げる向きが多かったように思う。そこが過度な資本フローを招いて裏目に出た面は否定できないが、今後も欧州の経済成長を維持していく上では、これまでの流れを適切に維持することも必要ではないか。

根本氏:

・財政健全化は大事であるし、格付がそれを律している面もある。ただ、ユーロ圏諸国の債務残高は、対 GDP でみて、日米よりも相当低いし、SGP の強化などで強い制約を課され、ドイツもフランスも財政緊縮を進めていったら、实体经济の回復の手がかりがなくなることも心配される。また、翁さんが寄稿されていたように、ギリシャが単独でプログラムを実行することには限界があるように思うので、ドイツやフランスが財政統合に向けた何らかのシグナルを出すべきであろう。市場での CDS の評価は、ユーロ圏の枠組み自体が維持可能でないという見方を示唆している。

・欧州では、ストレスシナリオとして、ギリシャによる「秩序ないデフォルト」を心配する声強いが、過去の例を見ても、ある国が債務を全く払わなくなるケースは少なく、話し合いの中で債務をリストラクチャリングしたケースが多い。それでも、ギリシャの場合、想定外の問題が表面化するとか、ゼネストで本当に債務が払えなくなると

いった事態が想定されているのか。

福田氏:

・確かに、多くの国民は税金を払っていないであろうし、だからこそ、経済プログラムでは、不動産税のように隠しようのない資産から税金を徴収しようという議論になっている。

翁氏:

・ドイツ国民を納得させるには、ギリシャに乗り込んで徴税をするといったことまでやらないといけないのかもしれない。

(2) 国際機関による支援とガバナンスについて**北村氏:**

・ギリシャは、そもそも、EMU に入りたいがために財政赤字を「粉飾」していた面がある。加盟後に「実はこんなことになっていた」ということだとすると、「もう二度としません」ということで許してもらって、資金援助を通じて経済を健全化させれば、何とか危機は収まるという考え方もあるかもしれない。これが、欧州の中央にいる人たちが最も望んでいるシナリオではないか。

福田氏:

・楽観的にみるとそうなるが、ギリシャは経済体制がそもそも違うと考えなければならぬように思う。現首相のパンドレウ氏の父親が政権の座にあった時期から、社会主義のような国になっていた。

北村氏:

・しかし、そうした国を EMU に加盟させた側の責任もある。実際、ハンガリーのような国の場合には、EMU も加盟に際して慎重な手続きを踏んでいる。

福田氏:

・欧州統合は戦後の EEC の時代から始まる長い歴史を経ていて、イタリアのように経済問題を抱える国も含めて苦労して歩んできているので、相互にかなりの信頼感がある。しかし、ギリシャはそういう古い仲間ではなく、EMU に対する楽観論の中で加盟した国なので、いわゆる西側諸国とは感情的にはかなり違う関係にある。

柳川氏:

・資金移転だけで問題が解決に向かうのであれば、ここまで深刻な事態にはならなかったのではないかと。欧州をどういう方向へ持っていくべきかという悩みの裏側には、単にドイツやフランスが資金を出し渋っているために問題が深刻化しているというだけではなく、資金をギリシャに渡しても問題が全てクリアされる訳ではないという不安があるのではないかと。

福田氏

・EMU が債務問題国をどこまで抱えるのかという問題がある。その道筋もつけてゆかないと本質的な解決に向かわない。冒頭説明にあったように、ギリシャやポルトガルとスペインやアイルランドでは抱える問題がかなり違うように思う。スペインやアイルランドはバブルの後遺症のようなものなので、事態は厳しいが一過性という面も

ある。しかし、ギリシャやポルトガルは構造的な問題を抱えている。特にギリシャは経済成長率がマイナス 5%といった状況にあり、財政赤字以前の深刻な問題を抱えている。つまり、マクロ経済のファンダメンタルズ自体がかなり動揺しているので、債務削減を行っても得るものが乏しくなっているように見える。

江川氏:

・ユーロの導入時から、ドイツとフランスで域内 GDP の 50%超を占めていたが、これらの諸国も統一通貨があったために得をしてきた部分というのはあろう。その部分を勘案すれば、これら国の負担によってギリシャを救済することも正当化される気もする。ただ、これが国民感情的に許せないこともよくわかる。ドイツの納税者にギリシャを助けなければいけないことを説得するのは難しい。

柳川氏:

・私が気になるのは、便益を受けてきたドイツが救済を負担すべきであるとか、ドイツの国民感情をどう考えるかということではなく、危機を一時的に回避しても一時しのぎにすぎず、結局は、3年前にすべきであったことを今やって、今やらなかったことを3年後にやるということにはならないだろうか。

井上くオーガナイザー>:

・つまりはガバナンスの問題ということか。

福田氏:

・金融機関に対するガバナンスのみならず、各国の経済政策に対するガバナンスも重要である。もちろん、ユーロ圏各国が合意しなければならないが、適切なガバナンスの機能を付与しないと、EFSF は湯水のように資金を投入するだけになりかねない。

柳川氏:

・国家体制自体に対するガバナンスということであろう。つまり、欧州統合を進める上では、財政に止まらず経済体制も含むガバナンスを外側から効かせられる仕組みに持っていかれるのかどうか問われる。それを抜きにした通貨統合では、よほどきちんとした国が集まるのでない限り難しかったということではないか。

高田氏:

・現在の EMU は、最適通貨圏ではない国々を統合しようとしたということである。日本でいえば、地方交付税がない中で同じ円を日本中が使っているような状況である。地域間の経済力の格差という意味では極めて普通のことが起こっているというだけではないか。

福田氏:

・しかし、日本の場合、財政危機に陥った自治体は中央政府の言うことを聞かなければならない。

翁氏:

・欧州の場合、資金援助の大きな部分を担うドイツ国民が納得できるように、財政健全化に向けた各国のインセンティブを導く仕組みや、財政放漫国に規律づけを行う強力なガバナンスの仕組みをつ

くり直さない限りは統合の道も遠い。早急にそういう仕組みを整えることが、一つの方向としての解なのかと思う。

井上くオーガナイザー>:

・ギリシャに対して、何かインセンティブ・コンパティブルな仕組みが考えられるだろうか。

北村氏:

・おそらく、何らかの "threat" を示す必要があろう。

柳川氏:

・一度は、ある意味で「痛い目」に遭わないと規律が効かせられない面があるのではないかと。もちろん、政治的には実現が難しいというのは承知の上である。

翁氏:

・所得移転の仕組みがないのに、各国の財政に規律を求めること自体が仕組みとして破綻していたのではないかと。

根本氏:

・おそらく中長期的には、ファンダメンタルズに格差があっても、労働力の移動とか賃金の調整によって解決するという議論だったと思う。しかし、ギリシャに関しては、それがほぼ無理であることが明らかになっている。その意味で、危機対策としては財政移転がより重要になっている。

高田氏:

・IMF は、今後どのような立場を取るのだろうか。

福田氏:

・基本的には自分からは動かないのではないかと。また、財政健全化を中心とするコンディショナリティーだけで対処しようとするので、これに従った場合に景気がむしろ悪くなるリスクはある。財政健全化だけでなく、市場経済の活性化等も進めることが必要だと思う。

翁氏:

・事態が欧州だけでは解決できない状況になってきているので、その役割を担うのは IMF ということであろう。ただ、それは第三者的に行われるのではないかと。

福田氏:

・G20 をどう活用するかという問題もある。EFSF へのサポートは G7 の枠組みで行われているが、中国はイタリアやスペインのような個別国と調整している。中国を含む新興国を G20 の枠組みに巻き込むような努力が必要ではないかと。

柳川氏:

・欧州危機の影響がアジアの新興国まで波及してきたことも、直接的にはマイナスであるが、G20 の間で危機感を共有するという意味では良い契機になるかもしれない。

福田氏:

・現在は、IMF でも BIS でも G7 でも、欧州が over-representative

になっている。それを彼らが「手放す」という言い方は極端かもしれないが、そういう問題を乗り越えた上で本気で助けを求めるとかどうかが、欧州の人々に問われてくるかもしれない。

井上くオーガナイザー：

・IMF だけをとつても、出資比率が大きく上昇した中国の意向をどう尊重していくかという問題がある。また、ギリシャに対する stand-by credit は quota の数千%という水準に設定されているので、数的には多数を占める発展途上国から見れば不公平に見えるかもしれない。

翁氏：

・欧州諸国は先進国かつ民主主義で、日本にとって非常に大事なパートナーであるだけに、何らかの形で支援をする必要はあると思う。もちろん、日本にも財政的な余裕がある訳ではないが。

福田氏：

・ギリシャはともかく、イタリアやスペイン、フランスの国債市場が不安定になれば、日本の金融機関にも影響が及ぶことが考えられる。その意味でも、欧州の安定化策に貢献することは、日本経済にとって意味のあることだと思う。

江川氏：

・中国は外貨準備を外交なり政治的な目的に使うことに長けているように見えるが、日本はこうした議論になりにくい。

(3) 金融システムの安定維持について

柳川氏：

・本当に考えなければならないのは、高田さんが指摘されたように、クレジット全般に波及して金融システムが機能しなくなる事態を防ぐことである。成長率が極めて低く、財政赤字が大きな国でソブリンリスクが問題になることは避けられないが、それが金融システム全体に波及するルートをどれだけ遮断できるかという現実的な割り切りが必要ではないか。その中には、中長期的にみてユーロの枠組みをどうするかという視点も含まれる。この点にまだ踏ん切りがつかないのかもしれないが、体系的な対応が構築できていない部分があるし、すぐにはそれが難しいのも事実であろう。つまり、セカンドベスト的な意味でクレジット全般への波及を防ぐことが難しいとすれば、サードベスト的な意味で金融システム全体に波及した際にどのような危機対策を発動するかということになってくる。

・今回の問題は流動性だけでなくソルベンシーの領域を含んでいるので、全てを政策で賄うことはかなり難しい。リーマン・ショック後の危機を政策で抑え込んできた経験があるために、欧州危機も「政策対応を頑張るべき」という意見が強いのであろうが、今回は政策対応に限界があって、割り切って落とす部分がないと、却って悪循環を招くのではないか。例えば、ギリシャの問題も、3 年前に本当は膿が出て良かったのに、大規模な危機対策のために見えにくくなった部分がある。経済学的にはそのような整理ができるが、実際には上手く行かないこともわかる。また、現状では、色々な政策を精いっぱい打ち出しても、様々な限界のために効果が十分発

揮できないと言う面もあろう。それでも、基本的な政策スタンスとして、やや過剰なバックアップを試みているように感じる。

江川氏：

・指摘されたことを政策で実現しようとするれば、例えば、ギリシャに対する大規模な債務免除になろう。ただ、そのことが他国へ波及するといった懸念も含めて民間銀行の自己資本を毀損し、欧州の信用創造に悪影響を及ぼすことが懸念されている。

柳川氏：

・その通りで、だからこそ、みんなで全部ふたをしている。

北村氏：

・井上さんが提起された国家の「破綻」を巡る議論については、かつてのラテン・アメリカ諸国の経験も踏まえて、IMF に機能を付与するとか、新たに「国際破綻処理機構」のようなものを作るといった考え方がある。しかし、こうした枠組みはダブルスタンダードに陥るリスクがある。例えば、IMF の大出資国が財政破綻の状態になった場合にも、経済政策に本格的に介入することは可能であろうか。各国内の法制としても、財政破綻に対処する枠組みは存在しないであろう。この点に関する標準的なルールはなく、危機に陥った国は、強力に増税したり、銀行券を大量に印刷したりすればよいと思っっているのではないか。ただ、政府が資金繰りに困ってきたときにどこに優先的に弁済するかということは考えておいても良いように思う。実際、米国の連邦債務上限引き上げの際には、8 月 2 日まで成立しない場合、弁済順位をどうするかという議論があった。

高田氏：

・北村さんの指摘された点は非常に重要だと思う。国家の破綻という制度がない一方で、市場は CDS のような商品を導入して取引しているし、国債に対する格付も付与されている。

福田氏：

・ロシアもかつて国債の元利払いを停止したが、債権者は、エルミタージュ美術館の財宝のような国家財産に手を付けることは一切できなかった。その意味で、国の債務は民間の債務とは基本的に異なり、どこまで債務が返済されるかは、債務者側のさじ加減で決められる面がある。

柳川氏：

・国に関しては、破綻のルールが整備されていないという問題だけでなく、債権者によるエンフォースメントが完全には効かないという問題を抱えている。前者はある程度対応しようとしても、後者は本質的に難しい問題を抱えている。

高田氏：

・そうすると、国債の CDS にはやはり規制をかけるべきではないかとかという議論にも跳ね返ってくる。

柳川氏：

・国の場合も、実質的に破綻すれば債権者と債務者との間で様々

な調整が始まると思うが、当事者の期待が振れやすいので、CDS のような商品の価格も非連続的な動きを示しやすい。

井上<オーガナイザー>:

・ラテン・アメリカの債務危機への対応は、現在よりもシンプルであった面がある。第一に、大口債権者が日本を含む大手商業銀行であって、同質的であったという意味で調整しやすかった面がある。しかし、今回の債務問題国の国債は世界中の多様な投資家が保有しているだけに、債務交換の条件などで合意に達することは容易ではないとみられる。第二に、外貨負債であったので、返済可能性について、貿易収支や資源輸出などによる外貨獲得の見込みをもとに、ある程度正確な議論ができた。これに対し、今回は「自国通貨」建ての債務なので、返済能力は徴税能力や経済成長力といった曖昧な要素に左右される。

北村氏:

・多様な債権者がいるといっても、各々交渉していたのでは、フィンランドのように自分だけ担保を要求するといった事態に陥りかねない。統一的な場で話し合うという形にしないと泥沼化する。

井上<オーガナイザー>:

・だからこそ、柳川さんが先に挙げた民間の企業再生の場合には、まず、少額債権者を退出させるという議論がある。ギリシャの場合も、EFSF による国債買入れを増やしていくことは、少額債権者を退出させるという副次的な効果を持つ可能性がある。

柳川氏:

・今回も、民間債権者を代表して交渉窓口の役目を果たす主体が現れないと、最終的にうまくいかない。しかし、現時点ではそれが見えないところも不透明性の一因である。また、関係者の不安を抑制するためには、今回のギリシャの扱いを通じて、ある種のルールを作っていくべきである。ただ、こうしたルールを今決めようとすると、事実上、債務のヘアカットを決めてしまうことに繋がる。本当は、危機が生じる前にこうしたルールを考えておくべきであったが、今から「泥縄」でやろうとすると、却って新たな問題を起こしかねないという難しさがある。

高田氏:

・ラテン・アメリカに対する「ブレイディ・ボンド」の場合には、域外の人対策を採る点で容易な面もあった。しかし、今の欧州危機は域内で対策を考えており、ガバナンス等の面で無理があるかもしれない。最後は IMF のような外部の力に依存せざるを得ないかもしれない。日本のかつての金融危機の際も、最初は「奉加帳」という形で金融業界内で対応しようとしたが、結局対処しきれず、最後は国家レベルという外部の力を借りることになった。

柳川氏:

・ECB の役割に限界がある中で、ギリシャ政府に対して何らかの“threat”を効かせないと現状を変えることはできないが、そもそも ECB が強力な“threat”を行使すること自体が無理な話なので、

そこにも限界がある。ギリシャが規律を持って対応しない場合にオペ金利を引き上げるとか、インフレを起こして長期金利を上昇させるという“threat”は非現実的である。

井上<オーガナイザー>:

・政策当局としては、目前の問題を何とか抑えたいと考えるのが自然であろうし、最終的にも欧州の金融システム全体をどう守るかということをも優先するはずである。

翁氏:

・各国の財政状況が厳しい中で、そもそも危機対策をすべきかどうかという問題以前に、現実的に危機対策を実施するだけの余裕があるのかという点で、リーマン・ショック以上に事態は深刻である。

(4) ECB の役割について

根本氏:

・ギリシャに関しては、経済プログラムの残り約 2 年のうちに、民間投資家のエクスポージャーが縮小する一方、債務残高を急速に減らすことが難しいとすれば、ECB を含む公的部門はどうか分擔することになるのか。

高田氏:

・このまま行くと、ECB はギリシャを含む問題国に対するいわば「機関銀行」のような存在になる可能性がある。そうなると、次には ECB の信認が問われることになる。そうすると、EFSF も含む欧州域内では対処しきれず、やはり域外に本格的な支援を求めるという話になってくる。

根本氏

・また、民間金融機関が ECB による資金供給に依存することは、銀行の国債保有を支えることで却ってソブリンリスクに対する脆弱性を温存し、かつ長期資金の調達を促さないという意味で、問題をむしろ難しくしている面もあるように思う。

福田氏:

・ECB が流動性供給のために国債を買うことは仕方ないとしても、これらを持ち続けるのは無理なので、こうした役割は IMF と EFSF によって担われるべきである。ただ、どういう価格で買うのが難しい問題になる。翁さんは、かつて産業再生機構で同じ問題に直面されたと思うが、時価で買えば公的部門のリスクはかなり軽減されるが、民間債権者は容易に受け入れ難いかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

・確かに最終損失をどう処理するかという問題はあろうが、EFSF を一種の「バッドバンク」と位置づけて国債を集積することができれば、柳川さんが指摘したように、金融システムへのリスクの波及を抑えるインシュレーターとなりうる。

翁氏:

・現在の議論は、ECB が行ってきた国債買入れの役割を、EFSF に徐々に移行していくことだと思う。ECB が物価だけを見て政策金

利を上げることへの批判は強いが、ECB の場合は物価安定のみを目的とする中央銀行であるだけに、国債を大量に購入することが、マネーサプライの増加を益々加速することへの懸念もある。EFSF の機能を拡充することで ECB の負荷を少しでも軽減しないと、究極的にはユーロが崩壊してしまう可能性すら持っている。ただ、ガバナンスや規律の仕組みを変えていかないと、各国政府は ECB のこうした議論になかなか乗ってこない。

福田氏

・ECB の金融政策については、日米と同じように「流動性のわな」に陥ったかがわからない。欧州にもバランスシート問題はあがるが、インフレが相応に心配な部分もある。インフレによって債務問題を解消するという考え方を採りうるのかどうかは、日米とは異なる状況にあるように思う。

井上<オーガナイザー>:

・高田さんが指摘されたように、金融システムの問題がクレジットを通じて実体経済に波及すれば、インフレ圧力は徐々に低下していくのではないかと。他方で、欧州の場合には、例えば、賃金や社会保障のインデクセーションが広範に行われていることの影響を考慮すべきということか。そうであれば、財政赤字にも関わる。

福田氏:

・欧州でインフレ圧力が顕在化しても、適度なインフレで収まってくれば、良い効果の方が働くと思う。ただ、それが制御可能な形で収まるかどうかという問題もある。日本は賃金が物価を抑えているし、アメリカは雇用で調整しているが、欧州ではそういう調整をどこまでやれるかにも懸かっている。

北村氏:

・欧州では失業保険の給付額までインデクセーションしているかもしれないので、雇用調整を活用すればよいという話でもなくなる。しかも、欧州全体が政治的には左傾化している。フランスやドイツでは現政権の維持が難しいとされる。そうすると、欧州に対する長期的なリーダーシップを取るような話がなかなか見えてこない。

高田氏:

・ECB に関しては、Draghi 総裁になった途端に政策変更というのは難しいように思う。

福田氏:

・イタリア人の総裁になることはむしろ良いことかもしれない。例えば、ドイツ人であれば、中央銀行のあり方に関するドイツ国内の伝統的な考え方を強く主張することになるかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

・その一方で、ECB に対するドイツの involvement が後退するのではないかと懸念も聞かれる。今や、ECB の政策対応は、オペの形をとっていても実質的には危機対策の性格を強めているし、SMP の位置づけも微妙である。

(5) 金融規制との関係について**高田氏:**

・今回の場合もリーマン・ショックほどではないとしても、CDS のような市場や格付が事態をどんどん追い込んでしまう面もある。このような状況では、先行きに対する不透明性が一層強まって、それが危機をより深刻化するというスパイラル的なプロセスに入る。こうした中で金融規制を強化していくことに伴う pro-cyclicality をどのように抑制していくかも、今後の大きな課題であると思う。

江川氏:

・私も金融規制の強化に伴う影響が気になる。例えば、銀行に対するバーゼル III の導入の影響に関しては、ダブルギアリングに関する規制の厳格化によって、銀行が他の銀行の劣後債など資本性証券を殆ど保有できなくなるといった面もある。また、2013 年からは当初は観察期間ではあるが一流動性比率規制が導入され、他の金融機関の社債等は流動性資産としてカウントできなくなるだけに、これも保有が難しくなる。並行的に保険会社に導入される Solvency II も含めて、金融機関向けの与信の扱いが厳しくなることで、金融機関相互の与信や資金のやりとりが制約されることが懸念される。IIF のような団体も含めて、民間金融機関は自己資本賦課の引き上げによる実体経済への悪影響を懸念し、BCBS はそれに反論するといった構図への注目は高いが、実際には、より幅広いルートを通じて pro-cyclicality を強める方向での影響が生ずることが考えられる。

北村氏:

・いわばバーゼル IV として、国債のリスクウェートを社債並みに高めるべきといった議論すら聞かれる。

高田氏:

・そこまで行くと、多くの国が国債を市中で発行できなくなる。

北村氏:

・ただ、欧州危機をみると、全ての国債がリスクフリーという訳ではないことがわかる。

福田氏:

・江川さんの提示された問題も、ウォールストリートのデモをみると、今後はますます深刻になりうるように思う。リーマン・ショック後の米国の金融機関では、公的資金を投入したにも拘わらず、給与水準自体に関する見直しは行われておらず、その意味ではデモ参加者の議論も全般的な外れとも思われぬ面もある。

高田氏:

・その意味で、今後の金融機関救済はやり難しくなっている。

翁氏:

・金融当局は、金融機関が危機に陥った場合に、公的資金を投入するよりも金融機関の退出を前提とした枠組みをつくらうとしているが、実際には、秩序だった退出などと言ってられない状況に追い込まれていくのではないかと。危機後に構築しようとしていた世界と実

際の現実が大きく乖離しつつあるように思う。

柳川氏:

・次々に金融危機が来るので、状況が落ち着いた後にやろうと思っていた政策が実現できなくなるということかもしれない。

高田氏:

・金融規制の強化は、信用拡大が続いた 2007～8 年までの環境を前提に、その時期の信用拡大への反省から信用拡大の抑制を狙うものだ。

根本氏:

・Solvency II やバーゼル III の影響に関して最近 S&P が発表したレポートによれば、欧州の事業会社は、銀行から資本コストの上昇分を転嫁されることで、金利費用が 2～3 割上昇すると見込まれる。しかも、欧州の場合、企業の資金調達に占める銀行のシェアは 7 割程度に達しており、2 割に過ぎない米国に比べて、マクロ的なインパクトは数倍に及ぶかもしれない。そもそも銀行を律するための規制強化が、事業会社や実体経済に悪影響を及ぼす懸念が確かに存在する。

・銀行にも責任を分担させるという考え方自体は正論であったとしても、ギリシャに関して銀行に損失分担を求めることは、井上さんが指摘されたように、同様のスキームが他国に適用されるとの不安を惹起している。また、翁さんが取り上げられたように、レゾリューションのスキームを急いで用意することは、金融機関の経営破綻に関する不安をむしろ増幅している面があるように思う。また、IMF は民間金融機関が市場で増資すべきと主張しているが、現在の株価や景気の先行き、さらには金融規制の強化などを考えると、収益面からみて難しいように思える。

高田氏:

・こういう局面で資本増強していくと、益々 pro-cyclicality を高めることになる。

根本氏:

・欧州系金融機関による資産圧縮の動きも実際に始まっている。

柳川氏:

・金融当局はバーゼル III の導入に時間的猶予を設けたが、金融機関はすぐに対応できるわけではないので、今から対応を始めてしまっている。こうした時間的視野のずれのために、結局は pro-cyclicality が生じてしまっている。

3. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・欧州危機への政策対応は、もちろん、この場で結論が出るような簡単な問題ではないし、残念ではあるが、当面は展開を続けていくことになると思われるので、今後も折をみて取り上げてゆきたい。
