

ギリシャへの追加支援策には批判も多いが、IMF/EUの資金支援等によってギリシャの資金繰りを改善するだけでなく、この間に公表されたストレステストによるソブリンリスクの透明性向上やEFSFによる融資金利の引下げが、金融システム面からのcontagion防止に資する面がある。また、EFSFに国債買入れや金融機関に対する公的資本注入へのサポートの機能を付与することは、長い目で見て、EMUにおける財政資金の配分や金融監督の統合を進展させることが期待される。なお、民間債権者による自発的債務交換は、債務問題国の返済能力に懸念がある場合の処方箋であるが、contagionのリスクを抑制するために濫用すべきではない。

はじめに

ギリシャに対する追加支援策は、同国情勢が再び不安定化してから約3ヶ月を経て、7月21日に開催されたEMU諸国の首脳会合の場で基本合意が成立し、ECBも支持を表明するに至った。今回の支援策は、この間の議論を映じて、ECBの役割や民間投資家の分担といった新たな課題への対応を示している。そこで、本稿では、欧州の金融システム安定やユーロの存続といった中長期的な視点から意味合いを検討することとしたい。

Contagionの防止

今回の対応を検討する上で最も重要なポイントの一つが、金融市場の不安定化が他国に伝播することを防止する点にあったことは言うまでもない。実際、民間債権者に多くの負担を求める議論が強まったり、金融機関による債務問題国の国債のCDS引受に関する思惑が強まったりした際には、債務問題国の国債相場が揃って大きく下落するなど、contagionの兆候がみられた。

確かに、ギリシャへの追加支援策に合意が成立しても、実態経済の面ではcontagionの懸念が払拭される訳ではない。EU/IMFの金融経済プログラムの下にある残りの2カ国にも、当面の経済情勢を考えると、財政収支の改善目標等が未達に終わって追加支援が必要となる可能性は残っている。そこで、EMU各国の政府が再び民間債権者に負担を求めるようであれば、金融機関等による損失負担が歯止めなく拡大するとの懸念が生じる結果、contagionが顕在化する可能性は否定できない。実際、今回のギリシャ支援策でも、EMU諸国は実際の財政支出を行わないことになった—EFSFはEMU諸国の債務保証によって金融市場から資金を調達するスキームであるし、EFSMも既存のEU予算から資金を捻出する仕組みである—ことをみると、EMU諸国が「真水」を出すことへのハードルは極めて高いことが窺われる。従って、この点では、民間債権者に負担を求めるという今回新たに加わった対応が“exceptional and unique solution”であるという、EU委員会のBarroso委員長の声明には説得的でない面がある。

一方で、金融システムの面ではcontagionのリスクを低下させる動きがあったことも事実である。それは、追加支援策自体ではないが、ストレステストの結果公表に際し、主要銀行の銀行勘定が抱えるソブリンリスクが詳しく示された点である。これによって、少なくともストレステストの対象先(90先)に関しては、ソブリンリスクが大きく顕在化しても、EU/IMFによる金融経済プログラムの下にある国に限定される限りは自己資本への影響はmanageableであるとの認識が共有された。contagionは常に疑心暗鬼によって増幅されるだけに、この点の持つ意味は決して小さくないと言える。確かに、EBAや各国の監督当局がこうした「原データ」を公表することには批判も強いし、筆者も、公表するのであれば公的な資本増強の枠組みのような“safety net”と一体で行うことが基本であるように思うが、もしかすると、当局は事前にデータを十分に吟味して効果と副作用を推測した上で、敢えて公表に踏み切ったということなのかもしれない。

もちろん、欧州の金融システム全体という視点では、ストレステストの対象外である金融機関等が抱えるソブリンリスク

の状況も重要であるし、さらに、財政危機の懸念がより大きな国債市場を抱える他国に拡大した場合は、民間金融機関への影響も違う水準になることが懸念される。ただ、後者のような状況になれば、contagionよりも、EMUの存続自体の方に焦点が当たることになるのかもしれない。いずれにしても、こうした限界はあるとしても、欧州におけるcontagionのリスクも、少なくとも金融システム面のからは緩和する動きも見られたと理解することができる。

「債務交換」とECBの担保政策

ギリシャへの追加支援策を巡る議論の中で浮上した民間債権者による自発的負担という考え方にに対し、ECBは、一貫して否定的な姿勢をとり続けてきた。ECBによれば、その理由は、ギリシャ国債の「債務交換」が“selective default”と見なされた場合、同国債をオペの適格担保として維持できないことにある。実際、ECB(ESCB)は、ギリシャ中銀によるオペを通じて、同国の金融機関に総負債の約22%に相当する約975億ユーロもの与信を行っている(5月末)だけに、ECBの新規与信が止まれば、ギリシャの民間銀行の資金繰りが危機に陥ることが懸念された。

今回の追加支援策がギリシャ国債の自発的「債務交換」を含むため、既に主要な格付会社は、交換対象となる国債は当初条件での元利払いが行われ得なくなったという解釈の下で“selective default”とする意向を示している。しかし、既にFitchは、交換によって新たに発行される国債について、①IMF/EUによる追加的な資金支援やEFSFによる融資金利の引下げの結果として、ギリシャ財政の資金繰り自体が改善する、②利回りや償還期間で従来の国債よりギリシャ政府の負担が軽減される、等を指摘し、Fitchの用語での“restricted default”ではなく、投資非適格の低位とすることを示唆している(22日のpress release)。さらに言えば、①のロジックに基づくと、「債務交換」されない既存の国債も同じ扱いとなる筋合いにあると考えることもできる。

ECBが、今回の合意に一転して支持を表明した背景としては、EMU諸国の政府がECBに損失補償を示唆したとされる点だけでなく、ギリシャ国債の格付に関するこうした見通しを挙げる向きが多い。ECBは一時的にギリシャ国債を担保として受け入れられない局面があっても、「債務交換」後の新ギリシャ国債(あるいは既存のギリシャ国債も含めて)を適格担保として受け入れうることとなるからである。同様に、他の債務問題国に対しても同様な「債務交換」が採られたとしても、格付会社が同様な考え方を維持してくれる限りは、ECBは金融機関に必要な資金供給を続けることができ、金融システム安定を支えることができる。

このことは、欧州債務問題においてしばしば問題視された格下げと市場の不安定化のspiralと異なる動きであり、仮にECBを含む当局と格付会社が事前に密接な意見交換を行った上でこうした対応が採られたのであれば建設的な動きと評価することができる。その上で、以下の留意点を指摘しておくことも必要であろう。

第一に、格付会社のこうした対応は、「債務交換」を巡る官民双方の関係者による調整を円滑化することが期待される一方、「債務交換」の濫用に対する歯止めをかけておくことも重要である。「債務交換」により、債務問題国の債務負担を軽減することは、

当該国の債務返済能力に疑念が生じている場合一つまり、solvencyが問題になっている場合一には有効な処方箋となりうる。しかし、債権者が公的部門であるか民間部門であるかを問わず、債権の一部放棄が債務者によるモラルハザードを惹起することは否定できない。また、現在の局面でより重要なことは、前節で見たcontagionとの関係であろう。つまり、「債務交換」を行いやすい環境が整うということは、このような措置が他国にも適用されていくという思惑に繋がるリスクが存在する。そうなれば、欧州の金融機関に対する信認にも次第に無視し得ない影響が生じうることを十分に認識しておく必要がある。

第二に、ECBの担保政策と格付との関係を見直すことが必要となろう。もちろん、格付会社が様々な情報や債務者との面談等を通じて付与する格付は有用な知見であり、ECBに限らず中央銀行がその利用を完全に止めることは、現時点では現実的ではない。しかし、欧州の債務問題国の状況に関しては、ECB自身がIMFやEUとともに「トロイカ」の一角として金融経済プログラムのサーペイランスに携わる以上、格付会社以上の情報や知見を有しているはずであり、これを担保政策に活用することは当然に考えられる。こうした「内部情報」をもとに問題国債務の担保としての適格さを判断すると、金融市場でパニック的な反応を招くことへの懸念があるのかもしれないが、IMF/EUによる金融経済プログラムの下にある国々の状況はプログラムのレビューを通じて随時公表されるだけに、ECBの対応が金融不安のトリガーを引かない制度設計は可能であるように思われる。

EFSFの機能強化

今回の合意内容のうち、EFSFの資金規模(最大4400億ユーロ)が拡大されなかったことには批判的な指摘が目立つ。先に述べたように、少なくとも実体経済の面からみると、ギリシャ以外の国々にも追加支援策が必要となっていく可能性は残存しているだけに、その意味でこうした批判には一理ある。しかし、ギリシャ政府の資金繰りは、IMF/EUの追加的資金支援に加え、民間債権者による「債務交換」によって改善するし、EFSFによる融資金利の引下げはポルトガルやアイルランドにも恩恵をもたらす。それ以上に、先に見たように、EMU諸国の政府にとって財政資金の追加投入は極めて困難であったとすれば、contagionのリスクにpre-emptiveに備えるべき、といった理想論を望むのはこの時点では非現実的ということであろう。

もっとも、EFSFの機能の面では、Barroso委員長が用いた“increase flexibility”という控えめな表現を超え、潜在的に重要な変更に関する合意が成立した。具体的には、EFSFによる債務問題国への融資金利をEUによる国際収支支援プログラム(現在は3.5%)並みに引き下げることに加え、①流通市場からの国債の買入れを行う、②域内政府への融資を通じて、当該国の銀行に対する資本注入を行う、③(これらの対応を含め)pre-emptiveな対応を行う、といった新機能を追加することである。

このうち①は、昨年6月以降SMPを通じてこうした機能を提供してきたECBが従来から強く主張してきた点であり、その意味では今回の追加支援策に対するECBの支持を引き出す効果もあったかもしれない。また、国債買入れの目的は金融システムの安定にあり、従って、実際の発動には、contagion防止の観点でのECBによる市場分析の結果やEFSFメンバー国の判断が条件とされている。しかし、少なくとも結果的には、EFSFによる欧州での財政資金の配分機能の強化に道を拓くことが考えられる。EFSFは、昨年発足時から、自ら債券を発行して調達した資金を用いて債務問題国に融資を行う点で、EMU域内での財政資金の配分機能を事実上有していた。これまでは、こうした融資は、IMF/EUによる金融経済プログラムの実施を前提に

その枠内で実施されてきたが、今後は、上記③によって対象国やタイミングに関する制約が緩和された状況で行いうる。もちろん、債務問題国の国債を流通市場で買入れても、直接の便益は民間銀行や民間投資家に対してもたらされる。しかし、これによって市場のストレスが緩和されれば、国債の利回りが低下することで、債務問題国の国債費を圧縮したり、国債の市中発行を円滑化することを通じて、当該国の財政状況に貢献することは明らかである。こうした間接的ではあるが金融危機の下で無視し得ない効果を含めると、EFSFの機能強化が、EMU内での財政資金の配分機能強化に繋がることが理解されよう。

上記の②も、金融システムに問題を抱えるにも拘わらず、財政赤字等の制約によって政策対応が採りにくい状況に置かれた国の政府を財源面でサポートする点では、前節にみた①や③と同じく、域内の財政資金の配分機能強化に資する意味を持つ。しかし、②がそれ以上に重要な点は、銀行監督におけるEMU域内の統合にも影響を与える点ではないだろうか。現在公表されている基本的な合意内容の中では、②がどのようなプロセスや条件で実施されるかは明らかにされておらず、こうした具体的内容は今後の当局による検討に委ねられることとなろう。ただし、EFSFのそもそもの目的や、各国政府の共同での債務保証によって調達される資金の性質を踏まえれば、欧州の金融システム安定に影響を及ぼすことが懸念されるケースを対象として一しかも上記の③を考慮すればpre-emptiveな形で一金融機関への資本注入を(母国政府経由で)行うことに活用されるであろうと推察される。だとすれば、その発動に際しては、当該国の監督当局の判断とともに、ESRBあるいはその中心にあるECBやEBAの判断が重視されると考えるのが自然ではないだろうか。こうして、②は、長い目で見て、銀行監督におけるEMU域内での一層の統合を促しうる面があることが理解されよう。

おわりに

この3ヶ月間続いたギリシャ情勢の不安定化や他の債務問題国へのcontagionの兆しなどを映じて、エコノミストや市場関係者の間ではユーロに対する懐疑的な見方が一層強まったようだ。

しかし、本稿でみたように、ギリシャのような国の問題がcontagionを生ずるリスクを抑制するための備えが加わりつつあり、自発的な「債務交換」も慎重に使えば処方箋の一つとなりうる。さらに、長期的な視点でいえば、ユーロの懐疑論者が最も強く問題視する財政政策の不統一(あるいは金融監督の不統一も含む)についても、EFSFの機能強化という地味な形ではあるが、重要な前進に繋がらう改訂が実現しようとしている。

読者はこうした政策対応が遅すぎると批判するかもしれない。実際、今回のギリシャ情勢の不安定化に際しても、対応策を巡る意見の調整は、市場の視点からは“painfully slow”であった。その点自体には反論のしようもないが、筆者には、EMUが分解の方向ではなく、むしろ統合強化の方に極めて緩やかではあるが動き続けているように思えてならない。

文責:井上哲也
(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著作者が保証するものではありません。記載された意見は著作者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融市場研究センターのものではありません。本稿は、著作者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします