

今回のEUサミットは、域内諸国の財政規律の強化に向けた対応の提示や、ESMの先行的稼働を中心とする危機対策の強化さらには、IMFに対する域内国による資金拠出による債務問題国向け対応の面で、少なからぬ成果を挙げたと言える。合わせて、こうした対応が、ECBによるサポートの柔軟化や域外国による支援を促す効果も無視し得ない。もっとも、財政規律に関しては、EMUの通貨統合としての安定性を高めていく点で、「共同債」のアイデアも含めて財政統合の推進という難しい課題を抱えている。また、危機対策の面でも、自己資本の強化や「不良債権」の分離などの対策を通じて、銀行機能の維持を同時に追求することが求められる。なお、債務問題国をEMUから離脱させることは処方箋となりにくい面があるが、EMU内に止めながら”two-speed”に配慮した扱いを行うといった案は考えられる。

はじめに

Sarkozy仏大統領が、「欧州に次(のチャンス)はない」と表現したほど差し迫った状況で開催され、初日(8日)に文字通り夜を徹する会議となったEUサミットもヤマ場を超えたようである。事前の様々な観測報道によって、国際金融市場には相応の期待が広がっていただけに、むしろ、成果が得られない場合の反動を懸念する向きもあったが、取り敢えずは、反応も抑制的であるようだ。本稿では、この重要な会合による主な合意事項を取り上げ、その意味合いと残された課題を検討する。

財政規律

欧州危機の核心の一つが、財政規律の喪失にあることに異論はないであろう。しかも、後に見るように、様々な危機対策のために域内外から様々なサポートを受ける上でも、財政規律を強化することは不可欠である。従って、財政規律をどのように回復し、それをどのように維持するかという古くて新しい課題が、今回のEUサミットの中心的なテーマとして意識されていた訳である。

そのためには複雑なスキームなどは決して必要なく、シンプルかつ愚直にフローの財政赤字を抑え、それが蓄積しないようにすることが財政規律の強化そのものである。このため、今回のEUサミットに先立つ議論の中でも、この点に関しては、新たなアイデアが示されるというより、財政規律を支えるための既存の枠組みである成長安定協定(SGP)を、より実効性の高いものにするための意見が示されていた。

実際、Van Rompuy大統領がEUサミットの成果として本日(9日)早朝に発表した報告によれば、①各国予算のEU委員会による事前承認制度の導入、②国債発行計画の事前報告制度の導入、③構造的財政赤字の上限設定、④協定を遵守できない場合の罰則規定の自動的適用、といった、欧州危機以前から議論されていた様々な案が、新たな装いの下で取り込まれている。

これに対し、国際金融市場では、SGPが長年存在してきたのに有効に機能しなかったという理由で、上記の合意事項の実効性に対する根強い疑念があるようだ。実際、今回の合意事項の下でも、望ましい債務残高の具体的な水準などについては来年へと結論が先送りされている。

それでも、本稿の冒頭に述べたように、欧州首脳の危機感はいつになく高かった。加えて、財政規律の問題がアドホックに取り上げられてきた従前とは異なり、ぼんやりとはあるが、財政統合への道が意識される下での議論という、新たな段階に入ったことの意味合いは小さくない。こうして、今回のEUサミットは、財政規律の面で現時点で可能な内容を達成したと言っても良いのではないか。

危機対策

現在のように、いくつかの国の財政が破綻状況にあり、これらの国の国債からそれ以外の国の国債へとソブリンリスクが伝播を続けている下では、もちろん、EUサミットも上記のような長期的な対策だけに取組みればよい訳ではなく、有効で迅速に活用しうる危機対策を示すことも求められていた。

これまで困難な課題となっていたのは、資金規模の確保である。すなわち、債務問題国の財政を一時的に支えるためにも、国債を買い入れて市場の安定を回復するためにも、既存のスキームでは早晩資金不足に陥ることが明らかであった一方、それを供給してくれる主体を見いだすことは困難であった。特に、10月のEUサミットで合意されたEFSFにおけるレバレッジの導入が、新興国政府や民間投資家の関心を得ることができずにいったん頓挫する一方、国債買入れを、ECBが財政ファイナンスの禁止という制約の下で限定的に担うという、あまりsustainableとは見えない対応で何とかしのいできた訳である。

このため、まずは、域内諸国による債務保証を拡大することで、EFSFの資金規模を拡大する案が目された。しかし、国債市場の動揺が域内中心国にも及び、これらの国々による債務保証の拡大にも制約が意識されるようになった。同時に、主要な格付会社が格下げの姿勢を見せたことも、この案の可能性を減退させた。対照的に注目されるようになったのが、ECBによる資金供給である。もちろん、ECBに上記のような制約がある点を考慮して、ECBがEFSFないしIMFによる危機対策のために資金を融通するアイデアである。

昨日(8日)の記者会見でのDraghi総裁を含めて、ECBがこうしたアイデアに強い反対姿勢を示していることもあって、今回のEUサミットでは、EFSFにおいてレバレッジの活用を目指すという方針に戻っている。もっとも、これが短期的には実現しがたい状況にあることも踏まえて、当初は2013年に導入される予定であったESMを1年程度早く導入し、当面は両者を併存させることで5000億ユーロの資金供給能力を維持する案を示している。このESMは、本来は常設スキームであるが、短期的な危機対策にも使用しようということのようだ。因みにこの点も、既に数日前には欧米メディアが大きく報道し、国際金融市場は好反応を示していた。

また、IMFとの関係でも、ECBではなく域内国が2000億ユーロ程度の資金を拠出し、IMFによる債務問題国向けの活動をサポートするとの案を示している。域内国の財政負担が増える点ではリスクも無い訳ではないが、他方で、このようなスキームには優れた点もある。つまり、債務問題国との関係ではIMFがガバナンスを発揮することが期待できるので、第三国(日本や新興国などが考えられる)もEFSF経由よりも資金を拠出しやすくなる可能性が出てくる訳である。つまり、この場合の域内国による資金拠出は、グローバルに見て、資金の「呼び水」としての意味を持ちうると思われる。

これらが実現すれば、最善ではないとしても、10月の時点で想定したのとそう遜色のない規模の危機対策が整うことも事実である。また、前節で見た財政規律の強化の面での相応の前進とも合わせて、ECBにとっては、SMPのような対応が際限なく拡大するリスクが抑制されるだけに、むしろ、”temporary and contingent”な対応という限定付きで国債買入れを柔軟化することに繋がるかもしれない。こうした可能性まで展望すれば、危機対策の面でも、今回のEUサミットが達成したものは必ずしも小さくはないと言っても良いのではないだろうか。

財政規律と危機対策の双方の課題

もちろん、今回のEUサミットの合意内容も、前頁でみたようにポジティブな面だけを持っている訳ではない。欧州危機を直ちに収束に向かわせる力は持たないだけでなく、中長期的に危機を安定させていく上で様々な課題を抱えている。

EMUをより安定的な通貨統合にもって行く上では、財政規律の先に、財政統合というハードルの高い課題が残されている。今回のEUサミットに先立つ時期にも、EFSFの機能の拡張も含めて、「欧州共同債」のアイデアが活発に議論されたし、EU委員会も「green paper」を公表し、「欧州共同債」として考え得るオプションをいくつか提示した。しかし、ドイツはMerkel首相も政府高官も一貫して反対姿勢を示したし、報道によれば、今回のEUサミットでもこの姿勢を貫き、フランスを含む他国が取り敢えず断念せざるをえなかったとされる。

ドイツの強硬な反対には様々な背景が考えられるが、最も蓋然性が高いのは、現在のままで「共同債」を導入しても、結局は経済成長力も含む財政基盤が強く、ソブリンリスクが小さいドイツが大きな負担を背負わざるを得ない状況に陥るという懸念であろう。これまでの欧州危機の展開を見る限り、こうした不安も合理的である。

しかし、仮に財政規律の強化が域内国全体に徹底できる状況になれば、ドイツのこうした懸念が緩和されてゆくことも考えられる。もちろん、そうなれば、理屈の上では「欧州共同債」のような枠組みを常用しなくても、各国が秩序だって市場から資金を調達しうる状況になであろう。その場合は、「欧州共同債」はいわばback-stopといった位置づけとなるのかもしれない。

一方、危機対策との関連でも、銀行機能をどのように維持していくかという難しい課題が残っている。今回のEUサミットでは、民間銀行による債務問題国に対する債務の一部免除(Public sector initiative: PSI)をギリシャ以外には拡大しないことを示唆した以外、この課題に大きな前進は見られなかったようだ。昨晚のDraghi総裁の記者会見に関する「金融市場ノート」でも論じたように、欧州の銀行システムでは、危機前に積み上げた資産の圧縮だけでなく、保有国債による自己資本の毀損や欧州監督当局による自己資本賦課の強化などに対応するため、大規模なde-leverageが進行する可能性がある。これ自体は避けがたいとしても、ペースを適切に制御しないと、金融システムと実体経済との負のスパイラルが深刻なものになりかねない。

この点に対する処方箋の一つは、政府による資本注入である。実際、10月のEUサミットでは、各国政府に加えて、EFSFにもこうした機能を付与するという合意が成立した。しかし、その後も運用面での実務的検討といった動きは少なくとも外部からは観察できず、依然として実績のない状況が続いている。EBAが、域内主要銀行の自己資本不足額を明らかにした以上、市場調達に対するバックアップの意味でも、早く機能しうる状況にすることが大切ではないだろうか。

自己資本増強が「分子」の対応である一方、銀行が「不良資産」を外すための枠組みを用意することも、「分母」の面での対応として同じように意味を持ちうる。実施主体はともかく、上に見たような債務問題国の国債買入れは、銀行の「分母」からソブリンリスクを除くという点でも意味のある危機対策である。これも、10月のEUサミットでEFSFに新たな機能として付与されたものの、結局は、ECBがSMPIによって事実上この役割を代替してきたのも既に見た通りである。この面からも、EFSFやESM、ECBの各々の役割や制約を考慮しながら、当面持続可能な形での国債買入れの枠組みが求められる。

Two-speed Europe

読者は、債務問題国への対応を殆ど議論していないが、それでも大丈夫か、と思われたかもしれない。実は、今回のEUサミットは、意図せざる形で、この問題を考える上で興味深い問題を提起している。

報道によれば、今回のEUサミットでは、これまで述べてきた内容の大部分について、条約の変更という最も重い形での対応とすることが目指されたようである。しかし、かねてから欧州の統合強化に否定的な英国は、シティに対する規制強化に繋がることを懸念して拒否権を発動したとされている。こうした動きには、スウェーデン、ハンガリー、チェコも追従の動きを見せているとされ、FT紙(電子版)は、先にSarkozy仏大統領が使った表現を流用して、「two-speed Europe」の実現と報じている。

もつとも、Sarkozy大統領がこの表現を使用した際には、欧州域内に経済成長力や対外競争力などの面で異なる2つのグループが存在することを前提として、異なる政策対応の必要性を示唆したものであった。これを受けて、市場では、EMUを債務問題の深刻な国とそうでない国に分割し、前者については、ユーロ発足前のERMのようにある程度の為替変動を認めることで、不均衡調整手段として活用してはどうか、といった議論もみられるようになっていく。

こうした議論が正しいのであれば、仮に、英国等による新たなsmall unionができた場合、債務問題国は、EMUを離れてこれに加われば良いと思えてくる。しかし、FT紙が報道する上記の4ヶ国は、いずれもEMUに加わっておらず、自国通貨を持っている国々である点に注意する必要がある。英国による拒否権発動の理由を考えれば、仮にsmall unionができて、これら4ヶ国が統一通貨を持つことは考えにくい。従って、例えば、ギリシャがEMUを離れてこのunionに加わるとすれば、ユーロから「ドラクマ」への転換を伴うことになる。これが、ギリシャの金融システムにとって、いかに深刻な事態を招きうるかは改めて議論するまでもないであろう。

ただ、こうした単純な脱退とか加盟では対応できないとしても、欧州の債務問題国の一部には、数年といったタームで経済構造改革を実施しても、経済成長力や対外競争力を十分に具備するのが難しいと思われる先が存在することは事実である。こうした国々に対して、先に述べたような財政規律を最初から要求することは現実的ではない。このため、こうした国々はEMUのメンバーとして維持するとしても、他の国々に適用されるルールの一部をwaiverすることが現実的かもしれない。その意味では、EMUの内部にtwo-speedを反映したグループが事実上形成されることは考えられるし、むしろ望ましい面もあろう。

おわりに

年末を控えて金融市場の動揺が懸念されていただけに、先頃の主要国中央銀行によるドル資金オベの強化と合わせて、EUサミットが取り敢えずの成果を示したことはencouragingであった。もちろん、欧州がその先の課題にも次々に対応していくことが求められていることも事実である。

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長)

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ITイノベーション研究部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