

欧州債務危機は第2ステージへ

一 強まる金融システム不安

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

ギリシャの債務問題に端を発した欧州債務危機はイタリアに波及し、フランス、オーストリア、そしてハンガリーなど東欧諸国にまで伝播しようとしている。この時点で欧州債務危機は第2ステージに移行したと言え、債務危機から金融危機の様相が強まってきた。債務危機から金融危機への流れを助長する一因となったのが、リーマンショック以降の世界的な金融規制にある。同規制は金融市場の要となる流動性の低下と資産圧縮につながり、国際金融ネットワークを収縮させる一因となっている。

欧州全域がソブリンリスクに包まれている中、政策対応として財政支出というカードはない。残るカードは金融政策であり、追加利下げに加えて発行市場での国債直接買取りなど徹底した緩和措置が求められる。追加のカードがあるとすれば金融規制の弾力化であるが、金融機関救済を連想させるような措置は支持されにくい状況にある。個々の問題を乗り越えて全体最適の観点から政策を実行するのが政治であり、今こそ強い政治のリーダーシップが求められる。

■ 加速する危機の伝播

ギリシャの債務問題に端を発した欧州債務危機はとうとうイタリアに波及し、さらにフランス、オーストリア、そしてハンガリーなど東欧諸国にまで伝播しようとしている。イタリア国債の急落は、英決済サービス会社のLCHクリアネット・グループが同国の国債取引にかかる証拠金を引き上げたことが引き金となった。市場参加者にとって世界第3位の規模となるイタリア国債の急落は、ユーロ圏全体への危機の伝播を連想させるに十分な材料となった。現に我が国でもユーロ圏の国債をポートフォリオに組み込んでいるファンドなどは、組入比率を引き下げるか完全に売却するという行動をとっている。

筆者は以前、ギリシャ危機が同国だけの問題にとどまる限りは大きな事態にはならないものの、スペインやイタリアに危機が飛び火するような場合、大規模なシステミックリスクを引き起こす可能性がある¹と指摘した¹。残念ながら事態はこうしたワーストシナリオに近づきつつある。

ギリシャ問題がイタリアに波及したことは何を意味しているのか、危機の本質はどこにあるのか、危機を収束させるには何が必要なのか、以下で論点を整理してみたい。

■ イタリアへ飛び火したことの意味

一 ギリシャとイタリア、何が違うか

(規模の違い)

イタリアの国債発行残高は約1兆8千億ユーロで日米に次いで世界で3番目に大きい。ギリシャの債務残高と比較すると約5倍、ギリシャ・ポルトガル・アイルランドの3国を合わせても約3倍の規模になる。これだけ規模の大きいイタリア国債だけに、LCHクリアネット・グループによる同国の国債取引にかかる証拠金引上げは国債利回りを7%以上まで急上昇させるインパクトを与えた。

イタリアのプライマリーバランス(利払い前の基礎的財政収支)はわずかながらも黒字であり、財政資金の調達には既発債の借換えに限られている。しかし債務規模がこれだけ大きいとなると、7%を超える国債利回りの水準が続けば利払い能力に対する懸念が強まるのも無理はない。

(国際金融ネットワーク上の位置付けの違い)

筆者が前稿¹でも指摘したように、国際金融ネットワークにおけるイタリアやスペインの位置付けはギリ

¹ 「金融経済レポート No21」(10年5月発表)

シヤよりも遥かに大きいため、危機がこれらの国に伝播した場合、金融市場へ与える影響はギリシヤの比ではない。この点は金融ネットワークの重要度を占めるネットワーク指標からも明らかである²（図表1）。因みに、ギリシヤを始めとする財政懸念国として注目されたPIIGS諸国の中ではスペインが最も国際金融ネットワーク上重要な役割を持っている。スペインの国債利回りも7%突破に迫る状況にあり、同国の銀行セクターの脆弱性を鑑みると国際金融市場に与える影響はイタリア以上と言える。

－ 最大の懸念はフランスへの波及 ～本格的なシステミックリスクへ発展する恐れ

イタリアの重要性は単に国際金融ネットワーク上の位置付けの大きさだけではない。最大の懸念はフランスの金融機関への波及にある。この点はマーケットでも相当意識されているとみられ、イタリア国債が急落すると同時にフランス国債も売り圧力が強まった。フランスの金融機関のイタリア向けエクスポージャー（対民間及び公的部門）は6月末時点で約4千億ドルと海外勢で最も大きい。図表3はPIIGS諸国に対するエクスポージャー及び同諸国の他国向けエクスポージャーを抜き出してネットワーク図にしたものである。同図をみると、イタリアに対するフランスのエクスポージャーが大きい（線が太い）ことがわかる。

さらにフランスは欧州金融安定基金（EFSF）の拠出国であるため、同国への危機の波及は政府保証というEFSFの信用力低下につながり、欧州債務危機の解決に向けた枠組みを揺るがすものとなる。

■ 欧州債務危機の根本はサブプライム問題から続く金融システム問題

－ 欧州債務国は危機の主犯か？

上記のように、ギリシヤ問題に端を発した欧州債務危機はイタリアへ飛び火すると同時にユーロ圏の大国であるフランスにまで波及しそうな状況にあり、その流れはさらにハンガリーなど東欧諸国にも及ぼうとしている。これだけ市場の動揺が続くと「次はどこが国か」という形で危機の当事国探しに目を奪われがちになる。これに対し「ギリシヤやイタリアの財政問題が解決に向かえば一連の危機は収束するのか？」という問いに対しては、筆者は必ずしもYesと言えない。確かにリーマンショック以降、欧州各国で財政の健全性が低下しているのは間違いない。しかしイタリアの場合、債務残高は高いもののプライマリーバランスはなんとか黒字を維持しており、危機のターゲットになるほどファンダメンタルズが悪化しているとは言い難いのではない。

－ 根本は金融システムに対する不安感

ギリシヤの問題が同国にとどまらず欧州全域の問題に波及したのには、サブプライム問題から続く欧米金融システムの脆弱性が根底にあると考えられる。07年に顕在化したサブプライム問題は08年にリーマンショックを引き起こしたが、その後の量的緩和や大規模な公的資金投入により危機は沈静化に向かった。その過程で銀行のリスクエクスポージャーは民間部門から公的部門に大きく依存することになり、リスクの所在は住宅ローンからソブリンリスクに転じた。結局回り回ってリスクの火種はソブリンリスクとして銀行に残ったままであり、ギリシヤ問題がその引き金を引き、今回のイタリアへの波及によってよりシステミックなものに発展したと整理できる。

今回ギリシヤからイタリアに波及した時点で、欧州債務危機は本格的に金融システム危機に転換したといってもいい。ギリシヤやイタリアは云わば群発地震の震源地であり、それらをもたらずプレートの歪みにあたるのが金融システムの脆弱性ともいえよう³。イタリアやギリシヤは銀行が所有するリスクアセットの一つであり、その中の1国資産のリスクが軽減されたからといって金融システムの健全性が回復するわけでは

² 「近接中心性」は他国とどれだけ近い距離にいるかを示す指標。「媒介中心性」は当該国がどれだけハブ的機能を有しているかを表す指標。

³ より本質的な起源まで遡ればグローバル・インバランスがプレートの歪みに相当するとも考えられる。

ない。さらに後述するように、欧米の金融システムは金融規制などによって脆弱性を増しており、わずかなショックでも不安定になる構造となっている。

■ 欧米金融システム不安の背景 ～金融規制による影響

－ 収縮する国際金融ネットワークとシステミックリスクの高まり

市場の不安の根底が銀行システムにある以上、危機の目安は当事国のファンダメンタルズの良し悪しというより、システミックリスクの影響をどれだけ受けやすいかどうかに左右される展開になる。図表2は金融ネットワークのつながりを表す指標（近接中心性、媒介中心性）を時系列にみたものであり、国際金融ネットワークの状態は07年をピークに収縮傾向にあることが確認できる。先のPIIGS諸国を巡るネットワーク図を時点比較しても、ネットワークの線がやや細くなっていることが確認できよう（図表3）。

－ 金融規制がネットワーク収縮の一因に

筆者は国際金融ネットワークの収縮には、リーマンショック以降の国際的な金融規制の影響も大きく関連していると考えられる。欧州連合（EU）は欧州銀行に対し、2012年6月末を期限に狭義の中核的自己資本比率を現行の資産査定基準である5%から9%へ引き上げた。既に欧州銀行は自己資本比率の引き上げに向けて資産売却に動いているとみられる。さらに金融安定理事会（FSB）は金融システム安定に重要な巨大金融機関を対象に自己資本比率を通常の手銀行より1～2.5%の上積みを求める規制を2016年から実施する。対象は、米国8社、欧州16社、アジア4社（日本3社）の28社であり、欧州銀行が最も多く、欧州銀行はEU基準と巨大金融機関の上乗せ規制の2段階で対応を迫られることになる。

金融市場が緊張状態にある中でこうした金融規制強化の動きは、資産圧縮の動きを加速させ、金融市場を一層不安定にする要因となっている。

－ リスクテーカー不在によるボラティリティの増加

昨年7月に米国で金融規制改革法（ドッド＝フランク法）が成立し、銀行の自己勘定部門での高リスク投資の禁止（ボルカー・ルール）が盛り込まれた。同法成立を受け、モルガンスタンレーやゴールドマンサックス、シティグループなど大手投資銀行は、自己勘定部門の閉鎖を余儀なくされている。

同法案成立以降、株、債券、為替以上においてボラティリティが著しく高まっている。その一因として、これまで各市場で最大のリスクテーカーとなっていた投資銀行の自己勘定部門の縮小・撤退が指摘されている。金融市場では、顧客が大口の注文を出した際の潤滑油としてリスクテーカーの役割は重要である。投機的な売買を抑制して市場価格の安定化を目指したはずが、かえって市場の乱高下を助長する要因となっている。「過度な投機」とマーケットの潤滑機能を果たすような「最低限の投機」の線引きは非常に難しく、現在のようなストレス時では後者の不在によって市場を不安定にしている。

■ 残った政策は何か ～ナローパスを探る

－ 各国の個別対応では限界 ～金融システム回復に焦点を当てる

（ECBによる徹底的な金融緩和）

上述のように、ギリシャの問題がイタリアに波及した時点で事態は財政危機から銀行危機の様相を呈している。市場の懸念は金融システムにあるため、欧州各国が個別に財政再建に取り組むだけでは市場の信用は回復できない。

今後の対応策については、リーマンショック後に財政出動と金融政策という2枚の政策カードを切っているため、取りうる選択肢は限られる。1枚目の財政支出はすでにソブリンリスクとしてリスク転化されてしまったため、さらなる支出拡大は自殺行為になりかねない。一方、2枚目のカードである金融政策について

はまだ使い切っていない部分があり、徹底した緩和措置を行う必要がある。ECBは11月に0.25%の利下げを行い、政策金利を1.25%とした。追加利下げの余地はまだあるため、今後更なる緩和措置が求められる。さらにECBによる国債買取りも継続する必要がある。これまでECBは流通市場でイタリアやスペインの国債を購入してきたが、発行市場での直接引受けという手段も検討の余地がある。

(金融規制の弾力化)

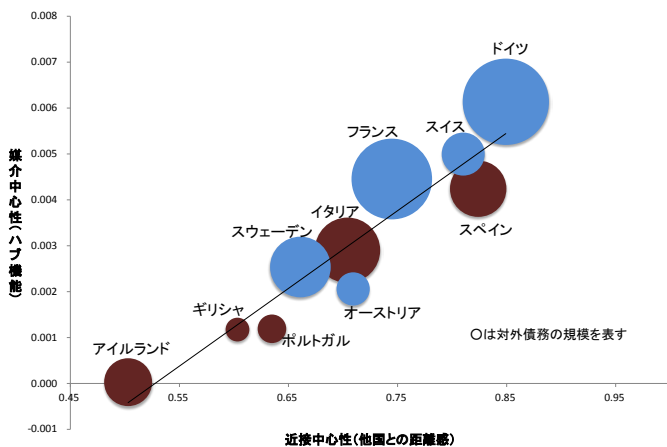
3枚目のカードがあるとすると、それは金融規制の見直し・弾力化であろう。現在銀行は金融規制に備えるべく資本増強に必死になっているため信用収縮に歯止めがかからない状況にある。ストレス時での金融規制の強化はシステミックリスクを増大させる要因となる。

– 最も必要なのは政治のリーダーシップ

欧州のみならず世界経済で今最も懸念されるのが政治のリーダーシップの欠如である。欧州の場合は各国の足並みが揃っていない点であり、先のECBによる徹底した金融緩和もインフレを嫌うドイツが抵抗する可能性がある。またウォール街のデモに象徴されるように、金融機関に対する批判が日々強まっていることから、金融規制の弾力化といった金融機関救済を連想させるような措置は支持されにくいだろう。

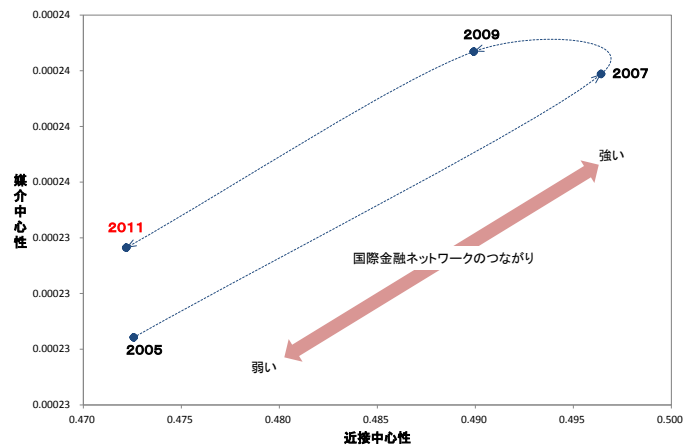
個々の問題を乗り越えて全体最適の観点から政策を実行できるのは政治の役割である。ナローパスを探り当て実行に移す強い政治のリーダーシップが求められる。

図表1 各国の金融ネットワーク指標 (11/6)



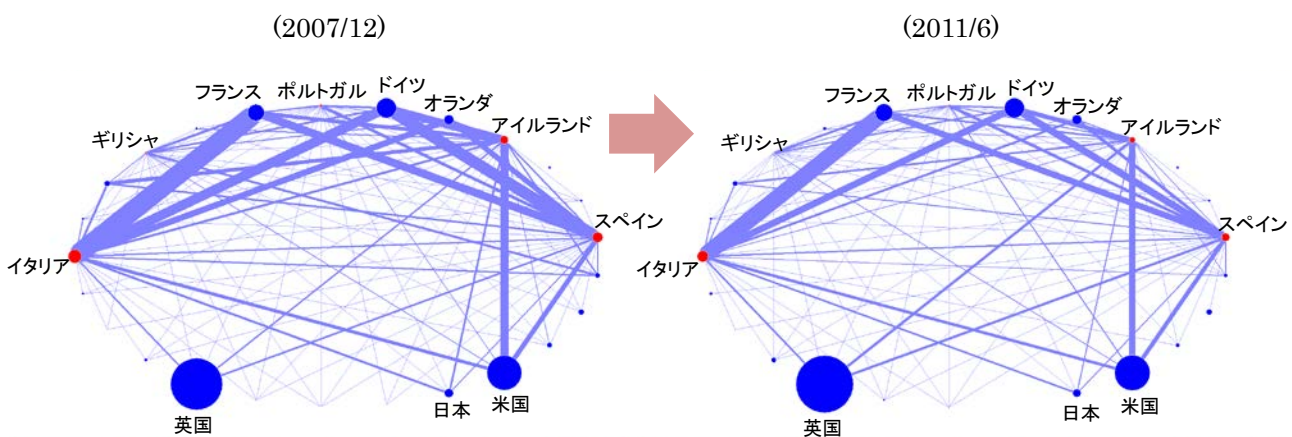
(出所) BIS「国際与信統計」をもとに作成

図表2 金融ネットワーク指標の時系列推移



(出所) BIS「国際与信統計」をもとに作成

図表3 PIIGS諸国向け銀行エクスポージャーのネットワーク



(出所) BIS「国際与信統計」をもとに作成