

解決へ向けて大きく前進する欧州ソブリン危機

井上 武

正念場を迎えるユーロ

ギリシャ支援を巡って議論が紛糾する中、2011年7月に入ってイタリアの国債が急落を始めた時、欧州だけでなく世界中の投資家が背筋に寒気を感じたに違いない。イタリアの国債残高は欧州では最大の1.6兆ユーロで、ギリシャの5.5倍、スペインの2.5倍である。残高が大きく主要指数にも組み込まれているため保有している投資家も多い。

イタリアは近年の財政改革の取り組みによってEU加盟国の中では珍しくプライマリーバランスがプラスの国であり、政府の債務残高は今後、減少する見通しでもあったため、比較的安心して国債を保有していた投資家も多い。しかし、それも債券市場の動向次第である。調達金利の上昇による財政の悪化は、債務残高が多い国ほど急激であるから、一旦、金利上昇のスパイラルに入れば、自己実現的に財政が破たんする道へと突き進むことになる。

ギリシャ問題の波及が不安視されているスペインに続いて、ユーロ圏の中核を占めるイタリアにまで懸念が広がれば、ユーロ加盟国はもとより、欧州連合をもってしても対応が困難な事態となることが予想され、通貨同盟そのものの崩壊、さらには欧州連合の崩壊という最悪のシナリオが現実になるかもしれない。

恐れるべきは恐怖そのもの

欧州委員会のバローゾ委員長が、大恐慌の時に就任した米フランクリン・ルーズベルト大統領の言葉を引用し、「今、欧州が唯一恐れるべきは恐怖それ自身である」と述べたように、今回の市場の混乱は、欧州各国首脳がギリシャに対する第二次救済案の取りまとめに難航し、欧州の対応能力に対して不安や苛立ちが市場に蓄積していく中で、一部投資家による国債の売却や国内政治家の進退問題など些細なことをきっかけに市場に一気に恐怖が広がった結果といえる。

このような中、銀行を監督する欧州銀行機構は7月15日、域内主要銀行のストレステストの結果を開示した。欧州のソブリンの問題は、銀行の資金調達コストの増加を通じたフロー（収益）への影響だけでなく、保有資産の劣化というバランスシートの問題にもつながってきている。今回のストレステストでは、依然として銀行勘定で保有する国債の評価にデフォルトをほとんど織り込んでおらず、結果の信頼性については疑念の声がある一方で、対象となった90行全てについて、公共向けだけではなく民間向けや金融機関などに分けて、地域別の債権の保有状況が開示された。透明性の向上によって市場の不信を取り除くことを狙ったものと思われる。

これらの情報は各社の年次報告書でも集めることが難しい情報であり、今回の開示によって、欧州の銀行が抱えるソブリン・リスクの状況や、地域別に債権債務関係がどのように絡み合っているのかが明らかとなった。

長期的、包括的な戦略に動き出した欧州

現在、欧州に必要なのは、透明性を高める一方で、投資家の恐怖を取り除くべく、包括的かつ長期的な観点と実行可能性を持った対応策を明確に打ち出し、そして政治的なリーダーシップをもって断行することといえる。

7月21日に発表されたユーロ圏首脳会合の内容は、そうした方向に大きな一歩を踏み出したものと評価できる。これまで支援対象国への融資に限定されていた欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能は大幅に拡充され、支援対象国以外も含めた金融機関への資本注入や市場を通じた国債の買い取りの機能も加えられる予定である。今回のイタリアのケースのように、市場の一時的なパニックにも対応できるユーロ圏レベルの包括的なソブリン危機対応ツールがようやく出来上がったと言えよう。また、欧州投資銀行（EIB）や欧州連合の資金を支援国の長期的な経済競争力の強化に利用していくことも提案されている。

ストレステストによる透明性の向上と、危機対応能力の強化によって欧州のソブリン危機への対応は解決へ向けた大きな山場を迎えていると言えよう。残るのは政治的なリーダーシップである。上記の合意内容を進めるためには、最終的には各国レベルでの議会の承認などが必要となる。政権与党が劣勢でポピュリズムに向かいやすい国が多い中、短期的な観点ではなく、欧州連合、経済通貨同盟の将来を見据えた議論で国民を説得し、各国間の政治的連合（ポリティカル・ユニオン）を醸成できる強力なリーダーシップである。大国であるドイツ、フランス、英国の政治家の覚悟が試される。

グローバルに進む財政問題への対応

2007年以降の金融危機、経済危機を経て、財政の問題は今やグローバルな課題となっている。ドル圏、ユーロ圏、円圏という3大経済圏の中では、混乱がまだしばらくは続くと考えられるものの最初に本格的な解決に乗り出したのはユーロ圏であり、景気を配慮して財政赤字の削減にこれまで消極的であった米国も債務上限の問題から財政赤字の削減に大きく舵を切り始めた。財政問題への対応では日本が出遅れた状況になってきている。もちろん現在の日本にとって復興支援のための財政出動は喫緊かつ重要なことである。しかし、一方で、世界最大の政府債務を抱える日本への恐怖の伝染を防ぐためには、国債の長期安定的な調達へ向けた対応やプライマリーバランスの改善など、長期的に財政問題を克服するための道筋を早めに付けておくことも忘れてはならない。