

コメント1「ユーロ危機における市場との対話の難しさ」

伊藤忠商事チーフエコノミスト 中島精也

今回のユーロ危機について、まず、マーケット・エコノミストの立場から私見を述べ、その後、講演者のスピーチ内容につきコメントしたい。

EMUが最適通貨圏でないことは設立当初から認識されていたし、いずれその矛盾が露呈するのは不可避であった。実際、ユーロ誕生後、ユーロ圏各国のインフレ格差が広がっていったが、それを是正する手段はとられず、ギリシャ等の周縁国は競争力の低下が進行していった。

ユーロ危機は一次的にはリーマンショックに誘発された側面が強いが、根っこにはユーロ誕生後に進行した周縁国の競争力の喪失という問題に大きく依存する。よって、いずれかのタイミングで起こりうるショックに対して、それを吸収、解決するメカニズムが不可欠であったが、それが整備されていなかったところに致命的な欠陥があった。20年前にドイツ連銀を訪問したとき、面談した某局長は「歴史上、政治統合なき通貨統合は成功したためしがない」と欧州通貨統合の制度的欠陥を指摘していたが、今回のユーロ危機を見ると、彼の悲観的な見通しが現実のものになったと言える。

しかし、現実にはユーロ危機が起こってしまった以上は、遅ればせながらも制度的欠陥の修復に動かねばならない。それは救済メカニズムの構築と、より長期では財政同盟・政治同盟の創設である。しかし、制度改革には時間がかかるので、その間は市場を上手く制御しつつ、制度改革を進めることが重要であるが、ギリシャ問題の発生以降の動きを見ると、市場との対話、コミュニケーションが上手く行かず、逆に市場の攻撃に晒されて危機が進行していった。

市場経済を前提とすれば、政策効果をあげるためには、市場との対話が重要であるの言うまでもない。誤ったシグナルを市場に送ると、政策効果は無に帰する。数十年前の金融市場自由化の初期の段階では、金融、為替、財政当局者と市場との対話が上手く行かず、市場が荒れた場面が多かったが、最近では経験の積み重ねから、そういうことは少なくなった。特に、金融政策面では、市場に政策意図を正確に理解させて、最大限の政策効果を上げようという意図が明白である。最近のインフレ目標(goal)の設定や時間軸効果(commitment policy)の採用がそれである。

しかし、ユーロ危機に関しては制度の不備という問題を抱えているため、その解決に当た

っては政策に長けた官僚よりも政治家の声が大きくなる傾向がある。しかし、政治家は市場よりも有権者の声に敏感に反応する。いわば市場音痴の政治家が今回のユーロ危機の主導的役割を担ったことが、ユーロ危機を一層深刻なものにしたと言えよう。

市場でユーロ危機の進展を見てきた立場から 3 点感じたことを申し上げたい。1 つは 2009 年に前政権のギリシャ財政赤字の改ざんをパパンドレウ首相が暴露した時点。透明性、かつ信頼できる政権というイメージを与えようとしたのかもしれないが、市場は財政赤字の大きさに驚愕し、最早、EU の支援なくしてはギリシャの自力での解決は不可能と即座に判断したが、パパンドレウ首相は自力での解決にこだわり、時間を浪費したために、市場の動揺が拡散し、ポルトガルやスペインなど他の周縁国に伝染していった。市場と政治家との間で時間の観念、スピード感の違いが問題を深刻化させた例である。

第 2 は第二次ギリシャ救済プログラムで PSI が採用されたこと。確かに、税金でギリシャを救済して、その結果、恩恵を被るのが民間投資家という図式は納税者には受け入れ難いものである。よって、公平の観点から、民間投資家も応分の負担をすべきと政治家が主張するのは心情的には理解できる。しかし、民間投資家である銀行や年金ファンドは国債の買い手でもある。今回のギリシャ救済プログラムの一つである PSI は自主的という名目の元で、実質的に損失を強制するものであることは明らかだ。一方で損失を強制され、他方で保険商品である CDS を発動できないことは二重の損失となってしまう。

しかも、新旧のギリシャ国債の交換という形でヘアカットを強制されるわけだが、ヘアカットが当初は 20% だったものが、50% になり、最終的には 53.5% で決着、また受け取る新規国債の金利が低いということで、トータルで更なる損失が生じることになってしまった。これでは民間投資家が国債離れを起こしてしまうのも無理ない。この国債離れの結果、周縁国の国債金利は急騰してしまい、ユーロ危機は財政赤字の問題から債務危機へと進化していった。民間投資家が国債離れを続ける限り、公的資金で国債の買い支えをやるしかない。PSI は非常に問題含みの政策であった。

第 3 は EFSF や ESM など救済機関の火力を高める動き。仮に国債離れが生じて、救済機関が十分な火力を有して、国債の借り換えなどに問題が生じないと分かれば、投資家は再び国債市場に戻ってくる。逆に火力が足りないと判断すれば、投資家は、益々、国債の売りを強める。これは政府と市場との駆け引きと言える。EFSF と ESM の火力を単純に合計すれば 7500 億ユーロだが、メルケル首相が上限は 5000 億ユーロという立場を表明すると、市場は火力不足として攻撃を仕掛ける。国内の政治事情があるのは分かるが、小出し政策では効果は上がらない。大きな火力を用意すると、実際に使用する金額は小さくて済む。

ユーロ危機を通して、市場とのコミュニケーションが上手くなかった点を指摘したが、その中で ECB が昨年 12 月に 4890 億ユーロという巨額かつ、3 年の長期資金を供給するという大胆な政策を実行したことは高く評価できる。市場が予想した以上の資金供給だったので、欧州の民間銀行が破綻するという市場の見方が消滅してしまったからだ。これは市場との対話が極めて重要な一例である。ユーロ危機を封じ込める努力がこれからも続けられるが、市場との対話を重視する姿勢が、ユーロ危機の解決に貢献するという事実を政治家は肝に銘じるべきである。

講演者の発言内容はユーロ危機の原因、その対策、そしてユーロの将来という 3 部作になっている。基本的に異論はないが、市場の視点で興味を引いた箇所につきコメントする。Bekx 氏は p.5 でソブリン危機、銀行セクターの脆弱性、景気減速の悪循環を指摘しているが、市場の立場からは先ず、ソブリン危機を封じ込めることが全てであり、今は火力を高めることを早急に決断すべしである。次に銀行の資本増強はショックへの抵抗力を強めると言う意味で重要だが、それを実行するタイミングにも注意すべきである。性急に実行すると、銀行は資産圧縮に走り、貸し出しを抑制して景気悪化に拍車をかけるリスクがあるからだ。

Rawlinson 先生はユーロ危機が進展する過程で、政策サイドの透明性の欠如、政治家同士の意見の対立などが市場の不信を招き、結果的に、市場が債務リスクを再評価することで、金利上昇が生じて、危機が深刻化していったことを指摘している。今回のユーロ危機では政府サイドでの市場軽視が危機を深刻化したことを考えると、まったく同感である。政策当局者は常に市場がどう反応するかを予想しながら、発信に努めなければならない。次に銀行規制に関しては、1 つは貸出抑制につながらないように注意して進めるべきであること、第 2 は資本不足の銀行があれば早めに公的資金の注入を行い、市場に隙を見せないことが大切だ。

尾上先生は ESM などの金融支援構想を有効にするには財政統合、政治統合の必要性を指摘している。ESM は通貨統合の制度的欠陥を修復するには不可欠なアイデアであるが、その性格が資金移転同盟となれば、ドイツ国民の反発が大きくなるだろう。ESM はユーロ圏が財政同盟へ進む前段階で、加盟国に債務問題が生じたときに、資金支援を行い、ユーロ崩壊を回避する時間稼ぎの手段でしかないというのがドイツ人の理解だろう。ESM から財政同盟への深化となると、所得移転の問題が避けて通れない。個人の利害に大きくかかわってくるだけに、統合の理念を国民に納得させるのは容易ではない。国民に受け入れられる統合の深化は時代とともに変化する。為政者にとりそこを上手く捕らえることが大事であり、政治的成果を求めることが優先されると統合そのものが危機に晒される。今回のユーロ危機は急ぎすぎた通貨統合の結果であり、これは将来への教訓となるだろう。