
海外経済 ～欧州の財政危機は最悪期を脱したか？～

経済調査部 田中 理

ECBの資金供給で金融市場の不安心理は後退

ギリシャの追加支援を巡る混乱をよそに、欧州の財政危機に対する市場の警戒心が和らいできた。転機となったのは、昨年12月に欧州中央銀行（ECB）が実施した3年物の資金供給オペだ。これまで最長1年だったオペ資金の返済期間を3年に延長。一定の基準を満たす担保と引き換えに、銀行が望む資金の全額を期間中の政策金利と同率で貸し付けする。今年の前半にかけて大量の銀行債の償還を控え、深刻な資金調達難に喘いでいた欧州の銀行がこれに殺到した。初回のオペには523の銀行が総額4,892億ユーロの資金を要請。これはユーロ圏のGDPの5%超に上る巨額の資金が1日で市中に供給されたことを意味する。担保基準が一段と緩和される2回目のオペには、初回を上回る資金要請が集まるとの声も挙がっている。

導入当初は供給された資金の多くがECBの翌日物預金に滞留しており、効果は限定的との評価が多かった。銀行に対する流動性供給に過ぎず、危機の背景にある財政・構造問題への解決策ではないとの意見も目立った。だが、時間の経過とともに様々な経路を通じて効果を発揮し始めている。

なかでも見逃せないのは、流動性資金が呼び水となり、イタリアやスペインの国債利回りに低下圧力が及んでいることだ。危機の波及が懸念されてきた両国が、市場での資金調達から締め出されるリスクが軽減されたことで、財政不安の後退につながっている。また、景気の一段の悪化を食い止める効果も期待できそうだ。信用環境の悪化に歯止めが掛かることで、銀行の貸出抑制姿勢が緩和に転じることや、ECBのバランスシート拡大がユーロ圏要因と受け止められることで、輸出の回復を後押しする可能性がある。ドラギ総裁自身も「ECBの大胆な行動が大規模な信用収縮の発生を抑えることにつながった」と評価している。

改革の手綱を緩めれば危機は再発しよう

では、欧州の財政危機は最悪期を脱したと言えるのだろうか。金融市場の緊張緩和や各国の財政再建・構造改革の取り組みが前進していることで、イタリアやスペインの国債大量償還に対する不安は薄らいでいる。フランスの国債格下げ時に財政救済基金（EFSF）の融資能力が目減りすると懸念も、EFSFが最上位格付けを失った後も調達コストが落ち着いており、杞憂に終わりそうだ。懸案となっていた財政救済の安全網の整備も、恒久的な救済基金（ESM）の導入前倒しや国際通貨基金（IMF）の融資財源の強化に向けた検討が進められており、どうにか形が整いつつある。財政不安の高まりと資本増強を求められた銀行による資産圧縮の動きが加速し、深刻な信用収縮と景気後退を引き起こすとの懸念も、市場環境の改善で後退している。ギリシャが3月20日の国債償還を乗り切り、無秩序なデフォルトに陥るリスクを回避することに成功すれば、今年の前半に集中した財政危機に関連した不安要素の多くは、金融市場で消化される可能性が出てきた。

その一方で、危機の火種も燻り続けている。ギリシャ同様に財政支援下にあるポルトガルが二次支援や債務交換に追い込まれるとの観測が高まっている。二次支援後のギリシャの財政再建の行方からも目が離せない。ECBによる流動性供給策は“痛み止め注射”のようなものだ。金融市場の緊張が緩和したことで財政不安を抱える国が改革の手綱を緩めれば、危機は繰り返し訪れよう。ECBが稼いだ時間を有効に活用し、財政規律の強化と統合に向けた努力を一段と推し進めることができるのか、欧州の政策当局の決意と行動が問われている。

たなか おさむ（主席エコノミスト）