

財政危機が金融危機に発展する時

発表日：2010年5月27日(木)

～1つの事実、異なる結論～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

(要旨)

- ◇ ギリシャ問題が世界経済を揺るがす“真の危機”となるかの分岐点は、財政危機が金融危機に発展するか否かである。金融市場での不安心理の高まりは、あくまでも将来的な債務焦げ付きを懸念したもので、現状で財政危機を原因に欧州の金融システムが傷んでいる訳ではない。財政危機が金融危機に発展する必要条件は、ギリシャ+ α のデフォルトだ。十分条件は、ギリシャ以外の複数の国が市場での資金調達から締め出され、7500億ユーロの金融安定化基金が底をつき、加盟国が当該国のさらなる救済を拒否することである。
- ◇ こうした経済のファンダメンタルズを重視するシナリオが足元をすくわれる可能性は勿論ある。それは金融市場が自己実現的に金融危機を引き起こすリスクである。財政再建の行方やユーロの構造的な欠陥などの不安材料を抱えている以上、何か予想を超えた事態や問題解決を困難にする出来事が出現する度に、市場の不安心理は高まることになる。そして、不安が不安を呼び、売りが売りを呼べば、株価の暴落や国債市場の機能不全によって、実体経済に悪影響を及ぼしたり、ポルトガルやスペインなどが市場から締め出される可能性も否定できない。
- ◇ サブプライム危機から日も浅く、リスクに過敏となった市場はまだ現実には起きていない債務危機の幻想に怯え、自らの首を絞めている。経済のファンダメンタルズと金融市場の見方は時に乖離することがあっても、いずれ1つに収斂するものだ。今後も悪材料の度に市場の不安心理は繰り返されるであろうが、いずれファンダメンタルズを冷静に評価する時がやってこよう。

ギリシャ問題が世界経済を揺るがす“真の危機”となるかの分岐点は、財政危機が金融危機に発展するか否かである。まず事実確認が必要なのは、現状で財政危機を原因に欧州の金融システムが傷んでいる訳ではないことだ。金融市場での不安心理の高まりは、あくまでも将来的な債務焦げ付きを懸念したものだ。その意味で、金融危機が発生する必要条件は、ギリシャ+ α のデフォルトだ。そして十分条件は、ギリシャ以外の複数の国が市場での資金調達から締め出され、7500億ユーロの金融安定化基金が底をつき、加盟国が当該国のさらなる救済を拒否することである。

では、十分条件が満たされるには、どういった事態を想定する必要があるのか。まず、ECBが国債市場での買い入れ額を大幅に積み増しても、ポルトガルやスペインなどの国債発行環境が好転しないこと。その結果、これらの国々がギリシャ同様に市場からの資金調達が出来ない状態に追い込まれること。さらに、ポ

ルトガルやスペインなどが金融安定化基金から融資を受け、それが底をつくと見られる3年+ α の後にも、国債の発行環境が好転しないこと。そのうえで、加盟国が追加融資などで支援を続けていくことを拒否すること。そこに至って初めて、国債保有者である欧州の金融機関、さらには融資実施と国債市場への介入で新たな債権者となったユーロ加盟国政府とECBの資産が傷つくのである。

そして、金融危機に発展しない限りにおいては、現下の財政危機が欧州経済や世界経済に与える影響も限定的である。欧州の景気回復の足取りが心もとないのは言うまでもない。それは財政危機が不安視される以前の段階から分かっていたことだ。財政危機の結果、周辺国での景気の冷え込みは当初想定よりも厳しいものとなることが確実だが、適度なユーロ安と中核国での金利低下が続くことで、ユーロ圏全体でみればプラス影響とマイナス影響のどちらがより大きくなるのか、微妙なところだ。あくまでも金融危機に発展しなければ、という留保条件付きではあるが。

おそらく政策当局のシナリオも上記に近いものだろう。財政政策の一元化や政治統合が難しい以上、現状の政策フレームワークを強化し、各種のセーフティーネットとバッファーで時間稼ぎをするうちに、財政再建や構造改革に道筋をつけられるならばベスト。それが無理ならば、市場の混乱が落ち着いた頃合を見計らって、弱い国のデフォルトや債務再編、場合によってはユーロ圏からの離脱などの選択肢も検討する。

こうした経済のファンダメンタルズを重視するシナリオが足元をすくわれる可能性は勿論ある。それは金融市場が自己実現的に金融危機を引き起こすリスクである。ユーロという壮大な実験装置は試作品段階で、数々の欠陥を抱えているのは事実である。ギリシャ、ポルトガル、スペインといった国々が財政再建に成功するかは予断を許さない。そのうえ、欧州の金融システムが脆弱であることにも疑いの余地がない。そうした不安材料を抱えている以上、何か予想を超えた事態や問題解決を困難にする出来事、例えばドイツの空売り規制であったり（これは対象範囲など細部に関する説明が不十分で、発表から僅か4時間後に規制を導入したことも悪かった）、スペインの貯蓄銀行の公的管理（これは実際は数年前から認識されていた問題だが）などが出現する度に、市場の不安心理は高まることになる。そして、不安が不安を呼び、売りが売りを呼べば、株価の暴落や国債市場の機能不全によって、実体経済に悪影響を及ぼしたり、ポルトガルやスペインなどが市場から締め出される可能性も否定できない。

サブプライム危機から日も浅く、リスクに過敏となった市場はまだ現実には起きていない債務危機の幻想に怯え、自らの首を絞めている。市場の迷いを示す一例を挙げておこう。市場は、各国が財政緊縮を進めることで、景気を必要以上に冷え込ませ、二番底に陥る事態を懸念している。そして同じ市場は、各国の財政再建が計画通りに進まず、何れ財政破綻に追い込まれることを懸念している。果たして市場は、厳しい財政引き締めが行われると見ているのか、それとも行われないと見ているのか。経済のファンダメンタルズと金融市場の見方は時に乖離することがあっても、いずれ1つに収斂するものだ。今後も悪材料の度に市場の不安心理は繰り返されるであろうが、いずれファンダメンタルズを冷静に評価する時がやってこよう。

以上