

ストレステストでの国債保有の過小申告疑惑

発表日：2010年9月8日(水)

～欧州財政不安の行方：ラトビアとハンガリーでの財政緊縮の異なる結末～

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

- ◇ 7月の欧州版ストレステストで一部の銀行が国債保有額を過小申告していたとの見方から、欧州の金融・財政不安が再燃している。顧客のための取引、銀行形態を採らない子会社の保有国債、先物取引のショートポジション分を除外していた可能性が取り沙汰されている。公表直後には試算の前提が甘過ぎるとの批判はありながらも、各行の国債保有状況が明らかになったことで潜在的なリスクを個別に判断することが可能になったと評価する声もあった。だが、今回の報道を受け、当局が公表するデータそのものに疑念が生じるとすれば、投資家の信頼を著しく損なうものとなろう。
- ◇ 金融市場での過度な悲観論が後退してから僅か1ヶ月足らずでの不安心理の再燃は、欧州の金融・財政不安の根強さを表している。国有化されたアングロ・アイリッシュ銀行の救済と財政負担の行方、銀行の資本問題への懸念が払拭されないなかでの銀行債の大量発行、来年度予算編成での各国の財政再建に向けた攻防など、金融市場では今後も神経質な展開が続くことが予想される。今後も折に触れて欧州の金融・財政不安が再燃することが考えられよう。
- ◇ 各国はひとまず財政再建に取り組んでいるが、先行き緊縮財政によるデフレ圧力が強まれば、税収不振や政治的な緊張など新たなリスク材料が噴出する恐れもある。この点でリーディングケースと考えられるのが、為替レートの切り下げなしに厳しい財政緊縮を進めた結果、深刻な景気後退と失業増に見舞われたラトビアと、行き過ぎた財政緊縮への国民の不满が募り、緊縮財政路線に反旗を翻したハンガリー。何れの道を辿った場合も、ギリシャを始め財政不安国を待ち構えるのは困難な道のりであることに疑いの余地はない。

■ ストレステストの信頼性を巡る疑念が再燃

7月に公表された欧州版銀行ストレステストの信頼性を巡る海外メディアによる報道を受け、欧州の金融・財政不安が再燃している。71の銀行を対象にマクロ環境の下振れとソブリンリスクが高まった場合の銀行資本への影響を試算した同テストでは、スペインの貯蓄銀行など7行が合わせて35億ユーロの資本不足に陥ると認定された。満期保有を想定した銀行勘定の保有国債の価格下落のみを考慮するなど、試算の前提が甘過ぎるとの批判はあったものの、主要行の国債保有状況やマクロ環境への耐性が明らかになったことで、各行の抱える潜在的なリスクを個別に判断する材料が提供されたことに対しては一定の評価する声も聞かれた。

だが、今回の報道¹では、一部の対象銀行が国債保有額を過小に申告していた可能性が指摘されている。具体的には、トレーディング勘定内の保有国債についても「顧客のための取引で日々の変動が大きい」として報告から除外した例や、銀行形態を採らない子会社の保有国債や先物取引のショートポジション分を除外して申告した例を挙げている。こうした取り扱いは「ストレステストの実施主体である欧州銀行監督委員会（CEBS）の指示に従ったもの」で違法性はないとの関係者談を伝えているが、潜在的なリスクを過小評価している疑いは拭いされない。ストレステストの公表結果にどの程度のインパクトを与えるかは定かでないが、当局が公表するデータそのものに疑念が生じたことは、試算の前提条件の甘さを指摘される以上に、投資家の信頼を損なうものと言えよう。

■ 財政危機の克服までの道のは険しい

ストレステストの公表を1つの節目に金融市場での過度な悲観論が後退してから僅か1ヶ月足らずでの不安心理の再燃は、欧州の金融・財政不安の根強さを表している。国有化されたアングロ・アイリッシュ銀行の救済と財政負担の行方、銀行の資本問題への懸念が払拭されないなかでの銀行債の大量発行、来年度予算編成での各国の財政再建に向けた攻防（既にフランスでは年金改革に反対した大規模ストが行なわれていることは報道されている通り）など、金融市場では今後も神経質な展開が続くことが予想される。来年以降もスペインやポルトガルの大量償還やギリシャの債務再編の憶測など、金融市場を不安定化させる要因には事欠かない。これまで度々指摘してきた通り、今後も折に触れて欧州の金融・財政不安が再燃することが考えられよう。

8月末に米ジャクソンホールで行なわれたシンポジウムで金融危機の研究で知られるメリーランド大学のラインハート教授等が発表した論文²によれば、「過去の主要な金融危機や実物経済ショック時の経済統計を分析すると、危機前後の10年間を比較して、危機後の10年間の平均成長率は低く、失業率は高くなるのが統計的に検証される」とのこと。ギリシャ、ポルトガル、スペインなど財政不安を抱える各国はひとまず財政再建に取り組んでいるが、過去の財政再建の取り組みが実を結ぶまでには長い時間が掛かろう。先行き緊縮財政によるデフレ圧力が強まれば、税収下振れや政治的な緊張など新たなリスク材料が噴出する恐れも否定できない。

この点で2つの異なるリーディングケースを紹介しておく。1つは為替レートの切り下げをせずに厳しい財政再建を進めているラトビア。同国はユーロ加盟国ではないが、将来的なユーロ導入を目指して通貨ラトをユーロに事実上固定化している。2008年末にIMFの支援下に入り、為替レートの切り下げなしに厳しい財政緊縮を進めた結果、2009年の成長率は実に18%も落ち込み、危機前に7%前後であった失業率は20%超に上昇した。もう1つは、同じくIMF支援下にありながら、政権交代で緊縮財政路線に反旗を翻したハンガリー。同国はEU加盟・ユーロ導入を目指して財政緊縮に長年取り組んできたものの、行き過ぎた財政緊縮への国民の不満が募り、政権交代につながった。現在、ハンガリー政府とIMFと融資継続交渉は決裂。同国政府は「自力での資金調達が可能」と強気の姿勢を見せるが、金融市場が不安定化すれば再びIMFの支援が必要となる可能性も残る。何れの道を辿った場合も、ギリシャを始め財政不安国を待ち構えるのは困難な道りであることは十分に認識しておく必要がある。

以上

¹ 9月7日のWall Street Journal紙の26面。

² Reinhart, Carmen M. and Reinhart, Vincent R. (2010), "After the Fall" Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium