

欧州危機：日本の教訓、日本が学ぶ教訓

発表日：2011年11月1日（火）

～ 成功の鍵を握る経済成長～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

欧州の包括策は、ギリシャ国債を 50%削減することで合意をみた。しかし、不安の解消には課題が残る。信用収縮に伴って経済成長率が低下すれば、財政不安はくすぶり、再建スキームの仕切り直しを迫られる。日本がその教訓に学ぶと、万一、日本国債の再編を迫られた場合、投資家が負担を負わされかねない。日本の財政管理が海外の手に委ねられる事態になれば、痛みが大きい選択もある。先見的対応をするのが賢明だ。

ソブリンリスク⇔不良債権問題

欧州債務問題が、EU首脳による包括策合意によって大きく前進した。それが危機解消に向けて効果を発揮することは確かであるが、それだけで十分かと問われれば、未だ不安定な要因が残っていると言える。

はじめに、不安要因について、「日本の教訓」になぞらえて指摘しておきたい。EFSFの資金を巨대화して、民間金融機関に十分に資本注入をすることで信用不安を抑えようという手法は、日本で90年代末から2000年代前半にかけて行われた不良債権対策によく似ている。例えば、いくつかのキーワードを次のように読み替えれば、奇妙な符合に気が付くはずだ。

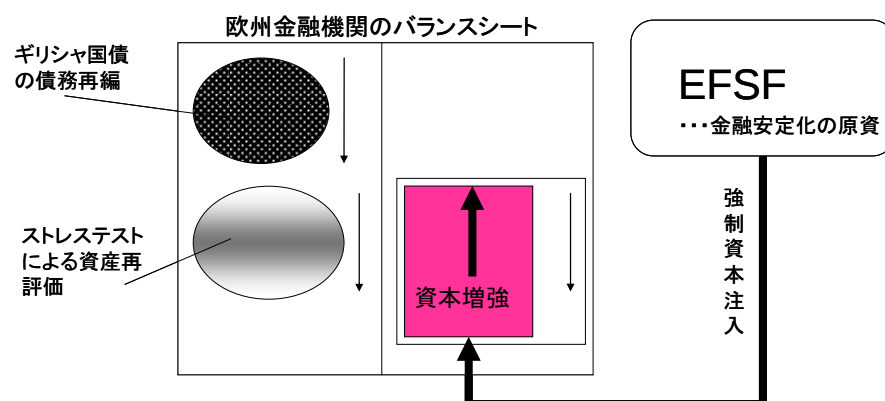
欧 州	90・2000 年代日本
ギリシャ支援	→ 追い貸し
ギリシャ国債の再編	→ 債権放棄
デフォルト	→ ペイオフ
ストレステスト	→ 特別検査
南欧諸国の財政悪化	→ 大口融資先の不良債権
南欧諸国の国債買支え	→ 預金保険機構の特別資金援助
EFSF（欧州金融安定化基金）	→ 預金保険機構の特例業務勘定
資本注入	→ 資本注入・・・同じ

ギリシャ危機が深刻化した理由は、ギリシャ支援が約束通りに履行されなくなったからだ。これは、大口融資先への追い貸しが限界に行き当たった状況に似ている。ギリシャ支援では健全化に不十分だと見切りが付けられたから、EU首脳は、遂に民間金融機関の債権放棄に踏み切った。ギリシャ国債を50%もヘアカットするのは、デフォルトを回避するためである。これは、ペイオフ凍結と同じようにマーケットの疑心暗鬼を増長させるのを防止するのが目的である。

EFSFの役割は、公的資金注入によって、ギリシャ国債の償却負担増によって余裕がなくなる金融機関の自己資本を補強することだ。ストレステストは、ギリシャ国債だけではなく、他国の財政悪化で極端に各国国債が値下がりすることを想定している。イタリア、スペインと次々に財政悪化国が現れる様子は、2000年代初頭に話題になった「大手30社問題」に似ている。特別検査を通じた資産査定で、大口融資先の要注意債権にきちんと引当金が積み上げられているかをチェックすることが疑心暗鬼を払拭するために必要と言われた。

日本における 2002 年 10 月の金融再生プログラムは、資産サイドを査定し、潜在的自己資本不足を洗い出し、公的資金を入れる準備を行った。金融システムを頑健にするために、不良債権処理と公的資本注入を同時に推進する対応は、原理的に日本でも欧州でも何ら変わりがない（図表 1）。日本も欧州も目的は、ハードランディング・シナリオの封印である。

（図表 1）EU の包括策のイメージ図



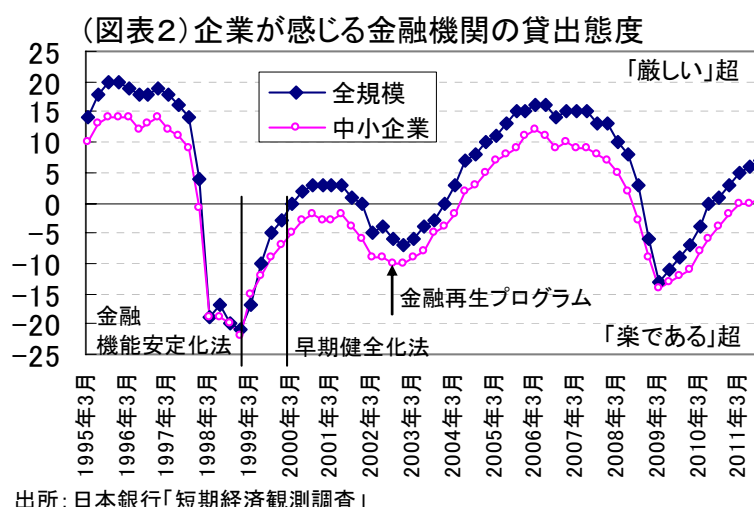
資本注入の部分は、日本の場合はやや複雑な経緯を辿ったこともあり、欧州の事例と対比しにくい。まず日本では、1998 年 3 月に金融機能安定化法に基づき主要 21 行に 1.8 兆円の資本注入を行った。それでも不十分なので 1999 年 3 月には早期健全化法により主要行 15 行に 7.4 兆円の資本注入が追加された。1999 年に金融再生委員会は、資本注入を行った金融機関に経営健全化計画の進捗を監視し、その履行を迫っている。

日本の資本注入は、1 回の資本注入では不十分だったので何度も繰り返された。欧州では、すでに何度かのストレステストを繰り返して実施していることは、それに似ている。

おそらく、今後の欧州では、ギリシャだけではなく、イタリア、スペインにも成長率や債務削減に関するサーベイランスが実施されて、EU 諸国はそれを間接的に管理することを行うと予想される。そこで不信感が増大すれば、EFSF や ESM による公的資金の注入が繰り返されることになるだろう。

残されている課題

筆者のみるところ、課題は 2 つある。一点目は、公的資金を大規模に活用しても、信用面の機能不全はすぐには解消しないことだ。日本では所定の自己資本比率をおおよそその金融機関が保持したのに、融資活動の活発化がそう簡単には進まなかった。日銀短観の金融機関の貸出態度判断 D I は、資本注入のタイミングが状況改善の起点にはなったが、貸出態度の改善にはいくらか時間がかかった（図表 2）。貸し渋り問題は、マーケット参加者が想像するほど機敏に改善しない可能性がある。



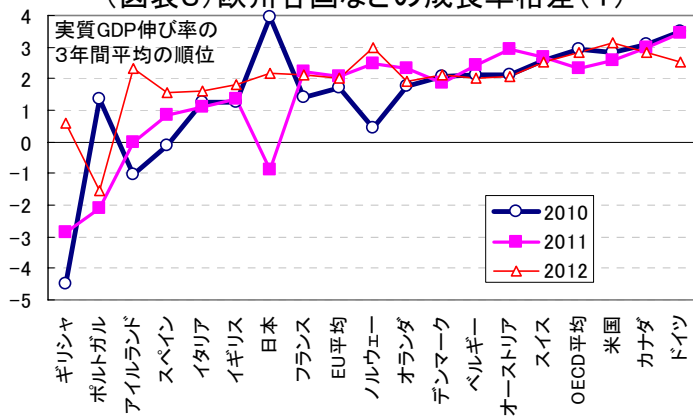
なぜ、資本注入が融資拡大をもたらさなかったかという理由は複雑である。公的資本注入については、その仕組みが出来上がっても、大手金融機関は公的資金を極力利用しようとはしないものである。金融機関が公的資金の使用を躊躇する背景には、問題金融機関の烙印を押されることを嫌うという心理的抵抗（スティグマ）がある。公的資金を利用せずに自力資本調達を目指す、調達額が限定されて健全化の達成に時間がかかる。資本注入を受けても、そうでなかった場合でも、金融機関の自己資本比率が少しでも引き下がることに過敏になると、そこで思い切ったリスクテイクはできなくなる。ここには、ミクロの健全化とマクロの健全化の間の合成の誤謬が存在する。リーマンショックの直後、欧州から金融規制強化の動きが湧き上がったことは、この合成の誤謬問題が当時は十分に理解されていなかったからのように思えてならない。今後、欧州では管理強化の副作用として、信用収縮が景気情勢の足を引っ張ることが懸念される。

二点目は、不良債権問題も財政問題も、後で景気拡大が進まないという図式である。日本では不良債権問題が騒がれたとき、景気悪化を招く不良債権処理は行うべきではないという極論があった。不良債権処理は「足かせ」なのだから、まずはそれを除去しないで経済成長戦略は成功しない。金融機関にとっては、不良債権処理は必要条件であって、十分条件でないところが理解されにくい。金融健全化とは、まず不良債権処理を徹底させて、その後で経済成長政策が功を奏したとき、ようやく信用拡張が徐々に復活していく。この順番は逆にはならない。

欧州の財政問題も同じ性格がある。図表は、OECDの成長率見通しの低い順位が、欧州財政問題の火種になってきた国々の順位と重なっていることを示している（図表3、4）。この図式は、成長率が高くなると、財政問題はなくなるということを表している。筆者の理解では、鍵を握っているのはドイツであり、ユーロ安の恩恵によってドイツの成長率が高まることで欧州全体にも好影響を及ぼす。ドイツの景気が改善すれば、金融機関の信用問題も気にならなくなり、フランスなど周辺国の経済情勢もドイツに引っ張られるだろう。ドイツは、信用収縮のマイナス効果とユーロ安のプラス効果のいずれが勝るかが焦点になる。

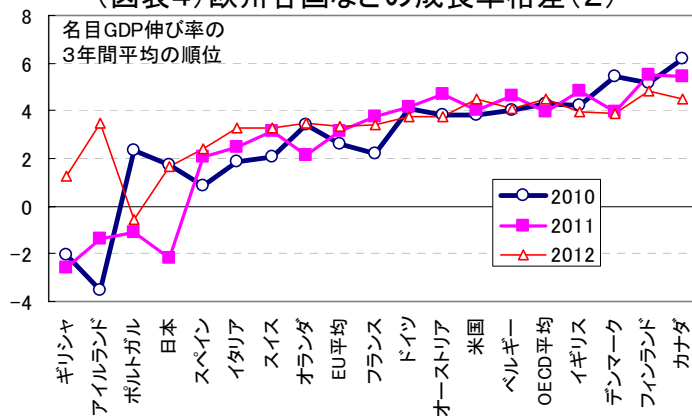
整理しながら付け加えると、今回の欧州の包括策合意で、これからはイタリア、スペインの財政再建がより注目される。そのとき、欧州全体の経済成長率が高まっていれば、安定化のスキームがうまく作動して危機局面を抜けていくだろうが、問題はそうならなかったときである。信用収縮が経済成長率の足を引っ張り、安定化のスキームは日本で何度か仕切り直されたように、数年後に再調整を余儀なくされる。日本の場合は、2000年代前半からアジア諸国などの経済成長率が高まって最悪期を脱却した。それでも、日本経済は「失われた栄光」を取り戻すことはできなかった。

前年比% (図表3) 欧州各国などの成長率格差(1)



出所: OECD

前年比% (図表4) 欧州各国などの成長率格差(2)



出所: OECD

日本が学ぶべき教訓

万一の備えに対して「起こりえないから準備しない」という考えが、天災を人災に変える。事後的に「想定外」と語られたことの中に、テールリスクの軽視があったことは福島原発の話を持ち出すまでもない。

ギリシャ問題の包括策合意は、万一、日本の財政に波乱が起きたときの「もしも」を具体的にイメージさせてくれる格好のケーススタディである。ギリシャ国債は、第一次合意や第二次合意の方針を転換し、債務残高を150%から120%へと圧縮する再編に舵を切った。結局、債務再編のダメージは、投資家が負ったことになる。ショッキングなのは、CDSの買い手は保護されず、売り手は間接的に恩恵を受けるという裁定が行われたことである。投資家側の損害が今後どのように悪影響を及ぼすのかは未だ見えない。

万一のときに備えて、一連のギリシャ危機から「日本が学ぶべき教訓」を簡単に整理すると、次のようになる。

(1) ギリシャ国債の再編と同じことが、日本国債に当てはめられる可能性。

日本の社会保障関係費のカットが政治プロセスの反発で困難となるとみられると、矛先は投資家の損失負担に向かう可能性がある。しかし、投資家のバランスシートの裏側には、預金者などの利害が存在する。政府は、そうした利害を守り切れるだろうか。

(2) 日本の財政管理の主導権は、海外の支援機関の管理に移行

日本の財政再建が行き詰ると、国際的なシステミック・リスクを封印する目的で、各国が介入してくるだろう。海外からの管理が強まると、日本人に痛みを強いるような対応は多かれ少なかれ行われる。ギリシャの自己管理能力が疑われたと同じように思惑が強まり、日本の国情を訴えると、逆に日本自身の自己管理能力が低く評価される可能性がある。例えば、日本は長い間、間接税増税を怠って、政治決断が先送りしたとレッテルを貼られる。それが海外から厳しく管理しないとダメだというプロパガンダに使われる。すでにイタリアの財政管理については、そうした情緒的な批判が始まっている。

(3) 日本が管理されるとき、海外の支援機関はシステミック・リスク防止を優先する

ギリシャ危機の封印は、ギリシャ国民を救済することよりも、イタリア・スペイン国債の信用不安を想起させないことに主眼が置かれた。海外からの協力は、日本の財政不安が海外に波及しないことに優先順位が置かれる可能性がある。日本国民の利益が脅かさないことは必ずしも優先事項でなくなる。

(4) マーケットの不信感を払拭するために財政緊縮が徹底される

日本自身の管理不足が糾弾されると、財政緊縮は厳しい方がよいという情緒的な論調に歯止めがからなくなるリスクがある。ギリシャにはごく短期間で大規模な歳出削減・増税実行を迫られた。景気情勢を好転させなくては財政再建が成功しないという理屈は顧みられず、緊縮財政が景気の足を引っ張る。合成の誤謬問題は意識されず、成長と財政再建の好ましい関係は築けなくなる公算が高い。成長戦略を採るのならば、財政危機が起こらずと手前で実行しなくては意味がない。

万一のとき、誰がダメージを受けやすいかと考えると、投資家・金融機関、家計（まず高齢者、次に勤労者）、企業という順番になろう。本来、ハードランディング・シナリオにおける被害者が率先して、財政再建や消費税増税を推進してもおかしくはない。現状、日本は経常黒字国であり、国内貯蓄で政府債務の拡大分を十分消化できるという前提が絶対に揺らがたいという暗黙の意識があるせいか、リスクを負っている順位に従って、財政再建を進めようという声が上がっていないように見える。「起こりえないから準備しない」という考えを改め、先見的に痛みを甘受しながら着実な取り組みを進めなくてはならないだろう。