

開会挨拶

西村 康稔 内閣府副大臣

皆さん、おはようございます。内閣府の経済財政政策担当をしております西村でございます。今日は、E S R I 主催の国際カンファレンス「欧州経済の現状と展望」に数多くの皆様にご出席をいただきましてありがとうございます。心から感謝を申し上げたいと思います。本日の基調講演、そしてこの後のパネルディスカッションのためにご来日いただきました、ブリューゲル研究所のニコラ・ヴェロンさん。そして、本日パネリストとしてご参加いただく日本側の3人の有識者の皆様方、お忙しい中本当にありがとうございました。是非有意義なご議論を期待したいと思います。

昨今、欧州経済の動向、特にユーロ圏の動向には、今日お越しの皆様方、もちろん経済関係の皆様方に限らず、一般の方も非常に関心が高まっているようであります。世界金融危機以降、欧州においては債務問題、その後の各国の財政問題に対する財政再建に向けた取組、それからデフレと経済停滞のリスクに対する懸念、こういったものがございました。本年1月には、欧州中央銀行が国債買入れによる量的緩和を決定したところですが、一方でギリシャの新政権は財政緊縮路線の見直しを掲げているということで、今も厳しい交渉は続いているものと思います。まさにデフレからの脱却を目指す日本にとっても、欧州の動向には関心が高まらざるを得ないところです。

一方欧州においても、日本におけるいわゆる「三本の矢」、大胆な金融政策、機動的な財政政策、そして三本目の矢の成長戦略。この取組が非常に参考になるのではないかと考えております。特に、三本目の矢である成長戦略については、色々取組が遅いというご批判も頂いておりますが、これまで成長戦略策定以降、農業、雇用、医療、エネルギーなど様々な分野での改革を着実に進めておりまして、もう既に40本を超える法律を成立させて頂いておりますし、それからこの国会でも60年ぶりの改革となる農協改革の法律。あるいは、労働市場の改革も着実に一定の方向性がまとまりつつあるところでございます。私ども、金融緩和はあくまでも時間を買う政策、時間稼ぎをしている訳でありますので、この間に成長戦略、すなわち構造改革を着実に進めるという姿勢で臨んでいるところでございます。引き続き着実に進めて参りたいと思っております。

また先進国経済全体に、いわゆる長期停滞論といった説もございます。順調に経済回復が進んでいるアメリカに加えて、日本とヨーロッパが安定した成長をすることによって世界経済を引っ張っていく。世界経済を安定的な発展に繋げていくということが重要だというふうに考えております。そのためにも、成長の源泉となるイノベーションをどう起こしていくのか。あるいは進展する高齢化、あるいは財政問題。これらにどのように対応していくのが重要で、こうした視点からも構造改革を着実に進めることが重要と考えております。

債務危機により不安定化していた欧州の金融市場も、欧州中央銀行による積極的な金融政策、そして各国による財政再建の取組によって、落ち着きを取り戻しつつあるところだと思いますが、引き続き安定した欧州の金融情勢、金融市場が、世界経済の成長、ひいては我が国の経済にとっても重要であることは言うまでもありません。是非、欧州においても私達の進める「三本の矢」のような議論、特に構造改革の議論が進むことを期待したいと思っております。

本日、基調講演をいただくヴェロンさんは、皆さんもご案内の通り、欧州の金融システムの政策分析に非常に精通された著名な方です。今日は是非ユーロ圏経済、これからこの状況からどのようにして脱していくのか。これまでどういう取組がなされてきて、どの程度効果を持ったのか。今後はどういうことが課題、ポイントとなってくるのか。こういったことについて、エッジの効いたお話を聞けるものではないかと期待をいたしております。

本日のコンファレンスの議論が、現下のユーロ経済圏の現状と展望、欧州金融システム全体への理解が深まることに繋がっていくことへの期待を申し上げ、そして欧州経済が是非とも回復、改革に向かって進展し、また日本とヨーロッパの関係も更に深化して、ともに経済成長をする中で世界経済を引っ張っていけることを願ひまして、開会の挨拶とさせていただきます。

本日のコンファレンスが有意義な機会となりますことを祈念いたします。本日は本当にありがとうございます。

基調講演

「The European Economy: Out of Crisis, Finally?」

発表者: ニコラ・ヴェロン

欧州ブリュッセル研究所 シニアフェロー

ピーターソン国際経済研究所 ビジティングフェロー

今日は欧州の話をして頂くのですが、欧州は世界経済のトラブルメーカーになっているので、欧州の人間として申し訳ないと思っています。同時に、欧州の話は皆様にとって関係があり話題性が高いとも言えます。特にギリシャの状況はこのところ世界中で見出しになっております。私はギリシャと日本については少しいきさつがあります。2010年5月の初めにギリシャの問題が最初に起こった時に東京におりまして、ギリシャ問題により高まった金融市場のボラティリティの話をしました。特に、日銀や財務省で私が話した時に、ギリシャ問題の深刻さに日本の対談者はショックを受けていました。実のところ私もショックでした。偶然の一致かもしれませんが、私はギリシャに問題がある時に来日するようです。次に私が日本に来た時には、もう少し平和であってほしいと思います。

私はブリュッセルにある国際的な経済政策のシンクタンクであるブリュッセルで働いております。そして、ワシントンD.C.にあるピーターソン国際経済研究所(PIEE)でも働いております。日本でもどちらも非常に著名な方ですが、前所長はフレッド・バーグステン氏、現所長はアダム・ポーゼン氏です。日本の経済政策に関する米国での議論で非常に発言力のある方です。

基調講演のタイトルは、「欧州経済：遂に危機を脱したのか?」。すぐに答えを言いますが、ノーです。まだ危機を脱していません。欧州危機には様々な問題があって、様々な語り口があり、人によって欧州危機の説明は異なります。まず金融政策について、特に昨今はデフレのリスクがあります。それから財政の問題については、このところ新聞の見出しを占めていますが、特にギリシャでは国家債務の持続性にリスクがあり、債務の不履行か再編が現実味を帯びています。次に構造問題。欧州各国もしくは欧州経済全体として、構造的な問題を抱え硬直的だと言われています。潜在成長力が十分高くない。また金融の

安定性の問題。これはもっとも初期からある問題で、今も続いています。銀行システムが脆弱であること。それから政治・制度的な問題で、欧州の制度は「民主主義的機能の不足」と「行政的機能の不足」が相まっている。これは後で説明しますが、欧州の制度では、欧州経済や人々にとって必要な決定がなかなかできないという問題です。

これらの説明は全て真実です。中には、日本で起こったことと重ね合わせる人もいますが、私も後で行います。これらのうちどのストーリーも単体では欧州危機の説明としては不十分です。また問題同士が補強しあっているのです。併せて見る必要があります。もっとダイナミックな経済で潜在成長力が高ければ、財政状態も改善するでしょう。より効率的な政治システムが欧州にあり、政策の意思決定が効率的に行われれば、銀行の脆弱性、構造的な弱点を解消することはずっと容易であったでしょう。

私の基本的なメッセージは、5つの問題全てが欧州危機を形成しており、これらを併せて見る必要があるということです。いわゆる「三本の矢」で取り組んでいる日本では自明のことと思われるかもしれませんが、欧州、米国、あるいは限られた経験ではアジアにおいても、この点を理解している人は多くありません。私が欧州危機と言う時には、もちろん不確実性の高い現状、投資が少ないこと、失業率が高いこと、これにより欧州の人々が苦しみ疲弊していることを指します。一般的に、この危機は2007年に始まっており、もう8年になろうとしています。政策対応は、重要なことが行われてきており、後で幾つか言及しますが、未だ不十分で非常に遅いです。この点はまた過去と現在の日本の状況に通じるところがあり、東京でこの点を議論することは興味深いところです。

少し歴史を遡って、欧州危機の局面を見ましょう。様々な段階を経て欧州危機は進んできており、ここでも5つの局面があったと言えます。第一段階は2007年半ばまで、これは危機が実際に勃発する前ですが、この段階では自覚なく、特に欧州の銀行システムにおいて過剰な金融リスクテイキングが積み上げられていました。

その後2年間、米国発のいわゆる「サブプライム危機」が続きました。引き金を引いたのは米国ですが、金融へのインパクトは欧州も米国も似通っていました。欧州の銀行システムは、非常に高いレベルで米国の住宅リスクに晒されていたためです。しかし政策対応は非対称でした。基本的に米国は、全ての困難があったものの2009年後半には金融危機が

ら抜け出すことができました。しかし欧州は未だに引きずっています。これが第二段階で、リーマン・ブラザーズが2008年9月に破綻した際は非常に不確実性が高まりました。

そして第三段階は、2009年の末に始まりましたが、ギリシャ政府の歳入と歳出が不正確であった問題が明らかになってからです。国家債務危機の問題が、特にギリシャ、アイルランド、ポルトガルといった欧州の比較的小さな周縁国で起こりました。この時、2010年5月に私は東京を訪れていました。このギリシャの状況が非常に流動的になった時、EU加盟国は初めてギリシャに複数の二国間支援を決定し、こうした支援のために「欧州金融安定ファシリティ (EFSF)」という一時的な共通の基金を創設し、IMFも支援を決定しました。

そして2011年に始まったのが第四段階です。周縁国からユーロ圏の中核に近いより大きな国、特にスペインやイタリアに財政問題が飛び火しました。この感染は急速に始まって拡大しました。スペインの銀行システム問題や、イタリアでは当時のベルルスコーニ首相の際に政治的な展開があったため、こうした国々も脆弱であるという認識が形成されました。この感染は非常に猛烈で、私の母国のフランスにも銀行システムを通じて一部拡大し、ユーロ圏が崩壊するリスクについて認識が拡がりました。ECBの総裁になったドラギ氏は、ユーロが各国の通貨に戻ってしまう「リデノミネーション」のリスクに言及しました。

これが、ついに原則を行動に移すことになり、2012年6月にユーロ圏の首脳会議では非常に強い連帯のシグナルが示され、ユーロ圏を崩壊させることはないと明確にされました。このコミットメントの頭金として「銀行同盟」を作り、そして銀行の監督を統一的に取り消しのない形で行うことが決定されました。これは新たな流れを作り、ECBがそれに基づいてアウトライト・マネタリー・トランザクション (OMT) と呼ばれる新たなプログラムを発表しました。これは危機の転換点となりました。次のスライド (4 ページ目) はその転換の強さを示しているグラフで、ユーロ圏第一の経済大国であるドイツの10年物国債金利と、第二、三、四番目にあたるフランス、イタリア、スペインの国債金利の спреッドです。留意すべきは、これら4か国は合わせるとユーロ圏の人口、GDPの4分の3以上を占めるので、ユーロ圏の大部分を占めると言えます。

グラフからは、spreッドの拡大の加速が見て取れます。まず私が日本に来た2010年は、ギリシャの問題が浮上したころでした。2011年は、スペイン、イタリアに感染が拡大しま

した。2012年にスペインでは歯止めが利かず、スプレッドが600ベーシスポイントまで広がりました。フランスでさえも、より低い水準ではありますが、当時はボラティリティが非常に高まりました。その後に「銀行同盟」を含め政治的な介入があり、ECBのOMTがあって、リスクの認識が全く変わって、主要加盟国のスプレッドが縮小しました。注目すべきは、最近のギリシャの流動的な状況では、短期的にはボラティリティは高まりましたが、全体的なトレンドにはなっておりません。この点には後でも触れます。

前のスライドに戻りますが、これが今の段階です。2012年の中ごろから、徐々に銀行システムの修復がありまして、一方ではデフレと政治的なリスクの認識が高まっています。これは後でご説明いたします。ただ全体としては、中核国のドイツに比したスプレッドは縮小傾向にあります。

先程申し上げましたが、欧州には5つの連動した問題があり、簡単に説明します。一つ目は金融政策の問題です。金融政策を一つ目にするのは、日本における「三本の矢」の一本目と対応しますので、ご理解いただきやすいと考えたからです。他の国でのプレゼンテーションであれば、一番目ではなかったかもしれません。欧州においては明らかにデフレのリスクが上昇しています。中には、周縁国における経済の情勢として、健全なデフレーションという要素もあります。例えばギリシャなどでは、労働コストの引下げなど必要な調整が起こりまして、これは悪いことではありません。しかしながら、現在の欧州危機における物価の低下圧力は、このような健全な調整のみではなく、不健全な部分がありますので問題です。難しい点の一つは、ユーロ圏における量的緩和（QE）が複雑であるということです。

ここでは、欧州の主要な二つの条約の一つである「欧州連合の機能に関する条約」の、第123条(1)項を引用しております。これは一般的に加盟国にマネタリーファイナンスを禁止する条項として知られておりまして、基本的にECBは各国に対して、通常国ごとに行われるように単純には信用を貸し出すことはできません。その理由は幾つかあり、ご存じのように特にドイツはそうですがドイツ以外の国々でも、インフレのリスクと、中央銀行が政府に過剰に貸し出すリスクに敏感です。これが、ユーロ圏における量的緩和（QE）の提案を難しくしました。ECBはご存知のようにQEを一か月前に発表しました。その時に多くの人が「遅い」と言ったのですが、第123条(1)項が遅くなった理由でした。ECBは、この間

題を乗り越えて全会一致で、ドイツ中央銀行も含めて、現在の状況ではQEを行うことは妥当な金融政策であり、第123条(1)項には矛盾しないということに合意しました。

半年前、一年前であれば、ECBは全会一致にはできなかったと思います。基本的には、エコノミストの観点からは、特に米国や、ドイツ以外の欧州のエコノミストも、ECBはQEをもっと早く行うべきだったと考えるでしょう。しかしながら、この第123条(1)項の法的枠組のなかでは、おそらくこれ以上早くには開始できなかったでしょう。

それから、お気づきのことと思いますが、総合のインフレ率は、ユーロ圏では非常に低く、実際のところマイナスです。直近の物は12月のインフレ率で、1月の数字は間もなく出ますが、大幅な改善はなさそうです。ユーロ圏は初めて、インフレ率が日本と米国を下回って、ユーロ圏だけがマイナスの領域にあります。明らかにこれが今のQEの背景にあります。QEはまだ始まっていませんが、2週間程度のうちに、3月上旬には買入れが始まるでしょう。ユーロのシステムの中で、異なる中央銀行によってどのように国債買入れが実施されるか、興味深いところです。

2番目の問題は財政問題で、よく知られておりますが、ギリシャの国家債務は明らかに持続可能ではなく、また銀行と国家債務の悪循環を通じた感染がありますので、銀行、貸出、国債の相互依存に注意が必要です。アイルランドとスペインでは銀行システムに問題があり、国債の信用に問題を生じさせています。ユーロ圏が崩壊し、周縁国が自国通貨に戻る「リデノミネーション」のリスクがあります。2012年3月に、ギリシャの国家債務危機が波及したキプロスのケースでは、いくつかのキプロスの銀行は多くのギリシャ国債を保有していました。銀行危機の原因の大部分はギリシャの債務再編でした。これらについてはよくご存じのことと思います。

背景にある問題は、ユーロ圏には、ユーロ税やユーロ債などがなく、ユーロ圏全体としてお金を調達することができないため、国家債務危機に非常に脆弱であることです。このため、ギリシャのような比較的小さな周縁国やより小さなキプロスであっても、危機を波及させるシステム的な影響力があるのです。

では、少し急いでまいりましょう。欧州には構造問題もあります。望ましくないビジネ

ス環境、過剰な雇用保護、硬直的な労働法制などです。しかし問題は労働市場だけではなく、製品市場にもあります。独占企業や既得権益の過剰な保護、単一市場の枠組や欧州の競争政策にもかかわらず経済的なナショナリズムが台頭していること。例えばデジタルサービスについて、GoogleやUberといった企業が今欧州では非常に向かい風に直面しており、欧州の法的なイニシアティブは米国のオバマ大統領から昨日「保護主義」と批判されました。そうであるかどうかは評価しませんが、デジタルサービスの発展が欧州では過剰な規制で阻害されていることは疑問の余地はありません。

また、欧州では金融システムにも多くの構造問題があります。日本の金融制度と似ておりますが、銀行による金融が中心です。欧州の金融分野では競争が限られています。債務再編や不良債権処理は、雇用の維持や成長最大化に結び付かず、欧州の成長や雇用創出の足を引っ張っています。

4つ目は、金融の安定性の問題です。欧州における金融統合の枠組は偏ってきました。欧州においては、今では金融サービスの単一市場を創設するための拘束力のある法的な枠組がありますが、最近になるまで銀行政策には国ごとの枠組しかありませんでした。欧州での単一の金融サービスの枠組と、銀行の規制監督が国ごとであるという組み合わせが、各国の監督当局に屈折したインセンティブを生み出しました。2012年までに欧州の金融当局は、自国の銀行を守ろうとする傾向、いわゆる「銀行ナショナリズム」があり、金融の安定のための義務よりも優先されました。これが、過去8年間これほど多くの監督の失敗が起こってきた理由です。各国の当局は、2007年までリスクの蓄積を避ける役割を果たせなかったし、2007年から2012年の間にも、適切な検査をして脆弱性を突き止め、銀行システムを浄化することもできませんでした。

これまで話してきたことをグラフでもご説明しましょう。これは総銀行資産で、ユーロ圏とEUについて、米国・日本と対比させたものです。日本については、経済状況や危機への対応の詳細をよく存じませんので、ここでは発言しません。赤線の米国と青線の欧州を比較すると、欧州の銀行のバランスシートは2002年から2007年、2008年にかけてリスク資産がかなり高まっていました。日本とは異なり、金融のボラティリティが世界的に高まりました。銀行のバランスシートを見ると、欧州のGDPと同額程もリスク資産が増えている。リスクが管理されていなかったということになります。このリスクテイキングは、米国よ

りずっと高いレベルであることも見て取れます。米国には投資銀行も含まれているにも関わらず、です。またデレバレッジは、2011～2012年まで起こっていませんでした。2014年のデータはまだありませんが、さらに下がっているのではないかと思います。今は銀行のデレバレッジが進んでいますが、始まったのは非常に遅く、基本的には「銀行同盟」の動きと共にようやく進みました。

最後に重要な制度・政治の問題に言及します。先ほど、銀行政策において、市場統合の欧州の枠組と銀行監督の国ごとの意思決定に不調和があったと言いましたが、より大きな意味で、欧州全体と国ごとの政治的な不整合もあります。単一市場の枠組には、英国を含む全てのEU加盟国が入っています。ユーロの通貨同盟の枠組には、EUの28か国中19ヶ国が入っています。その両方の中で、非常に強い政策の相互依存があります。結果として、財政政策や構造政策、あるいは銀行政策と言った問題について、集団としての意思決定が非常に困難になっています。

EUという制度には、こうした集団的な行動への課題に対処するための権限と説明責任の枠組が備わっていない。このため多くの問題において、欧州としての権威ある意思決定を効果的に行えない。これは欧州の「行政的機能の不足」と言えます。例外として、ECBの金融政策がありますが、28か国中19の加盟国しか入っていない。競争政策もEUが強く推し進めるところですが、一般的には、財政や構造政策を含めて経済政策の主要な部分は、欧州レベルではなく加盟国ごとに行われており、政策上のミスマッチを起こしています。

重要な点ですが、これは制度上の欠陥で、個別のリーダーシップの失敗ではない。私はサルコジ氏、メルケル氏、オランダ氏、ベルルスコーニ氏すらも批判する訳ではありません。つまり、個々のリーダーではなくて、制度上の枠組自体に問題があり、ここが個別の国々とは事情が異なるのです。日本についてはよく存じませんので意見は申しませんが、欧州の状況について理解すべき点は、単に政策だけではなくて制度上の欠陥について議論をしているという点です。

先程述べたように、意思決定の失敗は、「行政的機能の不足」です。そして、これはEU制度のいわゆる「民主主義的機能の不足」でもあります。EUの制度が完全に非民主主義的だと言っている訳ではありません。EUには民主主義的な説明責任の要素もあって、欧州議

会には普通選挙権で選ばれた人々が入っています。しかし、民主的な説明責任が不十分であるため、「民主主義的機能の不足」があります。欧州議会の構成は、必ずしも一人一票という原則に則っていません。日本でもそうだと思いますが、欧州議会の方がこの問題は深刻です。欧州議会は、特に財政支出に関して、各国の議会に比べて非常に限られた権限しかありません。

欧州理事会 (European Council) はどうか。これは加盟国の首脳が集まる場ですが、誰に対しても説明責任のある集合体ではありません。もちろん各国の首脳は、自国の国民に対しては説明責任がありますが、欧州理事会自体が立法機関として、欧州議会とともに必ずしも欧州全体の国民に対しての説明責任を持つ訳ではありません。つまり、「民主主義的機能の不足」があります。欧州の一般の人々には、自分がどう投票しようともブリュッセルでの政策を左右することはできないという非常に強い認識があり、これは非合理的な考えではありません。ギリシャの現状からはまさにその点が見て取れます。

これに加えて、ユーロ圏の制度が非常に複雑な階層になっている点が、問題を更に複雑にしています。ユーロ圏と、それ以外のEU加盟国。EUにはいたいけれども、ユーロ圏には入りたくない国々。そして、英国という独特の問題もあります。英国は、ユーロ圏には入りたくないが、EUに止まることにも強くコミットしていない。英国は、EUに止まるべきかについて近い将来国民投票を行うことも示唆している唯一の国です。このような階層の異なる制度的統合は、より多くの複雑性を生み出し、あらゆることを困難にしています。

EUという制度の行政的機能と民主主義的機能の効率性の欠如の帰結が、よく言われたように、今年の欧州議会におけるポピュリスト政党の躍進です。長期的なトレンドについてグラフを作ってみました。できるだけ客観的にカテゴリー分類をして政党を分けてみましたが、いわゆる普通選挙権に基づいた欧州議会選挙が1970年代に始まって以降、御覧のように、ポピュリスト政党が躍進しています。グラフの下の方の線です。これに応じて逆に減っているのが主流の政党で、上の方にある。青、紫、緑の線です。

しかし、これは先例がなかった訳でもありません。普通選挙が始まった70年代後半から80年代初期には、数多くの共産党が当時西ヨーロッパにあり、相当数の右派のナショナリスト政党もありましたが、その後そういった政党は弱体化しました。ですから、評価にお

いては慎重になる必要があります。現在ポピュリスト政党、そして非主流政党が急速に躍進していることは事実で、その水準は懸念材料です。ただし欧州議会選挙の短い歴史の中で、かつて全く先例がなかった訳ではない。これは認識しておくべきことだと思います。しかしながらはっきり言えることは、欧州の主流政党は今守りに入っており、政策への影響は懸念されます。

以上が、私のプレゼンテーションの前半、欧州の問題についてでした。では政策対応はどうでしょうか。日本におりますので、5つの問題への対応を「五本の矢」と呼びたいと思います。明らかに、五本の矢があると、三本の矢よりもっと頑丈です。少し言葉遊びをしましたが、これらは直接日本の現状と比較できるものではありません。また全ての矢を同じレベルで比較することもできません。日本においては、先ほど副大臣がおっしゃいましたように、現在は日本では第三の矢が重要になってきていますが、矢のスピードには差があります。同様に欧州でも、政策対応の速度には差があります。最初の三本の矢については基本的にほぼ日本と同じで、金融政策、財政政策、構造改革です。残りの二つは、日本ではもっと前に実施された、もしくは欧州特有のものかもしれませんが、金融システムの安定と、制度上の対応です。

一本目の矢は金融政策です。1月22日にECBの量的緩和政策（QE）が発表されまして、3月から実行されます。ドイツ中央銀行を含め全会一致で合意しており、条約にも合致しています。その効果を評価するのは時期尚早ですが、市場の反応はかなりポジティブなものでした。市場とのコミュニケーションはECBによりうまく管理されており、慎重にみる必要がありますが今のところ金融政策の矢はうまくいっていると思います。多くの不確実性は勿論あります。日本では早くも欧州における出口政策について質問される方もいますが、欧州の量的緩和は端緒についたばかりです。

次の矢は財政政策です。債務問題のある個別の国々に対する数多くの援助計画があります。先ほど申し上げたように、2010年に私が東京に来た時、EU加盟国が「欧州金融安定ファシリティ（EFSF）」を作り、2国間ローンをギリシャに提供しました。その後「欧州安定メカニズム（ESM）」という恒久的な基金を立ち上げました。7,000億ユーロの基金が加盟国でコミットされており、5,000億ユーロが貸出能力として入っております。もちろん厳密に5,000億ユーロという規模は十分な量か、限られた量か、解釈は異なりますが、無視で

きる金額ではないことは確かです。

これはおおむね成功しました。ご存知の通り、ポルトガル、スペインは首尾よく支援プログラムから脱却しました。キプロスは今途上であり、支援プログラムは続いています、大局的には順調です。難しい問題は、明らかにギリシャです。ギリシャのケースは、IMFが呼ぶところの「援助の長期利用」で、明らかに課題があり、ギリシャが市場での資金調達に戻る見込みは立っておりません。ギリシャの問題は結論の際に改めて述べたいと思います。

我々はいわゆる「ヨーロピアン・セメスター」という、「ツーパック」、「シックスパック」、「ユーロプラス協定」などの非常に細かい一連の財政ルールに従うための仕組みがあります。細かい話には立ち入りませんが、ポイントは加盟国の財政政策を制約する多くのルールがあり、先ほど言及した集団的な行動の問題に繋がっています。

ここでの問題は、これらの財政ルールは本当に拘束力があるのか、ということです。私の母国フランスでは、この12カ月間はしっかりと財政ルールに従っていた訳ではありません。これから数週間、フランスとイタリアでは数多くの対応協議が行われるでしょう。一方では、経済を強化する観点からみると、こうした財政ルールを緩和するのはよいことだという強い主張もありますが、他方では、財政ルールは必ずしも拘束力がなく、コミットメントとして信用性が低いということを示してしまうためによくはないという主張もあります。これらの新たな財政ルールの評価は、非常に慎重に行う必要があります。

財政もしくは財政的対応の3番目の要素は、数か月前に欧州委員会 (European Commission) 委員長に就任したジャン=クロード・ユンケル氏が発表した「投資計画」です。今後2年間で少なくとも3,150億ユーロを投入しようというものです。これは公的資金だけではなく、その大部分は民間セクターに行くもので、公共政策の触媒としての役割が期待されています。今、ユーロ圏内外からユンケル投資計画に懐疑的な人もいます。しかしながら、マクロ経済へのインパクトは必ずしも大きくはないかもしれないものの、欧州での投資を刺激する建設的な努力となりうる可能性を私は排除しません。

次は構造改革です。国ごとに構造改革プログラムがあり、緩やかに欧州全体で調整され

ており、ポルトガル・スペインなどの資金援助を受けた国は非常に厳しく監視・強制されている。そうした構造改革は実際かなり成功しています。潜在的に経済成長が期待され、規制の障壁が除かれたことで、投資と雇用創出が進み、成長のポテンシャルが改善されています。フランスやイタリアでは、構造改革は行われなかった訳ではないが必要な程度に比べて非常に不十分だった。追加的な次元として、比較的新しい注視すべきことは、欧州全体での構造改革です。これは、ユンケル氏が欧州委員会委員長に選出された後に発表された政策アジェンダの一つです。

三つの主要なプロジェクトは、「資本市場同盟」、「デジタル単一市場」、そして「エネルギー同盟」です。これらの構想が果たして大きな変革を起こすゲームチェンジャーになるか、どの程度野心的に取り組まれるかを判断するのは少し早すぎますが、この3つのプロジェクトには明らかに可能性があります。資本市場における規制、デジタルサービスの規制における金融システムの国境、地理的断片化によるエネルギー市場の非効率性、これらはまさに欧州の成長の阻害要因であるためです。十分野心的に取り組まれ、十分な政治的資本が投入されれば、これらのプロジェクトが欧州の潜在成長力を高めることに貢献する可能性は十分あると考えています。以上が構造改革についてです。

それから銀行政策についてですが、この2、3年に多くの動きがあり、政策対応の中で最も説得力がある、全体の矢の中でも最も強い矢であったのではないかと思います。最初のステップは、欧州の銀行当局、株式市場、保険や年金基金に関する新しい機関が2011年に誕生しました。そして単一のルールブックができ、欧州の金融サービスに関する様々なルールの調和が図られました。まだ取組が続いているプロジェクトですが、この4年間はこうした方向へと着実に進歩がありました。時間がないので詳細には立ち入りませんが、質疑応答で必要であればお話しします。

しかしそれ以上に重要なのはいわゆる「銀行同盟」です。これはユーロ圏のみが対象で、将来的には非ユーロ圏の国々でいくつか入る国が出てくるかもしれませんが、今のところは英国やその他非ユーロ圏の国々は入っていません。ご存知かもしれませんが、例えばデンマーク、ポーランド、チェコ共和国といった国々は、自主的に銀行同盟に入る可能性があります。デンマークは今後1年から1年半のうちにそうした動きがあるかもしれませんので、注視する必要があります。「銀行同盟」はECBによる「単一監督メカニズム（SSM）」

に重点を置いたものです。これは、例えば銀行の免許の付与や取り消しの権限を各国からECBに委譲するもので、昨年11月4日から執行されています。

ECBは既にユーロ圏の銀行システムの監督機関となっており、直接的に120行のいわゆる重要な金融機関を管轄し、ユーロ圏の金融システムの80%以上に該当します。残りの3,500強の小規模な銀行の日常的な業務の監視は、加盟各国の監督当局が行っていますが、銀行経営の最終的な認可の権限はECBが持っていますので、小規模の銀行であってもECBは何もできない訳ではありません。ユーロ圏の銀行政策については、見る者が驚くほど包括的に、相当な統治権が各国からECBに委ねられました。各国の銀行監督当局も含めて、どれだけの権限が委譲されたか完全には認識できていない人々もいるかもしれませんが、これは既に実施されており不可逆の変化です。

このような「単一監督メカニズム (SSM)」に加えて、新しい危機管理の枠組があります。今後銀行危機が起きた場合、経営や破綻処理には、債務救済を債権者の損失とすることなどの法的措置があります。これは劣後債権で有効で、スペインやポルトガルのエスピリト・サント銀行や、オランダ、ギリシャ、当然キプロスについても、既にこうしたケースが見られました。ここ2、3年の間に、劣後債権者によるペイルインに市場は慣れ、織り込まれるようになってきました。ただより難しいのは、優先債権者による救済をどうするかで、これはまだ起こっていません。これは来年、「銀行再建・破綻処理指令」と呼ばれる法的措置の下で計画されており、注視する必要があります。

また来年には、新たな制度的措置として「単一破綻処理委員会 (SRB)」が稼働し、「単一破たん処理基金 (SRF)」が動き始めます。SRBはユーロ圏の新たな当局であり、米国における連邦預金保険公社 (FDIC) と同様の組織です。ブリュッセルに設置され、現在スタッフを雇うなど準備段階に入っていますが、本格稼働は来年1月となる見込みです。残されたのは預金保険で、これはまだ国ごとの制度の調和しかなく、欧州レベルの預金保険は創設されていません。現在の枠組ではここは大きな弱点として残されており、これは明らかに「財政同盟」がないことに起因しています。

既に申し上げたように、ECBにより効率的に監督される「単一監督メカニズム (SSM)」は、ゲームチェンジャーであり、各国当局のインセンティブを完全に変えました。いわゆ

る銀行ナショナリズムが制約され、エコノミストが呼ぶところの「金融抑圧」を加盟国が行う可能性を劇的に減らします。これは本当に大きな改革です。新たな枠組の下ではまだ実際に発動されていないので、将来の危機管理や破綻処理は不確実性が残ります。先述したように、新たな枠組のいくつかは、来年になって初めて法制化されますので、今はまだ移行期にあります。ご存知のようにこうした分野では理論と実践は異なりますので、ベイリンがどのように機能するかは未知数です。

先程言及したように、ESMという基金は5,000億ユーロの貸出能力があり、600億ユーロは特に銀行への直接資本注入に向けられておりますが、これも実際に発動されたことではないので未知数です。新たにブリュッセルに創設される破たん処理当局のSRBが運用するSRFも、完全に未知数です。過去数年間に通常の欧州法制の下で幾つかの加盟国において創られた国単位の破綻処理基金についても、同様のことが言えます。

先述したように、預金保険は国ごとに行われていますが、特に国家債務に悩まされる国々において、預金保険システムにどの程度の共同保険、再保険が行われるかは不明です。ご記憶と思いますが、キプロスのケースでは多くの状況の急変がありました。最初のキプロスの支援計画では全ての預金の損失が含まれていましたが、幸いにもこうしたばかげた計画は修正されました。修正版には、ユーロ圏からキプロスの預金保険システムへの再保険が含まれています。このキプロスでの事態の急変から、将来における国家支援計画での国家預金保険に何が起こるかには不確実性が残されています。

最後が最大の疑問ですが、将来ある意味でECBの監督が不十分であった形で銀行危機が起こった場合、過去に各国の当局による監督が不十分であった場合と同じように、各国の納税者は新たな欧州レベルの機関に対してコストを負担するのでしょうか。これは全く未知の領域になります。このためギリシャはここでも初めての試み、テストケースになります。ECBに新設される「単一監督メカニズム (SSM)」トップのダニエル・ヌイ氏が2週間前に言いましたが、ギリシャの4大銀行、これはギリシャの銀行システムの8割に相当しますが、これらは十分に健全であるとのこと。基本的には、現在のECBの評価では、ギリシャの大手銀行は支払い能力があり、十分な資金があるということです。現在の文脈では理解できる宣言ですが、仮に来月ECBがギリシャの銀行はそれほど健全ではないといったならば、これは欧州でここ2年のうちに言われてきたような、各国自身による監督が甘いケー

スとは異なります。これは、ECBの監督の下に発生した新たな問題ということになり、もしそうならば全く前例のないことになります。

最後の制度上の問題ですが、多くの対応が取られてきました。様々な機関が欧州レベルで誕生しています。アルファベットの羅列ができますが、例えばロンドンの「欧州銀行監督局（EBA）」、フランクフルトの「欧州保険年金監督局（EIOPA）」、パリの「欧州証券市場監督局（ESMA）」。またフランクフルトにあるマクロのプルーデンス政策を扱う「欧州システミックリスク理事会（ESRB）」、ルクセンブルグの「欧州安定メカニズム（ESM）」、フランクフルトの「単一監督メカニズム（SSM）」、ブリュッセルの「単一破綻処理理事会（SRM）」。かつては欧州の官僚は米国には金融規制を扱う連邦機関が、SEF、CTFC、OTS、OCC、FRB、FDIC、等々様々なものがあることをからかっていたものですが、欧州も同様の状況になりました。これらはいずれもここ4年間に誕生した新しい機関です。

当然それだけでは十分ではありません。ここでの大きな疑問は、意思決定の枠組における民主的な説明責任という部分です。昨年興味深いことがありました。ご存知の通り、昨年5月に行われた欧州議会選挙では、初めて様々な政党が候補を出しており、Spitzenkandidatenというドイツ語がありますが、中道左派、中道派、中道右派、緑の党、極左、あまり多くはなかったものの極右に至るまで、各国が自分たちの候補を打ち出しました。これらの候補は欧州委員会の委員長候補で、現行システムの下でこれ程多くの候補が出たのは初めてでした。最も票を獲得したのが中道右派のいわゆるEuropean Peoples Party（EPP）で、その候補が前ルクセンブルグ首相のジャン=クロード・ユンケル氏でした。

当初、各加盟国首脳と政府は過去と同様に自分たちの候補に投票するためうまくいかないだろうと見られていました。しかし私を含む多くの人々の予想に反して最終的にはユンケル氏が委員長に選ばれました。このように、リード候補者システムが実践されました。これは欧州の制度・システムのインセンティブを相当に変えます。次の選挙では昨年の選挙と異なり、誰もがグループのリード候補者は首相になるという前提で動きます。これは日本や他国の状況に似ていますが、欧州においては新しいことです。

これだけでは欧州の民主主義の欠陥を克服するものではありませんが、少なくとも主流のコメンテーターは予期していなかった事態が起きたことは、欧州の民主主義に多少なり

とも変化が起こりつつあることを示しています。EUの制度の下で実際に大きな変革を起こすには、条約を改正する必要がある、近い将来には起こらないでしょう。誰にも合意の基盤が見えていないので改正の議論も見通しが立ちませんし、改正には英国を含めて28ヶ国全ての加盟国の同意が必要で、近い将来には目途が立ちません。短期的には、EUの統合性が、ギリシャの脱退リスク（Grexit）、英国の脱退リスク（Brexit）で脅かされており、制度上はこれが大きな問題を引き起こしています。

このプレゼンテーションを総括すると、金融政策については遅ればせながら有効な対策が取られてきております。財政構造については、問題への対応策が限定的であり、欧州の財政はまだ持続可能な構造ではありません。構造改革に関しては、いくつかの対応がなされてきましたが、欧州の成長と雇用創出をもたらすにはまだまだ不十分です。銀行と金融の安定性については、銀行同盟によって制度が変革されました。その効果は未知数ですが、これまでのところ非常に励みとなるものと思います。制度的な対応については、まだまだ行政上の能力、民主的な代表性、説明責任といった問題が未解決です。したがって、欧州の政策対応の採点表は、良い部分もあれば悪い部分もあり、欧州危機の最終的な処方箋にはなっておりません。

結論として3つ申し上げます。一つ目はやや悲観的なものです。急速に変化する世界の中で、欧州では非常にゆっくりとした改革が進められています。非常に粗く、誤解を招くかもしれませんが、興味深いと考えている指標は、世界の上場企業の全体像を見ることです。企業群全体の合理的な近似として500企業のリストを見ると、これらの企業価値総額における各国のシェアを見ることができます。もちろん為替の影響があり、株式市場ではバブルの生成と崩壊がありますが、世界経済のダイナミズムがどこにあるかの一端が見て取れます。グラフでは欧州は何とか持ちこたえています。この10年間、特に危機が発生してから10%程低下しており、一方で、新興市場は特に中国の影響で急速に伸びていて、その他の国々も伸びてきており、多極化が進んでいます。驚くことに、米国はブッシュ政権時代にはかなり下げておりましたが、その後オバマ政権時代は回復しています。これは単に大統領の任期で説明しただけで、政治的な意見ではありません。そこには米国の政策と単純な相関はないと思いますが、米国の回復は際立っており、為替の影響のみが要因では全くありません。

ここで言いたいことは、欧州の大幅な凋落は、欧州の政治の変化が遅いことを反映していることです。世界が急速に変化する中で、欧州はあるべき姿に比べて極めて変化が遅く硬直的です。これは欧州の人口動態やその他の側面から見ても同様です。しかしながら同時に、欧州が非常に魅力的と感じさせるのは、もちろん私は中立の立場ではありませんが、欧州は政治的な革新であるという点です。EUの制度を見ると、これまで議論したように変革にはかなり時間がかかりすぎていますが、相当に劇的な変革です。例えば銀行同盟は、加盟国は自分たちの銀行制度に対する権限を実際に委譲して、金融抑圧の可能性を放棄して同盟に加わっています。これは大きな変化です。5年前にこういった議論をしたなら、私はそれ以前から主張しておりましたが、このような劇的な変化は起こらなかったでしょう。欧州の制度は革新的で、超国家的な統治という実験のフロンティアにあって、世界は欧州がより安定的で調和し秩序立つことを必要としています。また、多くのこの金融危機における状況と同様に、我々の状況は内生的、つまり危機によって影響を受けており、外生的な独立変数ではありません。

三つ目は、東京にいたので避けられないことですが、日本に関することです。名前は控えますが、日本人ではありませんが日本に詳しく多くのことを書いているエコノミストの言葉の引用です。2週間前に彼を含め数人で、世界経済のテイルリスクに関するコンファレンスに招かれました。欧州、中国について多くの議論をして、コンファレンスの議長が、普段あなたは日本のことを心配しているのに、なぜ今日は言及しなかったのかと質問したところ、彼は、欧州の問題が解決しない限り、誰も日本のことは心配しない、と答えました。これは欧州危機が未解決であることと、日本に関して市場がサポータティブであることの興味深い関係を示唆しているように思います。前述の通り私は日本の状況にそれ程詳しくないので、これ以上は申し上げません。

以上が私のプレゼンテーションです。ギリシャの話はあまりしませんでした。ギリシャの現状については大いに関心が寄せられていますので、ディスカッションと質疑応答のために少し申し上げますが、ギリシャの状況は今急速に変化しています。昨夜もブリュッセルで会議があり、交渉はそれ程うまくいきませんでした。様々な「ドラマ（劇場型）」、「シアター（芝居がかった行為）」、「シンボリズム（象徴主義）」があります。これらは全てギリシャ語に語源があります。現行の支援プログラムは延長されず、期限を迎えてしまうと思います。ギリシャは、3月初めにはそういった支援プログラムがなくなるもの

の、新たな合意のために交渉が続けられる状況になると見込まれます。それは合意というか取引というか、またギリシャ語ですが、適切な「ユーフェイズム（美辞麗句）」が使われるでしょう。

銀行システムは、私がチェックした直近の状況では、管理された状況（under control）にあります。商業銀行にトレンドはなく、銀行システムに無秩序な情勢はありません。脆弱ではありますが、ECBが監督機関としても最後の貸し手としても、ギリシャの4大銀行は支払能力があると評価しています。数日前にECBはギリシャに対する緊急流動性支援（ELA）の上限額を引き上げています。ベースラインシナリオではECBは、何ら支援計画や合意がなくとも、ギリシャの銀行に対するELAを2月以降も続けると想定されています。これはまだ非常に流動性が高く、いつ何時変化しうるものですが、ECBはこれまでかなりうまく銀行の情勢と、国家債務の状況とを切り分けております。これはまさに銀行同盟が目指すところではあります。現下のギリシャ危機は、ユーロ圏における銀行同盟後最初の危機です。今観察されているのは銀行の国家債務からの切り離しです。完全になくすことは出来ませんが、以前の銀行危機で見られたような銀行と国家債務の悪循環を緩和することです。

ギリシャに関するベースシナリオは、多少混乱や変動はあるでしょうが、しかし現状から新たな計画、取り決め、合意に向けた効果的な橋渡しが、ユーロ圏からギリシャの新政権への条件付きの支援という形で、3月には出てくるだろうというものです。楽観的な評価に移るかもしれませんが、それが確率50%のベースラインシナリオと考えています。ただ一方でより困難で無秩序な状況になる可能性もあります。これについては後で議論させて頂きたいと思います。有難うございました。

近年、このユーロ圏の状況を形容するキーワードとして日本化という表現がしばしば用いられる状況です。例えば潜在成長率の低下、需要不足がなかなか解消しないこと、あるいは投資の不振といった点について、実際に日本が経験してきた状況との共通点が見られることは確かです。

日本化というキーワードは、特に私たち日本人にとっては非常に理解しやすいという側面がある一方で、非常にミスリーディング、問題の本質を見誤ってしまうリスクもある言葉ではないかというのが私の思いです。やはりユーロ圏の現在の状況で非常に顕著な特徴は、単一通貨圏の中で格差が非常に拡大していて、これがなかなか是正されないことではないかと思います。全体として状況が厳しいこと以上に、その中で格差が非常に広がっていることこそが問題ではないかということです。例えば最強と言われているドイツ経済では、全くデフレのリスクは見られない。その一方で南欧は日本以上に深刻な状況にあります。例えばGDPギャップは、最近では少し縮小に転じつつあるということですが、それでも欧州委員会の最新の統計では、ギリシャはマイナス10%を超え、スペインでもマイナス6%といったように、非常に大きな需要不足を抱えているということです。

こうした域内の格差は、社会的、政治的な緊張を高めて、単一通貨の安定を脅かしかねないと思いますが、本日ヴェロンさんに基調講演でお話いただいた通り、現在のユーロ圏では制度的、あるいは政治的な要因によって、なかなかその対応が限られてしまう。格差の問題に十分な手を打つことが出来ていないところが、このユーロ圏の問題の深刻さであると私は考えております。そういう意味では、日本以上に複雑な問題と言えらると思います。

二番目の私自身の問題意識として、ユーロ圏の経済の現在の状況と政策の組合せについて感じるところをお話させていただきます。私はこの5年間ほど、支援を要請した国に課された構造調整プログラムの内容、あるいは債務危機を教訓とするユーロ圏の経済ガバナンスの見直しの動きに、大変注目してまいりました。この経済ガバナンスの見直しという意味では、例えば財政ルールが厳しくなったり、あるいはヨーロピアン・セメスターという政策監視のための年次の政策調整のサイクルを導入したり、あるいはそのサイクルの中で財政の中期計画と、それから構造改革の一体監視をするといった制度も導入されました。

ヴェロンさんは、こうした財政ルールが非常に厳しくなったという点について言及されていました。欧州安定メカニズム（ESM）の構築、支援の仕組みの構築のためには、やはり事前の段階での政策監視、あるいは財政ルールを厳しくせざるを得なかったという側面があったのだろうと理解しています。

ただ、この新たな経済ガバナンスは、かなり財政の緊縮と、構造改革の分野に重点が置

かれていたと思います。特に、問題が大きい国ほど非常に短期間に多くの問題に取り組まなければいけないという特徴があって、このことが域内での格差の増大とデフレリスクを高めるという結果につながったのではないかと感じております。

南欧では多くの財政緊縮策が実施されましたが、経済成長が大きな打撃を受けたために、名目GDP比でみた債務残高はなかなか低下しない状況になっています。それから構造改革は不十分というお話がありました。確かにこれは単一通貨を導入した国々にとっては非常に重要な課題であることは間違いないのですが、やはり構造改革自体、そもそも成果が現れるまでに時間がかかるということが最大の特徴です。特に南欧の場合、最終的に構造改革が成果を発揮するまで、いわば良好なビジネス環境というゴールに達するまでには、まだまだかなり距離があると思います。これからも改革を継続することは非常に大切ではあるのですが、その痛みを緩和すること、あるいは構造改革の効果を高める政策をもっと強化していく必要があると感じております。

三点目のコメントは、こうした問題意識の下で最近の政策動向を見ますと、ECBによる量的緩和の決定、あるいはEUによる投資計画の推進といったことで、基本的には好ましい方向に転換しつつあるという印象です。ただ、これらの政策は格差の是正という、私が持っている問題意識に対する対応としては不十分ではないかと考えており、その点について少しご質問をさせていただきたいと思っております。

一つ目の質問は、EUの投資計画に関するものです。この計画については先ほどの基調講演の中でも、かなり欧州の専門家の間では厳しい見方が多いということでした。私としては、この投資計画は、今EUがユーロ圏全体としても直面している需要不足や潜在成長率の低下といった問題には効果は期待できるということですし、現在の欧州の枠組を大きく変えていくものではないので比較的速やかに実行できる点を評価しております。ただ一方で批判としては、この投資計画の中核にあるファンドを構築するためにEUや欧州投資銀行（EIB）が出す資金が少なすぎる。そんなにお金が集まらないだろうという見方があります。仮に3,150億ユーロ全てが調達できて投資に移されたとしても、それでも今の問題を解決するためには規模が小さすぎる、という議論もあるようです。この投資計画の意義や効果について、特にこういった点を改善すべきといったご意見があれば、ヴェロンさんから是非お聞かせいただきたいと思います。

二つ目の質問も、基調講演の中で触れられたポイントですが、財政監視の強化されたルールについて、ルール自体を変更するのではなく解釈を柔軟化する動きが出ていることについて、どう評価すればいいのかということです。欧州委員会が1月に公表した政策文書の中で、例えば欧州戦略投資基金、先ほどの投資計画を実行するための基金に拠出するた

めの支出であるとか、あるいは構造改革のための支出といったものについては、財政ルール違反を問わないといった基本方針を打ち出しています。それから、景気状況が非常に厳しい国については、やはり目標からの一時的な乖離を認めるといったことも打ち出されています。

私自身は、財政緊縮策が各国でそれなりの成果を得たことを考えると、こうした軌道修正はある意味では必要とされているものと感じます。一方で、財政ルールがルーズに運用されてしまった結果として財政危機に至ってしまったという経緯もあるので、そういう解釈の柔軟化が、折角強化されたルールを結局意味の無いものにしてしまうのではないかという不安があります。この点についてヴェロンさんの見解は注意深く見守る、ということだったと思いますが、例えばフランス、イタリアにとって裁量的な財政政策の余地が広がるのかどうか。あるいは、ギリシャの新政権が主張する緊縮策の修正が受け入れやすくなっているのかどうか、といった点についてご意見をお聞かせいただければと思います。

最後の質問は、財政同盟についてです。基調講演で銀行同盟についてかなり詳しくお話をいただきましたが、財政同盟も、実は2012年に当時のEU大統領が出した報告書の中で、統合を進化させる4つの柱の一つとして出てきたものでした。その後、特に進展が見られないという状況かと思います。一方で、ここで掲げられた、例えばショックを吸収するための財政の共通財源、いわゆるフィスカル・キャパシティがあれば、もっと格差の問題に柔軟に対応できると考えられますし、仮にユーロ圏の共通国債があればECBの量的緩和の決定もよりスムーズであったと思います。

これから先もユーロ圏は、こうした共通財源、あるいは共通債を欠いたままの状況で格差の拡大に歯止めをかけて安定を実現することが出来るのかどうか。あるいは、この先財政同盟の議論が再び動き出す可能性があるのかどうか。是非ご意見を伺いたいと思います。以上で、私からのコメントとご質問を終わらせていただきます。

中空 麻奈 BNPパリバ証券投資調査本部長

BNPパリバ証券の中空と言います。宜しくお願い致します。伊藤さんは長く存じ上げているのですが、完璧にまとまった質問をされましたので、後を受ける立場が無いなど思いながら聞いておりました。私はまとまりがない状態でお話をさせていただきます。

私は、クレジットアナリストを務めておりますので欧州の金融機関を見ています。金融についてはヴェロンさんの基調講演の中でも多くのご説明をいただきましたが、日本から欧州の金融は今どのように見えているか、どう分析しているかという話をさせていただいた上で、質問をさせていただきます。

スライドの2ページ目ですが、ストレステストについて書いてあります。去年の10月にECBと欧州銀行監督局(EBA)が包括的審査を行って、欧州の金融機関が健全かどうかという結果が出たのです。中身を見ますと、全て健全であったと見えます。3ページ目は一覧表になっていますが、ECBとEBAそれぞれの審査結果が出ています。どの銀行が資本不足かのリストになっていますが、百何十行も見て、たった9つの銀行が資本不足だったと。しかし実際細かく見た時に、ストレステストなどを行う間にいくら資本不足だった指導をして、その間に増資した銀行は除いて考えるので、最終的に資本不足の銀行はたった9行にとどまったのです。このため、必要資本残額は全部で90億ユーロという非常に小さいものに収まりました。

こうした結果をマーケットはどう捉えたのか、でございます。安心だと捉えるか、それとも審査が優しすぎる、割といい加減なのではないかと捉えるかは、難しいところです。どちらかと言うと、元々欧州の審査はこの程度で、いい結果だけ出すように、結果ありきで審査を行っているという受け止め方もあり、そのようにマーケットは受け取った節があります。ですので、結果はこのようにきちんと出ましたし、フランスのBNPパリバ銀行本社でも大変多くの資料提出を求められたと聞いています。しかし結果としては大して大きく出なかった。これを本当に信用していいのかという疑問が出てくるわけです。

金融機関の側も自らリスク管理を始めました。例えば4ページ目はギリシャ向けのエクスポージャーで、ギリシャ向けの融資額を金融機関がどれだけ持っているかという数字があります。基本的にはどんどん減らしているのでリスクは低い、と。また後でヴェロンさんから様々なお話をいただけたと思いますが、仮にギリシャが債務不履行となった時に、欧州の他の金融機関に影響が出るかという影響は小さい、リスクは管理されている、ということが分かったわけです。

5ページ目ですが、では欧州の金融機関はもうリスクも取ってないし完璧なのかと言う

とそうでもありません。先ほどご説明した包括的審査の中では、ストレステストで過剰なストレスをかけた場合に銀行がどの程度悪くなるかも出しています。特に右の表を見て頂くと、ストレスを強くかけた場合の不良債権比率がどうなるかの表です。20%を超えて不良債権になる、という金融機関が散見されるという結果です。ということは、潜在的に欧州の金融システムはやはりそれほど強くないのではないかという疑問が出てきます。

例えば6ページ目ですが、先ほど伊藤さんの説明の中に欧州の「日本化」という話がありました。悪いものを日本化と言われると少し不愉快な気持ちになりますが、ただ欧州の金融機関の状況は日本と少し似ていて、足元で、貸出がどんどん減少しています。貸出がなければ、マクロ経済も当然良くならないと思っています。そのような中7、8ページ目は、比較的ドラスティックな話なのでご覧頂きたいのですが、これは最近の預金の変遷です。冒頭で説明したように、包括審査では、欧州の金融機関は健全で、資本不足ではないという結果が出ていました。

そうであれば、どの銀行も信用力が高く、たとえギリシャの銀行でも安定的ですから預金流出する必要はないはずですが、7ページ目でご覧いただけますように、ユーロ圏の預金量は増えている中、ドイツ、フランス、イタリアの預金量は増えていますが、一方で8ページ目ですが、スペイン、アイルランド、ポルトガルの預金量は増えていかない。ギリシャやキプロスは相変わらず減少しています。本当に全ての金融システムが健全で、どこの銀行に預金してもいいなら、自国の銀行に預けるのが当たり前なので、そうではないということがここで示されています。本当に健全なのであれば、きちんと自分の国に預金が戻ってこなければいけない。それが果たせてないならばどこかに問題があるということではないかと私は思っているのです。この辺りについてもヴェロンさんに解説して頂きたいと思います。

9ページ目ですが、これは今の日本の問題でもありますが、世界中、低金利で低成長だという問題があります。そうした中で、銀行はどこで収益を上げるのかという大きな問題です。こういう状況下では、景気が悪くても良くても金利はどんどん下がっていつてしまうので、銀行は収益を上げようがなくなります。利益が上がらなくなったらどうするか。当然ですが銀行はリスクを取ろうと思う訳です。

10ページ目ですが、上の表から、リスクを取りに行く銀行が増えていることが分かります。ですので、銀行がこれから先やはりリスクを取っていくという話になってきます。しかしリスクをどんどん溜めていくかということとは違って、自浄作用といいますか、下の方のグラフですが、リスクを取った後で調整され自己防衛に走ることが繰り返されているのが、今の欧州の金融システムであると解釈しています。ここまでの欧州の金融システ

ムの解釈の仕方が果たして正しかったかどうか、後でコメントをいただきたいと思います。

11 ページ目は、基調講演でご説明いただいた銀行同盟について。これは非常に大きなポイントだと思っています。ヴェロンさんのプレゼンでも、「新たな危機管理の枠組」の話がありました。欧州は国を集めているので優秀な頭脳が集まっていて、フレームワークを作るのが得意だと思います。しかしフレームワークを使えているかと言うと、それが大問題だと私は思っております。こうしたきれいなフレームワークやシングルルールブックなど、様々なものを作っていく。ところが、それがきちんと使えているかどうかはあまり分からない。一つ目の質問ですが、こうしたフレームワークは本当に機能するのでしょうか。先ほどヴェロンさんはギリシャの銀行は殆どのものはアンダーコントロールだと仰いました。しかし仮にここ数週間のうちにギリシャの銀行から預金が引き出せなくなって大変なことになったとします。そういう時に、どういうフレームワークが働きうるのか。現状ではどういふサポートが出来るのか。ここを聞いておきたいと思います。

それから2番目の質問ですが、こういったフレームワークを作る時、あるいは預金保険制度（DGS）などを作る時に、結局誰がコストを負担することになるのでしょうか。コストを負担する人がいないと話にならない訳です。例えば、フランスやドイツの銀行が、自分の銀行は健全であるのにギリシャの銀行を助けるためにお金を出すのでしょうか。そうなってくると、預金保険制度はうまくいくのでしょうか。

3つ目の質問は、国境を越えた破綻や、ユーロ圏以外の銀行同盟に入っていない国々で銀行のデフォルトが起きた時には、どのようなサポートができるのでしょうか。ヴェロンさんのスライドの18ページ目の下の方に書いてあるポイントでは、残念ながら‘uncertainty’、不透明であると書かれているのですが、そこが知りたいところです。ぜひ後でヴェロンさんご自身としてはどういう方向に行くと思うか、着地点についても教えていただきたいです。

最後のページは私のポイントとして、お伺いしたいところをもう一回まとめております。時間の制約もあるので、ヴェロンさんから幾つ答えていただけるか分かりませんが、是非‘uncertainty’ではなくて、どんなことがありうるのか、その辺りを一つでもいいので教えていただきたいと思います。いずれにしましても、こんな寒い日本に来ていただき、興味深い基調講演を有難うございました。これで私のプレゼンを終わります。

岩田 一政 日本経済研究センター理事長

私の方からは4点ほど申し上げます。一点目はデフレの話で、ECBのソブリンQEと呼ばれている量的緩和政策について3つほど最初に申し上げます。

今日のヴェロンさんのお話でも、ソブリンQEをマーケットは好感したというお話がありました。ですが、日本で現在行われている異次元の量的質的緩和と、今回のECBの政策にはどこに違いがあるか。私が見るところ最も大きな違いは、ECBの場合には中央銀行における預金口座（ディポジットアカウント）と超過準備（エクセスリザーブ）に、マイナス0.2%というマイナス金利がついているという点です。日本銀行の場合には超過準備にプラス0.1%の金利がついています。

日本銀行はマネタリーベースについて、例えば14年末は275兆円という規模についてのコミットメントを設定しました。ECBは3兆ユーロまでバランスシートの規模を拡大するというので1.14兆ユーロの措置が取られました。預金口座と超過準備にマイナスの金利を付けたままでその目標が達成できるのかどうか、これが一つ目の質問です。つまり、日本銀行の場合には超過準備で置いておけば一応金利がもらえる訳ですが、ユーロ圏の銀行は、仮に政府の国債をECBに売ったとして、それを預金口座や超過準備に置くとマイナス金利が適用される訳です。

そうすると、そもそも銀行にとって国債を売るインセンティブがない。インセンティブがないところを、どうしてもECB、あるいはブンデスバンクが買わないといけないうことになるとどうなるか。今ドイツでは5年物まで国債金利がマイナスになっていますが、更にマイナスの金利で買わないと、つまりオーバープライスでどんどん買っていかないと間に合わないという話になります。しかし銀行はどのような行動をとるかという、国債を売って自分は手元に流動性があるわけですから、すでに中央銀行から借りているお金をおそらく返すのではないかと思うのです。日本銀行が何故マイナス金利にしないかと言えば、せっかく成長基盤融資など低い金利で銀行にお金を貸して、銀行がもっと貸出を増やしてほしいという政策を取っているのですが、それがマイナスの超過準備の金利にしてしまうと、もうそれは借りたくない、お返ししますということになるのではないのでしょうか。

既に欧州の銀行は、これまで随分出てきた流動性供給で、借りたお金をどんどん返しているのですが、それが更に加速するのではないか。そうするとどういう帰結になるかというと、例えばドイツの場合全ての国債の金利がマイナスになっていくような、未知の領域になっていかに得ない。そして、おそらくECBはその時に3兆ユーロの目標を達成するためには、民間銀行に貸している貸付の金利もマイナスにしないといけなくなってく

る。その時には一体どうするのかというのが一つ目です。実は、このことは日本銀行にも将来インプリケーションのある話だと思います。

次に、今回のECBと日本銀行で異なるのは、リスクシェアリングの部分です。こういう大規模なオペレーションを行う時にはロスが発生し得るのですが、その損失の分担について、ECBが負うのは20%で、80%は各国の中央銀行がリスクをそれぞれ負うことになっています。リスクをそれぞれ各国銀行が負うということになりますと、そういう体制の下では各国のソブリンリスクの度合いに応じて国債市場の金利に差が、リスクプレミアムの差ができやすいのではないかと。換言しますと、銀行同盟でせつかく銀行ナショナリズムを克服しようと目指しておられるのに、実際のオペレーションでは銀行ナショナリズムをある意味で復活させることになるのではないかと、ということです。

最後に、これはすでに伊藤さんからご質問がありましたが、金融政策だけでデフレが克服できるのかどうかという論点です。これは日本でも同じ問題があります。2013年度は素晴らしい年で、財政政策も金融政策も両方拡大して、日本経済は2.1%成長しました。2014年になって、金融は引き続き大規模な拡大ですが、財政の方は引き締めになって、消費税を上げた。その結果、おそらく2014年度の成長率はマイナス0.5%程度ではないかと思えます。ですから、ECBの政策も金融政策だけでデフレを克服しようとしても、おそらく力不足ではないか。先ほどお話がありました「投資計画」ですが、私は1兆ユーロ程の規模の財政支援が、デフレ克服には必要ではないかと思えます。以上がデフレについての話です。

二点目は、債務危機で合意ができそうだというお話について、私も是非合意してほしいと思えますが、ギリシャの財務大臣が主張していることは、今ある債務をGDP連動債に変えると。私は、けして馬鹿げた提案ではなくていいアイデアだと思います。過去に行われたこともあります。ただし、これはトロイカ(ECB、EU、IMF)の側は受け付けないと。何故ならEUの法律でマネタリー・ファイナンスに引かかる可能性があるからということです。それはヘアカットがある場合の話と私は理解します。つまり元本が削減されなくて、金利が多少、名目成長率に連動するというのであれば、必ずしもEUの法律には違反しないのではないかと思うのですが、この点についてはいかがでしょうか。

ECBはかなり思い切ったことを2月11日にやりました。ギリシャの国債を担保として使うことはもう認めないということです。その結果ギリシャの銀行は、通常のECBから資金を借りることが出来ずに、緊急流動性支援(ELA)で借りなければならず、金利も1.5%高くなる。

これは日本における日銀特融のようなもので、融資の条件は支払能力があること。支払能力はあるが流動性は不足している、そういう銀行に出すものです。ELA もそういうものだと思います。ECBは更に積み増しをして、600億ユーロに50億ユーロを足しましたが、これは今ヴェロンさんのご指摘にあったように、支払能力があるという判定があって初めて出来ることなのです。しかし支払能力の保証がどこにあるのか。先ほど中空さんのお話にあったように強いストレスがかかった場合の不良債権比率は、ギリシャはキプロスに次いで高い。ストレステストのケースで、資産査定 (Asset Quality Review、AQR) を見る限り、明らかに3つの大きな銀行は資本不足にあると伺っております。

支払能力があるとECBが判断した後実はそうでないということが判明した場合、つまりギリシャの三大銀行から預金の流出が止まらなくなり破綻のリスクが出た時に、支払能力があるとした判断のミスをどのように解決するのか。これは詳しいご質問は中空さんの話にあったので、単一破綻処理基金 (SRF) の役割、欧州安定メカニズム (ESM) のファンドの役割、国家破綻処理基金 (NRF) の役割、ECBの役割がどうなるかということをお伺いしたいと思っております。

最後に一点だけ、ヴェロンさんはブリュッセルだけではなくピーターソン国際経済研究所 (PIIE) の研究員も兼ねておられますので、PIIE が最近仰っていることで気になっていることがあるのでお伺いしたいと思います。図では為替レートについて、長期で1970年からとったグラフで、もちろんユーロは70年には存在してないのですが、仮に存在していたとすれば実質実効為替レートがどういう動きだったかを記しています。

横線は長期平均でありまして、この線より上に行くほど過大評価です。ユーロはまだ過大評価です。おそらくECBの量的緩和とソブリン債務危機リスクがあると更に下がっていく。その時に、私の懸念はアメリカがどこまで許容出来るかという点です。ドルの方は、ちょうど過去の平均ぐらいの所まで戻ってきております。更にこれが上がっていくというのを、アメリカはどこまで耐えられるのか。日本はどうかというと、明らかに過小評価で、過度に円安の方向に動いています。

私が気にしていますのは、今TPPが議論になっておりまして、おそらく近いうちに締結される。しかし議会で議論がある。議会で財政委員長がTPPについて議論するのはOKだが2つ留保条件があると。一つはカナダと日本の農業がまだ市場開放が不十分だと。もう一つが通貨条項を入れるべきだと。つまり為替レートを操作している国があれば、その国を罰するような規定を入れるべきだという、これをはっきり仰っておられます。これはPIIEのサイモン・ジョンソン氏もそのように議会証言で仰っています。フレッド・バーグステン氏は昔からずっと仰っておられますが、これについてどのようにお考えになる

か。以上で私の質問を終わりにいたします。

杉原 茂 経済社会総合研究所次長

有難うございました。非常に広範な分野から、本質的な質問とコメントを頂きましたので、少し長めにヴェロンさんからリプライをしてもらいたいと思います。

ニコラ・ヴェロン 欧州ブリュッセル研究所 シニアフェロー

ピーターソン国際経済研究所ビジティングフェロー

有難うございます。大変包括的に問題がカバーされたと思います。頂いた多くの質問は全て非常に素晴らしい内容でした。私が基調講演で触れなかったこと、足りなかった部分を補完する質問を頂き、ギャップを埋めて頂きました。

これから全ての質問に、非常に簡単にお答えします。そうして質疑応答に時間を残したいと思います。回答が短すぎると思われたら申し訳ないですが、長すぎるより短すぎる方がいいでしょう。では質問を頂いた順番にお答えします。最初は伊藤さんから、欧州は日本化しているというが、欧州は多くの国で構成されていて、日本は1国であるから事情が異なると、これはその通りです。しかし論点としては、我々はただ域内格差の拡大だけを見るわけではなく、収斂も見るとは、我々はただ域内格差の拡大だけを見るわけではなく、収斂も見るとは、最近では全ての指標が悲観的な訳ではありません。例えばスペインやポルトガルの成長率を見ると、ダイナミズムが見て取れます。まだ見極める必要がありますが、これは心強いものです。

おそらくより重要なのは、金融環境においても格差の拡大が反転する動きがみられることです。昨年までは金融環境の格差が拡大しており心配でしたが、最近ではその格差が縮小し金融環境がより均一になってきております。過度に楽観的と受け取られたくはないのですが、全ての指標がネガティブではないということは重要です。

伊藤さんの次のコメントは非常に重要なものでした。構造改革の効果が発現するには時間がかかると、その通りです。ただしそれだけではなく心理的な側面もあり、これも非常に重要です。構造改革が出来るということを示し、そして聖域はないことを示せば、投資環境に影響を与えることができます。これもある意味では日本がお手本だったと思いますが、日本のことはあまり詳しくないのでユーロ圏のことを話します。最近では、例えばイタリアの労働市場改革は非常に励みとなるものでした。現在のレンツィ政権は経済のプレイヤー達に、これまで動かせなかった構造改革を実行してくれると好印象を与えた。この国はもう構造改革において麻痺している国ではないと投資家が安心すれば、実際の実行を待たずに心理的な効果が出てくる訳です。

フランスについて同じことを言うのは時期尚早でしょうが、スペインは同様です。構造改革には伊藤さんが仰ったとおり時間がかかりますが、心理的な効果は投資マインドに即効性があるということも考慮して頂きたいと思います。

ユンケル氏の投資計画については、仰る通り、どのくらいの影響があるかまだ判断材料がありません。悪魔は細部に宿るとよく言われます。2、3週間前に、私は著名な投資家と興味深い会談をしてまいりました。欧州経済、特にインフラ資本に投資をすべきかがトピックで、結論は、ユンケル投資計画の具体的な詳細や公的資金の支援メカニズムが出るまでは待とうということでした。これが現在の状況を端的に表していると思います。

ユンケル投資計画は、額面の数字は大きく、実際のメカニズムはゲームチェンジャーとなるか明確な証拠はない。しかし有用である可能性はあります。

財政ルール of 柔軟性、財政同盟について。基調講演でも申し上げましたが、フランスやイタリアがルールを厳密には守っていないことがペナルティにつながるかどうかは良し悪しです。ルールの柔軟化は短期的には良く、長期的には悪影響があるでしょう。短期的にはより景気を下支えする財政出動が出来るようになります。しかし長期的には、ルールの枠組の権威がなくなり、財政同盟も望み薄ということになります。どのような名称の財政枠組でも、実際には効力、拘束力がなければ、将来的には一方通行になってしまうでしょう。

短期的には財政同盟の動きは起こらないでしょう。コンセンサスの土台がないからです。財政同盟は、欧州レベルで歳出と歳入の機能が必要です。借入のためのユーロ債と、これを支える収入源としてユーロ税が連動して必要です。ただ、そこまで行く前にすべきことが残されています。特に会計、監査です。ギリシャの例で見られたような国家的な会計操作の余地を減らすよう、会計、監査、統計について国による裁量を制限するためにもっと厳格な枠組が必要です。2009年以降、操作の余地を減らす改革が行われましたが、不十分です。

さて、財政同盟がない以上、明らかに欧州には財政余地の脆弱性が続きますが、先ほど簡単に言及した資本市場同盟は、建設的な動きになり得ます。もし銀行同盟を超えてより統合された資本市場があれば、金融統合の経路を通じて加盟国間でより効果的なリスクシェアリングができるでしょう。有名な Asdrubali 他(1996)論文では、米国には実は金融フローと金融統合に起因する、多くの金融の安定性のための枠組があるとされています。そうした中でも米国の州ごとの財政は独立しており、欧州の状況はこれとは程遠いものです。銀行同盟を超えた金融統合、いわゆる資本市場同盟は、財政同盟の欠如による脆弱性を軽減

する手段となり得ます。

では中空さんの質問に移ります。中空さんは寒い東京にと仰いましたが、昨日私はワシントンから来たばかりで、ワシントンの方がもっと寒いので、むしろ東京は温かく感じます。中空さんは資産査定（AQR）とストレステストについて評価されました。私の基調講演では触れなかったのですが、中空さんは非常に包括的に説明頂いたと思います。私のコメントは、昨年の AQR とストレステストは、ECB が欧州の銀行システムに透明性と規律をもたらすための努力の始まりであり、終わりではないということです。最初の一步としては励みになるものであったと思います。もし、決定的に重要な「もし」ですが、ECB が銀行に追加資本需要と規律を課すために、これに続く取組を行えるのであれば、完璧ではないですが十分に良かったと思います。

イタリア、オーストリア、またドイツにおいても、初期の段階ですから特に大きな変化はない。しかしここ数週間のマスコミ報道を見ますと、ユーロ圏の多くの銀行が ECB から、AQR で要求された以上に資本を拡充するよう指示が出されたとのこと。これがまさに必要とされていたことであり、同じ土俵の上に立つこと、資本の厳密な定義が必要です。AQR においても資本の定義は十分に厳密ではありませんでした。AQR で特定された不良債権の償却が必要で、12月31日の財務報告でその辺りを確認し始めているところであり、励みになる兆候です。ただし銀行同盟で約束された銀行の健全性を満足するためにはこれがゴールではなく、2015年に ECB がやるべきことは残されています。

中空さんはギリシャの脱退（Grexit）の影響とギリシャリスクに晒される資産の度合（エクスポージャー）を説明されました。これは大変重要でよく見ていくべき部分であると思います。ただし仮にギリシャのユーロ圏からの脱退が起これば、大部分のインパクトは直接的ではなく間接的でしょう。ですからギリシャへのエクスポージャーを見るだけではインパクト評価には不十分です。私の評価は、ギリシャの脱退は非常に確率は低いですがひとたび起こると甚大な負の影響が出るだろう、というものです。

それからもう一つ、ユーロ圏の貸出環境が過去数年悪いという暗い図がありましたが、貸出の指標は最近改善してきており、今年は更に改善するとみられます。先ほどの伊藤さんの質問への回答にも関連しますが、やはりリアルタイムの指標を常にフォローすることが大事です。それから預金の流出傾向について、興味深いグラフでご説明されました。ギリシャとキプロスは確かに減少傾向にあります。キプロスでは資金移動が制限されて、まだ完全には終わっていません。ギリシャで資金移動の制限が行われるか、バリアが効果を持

つかは分かりません。海外に資金を移動できる裕福なギリシャ人は、既に資金を流出し終わっていますので、基本的にギリシャの銀行に残っている預金は閉じ込められている預金、スイスやドイツに行き行って口座を開設できない人々の預金です。

商業銀行の破綻が起これば、引き出し額に制限がかかります。キプロスでは、正確に記憶していませんが1日あたりか1週間あたりに300ユーロが上限だったかと思います。通常ギリシャの人々が行っているのは、預金を引き出してベッドの下に補完するか、金に交換しています。海外に送金している訳ではありません。

ですから、国境を超えた国際的な資本移動の制限は、こうした状況での効果は保証されおらず金融安定性に実効性がない中で、貿易を害することになります。もし無秩序な状況になれば、やはり取り付け騒ぎは起こりうる。資本などが引き出されるリスクはありますが、まだそこまでは行っていません。後でもお話しますが、ELAは効果的な形で商業銀行の破綻の予防に効果を発揮してきました。言われているように緩やかな資金流出(Bank Jog)は進んでいますが、秩序立っていきまして、無秩序な取り付け騒ぎ(Bank Run)は起こっていません。これは重要な点です。

銀行貸出の話もされました。中空さんはBNPパリバで働かれているということで、私の母国フランスに本社がある銀行ですからよく知っております。BNPパリバ銀行の方々から苦情を何度も聞いております。規制や、預金保険の費用が高いなど、理解できる内容です。政策決定が銀行に与える問題について、当局に対してもはっきり物申す銀行であると思います。銀行として規制要件が増え、預金保険の費用が増えれば、苦情が出るのは自然なことです。しかしバランスシートの健全性を回復させ、預金保険制度を強化することは、欧州での健全な銀行貸出を実現するためには必須の条件です。もちろんデレバレッジとバランスシートの再建は痛みを伴いますが、その目的のためには不可欠です。

またこれは日本の教訓が活かされるところでもあります。日本では2002年、2003年に、当時の竹中平蔵大臣の時に特別な検査が行われたように、銀行システムを健全化するためには修復と再建の段階は必要です。銀行にとっては痛みを伴い苦情が出るのは通常のことです。しかし2007年から2012年の間のように行動を起こさないよりはよほど望ましいことです。

また私のスライドの18ページ目にも指摘を頂きました。不確実でありますので、それ以上分解してお話しすることはできません。次に起こる銀行再建のケースをよく観察することが重要です。こうしたことには非常に経路依存性があるからです。最初の再建のケースがベースとなって、将来の実践に大きなインパクトのある実践例となります。ここは注視

すべき部分であり、不確実性がどのように解消されるかについては今後数年、ともすれば今後数か月のうちにも重要な教訓が得られるかもしれません。

では次に岩田さんの質問です。冒頭にも申し上げましたが、私自身は金融政策を専門としておらず、知ったかぶりをするつもりはありませんが、回答に努めます。まずQEがマイナス金利と整合的かについて。ECBの考え方はポートフォリオ効果があるというもので、ECBの理事、チーフエコノミストのピーター・プラート氏は、最近のスピーチで、マイナス金利下でどのようにQEが機能すると見込まれるかを雄弁に説明しています。

考え方としては、代替効果が働いて、もっと実体経済に近い資産へと動くだろうということです。現時点では果たして実際にそうなるかは分かりません。ご存知の通り、最初の買入れは3月でありますので。改めて、私は金融政策には詳しくありませんが、ピーター・プラート氏の説明には説得力があると思っております。マイナス金利は誰にとっても未知の領域です。ECBだけではなく、デンマーク、スイス、スウェーデンなど。ですので、大変興味深い実験になると思いますし、また新しい教訓が生まれてくるのではないかと思います。これもまた注目すべきでしょう。

それから各国の中央銀行のリスクシェアリングという話がありました。これもまた曖昧な部分だと思います。ユーロ圏における各国の中央銀行にどういった影響をもたらすのかははっきりしたことは分かりません。中央銀行は、決して支払不能になりませんが、マイナスのエクイティになった場合でもそうなのか。これはおそらくチリやその他の国々の経験からは、中央銀行はマイナスのエクイティを一定期間持つことになっても、結局紙幣を印刷できるということです。

ですから、QEのリスクシェアリングによって各国中央銀行がリスクにさらされる、ということには疑問があります。マイナスのエクイティも、ユーロの発行で克服できると容易に想像できます。そこで、金融や経済的な議論であると同時に、マネタリー・ファイナンスを禁止する「欧州の機能に関する条約」の条項に準拠するか否かという法的な議論になると思います。

個人的には、ECBにとってQEのリスクシェアに関する曖昧さは、政治的に実現するために必要だったのではないかと思います。ですので、リスクシェアリングを増やしQEを量的に減らすのか、ないしはこのリスクシェアリングを紙の上で制限してQEの量を増やすか、という選択でした。後者を選んだことは率直に正しい選択であったと思います。リスクシェアリングに対するECBの決定には賛成です。

それから財政の矢に関してですが、岩田さんは何らかの財政出動が必要であるとおっしゃった。現在の状況を見ると、フランスやドイツで、財政支出に対する姿勢が柔軟になってきております。こういった財政の矢に関しては多少なりとも動きがあります。ただ明白に政治的な理由から十分ではないにせよ、方向性としては正しいのではないかと思います。

それからギリシャのGDP連動債について言及がありました。理論上は理に適った政策手段であろうというのがコンセンサスだと思いますが、実践においては疑問があると思います。先ほど言及したように、加盟国がGDPの統計を操作する可能性があります。GDP統計に信頼性があるかどうかには慎重でなければなりません。そうでなければ誰も買わないでしょう。ただそれ以上に重要なのは、これは本来3年前にやるべきことだったと思います。現在までギリシャのGDPは悪化したので、リスクは現実となり、政策提案としては遅くなってしまいました。建設的に検討すべきだと思いますし、ギリシャに関する議論の一部として、次の数週間、数か月の内に展開すると思います。

2月4日にECBがギリシャ国債の担保の適用を取り消したことにも言及がありました。これは賢明な考え方だと思います。多くのマスコミの論調とは異なり、私は決して厳しい決定とは考えていません。当然これは短期的にはギリシャの国家債務にとって困難な問題を追加しました。しかしながらギリシャの銀行システムにとっては、安定性をもたらしたと思います。ギリシャの銀行の流動性が見通しが、ギリシャ政府が支援プログラムを2月28日の期限を越えて受けられるかどうかには左右されなくなったからです。おそらく2月28日以降には延長されないでしょうから、ギリシャ国債を適用除外としたことは、期限が迫る中での劇場化の要素を排除でき、銀行システムの安定性を切り離して確保できたと思います。

これにより、ギリシャの銀行は多少利払いが増えるにせよ、これは十分に管理出来るものだと思いますし、支払能力の審査を劇的に変えるとは思いません。もちろんギリシャ国債の在庫をどうするかという問題はありますが、無視できる量ではないもののそれほど大量ではありません。主要銀行合計で50億から60億ユーロ程度とみられています。したがってギリシャ国債の大幅なヘアカットが行われたとしても耐えられると思います。TBLsを通じた追加的なエクスポージャーがありますし、TBLsのヘアカットはギリシャ国債ほどにはならないでしょう。

支払能力の問題についても言及がありましたが、預金引出が秩序立って行われている分には、ELAを通じて流動性が確保されるので、支払能力の審査に影響はありません。支払能力の審査が変わるとすれば、ELAの支援が止まることですが、それは現在ECBが行っていることではありません。ECBはELAの上限額を50億ユーロ引き上げたばかりで、現在

のシグナルは、ECB はギリシャの銀行に支払能力がある限り ELA を継続するという
ことで、秩序立った預金引出はそれに影響しません。

もちろん、ギリシャ経済の見通しが大幅に悪化し、倒産や不良債権が増加するようであれば、支払能力審査に影響しますが、それはより遅い、ゆっくりと進行するリスクです。改めて、慎重にみる必要はあり、短期的には様々なリスクがありますが、確度の高いシナリオは、銀行倒産はなく、銀行システムは無秩序な状態にはならず、仮に 2 月 28 日の期限を越えてギリシャ政府に支援計画がない状態となっても ECB はギリシャの大手銀行を支払い能力ありと評価するというものです。

もし今申し上げたようなことが実現すれば、ECB、また銀行同盟にとって、銀行システムとギリシャ国家債務問題を切り離れたという点で大きな成功になるのではないかと思います。

最後になりますが、決して PIEE は、大統領貿易促進権限法（TPA）案に為替条項を入れることを組織として支持している訳ではありません。シニアフェローの二人サイモン・ジョンソン氏とフレッド・バーグステン氏、特にフレッド・バーグステン氏は PIEE の名誉理事でもあり、彼はその方向で主張していますが、PIEE がそうした立場を取っている訳ではありません。その点を明確にしたいと思います。PIEE の中でも色々な意見の違いがあります。アダム・ポーゼン所長は前任のフレッド・バーグステン氏、サイモン・ジョンソン氏と見解が違うことも多々あり、本件も例外ではありません。

もちろん、議会では自分達の都合のいいように、為替条項に賛成の意見を聞くために適切な学者を選ぶので、ご存知のようにそれが米国の政治プロセスですから、驚きはありません。しかし TPP の議論を見て頂くと、Bruegel に言及せずとも PIEE においても意見に多様性があり、バランスが取れています。有難うございました。

杉原 茂 経済社会総合研究所次長

どうもありがとうございました。非常に広範な分野について驚くほど明快な回答を頂いたと思います。もうあまり時間がないのですが、更に突っ込んで聞きたいことがあれば、パネリストの方からもう一問だけ受けたいと思います。

岩田 一政 日本経済研究センター理事長

では合意を期待するという点ですが、私は GDP 連動債に言及しましたが、今のお話で

はあまり有力な案にはならないとお考えのように思いました。今やはり過剰債務が大きすぎると思います。何らかの仕方で、これは元本まで削減するかは別として、少なくとも金利の支払い分について、何らか軽減する措置が私は必要だと思います。例えば債務サービスホリデーを設けること、あるいはIMFから借りている融資の分についてはESMより低い金利のものにローンを振替えることなど、幾つか代替案があり得ると思います。合意の中身がどういう事になりそうか、お考えをお伺いしたいと思います。

ニコラ・ヴェロン 欧州ブリューゲル研究所 シニアフェロー

ピーターソン国際経済研究所ビジティングフェロー

GDP連動債は、ギリシャ政府の提案した方向に進むことを示す象徴的な手段としてであれば、合意の一部になるかもしれません。あまりギリシャ新政権の面目を潰したくはないはずで、こうした手段は提案されていると思います。過剰債務は、ご存知のように償還コストは、GDP比でみるとイタリアやドイツよりも現時点では低いと思います。

ですから決して高すぎることはないのです。向こう数年間で利払い費を下げることはできると思います。イタリア、ポルトガルは高い金利を払っているので不公平にはなりますが。ギリシャだけ特別扱いすることには限界があります。過剰債務が実際にギリシャの投資を阻害しているかという点、明らかではないと思います。ご存知のように経済学者の中でも意見が分かれております。私の考えは、ギリシャの政治的な状況をかんがみれば、債務の額面を大幅に下げることにはないのではと思います。これには政治的な合意もありませんし、政策面からもその必要性は自明ではありません。

必要なのは、適切な条件付きで支援が継続されることです。ギリシャからは合理的な構造改革要件が必要で、合意内容を想像することは難しくないと思います。民営化、税制、税の徴収の議論。これらによって合意内容の概要は見えてくるのではないのでしょうか。現時点では、合意に至る上での障害は、両者の間に妥協点がないということではなくて、単にギリシャ新政権が、新たな合意を現行のプログラムの延長であるとみなされたくはないということです。ですから政治的には、どこかの時点でプログラムがない状態が必要で、新たな合意は真に新たなプログラムで、今のプログラムの延長ではないということが必要なのです。これはギリシャの新政権にとっては象徴的にも政治的にも重要です。50%以上の確率で、新しい合意はおそらく3月にはまとまるであろうと、注意深く楽観しています。

杉原 茂 経済社会総合研究所次長

それではここで参加者の皆さんからコメント、ご質問をいただきたいと思います。

一般参加者

素晴らしい基調講演をありがとうございました。ただ残念ながら、英国が EU を脱退する可能性については、多くを聞いておりません。英国は EU を離脱するでしょうか。ご意見、プラン B があれば是非教えて下さい。

ニコラ・ヴェロン 欧州ブリュッセル研究所 シニアフェロー

ピーターソン国際経済研究所ビジティングフェロー

英国の EU 脱退可能性は、EU の将来にとって最大の疑問であり、Grexit と併せて Brexit として少しだけ言及しましたが、その点についてはあえて議論していませんでした。現時点では実のところ、Brexit の可能性は Grexit よりも高いと考えています。これは EU にとっても英国にとっても非常に大きな打撃であるので、懸念しております。

欧州の見地からは、多くの点で問題があります。まず、英国とロンドンが EU の重要な資産であり、EU を強くしている要素の一つです。第二に、EU の加盟は撤退が可能なものだとは証明することは、EU の一貫性と統合の強さに大きな打撃となります。

ですから、これについては心配しており、英国での議論の行方を懸念しています。完全に率直に言って、この状況は政権交代後の 4～5 年のうちに悪化しました。これは相関、多少因果関係があるかもしれません。

政治的コメントをする訳ではありませんが、内政はこの問題に大きく影響するようです。ご存知の通り、向こう数か月の内に英国では選挙があります。私は英国の政治の専門家ではありませんが、その選挙には多くの不確定要素があると言われていています。こう言います。従来、私は英国の有権者は、英国の人々は非常に合理的で利己的な人々の集合だと考えてきました。EU では英国が好まないことが様々あったとしても、英国にとって合理的な選択は、多くの理由から、EU に止まることだと考えておりました。英国で合理的な選択がなされることを祈っています。

杉原 茂 経済社会総合研究所次長

時間になりましたので、ここでパネルディスカッションとQ&Aのセッションを終わりたいと思います。本日のプレゼンテーションとディスカッションは大変興味深いものだったと思います。ヴェロンさんは、色々今後やる必要はまだ残っているけれども、「慎重に楽観視」ということで、非常に良いパースペクティブを与えて頂けたと思います。パネリストの方々は、時には少し懐疑的なところもありましたが、こうして欧州と日本のエコノミストが知見を交換することで、それぞれの政策がよりよいものになることを期待して、パネルディスカッションを終わりたいと思います。有難うございました。