

基調講演 “The European Economy: Out of Crisis, Finally?”

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

「欧州経済は遂に危機を脱したか？」という問いへの答えはノーである。欧州危機には様々な問題があり人によって説明は異なる。5つの問題（金融政策、財政問題、構造問題、銀行システム、政治・制度的な問題）同士が補強し合って欧州危機が形成されており、これらを併せて見る必要がある。

欧州危機の局面には五段階がある。第一段階は2007年半ばまで、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た。第二段階はその後2年間、米国発のサブプライム危機が続いた。金融へのインパクトは欧州も米国も似通っていたが、政策対応は非対称で、米国は2009年後半には金融危機から脱却したが欧州は未だに引きずっている。第三段階は2009年末からで、欧州の周縁国で国家債務危機問題が起こった。第四段階は2011年からで、周縁国からユーロ圏の中核に近いより大きな国に財政問題の感染が急速に拡大した。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」のリスクに言及した。第五段階は2012年の中ごろから現在までで、「銀行同盟」やECBによるアウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）が危機の転換点となった。主要加盟国のドイツに比べたスプレッドは縮小し、徐々に銀行システムの修復が進んでいる。一方ではデフレと政治的なリスクの認識が高まっている。

まず金融政策の問題について、欧州ではデフレのリスクが上昇している一方で、マネタリー・ファイナンス禁止条項（「欧州連合の機能に関する条約」第123条(1)項）により、ECBは各国に対して単純には信用を貸し出せないという複雑な問題がある。2番目は財政問題で、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るため、銀行、貸出、国債の相互依存に注意が必要である。ユーロ圏は、ユーロ税やユーロ債などで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り、周縁国の問題でもシステミックな影響力がある。3番目は構造問題で、硬直的な労働法制等の労働市場の問題に加え、製品市場でも既得権益の過剰な保護や経済的なナショナリズムなどがある。例えば過剰な規制でデジタルサービスの発展が阻害されている。4番目は金融の安定性の問題で、欧州の金融当局には自国の銀行を守ろうとする「銀行ナショナリズム」があり、2007年までリスクの蓄積を避ける役割を果たせず、2007年から2012年の間にも適切な検査をして銀行システムを浄化することもできなかった。5番目は制度・政治の問題で、EU加盟国間、ユーロ圏内の国々で非常に強い政策の相互依存があるものの、EUという制度に十分な権限がなく、多くの問題で欧州レベルの権威ある意思決定を効果的に行えないという「行政的機能の不足」と、欧州全体の国民に対する説明責任の枠組が不十分なことによる「民主主義的機能の不足」がある。その帰結が今年の欧州議会におけるポピュリスト政党の躍進であり、政策への影響が懸念される。

これら5つの問題への対応を「五本の矢」と呼び説明する。一本目の矢は金融政策で、ECBはマネタリー・ファイナンス禁止条項の問題を乗り越え、1月22日に全会一致で量的緩和政策（QE）を行うことに合意し、市場の反応はポジティブであった。多くの不確実性があり慎重にみる必要はあるが、今のところ金融政策の矢はうまくいっている。

財政政策として、「欧州安定メカニズム（ESM）」など債務問題のある国々への支援プログラムは概ね成功したが、ギリシャは援助の長期利用国であり、市場での資金調達に戻る見込みは立っていない。「ヨーロピアン・セメスター」などの財政ルールは、解釈の柔軟化に向けた動きがあり、慎重に評価する必要がある。欧州委員会（European Commission）ジャン＝クロード・ユンケル委員長が発表した「投資計画」は、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、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が、欧州での投資を刺激する建設的な努力となりうる。

構造改革は、ポルトガル・スペインなどの資金援助を受けた国は厳しく監視・強制されかなり成功している一方、フランスやイタリアなど取組が不十分な国もある。欧州全体の構造改革の三つの主要プロジェクトである「資本市場同盟」、「デジタル単一市場」、「エネルギー同盟」は、欧州の潜在成長力の向上に貢献しうる。

銀行政策はこの2、3年に多くの動きがあり、政策対応の中で最も強い矢である。「銀行同盟」が重心を置くECBによる「単一監督メカニズム（SSM）」は、「銀行ナショナリズム」が制約され、「金融抑圧」を加盟国が行う可能性を劇的に減らす大きな改革であり、各国当局のインセンティブを完全に変えた。加えて新しい危機管理の枠組があり、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る。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）」が動き始める。ただしESMも含め実際に発動されたことはない段階で、未知数である。欧州レベルの預金保険は創設されておらず、現在の枠組では大きな弱点として残されている。預金保険は国ごとに行われているが、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ある。キプロスのケースでは支援計画に多くの急な変更が見られたように、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る。現在のECBの評価では、ギリシャの銀行システムの8割に相当する4大銀行は基本的には支払い能力があり、十分に健全とのことであるが、仮に近い将来銀行危機が起こった場合、ECBの監督の下に発生した新たな問題として全く前例のないことであり、新たな欧州レベルの機関に対して各国の納税者がコストを負担するのか、全く未知の領域になる。このためギリシャはここでも初めての試み、テストケースになる。

最後の制度上の問題については、欧州銀行監督局（EBA）、欧州保険年金監督局（EIOPA）、欧州証券市場監督局（ESMA）、欧州システミックリスク理事会（ESRB）、欧州安定メカニズム（ESM）、単一監督メカニズム（SSM）、単一破綻処理理事会（SRM）と、アルファベットの羅列ができるほど様々な機関が欧州レベルで誕生している。当然それだけでは十分で

はなく、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ある。昨年5月に行われた欧州議会選挙では、極左から極右に至るまで各国が自分達の候補を打ち出し、当初は過去同様に自国候補に投票するためうまくいかないと見られていたが、大方の予想に反してユンケル氏が委員長に選ばれた。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、今後は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くことになる。これ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る。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り、近い将来には起こらないだろう。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たないし、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たない。短期的には、ギリシャの脱退（Grexit）、英国の脱退（Brexit）リスクでEUの統合性が脅かされている。

総括すると、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いない。金融政策は遅ればせながら有効な対策が取られている。財政は問題への対応策が限定的であり、まだ持続可能な構造ではない。構造改革は、欧州の成長と雇用創出をもたらすには不十分である。金融システムの安定性については、銀行同盟で制度が変革され、効果は未知数だが非常に励みとなる。制度的な対応は、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ある。

結論として3つ申し上げる。一つ目はやや悲観的なもので、急速に変化する世界の中で欧州は極めて変化が遅く硬直的である。世界の市場500企業リストで企業価値総額における各国のシェアを見ると、欧州はこの10年間で特に危機が発生してから10%程低下した。一方で新興市場、その他の国々は伸びており多極化が進んでいる。米国は、政治的意見ではないがオバマ政権後の回復は際立っている。しかしながら二点目として、欧州は政治的な革新であり魅力的である。時間がかかっているが、銀行同盟など相当に劇的な変革が行われている。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り、世界は欧州の安定、調和、秩序を必要としている。三つ目は日本に関することであり、日本に詳しいエコノミストは、「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」とコメントしており、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ーであることの興味深い関係を示唆しているように思う。

プレゼンテーションは以上だがディスカッションのためにギリシャについて補足すると、状況は今急速に変化している。現行の支援プログラムは延長されず、3月初めには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る。銀行システムは、直近の状況では、管理された状況（under control）にある。脆弱ではあるが、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る。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る。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いる。これはまさに銀行同盟が目指すところである。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あり、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ある。完全になくすことは出来ないが、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ある。多少混乱はあるだろうが、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月には出てくるのが、楽観的な評価に写るかもしれないが確率50%のベースラインシナリオと考えている。

パネル討論

伊藤 さゆり ニッセイ基礎研究所上席研究員

欧州の「日本化」という表現がしばしば用いられる。確かに潜在成長率の低下、需要不足、投資の不振といった共通点はあるが、問題の本質を見誤ってしまうリスクもある。欧州では単一通貨圏の中で格差が非常に拡大しているが、制度的、政治的な要因により十分な対応が出来ていない点が深刻な問題であり、日本以上に複雑な問題と言える。

次に、財政ルールの厳格化や構造改革の一体監視といった新たな経済ガバナンスは、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む必要があり、域内格差拡大、デフレリスクの高まりにつながった可能性がある。南欧では財政緊縮策で経済成長が大きな打撃を受けたため、名目GDP比の債務残高がなかなか低下しない。また構造改革は成果が現れるまでに時間がかかるため、痛みの緩和、構造改革の効果を高める政策の強化が必要である。

ECBによる量的緩和の決定、EUによる「投資計画」の推進で、基本的には好ましい方向に転換しつつあるも、格差の是正のための対応としては不十分と考えられる。

一つ目の質問は「投資計画」について。比較的速やかに実行できる点を評価しているが、ファンド構築のためにEUや欧州投資銀行（EIB）が出す資金が少なすぎる点、また仮に3,150億ユーロ全てが調達でき投資に移されても、問題解決のためには規模が小さすぎるという批判もある。「投資計画」の意義や効果について、改善すべき点や意見を伺いたい。

二つ目の質問は、強化された財政監視ルールの解釈を柔軟化する動きが出ていることについて。欧州委員会からは、欧州戦略投資基金、投資計画の基金、構造改革のための支出等については財政ルール違反を問わないこと、また景気状況が非常に厳しい国については、目標からの一時的な乖離を認めるといった基本方針が打ち出されている。財政緊縮策が各国でそれなりの成果を得た現在、軌道修正はある意味必要とされている。一方、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懸念がある。フランスやイタリアにとって裁量的な財政政策の余地が広がるか、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るのか、といった点について意見を伺いたい。

最後の質問は財政同盟について。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つの柱に財政同盟も挙げられていたが、その後特に進展が見られていない。一方、フィスカル・キャパシティ（ショックを吸収するための財政の共通財源）があれば格差の問題に柔軟に対応でき、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考えられる。今後もユーロ圏は、共通財源、共通債を欠いたまま格差の拡大に歯止めをかけ安定を実現できるのか、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、意見を伺いたい。

中空 麻奈 BNPパリバ証券投資調査本部長

昨年10月にECBと欧州銀行監督局（EBA）により行われた包括的審査の結果、資本不足とされたのはわずか9行で、必要資本残額は全部で90億ユーロという額にとどまった。しかしストレステストの際に指導して増資した銀行は除かれ、結果ありきの審査だったとマーケットは受け取った節があり、本当に信用していいのかという疑問が出てくる。

金融機関の側も自らリスク管理を始めており、ギリシャ向けの融資額を基本的には減らしている。では欧州の金融機関はもうリスクも取っておらず完璧かと言うとそうではなく、過剰なストレスをかけた場合に銀行の不良債権比率がどの程度悪化するかを見ると、不良債権比率が20%を超える金融機関が散見されるという結果であり、潜在的に欧州の金融システムはそれほど健全ではないのではという疑問が出てくる。

先ほど伊藤さんの説明の中に欧州の「日本化」という話が出たが、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おり、貸出がなければマクロ経済も当然良くならない。

包括的審査の結果のように、欧州の金融機関は健全で資本不足でないのであれば、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あるため、預金が流出する必要はないはずである。しかしながら最近の預金の変遷をみると、ユーロ圏の預金量は増えている中、スペイン、アイルランド、ポルトガルの預金量は増えておらず、ギリシャやキプロスは相変わらず減少している。全ての金融システムが健全でどこの銀行に預金していてもいいなら、自国の銀行に預けるのが当たり前であるが、自国に預金が戻ってこないのは、どこかに問題があることが示唆されているのではないか。この辺りについても見解を伺いたい。

世界中が低金利で低成長である現下の情勢では、銀行は収益を上げようがないため、リスクを取りに行く銀行が増えてきている。しかし過去の動きを見ると、リスクをどんどん溜めていく訳ではなく自浄作用があり、リスクを取った後で調整され自己防衛に走るといふサイクル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される。

銀行同盟は非常に大きなポイントである。欧州は国を集めているので優秀な頭脳が集まっていて、綺麗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が作られている。しかしそれらがきちんと使えているかは分からない。一つ目の質問として、こうしたフレームワークは本当に機能するのだろうか。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た場合、現状ではどのようなフレームワークが働きうるのか伺いたい。

2番目の質問は、こうしたフレームワーク、あるいは預金保険制度（DGS）などにおいて、結局誰がコストを負担することになるのか。フランスやドイツの銀行が、自分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だろうかという懸念がある。

3つ目の質問は、国境を越えた破綻や、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場合にどのようなサポートができるか。基調講演では「uncertainty（不透明）」

とされたが、どのようなことがありうるのか伺いたい。

岩田 一政 日本経済研究センター理事長

一点目は金融政策について、日本の量的質的緩和と今回のECBの政策の最も大きな違いは、日本銀行の場合には超過準備にプラス0.1%の金利がついているが、ECBの場合には中央銀行における預金口座と超過準備にマイナス0.2%のマイナス金利がついている点である。一つ目の質問は、マイナス金利を付けたままで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目標が達成できるのかという点。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ところをECBやブンデスバンクが買わないといけない。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るが、更にマイナスの金利で、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。しかし銀行はどのような行動をとるかという点、国債を売って手元に流動性があれば、中央銀行からの借入をおそらく返すのではないかと考えられる。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。それが超過準備の金利をマイナスにしてしまうと、もう借りたくないということになりうる。既に欧州の銀行は、借りたお金をこれまでの流動性供給でどんどん返しており、それが更に加速するのではないか。そうすると、例えばドイツの場合全ての国債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ざるを得ない。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る。その時には一体どうするのか。これは日本銀行にも将来インプレクレーションのある話である。

次に、こうした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が、その損失の分担はECBが20%、各国中央銀行は80%となっている。リスクをそれぞれ各国銀行が負う場合、各国のソブリンリスクの度合いに応じたリスクプレミアムにより国債市場の金利に差が生じやすくなるため、銀行同盟で銀行ナショナリズムを克服しようとしているのに、実際のオペレーションでは銀行ナショナリズムを復活させることになるのではないか。

また、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。日本では2013年度は財政政策も金融政策も両方拡大し経済は2.1%成長したが、2014年度は大規模な金融緩和は続いたものの財政は引き締めで消費税を上げた結果、成長率はマイナス0.5%程度と見込まれる。欧州でも金融政策だけではデフレ克服にはおそらく力不足であり、「投資計画」では1兆ユーロ程の規模の財政支援が必要ではないかと考えられる。

二点目は債務危機に関して、ギリシャの財務大臣は現在ある債務をGDP連動債に変えることを主張しているが、決して馬鹿げた提案ではなくいいアイデアであり、過去に行われたこともある。一方トロイカ（ECB、EU、IMF）の側は、マネタリー・ファイナンスング条項に引っかかる可能性があるため受け付けないとしている。しかしヘアカットがない場合、つまり元本が削減されず金利が多少名目成長率に連動する場合には、必ずしもEUの法律には違反しないと考えるが、この点についてお考えを伺いたい。

ECBは2月11日にギリシャの国債を担保として使うことを認めないという思い切った措置をとった。その結果ギリシャの銀行はECBから通常の資金を借りることが出来ず、金利が1.5%高い緊急流動性支援(ELA)で借りなければならない。ELAは、支払能力はあるが流動性は不足している銀行に出すもので、日本の日銀特融のようなものである。しかし支払能力の保証がどこにあるのか。中空さんの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。資産査定(Asset Quality Review、AQR)を見る限り、ギリシャの三大銀行は明らかに資本不足と聞いている。支払能力があるとECBが判断した後実はそうでない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ず破綻リスクが出た場合に、支払能力があるとした判断ミスはどう解決するのか。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を伺いたい。

最後に、ヴェロンさんが研究員を兼ねておられるピーターソン国際経済研究所(PIEE)が最近仰っていることについて伺いたい。ユーロ誕生前の試算値も含め、1970年から長期で実質実効為替レートのグラフを描くと、ユーロは現在のところ過大評価であるが、今後ECBの量的緩和とソブリン債務危機リスクがあるとおそらく更に過小評価になっていく。ドルは過去の平均ぐらいの所まで戻ってきているが、これが今後上がっていく場合米国はどこまで耐えられるのか。日本は明らかに過小評価で、過度に円安の方向に動いている。今TPPが議論になっていて、おそらく近いうちに締結される。しかし米国の財政委員長がTPPについて議会で議論するのはよいが2つ留保条件があり、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に対する罰則規定を入れるべきだとはっきり仰っている。PIEE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おり、フレッド・バーグステン氏は昔から仰っているが、これについてどのようにお考えか伺いたい。

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

頂いた質問は全て素晴らしい内容で、大変包括的に問題がカバーされ、基調講演で触れなかった部分を補完しギャップを埋めて頂いた。全ての質問に簡潔にお答えする。

最初は伊藤さんから、欧州の「日本化」について、欧州は多くの国で構成されているため事情が異なるという点はその通りである。しかし最近では域内格差の拡大だけではなく、幾つかの指標で収斂も見られ、スペインやポルトガルの成長率にはダイナミズムが見て取れる。より重要なことに、昨年までは金融環境の格差が拡大していたが、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いる。過度に楽観的と受け取られたくはないが、全ての指標がネガティブではないということは重要である。

次に構造改革の効果が発現するには時間がかかるという点は重要で、その通りである。ただし構造改革を聖域なく進められることを示せば心理的な効果もあり、実際の実行を待たずに投資マインドに即効性がある。これも日本がお手本だったと思う。最近ではイタリアの労働市場改革では、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。フランスは時期尚早だが、スペインは同様である。

ユンケル投資計画ではどの程度の影響があるかまだ判断材料がない。先日著名な投資家と会談したが、欧州経済、特にインフラ資本に投資すべきかについて、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待つとしていた。これが現在の状況を端的に表している。ユンケル投資計画はゲームチェンジャーとなるか明確な証拠はまだないが、有用である可能性はある。

財政ルールの柔軟化は、短期的には景気を下支えする財政出動をしやすくなるが、長期的にはルールの権威がなくなり、財政同盟も望み薄ということになる。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だろう。

コンセンサスの土台がないため、短期的には財政同盟の動きは起こらないだろう。財政同盟には、欧州レベルで歳出と歳入の機能、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あるが、そこまで行く前にすべきことが残されている。特にギリシャ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より厳格な枠組が必要であり、2009年以降改革が行われたが不十分である。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くが、銀行同盟を超えた金融統合、いわゆる資本市場同盟があれば、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、財政同盟の欠如による脆弱性を軽減する手段となり得る。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る。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。

中空さんの質問に移ると、まず昨年の資産査定 (AQR) とストレステストの評価は、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。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、最初的一步としては十分に良かったと考えている。

ここ数週間の報道によると、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で、これがまさに必要とされていたことである。同じ土俵の上に立つこと、資本の厳密な定義が必要である。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、励みになる兆候である。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る。

中空さんが説明されたギリシャの脱退 (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) は、大変重要で注視すべき部分である。ただし仮にギリシャのユーロ圏からの脱退が起これば、大部分の影響は直接的ではなく間接的であるため、ギリシャへのエクスポージャーを見るだけでは影響評価には不十分である。ギリシャの脱退は確率は非常に低いですが、一旦起こると甚大な負の影響が出ると見ている。

ユーロ圏の貸出環境が過去数年悪いという図があったが、貸出の指標は最近改善しており、今年は更に改善するとみられる。リアルタイムの指標を常に確認することが重要である。

預金の流出傾向についてのグラフによる説明は興味深く、ギリシャとキプロスでは確かに減少傾向である。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ない。商業銀行の破綻が起これば、引き出し額に制限がかかる。キプロスでは、正確に記憶していないが1日あたりか1週間あたりに300ユーロが上限だった。

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らない。裕福なギリシャ人は既に海外に資金を流出し終わっているので、基本的にギリシャの銀行に残っている預金は、スイスやドイツに行って口座を開設できない人々の預金である。通常のギリシャの人々は、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おり、海外に送金している訳ではない。国境を超えた国際的な資本移動の制限は、こうした状況では金融安定性の実効性を持つか保証がない中で、貿易を害することになる。もし無秩序な状況になれば、取り付け騒ぎや資本が引き出されるリスクはあるが、まだそこまで行っていない。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た。秩序立った緩やかな資金流出 (Bank Jog) であり、無秩序な取り付け騒ぎ (Bank Run) ではない点は重要である。

銀行貸出の話もされた。中空さんが働かれているBNPパリバは私の母国フランスに本社がある銀行である。本社の方々から規制や、預金保険の費用が高いなど苦情を何度も聞いて

ており、理解できる内容である。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。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ある。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ある。

デレバレッジとバランスシートの再建は銀行にとっては痛みを伴うのは通常のことであり、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ある。これは日本の教訓が活かされるところでもある。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ある。

また今後の危機管理の枠組が不確実である点については、文字通り不確実であるためそれ以上分解してお話しすることはできない。こうしたことには非常に経路依存性があり、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るため、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ある。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ない。

岩田さんの質問に移ると、まずマイナス金利下でQEがどう機能すると見込まれるかについて、ECBの考え方は、ポートフォリオ効果、代替効果が働いて、より実体経済に近い資産へと動くということであり、説得力があると考えている。マイナス金利は誰にとっても未知の領域であり、大変興味深い実験になり、また新たな教訓が生まれてくると考えられる。

各国の中央銀行のリスクシェアリングの問題についても、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らない。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ある。ユーロの発行でマイナスのエクイティも克服できると容易に想像できる。これは金融や経済的な議論であると同時に、マネタリー・ファイナンス禁止条約に抵触しないかという法的な議論になる。QEのリスクシェアリングに関する曖昧さは、ECBにとって政治的に実現するために必要だったのではと考えられ、リスクシェアリングを制限してQEの量を増やすと選択したECBの決定には賛成である。

財政出動については、現状ではフランスやドイツで姿勢が柔軟になってきているように、財政の矢には多少なりとも動きがあり、方向性としては正しいと考える。

ギリシャのGDP連動債については、理論上は理に適った政策手段であるが実践においては疑問があると考えられる。加盟国がGDPの統計を操作する可能性がある。また本来3年前にやるべきことだったと思う。現在までギリシャのGDPは悪化したので、リスクが現実となり政策提案としては遅くなってしまった。建設的に検討すべき点であり、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考えられる。

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った。これは賢明な考え方である。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ない。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た。しかしながら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よって左右されなくなったため、銀行システムの安定性をもたらしたと思う。おそらく 2月28日以降には延長されないため、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う。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、十分に管理出来るものだと思われ、支払能力の審査を劇的に変えることはないと考えられる。当然ギリシャ国債の在庫をどうするかという問題はあるが、主要銀行合計で 50 億から 60 億ユーロ程度とみられそれほど大量ではない。よ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われる。TBLs を通じた追加的なエクスポージャーがあるし、TBLs のヘアカットはギリシャ国債ほどにはならないであろう。

支払能力の問題については、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ない。ELA の支援が止まれば支払能力の審査は影響を受けるだろうが、ECB は ELA の上限額を 50 億ユーロ引き上げたばかりであり、ECB はギリシャの銀行に支払能力がある限り ELA を継続すると考えられる。

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場合は、支払能力審査に影響するが、それはよりゆっくと進行するリスクである。慎重にみる必要があり、短期的には様々なリスクがあるが、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ある。仮にこうしたことが実現すれば、ECB と銀行同盟にとって、銀行システムとギリシャ国家債務問題を切り離したという点で大きな成功になると考えている。

最後に、PIEE は決して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なく、その点を明確にしたい。PIEE の中でも色々な意見の違いがあり、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、本件も例外ではない。当然議会では都合のいいように、為替条項に賛成の意見を聞くために適切な学者を選んでおり、ご存知のようにそれが米国の政治プロセスであり、驚きはない。しかし TPP の議論を見ると、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る。

岩田 一政 日本経済研究センター理事長

合意を期待するという点だが、私は GDP 連動債に言及したが、今のお話ではあまり有力な案にはならないと伺った。今やはり過剰債務が大きすぎると思う。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必要だと考える。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。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。

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

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なら合意の一部になるかもしれない。あまりギリシャ新政権の面目を潰したくないはずで、こうした手段は提案されていると思う。過剰債務については、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。

よって決して高すぎることはなく、向こう数年間で利払い費を下げることはできると思う。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る。ギリシャだけ特別扱いすることには限界がある。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われ、ご存知のように経済学者の中でも意見が分かれている。ギリシャの政治的な状況を鑑みれば、債務の額面を大幅に下げることはないと考えられる。これには政治的な合意もないし、政策面からもその必要性は自明ではない。

必要なのは、適切な条件付きで支援が継続されることである。ギリシャからは合理的な構造改革要件が必要で、合意内容の想像は難しくない。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ことではなく、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思われたいということ。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、ギリシャの新政権にとって象徴的にも政治的にも重要である。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る。

一般参加者

英国がEUを脱退する可能性について、ご意見、プランBがあれば是非教えて頂きたい。

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る。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る。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、懸念している。欧州の見地からは、多くの点で問題がある。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ある。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る。政治的コメントをする訳ではないが、この状況は政権交代後の4～5年のうちに悪化しており、相関、多少因果関係があるかもしれない。向こう数か月の内に英国では選挙があり、多くの不確実要素があると言われている。従来私は、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た。EUでは英国が好まないことが様々あったとしても、多くの理由から、英国にとって合理的な選択はEUに止まることだと考えており、英国で合理的な選択がなされることを祈っている。