財政危機から金融危機への連鎖はいかに阻止できるか

北村行伸
一橋大学経済研究所

1. はじめに

一般にソブリンリスクといった場合に、論者によって意識されているものが違うことがある。マーケット関係者は、国債に関わる信用が毀損されて、利払いや元本返済が遅れたり、減免されたりすることを意味して論じていることが多いように思う。それに対して、財政学者や財務当局は国家財政の悪化によって、広い意味での政府の支払義務の遂行が遅延したり、不可能になったりすることを意味しているようである。

この両者を比べれば、後者のリスクの方が広い概念であり、国債の債務不履行も含まれる。しかし、財政当局がどの支払いを停止するか、どの支払いは執行するかは裁量に任されており、国債の債務不履行だけは回避するという選択もありうる。

ここでは、ソブリンリスクは国家財政全体の支払義務の遂行にかかわるリスクとして捉え、国債の債務不履行は、その中の重要な側面として論じていきたい。

本稿では広義のソブリンリスクが発生した場合に、これまでどのような政策対応がなされてきたのか、また将来なされることが可能なのかについて論じたい。とりわけ、ソブリンリスクが金融機関に損失をもたらし、それが銀行危機や金融危機につながる危機の連鎖の可能性とその阻止方法に重点を置いて論じる。

2. 対外債務不履行に対する制度的対応策

今回のユーロ圏におけるソブリンリスク問題を考えるに際して、歴史的に、これらの問題にどのように取り組んできたのかを見ておこう。ここでは19世紀以後、近代的な議会政治の下で、国債が発行されるようになってから、貸し手である先進国の金融機関や個人投資家がどのように対処してきたのかを、ロンドン外債保有者協会(Corporation of Foreign Bondholders: CFB)の活動を中心にみておきたい。

当時のイギリスは世界の工場として、鉄道、戦艦、軍需品、電信電話などの通信インフラの供給を行っており、世界各国はイギリスの工業技術と資本力に依存せざるを得ない状況にあった。イギリス製品を購入するためには、ポンドを調達する必要があり、そのために多くの新興国がロンドンの外債市場で起債した。実際、19世紀末のロンドン外債市場の規模は、GDP比で見た場合、現在の新興国の資金調達より規模が

大きかった。

新興国がソブリンリスクに陥った時に解決の仲介役を果たしたイギリスの CFB は 1868 年に設立され、イギリスの金融界を代表する 21 人のメンバーで構成され、債務国との間で債務不履行による損失額を軽減したり、再交渉を行ったりした。具体的には、CFB は債務国の情報を債権保有者に提供し、債務国が不履行に陥った場合には、債権回収のために債権者間での利害調整を行った。

CFB の活動はかなり成功しており、その結果としてロンドンの外債市場が活発であったことは事実である。我が国も日露戦争の戦費調達などで大いに助けられた経験を持っている。現在の国際的な債権回収と比べて、当時はより容易であった点も特記しておきたい。例えば、当時の国債発行に際しては担保として特定の資産や鉄道経営権、徴税権を確保しており、場合によってはイギリス政府の外交交渉や軍事力の使用も認められていた。その結果、CFB から見れば債権回収が進んだと考えられる。逆にラテンアメリカ諸国の発行する国債に対してアメリカ合衆国の債権者がたくさんいる場合には、CFB が合意に達することが難しかったといわれている。基本的に債務国が債務不履行を起こせば国際金融市場から締め出されるということが現実的な脅威となれば債務返済を行うだろうが、他から資金調達できるという抜け穴があれば、債務不履行をそれほど恐れなくなる可能性もあったと考えられる。

次にソブリンリスクが大きく取り上げられるようになったのは、1980 年代のラテンアメリカの債務危機である。国際通貨基金 (IMF) を中心とした国際金融機関はラテンアメリカ諸国の債務破綻処理を行ってきており、その知識と経験に基づいて、Krueger (2002) は国家債務再構築メカニズム (Sovereign Debt Restructuring Mechanism: SDRM) を IMF に設置することを主張した。これは 19 世紀の CFB の現代版であると考えられるが、SDRM の下では、①複数の国債に対して、複数の債権者がいる状況では、集約的に交渉を進める機構が必要だということ、②国債の約款では強制できない債権の優先順位を強制できる可能性が高いこと、また、資産凍結を行い損失が確定できるまで、裁量的な破綻処理を阻止できること、③債権者である金融機関から追加的な借入が可能であり、債務国は財政再建に取りかかれるということ、④債務者、債権者のバランスを図り、債権者の利益を守る裁定ができること、などが特徴として挙げられている。

SDRM はアメリカ連邦倒産法第 11 条に類似した制度的枠組みを持っているが、国際的な債務処理であり、国内法とは違う扱いがあることは否めない。国際関係でいつも問題になるように、国際的に強制力をもった司法組織がない中で、国際債務破綻処理機構を設立して機能させるまでには、かなりの時間と政治的決断が必要になり、まだ現実のものとはなっていない。

3. グローバル・ソブリンリスク問題

現在、ヨーロッパで起こっているユーロ圏のソブリンリスク問題は、先に挙げた CFB や SDRM が想定していた一国の債務問題ではなく、多国間にまたがるグローバルな問題である。この規模のソブリンリスクは、第二次世界大戦後としては初めてであり、現在でも予断を許さない状況にある。また求められる政策対応もはるかに多層的である。

歴史的に見ると、二度の世界大戦で分断されて戦ったヨーロッパの深い反省と復興開発の願いを込めて、主要ヨーロッパ諸国は 1951 年に欧州石炭鉄鋼共同体を設立し、1967 年には欧州共同体(EC)に拡大、1992 年には、欧州連合条約(マーストリヒト条約)を調印し、1993 年には欧州連合(EU)を発足させた。また、1999 年には欧州経済通貨同盟(EMU)を形成し、欧州単一通貨ユーロが 11 カ国で導入され、2002 年からはギリシャも含めた 12 カ国でユーロの実際の使用が始まった。その後、中東欧諸国がEUに加盟し、2007 年までに 27 カ国が加盟した。2011 年時点でユーロ使用国は 17 カ国に上っている。

今回のソブリンリスク問題は 2009 年 10 月のギリシャの総選挙で政権交代があり、そこで旧政権が財政赤字を粉飾していたことを明らかにしたことに端を発している。確かに、過大な公務員数やその給与水準や寛大な年金、脱税の放置、過剰な公共事業など多方面において財政規律の緩みがあり、政府債務が不履行に陥るのではないかという市場の不安が国債価格の下落に結びついたのである。同様の債務問題は、アイルランド、ポルトガルにもあり、EU では、それらの国々が債務不履行に陥ることにならないように、欧州安定化基金(EFSF)と IMF を中心とした財政支援を行ってきた。同時に、ギリシャに対しては、ギリシャ国債を保有する金融機関に対して債務減免(ヘアカット)を 50%まで認めさせた。

これらの救済を受けて、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル等が財政再建に取り組み、債務不履行の危険性を低下させることができれば、今回のグローバル・ソブリンリスク問題は一応終息することが期待されていた。

しかしながら、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル 3 カ国の公的債務残高は総額としてはそれほど大きなものではないが、10 月にはフランス・ベルギー系大手銀行デクシアやアメリカの金融ブローカー MF グローバル・ホールディングスが経営破綻したように、個別金融機関にはギリシャ、アイルランド、ポルトガルをはじめとする国々の国債価格の低下の影響を受けて、大きな損失を抱えるところも出てきた。現状では、各金融機関で資本増強することが求められているが、民間投資家から資金を集めることは容易ではなく、保有資産を売却したり、新規の貸出しを抑えたりすることで対応をすることになれば、金融市場やマクロ経済を不安定化させ、各国の財政状況をさらに悪化させることにもなる。欧州中央銀行(ECB)は政策金利を引き下げ、金融機関への資金供給を拡大し、預金準備率を引き下げる等の対策を取っている、さらに各国政府は、自己資本比率が一定の水準に達しない金融機関に対して公的資金注入を行う可

能性もある。その上に、各国政府に財政余力がなければ、EFSF から融資を受けてその資金を利用させるという対応策が準備されている。

現時点での EFSF の融資可能額は 4400 億ユーロであり、政府保証枠も加えると 7800 億ユーロの資金が利用可能になっている。先に挙げたギリシャ、アイルランド、ポルトガルの 3 カ国に限定すれば、これで十分な水準であるが、スペイン、イタリアまでもが、2013 年までに資金不足を起こすと、それに必要な資金総額は 2.5 兆ユーロを超すと言われており、対応できなくなる。

このような状況を鑑みて、2011 年 12 月 9 日に合意を見た EU 首脳会議では、EFSF の後継役となる欧州版 IMF である欧州安定化メカニズム (ESM) を 2012 年 7 月から稼働させ、新たに 5000 億ユーロの資金枠を確保した。また、ユーロ圏の各国中銀が 1500 億ユーロ、その他の国が 500 億ユーロを IMF に拠出し、緊急時にこの 2000 億ユーロを支援に使える制度を構築した。これでユーロ圏の金融危機に対する資金準備は 1 兆 1400 億ユーロにまで拡大することが見込まれている。

これらの対応は、金融安全網を拡充して危機拡大の阻止を狙ったものであるのに対して、財政危機そのものを発生させないための施策も議論された。それが財政規律新条約である。その主な内容は中長期に財政赤字をゼロにする均衡財政の達成を義務づけ、財政赤字の多い国に対しては制裁措置を自動的に発動するというものである。この提案に対して、EU 加盟国のうち、イギリスを除く 26 カ国が参加の検討を表明し、ユーロ圏の財政統合への一歩を踏み出したと評価されている。

しかし、12 月 9 日の EU 首脳会議で合意が得られなかったことに、ユーロ圏が一体となって発行するユーロ共同債がある。これについてはドイツが、負担が重過ぎるとして強硬に反対しており、実現へのめどは立っていない。もう一つの懸念は、イギリスが財政規律新条約に参加しないことを表明したことである。この決定の直接的な影響は、EU 条約改正には加盟 27 カ国の全会一致の批准が不可欠であり、イギリスが批准しない限り、EU 条約改正の枠組みに新条約を取り入れることが出来ないということである。対応策として、EU 条約とは別の新条約を結ぶこととなった。イギリスの反対は、主としてロンドンのシティへの規制強化、EU の執行機関である欧州委員会への権限のシフトに関するものであった。イギリスは当面 EU には留まるとしているが、ヘッジファンド規制や銀行監督規制に関してはドイツ、フランスに主導権を奪われることになり、シティをベースにした金融機関のヨーロッパ大陸での業務は縮小し、その代わりにアジアへシフトする可能性が高まってくるだろう。

4. 危機の連鎖

ここまでユーロ圏におけるソブリンリスク問題を展望してきたが、EU や ECB、あるいは中核国であるドイツ、フランスの対応を見ると、危機の連鎖を完全に遮断することには成功していない。また、イギリスが EU から距離をおくなど、新たな火種も発生してい

る。実際に、危機の連鎖はどのように進行しているのだろうか、またどの国が危ないと認識されるのだろうか。

翻って今回のソブリンリスク問題の歴史的推移を見ておこう。国毎に詳細は異なるが、サブプライム・ショックを受けて、多くの金融機関が破綻の危機に直面し、それが世界恐慌に波及することを、政府および中央銀行は財政出動と金融緩和で阻止しようとした。その後の景気低迷で、各国の財政収支は悪化し、政府債務残高は増加の一途を辿り、それが現在のソブリンリスクに結びついている。

Shin(2011)が論じているように、近年の危機の連鎖には国際的銀行の過剰な貸出・投資行動がその背後にあり、ユーロ圏のソブリンリスクは国際的銀行を通してより広範なグローバル金融危機に結びつく可能性がある。また逆に、アジア経済危機の時と同様に、ユーロ圏内のギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアなどの南欧諸国から国際的銀行が急激に資金を回収すれば、それらの経済に壊滅的な打撃を与えることになる。この信用(金融)収縮を阻止することが喫緊の課題であるといえる。

一般に、金融危機は情報の不完全性下でパニックに陥った経済主体が、急激な行動を取ることによって、一方的な取引になり、価格が暴落するような状況を指す。それに対する対処は、①必要な情報の供給、②資金や安全網など万全な対策の準備、③問題の所在の明示化と適切な処方箋の提示、などが考えられる。それらの対処が出来ていれば、かなりの確率でパニックに陥ることは事前に回避できると考えられる。

第3節で述べたように、①と②についてはEUやECBを中心にかんがりの対応が出来ている。以下では③について考えてみたい。これまでの経緯から、ソブリンリスクに直面する国は、債務残高が大きいことのみが問題なのではなく、慢性的な経常収支の赤字を出していることが問題となっている。すなわち、国外から資金を獲得できるような国は、政府債務は償還できる可能性は高いが、国外から資金を獲得できるような産業の無い国では債務が償還できる可能性は低く、より危険であると判断されているのである。

簡単に言えば、アイルランド、イタリア、スペインのような競争的産業のある国では、問題は流動性や不良債権にあり、ECBが様々な手段を使って流動性供給を確保し、それを市場に周知すれば問題は一気に解決するはずである。また、ECBやEUは金融危機に対する防火壁(firewall)として、債務保証プログラムや銀行の自己資本維持のための支援プログラムなどを提供することを考えてもいいだろう。

ギリシャやポルトガルは経済構造の抜本的な改革を通して、財政収支や経常収支の改善を図りつつ、政府債務の返済を続ける道を模索しなければならない。特にギリシャには相当の構造改革と財政資金の移転が必要になると考えられるが、問題の所在と処方箋が明確になれば、危機が継続することはなくなるだろう。

5. おわりに

今回のユーロ圏におけるソブリンリスク問題で、意見が二分されたのは、ギリシャのように構造的に問題のある国がユーロ圏に参加するにはどう処遇するかということであった。新古典派経済学の流れをくむ論者はギリシャを離脱させるべきであるという議論をし、ヨーロッパ合衆国(United States of Europe)を目指す多くのヨーロッパ人はどの国もユーロから離脱させないことが大切であることを強調している。

これらの議論は、ソブリン(主権)とは何なのかを考え直す契機を与えてくれる。ヨーロッパの中でも、貿易や金融は統合しても、国家主権の根源に関わる財政および政治を統合させることに対しては十分な合意が得られていないように思われる。また、各国がソブリンを手放してヨーロッパ合衆国を建設したとしても、各種の経済問題は残る。これは、アメリカ合衆国や中華人民共和国などの大国に限らず日本のような国で地方交付税制度を用いても、地域間格差が残っていることから明らかである。

今、ヨーロッパ人は、ヨーロッパ合衆国としての連帯感を育てる意義と、ソブリンを維持して自国の歴史や判断を尊ぶ感情との間で重大な選択を迫られているのである。これは単にギリシャだけの問題ではなく、ヨーロッパ全体の将来の問題なのである。その意味で、この選択は目先のソブリンリスク問題より重い。

参考文献

- 北村行伸(2011)「ソブリンリスクの歴史と教訓 ―ユーロ問題への視点―」、『証券アナリストジャーナル』、Vol.49 No.1、pp.28-37
- Krueger, Anne O. (2002) “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, IMF.
- Shin, Hyun Song (2011) “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, 2011 Mundell-Fleming Lecture, delivered at IMF on November 10-11, 2011.