

欧州財政危機解決に向けた真の包括戦略

2011年11月1日

りそな銀行アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

10月26日に発表された包括戦略で、欧州財政危機解決の当面の方向性は示された。すなわち、債務者の債務削減（債権者から見れば債権放棄）を含む債務再編、銀行への公的資金注入を含む自己資本充実、連鎖破綻防止に向け市場安定化のための買支え資金枠確保の3点セットだ。この3点セットは、破綻の形態により若干の違いはあっても大型破綻の処理方法としては常套手段で、2010年のGM破綻、1998年のロシア破綻でも活用された。包括戦略の評価については、市場が安定を取り戻したことから一応の評価はできる。しかし、銀行への公的資金注入を含む自己資本充実の期限が2012年6月なのはあまりに悠長なのではないか。日本の98年の金融危機では、97年11月に三洋証券（3日）、北海道拓殖銀行（17日）、山一証券（24日）が破綻、銀行への公的資金注入の必要論が出た。世論は公的資金注入に一旦は強く反発したが、いわゆる貸し渋り等の影響もあり、数ヶ月後には全く逆に公的資金注入の必要性を訴える論調へと変化した。そして98年2月には公的資金注入の法案が成立、3月には18行に7.5兆円の公的資金が注入された。しかし今の欧州にとってこの3点セットは真の包括戦略ではない。

元々の問題の根源は、欧州各国の財政赤字の削減である。ギリシャは急進的に財政赤字を削減しようとして経済が麻痺、より財政状況は悪化して実質的に財政破綻したという意味で、財政赤字削減に失敗した例だ。財政赤字削減に失敗してより財政が悪化した例では、実は日本は先輩格にあたる。97年の日本では、橋本政権が財政構造改革法を成立させて消費税率の3%から5%への引き上げを含むGDP比約2%の財政赤字削減に取り組んだが、98年に金融危機を起こして財政再建を棚上げした。その後小渕政権は、財政赤字拡大容認へと転換して巨額の財政政策により金融危機からの脱却に成功した。当時の日本には、財政赤字を拡大させて経済を安定化させる余力があった。97年度末のわが国の公債残高は258兆円だったが、2010年度末は637兆円と379兆円も増加している。しかし今のギリシャにはこの余力はない。

包括戦略では、ギリシャの債務が再編される。債務再編と言うとオブラートに包まれてしまうが、実際は債務の付回しだ。付回される債務のうち、ある部分は債権者の負担により債権と債務が相殺されるが、ある部分は単に名義が変わるだけだ。たとえば、破綻したデクシア銀行が持っていたギリシャ向け債権は、デクシア銀行への公的資金注入という形を経て、ベルギー国債へと債務者名義が変わるだけである。いわばギリシャが取り組むはずだった財政再建に、いずれはベルギーが取り組むこととなる。

真の包括戦略とは、最終目標である財政再建を実現するため、中間目標として経済成長と財政再建を両立させることだ。重要なので繰り返すが、ギリシャは財政再建を実現しようとして経済が麻痺した。経済成長と財政再建を両立させるには、具体的にはフィスカル・ドラッグ（財政再建による景気の下押し圧力、注1）を経済成長の範囲内に収めなければならない。たとえば、2%の経済成長路線にある経済なら財政再建はGDP比で1%程度にとどめておくということだ。財政再建に取り組む方針は、2010年6月のトロントG20で2013年までの財政赤字半減という数値目標として決定された。EUは半減より厳しいGDP比の財政赤字3%という基準を自ら課した。11月3、4日のカンヌG20で上げられるかどうかはまだわからないが、財政赤字の削減は、経済成長と両立できる範囲とする方針へ転換する必要があるだろう。さもなくば、また金融危機が起こるリスクがある。これはある意味で失政であり、投資家としては、厳しくチェックする必要がある。

以上

エコノミスト・ストラテジスト・レポート
～鳥瞰の眼・虫瞰の眼～



(注1) 詳細は以下サイト <http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/111017.pdf>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。