

## 「欧州財政危機への処方箋がはらむリスク：危機の波及は防げるのか？」

### **"Risks in policy prescriptions for the European sovereign-debt crisis: muddling through or trapped in a vicious circle?"**

株式会社国際協力銀行 外国審査部長 西沢利郎

#### 《報告要旨》

ギリシャ情勢をめぐる一喜一憂は、「民間セクター関与（PSI）」の下で今年3月に民間債権者が債務減免に応じ、さらに集団行動条項（CACs）が適用されると、「トロイカ」による第二次金融支援のめどが立ち、小休止となった。CACsの発動はクレジットイベントと認定され、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の支払いが行われた。こうして、最も安全な資産とみなされてきた国債の信用力が相対化され、民間債権者の債権保全が劣後されることも明らかとなった。こうなると、再び何らかの不安材料が市場で語られ始めると、民間の国債保有者は、従来よりも高い利回りを求めるかもしれない。

では、もし市場からの資金調達条件が一層厳しくなり、さらなる債務負担軽減と公的金融支援が必要となる事態に陥るとどうなるか。民間債権者に対する債務は徐々に減少するが、それとは逆に公的債権者に対する債務は拡大する。こうなると、民間に追加負担を求める余地は徐々に小さくなる。その場合、将来的に、公的債権者が債務の減免を強いられる局面が訪れないといえるのだろうか。

国家の信用力回復には財政再建が急務であり、税収確保と歳出削減が不可欠となる。しかし、財政再建は、需要面から経済成長にはマイナスである。ギリシャのようにマイナス成長を続け、税収確保が困難になれば、さらに歳出を削減するか、借入で穴埋めするかの二者択一となる。もっとも、そもそも過大な債務負担に伴う国家の信用力低下が窮状の原因である。したがって、借入に頼る選択肢をとれば事態はさらに悪化しよう。

そうすると、債務負担を持続可能とみなされる水準まで減免することが残された選択肢となる。とはいえ、安易な債務負担減免は、債務者である政府のモラルハザードを惹き起こす。

欧州中銀（ECB）の二度にわたる長期資金供給オペレーション（LTRO）により市場は落ち着きを取り戻している。欧州財政危機を発端とする国家の信用力低下は、国債を保有する金融機関の資産劣化を通じて、ECBによる緊急避難的な流動性供給を要する事態を招いた。そして、ユーロ圏内の「弱い」各国中銀による信用拡張が節度を失えば、ユーロ圏の「ルーブル圏化」リスクが高まるとの指摘もある。

市場と政策の綱引きは、さまざまなリスクを孕んでいる。しかも、欧州財政危機への処方箋は、いくつもの負の連鎖に直面している。時間を買う施策により市場の安定が確保されている間に、財政再建に加え、持続可能な経済成長へ向けた構造改革を進めなければ、負の連鎖からの脱出は困難である。これは、同様の課題を抱えた先進諸国にとって、決して対岸の火事ではない。市場に広がる連想が危機の伝播を招くことがないように、ファイアーウォールを設け、各国が財政危機をもたらした構造問題の解決を急ぐことが求められている。新興・開発途上諸国への影響は国によって区々であるが、外需の減退よりも、国境を跨ぐ資本フローの動きが大きなリスクであろう。

\*\*\*