

～海外情報～

2011年9月22日 全25頁

London Economic Eye (Vol. 4)

DIR ロンドンリサーチセンター

児玉 卓
鈴木 利光
増川 智咲

[目次]

はじめに.....	1
スイスとブラジルが世界を救う？.....	3
英国、「リビング・ウィル」の実施へ.....	8
欧州：財政再建による景気減速への影響.....	19

はじめに

ユーロ圏の混迷

ユーロ圏の混迷は一向に収まる気配を見せていない。問題の焦点は引き続き周辺国の財政危機であるが、最近では何が起きても不思議ではないというムードさえ漂っている。ギリシャが債務の維持可能性を回復することが事実上不可能であることはすでに広く認識されているが、「秩序だった債務再編」に不可欠な政治的な意見調整の不調、その背後にあるギリシャの財政赤字削減能力に対する不信から、同国の「突然死」（債務元金の支払い停止）さえあり得るとの声が聞かれる。PIIGSの大国、イタリアについても財政赤字削減に対する意思と能力に不信の目が向けられている。

また、財政危機の緊迫化は必然的に「通貨ユーロ」の持続可能性にかかわる議論を活発化させてもいる。ギリシャ等の問題国がユーロから離脱する可能性についてはかねてより囁かれていたが、ドイツ、オランダ等のコア諸国がユーロを離脱、場合によっては新統合通貨を形成するという新説も現れた。ユーロに留まることのメリット・デメリットという観点から見れば、確かにドイツ等にこそ離脱のインセンティブはある。いずれにせよ、このような新説が現れるほど、ユーロ圏問題は煮詰まってきたということだ。

ギリシャの意味のある債務削減が実施されない限り、この問題が沈静化の糸口をつかむことは期待できないが、沈静化しない限り、イタリア、スペインへの波及懸念は払拭されない。ギリシャ債務の抜本的処理には、これまでの経緯から見て早期に実現するとは想像しがたい政治的決断が必要になる。それがやはり難しいということであれば、イタリア、スペインの救済国仲間入り回避は、ECBによる腕力勝負の国債買い入れによって金利の上昇を防ぐしかない。

ギリシャの「突然死」はぎりぎり回避しながらも抜本策は先送りし、金融政

策への依存が強まるという状況が、年末程度までは続くのではないか。景気の悪化は抜本的な債務削減策の必要性を高めているが、一方で政治的なコーディネーションの困難さを増してもいるからである。

さて、London Economic Eye (Vol. 4) は、①「スイスとブラジルが世界を救う？」②「英国、リビング・ウィルの実施へ」③「欧州：財政再建による景気減速への影響」の3本のレポートで構成されている。

「通貨戦争」第二段？

①「スイスとブラジルが世界を救う？」では、最近のスイスの為替増価阻止政策、ブラジルの唐突な利下げが、昨年後半に続く第二次通貨戦争の嚆矢となる可能性について論じている。ただし、通貨戦争にも良い通貨戦争、悪い通貨戦争の二つがあることを指摘した上で、マクロ環境の変化から、競争的な金融緩和という、良い通貨戦争が始まる可能性があると予想している。

英国の金融機関破綻 処理計画

②「英国、リビング・ウィルの実施へ」は、英国の金融規制改革の現状報告の一環である。「リビング・ウィル」は金融機関が経営危機に陥った際の再建、ないしは破綻処理計画を事前に策定するものであり、システミック・リスクの低減と金融危機に際する納税者負担の最小化がその眼目であるが、当然ながら金融機関に新たな負担を強いる側面をも持つ。そのメリットとコストを含め、英国における「リビング・ウィル」の展開は、日本の金融機関にとっても重要な先事例として注視に値しよう。

欧州の財政再建策も 曲がり角？

③「欧州：財政再建による景気減速への影響」では、最近の欧州における景気減速と各国で実施されている財政赤字削減策との関係を整理している。財政赤字削減策が景気拡大を前提としており、削減策の実施が景気拡大を不可能にするという拭いがたい矛盾は当初から指摘されていたが、ドイツ等コアの国を含めて欧州全域が景気減速に見舞われるに至り、赤字削減策の前提の甘さが改めて露呈している。一方、ソブリン危機のさなかにある欧州周辺国が積極財政に転じる余地はなく、今後問われるのはドイツ等、相対的に財政状況の健全なコア諸国の政策転換が図られるかどうかであろう。

(児玉 卓)

スイスとブラジルが世界を救う？

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

良い通貨戦争、悪い通貨戦争

[要約]

- スイス国立銀行が徹底介入を通じてスイスフランの上昇を阻止すると発表し、一方、ブラジルは唐突な利下げを実施するなど、世界的な景況感の悪化、グローバル金融市場の動揺の余波ともいえる政策決定が見られ始めている。これを通貨戦争の再開と懸念する向きもあるが、通貨戦争には良い通貨戦争、悪い通貨戦争の二つがある。スイス、ブラジルともに実態は金融緩和であり、これらを嚆矢として競争的な金融緩和が広がりを見せれば、世界経済停滞の脱却の糸口ともなり得る。
- 2010年の第一次通貨戦争は、新興国が景気拡大、インフレ圧力増進というマクロ環境に置かれ、金融緩和の余地がない中で生じたものである。その結果、資本移動規制、貿易障壁の引き上げなど、悪い通貨戦争の手段が散発的に採用された。新興国が景気減速過程に入っている現在、金融緩和に転じることのデメリットは減少している。良い通貨戦争が繰り広げられる可能性は高まっていると考えられよう。

スイスの為替市場徹底介入策

9月6日、スイス国立銀行（中央銀行）は1ユーロ=1.2スイスフランの上限（数値の上ではスイスフランの下限）を設定し、為替市場への無制限介入を通じてこの水準を死守する旨、発表している。今のところ、これは奏功しており、スイスフランは対ユーロで1.202から1.21程度の狭いレンジで推移している。スイスが行っているのは、自国通貨の売り介入だから、逆のケースとは異なり外貨準備等の物理的な制約がない。そのため、政策の持続可能性に対する疑念が投機心理を煽り、かえってスイスフラン買いが刺激されるといったことが起こり難い。しかし、介入価格を明示した点と、無制限の買いというアナウンスメント効果が発揮されたと見られる点を除けば、これまで日銀がしばしば行い、かつ成功してきたとは言いがたい円売り介入との違いは程度の差でしかない。スイス国立銀行が勝利宣言を出すことができるかは、まだ分からない。

この政策に対する論評は、実のところ非常に少ない。ことに欧州はギリシャのデフォルト懸念、そのイタリア・スペインへの波及懸念が一段と深刻化する中、それどころではないというムードが支配的である。例えば、ECBのトリシエ総裁は、9月8日の記者会見で「スイス国立銀行とは密に意見交換しているが、今回の決定は同中銀の完全な自主的な意志と判断に基づくもの」とした上で、「日本円はメジャーな国際通貨のひとつだが、スイスフランは質は高くとも小さな国の通貨だ」と述べている。スイスの為替政策を容認しているようであるが、結局のところ大した問題ではないと見ているとも取れる。

スイスとブラジルの共通点

しかしスイス国立銀行の決断は、欧州ソブリン危機という大事が生んだ小事であり、似たような波及効果は今後も起こりえるし、小事が集まり大事にならない

とも限らない。例えば8月31日に市場を驚かせたブラジルの利下げも欧州ソブリン危機と無縁ではない。スイスとブラジルに共通するのは、グローバル金融市場の動揺と世界的な景況感の悪化が政策決定の背後にあったことである。そして、スイスは為替市場への介入、ブラジルは金利の引き下げという違いはあるが、実質的には金融緩和宣言に他ならないことも共通している。スイスのケースでは、「無制限介入＝無制限なスイスフランの流動性供給」を意味しているからだ。実のところこれこそが、今のグローバル経済の行き詰まりを打破するきっかけになり得るのではないか。

ブラジルのジレンマ

どのような政策にも副作用は付き物である。ブラジルではインフレ率の緩やかな加速が進行中である。しかもその水準は、同国中銀のターゲット（前年比4.5%±2.0%）を超えている。1年半に及ぶ金利引き上げ局面の唐突な転換が、企業や家計のインフレ期待を不安定化させるリスクは確かに存在する。何のためのターゲットか？という疑念が、インフレターゲットという金融政策の枠組みを揺るがす可能性もあろう。この枠組みの有効性の多くが、中銀がターゲットを守る、少なくともそのために努力をするであろうという人々の信認に依存しているからだ。

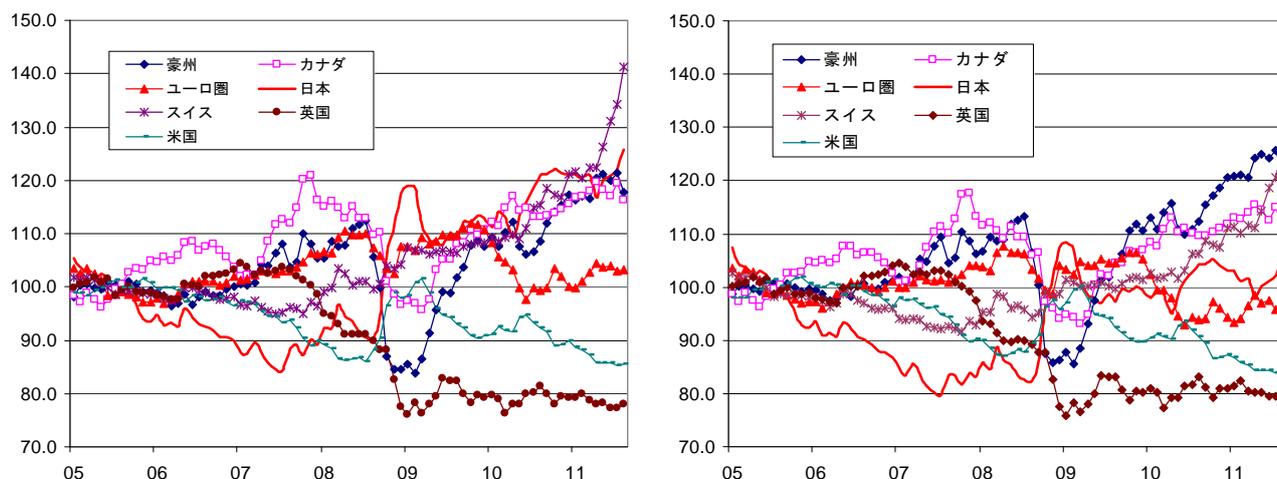
一方、ブラジルは今年に入って景気の減速がはっきりしてきており、利上げを継続することの限界的なコストが時間とともに高まるという状況にあった。そして景気減速の一因として、政府・中央銀行が指摘してきたのがレアル高である。景気を取るか、物価抑制を優先するかとのジレンマが深まっていたわけであり、利下げへの転換はレアル高抑止効果をもたらすと共に、オーバーキルの懸念を低める。リスクを冒す価値のある選択だったという評価も可能であろう。

スイスにおけるインフレリスク

潜在的なリスクがインフレにあることはスイスも同じである。為替レートを明示的な政策目標としたことにより、スイス国立銀行は通貨供給量のコントロール能力を失った。スイスフランの買いにはすべて受身で売り応じるわけだから、同銀が供給するスイスフランの流動性総額を決めるのは、いまや投資家や投機家を含めたグローバル金融市場である。無論、スイスフランの上限を設定し、徹底介入を行うとしたアナウンスメント効果が投機心理を鎮めるのであれば、実際に要するスイスフランの供給総額は減少するし、スイス国立銀行がその効果を当て込んでいることは確かだろう。しかし、それはやってみなければ分からない類の話である。金融市場のリスク回避的傾向がどの程度継続するか、その背後にあるユーロ圏ソブリン危機がどのような展開を見せるかを含め、やはりスイスは受身なのである。

そして、仮に過大な流動性供給がインフレを惹起することがあれば、為替市場への徹底介入の目的自体が損なわれる。スイス国立銀行が設定したターゲットは対ユーロの名目為替レートであるが、これが奏功する一方で国内がインフレに見舞われれば、実質ベースでのスイスフランが割高化する。競争力保全の目論見は崩れ去るのである。図表1において、スイスフランの実質実効レートが名目値ほど上昇していないのは、スイスが物価抑制の優等生だからである。為替市場への無制限介入は、トリシェ氏のいう「質は高いが小さい国」というスイスの特質を覆すリスクをはらんでいるとも評せよう。

図表 1 主要国の実効為替レート（左：名目、右：実質）



(注) いずれも 2005 年平均=100

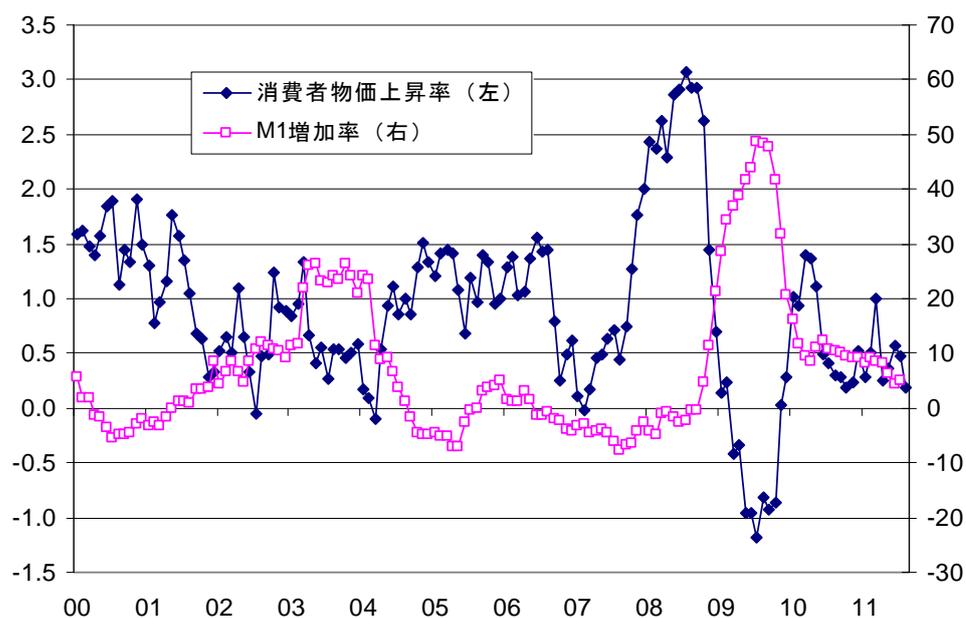
(出所) 国際決済銀行より大和総研作成

インフレよりもデフレ

しかし、こうしたインフレリスクが差し迫ったものではないことも確かである。為替政策の発表に際するステートメントでスイス国立銀行が触れているように、スイスが直面しているのは、インフレリスクよりはデフレリスクである。

4月以降、過去4カ月の消費者物価上昇率は前年比0.2%から0.6%の間にあり、コアの上昇率に至っては、過去2年以上にわたって1%に達したことがない。そして、同じく指摘されるべきは、M1、ないしは外貨準備といったマネー関連統計と物価との連動性が希薄なことである。金融政策は常に便益とコストの比較考量で決められるわけであり、目先の問題のその向こうにある、潜在的なコストやリスクに拘泥しすぎては何も出来なくなる。現時点で過大な流動性供給がもたらし得るインフレリスクを強調することは、確かに行き過ぎた懸念であるかもしれない。

図表 2 スイスの物価とマネーストック（前年比%）



(出所) Haver より大和総研作成

グローバルな波及効果

結局のところ、スイスの決断に関しては、潜在的なリスクはあるものの、それがスイス一国の政策にとどまっている限り、世界経済やグローバル金融市場に対するインパクトは限定的という評価に落ち着こう。この問題に対するメディア等の扱いがフェードアウトしているのも、その意味では当然である。やはりトリシエ氏がいうように、スイスは小国だということだ。

問題は、ブラジルの金融政策転換とあわせ、これらの政策が他国をどう刺激するのか、或いはしないのかにある。特に、先進国がダブルディップの懸念に直面し、新興国では景気減速傾向が一段とはっきりしている現在、どうしても政策は各国の国内経済建て直し優先に流れやすい。スイスの為替政策に対して、比較的まとまった論評を載せた英エコノミスト誌は、これを近隣窮乏化策と断じた上で、他国が資本移動規制（スイスは金融立国なので、それはさすがに採れない）、貿易障壁の引き上げなどで対抗する恐れがあることを指摘している。

また、為替レートはゼロサムの世界だから、セーフヘブンを求めるカネは、スイスの徹底介入を受けて日本円や北欧通貨などに向かうかもしれない。そのとき、日本や北欧諸国は事態を静観するだろうか。この段階に至り、物事は小国スイスの問題をはるかに超えてくることになる。

良い通貨戦争、悪い通貨戦争

エコノミスト誌が懸念しているのは、いわば第二次「通貨戦争」の勃発である。日米欧の目先のことにとらわれた指導力不在の政治を目の当たりにしている昨今、これが、かなり現実味のある懸念であることは否定されない。ただし、通貨戦争にも良い通貨戦争、悪い通貨戦争の二種類がある。ブラジル、スイスに誘発される通貨戦争は、むしろ世界経済停滞脱却の糸口になる可能性もある。

9月15日にブラジル政府が発表した輸入自動車に対する大幅な関税引き上げなどは、エコノミスト誌が真っ先に糾弾の対象とするであろう、悪い通貨戦争の一形態である。一方、良い通貨戦争とは、先進国、新興国問わず、金融緩和合戦を繰り広げることである。言うまでもないが、その際、国際的な協調の下で金融緩和が行われることが望ましい。大まかに分ければ、金利引き下げの余地がないか、あっても限定的な先進国は流動性供給を拡大し、新興国は金利を引き下げる。国際協調の下であれば、乗り遅れた国の通貨が標的にされたり、それらの国が悪い通貨戦争に走るリスクが減じられる。ただし、グローバル経済の下支えという観点から最も重要なのは、どれだけトータルの流動性が拡大し、平均的な金利水準が下がるかである。この点にのみ着目すれば、各国は自国優先で全く構わない。

2010年後半の「第一次」通貨戦争において、悪役とされたのは米国の金融緩和である。単純化すれば、ジャブジャブのドルがコモディティ価格を押し上げ、新興国に流入し、その対処に新興国が四苦八苦していたという構図であった。当時、総じて新興国の景気は順調であったし、コモディティ価格の上昇も手伝って、マクロ的な主たる懸念はインフレにあった。これが彼我の金融政策のギャップを際立たせ、新興国通貨の上昇に拍車をかけたのだが、それに応じて金利を下げるというオプションはありえないというジレンマに、新興国は置かれていたわけだ。

この点、現在の状況はかなり異なってきている。ブラジル同様、多くの新興国は根強いインフレ圧力に直面している一方で、景気は減速下にある。諸手を挙げて金融緩和に動ける国は少ないだろうが、ベース効果の剥落から前年比で見たインフレ率が遅くとも年内にはピークアウトする国が多いと考えられることに加え、内外の景況感の悪化が金融政策の転換に伴うインフレ心理不安定化の防波堤とも

なろう。もとより、引き締めサイクル打ち止めを検討していた（いる）国は少なくないはずである。

当たり前だが、各国当局は通貨戦争の手段として、自国の金融緩和が資本移動・貿易制限的な政策よりも望ましいことは承知している。だが第一次通貨戦争の時期には、各新興国のマクロ環境が金融緩和を許す状況になく、ブラジルの金融取引税に代表される悪い手段が散発的に実施された。マクロ環境の変化に伴い、当時はあり得なかった、競争的な金融緩和局面が実現する条件は現在整いつつあるし、ブラジル、スイスの政策転換が、そのきっかけになる（各国の背中を押す）可能性は低くないと考えられよう。

現実には、通貨戦争は良い手段、悪い手段のミックスで繰り広げられることになるのだろうが、さし当たって注目すべきは追隨的な金融緩和がどのような広がりを見せるかである。

英国、「リビング・ウィル」の実施へ

ロンドンリサーチセンター
鈴木利光

再建・破綻処理計画の実施に関する CP 公表：最初の策定・提出は 2012 年 6 月

[要約]

- 2011 年 8 月 9 日、英国金融サービス機構 (FSA) は、金融機関による「リビング・ウィル (living wills)」、すなわち経営が危機に陥った場合の再建・破綻処理計画 (RRPs: Recovery and Resolution Plans) の実施に関するコンサルテーション・ペーパー (CP) を公表している。
- RRP の実施は、金融危機再発防止策としての金融規制に関する国際的な議論の一部である。これらの議論に共通していえることは、RRP の導入目的が、(将来の) 危機が金融の安定に対してもたらすインパクト及び納税者負担を減少させる点にあると考えられることである。
- FSA は、預金取扱銀行及び重要な投資業者 (ともに国内) を対象としており、186 の国内金融機関を想定している。また、RRP 実施に係るコンプライアンス・コストは、最大で 1 金融機関あたり 700 万ポンド (年間) と見積もっている。
- CP の方向性は、金融安定理事会 (FSB) の提言及び欧州委員会による提案と概ね一致しているといえる。もっとも、CP は、そのきめ細かさにおいて、FSB 及び欧州委員会のものを大きく上回っている。そのため、CP は FSB による最終報告 (2011 年 11 月公表予定) のプレビューであるとする報道もある。
- FSA は、最終ルールを、2012 年第 1 四半期に公表することとしている。そして、最初の RRP の策定・提出は、2012 年 6 月を期限とすることとしている。
- 英国による RRP の実施は、米国と並んで、G20 及び FSB メンバーの先駆けとなるであろう。RRP の実施は、金融機関にとっては、その作業負担も含め、相当のコストとなることが予想されることから、わが国としては、貴重な先行事例としてその動向を注視すべきである。

1. はじめに

FSA、リビング・ウィルの策定に関するコンサルテーション

2011 年 8 月 9 日、英国金融サービス機構 (FSA) は、金融機関による「リビング・ウィル (living wills)」、すなわち経営が危機に陥った場合に備えた再建・破綻処理計画 (RRPs: Recovery and Resolution Plans) の実施に関するコンサルテーション・ペーパー、“Recovery and Resolution Plans” (以下「CP」) を公表している。

金融危機再発防止策の一環

RRPs の実施は、金融危機再発防止策としての金融規制に関する国際的な議論の一部である¹。これらの議論に共通していることは、RRPs の導入目的が、(将来の) 危機が金融の安定に対してもたらすインパクト及び納税者負担を減少させる点にあると考えられることである。

公表は「2010年金融サービス法」に由来

英国では、2010 年 4 月 8 日に成立した「2010 年金融サービス法 (Financial Services Act 2010)」が、FSA に対し、預金取扱銀行の RRPs に関するルールの策定を義務付けており、CP の公表はこれを履行するプロセスである²。

SIBsに対するRRPsの策定義務は2009年10月に提案済み

FSA は、2009 年 10 月 22 日には、システム上重要な銀行 (SIBs: Systemically Important Banks) に対して RRPs の実施を義務付ける旨提案するディスカッション・ペーパー³を公表している。そこでは、少数の国内主要行に対して RRPs のパイロット版の策定・提出を要請することとしていた。

大手6行によるパイロット版の策定

CP によると、RRPs のパイロット版の策定を要請された「少数の国内主要行」が 6 行であることが明らかになっている。CP ではこの 6 行は特定されていないが、資産規模からすると、The Royal Bank of Scotland (RBS)、HSBC、Barclays、Lloyds Banking Group (LBG)、Santander UK、Standard Chartered が該当するものと思われる。

本稿では、CP の概要を簡潔に説明するものとする。

2. 対象となる金融機関

対象は預金取扱銀行及び重要な投資業者

CP は、次の国内金融機関に対して RRPs の策定を義務付ける旨提案している。

- 預金取扱銀行
- 資産 150 億ポンド超の投資業者 (investment firms)

海外金融機関のUKブランチは対象外

上記に該当する限り、海外金融機関の国内子会社 (ex. 独銀行の UK 子会社) は CP の対象となりうる。これに対し、CP は、海外金融機関の国内ブランチ (ex. 独銀行の UK ブランチ) については対象としていない。

186のUK金融機関

CP は、対象として 186 の国内金融機関を想定している (図表 1)。

図表 1 対象となる金融機関の数 (影響度カテゴリー別)

影響度カテゴリー	金融機関の数
高	40
中高	30
中低 + 低	116
計	186

(出所) FSA 資料

1 国際的な議論の概要については、レポート末尾の付属資料を参照されたい。

2 以下のレポートも参照されたい。

◆大和総研レポート「【連載②】システム上重要な金融機関への対応 (欧州)」(鈴木利光) [2010 年 10 月 20 日]

3 “Turner Review Conference Discussion Paper A regulatory response to the global banking crisis: systemically important banks and assessing the cumulative impact”

↑規模・複雑性⇒↑影響度

影響度カテゴリーについては、大規模で複雑な金融機関であるほど、上位のカテゴリーに位置づけられることが想定される。

3. 再建計画 (Recovery Plan)

(1) 目的

目的は破綻の回避

再建計画の実施目的は、破綻につながりうるシビアなストレス環境からの回復方法を予め計画しておくことにある。すなわち、究極的には、破綻を回避することが目的といえる。

策定プロセス自体が経営の健全化に有益

また、再建計画をある種のコンティンジェンシー・プラン（災害などの不測の事態に対応するための計画）だと考えれば、そのような計画を用意しておくことに加えて、そのような計画を策定するプロセス自体に、単なる破綻回避にとどまらない、経営の健全化に寄与するというメリットが認められよう⁴。

(2) 策定及びメンテナンス

金融機関による策定

再建計画の策定及びメンテナンスは、金融機関による。

アップデート及びレビュー

金融機関は、再建計画を常にアップデートし、少なくとも年に一回のレビューをしなければならない。

取締役会の承認・監督

そして、再建計画は、取締役会の承認及び監督を受ける必要がある。

FSAに提出

金融機関は、策定した再建計画をFSAに提出しなければならない。

不十分な場合は再提出を命じられる可能性

再建計画がFSAによって不十分であると判断された場合、金融機関は、再提出を命じられる可能性がある。

(3) キーとなるオプション

シビアなストレス・シナリオ

再建計画のオプションは、それが機能しなかった場合には破綻するというシビアなストレス・シナリオを想定したものでなければならない。

「より平穏な状況では考慮しない」

したがって、再建計画のオプションは、「より平穏な状況では考慮しない」という性質を有していなければならない。

FSAによるサンプル

CPは、再建計画のオプションのうちキーとなるものとして、次のようなサンプルを提示している。

- 事業売却
- (ビジネス・プランには含まれていない) 自己資本の調達
- 配当停止及び変動報酬支払いの取止め
- 債務交換及びその他の負債管理

⁴ 以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「清算計画 (リビング・ウィル)」(横山淳) [2010年10月7日]

- 会社売却

金融機関ごとに異なるオプション

上記オプションはあくまでもサンプルであり、再建計画のオプションは規模、ストラクチャー及び活動によって金融機関ごとに異なるものとなる点に留意されたい。

(3) トリガー

金融機関ごとに異なるトリガー

再建計画を実施するためのトリガーもまた、金融機関ごとに適正なレベルで設定される必要がある。

健全なトリガー枠組みが備えるべき性質

CP は、健全なトリガー枠組みが備えるべき性質として、量的指標及び質的指標の組み合わせであること、タイムリーであること、幅広いストレス状況（当該金融機関固有、市場全体、及びその双方）に対して有効であること、明確であること、そしてモニターが容易であることを挙げている。

量的指標のサンプルは、普通株等Tier1比率と流動性比率

量的指標は、フォワードルッキングな要素を含まなければならない。CP は、量的指標のサンプルとして、普通株等 Tier1 比率及び流動性比率の見通しを挙げている。

4. 破綻処理計画 (Resolution Plan)

(1) 目的

秩序だった破綻処理へのロードマップ

破綻処理計画の実施目的は、再建計画が不可能もしくは効果的でなかった場合に、秩序だった破綻処理 (orderly resolution)、すなわち金融の安定に対するインパクトを最小化し、納税者負担を回避する方法での金融機関の破綻処理⁵を実行するための詳細なロードマップを予め計画しておくことにある。

SRRによる資産移転（民間又はブリッジバンク）が不可欠

この目的を達成するためには、特別破綻処理制度 (SRR: Special Resolution Regime)⁶に基づき、一部の重要な経済機能を民間セクター又はブリッジバンクに移転することが不可欠となる。

重要な経済機能に関する分離可能性・段階的縮小の分析データ

そこで、当局は、金融機関の破綻処理の実現可能性 (resolvability) に関する意見を形成しておく必要がある。すなわち、当局は、金融機関の破綻が不可避となった場合、秩序だった破綻処理が可能であるか否かを、平時から分析・検討しておく必要がある。これを可能とすべく、金融機関は、各々の重要な経済機能 (economic functions) に関する分離可能性 (separability) 及び/又は段階的縮小 (wind-down) の分析データを提供しなければならない。

⁵ CP は、秩序だった破綻処理を達成するためには、短期の、例えば週末中の破綻処理が不可欠であるとしている。

⁶ 2009年銀行法 (Banking Act 2009)。SRR の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「【連載②】システム上重要な金融機関への対応 (欧州)」(鈴木利光) [2010年10月20日]

(2) 策定及びメンテナンス

当局による策定	破綻処理計画は、対象となる金融機関ごとに、当局 ⁷ によって策定される。
破綻処理情報パックの提出	金融機関は、当局による破綻処理計画の策定の基礎となる資料、破綻処理情報パック（resolution pack）を提出しなければならない。
アップデート及びレビュー	金融機関は、破綻処理情報パックを常にアップデートし、少なくとも年に一回のレビューをしなければならない。当局による破綻処理計画のアップデートは、金融機関による破綻処理情報パックのアップデート及びレビューに付随する。
取締役会の承認・監督	そして、破綻処理情報パックの提出、アップデート及びレビューは、取締役会の承認及び監督を受ける必要がある。
不十分な場合は再提出を命じられる可能性	破綻処理情報パックが FSA によって不十分であると判断された場合、金融機関は、再提出を命じられる可能性がある。

(3) 破綻処理情報パックに含まれるべき情報

① 基礎情報（ストラクチャー及びオペレーション）

資本・財源の配分、グループ内資本提携	金融機関の基礎情報は、その資本と財源がどのように配分されているか、そしてグループ内における別法人どうしの依存関係（資本提携等）を説明するものである。 他には、銀行（金融機関）間エクスポージャー、デリバティブのポジションとカウンターパーティーのデータ、経済機能等が、基礎情報の例として挙げられている。
上位20の銀行間エクスポージャー	銀行間エクスポージャーは、当局による伝播（contagion）リスクの評価のために必要とされる情報である。CP は、金融機関に対し、上位 20 の銀行間エクスポージャーに関する詳細情報の提出を求めている ⁸ 。

② 国内の経済機能識別マトリックス

国内で運用されている経済機能の概観	国内の経済機能識別マトリックスは、金融機関の中でどの経済機能が国内における金融の安定にとって重要であるかを（当該金融機関及び当局が）評価することを可能とすべく、国内で運用されている経済機能の概観を提供するものである。
閉鎖・撤退のインパクト分析	CP は、金融機関に対し、ある国内の経済機能が 5 位以内のマーケット・シェアを有しているか、もしくはマーケット・シェアの 10%を有している場合、その閉鎖、撤退がマーケット全体にもたらすインパクトの分析を求めている。

③ 国内の経済機能の重要性に関する随伴分析（contingency analysis）

分離の準備	国内の経済機能の重要性に関する随伴分析は、（②で識別された）国内における重要な経済機能の分離（separation）を容易にすべく行われる。
-------	--

⁷ CP では、「当局」という用語を、FSA、財務省、イングランド銀行（BOE）の総称として用いている。

⁸ CP は、これに関連して、少なくとも上位 6 の国内銀行間エクスポージャーに関する詳細情報の提出を求めている。

当局による手続き

なお、この分離は、当局が適正な破綻処理ツール（ex. 民間セクターへの売却/移転、ブリッジバンクへの移転、段階的縮小）を適用することによって達成される。

④ 破綻処理の障害

障害とその解消方法

これは、（③の随伴分析によって明らかにされるであろう、）秩序だった破綻処理の障害とその解消方法の提出を求めるものである。

ストラクチャー上の
障害

障害の例としては、ストラクチャー上のものがある。例えば、重要な経済機能が SRR に基づく分離の対象とならない場合（ex. グループ内で預金取扱金融機関の外に配置されている場合）や、複雑なストラクチャーを採用している場合（ex. 一つの法人が複数の経済機能を有している場合）等である。これらの場合、経済機能の分離をすることが困難となる可能性が高く、そのストラクチャーが秩序だった破綻処理の障害となるケースといえる。

5. コンプライアンス・コスト

最大700万£/金融機
関（年間）

CP は、RRPs の実施に係る金融機関のコンプライアンス・コストを、最大で1金融機関あたり700万ポンド（年間）と見積もっている（図表2）。

図表2 コンプライアンス・コスト

影響度カテゴリー	金融機関の数	1金融機関あたり年間コスト
高		300万£～700万£
中高		1.6万£～25万£
中低 + 低		0.8万£～20万£
計	186	—

（出所）FSA 資料

6. ネクストステップ

最終ルール公表は
2012年第1Q

FSA は、最終ルール（ポリシー・ステートメント）を、2012年第1四半期に公表することとしている。

最初のRRPs策定・提出
は2012年6月までに

そして、FSA は、一定の条項については2012年第1四半期中に施行するとしつつ、最初のRRPsの策定及び提出については2012年6月（第2四半期）を期限とする経過措置を設けることとしている。

7. おわりに

FSB及びEUの提案と概
ね一致する方向性

CPの方向性は、金融安定理事会（FSB）の市中協議文書における提言及び欧州委員会のコンサルテーション・ペーパーによる提案（補足資料参照）と概ね一致しているといえる。

FSB最終報告のプレビ
ュー

もっとも、CPは、その内容のきめ細かさにおいて、FSB及び欧州委員会のものを大きく上回っている。そして、そのため、CPはFSBによる最終報告（2011年11

月公表予定) のプレビューであるとする報道もある⁹。

RRPsが市場開示されなければ敵対的買収のおそれは緩和される

RRPs の実施に対する批判には、資産や事業の売却を予め計画することにより、敵対的買収の対象になるおそれがあるというものがある¹⁰。しかし、こうしたおそれは、RRPs が市場に開示されなければ、大幅に緩和されよう。現に、CPをはじめ、国際的な議論においても、RRPs を開示規制の対象としているものはない¹¹。これは、RRPs が、当局による金融の安定化のために活用されるものであるという前提があるためであろう。

英国のRRPs実施はわが国にとって貴重な先行事例

英国による RRPs の実施は、米国と並んで、G20 及び FSB メンバーの先駆けとなるであろう。RRPs の実施は、金融機関にとっては、その作業負担も含め、相当のコストとなることが予想されることから、わが国としては、貴重な先行事例としてその動向を注視すべきである。

以上

9 FT.com “All UK banks told to draw up ‘living wills’” [2011年8月9日]参照

10 FT.com “All UK banks told to draw up ‘living wills’” [2011年8月9日]参照

11 BCBS “Resolution policies and frameworks – progress so far” [2011年7月6日]参照

【付属資料】リビング・ウィルに関する国際的な議論の概要

【1】金融安定化フォーラム（FSF）の提言

金融安定理事会（FSB）の前身である金融安定化フォーラム（FSF）は、2009年4月2日、危機管理における国際的連携に関する報告書、“FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management”を公表している。

FSFは、報告書にて、当局に対して、「破綻処理の事態にも対応できる危機管理計画・手続を備えるとともに、その正確性や十分性を定期的に点検するよう、金融機関に対し強く促すこと」（金融庁仮訳）、そして「国際協調の下での効率的な破綻処理について、危機管理計画を策定するにあたり特定された、実務上の障害の除去に努めるとともに、必要な場合には共同で作業すること」を提言している。

【2】G20 ピッツバーグ・サミットの合意

G20 ピッツバーグ・サミット（2009年9月24日・25日）は、「システム上重要な金融機関は、国際的に整合性がとれた、各社別の緊急時の危機対応計画及び破たん処理計画を策定すべきである」（外務省仮訳）という合意をしている。

【3】ドッド＝フランク法

米国の金融規制改革法、ドッド＝フランク法（2010年7月21日成立）は、破綻処理計画の実施を義務付けている¹²。

対象はSIFIsのみ

対象となる金融機関は、いわゆるシステム上重要な金融機関（SIFIs: Systemically Important Financial Institutions）である。具体的には、次の金融機関である。

- 連結総資産 500 億ドル以上の銀行持ち株会社
- 金融安定監視協議会（FSOC）が認定する「システム上重要なノンバンク金融会社」

破綻処理計画の内容

金融機関の策定する破綻処理計画には、次のような情報が含まれることとされている。

- （対象となる金融機関のグループ内にある）預金保護の対象となる預金取扱金融機関を、ノンバンク子会社の活動により生じるリスクから適切に保護する方法及びその程度に関する情報
- 所有構造、資産、負債、契約上の義務に関する詳細
- 異なる有価証券と結びついた相互保証の特定、主要なカウンターパーティー

¹² 詳細については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「清算計画（リビング・ウィル）」（横山淳）[2010年10月7日]

の特定、担保提供先の決定プロセス

- その他、連邦準備制度理事会（FRB）及び連邦預金保険公社（FDIC）が共同で定める情報

厳格な制裁措置

破綻処理計画が当局（FRB 及び FDIC）によって不十分であると判断された場合、金融機関は、より高い所要自己資本の賦課や資産・事業の売却を命じられる可能性がある。

FRB・FDICによる細則

正式な内容や適用時期については、FRB 及び FDIC による共同規則の制定を待つ必要がある。

FDICによる最終ドラフト

なお、FDIC は、2011 年 9 月 13 日、破綻処理計画の最終ドラフトを公表している。

破綻処理計画の内容 （ドッド＝フランク法への追加）

FDIC は、破綻処理計画に含まれるべき情報として、計画内容のストラテジー分析、破綻処理ツールの範囲、組織分析、重要な事業、相互関連性及び依存関係、そして経営情報システムを定めている。

最も早い提出期限は 2012年7月1日

FDIC は、最初の破綻処理計画の提出期限を、対象となる金融機関（ドッド＝フランク法）の（米国における運用）資産規模に応じて区別している。具体的には、次のとおりである。

- ノンバンク資産 2,500 億ドル以上の金融機関：2012 年 7 月 1 日
- ノンバンク資産 1,000 億ドル以上の金融機関：2013 年 7 月 1 日
- ノンバンク資産 1,000 億ドル未満の金融機関：2013 年 12 月 31 日

FRBによる検証

FDIC の最終ドラフトは、今後数日中に、FRB によって検証される。

【4】欧州委員会の提案

欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会は、2010 年 10 月 20 日、EU の危機管理枠組みに関するコンサルテーション・ペーパー、“An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector” を公表している。そして、2011 年 1 月 6 日には、このコンサルテーション・ペーパーの提案をより詳細に説明するスタッフ・ワーキング・ドキュメント、“TECHNICAL DETAILS OF A POSSIBLE EU FRAMEWORK FOR BANK RECOVERY AND RESOLUTION” を公表している¹³。

対象は預金取扱銀行 及び重要な投資者

危機管理枠組みの対象となる金融機関は、預金取扱銀行及びシステムック・リスクをもたらす投資者（investment firms）である。

欧州委員会は、危機管理枠組みにおける事前予防策の一環として、RRPs の実施を提案している。

再建計画の内容

欧州委員会は、金融機関の策定する再建計画には、少なくとも、次のような情報が含まれるべきであると提案している。

¹³ 欧州委員会による危機管理枠組みの提案の概要は、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国、リテール銀行部門に資本サーチャージ？」（鈴木利光）[2011 年 4 月 28 日]

- 自己資本を回復するための方法
- 流動性を確保するための方法
- リスク及びレバレッジを減少させる方法
- 資産・事業の売却を促進するための事前準備
- グループ間支援のための事前準備
- その他、健全経営を回復するための戦略

破綻処理計画策定の基礎となる情報

当局による破綻処理計画の策定のために金融機関が提出すべき情報の例としては、次のようなものが挙げられている。

- ストラクチャー及びオペレーション
- ビジネス・マッピング
- 重要な経済機能のリスト
- 各々の重要な経済機能に関する量的情報（マーケット・シェア、関連するバランスシート上の情報、顧客の人数と地理的分布等）
- 重要な経済機能のインフラ情報（スタッフ、不動産、契約及びライセンスを含む）
- グループ間エクスポージャー及びカウンターパーティー・エクスポージャー
- グループ間の契約及び保証

2011年秋に法案公表

欧州委員会は、EUの危機管理枠組みに関する法案を、2011年秋に公表する予定である。

【5】金融安定理事会（FSB）の提言

FSBは、2011年7月19日、SIFIsの実効的な破綻処理に関する市中協議文書、“Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions”を公表している¹⁴。

対象はG-SIFIs

FSBは、この市中協議文書で、グローバルなSIFIs（G-SIFIs）に対してRRPsの実施を義務付ける旨提言している。

RRPsの構成

FSBは、RRPs（すなわち再建計画と破綻処理計画の双方）には、次のような情報が含まれるべきであるとしている。

14 バーゼル銀行監督委員会が同日に公表した、グローバルにシステム上重要な銀行に対する資本サーチャージに関する市中協議文書、“Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement”の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「大手銀行に対する追加的資本規制案」（金本悠希）[2011年7月22日]

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「金融規制の動向 G-SIFIsについての市中協議案が公表。対象は28行の予定」（瀧文雄）[2011年7月20日]

- サマリー (ex. 組織チャート、各フェーズにおける最重要オプション、RRPs 実施の障害、重要な変更)
- ストラテジー分析 (ex. システム上重要な経済機能の特定、RRPs の前提)
- トリガー
- 具体的なオプション
- オプションを効率的に、かつ適切なタイミングで実行するための事前行動
- 各フェーズ (事前行動の実施、トリガーの発動、オプションの実行) における責任の所在

再建計画の内容

FSB は、金融機関の策定する再建計画には、次のような情報が含まれるべきであると提案している。

- 資本増強の方法 (ex. 配当停止)
- リストラクチャリングの方法 (ex. 事業売却、デット・エクイティ・スワップ)
- 流動性ストレス・シナリオへの耐性

当局による破綻処理計画の策定のために金融機関が提出すべき情報の例としては、次のようなものが挙げられている。

- グループ間リンケージ (ex. コア・ビジネスの相互関連性、グループ間エクスポージャー、資本提携等の依存関係)
- オペレーション・データ (ex. 抵当権の範囲、流動資産の総額、オフバランスシート活動)
- オペレーションの設定 (ex. 取引慣行、ヘッジ・ストラテジー)
- 危機管理における責任の所在 (ex. 当局との連絡窓口)
- 規制枠組み (ex. 管轄の規制当局、破綻処理枠組み、流動性供給のソース)

最終報告はG20カンヌ・サミット

FSB は、2011 年 11 月 3 日・4 日に開催される G20 カンヌ・サミットにて最終報告をする予定である。

適用期限は2012年末

なお、FSB は、市中協議文書では、次のようなスケジュールを提言している。

- ~2011 年末：再建計画のドラフトの策定・提出
- ~2012 年 6 月：破綻処理計画のドラフトの策定・提出
- ~2012 年末：RRPs の策定・提出

欧州：財政再建による景気減速への影響

ロンドンリサーチセンター
増川 智咲

短期的な痛みは想定内だったが過小評価、財政再建の方向性見直しが必要

[要約]

- 欧州では、景気減速が鮮明となっている。原因の一つとして考えられるのは、各国で採用されている緊縮財政である。そしてこの景気減速が、欧州の財政再建の実現性に対する不安を増幅させるという悪循環が生じている。
- 「緊縮財政ブーム」が景気回復の足かせとなる状況は、当初から欧州当局および国際金融機関で想定されていた。しかし、政治の意思決定の遅延によって、これほどまでに短期的な痛みを重いものにするとは想定されていなかった。
- 景気減速への懸念が深刻化する中、この痛みを伴う財政再建を欧州で一様に進めるべきか？ ECBの主張は、景気に配慮して緊縮財政を緩めるといった決断はありえないというものだ。そうであればイタリアのように、市場の圧力を受けて、国内外の信認を得がたい追加の緊縮財政政策を提示するのは逆効果である。
- しかし他方で、ユーロ中核国の一部では、財政再建を一時緩めるという選択肢もあるだろう。内需の底上げ、ひいてはユーロ圏としての統合体の景気の底堅さが、対域内周縁国の救済能力に対する市場の懸念を和らげるからだ。現在の欧州は、景気の悪化とソブリン危機の深刻化というダブルパンチに見舞われた状況にある。この窮状から抜け出すきっかけを政策的な景気下支えに求めることの是非は真剣な議論に値しよう。

緊縮財政ブームがもたらした景気減速

矢継ぎ早に打ち出される追加緊縮財政政策

欧州では、景気減速が鮮明となっている。2011年第2四半期のユーロ圏 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期（同+0.8%）から減退し、中でも民間消費は前期比▲0.2%（前期は同+0.2%）とその落ち込みが目立った。これは複合的な要因¹⁵によるものであるが、原因の一つとして考えられるのは、欧州各国で採用されている緊縮財政である。欧州各国では、歳出減・増税を通して、それぞれ期限までに財政赤字を対 GDP 比 3%以下に引き下げることが目標としている。IMF/EU からの財政支援の条件として財政再建が求められている、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの他にも、スペイン、イタリア、フランスなどその後ソブリンリスク懸念が波及した国々で、その火消しを目的とした追加緊縮財政政策が発表されている。

¹⁵ 今年に入ってからインフレ圧力や、新興国を含む足元の世界的な景気減速など

景気減速と財政再建の実現に対する不安で負のスパイラル

景気回復と財政再建
の両立を想定

EU 各国が 2011 年 4 月に提出した安定プログラム (Stability Programme) によると、GDP 成長率は 2011 年に一時的に落ち込んだ後、大半の国で 12 年以降の回復が見込まれている。そのような景気回復を背景として、財政再建が順調に実施され、財政赤字の大幅な削減が実現する想定である。欧州委員会もまた、EU 各国予想よりもやや悲観的ではあるが、ドイツを牽引役とする比較的堅調な回復の中で、各国の財政赤字削減が可能であるという見通しを出していた¹⁶。

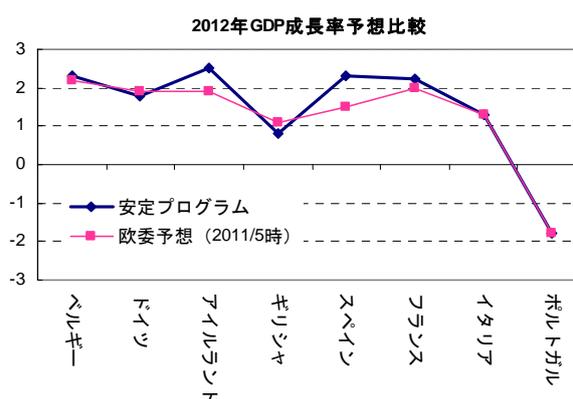
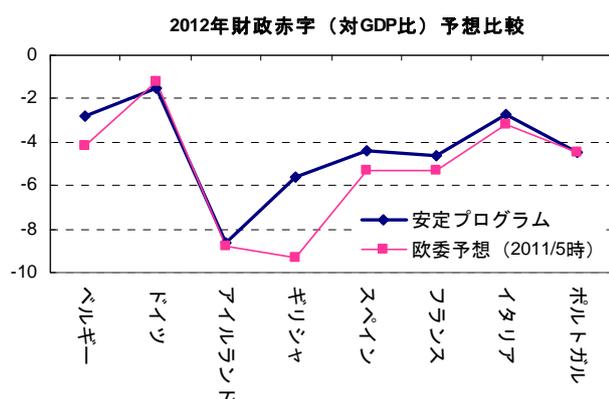
しかし、景気は想定を
超えて減速

しかし足元の経済指標は、2011 年後半から予想を超える成長率下方修正の可能性を示している。9 月 8 日に欧州中央銀行 (ECB) も、ユーロ圏の 2011、12 年成長率予想を 3 ヶ月前と比較して下方修正¹⁷した。そしてこの景気に対する懸念が、欧州の財政再建の実現性に対する不安を増幅させるという悪循環が生じている。

図表 1 中期成長率・財政赤字予想

安定プログラム	財政収支 (対GDP%)					実質GDP成長率 (%)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ベルギー	-4.1	-3.6	-2.8	-1.8	-0.8	2.1	2.0	2.3	2.1	2.3
ドイツ	-3.3	-2.5	-1.5	-1.0	-1.2	3.6	2.3	1.8	1.5	1.5
アイルランド	-32.4	-10.0	-8.6	-7.2	-4.7	-1.0	0.8	2.5	3.0	3.0
ギリシャ (※)	-10.5	-7.3	-5.6	-4.4	-2.2	-4.5	-3.5	0.8	2.1	2.1
スペイン	-9.2	-6.0	-4.4	-3.0	-2.1	-0.1	1.3	2.3	2.4	2.6
フランス	-7.0	-5.7	-4.6	-3.0	-2.0	1.5	2.0	2.3	2.5	2.5
イタリア	-4.5	-3.9	-2.7	-1.5	-0.2	1.3	1.1	1.3	1.5	1.6
ポルトガル (※)	-9.1	-5.9	-4.5	-3	-2.3	1.3	-2.2	-1.8	1.2	2.5

欧州委員会予想 (11年5月時)	財政収支 (対GDP%)					実質GDP成長率 (%)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ベルギー	-4.1	-3.7	-4.2	N/A	N/A	2.2	2.4	2.2	N/A	N/A
ドイツ	-3.3	-2.0	-1.2	N/A	N/A	3.6	2.6	1.9	N/A	N/A
アイルランド	-32.4	-10.5	-8.8	N/A	N/A	-1.0	0.6	1.9	N/A	N/A
ギリシャ	-10.5	-9.5	-9.3	N/A	N/A	-4.5	-3.5	1.1	N/A	N/A
スペイン	-9.2	-6.3	-5.3	N/A	N/A	-0.1	0.8	1.5	N/A	N/A
フランス	-7.0	-5.8	-5.3	N/A	N/A	1.6	1.8	2.0	N/A	N/A
イタリア	-4.6	-4.0	-3.2	N/A	N/A	1.3	1.0	1.3	N/A	N/A
ポルトガル	-9.1	-5.9	-4.5	N/A	N/A	1.3	-2.2	-1.8	N/A	N/A
ユーロ圏	-6.0	-4.3	-3.5	N/A	N/A	1.8	1.6	1.8	N/A	N/A



注：(上段表に関して) ポルトガルの GDP 成長率・財政収支予想は、5 月 17 日に決議された IMF/EU 支援の際に署名された 'Memorandum of Understanding' を用いている。ギリシャの「安定プログラム」は、2011 年 7 月にアップデートされたものを用いている。それ以外は、2011 年 4 月に提出されたもの。

出所：各国安定プログラム、ポルトガル'Memorandum of Understanding'、欧州委員会より大和総研作成

¹⁶ European Commission, 'European Economic Forecast-Spring 2011' 2011 年 5 月

¹⁷ 6 月の GDP 成長率予想 (2011 年 1.5-2.3%、12 年 0.6-2.8%) から 9 月の予想 (2011 年 1.4-1.8%、12 年 0.4-2.2%) は下方修正。

財政再建による長期的な景気押し上げ効果を期待

欧州委員会、ECB：非ケインズ効果を期待

実のところ、財政再建が景気の下押し圧力となることは欧州各機関でも当然想定されていた。欧州委員会や ECB はそれに関して、それぞれ分析レポートを発表している。そこでの見解は、「財政赤字削減政策が短期的に痛みを伴うものの、長期的には景気回復を後押しする」という非ケインズ効果を支持するものであった。

ECB：財政再建は民間コンフィデンスを高める

例えば ECB は 2010 年 7 月の月報¹⁸で、財政支出削減は近い将来における減税を想起させ、民間のコンフィデンスを高めるとした他、信頼できる財政再建戦略は、国債のリスクプレミアム低下を促進するとし、景気に対して長期的にプラスの効果を及ぼすと言及している。また、この効果は特に、巨額の財政赤字と債務を抱えた国に当てはまると言及しており、ソブリンリスク懸念にさらされている国々を暗に示唆した。

欧州委員会：短期的な痛みを伴うが、長期的には景気を後押し

欧州委員会も 2010 年 10 月の経済見通し¹⁹で、財政再建を行うことで国債の元利支払いが減少し、その結果所得税引き下げを行うなどの余地が生まれ、その税の引き下げがひいては民間消費活性化につながるという同様の主張を行っている。しかし財政再建には、短期的な痛みを伴うことにも言及している。例えば、公的部門の給与削減は、民間部門の給与削減へともつながりそれが民間消費を圧迫する。また所得税の増税も、更なる民間消費の圧迫要因となる。そのような中、焦点となるのは、いかに短期的な景気の下押し圧力のリスクを最小限に抑え、長期的なベネフィットを最大にする内容を伴った財政再建策を打ち出すかであるとしている。

財政再建の短期的な痛みを過小評価

回復基調の景気を背景に、短期的な痛みを過小評価

しかし、このような分析が発表された時点では、欧州経済が回復基調にあったことから、財政再建がもたらす短期の痛みについてそれほど注目されなかった。現に、経済成長と財政再建を短・中長期的に両立することが可能であるとの見通しを立て、短期的な痛みを過小評価しているような例もある。例えば、スペインは、広範囲に及ぶ増税による歳入増と大規模な歳出減で、財政赤字削減を順調に行いながらも、2011 年から 14 年にかけて経済成長を達成できると想定している²⁰。

政治的決断の遅れが、痛みを拡大させた

また、短期的な痛みが想定以上となる可能性が高まった理由として、欧州危機下における、財政政策に対する意思決定の遅延が挙げられる。財政懸念国はより早期に、実行力の伴う大胆な財政再建計画を決定し、実行するべきであった。この遅延により、財政懸念国が打ち出した財政再建策に対する信認は低下した。緊縮財政の意思表示が民間のコンフィデンスを高め景気を後押しするためには、その政策が将来に亘って継続的に効果を持ち、将来の財政負担の不確実性が払拭されることを内外に認識させる必要がある。つまり、そのような意思表示は信用を獲得するに値する確固たるものでなければならない。今回のユーロ周縁国の意思決定はそれに欠けており、市場ではユーロ周縁国の財政政策に対する信認が低下したことで、リスクプレミアム上昇の抑制力とはなりにくかった。また、財政再建策が市場の反応をうかがう形で打ち出された点も、信用の低下をもたらした一

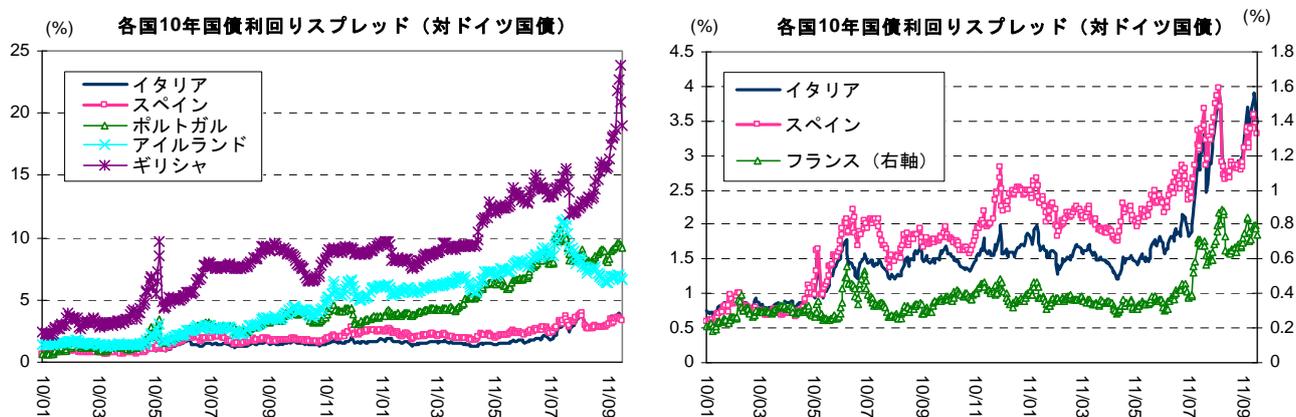
¹⁸ ECB, 'Monthly Bulletin July' 2010 年 7 月

¹⁹ European Commission, 'European Economic Forecast-Autumn 2010' 2010 年 10 月

²⁰ スペイン安定プログラムより (2011 年 4 月時)

因であろう。例えば、民間の格付け機関による信用格付けの引き下げ懸念から、投資家の間に広まった不安を拭うことを目的として、追加の緊縮策を提示したフランスの事例²¹が挙げられる。

図表2 各国10年国債利回りスプレッド（対ドイツ国債）



出所：Bloomberg より大和総研作成

ECB：財政再建以外の選択肢は無い

景気への配慮を見せるIMFと対照的なECB

景気の減速が指摘される中でも、ECBは依然、確固とした財政再建を実施するよう各国に求めている。トリシェ ECB 総裁は、ユーロ周縁国は発表されている計画を完全に実施した上で、追加の政策を打ち出す必要もあるとコメント。また、経済成長と財政再建政策が予想よりも良好である国々も、財政赤字削減と債務削減を早めるべきとしている。財政危機に瀕したユーロ周縁国の国債を買い支えるなど、同行のバランスシートに犠牲を払ってきた ECB にとって、それ以外の選択肢は無いのであろう。ECBは、景気への配慮が財政再建にブレーキをかけることを懸念しているのである。あくまでも、景気の減速や財政再建の見通しが危ぶまれている原因は、提示された財政再建の内容とその実行力が信認されていないからだ、という立場である。他方で、ラガルド IMF 総裁は、財政再建が急務とされている国を除き、一部の国では経済成長を支援する政策を実施した上で、財政再建のペースを遅らせる余地があると指摘している²²。「早すぎず、遅すぎない財政再建のペースの調整が必要」とし、景気回復への配慮をみせている。その点で、ECBと対照的な主張である。

イタリアの追加緊縮財政案は、実現性において不透明

しかしこの ECB による強気な姿勢が果たして、奏功しているのかという点は疑わしいのが事実である。その例として、9月7日に上院で可決したイタリアの追加緊縮財政政策が挙げられる。同案は、VAT 引き上げなどの増税を含めた 540 億ユーロにも上るもので、当初 2014 年とされていた財政均衡化の期限を 1 年早める設定である。この政策が打ち出された背景には、同国国債を買い支えている ECB からの圧力があると考えられている。しかし、この追加政策案は、以下の 2 点において市場の信認を得難いものであることがわかる。まず、財政均衡化の期限が 1 年早められた点に関して、その実現性が疑わしい。4 月の安定プログラム作成の過程で、欧州委員会および欧州理事会から、2013、14 年の財政再建策は具体性に欠

²¹ 同時にフランスの 2011、12 年 GDP 成長率はそれぞれ 1.8%に下方修正された。

²² Christine Lagarde, 'Remarks at the Royal Institute for International Affairs-Chatman House' 2011 年 9 月

けると「提言」されていたが、2014年までの均衡化という期限に関しては特段指摘を受けていない。具体性に欠け、実行力に疑問が投げかけられていた財政再建策を、ここにきて1年前倒しで達成する目標を設定した背景には、市場とECBによる圧力が大きく影響していると考えられる。次に、景気へのインパクトである。増税は、歳出減よりも景気の下押し効果が大きいとされているが、イタリア政府は経済成長率見通しを据え置いており、その見通しの甘さを否定できない。景気が鈍化した場合、歳入減から財政赤字削減のスピードが遅れる可能性もあるだろう。

財政再建の方向性を見直すべき

財政再建を欧州で一様に進めるべきか

以上の通り、「緊縮財政ブーム」が景気回復の足かせとなる状況は、欧州当局および国際金融機関にとって想定されていたものであった。ただし、政治的意思決定の遅延が、これほどまでに短期的な痛みを重いものにするとは想定していなかったと考えられる。今後は、この痛みを伴う財政再建を欧州で一様に進めるべきかが改めて問われなければならない。

財政懸念国：財政再建以外の道は残されていない

ECBの主張は、景気に配慮して緊縮財政を緩めるといった決断はありえないというものだ。これはイタリアやスペインの国債を買い支えている同行の立場を反映している。確かに、それらの国々にとってもはや、財政再建以外の道は残されていない。その際、イタリアの二の舞とならぬよう、市場の動向をうかがいながら、財政政策を打ち出すことは避けるべきである。これまで発表されてきた財政再建策が不十分であるとの疑念を生み、政策に対する信認を低下させるからである。

一部では、財政再建のスピードを遅らせる選択肢もある

他方、ドイツなどの財政状況が比較的良好で、ユーロ圏経済の牽引役となる国々は、財政再建を一時緩めるという選択肢もあるだろう。内需の底上げ、ひいてはユーロ圏としての統合体の景気の底堅さが、対域内周縁国の救済能力に対する市場の懸念を和らげるからだ。現在の欧州は、景気の悪化とソブリン危機の深刻化というダブルパンチに見舞われた状況にある。この窮状から抜け出すきっかけを政策的な景気下支えに求めることの是非は真剣な議論に値しよう。

最近の欧州政治・経済動向

8月	15日	ECB	ECBは8月12日までの週に総額220億ユーロの域内国債購入を実施
	16日	欧州各国	11年4～6月期のユーロ圏GDP成長率(速報値)は前期比+0.2%、ドイツも同+0.1%(暫定値)とそれぞれ予想を大幅に下回り鈍化 スペインは同+0.2%(暫定値)と予想通り ポルトガルは同+0.0%(暫定値)と予想を上回った
	16日	ギリシャ	フィンランド財務相は、ギリシャへの融資に対し同国から担保を受けることで合意したと発表 担保について他のユーロ加盟国の承認を得る方針を示唆
	22日	ECB	ECBの発表によると、先週購入した域内国債額は143億ユーロ
	24日	フランス	フランス政府は、2011&12年の経済成長率見通しを引き下げるとともに、両年で総額120億ユーロの追加財政赤字削減措置を実施する方針を発表
	26日	スペイン・英	11年4～6月期のスペインのGDP成長率(確報値)は前期比+0.2%と暫定値と変わらず、英国は同+0.2%(暫定値)と予想通り
	26日	デンマーク	ラスムセン首相は、総選挙を9月15日に実施すると発表 選挙の争点は税制改革や早期退職者制度の見直しで、世論調査では野党連合が優勢
9月	1日	ドイツ	11年4～6月期のドイツのGDP成長率(確報値)は前期比+0.1%と暫定値と変わらず
	2日	ギリシャ	EU・ECB・IMFは、対ギリシャ第6弾融資の交渉を延期 財政赤字削減や構造改革の遅れが背景にあると考えられる
	4日	ドイツ	メクレンブルク・フォアポンメルン州議会選挙が実施され、メルケル首相率いる中道右派のキリスト教民主同盟(CDU)の得票率は23.3%と前回から低下し敗北 CDUと連立を組む自由民主党(FDP)の得票率も2.8%と大幅に急落 一方、野党第一党で中道左派の社会民主党(SPD)の得票率は36.8%へと上昇
	6日	スイス	スイス中銀はユーロに対する同国通貨スイス・フランの上昇に歯止めをかけるため、1ユーロ=1.20フランと上限目標レートを設定 目標水準を達成するまで無制限の介入を実施すると発表
	6～9日	ユーロ圏・伊	11年4～6月期のユーロ圏のGDP成長率(暫定値)は前期比+0.2%と速報値と変わらず(6日) イタリアも同+0.3%(確報値)と予想通り(9日)
	6日	ギリシャ	ドイツ、オランダ、フィンランドの財務相がベルリンで会合を開き、フィンランドがギリシャ支援で同国から担保を受ける問題に関して、合意が成立しなかったと発表
	8日	英国	イングランド銀行は政策金利を0.5%に据え置き
	8日	ECB	ECBは政策金利を1.5%に据え置き
	9日	ECB	ECBのシュタルク専務理事が辞任を表明 8月以降のECBによるイタリア・スペイン国債買い入れに対する抗議が原因とみられる 翌日ドイツ財務省は後任にアスムセン財務次官を指名
	9日	G7	世界経済成長の減速に対し協調して対応する他、財政健全化の達成で合意
	12日	英国	英国独立銀行委員会(ICB)、金融の安定化と競争を促進するための改革案の最終報告書を公表 大手銀行に対し、英国リテール部門を子会社化(リング・フェンス)したうえで、当該リテール子会社については普通株等Tier1比率10%以上の保有を要求する旨を提案
	14日	ギリシャ・独・仏	3カ国は電話会議を行い、ギリシャ債務問題を協議 ギリシャのユーロ圏からの離脱を回避する決意を示す
	14日	イタリア	2013年までに財政均衡化を目指す、540億ユーロに上る追加緊縮財政政策案を可決
	15日	デンマーク	デンマークの総選挙はラスムセン首相(中道右派)が敗北し、最大野党である社会民主党(中道左派)のヘレ・トーニング・シュミット氏が初の女性首相に就任する予定
	15日	日米欧	日銀、FRB、ECB、イングランド銀行、スイス国立銀行は、民間銀行のドル調達を支援するため、10月から年末を越す期間3ヶ月物のドル資金を無制限に供給すると発表
	16～17日	ユーロ圏・欧州	ユーロ圏財務相会合&EU経済・財務相理事会が開催され、議論はギリシャの難航する緊縮財政計画とイタリア・スペインへのソブリンリスク波及問題の2点に集中したが、結論は出ず
	18日	ドイツ	ベルリン議会選挙が実施され、メルケル首相率いるキリスト教民主同盟(CDU)は社会民主党(SPD)に敗北 首相にとっては今年6度目の地方選挙での敗北 CDUと連立を組む自由民主党(FDP)も得票率が議席確保に必要な5%に届かず SPDが第1党を維持

出所：各種報道より大和総研作成

今後の欧州政治・経済日程

9月	28日	欧州各国	2011年4~6月期GDP(確報値)発表 フランス、ポルトガル
10月	3日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ルクセンブルク)
	4日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ルクセンブルク)
	5~6日	英国	金融政策委員会&政策金利発表
	6日	ユーロ圏	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(ベルリン)&政策金利発表
	9日	ポーランド	ポーランド議会選挙
	14~15日	G20	財務相・中央銀行総裁会議
	17~18日	欧州	欧州理事会・EU首脳会議(ブリュッセル)
	23日	スイス	スイス連邦議会選挙
	23日	ブルガリア	ブルガリア大統領選挙・地方選挙
	25日	英国	2011年7~9月期GDP(速報値)発表
	27日	アイルランド	アイルランド大統領選挙
11月	3日	ユーロ圏	ECB政策理事会(フランクフルト)&政策金利発表
	3~4日	G20	G20首脳会議(カンヌ)
	7日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
	7~15日	欧州各国	2011年7~9月期GDP(暫定値)発表 ポルトガル(7日)、スペイン(11日)、フランス、ドイツ、ギリシャ(15日)
	8、30日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ブリュッセル)
	9~10日	英国	金融政策委員会&政策金利発表
	15日	ユーロ圏	2011年7~9月期GDP(速報値)発表
	20日	スペイン	スペイン議会選挙
	24日	欧州各国	2011年7~9月期GDP発表 ドイツ(確報値)、英国(暫定値)
	29日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
	12月	5~9日	欧州各国
7~8日		英国	金融政策委員会&政策金利発表
8日		ユーロ圏	ECB政策理事会(フランクフルト)&政策金利発表
21~23日		欧州各国	2011年7~9月期GDP(確報値)発表 イタリア(21日)、英国(22日)、フランス(23日)

注：日程は変更されることがあります。

出所：各種報道より大和総研作成

過去の London Economic Eye

日付	レポート	タイトル	著者名
6月3日	London Economic Eye(Vol.1)	欧州債務危機における「時間稼ぎ」戦略の行方	児玉 卓
		英国、国民投票で単純小選挙区制の維持へ	鈴木 利光
		英国、インフレ目標採用下での金利据え置き判断	増川 智咲
7月12日	London Economic Eye(Vol.2)	欧州新興国の人口構成と所得水準、成長力	児玉 卓
		英国、銀行と政府の平和協定(Project Merlin)	鈴木 利光
		欧州の財政協調、道のりは長い	増川 智咲
8月16日	London Economic Eye(Vol.3)	ユーロ圏の危機対策の評価	児玉 卓
		IFRS 第9号導入でギリシャ国債の評価損軽減か？	鈴木 利光
		二極化する欧州の労働市場と財政負担	増川 智咲