

2013年4月30日 全4頁

ユーロ圏危機はいつ、どのように再燃するのか

ドイツ総選挙が「蓋」を外す？

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 児玉 卓

[要約]

- 2か月に及んだイタリアの政治空白、キプロスの預金課税騒動などにもかかわらず、欧州金融市場の安定は維持されている。しかし、このことはユーロ圏危機が収束に向かっていることを意味するわけではない。危機は蓋をされているだけである。
- 蓋の一つが世界的な金融緩和、第二が米国を核とした景気回復であり、もう一つの大きな蓋が9月に予定されるドイツの総選挙である。金融市場が、選挙終了まで危機対策は進捗しないと見切っているために、期待外れが市場を不安定化させるということが起こらない。この蓋は選挙終了とともに外れる。その後市場の安定が維持されるかを決めるのは、当然ながらユーロ圏政治である。

蓋をされたユーロ圏危機

4月23日、イタリアの10年国債利回りが4.0%を割り込んだ。後に、若干反騰したが、レッタ新政権の発足を受けた29日には再度3.9%台に戻っている。市場の評価が正しいとすれば、イタリアはすでに財政危機国ではない。最近の国債利回りの低下に関し、メディアなどでは、政治空白が収束する期待が高まった等の論評が見られるが、そもそも、その前段階として、2か月に及ぶ政治空白が、何故、国債利回りの上昇につながらなかったのかが問われなければならない。

イタリアの政治空白だけではない。3月下旬から4月にかけては、キプロスの預金課税騒ぎが高じ、同国のユーロ離脱観測が囁かれもした。同国は極小国だが、ユーロ圏危機は結局のところ、ユーロというシステムの持続可能性を問うているのだから、そのほころびが顕在化してしまうリスクの甚大さについては、発端が小国か大国であるかに大きな違いはない。キプロスがユーロから離脱すれば、容易に昨年半ばにかけて盛り上がったギリシャ離脱論の再燃にもつながろう。だが「キプロス危機」も、結局、欧州金融市場の不安定化をもたらすことはなかった。

ただし、この間の市場の安定なり活況なりは、ユーロ圏危機が終わったとか、収束のめどがついてきたことを意味するわけではない。危機は依然進行中である。ただ、その膿が漏れ出な

いように、蓋をされているだけである。イタリアもキプロスも、運よくそれに助けられたのだ。問題はその蓋を構成しているものは何か、蓋が外れる可能性はないか、あるとすれば何がきっかけになり得るか、にある。

OMT よりも世界的な金融緩和

蓋の一つは欧州中央銀行（ECB）による債券市場無制限介入、OMT（Outright Monetary Transaction）である。そもそも、昨年9月のECB理事会で打ち出されたOMT、その前触れであったドラギ総裁の「何でもやります、信じなさい」発言が欧州金融市場安定化の起点であった。ただし、すでに半年超に及ぶ市場の安定（象徴的には、ユーロ圏財政危機国の信用リスクプレミアム低下）をその効力のみで説明することは難しくなっている。

例えば、イタリアの政治空白はモンティ政権の財政緊縮路線に対する国民の反発を大きな背景としていた。2月の総選挙では、ベルルスコーニ元首相のもとで緊縮放棄を掲げる中道右派が中道左派に肉薄した。仮に同派が政権を握り、モンティ路線を180度転換させていれば、OMTがイタリア国債に対して発動される可能性はなくなっていたはずである。OMTは対象国による救済要請、それに伴う（一段の）緊縮受け入れを前提条件としていたからだ。マーケットがそうした可能性を看過したということは考えられない。にもかかわらず市場の安定が継続したことは、OMT以外の蓋が存在していたことを示唆している。

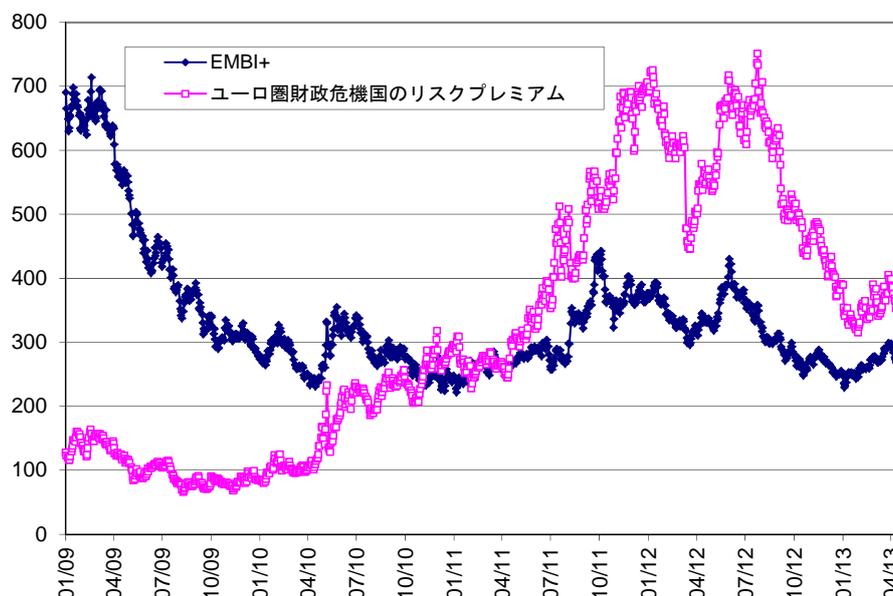
その候補として考えられるのは、第一に先進国における金融緩和であろう。日米欧いずれも、金融部門の流動性は過度なほどに豊富である。また、将来にわたる緩和継続をコミットする緩和手法は、長期金利の低位安定に貢献している。その結果、金融部門がジャブジャブの流動性を抱える一方、それを日米独など「安全」とみなされる国債保有に振り向けても利回りが取れなくなってきている。こうした状況が、いわば「利回りの分捕り合戦」を招き、欧州財政危機国の国債のみならず、新興国国債や社債などのリスクプレミアムの圧縮につながっている可能性がある。

蓋の候補としてもう一つ挙げられるのが、米国を核として、景気回復期待が継続していることである。グローバル金融市場におけるリスク許容度は、多くの場合、景気と順相関の関係にある。景気拡大は所得増加と同義であり、それが投資家のみならず、家計、企業などの経済主体にリスクを取る余裕を与えるということだ。もちろん、景気が回復の方向にあるとはいえ、世界的な経済水準の活動が高いわけではない。欧州のように停滞脱却がままならない地域もある。しかし、当たり前だが、世界的に経済活動の水準が上がり、景気が成熟してゆけば、金融政策は修正される。少なくとも、修正されるという予想が強まり、日米独などの長期金利の水準訂正がもたらされる可能性が高くなる。

まとめれば、大々的な金融緩和、景気回復の双方が、というよりも両者の絶妙な位置関係が、ユーロ圏財政危機国の国債を含むリスク資産のプレミアム圧縮に寄与している。しかし、景気回復が頓挫し、金融緩和が長期化するか、景気拡大の持続が金融緩和を終わらせるか、いずれかの形で両者の併存はいずれ終わる。そのとき、ユーロ圏危機の蓋が外れる、あるいはそこま

でいかなくとも、現在よりも蓋は軽く脆弱なものになる。やはりより怖いのは、景気回復が頓挫するケースであろう。その際、金融緩和の継続は約束されるにせよ、グローバル景気が悪化する中でリスク資産の選好が継続するとは考えにくい。

図表 1 ユーロ圏財政危機国と新興国のリスクプレミアム



注：EMBI+は新興国債と米国債の利回り格差、ユーロ圏財政危機国のリスクプレミアムはイタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドの国債利回りの加重平均とドイツ国債利回りとの格差。単位はbp
出所：JP モルガン、Bloomberg より大和総研作成

ドイツ総選挙の意味

以上の「蓋」はいずれも、ユーロ圏から見れば外部環境（与件）に近いものである。もう一つ、ユーロ圏金融市場の平穏に寄与していると考えられるのが、9月に予定されるドイツの総選挙である。

すでにドイツ政治は選挙モードに入っている。そうした中では、ドイツ国民の明示的な負担増加をもたらす「財政統合」や銀行同盟の一部をなす預金保険や銀行破たん処理の統合などは容易に進捗しない。5月下旬に予定されている次回のEU首脳会議では、租税回避・脱税対策が主な議題になるといわれている。それが大事ではないとは言わないが、本丸（統合深化をめぐる議論）をあえて避けている印象はぬぐえない。また、ドイツ政府当局者がつい最近になって、銀行破たん処理の統一にはEU条約の改正が必要と述べているが、これなども現政府が国民負担に敏感であることを印象付けるための、自国民向けアピールに見えなくもない。

重要なのは、ドイツの総選挙終了まで、ユーロ圏の統合深化を軸とした本格的・本質的な危機対策は動かない（であろう）ことが、世の中のコンセンサスになっていることである。これがもう一つの「蓋」の役割を果たしている。何故なら、市場も総選挙前に危機対策が前進することはないと見切っている（諦めている）ため、期待外れが市場の安定性を脅かすということ

が起り得ないからだ。

昨年半ばに、ECB の OMT が現在につながる市場の沈静化をもたらすまでは、EU 首脳会議などを舞台とした危機対策が市場を一喜一憂させていた。この構図は、現在中断している。しかし、ドイツの総選挙が終われば、これが再開される可能性が高いということだ。ユーロ圏政治は再度、市場の期待に応える作業を始めなければならない。応えることができなければ、市場の不安定さが再現されることになるだろう。

まずは緊縮優先のスタンス変更が必要

3 月、ギリシャの消費者物価は前年比マイナスを記録した。昨年中に 25% を超えていたスペインの失業率は上昇に歯止めがかからず 1-3 月期には 27.2% に達した。ギリシャのデフレは長期にわたる景気後退の「結果」であり、それを競争力回復に向けた調整の進捗、などと捉えるのは間違っている。2 月のイタリアの選挙が示したように、財政危機国の国民の緊縮疲れが、緊縮放棄を掲げる政治勢力の台頭を許す可能性は着実に高まっている。そして、現在のユーロ圏政治の枠組みの中では、緊縮放棄はユーロ離脱に直結する。イタリアの政治空白のような事態が、ドイツの総選挙という「蓋」が外れた後に生じれば、金融市場が再度不安定化する可能性は必然的に高くなる。

従って、ドイツの総選挙後の政策展開で注目すべきは二つある。一つは言うまでもなく、統合深化の実質的な進捗が再開されるかにある。これは本来、拙速な成果を期待すべきことではないが、その進捗の程度と市場の期待とのバランスが金融市場の安定・不安定を決める。もう一つは、より短期の課題である。つまり上で述べた、緊縮放棄がユーロ離脱に直結するという構図が修正されるかどうかである。端的には、ギリシャやスペインに緊縮緩和を容認し、緊縮継続を金融支援の条件とする手法を少なくともいったん棚上げにできるかどうか問われよう。問題は、それを容認できるような政権がドイツで誕生するかどうかである。