

第2のギリシャを出してはならない理由

発表日：2010年6月7日(月)

～支援対象国の拡大は中核国の財政にも深刻な影響を及ぼす～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

(要旨)

- ◇ ECBが国債を買い入れることで縮小していたポルトガル国債のドイツ国債との利回りスプレッドは、足元で再び拡大傾向にある。今後も市場の不安心理を増幅させる新たな材料が噴出し続けた場合、ECBが国債購入額を大幅に積み増さない限り、いずれポルトガルも市場から締め出される事態となりがねない。
- ◇ 欧州安定化メカニズムを創設したことで、ユーロ加盟国はギリシャ以外に金融支援が必要な国が現れた場合に利用可能なセーフティーネットを準備した。だが、実際にポルトガルやスペインを救済する事態となれば、その財政負担はドイツを始め中核国にも重くのしかかる。したがって、ユーロ加盟国とECBはポルトガルやスペインが市場から退出することを何としても食い止めなければならない。
- ◇ ギリシャ、ポルトガル、スペインなどの5ヶ国を残りのユーロ加盟国が支援した場合に想定される各国の財政負担（名目GDP比でみた3年間の総額）は最大で、マルタ、スロバキア、スロバニアが12%超、キプロス、ベルギー、ドイツ、フィンランド、フランス、オランダ、オーストリアで10%前後、ルクセンブルグで6%台に達する。同試算はあくまで総額8,600億ユーロの支援枠をフルに利用した場合のもので、ドイツのように金融支援の原資を政府予算から捻出しないケースもあり、試算結果通りに政府の財政赤字の“数字”が膨れ上がる訳ではない。だが、潜在的に税金投入の可能性がある支援額がこれほど膨らむことが明らかとなれば、市場は中核国の財政悪化リスクを意識するであろうし、支援を実施する側の国民感情への影響は計り知れず、何れかの時点で不満が噴出しかねない。

■ ポルトガルやスペインが市場調達から締め出されることは何としても食い止めなければならない

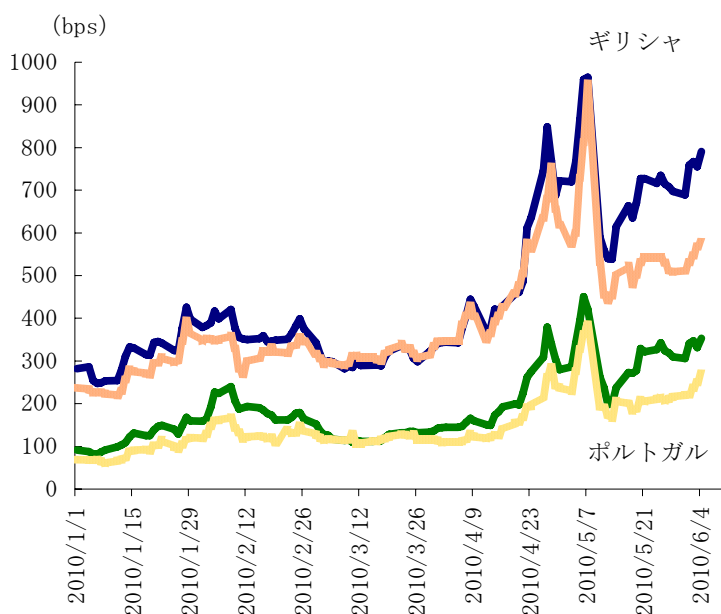
5月初旬のギリシャ支援パッケージの正式発動、総額7,500億ユーロの欧州安定化メカニズムの創設、ECBによる国債購入措置などの一連の政策対応後も、欧州の財政不安が収まる気配はない。ドイツの空売り規制で浮き彫りとなったユーロ加盟国の不協和音、外貨準備の運用先としてユーロ離れが進むのではないかとの思惑、スペインの貯蓄銀行の救済を巡る金融システム不安、ハンガリーのデフォルト懸念・財政赤字隠し疑惑による中東欧への危機波及懸念など、投資家心理に影を落とす出来事が相次いでいる。

政策対応の効果が薄れてきたことを示すデータがある。ECBが国債購入を開始して以降、ポルトガル国債のCDSスプレッドが高止まりしてきた一方、同国債のドイツ国債との利回りスプレッドは低位で安定してきた。その結果、それ以前は概ね平行に動いていた両スプレッド間の乖離が5月初旬以降に拡大した(図表1)。これは、ECBがポルトガルやスペインなどの国債市場を買い支えてきたことで、同国債の

利回り上昇が抑制されてきたことが背景にある。だが、足元ではECBの国債買い取り効果が薄れるなか、ポルトガルやスペインの国債利回りもギリ高基調にあり、両スプレッド間の乖離が再び縮小傾向にある。ポルトガルのCDSスプレッドは4日に350bpsを超え、ギリシャが市場での資金調達を諦めた400bps超の水準に徐々に近付きつつある。今後も市場の不安心理を増幅させる新たな材料が噴出し続けた場合、ECBが国債購入額を大幅に積み増さない限り、いずれポルトガルも市場から締め出される事態となりかねない。

欧州安定化メカニズムを創設したことで、ユーロ加盟国はギリシャ以外に金融支援が必要な国が現れた場合に利用可能なセーフティーネットを準備したことになる。基金の規模も、市場がギリシャの次に不安視するポルトガルやスペインが資本市場調達から締め出された場合にも、両国が当座の資金繰りの心配が要らないだけの金額を用意した。だが、これはやはり見せ金に過ぎない。実際にポルトガルやスペインを救済するとなると、その財政負担はドイツを始め中核国にも重くのしかかる。したがって、ユーロ加盟国とECBは、ポルトガルやスペインが市場から退出するという事態を何としても食い止めなければならない。

(図表1) CDSスプレッドと対ドイツ国債利回りスプレッド



注：濃い線がCDSスプレッド、薄い線が対ドイツ国債利回りスプレッド
出所：EcoWin

■ ギリシャ以外にも金融支援が拡大していった場合、支援国の国民感情への影響は計り知れない

ポルトガル、スペイン、イタリア、アイルランドをユーロ加盟国が支援した場合に想定される各国への財政負担の試算結果が図表2だ。まず、3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援パッケージを全額使い切った場合に想定される加盟国政府の財政負担（名目GDP比でみた3年間の総額）は、マルタの1.6%を筆頭に、ドイツ、ベルギー、フランス、イタリア、スペインでも1.0%に達する。これだけでも財政再建を進める各国政府にとって相当な負担となるが、これにポルトガルやスペインなどの救済が加わった場合、加盟国への負担額は、マルタ、スロバキア、スロバニアが最大で12%超、キプロス、ベルギー、ドイツ、フィンランド、フランス、オランダ、オーストリアが10%前後、ルクセンブルグで6%台に達する計算となる。ここでは、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリア、アイルランドの5ヶ国が財政支援を受ける国と仮定し、これらの国々はIMFへの拠出金の割合に応じた分だけを負担するとした。支援受け入れ国がギリシャ、ポルトガル、スペインの3ヶ国にとどまれば、イタリア、アイルランドも支援を実施する側に回るため、残りの国

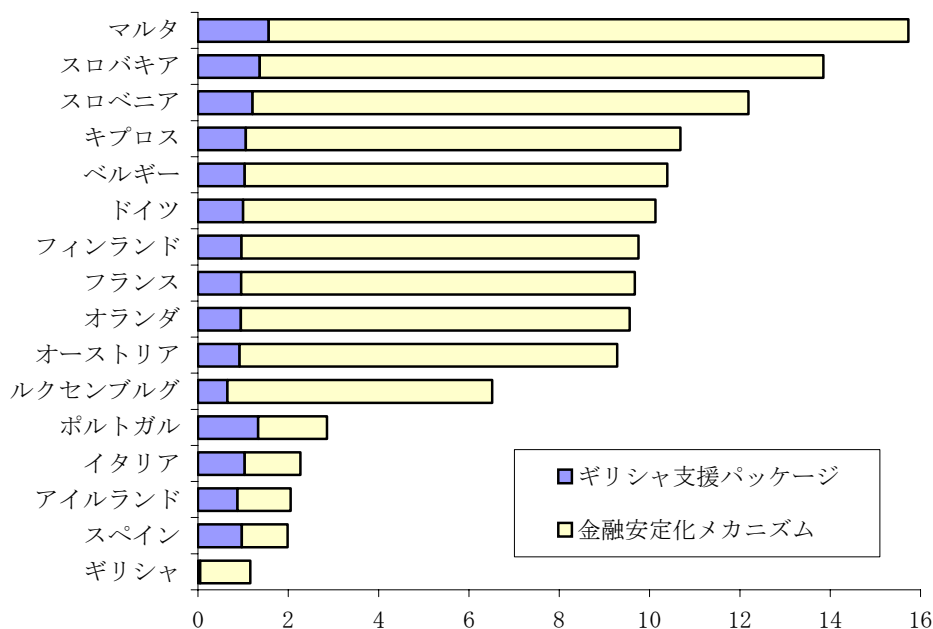
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の財政負担が軽くなる。その場合の負担額は、マルタ、スロバキア、スロバニアが10%超となるが、キプロス、ベルギー、イタリア、ドイツ、フィンランド、フランス、オランダ、オーストリア、アイルランドが7～9%、ルクセンブルグが5%台となる。

注意が必要なのは、こうした試算はあくまでも総額8,600億ユーロの支援枠（ギリシャが1,100億ユーロ、安定化基金が8,500億ユーロ）をフルに利用した場合のものである。加えて、IMFへの拠出分は加盟国の政府財政に新規の悪化圧力を及ぼすものではない。また、ドイツのように政府系金融機関の社債発行を通じて金融支援の原資を賄う国にとっては、政府保証という形で債務回収不能時に国庫が責任を負うにしても、当座の政府財政には何ら悪化圧力を及ぼすものではない。さらに言えば、これらの金融支援はあくまでも返済を前提とした融資であり、支援相手国が最終的にデフォルトを免れるのであれば、最長5年後には完済が予定されており、年利5%+αの利払いを受け取ることも可能だ。

したがって、今後ギリシャ以外に資金繰り支援が必要な国が現れたからと言って、試算結果通りに他のユーロ加盟国政府の財政赤字の“数字”が悪化する訳ではない。だが、潜在的に税金投入の可能性がある支援額がこれほど膨らむことが明らかとなれば、市場は中核国の財政悪化リスクを意識するであろうし、支援を実施する側の国民感情への影響も計り知れない。こうした国民の不満は金融支援の最中に噴出するかもしれないし、融資枠を使い切ってもなお追加融資が必要となった場合に噴出するかもしれない。後者は例えば次のような場合に想定される。加盟国政府とIMFによる融資は、遅くとも3年以内に返済を開始し、5年以内に完済を要求されている。つまり、3～5年後には新規の財政赤字の発生分と既発国債の償還分に加えて、EU/IMF融資の元本部分を返済しなければならない。市場に復帰して自力での資金調達で返済を賄うことが出来れば御の字だが、果たしてそう上手くいくものか疑念は残る。では、その際にドイツを始めとした中核国は更なる追加融資に応じるのであろうか。試算結果が示唆するような、実質上の財政負担の重さを考えれば、支援を実施する側の国民から厳しい反発が高まることは容易に想像できる。

(図表2) ギリシャ支援パッケージ・金融安定化メカニズムの負担額
(3年間、名目GDP比、%)



注：パッケージ（1100億ユーロ）・メカニズム（7500億ユーロ）の全額を使った場合。
出所：欧州委員会、Eurostat、IMF資料より第一生命経済研究所が試算。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。