

欧州財政危機は最悪期を脱したか？

発表日：2010年7月21日(水)

～ひとまず沈静化するも、リスクはむしろ年末から来年にある～

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

- ◇ 欧州財政危機を巡る市場の過度な悲観論は後退しつつある。危機の背後にある各国の財政再建の行方、痛みを伴う構造改革への政治的な反発、単一通貨圏の抱える数々の構造問題、脆弱な金融システム、ストレステストの公表方法を巡る不信感、厳しすぎる財政引き締めが欧州景気を窒息させる懸念、米中景気減速にみられる世界景気の二番底懸念など、不安材料を挙げれば切りがない。ただ、悪材料の多くは既に相場に相当程度織り込まれたように思われる。筆者の考えでは、この7月を境に当面の悪材料の出尽くし感から市場は一旦の底を打った可能性が高い。リスクはむしろ年末から来年にある。
- ◇ 相場の下押し要因として、①ストレステスト、②追加の国債格下げ、③国債入札での波乱、④銀行の資金繰り難、⑤財政再建の失敗、⑥景気的大幅減速、などが考えられる。だが、何れの要因も目先の金融市場を大きく動揺させるほどのインパクトはない。注目のストレステストは予定調和な内容にとどまると見られ、市場にサプライズを提供することはないだろう。足元の市場は追加の国債格下げにほとんど無反応だ。ポルトガルやスペインの大型国債償還は来年4月までなく、国債入札の波乱は想定し難い。ECBが無制限に資金供給をし続ける以上、銀行の資金ショートも起こりそうにない。ギリシャの年金改革やスペインの労働市場改革など、当面の改革のハードルもどうにかクリアした。企業マインドの一部がピークアウトしているものの、ユーロ圏全体の景気は回復基調を続けている。
- ◇ だが、来年に入ると、①ドイツやフランスを始め中核国でも財政引き締めが本格化する、②当面の材料出尽くし感と米景気の減速懸念でユーロ安に歯止めが掛かり、欧州景気を支えるユーロ安と世界景気回復シナリオに不透明感が漂う、③厳しい財政引き締めにより周辺国景気の減速感が強まり、財政再建や構造改革に対する不満が国民の間で高まる、④スペインやポルトガルなどで大量の国債償還が予定されている、ことなどから、相場は再び不安定化すると見られる。米国景気の一段の減速傾向が確認される場合、欧州サイドの悪材料を待つ以前に、財政危機と景気減速懸念が再燃しよう。

■ 財政危機はひとまず沈静化するも、年末から来年にかけて再燃しよう

昨年末以降の金融市場を震撼させてきた欧州財政危機に足元で沈静化の兆しが見られる。ユーロドル相場は昨年12月の1.5ドル台の水準から本年6月初旬には一時1.2ドル台を割り込んだ後、足元では1.3ドル前後まで反発している。ギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランドなどのソブリン債のCDSスプレッドや国債利回りはなお高止まりしているものの、ピーク時と比べて幾分落ち着いてきた。6月末のスペイン国債、7月半ばのポルトガル国債、昨晚のアイルランド国債の格下げにも市場はほとんど反応することなく、財政不安を抱える国々の国債入札も高い金利を要求されながらも無難に消化している。ユーロ崩壊や欧州全域の金融システム不安が強く意識され、政策当局の一挙手一投足が槍玉に挙げられた頃のような、

全ての出来事を悪い方に受け止める過度な悲観論は後退しつつある。では果たして、欧州財政危機は最悪期を脱したのであるだろうか。筆者の考えでは、この7月を境に当面の悪材料の出尽くし感から市場は一旦の底を打った可能性が高い。リスクはむしろ年末から来年にあるのではない。

無論、危機の背後にある各国の財政再建の行方、痛みを伴う構造改革への政治的な反発、単一通貨圏の抱える数々の構造問題、脆弱な金融システム、ストレステストの公表方法を巡る不信感の再燃、厳しすぎる財政引き締めが欧州景気を窒息させる懸念、米中景気減速にみられる世界景気の二番底懸念など、不安材料を挙げれば切りがない。したがって、今後もこうした問題が顔を覗かせる度に市場は不安定化するとみられ、相場が本格反転することは望めない。だが、次節で検討する通り、相場をここから一段と下押しする可能性がある材料を1つ1つ検討していくと、その多くが既に市場で織り込まれたか、当座の最悪期を脱したと考えられるものばかりである。そのため、ポルトガルやスペインなどの国々がギリシャ同様にEUとIMFの支援下に入り、財政危機と金融システム不安が欧州全域に広がる事態や、加盟国間の政治的な対立が深まり、ユーロが崩壊への道を突き進むといったシナリオが現実のものとなるためには、筆者の想像の域を超えた隠れた悪材料が明らかになる必要があるように思われる。

一方、来年に入ると、①ドイツやフランスを始め中核国でも財政引き締めが本格化する、②当面の材料出尽くし感と米景気の減速懸念でユーロ安に歯止めが掛かり、欧州景気を支えるユーロ安と世界景気回復シナリオに不透明感が漂う、③厳しい財政引き締めにより周辺国景気の減速感が強まり、財政再建や構造改革に対する不満が国民の間で高まる、④スペインやポルトガルなどで大量の国債償還が予定されている、ことなどから、相場は再び不安定化すると見られる。米国景気の一段の減速傾向が確認される場合、欧州サイドの悪材料を待つ以前の段階で、財政危機と景気減速懸念が再燃すると考えられよう。

■ ストレステストは予定調和な内容に終始しよう

当面の市場が不安定化するイベントと考えられるのは、①ストレステスト、②追加の国債格下げ、③国債入札での波乱、④銀行の資金繰り難、⑤財政再建の失敗、⑥景気的大幅減速、などが挙げられよう。以下、それぞれについて検討する。

【ストレステスト】

23日に公表される銀行のストレステスト（健全性審査）は、ユーロ圏（スロバキアを除く）や英国などEU域内20ヶ国の91銀行を対象に、域内の銀行資産の65%がカバーされる。国際業務を営む各国の主要行に加え、経営基盤が脆弱なドイツの州立銀行やスペインの貯蓄銀行なども含まれる。審査の目的は、マクロ経済環境の下振れや国債暴落などの金融市場での潜在的なショックに対して、金融システム全体や各行がどの程度の耐性を有しているかを明らかにすることだ。全体の集計結果と個別銀行の結果が公表される。

このうちマクロ環境の下振れリスクは、欧州委員会の2010-11年の成長率見通しから3%景気が下振れした場合に想定される銀行の資産劣化を評価する。つまり、昨年7-9月期以降、回復に転じているユーロ圏の景気が、2010年に▲2.1%、2011年に▲1.5%と再びマイナス成長に落ち込む展開を想定する（欧州委員会の見通しでは各々+0.9%、+1.5%）。世界的な経済・金融恐慌の影響で2009年の成長率が▲4.1%と大幅に落ち込んだ後だけに、上記の想定はそれなりに厳しいものと言える。

一方、市場の最大の関心事である財政危機による潜在リスクの計測方法は、5月初にみられた金融市場の混乱に匹敵する状況を想定するとの方針以外に、これまでのところ細部は明らかにされていない。政府関係者の発言や各種報道によれば、ギリシャを含む加盟国の完全なデフォルトは想定せず、財政不安の度合いに応じた国債のヘアカット（担保価値の目減り）を想定するようだ。一部報道ではギリシャのヘアカ

ットが17%、スペインが3%とされ、別の報道では信用力の高いドイツ国債についても一定のヘアカットが適用されるとのこと。

だが、最終的な査定の前提は蓋を開けてみないと分からない。政策当局の手元には複数の想定シナリオに基づく結果があるのだろう。市場の反応を見定めつつ、甘過ぎる想定でストレステストを実施する意義に疑問符が投げ掛けられることも、厳しすぎる想定で金融不安を引き起こすことも無いように、慎重に落とし所を探っている。つまり、ストレステストは予定調和に過ぎず、ノーサプライズの結果しか出てこないというのが筆者の見立てだ。公表前日に予定される財務相の電話会談では、その最終決断が下されよう。

一部の民間金融機関が個別銀行の状況を積み上げて分析した試算では、欧州の金融機関全体での資本不足額が800～900億ユーロに上るとのこと。ソブリンリスクの計測方法がブラックボックスである以上、こうした試算はかなりの曖昧さを残したものとならざるを得ないが、少なくとも市場では同規模の資本不足が発覚した場合にも、後述の通り、不安国には資本注入スキームが整備されているため、公的資金の注入で対処可能な範囲と受け止めるであろう。

結局のところ、まだ起こっていないリスクを対象としているストレステストに正解などない。市場にサプライズを提供するも・しないも政策当局の裁量次第だ。査定の前提条件が甘すぎるとの批判は、昨年5月の米国のストレステストの公表直後にも見られたもので、今回もそうした声が挙がることは間違いない。ただ、ソブリンリスクの計測方法に関する報道が幾つか出た時点で、甘過ぎるとの批判が挙がった割に、市場はことさら事を荒立てる気配を見せなかった。市場の懸念が本物であれば、結果公表を待つことなく、既に売り圧力を浴びせていて然るべきではないだろうか。少なくとも1～2ヶ月前のマーケットであれば、そうした反応を見せていた筈である。

(図表1) 銀行の過小資本が問題となりそうな国の資本注入スキーム

スペイン「銀行の秩序ある再編のための基金 (FROB)」
(2009年6月創設)

抛出可能額 (最大)	990億ユーロ
6月30日時点で貯蓄銀行再編に利用した金額	120億ユーロ
基金の利用可能額	870億ユーロ

ドイツ「金融市場安定化基金 (SoFFin)」
(2008年10月創設)

抛出可能額 (最大)	800億ユーロ
銀行救済に用いた金額	280億ユーロ
基金の利用可能額	520億ユーロ

ギリシャ「金融安定化基金」
(2010年7月末に創設予定)

抛出可能額 (最大)	100億ユーロ
既に利用した金額	0億ユーロ
基金の利用可能額	100億ユーロ

出所：FROB、SoFFin、ギリシャ財務省

ストレステストに対する安心感を提供する一助となっているのは、①スペインの貯蓄銀行、ドイツの州立銀行、ギリシャの銀行など、資本不足が問題となりそうな銀行群にある程度の目星が付いていること、②対象国には2008-09年の金融危機時に創設した公的資金の注入スキームが存在し、資金規模もひとまず十分な金額を確保している、③各国の資金注入スキームで足りない場合、5月に創設した総額7,500億ユーロの欧州金融安定化メカニズムを援用することに政策当局が前向きな姿勢を表明している点が挙げられる。

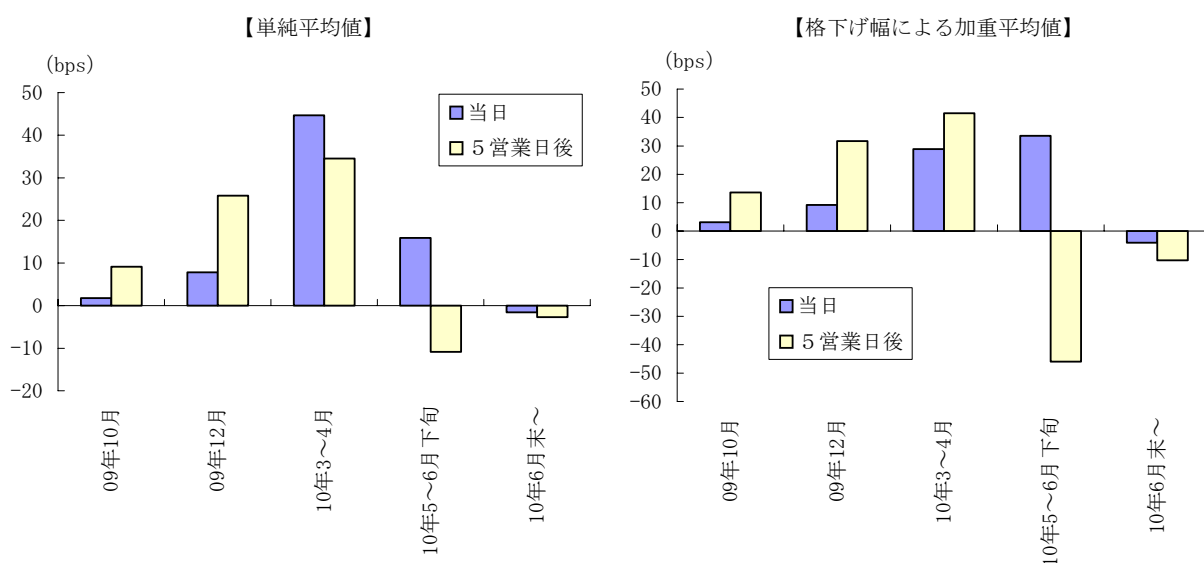
資本不足と認定される銀行の多くは自力増資が困難と考えられる。その場合にも、スペインでは昨年6月に創設された「銀行の秩序ある再編のための基金（FROB）」が、ドイツでは2008年10月に創設された「金融市場安定化基金（SoFFin）」などの既存スキームが利用可能だ。FROBは本年6月末に基金の利用期限を迎えたが、スペイン政府は基金の利用期間の延長をEUに求める方針を明らかにしている。ギリシャに既存スキームはないが、5月初のEUとIMFの融資受け入れ条件の1つに過小資本行への公的資金注入を可能とする「金融安定化基金（Financial Stability Fund）」の創設が盛り込まれており、今月末を目処に基金が作られる計画だ。

基金の規模は、スペインのFROBが最大990億ユーロの拠出が可能とされ、このうち6月30日時点で貯蓄銀行の再編に用いられた金額は120億ユーロ。残りの870億ユーロが資本注入に充当できる（図表1）。ドイツのSoFFinは資本注入に最大800億ユーロの拠出が可能とされ、うち280億ユーロを08年の銀行救済時に利用済みだ。したがって、未使用枠は520億ユーロとなる。ギリシャの基金の規模は100億ユーロを計画している。前述の過小資本の試算結果に照らせば、ひとまず十分な規模を確保していると言えよう。

【追加の国債格下げ】

財政危機が市場で強く意識された春先から初夏にかけては、ギリシャやポルトガルの国債が格下げされる度に相場が動揺を繰り返した。だが、足元では国債の格下げにも市場はほとんど反応しなくなっている。6月30日にムーディーズがスペインの長期国債格付けのアウトルックをネガティブに変更、7月13日にはムーディーズがポルトガルの長期国債格付けを2ノッチ引き下げ、同19日にはムーディーズがアイルランドの長期国債格付けを1ノッチ引き下げたが、国債利回りが僅かに上昇しても、数日後にはすぐに沈静化している。格付け変更をダイレクトに反映する筈の当該国のCDSスプレッドの変化を見ても、格下げに対する反応は鈍くなっている。格下げされた国のソブリン債のCDSスプレッドが格下げ当日や5営業日後にどう変化したかを局面毎に比較すると、3～4月にはスプレッドが平均30～40bps上昇したのに対し、6月末以降は全く反応しなくなっている（図表2）。こうした反応の差異は、単に3～4月の格下げ幅が大きかったに過ぎない可能性もある。だが、格下げ幅で加重平均した結果をみても、やはり6月末以降は格下げに反応しなくなっていることが分かる。

（図表2）ギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランド国債格下げ後の各ソブリンCDSの変化幅



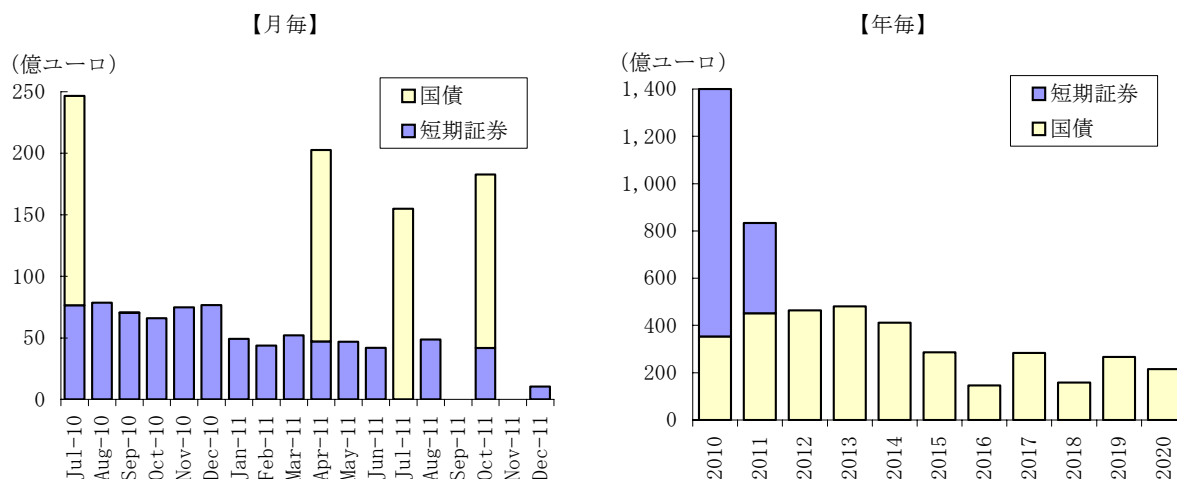
注：5年物ソブリン債CDS。格下げ前日値からの変化幅。該当期間内の格下げ時の平均値。
加重平均値の計算に際しては、アウトルックの変更を0.5ノッチとカウント。

【国債入札での波乱】

財政不安を抱える国々の国債入札も当面は市場の攪乱要因となりそうにない。2月初頭のポルトガルの入札が不調に終わったことをきっかけに相場が大荒れとなるなど、入札は市場センチメントを探る一助となる。だが、最近の国債入札では高めの発行利回りを要求されながらも、堅調な応札需要を集め、無難な消化が続いている。7月13日と20日には、EUとIMFの支援下にあるギリシャも短期証券の入札に成功した。ECBによる国債買い取りスキームや総額7,500億ユーロの欧州金融安定化メカニズムなどが、間接的に市場に買い安心感を提供している。

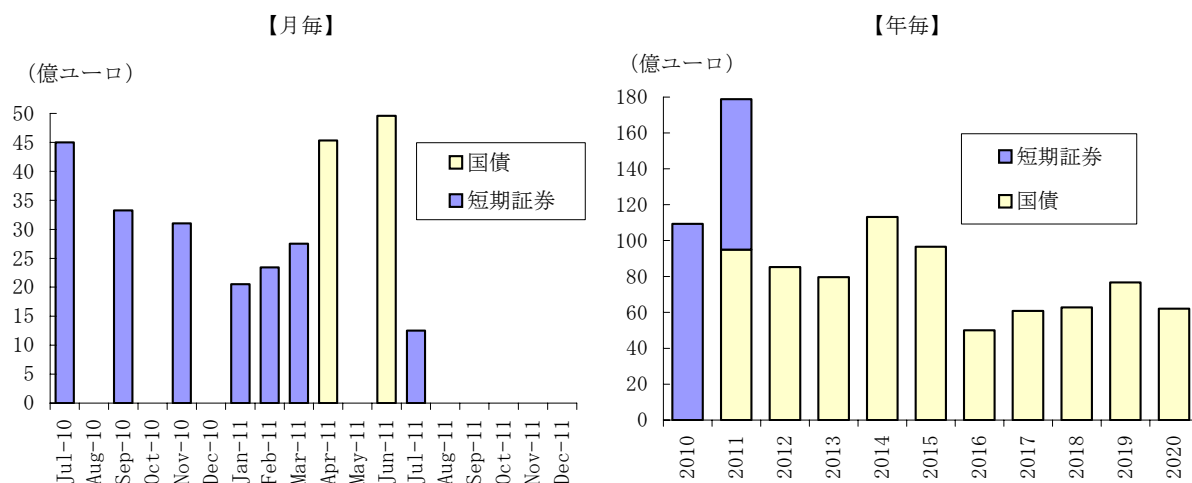
とりわけ、ギリシャの次に市場が不安視するポルトガルやスペインでは、来年4月まで大型の国債償還が予定されておらず、年内は短期の借り換え資金を調達するだけでよい（図表3・4）。スペインは7月中に247億ユーロの大型償還を迎えるが、その借り換え資金は既に手配済みとされる。償還日程からは、むしろ来年の方が資金需給はタイトだ。大型の国債償還に加え、今年中に借り換える短期資金の満期もやってくる。図中ではまだ確定していないので掲載していないが、2010年の短期証券と匹敵する金額の償還が2011年に上乗せされると見てよいだろう。リスクはむしろ来年以降にある。

（図表3）スペインの国債償還額



出所：スペイン財務省

（図表4）ポルトガルの国債償還額

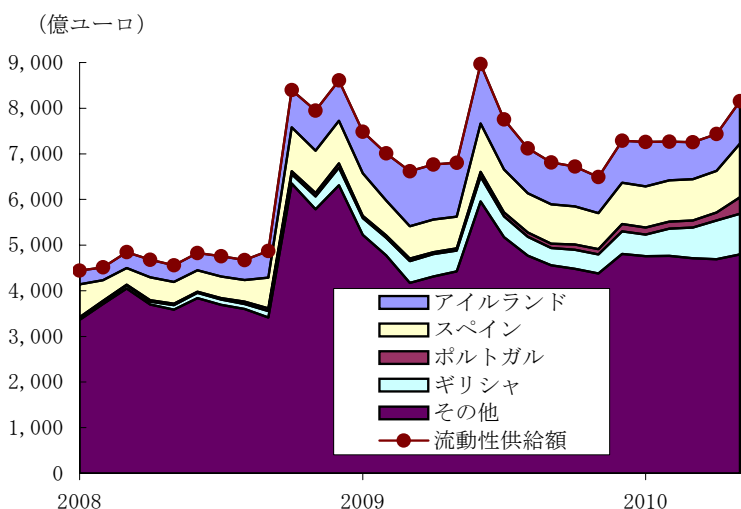


出所：ポルトガル公的債務管理庁

【銀行の資金繰り難】

LIBOR金利がジリ高基調を辿るなど、一部の金融機関は銀行間市場での資金調達に窮し、E C Bによる流動性供給オペへの依存度を高めている。E C Bによる流動性供給額は昨年11月から本年5月までに1,661億ユーロ増えたが、そのうち1,246億ユーロをギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランド向けが占めた（図表5）。ストレステストの公表は、こうした資金調達難に直面する金融機関の過小資本をさらに浮き彫りにし、市場での調達は一層困難になろう。だが、E C Bは3ヶ月物や定例の1週間物の資金供給オペで、政策金利と同じ1%で銀行が欲するだけの資金を無制限に供給することを約束している。E C Bが現行の流動性供給スキームを続ける限り、銀行が現実的に資金ショートすることは考えられない。

（図表5）E C Bによる流動性供給額



出所：European Central Bank、各国中銀

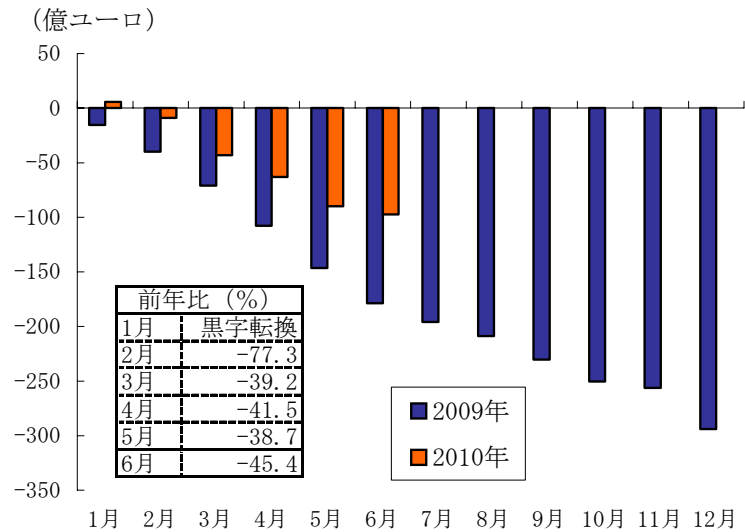
【財政再建の失敗】

各国の財政再建策は政治的な反発を受けながらも、どうにか進展している。今月初にはギリシャで年金改革法案が、先月下旬にはスペインで労働市場の改革法案が議会を通過し、当面の財政再建策の中で最も抵抗が大きいと目されてきた改革にも一応の目処がついた。

ギリシャの月次の財政収支の中間ラップも、大方の予想を裏切って、今のところ改善を続けている。1-6月までの累計の財政赤字は前年同期と比べて45.4%の減少と、政府が掲げる40%程度の通年の削減目標を上回って改善している（図表6）。ギリシャ政府はE UとI M Fに対して、9月に90億ユーロ程度、12月に数十億ユーロ規模の追加支援を要請する見込みだ。年金改革法案の議会通過や月次の財政収支の改善から判断して、今後の支援継続に大きな障害はないだろう。

だが、議会で与党が過半数を掌握していないスペインでは、5月末の財政再建法案を僅か1票差で可決。7月20日には来年度予算審議の第一弾として歳出削減策が審議され、棄権票にも助けられ4票差の僅差で可決した。今後の予算法案の可決に必要な少数政党の支持が得られるか、政治リスクを抱えている。また、9月29日には労働市場改革に反対する労働組合の大規模ストが予定されている。今後、緊縮財政による景気の下押し圧力が強まり、改革に対する国民の反発が一層強まった場合、財政再建の実現可能性を巡る不安心理が再燃する可能性がある。

(図表6) ギリシャ中央政府の月次財政収支の累計値



出所: Hellenic Republic Ministry of Finance

【景気的大幅減速】

財政引き締めタイミングからも、リスクはむしろ今年よりも来年にあるように思われる。財政不安を抱える周辺国では既に厳しい引き締め策を導入しているが、ドイツやフランスなど中核国が財政引き締めを本格化するのは来年以降である。中核国では2008-09年の経済・金融危機時に導入した減税策などの政策効果が本年中は残存する。海外景気回復とユーロ安に支えられた輸出需要の増加から、当面の景気は回復基調を続ける公算が大きい。循環的な調整圧力を抱えていないことも、目先の景気回復を後押ししよう。

だが、米中景気に減速の兆しが見られるなど、景気回復を牽引する外需の先行きにはここにきて暗雲が漂っている。実効レートでみたユーロ相場は、昨年10月以降に約15%下落した後、本年6月以降は約3%戻している(図表7)。これまで見てきた通り、当面の欧州の売り材料が一服し、米景気の減速懸念が一段と強まるとすれば、ユーロ安はもはや欧州景気のアンカー役として機能しなくなる恐れが高まろう。

(図表7) ユーロ圏の実効為替レート



注: 21ヶ国の貿易相手国の為替レートで加重平均。

出所: European Central Bank

このように相場を下押しする可能性があると考えられる要因は、何れも目先の金融市場を大きく動揺させるほどのインパクトはないと思われる。注目のストレステストは予定調和な内容にとどまると見られ、市場にサプライズを提供することはないだろう。足元の市場は追加の国債格下げにほとんど無反応だ。ポルトガルやスペインの大型国債償還は来年4月までなく、国債入札の波乱は想定し難い。ECBが無制限に資金供給をし続ける以上、銀行の資金ショートも起こりそうにない。ギリシャの年金改革やスペインの労働市場改革など、当面の改革のハードルもどうにかクリアした。企業マインドの一部がピークアウトしているものの、ユーロ圏全体の景気は回復基調を続けている。

だが、来年に入ると、①ドイツやフランスを始め中核国でも財政引き締めが本格化する、②当面の材料出尽くし感と米景気の減速懸念でユーロ安に歯止めが掛かり、欧州景気を支えるユーロ安と世界景気回復シナリオに不透明感が漂う、③厳しい財政引き締めにより周辺国景気の減速感が強まり、財政再建や構造改革に対する不満が国民の間で高まる、④スペインやポルトガルなどで大量の国債償還が予定されている、ことなどから、相場は再び不安定化すると見られる。仮に足元で見られる米国景気の減速感が一段と強まり、ユーロ安反転と世界景気の回復ペースの鈍化を通じて、欧州景気に二重の足枷を課す場合には、来年を待たずに市場での不安心理の再燃と景気の減速感が強まることになるだろう。

以上