

消えては現れる欧州財政不安

発表日：2010年11月9日(火)

～債務再編を巡る議論が重石となるなか、今後も不安材料が目白押し～

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

- ◇ アイルランドとポルトガルの財政再建を巡る不透明感に加えて、財政危機克服の負担を今後は納税者だけでなく投資家にも負担させるべきとの議論が重石となり、このところ欧州の財政不安が再燃している。過去数ヶ月の市場センチメントの遷ろいから分かる通り、今後も何か材料が出てくる度に財政不安は蒸し返そう。
- ◇ ドイツのショーブレ財務相は二段構えの債務再編プロセスを想定している模様。債務返済が難しくなった支援国に対して、まずは債務返済期限の延長を認め、それでも返済が難しい場合には、債務のヘアカットを行なう方針。足元の市場の反応を見る限り、多くの投資家にとって債務再編はリスクプレミアムの上昇要因となっており、制度化するか否かの判断は、タイミングも含めて慎重に検討されることが望まれる。
- ◇ 年内の市場を不安定化させる可能性があるイベントを挙げると、債務再編を巡る議論、10日のポルトガル国債入札、月内のアイルランドの財政再建策発表、25日のドネガル州南西選挙区の補欠選挙、12月2日のECBの出口戦略発表、12月7日のアイルランドの来年度予算など。まずは、来年春頃の財政不安国の国債償還までに市場の信頼を回復することが出来るかが試されることになるだろう。

■ アイルランドとポルトガルの財政不安に加えて、債務再編観測が市場の重石となった

金融市場では、FOMC、中間選挙、雇用統計という米国発の重要なニュースフローを消化したことで、欧州の財政不安に再び焦点が集まっている。ギリシャの次の火種と目されているポルトガルやアイルランドと言った個別国が抱える問題点については別のレポートで指摘してきた通りだが、ここでは改めて欧州財政不安が再燃している背景を整理するとともに、今後の材料となり得るイベントについて紹介する。

財政不安が始めに再燃したのは9月末。アイルランドで国有化されたアングロ・アイリッシュ銀行の救済費用の見積もりが発表され、政府の財政再建計画に対する不信感が高まったことや、財政赤字の削減が計画通りに進まないポルトガルでは追加赤字削減策が公表されたものの、野党の反対で財政再建が行き詰まるとの不安が広がった。その後は一旦小康状態となったが、10月末以降は不安心理が再燃している。きっかけとなったのは、金融安定化基金の恒久化（欧州版IMFの創設）に向けた議論を進める過程で、今後は財政危機克服の負担を納税者だけでなく投資家にも負担させるべきとの論調が伝わったこと。この他にも、ポルトガルの議会審議の行方（最終的に与野党が歩み寄ったことで予算は通過、ひとまず事無きを得た）、財政再建に対する信認投票となったギリシャの統一地方選挙（与党が勝利し、早期解散による政治リスクは回避された）、ロシアの政府系ファンドの投資対象からアイルランド国債とスペイン国債が除外されたことなども市場の重石となった。

■ 足元の市場の反応を見る限り、債務再編はリスクプレミアムの上昇要因となっている

債務再編を巡る議論の詳細は明らかにされていないが、8日付けのシュピーゲル誌のインタビュー記事の中でドイツのショーブレ財務相は、財政支援国に対して2段階の債務再編プロセスを考えていると言及している。財政危機に陥った国に対しては、新たに創設する恒久化基金を通じて金融支援を実施するが、ギリシャの場合と同様に支援の見返りに財政再建と構造改革の実施を要求する。債務返済が難しい場合、まずは債務の返済期限の延長を認める。それでも返済が難しい場合には、民間投資家の保有する同国債のヘアカットを行なったうえで残額に保証を付与する。こうしたプロセスは、EUとIMFが共同して監視するとのこと。15・16日のユーロ圏・EUの財務相会合で議論される見通し。

債務再編を制度化することに対しては、ECBのトリシェ総裁が国債の売り圧力を高める恐れがあると批判している。制度化されることで債務再編の確率が高まると考える投資家はより高いプレミアムを要求するとみられる一方、債務再編の発動条件が明確になることや損失が確定することで逆にリスクプレミアムの低下要因ともなり得る。だが、足元の市場の反応を見る限り、多くの投資家にとって債務再編はリスクプレミアムの上昇要因となっており、制度化するか否かの判断は、タイミングも含めて慎重に検討される必要がある。

■ 今後も不安材料が目白押し、来年春の国債償還までに市場の信頼回復が出来るかが第一関門

過去数ヶ月の市場センチメントの遷ろいからも容易に想像できる通り、今後も何か材料が出てくる度に財政不安は蒸し返す公算が大きい。目先の不安材料と考えられるのは、債務再編を巡る議論の行方、10日に予定されるポルトガルの年内最後の国債入札、月内に発表を予定するアイルランドの財政再建策に対する評価、25日のドネガル州南西選挙区の補欠選挙などアイルランド政局の行方、12月2日の政策会合で発表されるECBの出口戦略の行方、12月7日に公表予定のアイルランドの来年度予算など。来年以降も、アイルランドの市場復帰の行方、追加財政赤字削減策の導入でポルトガルの財政再建に進展が見られるか、4月以降に再開する財政不安国の国債償還、ギリシャが長期国債の市場発行に復帰できるかなど、市場を不安定化させるイベントが数多く控えている。

ギリシャが支援要請を決断したのは大型の国債償還を前に市場での資金調達が出来なくなり、資金ショートすることが確実となったため。当時の状況と比べると、欧州金融安定化基金というセーフティネットが整備され、各国が財政再建に取り組んでいることに加えて、財政規律強化など中長期的な対応にも一定の進展が見られる。ECBの国債買い入れ措置も、国債市場での不安心理の増幅を抑えるバッファとして機能することが期待される。だが、不安材料が幾つも控えていることに鑑みれば、アイルランドやポルトガルがEUとIMFの支援下に入るかは予断を許さない状況が続くことになりそう。まずは、来年春頃の財政不安国の国債償還までに市場の信頼を回復することが出来るかが試されることになる。

以上