

国債格下げラッシュと欧州財政危機の行方

発表日：2010年12月22日(水)

～来年前半は1つの正念場となろう～

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

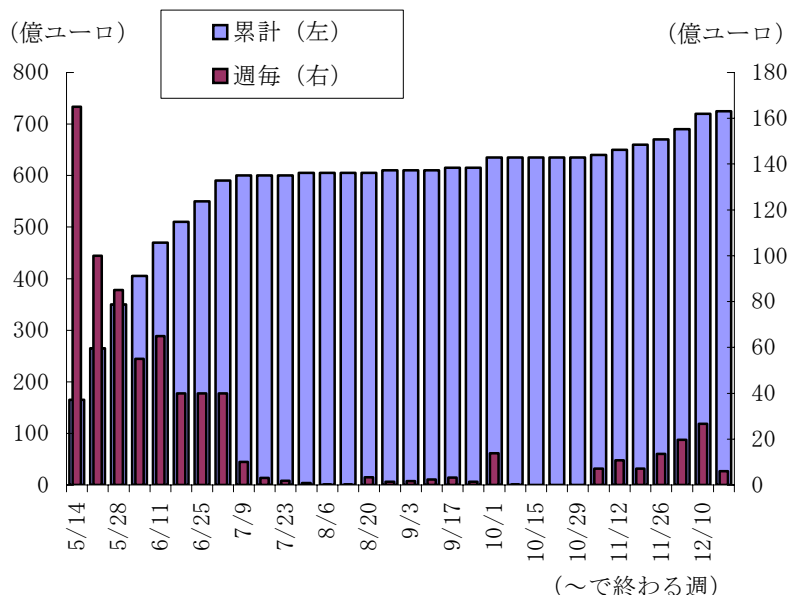
- ◇ 欧州の国債・銀行債の格下げの動きが強まっており、金融市場では神経質な展開が続いている。ただ、ECBの出口先送り、中国当局の支援表明、年末の様子見ムードに助けられ、このまま一気にポルトガルやスペインを救済要請に追い込んでいく勢いは見られない。欧州の財政不安を巡る市場と当局との攻防は、年明け以降に仕切り直しとなる公算が大きい。
- ◇ 過去の事例では、格下げが検討されてから70%以上のケースで3ヶ月以内に、80%程度のケースで半年以内に実際の格下げが行なわれている。こうした経験に照らせば、来年前半にかけて、欧州の国債格下げラッシュが本格化する可能性がある。来年1-3月期には周辺国の国債・銀行債の起債ラッシュ、4月以降にはポルトガルとスペインの国債償還が再開する。欧州財政危機は来年前半に1つの正念場を迎えることになろう。
- ◇ 中国政府がポルトガルなどの国債購入を検討していることは、当面の資金繰り難を回避するためにも、重要な意味合いを持つ。だが、国債格下げが相次げば、年金基金などが欧州周辺国の国債を組み入れ対象から除外する可能性があるうえ、債務再編を巡る不透明感も投資家の国債購入意欲を阻害しよう。追加対応に至るまでの加盟国間の不協和音も予想され、年明け以降も欧州財政危機の行方から目が離せない。なお、財政危機の今後の展開については、年頭に改めて見解をまとめる予定。

■ 欧州財政危機は来年前半に正念場を迎える

欧州の国債格付けの引き下げ圧力が強まっている。格付け会社S & Pは12月14日、ベルギー国債の格付けのアウトルックを「ネガティブ」に引き下げたほか、ムーディーズは15日にスペイン国債の格付けを、16日にギリシャ国債の格付けを各々「引き下げ方向で検討する」と発表、17日には10月に「引き下げ方向で検討する」としていたアイルランド国債の格付けを実際に引き下げた。さらに21日には、ムーディーズがポルトガル国債の格付けを、フィッチがギリシャ国債の格付けをそれぞれ「引き下げ方向で検討する」方針であることを発表した。こうした格下げラッシュの再開は、欧州周辺各国の財政状況悪化や政治情勢などのリスクの高まりを反映したものであるが、格付け会社にとっては年明け以降の危機深刻化の可能性を先取りした自己防衛のための証拠作りといった意味合いもあるのではないかと。債券・為替市場ではこのところ神経質な値動きが続いているものの、ECBが月初に発表した出口戦略の先送りと国債購入の積極化方針、中国当局からの欧州財政問題への支援表明、さらには年末の模様眺めムードにも助けられ、このまま一気にポルトガルやスペインを救済要請に追い込んでいく勢いはさすがに見られない。財政危機を巡る金融市場と政策当局との攻防は、年明け以降に仕切り直しとなる公算が大きい。

アイルランド救済決定直後の市場での緊張状態の高まりを受け、E C Bは12月に入って周辺国国債の買い入れを積極化してきたが、第3週（13～17日）の買い入れ額は再び減少（図表1）。E C Bによる市場安定化策はあくまでも時間稼ぎに過ぎない。16・17日のE Uサミットで見送られた救済基金の増額や欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）の柔軟活用などの追加支援策の行方を睨みつつ、国債・銀行債の追加格下げ、国債・銀行債の入札・償還、政策合意に至るまでの加盟国間の不協和音など、悪材料が出てくる度に市場は不安定化を繰り返す展開が予想されよう。各種イベントのタイミングから判断して、来年前半は1つの正念場になると考えている。

（図表1）証券市場プログラムによるE C Bの国債購入額



出所：European Central Bank

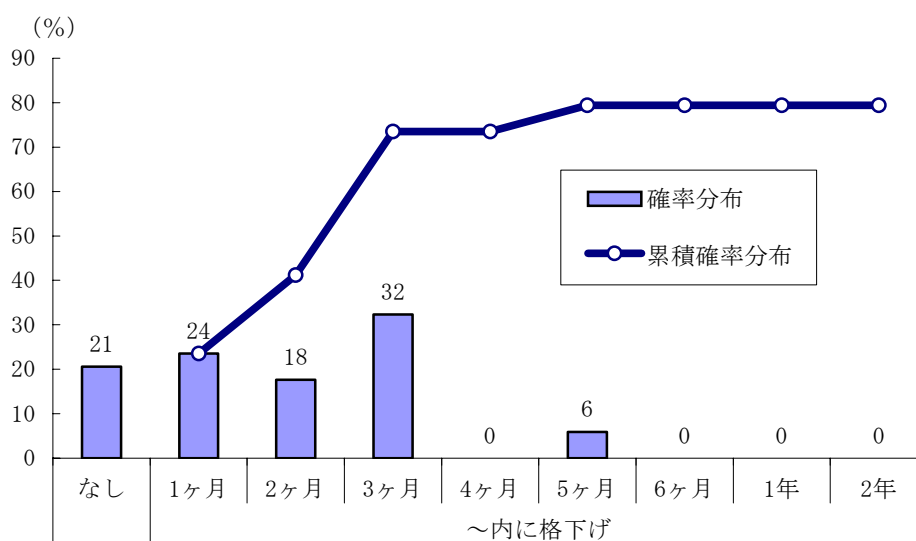
■ 来年前半にかけて実際の国債格下げが相次ぐ可能性

まず、欧州の国債格下げラッシュは来年前半に本格化する可能性がある。ここ数週間の格付け方針の変更は、救済済みのアイルランドを除けば、何れも格付け見通しの変更を示唆するものだ。C D S スプレッドが過去最高水準に上昇するなか、フランス国債にさえ格下げの可能性があるとの噂が出ており、格付け変更に対して市場はセンシティブになっている。周辺国国債が実際に格下げされれば、同時に予定される銀行債の格下げによる金融問題への懸念再燃と相俟って、市場の動揺を誘う一因となろう。

ちなみに、大手格付け3社がギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアの自国通貨建て並びに外貨建ての長期国債の格付け見通しを「引き下げ方向で検討」或いは「ネガティブ」に指定してから、実際に格下げが行なわれるまでの経過月数を集計したところ、70%以上のケースで3ヶ月以内に、80%弱のケースで半年以内に実際の格下げが行なわれている（図表2）。逆に見通しの引き下げが検討された場合も、20%のケースでは実際に格下げが行なわれなかった。

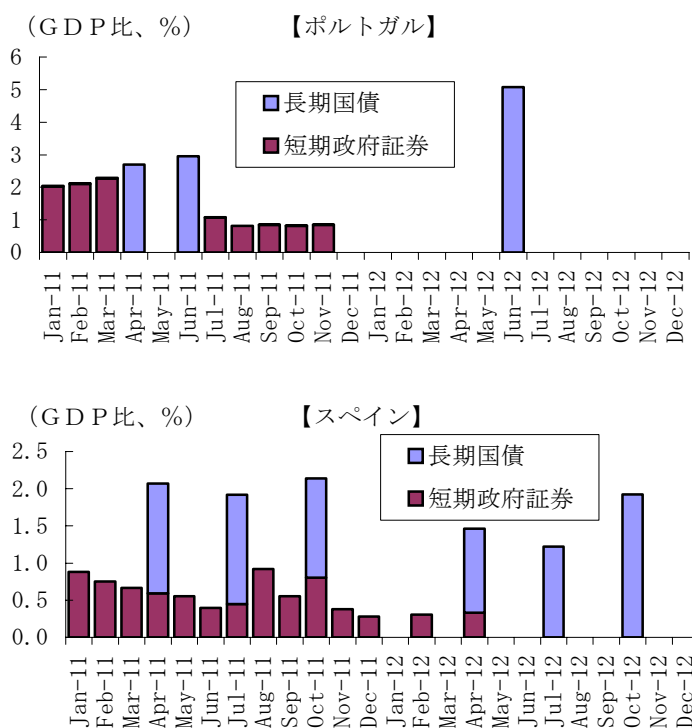
こうしたタイミングは、来年1-3月期に予定される周辺国の国債や銀行債の起債ラッシュ、さらには4月以降に再開するポルトガルとスペインの長期国債の償還時期とも重なる（図表3）。

(図表 2) 格下げ検討から実際に格下げされるまでの経過月数



注：(1) 格付け機関：ムーディーズ、S & P、フィッチ
 (2) 対象国：ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア
 (3) 対象債券：自国通貨建て並びに外貨建ての長期国債
 (4) 「なし」は、①その後にネガティブ・アウトルックが解除された、
 ②格上げされた、③2年以内に格下げが行なわれなかったケース。
 出所：ムーディーズ、S & P、フィッチ資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 3) ポルトガルとスペインの国債の償還日程



出所：ポルトガル公債管理局、スペイン財務省

■ 中国による国債購入表明は市場に一定の安心感を提供しようが・・・

中国政府は21日、「欧州の財政問題への対応を支援するため、具体的な行動を取っている」と発言し、市場に一定の買い安心感を提供している。既にギリシャが国債発行を再開する際には購入する意向があることを表明しているほか、ポルトガルに対しても一定の支援を約束。一部報道によれば、来年1～3月期中に40～50億ユーロのポルトガル国債の購入を検討しているとされ、これは4月11日に返済期限を迎える国債の償還費用（45億ユーロ）を丸抱えすることを意味する。これとは別にポルトガル政府は1～3月中に総額107億ユーロの短期政府証券の償還を控えているが、市場環境が一段と悪化した場合も、短期証券であれば十分な借り換え能力があると見られる。当面の資金繰り難を回避するうえで、中国政府による支援表面は極めて重要な意味合いを持つ。

なお、2010年にポルトガル政府が発行した10年物国債のアジア勢の保有シェア（国内投資家を含む）は5%未満にとどまるが、3月に発行したドル建てベンチマーク債では19%を占め、欧州の国債市場でも中国のプレゼンスが高まっている可能性が示唆される。同様にスペイン国債の外国人投資家内での保有シェア（国内投資家を含まない）の変遷をみると、主に中国と考えられる「日本を除くアジア・アフリカ・その他」のシェアが2009年以降に20%超へ倍増し、フランスに次ぐシェアを占めている。

だが、その一方で国債の格下げが相次げば、年金基金やソブリンファンドの一部が欧州周辺国の国債を組み入れ対象から除外する動きが新たに噴出する恐れがある。また、2013年7月以降の債務再編時の民間投資家負担はケース・バイ・ケースで判断する方針で決着し、当局はそれ以前に発行した国債保有者に負担を求めることはしない旨を表明しているが、ルールが不在だけで状況に応じて民間負担が求められる可能性があることに変わりはない。こうした不確実性の高い状況下で、周辺国国債が十分な応札を集められるかは懸念されるところだ。追加格下げの動き、国債・銀行債の入札、政策当局の対応など、年明け以降の展開から目が離せない。なお、財政危機の今後の展開については、来年の各種イベント・リスクを整理したうえで、年頭に改めて見解をまとめることを予定している。

以上