

欧州財政危機は新たな局面へ

発表日：2010年12月1日（水）

～ドミノ倒しの財政不安国の連鎖から、ユーロ圏全体の危機に波及する瀬戸際～

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

- ◇ アイルランド救済決定後の市場の反応は、スペインやイタリアなど大国の救済リスクが意識され、フランスやドイツなど中核国も危機から無縁ではいられなくなりつつある。大国の救済が必要となれば、総額7,500億ユーロの救済基金では支えきれなくなる可能性が出てくるうえ、支援を提供する側の財政負担の増加は避けられない。負担増に対して、支援提供国の国民が黙って頷くとは限らない。
- ◇ スペインやイタリアへの財政懸念は行き過ぎの面があることも否定できない。だが個別国の財政事情とは別に市場心理の重石となっているのが、2013年央以降の債務再編メカニズムの制度化構想だ。民間投資家の関与ルールが既存債務に適用されないことや、債務再編への関与はケース・バイ・ケースで判断される方針が示されたが、ギリシャの債務再編観測とも相俟って、市場の疑心暗鬼が続いている。
- ◇ 市場の不安心理の増幅を抑えるためには、債務再編議論の棚上げも選択肢の1つだが、これはドイツの猛反発が予想され、実現は難しい。そこで考えられるのが救済基金を増額することだ。EUとIMFが救済国を支援し続ける意志があることを示し、救済国のデフォルトが回避されるであろうとの認識を市場に植え付ける効果が期待できる。但し、政策当局が大国の救済が必要であることを自ら認めていると受け止められる可能性があるうえ、際限のない支援拡大に対して中核国の国民の不満が高まり、支援の枠組みが崩壊する危険性も孕んでいる。

■ 現在の市場は中核国の財政リスクが意識され始め、ユーロ圏全体の危機に発展しかねない危うい状況

欧州の財政不安は各国政府の支払い能力の問題からユーロ圏全体の危機に発展しかねない危うい状況に入ってきた。アイルランド救済決定後の市場の反応は、ポルトガル、スペイン、イタリア、ベルギーといった具合に、財政状況の弱い国の順に救済要請に追い込まれるかを試す展開となっている。だが、スペインやイタリアといった大国の救済リスクが意識されるに至り、これまでの「ドミノ倒し」的な発想にとどまらず、フランスやドイツなど中核国も危機から無縁ではいられないとの認識が広がってきた。ユーロ圏加盟国のCDSスプレッドを見ると、救済済みのギリシャとアイルランドが一段の上昇を免れるなか、ポルトガル、スペイン、イタリアなどこれまで財政状況が不安視されてきた国に加えて、相対的に健全と目されてきたフランスやドイツでも上昇基調が鮮明となっている。

スペインやイタリアなど大国の救済が必要となれば、5月に準備した総額7,500億ユーロの救済基金では支えきれなくなる可能性が出てくるうえ、支援を提供する側の財政負担の増加も意識せざるを得なくなる。では加盟国の財政負担はどのような場合に発生するのであろうか。ユーロ加盟国は、欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）の発行する債券の額面に対して、自国のクォータに応じた金額の120%の政府保証を提供する。EFSFは調達した全額を融資するのではなく、一部をキャッシュバッファーとして回収不能時に備

える。したがって、実際に加盟国の財政負担が発生するのは、救済国が支援額の支払い不能に陥り（但し、債務のヘアカットが行なわれる前に、支払いの繰り延べや利払いの減免などの措置が採られる可能性が高い）、それをEFSFのキャッシュバッファーで賄い切れない場合となる。このように加盟国の財政負担が発生するまでには幾重かのバッファーが存在するが、「債務再編構想」を巡る不透明感も加わり、市場は中核国の財政リスクを先取りし始めている。ここで注意が必要なのは、救済受け入れに伴いアイルランドがギリシャ支援パッケージへの追加出資を免責されたことから分かる通り、救済対象が広がるに連れて残りの国の負担割合は増すことだ。救済対象の拡大は、単にその分の支援金額が増加するだけでなく、支援の提供国が減少することで、残りの国の負担額を加速度的に増加させる。こうした負担の増加に対して、支援提供国の国民が黙って頷くとは限らない。

■ 個別国の財政事情とは別に、債務再編構想が市場心理の重石となっている

既にポルトガルが救済を要請するのは時間の問題との見方が広がっており、市場の関心はスペインやイタリア、更にはその先の国へと移っている。ポルトガルは財政再建策の導入後も赤字削減が計画通りに進んでいないどころか、前年実績から赤字が拡大する深刻な状況にある。政府は追加の赤字削減策を打ち出したが、来年の財政再建計画の実現までのハードルはかなり高い。慢性的な低成長に悩まされ、労働市場改革も手付かずの状況にあるなど、競争力の問題も抱えている。これに対して、スペインでは財政再建が計画を上回るペースで進んでおり、来年分の赤字削減計画を先取りしており、この点は大いに評価できる。公的債務残高の対GDP比率は2010年に60%台と他の財政不安国と比べて低い。不動産バブル崩壊に伴う貯蓄銀行の資本基盤の脆弱性が懸念されるが、大手行の資本基盤は健全で、銀行システム全体が肥大化・弱体化していたアイルランドとは事情が異なる。一方、イタリアでは、過去の杜撰な財政運営から公的債務残高の大きさは常々問題視されているが、リーマンショック前後の世界的な景気後退・金融危機局面でも慎重な財政運営スタンスを崩さなかった。不安定な政局動向などが財政不安に拍車を掛けている。

こうしてみると、スペインやイタリアなどに対する財政懸念は行き過ぎの面があることも否定できない。だが個別国の事情とは別に市場心理の重石となっているのは、2013年央以降に導入予定の恒久的な財政危機克服メカニズム（ESM）で民間投資家が債務再編時のコスト負担を求められていることがある。11月28日に行われたユーロ圏の財務相会合では、民間投資家の関与ルールが既存債務に適用されないことを改めて強調するとともに、債務再編への関与はケース・バイ・ケースで判断されるとし、保有債券の価値目減りを嫌気する投資家の理解を求めた。だが、ギリシャの債務再編観測とも相俟って、市場の疑心暗鬼は続いている。

■ 危機封じ込めには、債務再編構想の棚上げか救済基金の増額が不可避

こうしたなか市場の不安心理の増幅を抑えるためには、各国が財政再建や構造改革への取り組み姿勢を強化するだけでは自ずと限界がある。むしろ、不安の根源にある債務再編による損失発生について何らかの手立てを講じなければならない。選択肢の1つは、債務再編の議論を棚上げすることであるが、これはドイツの猛反発が予想される。救済負担が膨れ上がる可能性もあるなかで国民の支持が得られないうえ、「非救済条項」に抵触するとして憲法裁判所に訴えられかねないためだ。

ソブリン債の債務再編メカニズムの制度化は、2000年にIMFのクルーガー筆頭専務理事（当時）が提案したが、G7などでの国際的な議論の末に導入が見送られた経緯がある。制度化が必要との問題意識は、新興国への国際的な資金供給手段が銀行貸出から債券投資にシフトするなかで、1980年代以降に相次いだ新興国の財政危機時に、それまでの銀行団主導の債務再編交渉を進めることが難しくなったことがあった。

債権者数が限られ、その利害関係が似通っている銀行貸出とは異なり、債券投資の債権者は多岐に渡り、その利害関係も一様ではない。こうしたなか、債務再編交渉を円滑に進め、債務国のデフォルトに伴うコストを最小限に抑えることが制度発足の目的であった。だが、債務再編コストを民間セクターが負担することへの反発が強く、債務者による制度濫用の恐れがあることや、国内倒産法での裁判所にあたる役割を利益相反にあたるIMFに求めることはできないとの批判もあり、導入が見送られた。

今回、欧州政府が導入を目指す債務再編メカニズムも、本来的な目的は正しいと言えるかもしれないが、将来的な債務再編コストを加盟国政府（国民）と民間投資家の間で押し付け合いをしているとの印象は拭い去れない。市場が債務再編に敏感な時期に、十分な説明責任や議論を尽くさずに、賛否両論のある制度の導入を急いだことにも大きな問題があった。救済国のデフォルトが回避可能と考えているならば、なぜドイツ政府は債務再編メカニズムの導入を急ぐのか、そこに大きな矛盾がある。かつてのIMFの提案の導入が見送られた経緯などを十分に吟味したうえで、時間を掛けて検討を進めるべきであったのだろう。

債務再編構想からの名誉ある撤退が不可能であるならば、欧州当局は別の対応を迫られよう。まず、民間投資家の損失負担はあくまでも最終手段であることを明言し、「集団行動条項（CAC）」の具体的なルールについて市場の疑問に答える必要がある。アイルランド救済で信頼を失った銀行ストレステストを、より厳格な基準で再実施する方針も打ち出す必要があろう。

それでも市場が納得しないならば、総額7,500億ユーロの救済基金の枠を増額することで、EUとIMFが救済国を支援し続ける意志があることを示し、救済国のデフォルトが回避されるであろうとの認識を市場に植え付ける必要がある。つまり、債務再編構想を打ち出したことで一旦は民間投資家に押し付けた将来的に発生する可能性のある債務再編コスト負担の一部（多く）を、加盟国政府が再び引き受けることを宣言するのだ。但し、救済基金の増額はもろ刃の剣でもある。政策当局が大国の救済が必要であることを自ら認めていると受け止められる可能性があるうえ、際限のない支援拡大に対して中核国の国民の不満が高まり、支援の枠組みが崩壊する恐れもある。その場合、ギリシャ危機時に見られたような、ユーロ解体論や一部加盟国の離脱論が再び試されることになりかねない。

28日の会合で打ち出された債務再編構想は、12月6日・7日のユーロ圏およびEUの財務相会合で議論を詰め、16・17日のEU首脳会合で正式な採用を目指す。それまでには、ポルトガルの政府証券入札（1日、15日）、スペインの3年債入札（2日、16日）、ECBの政策会合での出口戦略の行方（2日）、アイルランドの来年度予算案の決議日程（7日）、イタリアの内閣不信任投票（14日）など、市場を不安定化させる可能性があるイベントが目白押しだ。ユーロ圏全体の危機を封じ込められるか正念場にある。

以上