

救済基金の増額は必要か？

発表日：2010年12月10日(金)

～市場が懸念する通り、ポルトガルとスペイン救済で底を尽く可能性はある～

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

- ◇ 欧州財政不安は11月末の市場での極度な緊張を乗り越え、足元で小康状態を保っているが、このまま沈静化に向かう可能性は低い。国債や銀行債の償還、追加格下げ、財政不安国の景気下触れ、財政赤字削減の進捗状況、銀行資本を巡る不透明感、債務再編の行方などを材料に、市場の緊張が再び高まる場合には、追加の政策対応が求められることになる。
- ◇ 市場の下支えが必要と判断すれば、ECBは現行の枠組みの中で国債購入の金額と対象を拡充することを優先するであろう。市場の暴発がいよいよ食い止められないと判断すれば、出口戦略の一環で打ち切った6ヶ月物や12ヶ月物の資金供給オペの再開などが検討されることになる。米国型の量的緩和に踏み切るのはあくまでも最後の手段である。
- ◇ 財政危機国に対する救済基金の増額や欧州共同債の発行といった政策ツールが挙げられているが、加盟国間の意見集約は難しい。なかでも共同債発行の早期実現の可能性は低い。だが、危機が真にシステミックな様相を強めた場合、基金の増額は実現可能な政策プランとして検討されることになる。
- ◇ 総額7,500億ユーロの救済基金は、アイルランドの救済費用とキャッシュ・バッファーとしてプールする金額を考えると、現時点で融資可能な残額は5,600億ユーロ程度に縮小する。最も厳しく見積もった場合、ポルトガルとスペインの2国を支援した時点で救済費用は6,000億ユーロを超え、救済基金は底を尽くことになる。より現実的な仮定を置いた場合でも、支援が3年以上に及ぶ事態などを想定し、十分な基金の規模を準備しておくことは、市場に安心感を提供するうえで役立つ。

■ 財政不安は小康状態にあるが、市場の緊張が再び高まる局面では、追加の政策対応が求められよう

ECBが流動性供給策の段階的な縮小方針を事実上棚上げし、国債購入を積極化したことを受け、アイルランドの救済決定直後に見られた金融市場での「緊張の高まり（トリシェ総裁）」にはひとまず歯止めが掛かっている。6・7日のユーロ圏およびEUの財務相会合では財政危機の克服に向けた追加対応策の導入が見送られ、会合の前後では救済基金の増額や欧州共同債の発行を巡る加盟国間の不協和音も浮き彫りとなったが、市場はだんまりを決め込んでいる。この間、アイルランドでは来年度の予算審議が始まり、態度を保留していた無所属議員が政府案に賛成に回ったことで法案の一部が成立。残りの予算法案の審議、法案成立後の解散・総選挙、総選挙後の財政運営など、なお懸念材料は残っているが、政局混乱が危機に拍車を掛ける事態は何とか避けられそう。

だが、筆者を含め、このまま財政不安が沈静化に向かうとの見方は少ないだろう。国債や銀行債の借り換え、追加格下げの可能性、財政不安国での景気の下触れ懸念、追加策導入後の財政赤字の達成状況、銀行資本を巡る不透明感、債務再編の憶測など、今後も投資家心理に悪影響を及ぼしそうな要因が控えている。当面は悪材料の度に市場が不安定化する展開が続こう。

危機の連鎖を恐れる財政不安国も、財政再建への取り組み強化に動き出した。スペイン政府は、①来年1月からの年金改革への着手、②たばこ税の引き上げや風力発電向け補助金の削減、③国有資産（宝くじや空港運営会社）の売却による国債発行額の抑制、④地方政府の財政状況の開示強化などを約束。ポルトガル政府も財政赤字削減に向けた追加策の発表を計画しているとの報道も一部にある（但し、懸案の労働市場改革は組合側との交渉が難航しており、どこまで踏み込んだ改革メニューを示せるかは不透明）。

こうした各国の財政再建への取り組み姿勢が評価され、来年4月以降の国債償還日程を乗り越え、再実施が予想されるストレステストで銀行の資本懸念が後退すれば、不安の連鎖による財政危機の深刻化と銀行危機の連鎖波及という市場の懸念は次第に薄れていく可能性が高い。だが、そこに至る過程では、金融市場の緊張が再び高まり、政策当局にさらに踏み込んだ対応を要求する局面も出てこよう。

■ 現実的な政策ツールは、ECBが現行の枠組みで国債購入を積極化することや救済基金の増額

そうした場合に政策当局に打つ手はあるのだろうか。まず、ECBは財政危機克服の責任は各国政府にあるとし、ECBに対する過度な期待と政治介入を強く警戒している。したがって、国債購入と同額の資金を市場から吸収する現在の枠組みを改め、米国型の量的緩和に踏み出す可能性は低い。

市場の下支えが必要と判断すれば、現行の枠組みの中で国債購入の金額と対象を拡充することを優先しよう。それでも不安の沈静化に歯止めが掛からず、市場の暴発がいよいよ食い止められないと判断すれば、出口戦略の一環で打ち切った6ヶ月物や12ヶ月物の資金供給オペの再開、さらにはカバードボンドの購入再開といった選択肢が検討されることになろう。さらに踏み込むとすれば、資金供給オペの適格担保基準の緩和や担保の掛け目の減免などが考えられる。無論、こうした政策に踏み切るのは市場環境がかなり深刻な状態となった場合で、ECBはそれ以前の段階でEUや加盟国政府の対応を強く求めている筈だ。

一方、EUサイドでも何れ追加対応が必要になるとの認識が広がりつつある。報道によれば、欧州委員会のレーン委員（経済・通貨担当）は9日、「危機はシステミックな様相を強めており、政策オプションを再検討し、包括的な対応が必要になる」と発言した。財政危機国に対する救済基金の増額や欧州共同債の発行といった政策ツールが挙がっているが、加盟国間の意見集約は難しく、早期実現の目処は立っていない。そうした中でも、危機が深まった場合により導入へのハードルが低いのは救済基金の増額だろう。基金を増額するためには各加盟国の議会で根拠法の修正法案を通す必要があるが、危機が真にシステミックな様相を強めた際には、現在増額に反対している国も柔軟姿勢に転じることが予想される。

■ 厳しめに見積もった場合、ポルトガルとスペインを救済した時点で基金は底を尽く

では、救済危機の規模が足らなくなる事態は考えられるのだろうか。総額7,500億ユーロの金額が独り歩きしているが、実はその全額が融資できる訳ではない。ユーロ圏の加盟国政府は合計4,400億ユーロの政府保証を約束しているが、保証額は実際の融資金額の120%に設定されている。これは、政府保証債を発行する欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）が、トリプルA格の債券格付けを得るために、調達金額の一部をキャッシュ・バッファーとしてプールすることを求められているためだ。したがって、EFSFの融資可能金額の上限は3,667億ユーロ（4,400億ユーロ÷1.2）、EFSFの運営管理費などを含めればそれ以下となる。

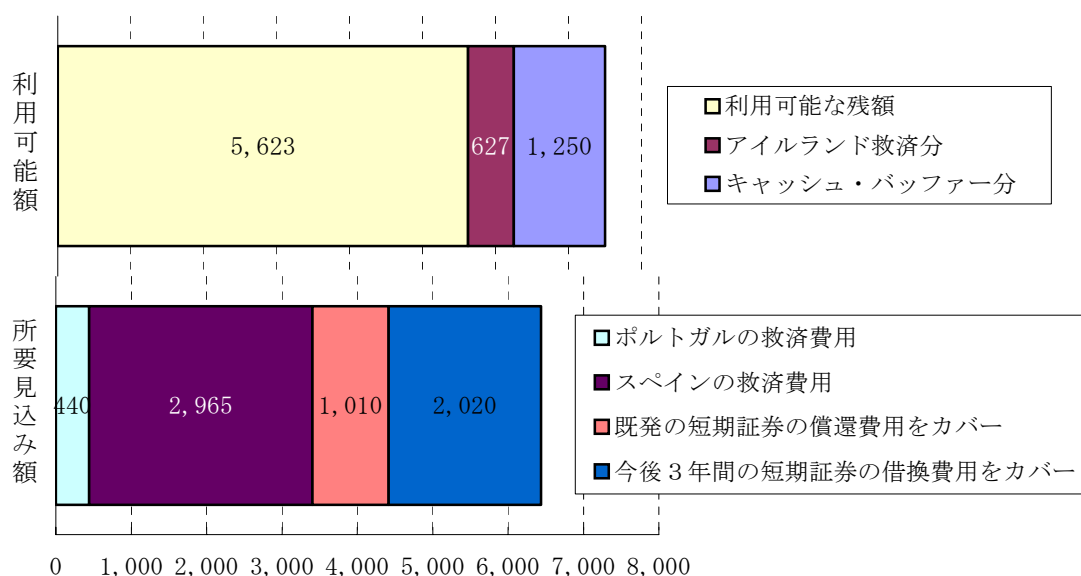
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

基金の残りの金額、つまり、欧州委員会が約束する600億ユーロ、IMFが受け持つ2,500億ユーロについては、こうした縛りはない。だが、ギリシャとアイルランドの救済でIMFの関与を3分の1に抑えていることに鑑みれば、EFSFの金額の上限が目減りするのに合わせて、IMFの融資金額にも自ずとキャップが掛かると考えた方が自然であろう。これらを考慮に入れると、今回のアイルランド救済で利用予定の627億ユーロ、キャッシュ・バッファー分で目減りする1,250億ユーロを除いた融資可能な残額は5,600億ユーロ程度となる(図)。

仮にCDSスプレッドの高い順に救済が必要となった場合、周知の通り、上位2国はポルトガルとスペインである。両国の今後3年間の新規の財政赤字(政府計画)と既発国債の償還費用の合計は2,500億ユーロ程度と、救済基金で十分に賄うことが出来る(ケース1)。だが、既発(つまり今後1年程度)の政府短期証券の償還費用も賄うとすれば、必要救済額は4,500億ユーロ程度に膨れ上がる(ケース2)。さらに今後3年間の短期証券の償還費用を全額カバーすると、救済に要する金額は6,000億ユーロを超過し、既存の救済枠では賄い切れなくなる(ケース3)。

このように最も厳しく見積もった場合、ポルトガルとスペインを支援した時点で救済基金は底を尽く。ただ、ギリシャとアイルランドの支援パッケージから類推すると、短期証券の償還費用を含めた財政不足分の全額を救済基金でカバーする可能性は小さく、実際には上記の<ケース2>程度の負担にとどまる可能性が高い。それでも、スペインの経済規模や銀行システムの大きさを考えれば、スペイン救済が現実のものとなっている世界では、スペイン+ α の救済が必要となっている可能性が高く、その際には銀行救済費用も想定以上に膨れ上がっていることが考えられる。また、財政赤字の削減が政府の計画通りに進む保証もない。さらには、各国への支援が3年間にとどまらなくなった場合(筆者の考えでは、ギリシャではその可能性が高まっている)、やはり救済基金の枠では賄いきれなくなる。こうした不確実な要素を考慮に入れた上で市場に十分な安心感を提供するためには、やはり救済基金の増額という選択肢が検討される必要も何れ出てくる可能性が高い。

(図) 欧州の財政危機に対する救済基金の利用可能額と所要見込み額



注: 救済費用は今後3年間の新規財政赤字(政府計画)と既発国債の償還費用の合計。

出所: 各国財務省資料より第一生命経済研究所が作成

以上