

EFSSFの規模・機能拡充の行方

発表日：2011年1月18日(火)

～「包括対応」への期待の高まりと失望売りのリスク～

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

- ◇ 17日のユーログループ会合では、財政危機克服に向けた「包括的な対応」が検討されたが、具体策の公表は見送られた。早ければ2月4日のEU首脳会合での政策対応の正式決定を見込んでいた金融市場参加者にとっては期待外れの結果に終わった。追加対応への期待と失望が交錯し、当面の市場には気迷いムードが広がることが予想されよう。
- ◇ 市場が注目するのは、EFSSFの規模・機能の拡充。議論の行方を左右しそうなものが、国内政治情勢への配慮もあり、EFSSFの規模拡大に反対しながらも、融資規模の限度額の引き上げが必要との立場を採るドイツ政府の行方だ。EFSSFのトリプルA格付けを損なうことなく、融資限度額を引き上げる妙案の具体像は定かでないが、例えば、政府保証額と融資額との差額分以外に、EFSSFの資本金を拡充することで、キャッシュバッファーをさらに上積みすることなどが考えられよう。
- ◇ EUの政策当局は2月から昨年よりも厳格なストレステストに着手し、年央を目処に公表することを約束している。だが、今回のテストが、市場が想定するほど厳しいものとはならない可能性がある。政策総動員への期待から足元で欧州の財政不安は一服しているが、先走り気味の市場の反応と比べて、欧州当局の対応はよりプラグマティックな内容に終始する可能性が高い。

■ 17・18日のユーロ圏・EU財務相会合では「包括対応」の具体策は公表見送り

17日のユーログループ会合では、欧州金融安定ファシリティ（EFSSF）の規模・機能の拡充、銀行ストレステストの再実施、経済ガバナンスの強化、将来的な危機対応メカニズムの具体化、アイルランドの融資基準の緩和など、様々な対応・選択肢が検討された模様だが、最終的な合意には至らず、具体策の公表は見送られた。1月第2週に再開したポルトガルやスペインの入札を無難に消化したことで、「金融市場の危機感が後退している」との見方も一部にあるが、12日のポルトガルの入札を前に、欧州各国の関係閣僚から「包括的な対応」の早期取りまとめに積極的と受け止められる発言が繰り返されたことや、日中両政府による欧州の財政危機対応への支援表明を受け、政策総動員への期待が高まったことが市場の不安心理の後退につながっているに過ぎない。早ければ17・18日のユーロ圏・EUの財務相会合でEFSSFの融資機能の強化の道筋が示され、2月4日のEU首脳会議で正式合意に至るとの市場の期待は裏切られる可能性が高い。今晚のEU財務相会合でも、具体策が公表されることはないだろう。追加対応への期待と失望が交錯し、当面の市場には気迷いムードが広がることが予想される。

17日会合後の記者会見でユーログループのユンケル議長は「包括的な対応の協議は本会合で開始され、今後数ヶ月以内に取りまとめる予定。協議のプロセスを加速し、出来る限り早期に合意に達したい。最終

的な結果が固まった段階で具体策を公表する」と発言した。質疑応答ではE F S Fの機能・規模拡充の具体案への質問が集中したが、「様々なオプションが検討されている」と述べるにとどまり、その具体策に踏み込むことはなかった。2月4日の首脳会談前の緊急会合を開催する可能性を否定しなかったが、早期の合意が得られるかは定かでない。

■ E F S FのトリプルA格付けを損なうことなく、融資限度額を引き上げる妙案とは？

議論の行方を左右しようなのが、E F S Fの規模拡大に反対しながらも、融資規模の限度額の引き上げが必要との立場を採るドイツ政府の行方だ。ショイブレ財務相のこれまでの発言を振り返ると、「E F S Fの規模は十分大きく、直ちに規模拡大に動く必要はない」、「4,400億ユーロの枠を全て利用可能にするための機能変更について、中期的に協議する準備がある」、「E F S Fが最高格付けを損なうことなく全額融資できるようにするためには、保証または追加資本が必要となる」。E F S FのトリプルA格付けを損なうことなく、融資限度額を引き上げる妙案の具体像は定かでない。

E F S Fの融資可能額は2,500億ユーロ程度と説明されている。4,400億ユーロはE F S Fの発行債券に対するユーロ加盟国の政府保証の総額で、E F S Fの根拠法によれば政府保証額は実際の融資額の120%、融資額と保証額との差額は支払い不能時のキャッシュバッファーとして積み立てられる(表)。このキャッシュバッファーの存在がE F S FがトリプルA格を維持可能にする理由とされている。ただ、ここから単純に計算されるE F S Fの融資可能額は3,667億ユーロ(=4,400億ユーロ÷1.2)で、一般に説明される2,500億ユーロとは隔たりがある。アイルランド支援でE F S Fからの拠出を約束した177億ユーロ、被救済国となったギリシャとアイルランドの融資可能額162億ユーロ(=124億ユーロ÷1.2+70億ユーロ÷1.2)を除外しても、残りの融資可能額は3,328億ユーロとなる。運営管理費などを考慮しても、隔たりはなお大きい。

(表) E F S Fに対するユーロ加盟国の保証額と融資可能額

	保証限度額 (億ユーロ)	融資可能額 (億ユーロ)	ギリシャ・アイルランドを除く融資可能額 (億ユーロ)	トリプルA格を有する加盟国の保証額 (億ユーロ)
ベルギー	153	127	127	
ドイツ	1,194	995	995	1,194
アイルランド	70	58		
スペイン	524	436	436	
フランス	897	747	747	897
イタリア	788	657	657	
キプロス	9	7	7	
ルクセンブルク	11	9	9	11
マルタ	4	3	3	
オランダ	251	210	210	251
オーストリア	122	102	102	122
ポルトガル	110	92	92	
スロベニア	21	17	17	
スロバキア	44	36	36	
フィンランド	79	66	66	79
ギリシャ	124	103		
合計	4,400	3,667	3,505	2,554

出所：EFSF

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。

この2,500億ユーロの積算根拠はこうした計算に基づくものではなく、E F S FがトリプルA格付けを維持するための融資可能額を、政府保証を提供するトリプルA格付けを有する国の保証額の合計とする格付け会社のガイドラインによるもののようだ。E F S Fに参加する加盟国でトリプルA格付けを有する国は、ドイツ、フランス、ルクセンブルク、オランダ、オーストリア、フィンランドの6ヶ国。これらの国の政府保証額の合計は2,554億ユーロ（前掲表）。アイルランド支援で約束した177億ユーロを除けば、融資可能な残額は2,377億ユーロとなる。こうした背景に鑑みれば、トリプルA格を有する6ヶ国が、17日のユーロ圏の財務相会合を前に今後の対応を協議したとの報道も納得できる。

ドイツが4,400億ユーロの基金増額に反対するのは、救済負担の際限なき拡大への警戒感に加え、基金の増額には議会の議決が必要なことが背景にある。ドイツでは今年、16ある連邦州・特別市のうち7つで地方議会選挙を控えており、そのうちの5つが年前半に集中している。基金増額で国内世論をまとめられなければ、メルケル政権にとって痛手となるばかりか、ギリシャ救済にいたる去年のゴタゴタ同様に、財政不安に拍車を掛ける一因ともなりかねない。そこで基金増額を回避しつつ、融資可能額を引き上げる方法が検討されている訳だ。

その具体策がどう落ち着くのかは発表されて見なければ分からない。考えられる方法としては、例えば、政府保証額と融資額との差額分以外に、E F S Fの資本金を拡充することで、キャッシュバッファをさらに上積みすることなどであろうか。

■ 厳格なストレステストの中身にも当局と市場の温度差がある

E F S Fの行方とともに、議論にやや混乱が見られるのは新たなストレステストの公表タイミングだ。「2月に再実施する」との言葉が独り歩きしている感があるが、欧州銀行監督機構（E B A）が1月13日付けで公表した資料によれば、今年の前半にかけて再実施し、年央を目処に公表するとされている。この点は17日の会合後の記者会見でも確認され、E Uのレーン経済通貨担当委員は「2～6月に作業を進め、年央に公表する」との方針を表明している。2月の結果が公表される訳ではない。

また、欧州当局はより厳格なストレステストの実施を約束しているが、この点でも市場の過大な期待に応える内容が出てくるかは不透明だ。レーン委員は「去年のストレステストの結果を踏まえ、今回のテストではどのように信頼性を向上するつもりか」との質問に答え、「より厳格なものを目指す。前回のテストも全般的な手法に大きな問題はなかった。2010年の景気が予想以上に上振れしたことを踏まえれば、マクロ環境の想定も十分に厳格なものであった。だが、一部加盟国でテストの履行の質に問題があった。銀行監督機能の強化を受け、今回はこうした問題が克服される」と言及した。

既にE B Aが表明しているように、今回のストレステストでは「流動性リスク」についても合わせて検証されることになる。だが、当局の考える厳格なテストの中身と、市場が想定している厳格さとの間には、温度差があるようにも思える。レーン委員の発言から察する限り、①国債の満期保有が前提とされ、ソルベンシーリスクが計測されていない、②マクロ環境の想定が十分に厳格でない、といった去年のストレステスト実施時の市場関係者からの批判に対して、さらに踏み込んだ対応が採られる可能性は低い。

このように政策総動員への期待から足元で欧州の財政不安は一服しているが、先走り気味の市場の反応と比べて、欧州当局の対応はよりプラグマティックな内容に終始する可能性が高い。今後も財政不安国の国債償還や追加格下げが続くなか、政策期待の剥落によって市場が不安定化する可能性については、十分に注意する必要があるだろう。

以上