

欧州財政危機を巡る最近の論点

発表日：2011年8月31日(水)

～一難去ってまた一難～

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

- ◇ 欧州財政危機による市場の動揺が続いている。現在の小康状態は、金融株への空売り規制、ECBによるイタリア・スペイン国債の購入開始により、市場の不安心理の増幅に何とか歯止めを掛けている状況に過ぎない。8月16日のドイツ・フランスの首脳会合では、ユーロ圏の経済ガバナンスの強化や財政・経済政策の監視・統合強化が提案されたものの、市場参加者が期待したEFSSFの融資能力の再拡充や欧州共同債は当面検討しないことが確認。危機波及を恐れるイタリア・スペインの両国は財政均衡の憲法規定による義務化に踏み切ったが、不安心理の払拭には力不足。経済政府の創設や財政健全化や構造改革の実効性の担保手段の具体像も必ずしも明らかでない。
- ◇ ユーロ圏の景気拡大を支えてきたドイツでも、景気の減速を示唆する経済指標が相次いでおり、財政懸念に拍車を掛けかねない状況。財政不安国では景気失速による財政健全化の計画下振れが懸念され、際限なき支援拡大に対して支援する側の国民の反発の声も高まっている。7月21日の首脳合意でまとまった筈のギリシャの二次支援も、追加融資の見返りに担保を要求するフィンランド政府の方針を巡って波紋が広がっている。ギリシャの二次救済に関する各国議会の承認作業に遅れが出るなど、財政支援を巡る各国間の意見対立が表面化することで、金融市場の動揺を誘う要因となろう。

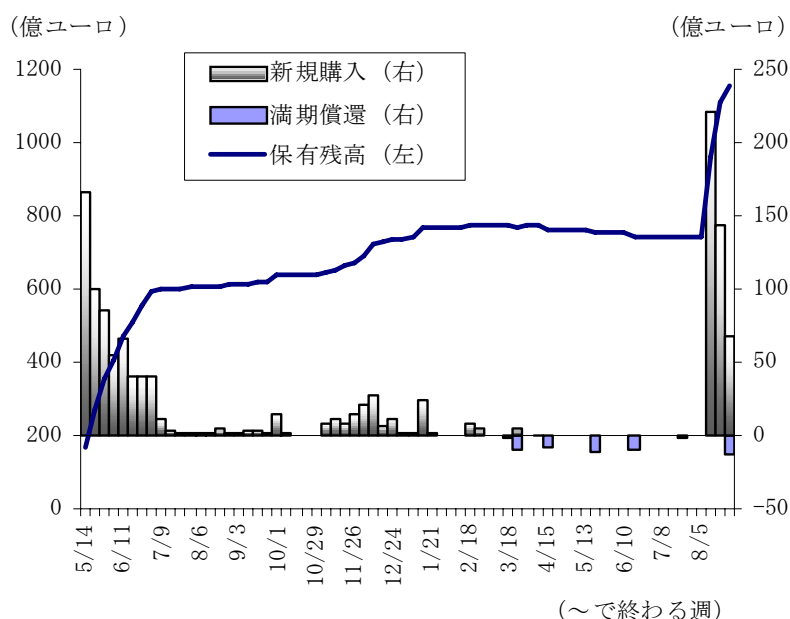
■ ECBによるイタリア・スペイン国債の購入開始

イタリア・スペインへの危機波及を食い止めるため、両国政府による財政再建・構造改革での更なる対応と引き換えに、ECBは8月8日に両国債の購入を開始した。8～12日の国債買い入れ額は合計220億ユーロと、週毎の購入実績としては過去最大を記録。その後は、15～19日の週に143億ユーロ、22～26日の週に67億ユーロと、購入開始当初から金額が減ったものの、なお高水準の買い入れが続いている（図表1）。購入対象資産とその内訳は公表されていないが、イタリア・スペインの中期債が中心となった模様。

両国の10年物国債利回りは一時6%台とユーロ圏が発足して以降の最高水準に上昇した後、購入開始後はひとまず各々4.5%、5%前後で落ち着いている。その結果、救済要請の危機水域とされる7～8%程度からは幾分距離を置いた格好となっている。だが、連立パートナーからの反発を受け、イタリア政府は8月30日、月央に閣議了承された追加緊縮策の一部（高額所得者への上乘せ課税の撤回や地方政府への補助金削減幅の縮小）を早くも見直す方針を表明。慢性的な低成長・低生産性に苦しみ、構造問題の早期解決が困難なことに加え、同国の財政再建の行方には実行力の観点からも不安がつきまとう。ECBによる同国債の購入開始後で初となる同日の10年物国債入札では、発行利回りが5.22%と市場の流通利回りを上回ったうえ、応札倍率が1.27倍にとどまり、投資家の警戒姿勢が根強いことが窺える。このまま市場の不信感が続くようだと、ECBは国債購入額を再度積み増す必要に迫られる。

昨年5月に証券市場プログラム（SMP）を発足して以降、イタリア・スペイン国債の購入を開始した8～12日の週末までの65週間に、ECBはギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3ヶ国の国債を累計で775億ユーロ購入してきた（購入後に満期償還を迎えた国債もあるため、8月5日時点の残高は740億ユーロ）。各種報道によれば、各国別の保有残高の内訳は、ギリシャが約450億ユーロ、アイルランド・ポルトガルが各200億ユーロ程度とみられ、これは各国の公債残高の12.5～13.7%に相当する。仮にイタリア・スペインについても同規模の国債を購入した場合、スペインが約850億ユーロ、イタリアが約2,400億ユーロとなる。つまり、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル国債のこれまでの購入実績から単純に類推する限り、イタリア・スペイン国債の買い入れ規模は合わせて3,000億超に達する計算となる。

（図表1）証券市場プログラムによるECBの国債購入額



出所：European Central Bank

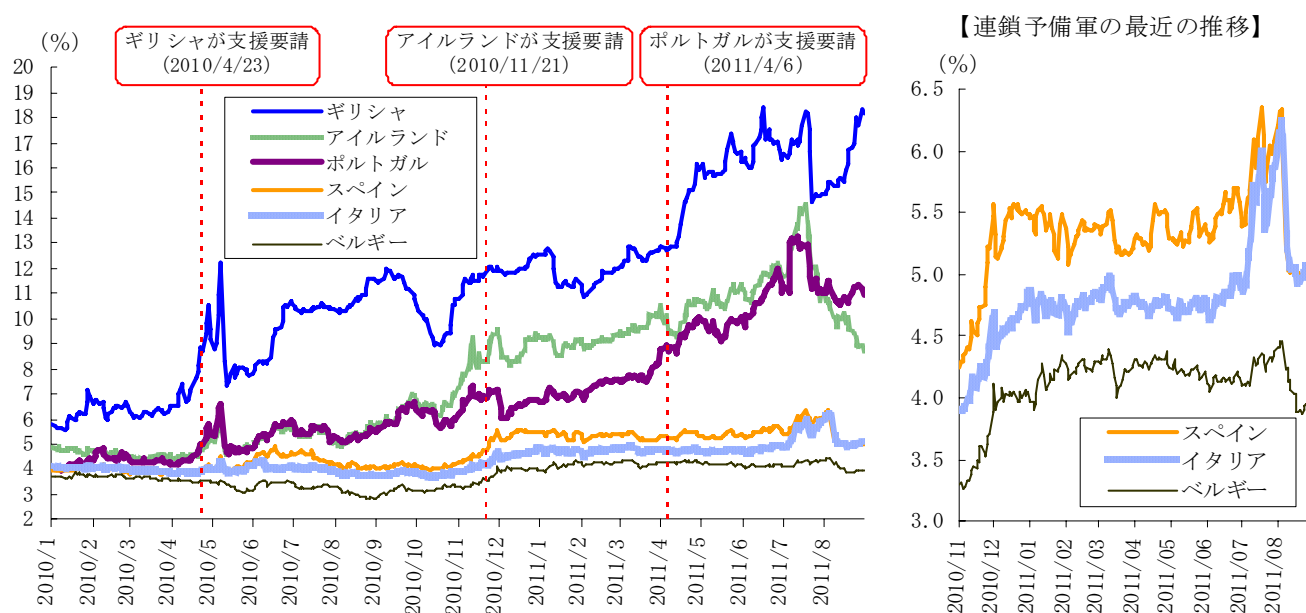
しかも、国債購入制度の発足当初こそ、ギリシャ・アイルランド・ポルトガルの国債利回りは大きく低下したものの、その後に週毎の購入金額が減るに連れ、利回り低下は長続きしなかった（図表2）。ギリシャ・アイルランド・ポルトガルの3ヶ国は既に財政救済下にあり、国債購入後に利回り上昇が続いたとしても、政府の資金調達コストの上昇を心配する必要はひとまず生じない（但し、短期債利回りの上昇は短期政府証券の発行コストの上昇につながる）。市場調達の難しくなった国内銀行も、ECBの流動性供給オペを通じた資金繰り支援に依存しているため、国債利回りの上昇がすぐさま資金調達コストの上昇につながる訳ではなかった。したがって、ECBは市場の不安増幅が制御不能に陥らない程度に国債購入を続けるか、必要に応じて国債を購入する意志があることを市場に伝達するなど消極的な関与に留めてきた。

ところが、今回ECBがイタリア・スペインの国債を購入する目的は、両国の国債利回りを継続的に引き下げ、両国が自力での資金調達を諦めてEUやIMFに対して財政支援を要請する事態に陥ることを防ぐことにある。そのためには、救済下にある3ヶ国の場合と異なり、ECBは数回限りの国債購入をした後に手を休める訳にはいかない。イタリア・スペイン両国債の利回りを継続的に押し下げるためには、上記試算を超える大規模な国債購入が必要となる恐れも否定できない。

なお、7月21日に行われたユーロ圏およびEUの首脳会談では、EFSFの機能強化の一環で、流通市

場での国債購入が認められることが決まった。だが、実際にE F S Fが国債購入を開始するためには、各国議会での承認作業が必要となる。夏休み後の議会の再開スケジュールを考えると、議会承認が得られるのは早くても10月以降になると目される。後述するドイツ・フランスの首脳提案でも、9月末までに各国の議会承認を終了することを目標に掲げている。しかも、予備資金の持ち合わせがないE F S Fは、国債購入に必要な資金を債券発行を通じて市場で調達しなければならず、制度発足以降に実際の国債購入を開始するまでにはさらに時間が掛かる。国債購入にはE F S F参加国の相互同意が必要で、国債市場の機能不全に直面した際に機動的な対応が出来るかにも疑問が残る。現実問題として、イタリア・スペインの国債利回りを持続的に押し下げるためには3,000億ユーロを超える巨額の国債購入が必要な可能性もあり、現行のE F S Fの規模で賄うのは困難と言わざるを得ない。結局のところ、当面はE C Bがイタリア・スペイン国債の購入を継続することで、市場の不安心理の増幅を抑制する以外に手立てがないのだ。

(図表2) ユーロ圏財政不安国の10年物国債利回りの推移



■ E F S Fの融資能力の再拡充の必要性

E F S Fの現在の融資可能額は今年の6月に各国の政府保証額を拡充した後も4,400億ユーロにとどまる(図表3・上段)。このうち既に拠出が決まっているのは、アイルランド・ポルトガル支援、ギリシャの二次救済で約束した融資額が合わせて約950億ユーロ(図表3・下段)。これらに加えて、アイルランド・ポルトガルがギリシャ同様に市場での国債発行の再開が出来なければ、両国も二次救済が必要となる可能性も否定できない。その必要資金は両国の財政再建の進捗状況や民間投資家関与の有無によって大きく左右されるが、ギリシャの二次救済の例に倣えば、ざっと見積もって800億ユーロ程度と考えられる。

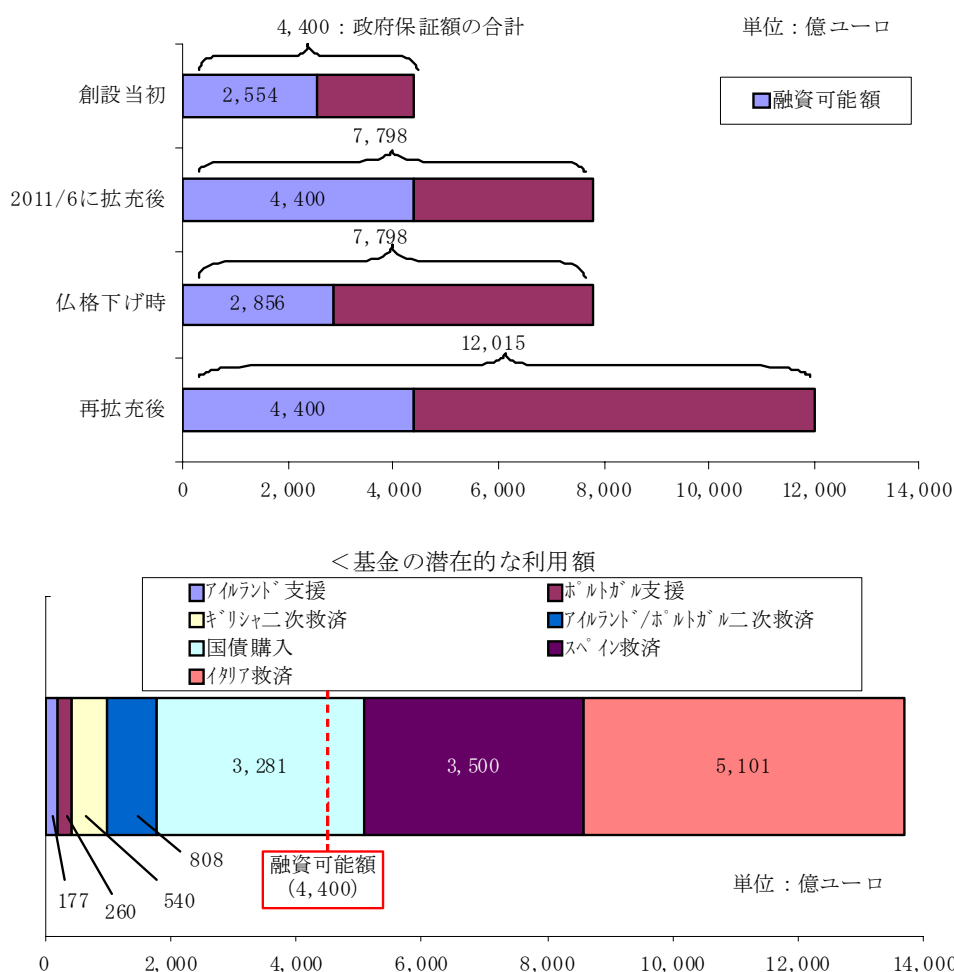
では、イタリア・スペインの救済にはどの位の資金が必要となるのであろうか。既に救済下に入った3ヶ国の例から類推してみる。EUとIMFによるギリシャ・アイルランド・ポルトガルに対する支援規模は各国のGDP比で45.2～55.2%に相当する。イタリア・スペインについても同規模の財政支援が必要とし、その3分の2をEUの財政救済基金であるE F S Fが拠出すると考えた場合(EU予算を裏付けとしたE F S Mの融資可能残高は既に100億ユーロ強で余力に乏しい)、イタリアが5,000億ユーロ超、スぺ

ンが3,000億ユーロ超に上る計算となる。

こうしてみると、現在のE F S Fの融資能力では、E C Bによるイタリア・スペイン国債購入スキームを引き継ぐことは愚か、イタリア・スペインの両大国を救済する余力はない。ましてや、一部で噂されているようにフランス国債がトリプルAの格付けを失った場合、E F S Fの融資能力は約2,900億ユーロ程度に低下する可能性がある。イタリア・スペインを現在のスキームで救済するためには、E F S Fの融資能力を最低でも現在の3倍程度に拡充する必要が出てこよう。しかも、イタリア・スペインの両国はE F S Fに対する政府保証の3割程度を占める大国だ。核となる筈の支援提供国が支援される側に回った場合、残された国の財政負担は一気に増すことになる。

無論、各国の政府保証額が最終的に財政負担となって現れるためには、E F S Fによる財政救済国への融資が焦げ付き、各種の資本準備金で穴埋めすることが出来なかった場合である。したがって、基金の融資能力の拡充がすぐさま各国の財政負担につながる訳ではないが、中核国についても潜在的な財政負担が高まったと受け止められる恐れがある。既にフランス国債の格下げ懸念が囁かれるなか、E F S Fの融資能力の大幅な増額は危険な賭けとなりかねない。いずれは市場の圧力に屈する形で融資能力の再拡充に迫られる可能性があるが、目先は7月の首脳合意での機能拡充の各国議会での承認作業を急ぎ、規模拡充には慎重とならざるを得ないのはこうした事情もある。

(図表 3) 欧州金融安定化基金 (E F S F) の融資可能額と利用額



出所：E F S F 資料より 第一生命経済研究所が作成

■ ドイツ・フランスの首脳提案

8月16日に行われたドイツのメルケル首相とフランスのサルコジ大統領の首脳会談では、ユーロ圏の経済ガバナンスの強化、財政・経済政策の監視・統合強化を一段と推進することで合意。一方、危機打開の切り札として市場参加者の間で期待が高まっていた欧州共同債は現時点で検討対象外であることを確認し、7月21日の首脳会談で合意したE F S Fの機能拡充案の各国の批准作業を急ぎ、E F S Fの融資能力の再拡充を検討しない方針を明らかにした。提案内容は以下の通り。

【ユーロ圏の経済ガバナンスの強化】

- ① ユーロ圏首脳会議の定例開催： 年2回開催（必要に応じて臨時会合）。安定成長協定の履行監視、個別国の課題を討議、危機回避に必要な決断、競争力強化・不均衡是正・持続的な成長達成に必要な政策を検討。2年半の任期で議長を選任（初代議長にファンロンパイEU大統領を推薦）。
- ② ユーログループ（ユーロ圏の経済財務相会合）の機能強化：
- ③ E F S F / E S Mの機能拡充： 7月21日の首脳会談の合意内容を確認するとともに、E F S Fとそれを引き継ぐE S Mに、債務と資本市場の分析機能を付与する。それにより、欧州委員会、E C B、I M Fが担っている分析・提案機能を補完する。

【ユーロ圏の財政・経済政策の監視・統合強化】

- ① 財政均衡ルールの法制化： 全てのユーロ圏の構成国は2012年夏までに各国の国内法（憲法もしくはそれに準ずる法規）で財政均衡ルールを規定。同ルールには安定成長協定の目的を盛り込み、出来る限り速やかに財政均衡を実現することを約束。公的債務残高のG D P比が参照値（60%）を超えている場合、2011年末までに、債務比率を参照値以下に引き下げるパスとともに、人口高齢化が債務の持続可能性に与える影響にいかに対処するかを示さなければならない。
- ② 財政健全化と構造改革の実施を約束： 全てのユーロ圏の構成国は財政健全化と構造改革に関する勧告を遅滞なく履行する意志があることを示さなければならない。重点課題は、労働市場改革、サービス産業の競争力、年金政策、予算の適切な執行。
- ③ ヨーロピアン・セメスター（予算の事前評価制度）の運営強化： 全てのユーロ圏の構成国は、ヨーロピアン・セメスターに基づく勧告を予算案に反映することを約束しなければならない。
- ④ ユーロプラス協定（競争力強化や財政健全化でのコミットメントを求める協定）の運営強化： 全てのユーロ圏の構成国は、ユーロプラス協定の趣旨に基づき、競争力強化、雇用創出、ユーロ圏の安定確保、経済統合の深化に必要な措置を講じなければならない。特に、財政健全化と経済成長をサポートする税制のさらなる協調に取り組む必要。具体的には、各国共通の統合された法人税の課税ベースに関する欧州委員会の勧告を最終協議することを約束、有害な税慣行・脱税・租税回避の防止で協調。
- ⑤ E Uの構造基金（後進地域の開発と構造調整、構造困難地域の経済・社会転換、教育・訓練・雇用の改善を目的とした地域間格差是正の補助金）・結束基金（低所得国を対象に、交通インフラ整備と環境保全に限定した補助金）を活用した経済成長・競争力強化の促進： 過剰な不均衡の是正が必要と勧告されたユーロ圏の構成国は構造基金と結束基金を構造調整プログラムに利用可能とする。将来的には、過剰な財政赤字の是正が必要と勧告された国は、構造基金・結束基金からの拠出が停止される。

【ドイツ・フランス二国間の経済・財政の収斂強化】

- ① 金融取引税に関する共同提案： 両国の財務省に対して、9月末までに金融取引税の導入に関する共同提案をまとめることを要請、欧州委員会での検討過程に貢献する。
- ② 両国の経済・財政政策に関する定期協議： 毎年、ヨーロッパ・セメスターが始まる際に、両国の経済・財政政策について意見交換をする定例会議を開催する。第1回目の会議は2012年1月に開催。
- ③ 両国の収斂・競争力強化を目的とする共同提案： 両国の経済・財務担当相に対して、収斂強化・競争力強化を目的とした共同提案をまとめることを要請。特に、2013年までに両国間で法人税の課税ベースと税率を調和させる提案。

このうち、財政均衡の憲法規定による義務化には、危機波及を恐れるイタリア・スペインの両国政府が相次いで取り組むことを約束している。また、提案の通りに、ユーロ圏の経済・財政運営を一体的に担う経済政府が創設され、各国の財政健全化や構造改革の履行・監視が強化されるならば、「金融政策・通貨は1つでも、財政運営はバラバラ」と言うユーロ圏の抱える制度的な欠陥を解消する一助となる。だが、独仏提案からは、経済政府にどこまでの権限を付与するかは見えてこない。各国の主権を制限し、経済・財政運営を一手に担う欧州財務省の誕生を期待するのは実際のところ難しい。また、財政健全化や構造改革の実効性の担保手段の具体像も必ずしも明らかでない。例えば、金融取引税の導入や法人税率の課税ベースの調和などの各論では、各国間の利害対立に阻まれ、政策協調が遅々として進んでいないのが実情だ。提案の具体像と実現可能性は、今後のユーログループ会合や各国議会での議論の行方を見守る必要がある。

■ フランスの国債格下げ懸念

欧米先進国を中心に財政懸念が広がるなか、米国に続きフランスの国債格付けがトリプルAから引き下げられるとの観測が一部で浮上。これを受け、サルコジ大統領は8月16日に緊急閣僚会議を開き、追加緊縮策の検討を指示していた。フランス政府は8月24日、今後2年間で120億ユーロ相当の財政赤字の削減策を発表。内訳は歳出削減が10億ユーロ、残りの110億ユーロが増税など歳入増加策。高所得層に対する3%の富裕税の創設、法人税の欠損繰り越しの制限、キャピタルゲイン課税の免除措置の撤廃、アルコール・たばこ税の引き上げなどの増税策が柱となる。

政府は既に昨年、年金給付の支給開始年齢の引き上げ、医療費支出の抑制、公務員給与の凍結、公務員数の削減（2人の退職者に対して1人だけを補充）など、財政再建に取り組んできた。今回の追加緊縮策では、来年の大統領選挙を睨んで、歳出削減を最小限にとどめ、国民の反発の少ない富裕層や企業向け増税・税優遇の撤廃に的を絞った。財政計画の前提となる経済成長率は、世界的な景気減速を受けて、2011・12年ともに1.75%に下方修正した（従来は2011年が2.0%、2012年が2.25%）。だが、追加緊縮策の導入により、従来からの財政赤字の削減目標（2010年：▲7.1%→2011年：▲5.7%→2012年：▲4.5%→2013年：▲3.0%）を堅持する方針だ。

大手格付け会社3社はフランス国債の最上位格付けを確認、アウトルックも安定的としている。追加緊縮策の発表で当座の格下げ懸念は遠退いたが、①銀行部門のギリシャ向けエクスポージャーの高さ、②公的債務残高のGDP比率の高さ、③来年に大統領選を控えた財政再建策の遂行リスク、④経済成長率が下方修正した政府計画から更に下振れする恐れ、⑤EFSFの融資能力の再拡充に伴う潜在的な財政負担の増加など、フランス財政を巡る懸念はなお残る。

■ ギリシャ追加救済での担保問題

このように政策対応が行き詰るなか、市場の不安心理に拍車を掛けているのが、ギリシャへの追加支援の見返りに担保を要求するフィンランド政府の動向と、それに対するユーロ圏内の他国政府との対立だ。ギリシャとフィンランドの両政府は8月16日、ギリシャへの追加融資の提供と引き換えに同国が担保を差し出すことで合意した。報道によれば、ギリシャ政府が国有口座に担保となる現金を預け入れ、その資金をフィンランド政府がトリプルA格付けの債券に投資する。そこから得た利子収入はフィンランドによるギリシャ救済費用の一部に当てられる。

7月21日の首脳会議の合意文書には、「適当と認められる場合、ユーロ圏の構成国がE F S Fに提供する政府保証に係るリスクをカバーするため、担保の取り決めを結ぶことが可能である」との1文があり、これはフィンランド政府の要求に応じる形で盛り込まれた。フィンランドでは、4月の総選挙で反ユーロを標榜する極右政党が国民の支持を得て大躍進した。同党は基本政策の相違から連立政権への参加を見送ったものの、政権側もギリシャ支援に反対する国民に一定の配慮をする必要に迫られ、ギリシャ政府が担保を差し出さない限り、追加支援に参加しないとの方針で折り合いを付けた経緯がある。7月の首脳会合ではギリシャの二次救済での政策合意を急ぐ余り、フィンランドの要求に十分な議論を尽くさぬまま賛同したものの、二国間合意の詳細が明らかとなるに連れ、各国の反発が強まっている。

同様に担保提供を要求する動きは、オーストリア、オランダ、スロベニア、スロバキア政府にも広がっている。一方、ドイツ政府は担保要求に反対する考えを表明している。フィンランド政府は担保合意を他国に広げることに反対しない立場を採っているが、担保提供を要求する国が増えれば、ギリシャ政府の担保提供（預金拠出）負担が嵩み、財政運営の障害ともなりかねない。さらには、各国の利害対立から、ギリシャ二次救済に関する各国議会の承認作業に遅れが出ることや、最悪の場合には追加救済案そのものが暗礁に乗り上げる恐れも否定できない。そうした懸念が現実のものとならない場合も、財政支援を巡る各国間の意見対立が表面化すること自体が金融市場の動揺を誘う公算が大きい。ユーログループのユンケル議長は、9月16・17日に行われるユーロ圏およびEUの経済財務相会合までに担保問題が解決可能と自信を見せるが、事態打開の行方は依然として不透明なままである。

以上