

ドイツ議会承認後の欧州財政危機の焦点

発表日：2011年9月29日(木)

～年内は綱渡りの展開、財政不安は来年に持ち越し～

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

- ◇ E F S Fの修正案は全ての参加国の賛成を取り付ける必要がある。最大の関門は29日のドイツ議会の採決だが、10月初旬のオランダ、11日のスロバキアの採決も、各国の政治事情と絡み安心はできない。
- ◇ ギリシャ政府は追加緊縮策の関連法案の全ての採決が終わるのは10月末になる可能性を指摘。ギリシャ政府の財政資金は10月半ばにも底を尽く模様。第6弾融資が10月末～11月初旬にずれ込む場合、短期証券発行などの自転車操業を余儀なくされる可能性もあり、デフォルトリスクは燻り続ける。
- ◇ ギリシャの二次支援パッケージは導入する以前の段階で既に穴だらけ。ドイツ政府は新たに発覚した財政不足分を民間投資家による債務交換時のロス率引き上げで穴埋めする意向だが、民間側の反発のほか、フランス政府やE C Bも反対の姿勢。利害関係者間の意見対立が支援決定を遅らせかねない。
- ◇ E F S F強化の議会承認を終えた後は、E F S Fの資金供給能力の再拡充と銀行の資本増強スキームを巡る議論が本格化することに。だが、資金供給能力の拡充が最終決着するまでには相当な時間が掛かる可能性があり、今回同様に各国議会での承認作業の行方が市場の不安心理につながる恐れ。銀行の資本増強スキームも具体策の肉付けはこれからで、市場が期待する早期の資本増強とは温度差。
- ◇ 金融市場は政策期待に支えられた小康状態が続いているが、ギリシャの第6弾融資・二次支援、E F S Fの資金供給能力の拡充、銀行の資本増強策を巡る不透明感の解消にはなお時間。年内はまさに綱渡りの展開が予想され、財政不安は来年に持ち越されよう。

■ ドイツの議会承認後もまだまだ気が抜けない

29日に予定されているドイツ議会でのE F S F強化を巡る採決は、野党勢の協力もあり波乱なしに終わるとの見方が優勢だ。既に承認作業を終えたフランスやスペインなどに続き、最大の支援（保証）提供国であるドイツでゴーサインが出れば、①6月の首脳会議で合意したE F S Fの融資能力の拡充（2554億ユーロ→4400億ユーロ）、②7月の首脳会議で合意した銀行への資本注入や流通市場での国債購入などを可能にする融資機能の強化に向けて、最大の関門を乗り越えたことになる（図表1）。その場合、金融市場にもひとまずの安堵感が広がることが予想される。

ただ、10月初旬に予定されるオランダ、11日のスロバキアの議会承認が終わるまでは引き続き安心できない。E F S Fの修正法案の文言を確認する限り、「修正法案の効力が発生するのは、“全ての”ユーロ導入国がそれぞれの国内法規で求められる手続き（大半の国では議会承認）を終了し、その旨を定型書面

でE F S Fに提出した段階」とされる。オランダでは少数派の政権与党に対して多数派の野党勢力が救済見直しで圧力を掛けており、スロバキアでは連立野党の一角が救済参加に反対するなど（28日の報道では、E F S F強化案への賛成に傾きつつあるとのこと）、各国の国内政治事情も絡み、事態は依然として予断を許さない状況にある。小国であったとしても、修正法案が否決されれば、E F S Fの規模・機能拡充は暗礁に乗り上げる。

（図表 1） 議会承認の対象となる E F S F の融資能力・機能拡充案

<p>【融資能力の強化】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 融資能力を2,554億ユーロ→4,400億ユーロに引き上げ ・ そのために、政府保証額を4,400億ユーロ→7,798億ユーロに引き上げ ・ 制度発足以降にユーロ圏に参加したエストニアを含めた政府保証額を再計算 <p>【機能強化】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 財政危機に陥る以前に、予防的な基金の活用 ・ 財政救済の対象国でない場合でも、政府への融資を通じて金融機関の資本強化に基金を活用 ・ 金融システムの安定が阻害されるリスクがあるとE C Bが判断し、E F S F / E S M参加国が危機波及防止に必要と判断した場合、流通市場での国債購入に基金を活用
--

同時に一時支援の第6弾融資の打ち切り懸念に起因したギリシャのデフォルトリスクも燻り続けている。ギリシャでは27日、約束した追加緊縮措置のうち不動産増税に関する法案が議会を通過した。だが、公務員給与の削減など全ての関連法案が議会を通過するのは10月末になるとの見方も浮上している。ギリシャ政府によれば、80億ユーロの第6弾融資を受け取らなければ、10月10日には政府の財政資金が底を尽く（図表2）。財政支援国の一部からは、ギリシャ議会が全ての関連法案を通過させるまで、第6弾融資の実施を見送るべきとの声も挙がっている。その場合、支援実施は10月末か11月初旬にずれ込み、支援融資を受け取るまでの間、ギリシャ政府は短期証券の発行や資産売却など何らかの方法でつなぎ資金を捻出する自転車操業を余儀なくされる。

（図表 2） 第1次ギリシャ救済パッケージの融資日程

	融資予定日	融資総額	うちユーロ圏	融資実行日	うち IMF	融資実行日
第1回	2010/5/10	200	145	2010/5/18	55	2010/5/12
第2回	2010/8/30	90	65	2010/9/13	25	2010/9/14
第3回	2010/11/30	90	65	2011/1/19	25	2010/12/21
第4回	2011/2/28	150	109	2011/3/16	41	2011/3/16
第5回	2011/5/30	120	87	2011/7/?	33	2011/7/?
第6回	2011/8/30	80	58		22	
第7回	2011/11/30	50	36		14	
第8回	2012/2/28	100	73		27	
第9回	2012/5/30	60	44		16	
第10回	2012/8/30	60	44		16	
第11回	2012/11/30	20	15		5	
第12回	2013/2/28	60	44		16	
第13回	2013/4/30	20	15		5	
合計		1,100	800		300	

出所：欧州委員会、IMF

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。

■ ギリシャの二次支援パッケージの見直しは必至

ギリシャの二次支援を巡る不透明要因も残っている。フィンランドが二次支援の参加の条件としている担保問題は「合意間近」との声が繰り返されるばかりで、最終的な合意案は今のところ分からず仕舞いだ。フィンランド議会はE F S F強化と二次支援の議会承認を切り離し、E F S F強化案を28日に承認した。担保問題での態度を決めかねているオランダなども、E F S F強化の採決を優先し、二次支援の採決は先送りする方針だ。担保問題が解決しない限り、ギリシャ二次支援の議会承認は宙に浮いたままとなる。

また、二次支援を巡っては、民間投資家による自発的な債務交換への参加率が目標の90%に達したとの報道が28日に出ている。二次支援の枠組みは90%の参加率を前提に作られたもので、参加率が目標に達しない場合、それだけ必要な支援額の穴埋めが必要になる（図表3）。報道の通り、参加率が目標に達したとすれば、二次支援を巡る不透明要因の1つが解消されたことになる。だが、問題はそれほど単純ではなさそうだ。

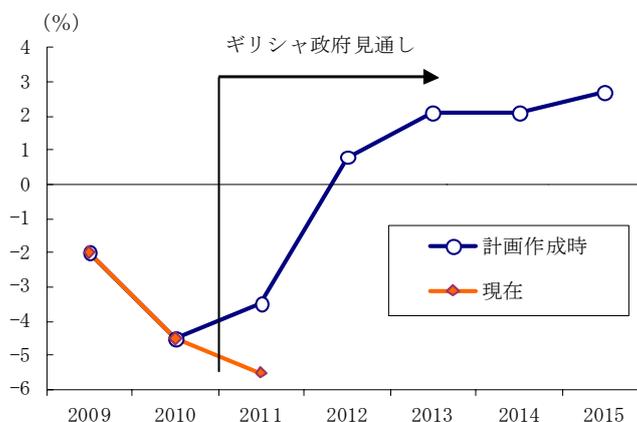
（図表3）民間投資家関与の参加率下振れ時の必要穴埋め額

参加率 (%)	交換・借換額 (億ユーロ)	保証額 (億ユーロ)	差し引き民間負担 (億ユーロ)	民間負担下振れ (億ユーロ)
100	633	410	223	33
95	570	369	201	11
90	540	350	190	0
85	510	331	179	-11
80	453	294	160	-30
75	378	245	133	-57
70	294	190	103	-87

出所：E B A、E F S F 資料より第一生命経済研究所が作成

ギリシャの二次支援パッケージは、計画策定時と比べて経済環境の悪化が進んでおり、既に実体を反映していないとの指摘もある。二次支援が想定している今年の経済成長率の前提は▲3.5%、来年にはプラス成長への復帰を見込んでいるのに対し、現在の政府想定は今年の成長率が▲5.5%、来年もプラス成長への転換は疑わしい（図表4）。加えて、二次支援の一角をなす国有資産売却による民営化収入も、年内に24件で50億ユーロを調達する計画だが（ギリシャ政府はその後に年内の目標額を40億ユーロに下方修正）、今のところ決まったのは5億ユーロにも満たない（図表5）。つまり、二次支援は導入する以前の段階で既に穴だらけと言う訳だ。

（図表4）ギリシャ支援パッケージの経済成長率の想定



出所：ギリシャ財務省

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。

(図表 5) ギリシャ政府の民営化計画

		件数 (件)	累計 (億ユーロ)
2011年	4-6月期	1	-
	7-9月期	6	-
	10-12月期	17	-
	年内	24	50
2012年	年内	18	150
2013年	年内	8	-
2014年	年内	2	280
2015年	年内	2	500
9/20時点の成約		1	4

出所：ギリシャ財務省

ドイツやオランダ政府などは、二次支援パッケージを練り直し、民間投資家により重い負担共有を求めることで、不足資金を穴埋めすることを目指している。つまり、当初の計画で正味現在価値（NPV）から21%の減価を想定した債務交換のロス率を引き上げることが計画している（図表6）。これに対して民間側は反発。フランス政府やECBなどもロス率の引き上げに反対姿勢を崩していない。当事者間の意見対立が支援決定を遅らせる事態になりかねない。仮にドイツ案で決着したとしても、これは民間投資家の自発的関与を巡るこれまでの協議を一からやり直すことを意味し、「債務交換への参加率が目標の90%に達した」との前述の報道は何ら意味を持たないことになる。

(図表 6) ギリシャ国債を保有する民間投資家の自発的な債務交換・借換

	保有国債の交換・借換方法	利回り	元本保証
①	保有国債を額面と等価の30年債と交換	年利4.5%相当	全額保証
②	償還を迎える国債を額面と等価の30年債で借換	年利4.5%相当	全額保証
③	保有国債を額面の80%の30年債と交換	年率6.42%相当	全額保証
④	保有国債を額面の80%の15年債と交換	年利5.9%相当	部分保証

90%の参加率、各スキームに1/4ずつ参加した場合、
 2011-20年に1,350億€の債務交換・借換、420億€の保証費用で、差し引き930億€の財政支援
 2011-14年に540億€の債務交換・借換、168億€の保証費用で、差し引き372億€の財政支援
 但し、保証費用のうち350億€は二次支援パッケージに予め計上する必要
 参加する民間投資家にとっては、既存の国債と比べてNPVが21%減価する

出所：EBA、EFSF資料より第一生命経済研究所が作成

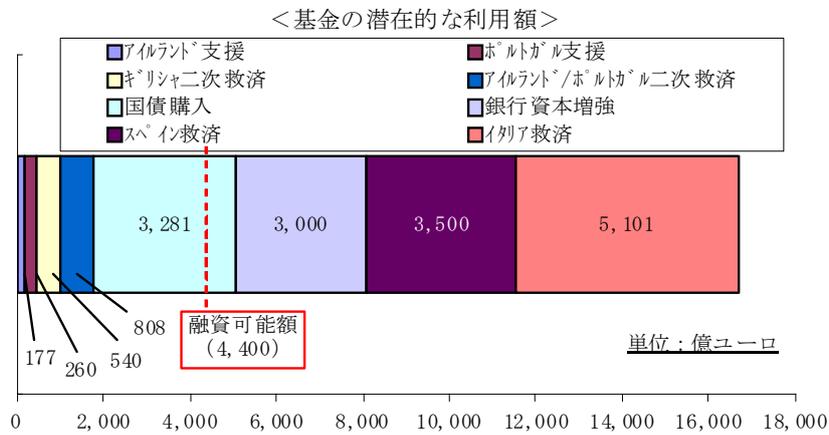
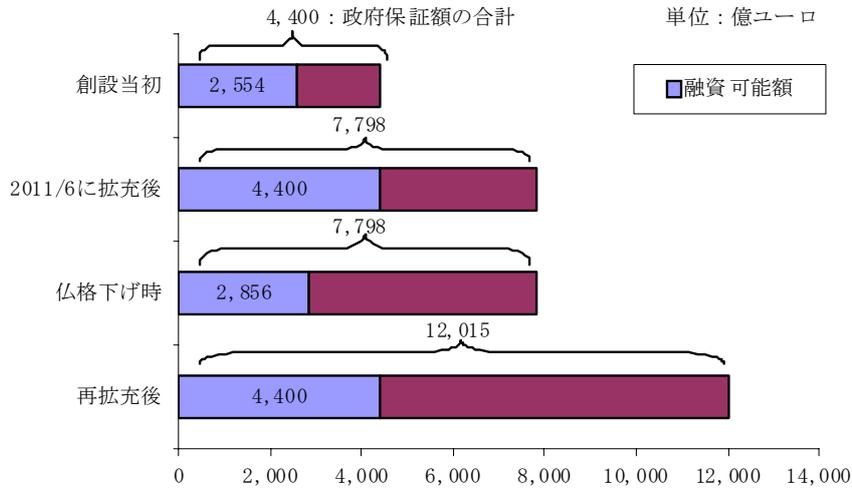
■ EFSFの資金供給力の再拡充には時間が掛かる

解決すべき課題は他にもある。市場が懸念するイタリア・スペインへの危機波及と銀行問題への飛び火を食い止めるための政策対応も同時に求められている。EFSFの規模・機能強化の議会承認を終えた後は、EFSFの資金供給能力の再拡充と銀行の資本増強スキームを巡る議論が本格化することになる。

現行のEFSFの融資能力では、実際の救済が必要かどうかは別として、イタリア・スペインの救済や銀行への資本注入のセーフティーネットとしては心許ない（図表7）。だが、6月の首脳会議で合意したEFSFの発行債券に対する政府保証額の引き上げは、7月の首脳会議で合意した機能拡充と合わせて、今回各国の議会審議に諮ったばかり。議会承認直後のタイミングでの政府保証額の更なる引き上げは、政治的な困難に直面することが目に見えている。そこで政府保証額を引き上げずに、EFSFの資金供給能力を増強する案が検討されている訳だ。

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。

(図表7) 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

これまでに挙がっている案は、①E F S F の資金を融資に回すのではなく、イタリア・スペイン国債保有による損失の20%を保証することで、直接国債を購入するよりも5倍の支援規模を確保する、②E F S F の資金でE C B に保証を提供し、E C B が保証額の5倍のイタリア・スペイン国債を購入する(欧州版T A L F)、③E F S F を銀行に転換し、E C B の資金供給オペの対象とすることで、無尽蔵の融資能力を確保する、④2013年7月に予定する恒久的な財政救済メカニズム(E S M)の導入を1年程度前倒しすることで、現在よりも融資能力を高める(現行のE F S F の政府保証を裏付けとしており、格付け会社によって信用力の高い国の保証合計額以上の融資能力がないと判断されているのに対し、E S Mは資本準備金を裏付けとしているため、資本金×数倍の融資が可能になる)など。

だが、何れの案を採用するにしても、事務方の意見調整→経済・財務担当相レベルでの合意→首脳合意→各国議会での承認という一連のプロセスが必要となり、最終決着には相当な時間が掛かる可能性がある。また、今回同様に各国議会での承認作業の行方が市場の不安心理につながる恐れもある。

一方、E F S F 強化の議会承認が終了すれば、E F S F 資金を利用した銀行の資本増強スキームの基礎が出来上がる。だが、具体的な肉付けはこれからで、スキームの詳細は何一つ明かされていない。金融市場やI M F が期待する仕組みとなるかは不透明だ。ちなみに、E F S F 機能強化の一環で盛り込まれた銀

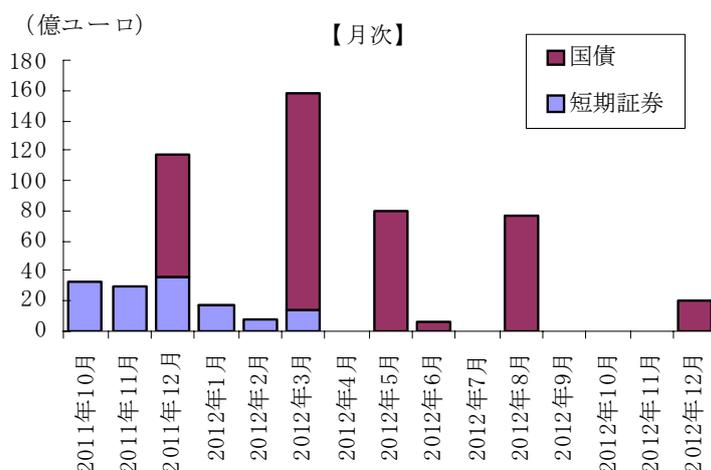
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

行の資本増強へのE F S F資金の活用は、資本不足の銀行に対してE F S Fが直接資金を注入する仕組みではなく、問題を抱えている銀行を所管する政府に対してE F S Fが資金を融資し、当該政府が銀行に対して資金注入することが想定されている。既にアイルランド・ポルトガル支援やギリシャの二次支援の中にも銀行救済のための財政資金の融通が盛り込まれているが、機能拡充後のスキームとの違いは、国自身が財政救済を必要としていない場合でも利用可能な点だ。

だが、資本不足が懸念されている銀行を抱える国の多くは、独自に銀行への資本注入スキームを有している。E F S Fからの資金借り入れは自国の財政悪化にもつながるため、積極的に活用する国が現れるかは不透明だ。実際の資本増強を期待している投資家と、セーフティーネットの整備と問題を抱える銀行の自助努力で十分と考えている政府関係者との間の温度差が今後浮き彫りとなる恐れがある。

金融市場は政策期待に支えられ小康状態が続いているが、ギリシャの第6弾融資・二次支援、E F S Fの資金供給能力の拡充、銀行の資本増強策を巡る不透明感の解消にはまだしばらく時間が掛かりそうだ。10月初旬にE F S F強化の議会承認が終了した後も、ギリシャの第6弾融資の決着が10月下旬～11月初旬にずれ込む可能性があるほか、二次支援の見直し作業は難航が予想され、11月いっぱい掛かると見ておくべきだろう。12月に入ると一次支援の第7弾融資の審査団が再びアテネ入りし、新たな財政の穴が発覚。融資打ち切り懸念に、12月末の国債償還日程も相俟って（図表8）、ギリシャのデフォルトリスクが再燃する可能性が高い。E F S Fの資金供給能力の拡大が年内に決着する公算は低く、財政不安は来年に持ち越し。当面は綱渡りの展開が予想される。

（図表8）ギリシャの国債・政府証券の償還日程



出所：ギリシャ財務省

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。

(参考) ギリシャ支援パッケージの概要

一次支援<2010年5月>

【資金元】	<億ユーロ>
ユーロ参加国による二国間融資	800
IMFによる融資	(+) 300
	<u>1,100</u>
【使途】	
財政資金の穴埋め(2010~13年の3年間)	1,100
【融資条件】	
5年で元本を返済、その後9.5年、11.5年に延期 3年間は返済猶予、その後7.5年、9.5年に延期 但し、返済期間の延長を検討中 ユーロ圏拠出分の適用金利は約5.5%	

二次支援<2011年7月>

【資金元】	<億ユーロ>
EFSFによる融資	540
IMFによる融資	270
民間投資家による国債借換・交換	540
国有資産の民営化収入	(+) 280
	<u>1,630</u>
【使途】	
財政資金の穴埋め(2011~14年の3年間)	880
民間投資家関与での債務保証	350
ギリシャ政府による国債の買い戻し	200
国内銀行の資本強化	(+) 200
	<u>1,630</u>
(-) 民間投資家の救済負担 プログラムの規模	(-) 540
	<u>1,090</u>
【融資条件】	
15~30年で元本を返済 10年間は返済猶予 EFSF拠出分の適用金利は約3.5%	

以上