

## 危機克服を目指した10日間の攻防が開始

発表日：2011年12月1日(木)

～前半戦は1勝1敗1分～

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

- ◇ 財政危機の克服に向けた政策当局による10日間の攻防が始まった。11月29日のユーログループでは、①ギリシャ向け第6弾融資が承認され、無秩序なデフォルトが回避されたこと、②イタリアの新政権による改革姿勢が確認されたことなど、個別国の状況としては一応の前進が見られた。ただ、全般に新味に欠ける内容で、市場の不安心理を払拭するには力不足。なかでもE F S Fのレバレッジ案は、10月末の欧州首脳会議の時点から事実上何も進展していないことが明らかとなった。
- ◇ 30日には日米欧の中央銀行がドル資金供給で協調姿勢を打ち出したことで、銀行の資金調達難を和らげる効果が期待できる。だが、銀行の信用不安は債務危機の一つの側面に過ぎない。不安の根っこにある財政・構造問題と、それに対する政策対応の鈍さや行き詰まり感が解消されない限り、問題解決にはつながらない。
- ◇ E F S Fのレバレッジ案は外部資金の呼び込みが難しく、1兆ユーロの実質規模を確保することが難しくなった。外部資金の確保で欧州の政策当局はIMFとECBに期待を寄せるが、IMF自身も融資能力の強化が必要で、その方法を巡っては、①ECBによる融資の是非、②出資比率の拡大を巡る新興国の思惑、③米国の議会動向など不透明要素が多い。
- ◇ 12月9日に欧州首脳会議などの重要日程を控え、政策期待が市場心理の支えとなり得るが、ECBによる国債購入の積極化やドイツ政府が共同債購入に舵を切るためには、危機の深刻度と切迫感がまだ足りないようだ。現時点で局面を打開する抜本的な政策転換が行われる可能性は低い。

### ■ 局面を打開する抜本的な政策転換が現時点で打ち出される可能性は低い

財政危機の克服とユーロ防衛に向けた欧州の政策当局による“10日間の戦い”の口火が切られた。初日となった11月29日のユーログループ会合（ユーロ圏の財務相会合）では、①ギリシャ向け第6弾融資の承認、②アイルランド向け第4弾融資の承認、③イタリアの新政権による財政再建・構造改革の基本方針に対する支持、④ベルギーの予算案に対する支持、⑤E F S Fのレバレッジ拡充の方針と技術的詳細などで基本合意に達した。

パパデモス新政権の発足後も燻り続けていたギリシャの無秩序なデフォルトリスクが遠退いた点はポジティブに評価することが可能だ。ギリシャ向け支援プログラムと10月末の欧州首脳会議での合意事項の履行を書面で約束することを拒んでいたサマラス新民主主義（ND）党首が態度を軟化させ、見送られていたEUとIMFで総額80億ユーロの融資は12月半ばの国債償還までにギリシャ政府の手に渡ることがほぼ

確実となった。イタリアのモンティ新政権による改革姿勢やE F S Fの実質規模拡充での合意なども、正しい方向に向かっていると言うことが出来る。

ただ、今回の合意事項は何れも新味に欠ける内容と言える。なかでもE F S Fのレバレッジ案は10月末の欧州首脳会議の時点から事実上何も進展していないことが明らかとなった。ギリシャ・イタリア・スペインの新政権の改革の実行力、ギリシャの二次支援策の行方（自発的な債務交換を巡る民間投資家との個別協議は、割引現在価値で70%程度の減免を求めるギリシャ政府の案に民間サイドが反発し、交渉が一時中断している模様）、E F S Fの実質規模をどのように拡充するか、財政危機克服におけるE C BとI M Fの役割など未解決の問題が余りに多く、市場の不安心理を払拭することは到底期待できない。

こうしたなか、30日には各国中銀が欧州の危機克服に向けた取り組みに参戦。中国人民銀行が欧州時間に預金準備率の引き下げを発表したほか、日米欧の主要6中央銀行がスワップ協定に基づくドル資金供給の金利引き下げで合意した。こうした各国中銀による協調行動は、欧州系銀行の資金引き揚げに起因した新興国経済の減速懸念を緩和したり、カウンターパーティーリスクの高まりによる銀行のドル資金調達難を和らげる効果が期待できる。だが、銀行の信用不安は債務危機の一つの側面に過ぎない。不安の根っこにあるのは各国が抱える財政問題と、それに対する政策対応の鈍さや行き詰まり感であることを忘れてはならない。銀行の資金繰り支援で“蛇口”を開けたところで、財政問題の克服に向けた抜本的な政策対応を打つことで水漏れした“穴”を塞がない限り、結局のところ水は流れ出してしまふ。

危機克服に向けた10日間の攻防の前半戦を総括すると、1勝（中銀の協調行動）、1敗（E F S Fのレバレッジ案）、1引き分け（ギリシャ・イタリア情勢）と言ったところではないか。後半戦では、イタリアの政策の本気度、E C Bの危機克服での役割、予算監視での欧州委員会の権限強化、将来的な欧州共同債の導入に向けた議論の進展度合いなどが試されることになる。12月5日にイタリアの財政再建・構造改革策の発表、8日にE C Bの政策理事会、9日に欧州首脳会議などの重要日程を控えており、政策期待が市場心理の支えとなり得る。だが、E C B関係者やドイツ政府高官の最近の発言を聞く限り、E C Bによる国債購入の積極化やドイツ政府が共同債購入に舵を切るためには、危機の深刻度と切迫感がまだ足りないようだ。局面を打開する抜本的な政策転換が現時点で打ち出される可能性は低いと判断している。

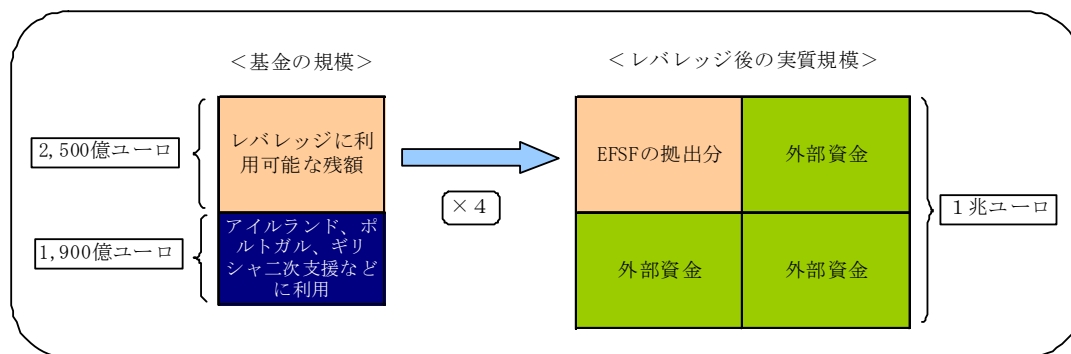
## ■ レバレッジ拡充後もE F S Fの実質規模は1兆ユーロ未満にとどまろう

懸案の1つであるE F S Fのレバレッジ拡充案は、外部資金を呼び込むスキームの技術的な詳細が示された以外には、10月末の首脳会議から目新しい進展はなかった。首脳会議後のギリシャの国民投票騒ぎ、イタリア・スペインへの危機波及、フランス・オーストリアなど最上位格付け国の格下げ懸念、国債札割れでドイツの安全神話が崩れるなど、不安の渦は勢いを増しており、外部資金の呼び込みは益々難しくなっている。G20首脳会議で露呈した十分な外部資金を集めることが出来るのかを巡る市場の不安に対して、説得力のある答えを提供することは出来なかった。

レバレッジ案の1つである部分保証案に関する公表資料によれば、国債の損失発生時に額面の20~30%を保証するとしている。つまり、3.3 (100÷30) ~ 5 (100÷20) 倍のレバレッジ倍率を想定していることになる。しかしながら、オランダのデラヘル財務相は、レバレッジ倍率が2~2.5倍程度にとどまる可能性を指摘。レバレッジに活用可能なE F S Fの資金は2,000~2,500億ユーロ程度とされ、4~5倍のレバレッジをかけて1兆ユーロ程度の基金の実質規模を確保するとの当局の目算は崩れつつある（図表1）。財務相会合後の記者会見に応じたE F S FのレグリングCEOは「どの程度のレバレッジを掛けるかは市場環境などに左右され、1つの数字を挙げることは出来ない」と発言し、1兆ユーロの数値目標の達成が難しいことを暗に認めた。

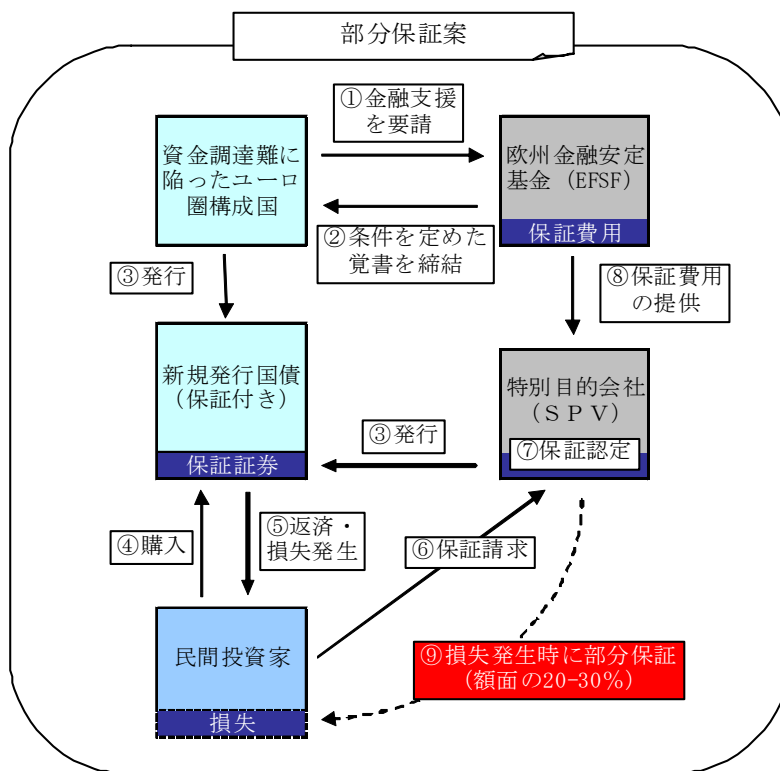
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表1) E F S Fのレバレッジ案の概念図



なお、2つのレバレッジ案のスキームを整理しておくと、部分保証案はいわばE F S F版のC D Sに相当する（図表2）。市場での資金調達難に陥ったユーロ圏の構成国は、額面の20～30%の部分保証付きの国債を発行する。部分保証が付くことで市場金利よりも低い金利での資金調達が可能となる。部分的な債務不履行、支払い遅延、債務再編などが保証の支払い事由となる。C D Sの信用事由とならなかったギリシャの自発的な債務交換もE F S F版のC D Sでは保証事由となる可能性が高い。ただ、保証の支払い者であるユーロ圏の各国政府が保証の是非を判断すれば、利益相反が生じる恐れがある。そのため、保証証券の発行と保証事由の認定は、E F S Fから法的に独立した特別目的会社が行うとされている。この特別目的会社の意思決定がE F S Fやユーロ圏の各国政府から十分な独立性を保つことが出来るかは議論の余地がある。また、そもそもイタリア・スペインなどが国債の支払いに窮する事態となった場合、E F S Fに十分な保証能力が残っているかも疑問が残る（詳細は10月19日付けレポート「E F S Fのレバレッジ案の矛盾点～自らが自らを保証することは出来るのか？～」を参照されたい）。

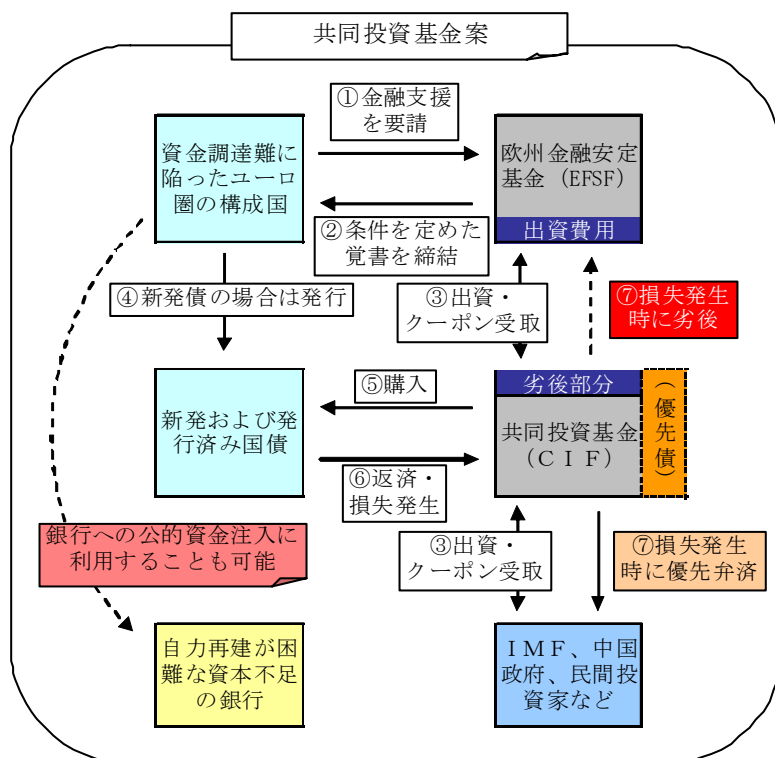
(図表2) E F S Fのレバレッジ案の概念図（部分保証案）



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。

一方、共同投資基金（C I F）案とは、E F S Fと外部資金がそれぞれ出資する共同投資基金が、資金調達難に陥った国の国債を購入する（図表3）。この時、E F S Fの出資分は、IMF・新興国政府・ソブリンファンドなどの外部投資家の出資分と比べて劣後する。損失発生時の出資金の毀損確率は、それぞれの出資割合に応じて変わることになる。例えば、E F S Fの出資割合が20%の場合、共同投資基金が購入した国債の額面20%以上の損失が発生しない限り、外部投資家の出資分が傷つくことはない計算となる。何れのレバレッジ案もスキームを利用するためには、資金調達難に陥った国が金融支援を要請し、財政再建や構造改革に関する厳しいコンディショナリティーの監視と履行が求められる。

（図表3）E F S Fのレバレッジ案の概念図（共同投資基金案）



## ■ IMFとECBの役割拡大に期待を寄せるが、実現までにはなお溝

外部資金の確保で欧州の政策当局が期待を寄せるのがIMFとECBだ。ただ、IMFが新規に財政支援に回せる原資は9月末時点で3,853億ドル（約5,124億ユーロ）に過ぎない。その全てをEFSFのレバレッジ拡充に用いることが出来る筈はなく、IMF自身も融資能力の強化が不可欠だ。余談だが、週初の金融市場でIMFがイタリア救済に6,000億ユーロの緊急融資を検討しているとの報道が好感されたが、そもそもIMFにそれだけの資金余力はない。

一部では、ECBがIMFに融資することで、IMFの融資能力を拡充する案が取り沙汰されている。2009年4月にIMFの融資能力を約2,500億ドルから約7,500億ドルに引き上げた際、欧州中央銀行制度に参加するユーロ圏内の各中央銀行がIMFに必要な資金を融資したことが念頭にあるようだ。ECBのシュタルク理事は29日、ECBが財政救済の一環でIMFに融資することはないと発言。ECBは引き続き、政府に対する“最後の貸し手”となることを拒んでいる。だが、レバレッジ案が行き詰まるなか、表向きは中央銀行の独立性に配慮しながらも、各国の政府高官の間では、財政規律の一段の強化や財政再建・構造改革の履行と引き換えに、ECBのさらなる行動に期待を寄せる声が高まっている。

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。

ちなみに2009年にIMFの融資能力を3倍に拡充した際の資金の出し手は、EU諸国が合計で1,780億ドル、日本と米国が各1,000億ドル、BRICs諸国が計800億ドル、カナダ・スイス・韓国の各国が100億ドルなどであった(図表4)。経済規模を考えれば、IMFへの出資余力のある国は上記以外にほとんど見当たらない。IMFへの出資比率の引き上げを望む新興国から一定の出資は期待できるものの、最大の拠出国である米国では議会の賛成を取り付けることは困難を極めよう。

(図表4) 2009年4月のIMFの融資能力拡充時の拠出額

	追加拠出額 (億ドル)	名目GDP (億ドル)	GDP比 (%)
EU	1,780	179,602	1.0
米国	1,000	150,648	0.7
日本	1,000	58,554	1.7
BRICs	800	132,347	0.6
ロシア	100	18,849	0.5
中国	500	69,885	0.7
ブラジル	100	25,179	0.4
インド	100	18,434	0.5
カナダ	100	17,587	0.6
スイス	100	6,659	1.5
韓国	100	11,638	0.9
オーストラリア	57	15,074	0.4
ノルウェー	45	4,793	0.9
チリ	16	2,430	0.7
シンガポール	15	2,665	0.6
その他	0	118,119	0.0
世界	5,013	700,117	0.7

注：名目GDPは国際通貨基金による2011年の予測値。  
出所：国際通貨基金

こうしたなか、欧州の政策当局は自らが資金拠出することでIMFの融資能力を拡充することも検討しているようだ。財務相会合後の記者会見でユーログループのユンケル議長は「二国間融資を通じたIMFの融資能力の拡充を求める」意向を表明した。EFSFへの政府保証額の一段の引き上げは、財政悪化要因として受け止められるうえ、国民の抵抗が根強い。それならばIMFへの迂回融資を通じて財政不安国の救済に乗り出そうという訳だ。

部分保証案については12月中に運営開始が可能とする一方、IMFやECBとの調整が必要なためか、共同投資基金案は来年1月中の運営開始を目指している。それまでは、危機波及に怯えるイタリアやスペインを守る盾(セーフティネット)はなく、多少の金利上昇には目をつぶり、自力での資金調達を続けることが求められる。両国の資金調達額は年間6,000億ユーロ程度に上る(図表5)。イタリア・スペインの次にはベルギーが、その後には最上位格付け国であるフランスやオーストリアが控えている。仮に外部資金の目処が立ったところで、1兆ユーロ未満の実質規模では心許ないのが実情だ。

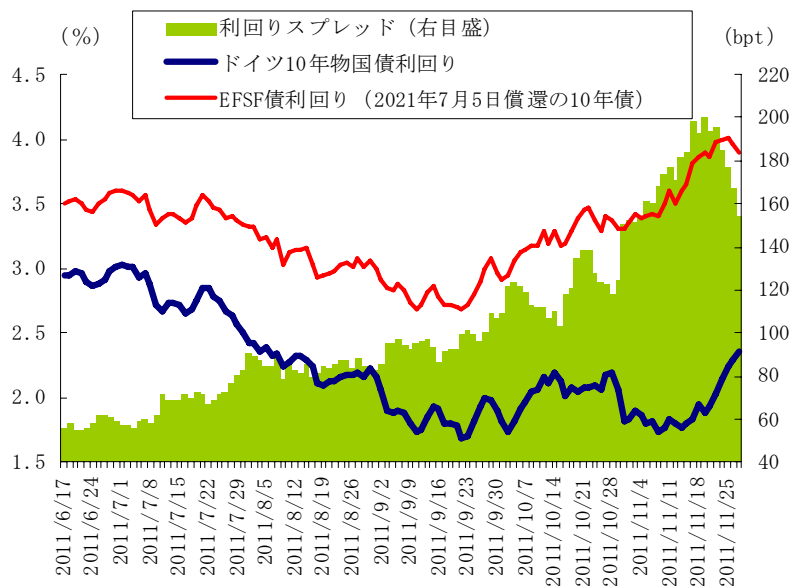
(図表5) 財政不安国の必要調達額(億ユーロ、IMFの財政収支見通しに基づく試算値)

	2011年			2012年			2013年		
	調達額計	償還額	財政赤字	調達額計	償還額	財政赤字	調達額計	償還額	財政赤字
ギリシャ	523	347	177	358	208	150	329	214	115
アイルランド	299	137	162	224	85	139	249	135	113
ポルトガル	377	276	101	380	305	77	367	315	52
スペイン	2,131	1,457	663	2,299	1,675	565	2,238	1,730	508
イタリア	3,592	2,940	636	3,809	3,420	389	3,134	2,935	182

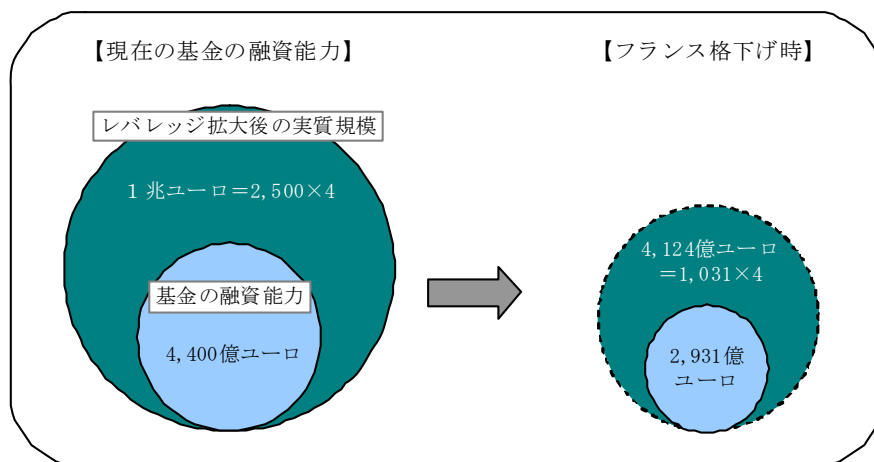
注：ギリシャの償還額は債務交換案への90%の参加を想定。  
出所：国際通貨基金

レバレッジ拡充後の基金規模に注目が集まるが、既にE F S F債の利回りが上昇基調にあるなど、レバレッジの元となるE F S Fの資金調達にも不安を抱えている（図表6）。E F S Fは手元資金を持たないため、部分保証案で国債購入の損失発生時の穴埋めをするための資金や、共同投資基金案で真っ先に損失を被る劣後部分に出資するための資金が必要となった場合、損失発生リスクの高さが嫌気され、E F S F債の購入に応じる投資家はこれまで以上のプレミアムを要求することが予想される。恐らくこうした事態に対処するため、E F S Fは近く短期証券の定期発行を通じて予備資金の調達を開始する方針だ。ただ、一部で噂されるフランス国債の格下げが現実のものとなれば、E F S F債の最上位格付けを維持しようとした場合、レバレッジ後のE F S Fの実質規模が大きく目減りすることが避けられない（図表7）。一方、レバレッジ後の実質規模の確保を優先すれば、E F S F債は最上位格付けを失う可能性が高く、E F S Fの調達金利に一段の上昇圧力が及ぶこととなる。

（図表6）E F S F債とドイツ国債の利回りスプレッド



（図表7）フランス格下げ時にE F S F債の最高格付けを維持可能な実質規模



出所：欧州金融安定基金資料などより第一生命経済研究所が試算

以上

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。