

## 3年目を迎えた欧州財政危機の行方

発表日：2012年1月6日(金)

～二度あることは三度ある？～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主席エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

- ◇ 2012年前半にかけては、①イタリア・スペイン国債の大型償還、②財政規律強化の政府間協定の署名・批准作業、③ESMの制度改正、④ギリシャの自発的な債務交換交渉と二次支援の行方、⑤トリプルA国を含む国債格下げ、⑥フランスの大統領選挙やギリシャの総選挙など政治情勢、⑦イタリア・スペインなど財政不安国の財政再建・構造改革の進捗状況、⑧銀行による貸出圧縮、⑨景気情勢の一段の悪化など、財政危機に関連したリスクイベントが目白押しで、金融市場の動揺が続こう。
- ◇ 1月末の欧州首脳会議に向けて政策協議が本格化するが、昨年12月の首脳会議で決まった政策対応の肉付けが中心とみられ、市場心理を好転させる目新しい政策が打ち出される公算は小さい。ギリシャ情勢もこの1ヶ月余りが勝負となる。3月20日に大型の国債償還を控えるなか、2月初旬頃までには自発的な債務再編交渉が決着しなければ、ギリシャのデフォルト危機が再び現実味を帯びる。
- ◇ とりわけ年前半にかけては、悪材料が重なることで市場の不安心理が増幅され、イタリアやスペインが市場での資金調達から締め出されたり、ギリシャのデフォルト・ユーロ圏からの離脱など、危機的な状況に陥るリスクに注意が必要だ。こうしたリスクイベントを一つ一つ乗り切った後は、2010年や2011年と同様にやや落ち着きどころがやってくる可能性がある。ただ、いったん不安が沈静化したとしても、新たな問題の発覚とともに危機が再燃するグレーな展開が続くことが予想される。

### ■ 欧州財政危機は2012年前半に正念場を迎える

2012年も欧州の財政危機の行方から目が離せない。年明け後の一段のユーロ安進行は、財政危機を取り巻く先行きの不透明感が市場心理を支配していることを物語っている。ECBによる総額4,892億ユーロに上る3年物資金供給で短期国債市場での調達環境は改善しているものの、イタリアの10年物国債利回りが7%前後で高止まりするなど、長期国債市場では依然として緊張が続いている。こうしたなか、12日にはスペインが、13日にはイタリアが年明け後で初の国債入札を予定する。大きすぎて救えない両国が市場での資金調達を続けていけるかを占う今年最初の試金石となろう。

その後も年前半にかけては、①イタリア・スペイン国債の大型償還、②均衡予算を義務づける財政協定の署名・批准作業、③恒久的な財政救済機関（ESM）の設立前倒しや融資上限の見直しに向けた制度改正、④ギリシャの自発的な債務交換交渉と二次支援の行方、⑤トリプルA国を含むユーロ圏各国の国債格下げ、⑥フランスの大統領選挙やギリシャの総選挙など政治情勢を巡る不透明感、⑦イタリア・スペインなど財政不安国の財政再建・構造改革の進捗状況、⑧資本増強の一環で高めの自己資本比率の達成を求められた銀行による貸出圧縮、⑨景気情勢の一段の悪化など、リスクイベントが目白押しだ（表）。そのため、金融市場は今後も動揺を繰り返すことが予想される。

危機感を強める欧州の政策当局は1月30日に緊急の首脳会議を開く方針で、その事前調整に忙しい。6日にはフランスのサルコジ大統領とイタリアのモンティ首相が、9日にはドイツのメルケル首相とフランスのサルコジ大統領が、11日にはドイツのメルケル首相とイタリアのモンティ首相が相次いで会談する。23日にはユーロ圏の財務相会合（ユーログループ会合）、24日にはEUの財務相会合が予定される。こうした一連の準備会合では、1月末の首脳会議での合意形成に向けての意見調整が図られることになろう。ただ、筆者の考えでは、今回の首脳会議の主要議題は昨年12月の首脳会議で決まった政策対応の肉付けが中心とみられる。市場心理を好転させる目新しい政策が打ち出される公算は小さい。

## ■ 1月末の首脳会議に向けて政策協議が本格化

1月末の首脳会議での議題の1つが、財政規律強化の政府間協定の草案の作成とみられる。英国を除くEU26ヶ国が参加を表明した同協定は3月中に首脳が署名、それを各国に持ち帰り、それぞれの国内手続きに則り6月末までの批准を目指している。先の首脳会議では、①財政収支の均衡化ルールを憲法など国内法規で明文化する、②欧州司法裁判所が均衡化ルールを検証する、③財政規律違反時の半自動制裁措置を強化するなどの基本事項で合意したに過ぎない。3月中の署名を目指すならば、論点を洗い出し、具体的な協定の草案を作成、各国間の意見調整などに早々に着手する必要がある。協定への参加を表明した26ヶ国の中には、「具体的な協定の文言を見てみないことには判断のしようがない」とする国もある。加えて、協定への不参加を表明した英国は、同協定がEU条約の枠組み外で締結される以上、欧州委員会や欧州司法裁判所などのEU機関が財政規律の監視や制裁発動などの役割を担うことは認められないと主張している。こうした英国の申し立てを受け、政府間協定の法的妥当性について検討される可能性もある。

同じく前回の首脳会議から積み残された課題としては、財政救済の安全網をいかに強化するか。前回の首脳会議では、恒久的な救済制度であるESMの導入前倒しやIMFの新資金網の創設（表向きはIMFの一般財源の強化）が決まった。だが、ESMが始動するまでの半年間に今のところ準備可能な資金は、①EFSFに残された2,500億ユーロ（既に使途が固まっているアイルランド・ポルトガル支援、ギリシャ二次支援、銀行資本増強以外の残額）、②ユーロ圏と非ユーロ圏のEU諸国が約束した1,500億ユーロ+ $\alpha$ のIMFの一般資金（英国の不参加で当初想定2,000億ユーロの達成は困難）、③新興国を中心とした非EU諸国がIMFに拠出する資金（米国が不参加である以上、1,000～2,000億ユーロからの上積みは困難）、④出し手が不在のままのEFSFのレバレッジ資金といったところ。ユーロ防衛の正念場となる半年に臨むにあたって、イタリア・スペインへの危機波及を阻止する防波堤としては心許ないのが実情だ。宙ぶらりん状態にあるEFSFのレバレッジ案をいかに機能させるのか、ESMの導入前倒しに付随した技術的な詰めや関連法規の改正案の検討、EFSFとESMの合計の融資上限を5,000億ユーロとする規定の見直しの是非（ドイツが反対の立場を崩していない）など、解決すべき課題は多い。

ただ、こうした議題は何れも目新しいものではない。ECBによる国債購入の積極化（そもそも財務相会合や首脳会議で検討される事項ではないが）やユーロ共同債の導入など、12月の首脳会議前後に市場参加者が求めていた政策対応で目に見えた進展があるとは思えない。そのため、一連の政策協議に対する市場参加者の評価は、既に打ち出された骨組みを肉付けすることによる加点方式ではなく、何が依然として不足しているかを見る減点方式となる公算が大きい。

## ■ まだ消えていないギリシャのデフォルト危機

ギリシャ情勢も引き続き予断を許さない。ギリシャ国債を保有する民間金融機関との間の自発的な債務交換を巡る交渉は、当初昨年未までの終了を目指していたが、今も協議が継続中だ。年明け以降、交渉の

仲介役を務める国際金融協会（I I F）や複数の政府筋から、協議の進展と早期の合意を示唆する発言が出てきているが、交渉の難航は債務交換の具体的な条件を巡る政府と金融機関との意見の隔たりが大きく（額面50%の減免では基本合意）、参加率が当初想定に満たない可能性があることを示唆している。自発的な債務交換交渉がまとまらない限り、ギリシャの二次支援の枠組みは固まらない。追加の財政支援を受け取らない限り、ギリシャは3月20日の国債償還を乗り切ることが出来ず、無秩序なデフォルト危機に直面する。そうした事態を避けるためには3月初旬までに二次支援の枠組みで合意する必要があり、逆算すると2月初旬頃までには債務交換協議が完了している必要があろう。

協議が難航した場合も一次支援の第7次トランシェの融資実行を優先することで当座の資金繰り危機を乗り切れる方法も考えられる。だが、支援継続の有無で揉めた第6次トランシェに際し、ユーロ圏各国が今後もギリシャ支援を継続するとの確約が得られない限り、I M Fは資金拠出をしない方針を表明していた。二次支援の枠組みが固まらない以上、第7次トランシェを単独で実行に移すのは難しいだろう。E Uの高官も当初昨年12月に予定されていた第7次トランシェの融資実行が3月に持ち越される可能性が高まったことを示唆している。

なお、ギリシャ国債の大半はギリシャの国内法規に基づいて発行されており、その約款に集団行動条項（C A C）が組み込まれていない。そのため、自発的な債務交換のオファーに応じなかった場合、ギリシャ国債の保有者は満期償還時に満額を受け取ることが可能だ。一方、債務交換後の新たな国債には一定の保証が付される公算が大きい。満期償還までにギリシャが無秩序なデフォルトに陥らないと考えるならば、自発的な債務交換に応じない誘引がある（いわゆるホールドアウト債権者）。自発的な債務交換への参加を促す1つの方法として、既存のギリシャ国債に集団行動条項を組み込みような制度改正を行うことが考えられ、複数のメディアがその可能性を報じている（法律の不遡及の原則をどう回避するのかは不明）。集団行動条項を組み込めば、債務再編案に対して一定割合の債権者の合意が得られれば全ての債権者に対して法的拘束力が発生する。ただ、実際に集団行動条項を発動すれば、C D Sの信用事由（クレジットイベント）に該当し、もはや自発的な債務交換には該当しなくなる。また、E C Bが保有する国債にまで債務再編の拘束力が及ぶ可能性が出てくる。したがって、実際に発動するのではなく、集団行動条項の存在がホールドアウトに対する抑止力として働くことが期待されている訳だ。

## ■ リスクシナリオの検証

このように今年の前半は財政危機に関連したリスクイベントが集中しており、悪材料が重なることで市場の不安心理が増幅され、危機的な状況に陥るリスクがある。危機的な状況として考えられる1つのケースは、イタリアやスペインが市場での資金調達をいよいよ出来なくなる事態であろう。国債入札の不調や国債の格下げ、或いは財政再建の遅れや銀行の経営難など新たな問題の発覚をきっかけに市場での資金調達難が露呈し、国債利回りの上昇に歯止めが掛からなくなる。だが、危機波及を阻止するためのセーフティネットの強化は道半ば。そこにE F S F債の格下げも加わり、レバレッジ資金の確保は元より、E F S F自体の資金調達も困難に直面する。資金確保に手間取るなか、E F S Fが国債購入や短期のクレジットラインの提供をすることが出来ず、対応は後手に回る。どうか財政支援や国債購入に漕ぎ付けたとしても、支援資金がいずれ底を付くとの懸念から不安心理が収まらないといった展開が考えられよう。E F S F、E S M、I M Fの新資金網など各種のセーフティネットが機能しない場合や、支援を開始した後も安全網の資金が底を付けば、イタリア・スペインも債務再編を余儀なくされる。そうなれば、金融機関の損失は甚大となり、事態はまさに泥沼化する。

こうしたリスクシナリオが顕在化するまでには、国債利回りの上昇が始まった時点でE C Bがより積極

---

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。

的な国債購入に動くバッファがある。ECBは財政救済を目的とした国債購入を禁じられているが、既存の証券市場プログラム（SMP）を通じて、金融市場の機能不全の是正を目的に国債購入をより積極化することは可能だ。ただ、ギリシャなど財政支援に入った国の経験からは、いったん国債の投げ売りが始まってからでは、ECBの国債購入の積極化が必ずしも国債利回りの上昇抑制に成功していない。

ギリシャ発のリスクシナリオも考えられる。債務交換や二次支援の協議が暗礁に乗り上げたり、新たな財政の穴が発覚することで支援融資が打ち切られた場合、ギリシャは無秩序なデフォルトに陥り、ユーロ圏からの離脱などが現実味を帯びる。“ギリシャは別の生き物”と考えられているとしても、実際にデフォルトやユーロ圏からの離脱が起きればその動揺は計り知れない。2013年の国債発行再開を目指すポルトガルやアイルランドの市場復帰が困難となり、ギリシャ同様に二次支援・自発的な債務交換の可能性が意識され始める。膨れ上がる追加支援に支援提供国側の財政負担が嫌気され、国民の反発も高まる。ユーロ防衛のコストはさらに高くなる。

プライマリーバランスが赤字のギリシャがデフォルトを宣言すれば、支援融資は打ち切れ、ユーロ圏からの離脱を余儀なくされる。その場合、ユーロ建て債務は膨張、輸入インフレで通貨価値は目減り、銀行の取り付け騒ぎが発生、深刻な景気後退と金融不況に陥りかねない。そのため、ギリシャ政府は国民の抵抗があったとしても財政支援の継続のために必要な追加措置を実行に移すであろう。一方、他国への財政危機の波及懸念が根強い現段階でのギリシャのデフォルトやユーロ圏からの離脱は、他のユーロ圏諸国にとってもリスクが大きすぎる。ギリシャから一定の譲歩が得られれば、EU側も最後は支援継続に動くのが自然だ。

まさに綱渡りの展開が予想される今年の前半だが、数あるリスクイベントを1つ1つ乗り切った後は、やや落ち着きどころがやってくる可能性がある。それは丁度、危機発生からギリシャ支援が決まり、ストレステストの公表でスペインへの危機波及懸念がいったん和らいだ2010年前半や、ギリシャの追加財政緊縮策を巡る議会の混乱が回避され、ECBによるイタリア・スペインの国債購入が開始された2011年前半のような相場展開かもしれない。だが、2010年後半はアイルランドの銀行問題から不安心理が再燃、2011年後半はEFSFの議会承認やギリシャの国民投票騒ぎで不安心理が再燃した。そもそも財政・構造問題の解決には時間が掛かるうえ、単一通貨圏の抱える制度的な欠陥も問題解決を難しくしている。複数の国が危機の発生源となっていることでネガティブなニュースフローに振り回されやすい。そのため、いったん不安が沈静化したとしても、新たな問題の発覚とともに危機の再燃が予想される。

ユーロ圏が更なる結束を示して財政危機を乗り越えるのか、ユーロ圏の分裂・崩壊の序章を迎えるのか、今年の前半がその分かれ道となるのは間違いない。ただ、道は二手に分かれているだけではなく、複雑に交差しあっている。いずれにせよ白黒はっきりつけたいと考える投資家にとってのもう1つのリスクは、欧州の政策当局がこれまでの危機対応と同様に弥縫（びほう）策を繰り返し、どうにか最悪の事態を回避するというグレーな展開が続くことなのかもしれない。

(表) 欧州財政危機の関連日程

2012年	1月	1日	デンマークがEU議長国に	□□□ ギリシヤの財政の穴が発覚 景気減速を示唆する指標	
		6日	フランス・イタリア首脳会談		
		9日	ドイツ・フランス首脳会談		
		11日	ドイツ・イタリア首脳会談		
		22日	フィンランド大統領選挙(第1回投票)		
		23日	ユーログループ会合		
		24日	EU経済財務相理事会		
		30日	欧州首脳会議(臨時会合)		
		月中	IMFの資金網を拡充		
		月中	EFSSFのレバレッジ案の運営開始		
		2月	1日		イタリアの大型国債償還
			5日		フィンランド大統領選挙(決選投票)
			初旬		ギリシヤの自発的な債務交換案で合意
	20日		ユーログループ会合		
	21日		EU経済財務相理事会		
	29日		ECB3年物資金供給オペ		
	3月	1日	イタリアの大型国債償還		
		1・2日	欧州首脳会議		
		12日	ユーログループ会合		
13日		EU経済財務相理事会			
20日		ギリシヤの大型国債償還			
月中		財政規律強化の政府間協定に署名			
月中		ESMの上限引き上げを決定			
月中	ギリシヤ向け二次支援策で合意				
4月	15日	イタリアの大型国債償還			
	22日	フランス大統領選挙(第1回投票)			
	30日	スペインの大型国債償還			
5月	6日	フランス大統領選挙(決選投票)			
	初旬まで	ギリシヤの総選挙			
	18日	ギリシヤの大型国債償還			
6月	18日	フランス国民議会選挙			
	19日	ユーログループ会合			
	28・29日	EU経済財務相理事会			
	28・29日	欧州首脳会議			
	月内	財政規律強化の政府間協定を批准			
	月末	銀行の自己資本比率の達成期限			
7月	月初	恒久的な財政救済制度(ESM)の運営開始			
	30日	スペインの大型国債償還			
8月	20日	ギリシヤの大型国債償還			
10月	31日	スペインの大型国債償還			
12月	15日	イタリアの大型国債償還			
年後半		アイルランドが政府短期証券の発行再開を予定			
2013年	年前半		アイルランド、ポルトガルが国債の発行再開を予定		
	9月		ドイツ総選挙		
	年内		イタリア総選挙		

出所：各種資料より第一生命経済研究所が作成

以上