

## フランス・オーストリアが最上位格付けから転落

発表日：2012年1月16日(月)

～財政救済基金の運営に影響も、格下げの可能性は織り込み済みか～

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

- ◇ S & Pは14日、最上位格付けのフランスとオーストリアを含むユーロ圏内の9ヶ国を格下げした。債務危機に対する欧州の政策当局の対応が不十分で、資金調達コストの上昇や経済成長率の下振れによるショックを吸収することが出来ないことなどを理由に挙げた。一方、ECBの3年物資金供給による短期金融市場の緊張が幾分和らいでいることを評価した。
- ◇ 最上位格付け6ヶ国全てに格下げの可能性があり、フランスには2ノッチの格下げの可能性があったとした昨年12月の事前警告と比べて、ドイツなど4ヶ国が最上位格付けを維持、フランスの格下げが1ノッチにとどまった。近く格下げが行われるとの見方は市場関係者の間で広く共有されていたため、金融市場は今回の格下げを比較的冷静に受け止める可能性が高い。
- ◇ 最上位格付け国の1角が崩れたことで、欧州の債務危機克服に向けた政策対応への影響は少なからず免れない。欧州金融安定基金(EFSF)の資金調達コストに上昇圧力が及び易くなり、レバレッジ案での外部資金の呼び込みが難しくなる事態が予想される。
- ◇ EFSFの資金調達環境は、信用の裏付けとなるユーロ圏各国の資金調達環境、つまり債務危機を巡る市場心理に大きく左右される。既にフランスの格下げの可能性が市場で織り込まれており、イタリアやスペインなどの国債入札が順調に消化されれば、EFSF債の発行環境もそれほど悪化しない可能性がある。格下げが政策当局の危機意識を高め、対応を加速させると見られることも、影響緩和に寄与しよう。

### ■ S & Pはフランスを含むユーロ圏9ヶ国の国債を格下げ

大手格付け会社スタンダード&プアーズ(以下、S & P)は14日、ギリシャを除くユーロ圏16ヶ国の国債格付けの見直し作業を終了し、9ヶ国の格下げを決定した。イタリア、スペイン、ポルトガル、キプロスの格付けを2ノッチ引き下げ、フランス、オーストリア、スロバキア、スロベニア、マルタの格付けを1ノッチ引き下げた(図表1)。これにより、①フランスとオーストリアが最上位格付けを失い、ユーロ圏内のトリプルA国はドイツ、オランダ、フィンランド、ルクセンブルクの4ヶ国に減少、②ギリシャに加えて、ポルトガルとキプロスの格付けが投機的な水準に引き下げられた(図表2)。また、今後2年間の格付けの方向性を示唆するアウトルックは、ドイツ、ギリシャ、スロバキアを除く14ヶ国が「ネガティブ」に指定され、3分の1以上の確率で2012-13年中にさらに格下げされる可能性がある。

S & Pの公表資料によれば、「①クレジット環境の厳格化、②域内のより多くのグループの発行体でのリスクプレミアムの上昇、③政府と家計の同時進行的なデレバレッジング、④景気見通しの悪化、⑤有効

な危機対応への欧州の政策当局間の不協和音の継続など、ユーロ圏内で進行するシステミックなストレスに対して欧州の政策当局の対応が不十分なことが格下げの主な理由」と説明している。12月8・9日の欧州首脳会議での一連の政治合意は、「欧州の危機対応に十分なリソースと柔軟な機能を追加することができず、市場圧力に晒されている国々に十分な支援を提供できない」と判断。「ユーロ圏が直面する危機は主に対外不均衡の拡大と中核国・周辺国間の競争力の相違に起因するもので、財政緊縮のみを柱とする改革プロセスは内需縮小を通じて税収減を招く自己破滅的なリスクを内包する」、「欧州の政策立案と政治的な機関の有効性・安定性・予見可能性は、債務危機の広がりや深さの深刻化に比べて不十分」、「幾つかの国の調達コストが高止まりし、信用のアベイラビリティと経済成長率がさらに減退する可能性が高まっている」と指摘した。「欧州中央銀行による適格担保基準の緩和、政策金利の引き下げ、過去に類を見ない銀行への資金供給策が、金融市場での信用崩壊を回避するうえで機能している」と評価。「格下げを見送った7ヶ国は、対外ポジションや公的・民間部門の負債水準が相対的に健全なため、政策対応の拙さによる格下げの圧力を中和することが可能」とした一方で、「格付けのアウトルックがネガティブな国々は、マクロ経済環境の悪化や投資家のリスク回避姿勢の高まりを受けた資金調達コストの上昇、それに伴う財政状況の一段の悪化と銀行救済費用の増加、さらには改革疲れによる政策実行の予見可能性が低下することで、一段の格下げリスクが残る」と警笛を鳴らした。また、「今のところ金融当局（ECB）の対応を適切と評価しているが、今後の危機の状況と対応次第でこうした評価が変わる可能性もある。その際には多くの国の格付けに影響を及ぼす」と指摘した。

(図表1) ユーロ圏の国債格付けの変更 (S & P)

	変更前	変更後
<b>2ノッチ格下げ</b>		
イタリア	AAA (*-)	BBB+ (*-)
スペイン	AA- (*-)	A (*-)
ポルトガル	BBB- (*-)	BB (*-)
ポルトガル	BBB- (*-)	BB (*-)
キプロス	BBB (*-)	BB+ (*-)
<b>1ノッチ格下げ</b>		
フランス	AAA (*-)	AA+ (*-)
オーストリア	AAA (*-)	AA+ (*-)
スロバキア	A+ (*-)	A
スロベニア	AA- (*-)	A+ (*-)
マルタ	A (*-)	A- (*-)
マルタ	A (*-)	A- (*-)
<b>格下げ見送り</b>		
ドイツ	AAA (*-)	AAA
オランダ	AAA (*-)	AAA (*-)
フィンランド	AAA (*-)	AAA (*-)
ルクセンブルク	AAA (*-)	AAA (*-)
ベルギー	AA (*-)	AA (*-)
アイルランド	BBB+ (*-)	BBB+ (*-)
エストニア	AA- (*-)	AA- (*-)
エストニア	AA- (*-)	AA- (*-)
<b>クレジット・ウォッチ対象外</b>		
ギリシャ	CC	CC

注：(\*-)は格付けのアウトルックが「ネガティブ」  
 出所：S & P資料より第一生命経済研究所が作成

こうしたユーロ圏全体としての要素に加え、フランスの格下げは「公的債務の水準の高さと労働市場の硬直性を反映したもので、①経済成長率が政府の計画を下振れし、財政赤字の削減が進まず、公的債務残高の膨張が続く場合や、②金融・経済リスクの高まりが資金調達環境の悪化につながる場合、さらなる格

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。

下げの可能性がある」と指摘。同様に最上位格付けを失ったオーストリアの格下げは、「主要取引相手国であるイタリアやハンガリーの状況悪化により銀行のバランスシートが打撃を受け、政府による追加支援が必要になると見られることや、経済成長率の下振れで政府の財政再建努力や構造改革の効果が阻害されることが背景にある」と説明する。一方、最上位格付けを堅持したドイツについては、「欧州の政治（政策）状況は我々の想定よりも弱くなっているものの、ドイツの財政状況は潜在的な経済・金融ショックに耐えることが可能うえ、健全な財政運営に対するコンセンサスがあり、公的債務残高の増加を抑制することが可能」と判断。他方、イタリアの2ノッチの格下げは、「政府および金融セクターの抱える負債の外国人保有比率が高いうえ、政府の構造改革に対する一部の抵抗により経済成長や財政見通しの不透明感が増し、公的・民間部門双方の資金調達環境が悪化することを反映したもの」とする。また、スペインの2ノッチの格下げは、「構造的な貯蓄不足、高水準の短期負債、前半にかけての大量償還、資本増強を求められた銀行の債券保有コストの増加、CDSのヘッジ機能を巡る不透明感などを受けた資金調達コストの増加によるもので、構造改革の遅れ、財政赤字削減に必要な追加措置の未実施、銀行救済費用の増加が見られる際には、さらなる格下げの可能性があると指摘した。

(図表2) ユーロ加盟国の自国通貨建て長期ソブリン債格付け

	ムーディーズ		S & P		フィッチ	
投資適格	Aaa	オーストリア フィンランド フランス ドイツ ルクセンブルク オランダ	AAA	フィンランド ドイツ ルクセンブルク オランダ	AAA	オーストリア フィンランド フランス ドイツ ルクセンブルク オランダ
	Aa1		AA+	オーストリア フランス	AA+	ベルギー
	Aa2		AA	ベルギー	AA	
	Aa3	ベルギー	AA-	エストニア	AA-	スペイン スロベニア
	A1	スペイン スロバキア エストニア スロベニア	A+	スロベニア	A+	イタリア マルタ スロバキア エストニア
	A2	イタリア マルタ	A	スペイン スロバキア	A	
	A3		A-	マルタ	A-	
	Baa1		BBB+	イタリア アイルランド	BBB+	アイルランド
	Baa2		BBB		BBB	キプロス
	Baa3	キプロス	BBB-		BBB-	
投機的	Ba1	アイルランド	BB+	キプロス	BB+	ポルトガル
	Ba2	ポルトガル	BB	ポルトガル	BB	
	Ba3		BB-		BB-	
	B1		B+		B+	
	B2		B		B	
	B3		B-		B-	
	Caa1		CCC+		CCC+	
	Caa2		CCC		CCC	ギリシャ
	Caa3		CCC-		CCC-	
	Ca	ギリシャ	CC	ギリシャ	CC	
	C		C		C	
			D		DDD	
					DD	
				D		

出所：ムーディーズ、S & P、フィッチ

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。

## ■ E F S F の資金調達やレバレッジ機能に打撃

S & Pは昨年12月6日にユーロ圏15ヶ国の国債格付けを「クレジットウォッチ・ネガティブ」に指定、今後3ヶ月以内に2分の1以上の確率で格下げをする可能性があるとの警笛を発してきた。「12月の首脳会議後に速やかに結論を出す」としていたことで、近く格下げが行われるとの見方は市場関係者の間で広く共有されていた。今回の格下げはこうした見直しの結果を受けたもので、「最上位格付け6ヶ国の全てに格下げの可能性があり、うちフランスには2ノッチの格下げの可能性もある」との事前警告に比べて、実際に最上位格付けを失ったのはフランスとオーストリアの2ヶ国、フランスの格下げ幅は1ノッチにとどまった。公表文書から類推される事前警告に比べてS & Pがポジティブに評価した要素は、ECBによる3年物資金供給オペ。オペの実施以来、短期国債市場や銀行間取引市場の緊張が幾分和らいでいる。

今後もギリシャの債務交換協議の難航によるデフォルト懸念の再燃や2月1日のイタリアの大型国債償還などリスクイベントに応じて、折に触れて市場の緊張が高まる局面が予想されるものの、①ドイツなど4ヶ国が最上位格付けを維持したこと、②フランスの格下げ幅が1ノッチにとどまったこと、③1月30日に予定される欧州首脳会議に向け、独仏伊など主要国首脳が活発に意見交換を繰り返しているうえ、今回の格下げを受けて各国政府が政策対応を加速させる様子が見られること、④スペイン・イタリアが無難に入札を消化していること、⑤2月29日にはECBによる第2回目の3年物資金供給オペが控えていることから、金融市場は今回の格下げを比較的冷静に受け止める可能性が高い。

とは言え、最上位格付け国の1角が崩れたことで、欧州の債務危機克服に向けた政策対応への影響は少なからず免れない。とりわけ、欧州金融安定基金（E F S F）の資金調達コストに上昇圧力が及び易くなる事態が予想されよう。E F S Fの信用力の裏付けは、ユーロ圏各国による政府保証だ。基金の現在の融資能力は4,400億ユーロで、既に救済下に入ったギリシャ、アイルランド、ポルトガルを除くユーロ圏内の14ヶ国がそれぞれの経済・人口規模に応じて総額7,260億ユーロの政府保証を約束している（図表3）。E F S Fは債券発行を通じて市場で資金調達し、それを元手に支援が必要となったユーロ圏内の国に融資をしている。債権者への返済は支援融資の回収資金を充て、債務返済が焦げ付いた（支援国からの融資返済が滞った）場合、ユーロ圏各国がそれぞれの負担割合に応じて弁済を保証する。E F S Fの根拠法では14ヶ国の保証能力がそれぞれの国債格付けに左右されることはなく、信用能力を補強し、E F S Fの最上位格付けを確保する観点から、各国は実際の融資能力の165%（7,260億ユーロ÷4,400億ユーロ×100＝165%）の上乗せ保証を提供しているとされる。

（図表3）欧州金融安定基金（E F S F）の政府保証額

	規模・機能拡充後		被支援国修正後		AAA 6ヶ国保証額		AAA 4ヶ国保証額		保証額引き上げ時	
	政府保証額 (億ユーロ)	国別割合 (%)	政府保証額 (億ユーロ)	国別割合 (%)	政府保証額 (億ユーロ)	国別割合 (%)	政府保証額 (億ユーロ)	国別割合 (%)	政府保証額 (億ユーロ)	国別割合 (%)
オーストリア	216	2.8	216	3.0	216	4.8	-	-	-	-
ベルギー	270	3.5	270	3.7	-	-	-	-	-	-
キプロス	15	0.2	15	0.2	-	-	-	-	-	-
エストニア	20	0.3	20	0.3	-	-	-	-	-	-
フィンランド	140	1.8	140	1.9	140	3.1	140	5.1	227	5.1
フランス	1,585	20.3	1,585	21.8	1,585	35.1	-	-	-	-
ドイツ	2,110	27.1	2,110	29.1	2,110	46.7	2,110	77.8	3,421	77.8
ギリシャ	219	2.8	-	-	-	-	-	-	-	-
アイルランド	124	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-
イタリア	1,393	17.9	1,393	19.2	-	-	-	-	-	-
ルクセンブルク	19	0.2	19	0.3	19	0.4	19	0.7	32	0.7
マルタ	7	0.1	7	0.1	-	-	-	-	-	-
オランダ	444	5.7	444	6.1	444	9.8	444	16.4	721	16.4
ポルトガル	195	2.5	-	-	-	-	-	-	-	-
スロバキア	77	1.0	77	1.1	-	-	-	-	-	-
スウェーデン	37	0.5	37	0.5	-	-	-	-	-	-
スペイン	925	11.9	925	12.7	-	-	-	-	-	-
合計	7,798	100.0	7,260	100.0	4,515	100.0	2,714	100.0	4,400	100.0

出所：欧州金融安定基金、ムーディーズ、S&P、フィッチ

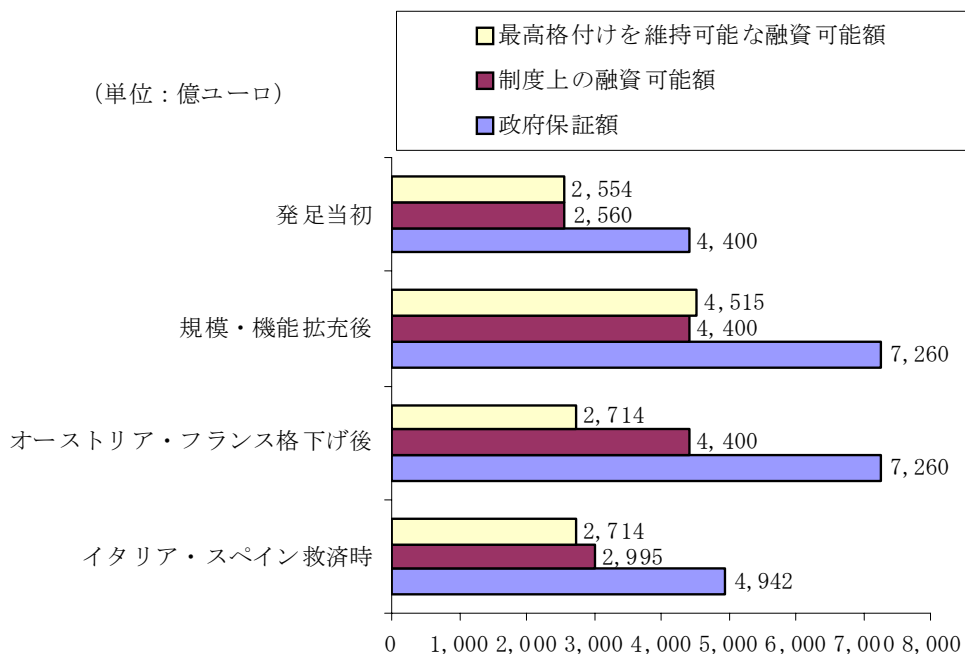
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

だが実際には、格付け会社が最上位格付け国以外の政府の保証能力を疑問視し、AAA国の保証総額を上回る融資をした場合、E F S Fは最上位格付けを失うとの認識を示したことが、保証額を上乗せした背景にある。上乗せ保証を165%に設定したのも、最上位格付け6ヶ国（当時）の保証額の合計が4,400億ユーロに達するよう逆算した結果に過ぎない。そのため、各々1,585億ユーロと216億ユーロの保証を提供していたフランスとオーストリアが最上位格付けを失った現在、E F S Fが残りの最上位4ヶ国の保証総額である2,714億ユーロを上回る金額の融資を行えば、最上位格付けを失う可能性が高い（前掲図表3）。S & Pは近く今回の格下げがE F S Fの格付けに与える影響について見解を公表するとしている。

E F S Fが当初通りの4,400億ユーロの融資能力を確保するためには、残された最上位格付けの4ヶ国が政府保証額をそれぞれ現在の1.6倍程度に引き上げることが考えられる。だが、支援負担のさらなる拡大で国民の理解を得るのは困難とみられ、その実現可能性は低い。ちなみにE F S Fの融資能力のうち、1,900億ユーロ程度はアイルランド・ポルトガルの一次支援、ギリシャの二次支援（債務交換への参加率が計画に満たず、さらに膨れ上がる可能性もある）、銀行の資本増強などに充てることが既に決まっている。仮にE F S Fが最上位格付けを維持するため、融資能力が2,714億ユーロに目減りした場合、イタリア・スペインへの危機波及を阻止するために利用可能な残額は僅か814億ユーロに目減りしてしまう（図表4・5）。

ただ、既述の通り、E F S Fの根拠法そのものに保証提供国の格付けに関する規定がある訳ではない。したがって、E F S Fが最上位格付けでの債券発行を諦めるのであれば、融資能力の目減りは避けられる。だが、その場合、最上位格付けを失ったE F S Fの資金調達コストに上昇圧力が及ぶことになる。また、最上位格付けを理由にE F S Fを投資対象としていた一部の投資家や政府系ファンドがE F S F債の購入から手を引くケースも考えられる。さらには、E F S Fによる保証や優先弁済を呼び水に外部資金の呼び込みを目指すレバレッジ案の運営が一段と困難になる恐れもある。

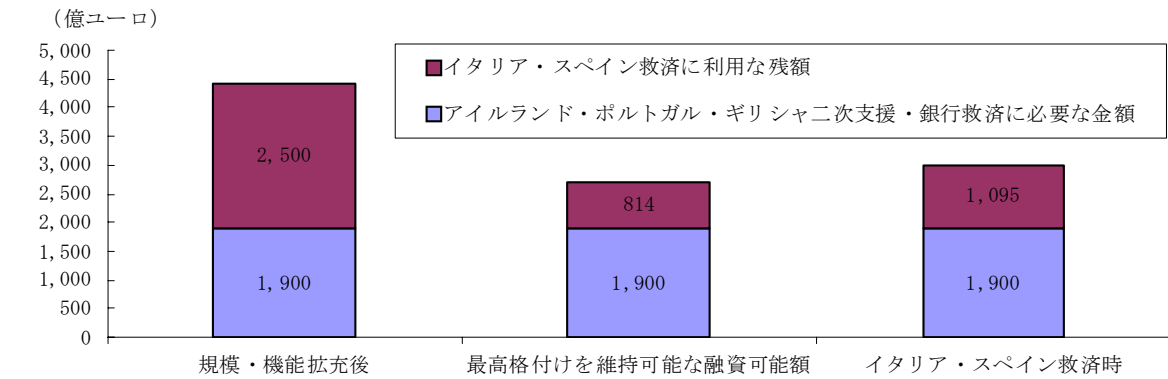
（図表4）欧州金融安定基金の政府保証額と融資可能額



出所：欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

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) 欧州金融安定基金の融資能力

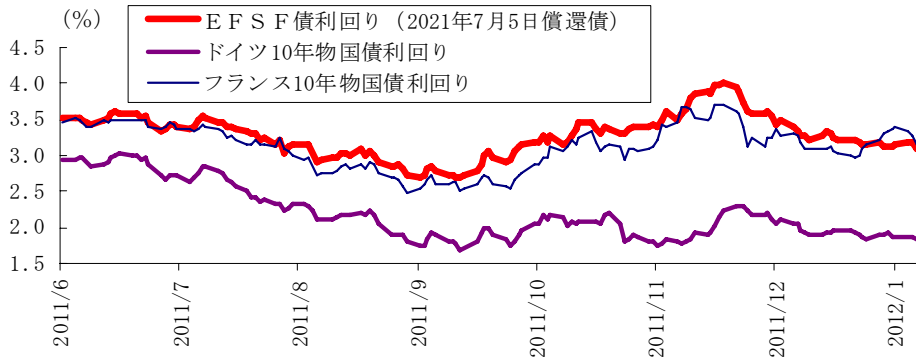


出所：欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

EFSFの資金調達環境は、その信用の裏付けとなるユーロ圏各国の資金調達環境、つまり債務危機を巡る市場心理に大きく左右される。EFSF債の流通利回りはフランスの国債利回りと概ね連動して動いている(図表6)。昨年後半にかけてのEFSF債の利回り上昇がフランスの国債格下げの可能性を織り込んだ水準であったならば、今回のフランスの格下げが決まった後もEFSF債の利回りへの影響は軽微にとどまる可能性がある。また、今回の格下げ後もECBの3年物資金供給オペ実施以降の短期金融市場の安定化が奏功し、イタリアやスペインなどの国債入札が順調に消化されれば、EFSF債の発行環境もそれほど悪化しないことが予想される。一方、国債格下げを受け、各国の国債利回りに上昇圧力が及ぶ場合、EFSFの資金調達コストが上昇するばかりか、国債価格の下落を受けた評価損拡大で欧州の主要銀行の必要資本増強額が膨れ上がる可能性が出てくる。その場合、金利上昇による利払い負担の増加、銀行の貸出圧縮による景気悪化などが意識され、財政不安が一段と広がることにもなりかねない。

格下げが政策当局の危機意識を高め、対応を加速させる触媒として作用することも考えられる。ドイツのメルケル首相は14日、財政規律の強化を目指す政府間協定の早期署名と7月に1年前倒しでの導入を目指す恒久的な財政救済基金(ESM)の資本金の払い込みを加速させる必要性を説いた。最上位格付けを失ったオーストリアのフェクター財務相は14日、「格下げは悪いニュースだが、人々の注意を喚起する」と指摘。同じく最上位格付けを失ったフランスのサルコジ大統領は15日、「月末に構造改革の案を発表し、出来るだけ速やかに導入を目指す」方針を明らかにした。スペインのラホイ大統領も15日、「財政赤字の削減、労働法制の見直し、銀行セクターのリストラなど必要な改革を実行する」と約束した。

(図表 6) EFSF債・ドイツ国債・フランス国債の利回り



出所：Thomson Reuters、Bloomberg

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。