

今年前半の欧州財政危機のリスク要因を再検証する

発表日：2012年1月24日(火)

～二次支援後のギリシャ、ポルトガルの市場復帰の行方が次の不安材料～

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

- ◇ ギリシャの債務交換交渉の決着は持ち越され、今後はギリシャの二次支援策と同時並行で協議が継続されることになる。3月20日の国債償還を乗り切るためには、債務再編交渉と二次支援策を2月中旬までに固める必要がある。
- ◇ 債務交換協議の難航にもかかわらず、金融市場は平静を保っている。債務再編協議が合意に近づいているとの期待感に加え、昨年12月のECBによる3年物資金供給オペ以降、金融市場全般で債務危機に対する不安心理が和らいていることがある。
- ◇ ECBの大量資金供給は銀行の流動性対策に過ぎず、財政・構造問題の解決にはならないとの批判的な見方もある。ただ、一連の財政危機が流動性不足による金融市場の緊張で増幅されていた側面があることも事実だ。
- ◇ ドイツがESMの上限規定の見直しで柔軟姿勢に転じてきたことや、IMFが最大5,000億ドル規模の財源強化を目指す方針を明らかにしたことで、イタリア・スペインへの危機波及を阻止する安全網の強化が前進する可能性が出てきた。
- ◇ ギリシャ問題がデフォルト回避で決着すれば、今年の前半にかけて予想される債務危機の不安要素の多くは金融市場で無難に消化できる可能性が出てきた。次の不安再燃のきっかけとして懸念しているのが、二次支援開始後のギリシャの資金調達難の再燃とポルトガルの市場調達再開の行方だ。

■ ギリシャの債務再編協議の決着は持ち越されたが、金融市場はひとまず平静を保っている

23日のユーログループ会合（ユーロ圏の財務相会合）までの決着を目指したギリシャの債務再編交渉は合意に至らず、交渉が継続している。民間金融機関側は交換後の国債に最低でも4%のクーポンを求めて譲らない。交渉の窓口となっている国際金融協会（IIF）のダラーラ専務理事は「20日に提示した案が自発的な債務交換として債権者側が許容できる最大限のものである」と発言。ギリシャ政府やその背後にいるEUとIMFに譲歩を促したが、両者の溝は埋まることなく財務相会合前の決着は見送られた。会合後の記者会見でユーログループのユンケル議長は「交換後のクーポンは2020年まで3%未満、30年間の全期間にわたって4%未満であるべき」と主張。民間側が求める4%のクーポンの受け入れを拒否した。

EUやIMFがギリシャ支援を継続する条件に掲げているのは、同国の公的債務残高の対GDP比率が2020年までに120%に低下するとの計画を維持すること。計画策定時からギリシャの財政状況が一段と悪化

しているため、民間側にその分の追加負担を求めている格好だ。例えば、30年の複利で計算すると、クーポンを3%から4%に引き上げると、利払い負担が25%近くも嵩むことになる。交換後のクーポンは双方にとって無視できない。債権者側のロス率を引き上げれば、自発的な債務交換への参加率の低下を招き、財政の穴埋めに必要な額が膨らんでしまう。債務交換で合意に漕ぎ着けるかどうかだけでなく、どれだけの参加率を確保できるかも、ギリシャ支援継続の条件を精査するうえで重要な要素となる。

債務交換協議が決着した後は、ギリシャの二次支援協議で支援を提供する側と提供される側でどのように負担を分担するかの対立が待ち構えている。EUやIMFはギリシャの財政健全化が計画通りに進んでいないことや、約束した構造改革の実行が遅れていることを危惧している。支援継続にあたっては、追加の財政負担や構造改革の実施が求められることになろう。債務交換への参加率次第で、追加負担がどの程度まで膨れ上がるかが決まってくる。債務再編交渉が持ち越しとなったことで、今後は債務再編と二次支援策の協議が同時並行で進められる可能性が高まった。3月20日の国債償還を乗り切るためには、複雑な連立方程式の最適解を導き、債務再編交渉と二次支援策を2月中旬までに固める必要がある。

ギリシャの債務再編協議が難航しているにもかかわらず、このところの金融市場は平静を保っている。その理由の1つが、難航しているとは言え、債務再編協議が合意に近付いているとの期待感を挙げることができよう。だが、より重要な理由として考えられるのは、金融市場全般で債務危機に対する不安心理が和らいでいることがある。市場心理の改善のきっかけとなったのは、ECBによる昨年12月21日の3年物資金供給オペだ。オペの実施当初は問題解決にはつながらないとの評価が大勢だったが、オペの実施以降に短期金融市場が落ち着きを取り戻し、その後の財政不安国の国債入札の堅調も相俟って、ECBの流動性供給策が財政不安の封じ込めに一役買っているとの声が増しに高まっている。

ECBによる大量資金供給はあくまで銀行の流動性対策に過ぎず、危機の根幹にある財政・構造問題の解決にはならないとの批判的な見方も多い。確かにECBの資金供給は流動性対策に過ぎない。ただ、一連の財政危機が流動性不足による金融市場の緊張で増幅されていた側面があることも事実だ。金利の上昇圧力が弱まれば、イタリア・スペイン国債の入札や償還への不安も、財政救済基金の融資能力への懸念も自然に後退する。不安拡大による景気の悪化圧力や信用収縮の度合いも弱まることが期待できる。少なくとも財政再建・構造改革で市場の信頼を回復するまでの時間稼ぎをすることが可能になる。危機波及が懸念されるイタリアやスペインで財政再建・構造改革プログラムで幾つかの進展が見られることも、不安の増幅を抑える要因となっている。

■ 今年前半の財政危機関連のリスク要因の多くは消化できそうな気配だ

今回のユーログループ会合では、昨年12月の首脳会議で打ち出された恒久的な救済基金（ESM）の導入前倒しや財政規律強化の財政協定の締結に向けた議論にも一定の進展が見られたようだ。ESMの導入を今年の7月に1年前倒しし、EFSF同様に国債購入や銀行支援に利用可能にする、国際慣習に基づく民間投資家関与のルールを定め、域内の国債に集団行動条項を組み込むなどの制度改正の具体的な文言で基本合意し、近く署名する方向で進んでいる。EFSFとESMを合わせた融資能力の上限を5,000億ユーロとする規定の見直しの是非は、従来の計画通りに3月までに判断する。ドイツ政府は否定しているが、各国が厳格な財政協定のルールを受け入れることを条件に、ドイツが救済基金の融資能力の拡大を認めるとの報道も一部にある。緊急時のESMの意思決定に多数決原理を導入する制度改正に反対していたフィンランド政府も、一定の条件の下で全会一致原則を適用しないことで譲歩する方針を示している。制度改正に起因する加盟国間の不協和音は回避されそうだ。

ドイツがESMの上限規定の見直しで柔軟姿勢に転じてきたと見られることや、IMFが最大5,000億ド

ル規模の財源強化を目指す方針を明らかにしたことで、イタリア・スペインへの危機波及を阻止する安全網の強化が前進する可能性が出てきた。E F S Fの融資可能額4,400億ユーロのうち、イタリア・スペインの救済に利用可能な残額は2,500億ユーロと見られる。上限規定の撤廃に成功すれば、E S Mの融資能力5,000億ユーロと合わせた合計の融資可能額は7,500億ユーロ程度に拡充される。一方、I M Fの融資能力は現時点で3,900億ドル程度。最大5,000億ドルの財源強化も、E Uが2,000億ユーロ（約2,500億ドル）、B R I C Sが1,000億ドル程度、日本が1,000億ドル程度、産油国などが残りの500億ドル程度を抛出すれば、米国が不参加であったとしても実現できない数字ではない。勿論、その全てを欧州の債務危機の備えに充てられる訳ではないが、最大で9,000億ドル（約7,000億ユーロ）の融資能力を確保することになる。これらを全て合わせると、イタリア・スペイン救済の備えは1兆ユーロの大台に乗る。最終的に財源強化の結論が出るのは、3月1・2日の欧州首脳会議や2月下旬のG20財務相・中央銀行総裁会議での議論を待たなければならないが、安全網の心許なさが危機の波及懸念を増幅する事態は食い止められる公算が高まってきた。

こうしてみると、ギリシャ問題が支援継続とデフォルト回避で決着すれば、トリプルA国の格下げとE F S Fの融資能力の目減り、イタリア・スペインの国債償還、イタリア・スペインの改革実行への抵抗の高まり、レバレッジ案の行き詰まりと安全網の未整備、E S Mの制度改正や財政協定の署名・批准作業での各国間の不協和音など、今年の前半にかけて予想される債務危機の不安要素の多くは金融市場で無難に消化できる可能性が出てきた。勿論、このまま財政危機がすんなり収束に向かうとは考えられない。資本増強を求められた銀行の貸出圧縮の動き、域内で進行する景気減速とそれによる財政の悪化圧力、イタリア・スペインの財政再建・構造改革の進捗状況など、今後も不安材料は数多く控えている。

筆者が次の不安再燃のきっかけとして懸念しているのが、二次支援開始後のギリシャの資金調達難の再燃とポルトガルの市場調達再開の行方だ。ギリシャの二次支援は今後改めて練り直されることになろうが、当初の計画では、E UとI M Fによる追加の財政支援の多くは2012年中に予定され、2013年以降はプライマリーバランスの黒字化で資金不足が縮小すると同時に、民営化収入の大幅な増加で赤字の穴埋めを見込んでいる。こうした計画の実現可能性は二次支援が開始された後、しばらくしてから改めて試されることになろう。一方、ポルトガルは2013年中の国債発行の再開を目指している。先のS & Pによる一斉格下げでポルトガルの国債格付けは投機的な水準に転落。金融市場が全般に落ち着きを取り戻すなかであって、C D Sスプレッドや国債利回りが跳ね上がっている。このままでは市場復帰が困難となり、資金不足を穴埋めするための追加支援が必要となる。まさにギリシャの辿った道が待ち構えている。

以上