

欧州の財政危機は最悪期を脱したのか？

発表日：2012年2月10日（金）

～ＥＣＢの稼ぎ出した時間を有効に活用できるかが問われている～

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

- ◇ ギリシャの混乱をよそに、財政危機に対する市場の不安心理が後退している。転機となったのは、昨年12月にＥＣＢが実施した３年物資金供給オペだ。銀行の資金調達難の緩和に加えて、財政不安の後退や景気の下支えなど、様々な経路を通じて効果を発揮し始めている。
- ◇ 今年の前半はリスク要因が集中し、危機対応は山場を迎えると考えられてきた。だが、①イタリア・スペインの調達不安、②フランスの国債格下げによるＥＦＳＦの融資能力の目減り懸念、③財政救済基金の融資能力不足など、懸念材料の多くは杞憂に終わりつつある。
- ◇ ギリシャ情勢は債務交換への十分な参加率が確保できるかなど、当面は予断を許さない状況が続こう。ただ、３月20日の国債償還を乗り切り、無秩序なデフォルトの回避に成功すれば、不安要素の多くは金融市場で消化される可能性が出てきた。
- ◇ ギリシャの債務負担軽減でＥＣＢの果たす役割に注目が集まっている。ＥＣＢ当局者の発言からは、財政救済を禁じた条約に抵触しない形での貢献の可能性は必ずしも排除していないことが読み取れる。取得時の価格やそれを上回る価格でギリシャ国債をＥＦＳＦに売却することなどが検討されよう。
- ◇ ＥＣＢの大胆な行動で目先の危機は回避できる公算が高まっている。ただ、流動性供給は“痛み止め注射”のようなものだ。財政不安を抱える国が改革の手綱を緩めれば、危機は繰り返し訪れよう。ＥＣＢが稼ぎ出した時間を有効に活用し、財政規律の強化と統合に向けた努力を一段と推し進めることが出来るか、欧州の政策当局の決意と行動が問われている。

■ ＥＣＢのバズーカ砲、ゲームチェンジャーとなった３年物資金供給オペ

ギリシャの追加支援を巡る混乱をよそに、欧州の財政危機に対する市場の警戒心が和らいできた。転機となったのは、昨年12月21日に欧州中央銀行（ＥＣＢ）が実施した３年物の資金供給オペ（ＬＴＲＯ）だ。これまで最長１年だったオペ資金の返済期間を３年に延長。一定の基準を満たす担保と引き換えに、銀行が望む資金の全額を期間中の政策金利の平均と同率で貸し付ける。「今年の1-3月期に230億ユーロに上る巨額の銀行債の償還を控え（ドラギＥＣＢ総裁）」、深刻な資金調達難に喘いでいた欧州の銀行がこれに殺到した。初回のオペには523の銀行が総額4,892億ユーロの資金を要請。これはユーロ圏のＧＤＰの５％超に上る巨額の資金が１日で市中に供給されたことを意味する（図表１）。担保基準が一段と緩和される２回目のオペ（２月29日に予定）には、初回を上回る資金が集まるとの声も挙がっている。９日のＥＣＢ

定例理事会後の記者会見でドラギ総裁は「専門家の意見によれば、初回に匹敵する規模が集まる可能性がある」と指摘した。

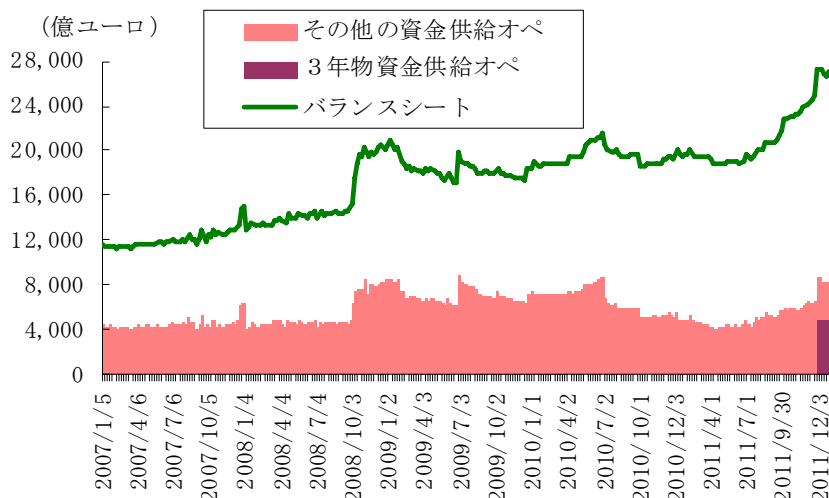
3年物オペを今後も政策ツールとして残しておくかを問われた総裁は明言を避けたが、「その規模の大きさと複雑さから、これは永久的な措置ではない。銀行・市場システムが正常に機能していれば、中央銀行の資金仲介機能に依存する必要はない。現在はこれが機能していないという特異な状況のため、一時的な政策ツールとしてLTROを実施している。初回のLTROで債券市場の一部は再開。市場が正常化すればLTROを続ける理由はない」と説明した。ECBとしては市場の機能不全が続く限り、LTROの継続を排除しない方針と言える。なお、今回の担保基準の緩和は中小企業の資金調達難の解消に主眼がおかれており、アイルランド、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、オーストリア、ポルトガルの銀行ローンが対象となる。

初回のオペの実施直後は供給された資金の多くがECBの翌日物預金に滞留しており、効果は限定的との評価が多かった。また、LTROは銀行に対する流動性供給策に過ぎず、欧州が直面している危機の背景にある財政・構造問題への解決策ではないとの意見も目立った。だが、オペの実施以降、銀行間取引市場での緊張が緩和しており、取引金利は約1年振りの水準にまで低下している（図表2）。この他にも、時間の経過とともに様々な経路を通じて効果を発揮し始めている。ドラギ総裁自身も「ECBの行動が大規模な信用収縮の発生を抑えることにつながった」と評価している。

なかでも見逃せないのは、流動性資金が呼び水となり、イタリアやスペインの国債利回りが低下していることだ。当初、金利低下は3年未満の国債が中心であったが、次第に長めの金利にも低下圧力が及んでいる（図表3）。危機の波及が懸念されてきた両国が、市場での資金調達から締め出されるリスクが軽減したことで、財政不安の後退につながっている。

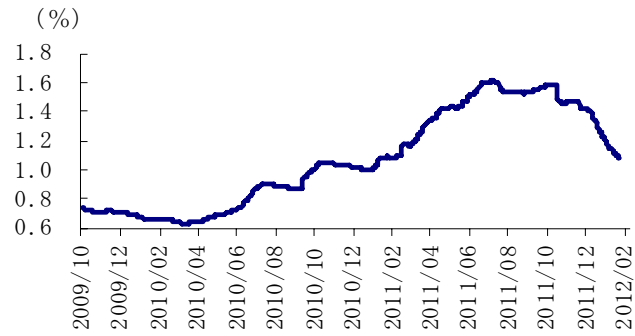
また、景気の一段の悪化を食い止める効果も期待できそうだ。最新の銀行貸出調査では、貸出基準を一段と厳格化していると回答する銀行が増えている（図表4）。だが、ドラギ総裁が指摘するように、「今回の貸出調査の集計期間はLTRO以降の金融市場の環境改善を反映していない」。信用環境の悪化に歯止めが掛かることで、銀行の貸出姿勢にも次第に緩和圧力が及ぶ可能性がある。足許ではギリシャの二次支援での合意観測がユーロ相場の反転につながっているが、2回目の3年物オペでECBのバランスシートが一段と拡大すれば、ユーロ安要因として受け止められ、輸出回復を後押しする展開も考えられる。

（図表1）ECBのバランスシート



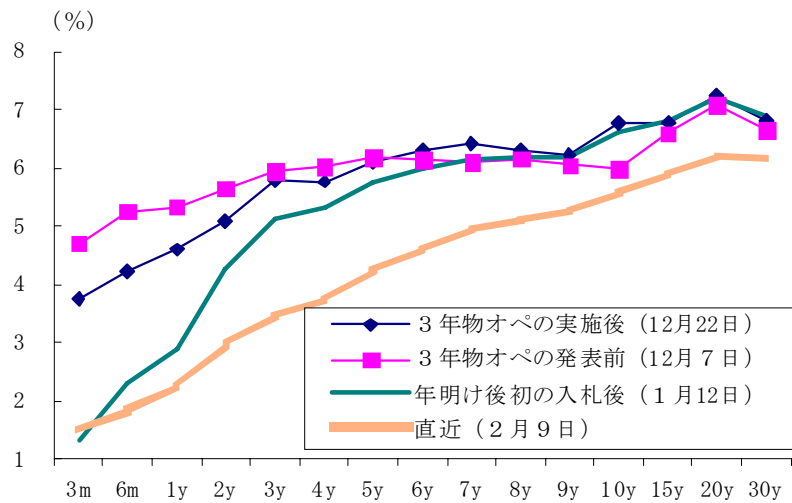
出所：欧州中央銀行

(図表2) 3カ月物ユーロLIBOR金利



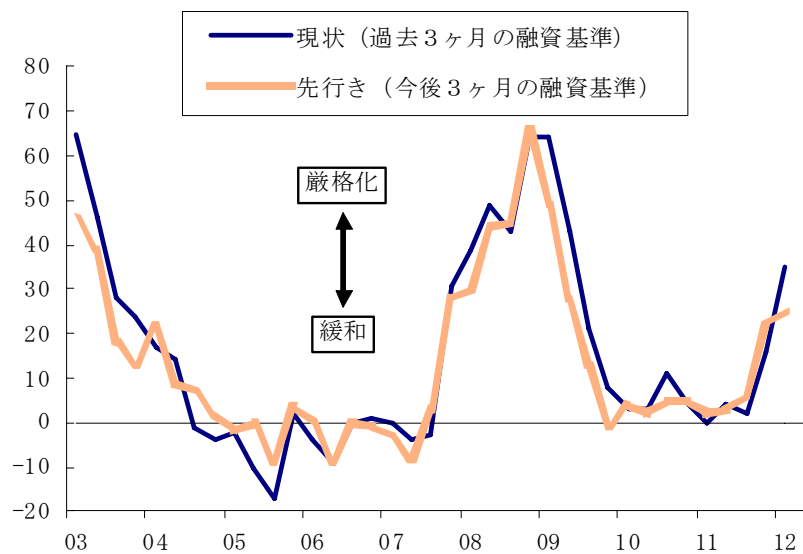
出所：英国銀行協会

(図表3) イタリア国債のイールドカーブ



出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) ユーロ圏の非金融企業向けの銀行融資基準



注：貸出基準を「厳格化」－「緩和」した割合。直近の調査期間は12/19-1/9
出所：欧州中央銀行

■ ユーロ圏の存亡を賭けた戦いは休戦へ、年前半の不安材料の多くは消化しつつある

では、欧州の財政危機は最悪期を脱したと言えるのだろうか。今年の前半の不安材料として挙げられた諸点を再検証してみよう。

第1に、金融市場の緊張緩和や各国の財政再建・構造改革の取り組みが前進していることで、2～4月にかけて集中するイタリアやスペインの国債償還に対する不安は薄らいでいる（図表5）。これまでの国債入札では金利低下と堅調な需要が確認され、国債の買い手が付かなくなるような事態は起きていない。

第2に、フランスなど最上位格付け国の国債格下げ時に財政救済基金（E F S F）の融資能力が目減りするとの懸念も杞憂に終わりそう。格付け各社は、ユーロ圏の最上位格付け国による政府保証をE F S Fの融資能力の裏付けと看做している。フランスとオーストリアが最上位格付けを失ったことで、仮にE F S Fが最上位格付けの維持にこだわるならば、融資能力の目減りが避けられなかった（図表6）。だが、欧州の政策当局はE F S Fが最上位格付けから転落したことを黙認。その後も、E F S Fの資金調達コストに上昇圧力は見られず（図表7）、格下げによる基金の融資能力の目減りを心配する必要はなくなった。

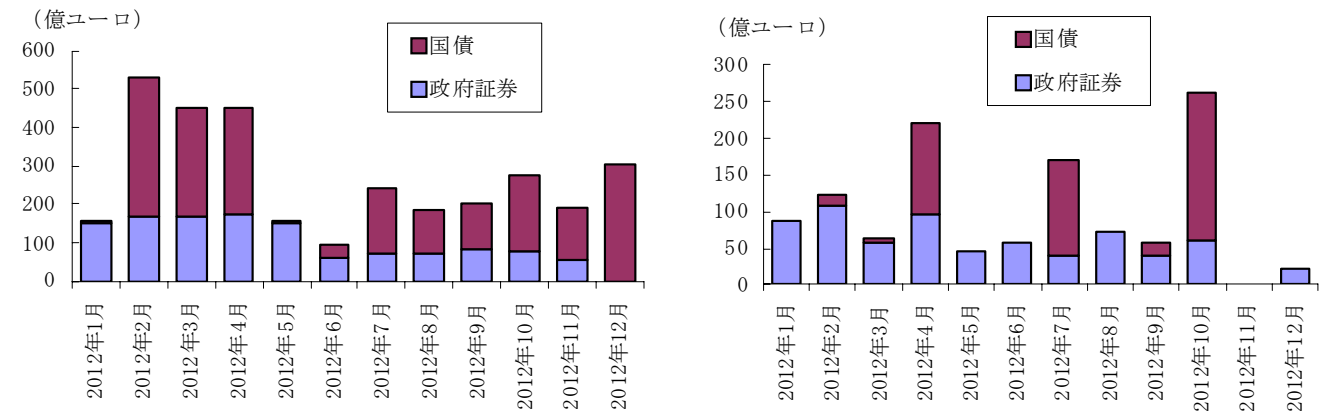
第3に、懸案となっていた財政救済の安全網の整備も、恒久的な救済基金（E S M）の導入前倒しや国際通貨基金（I M F）の融資財源の強化に向けた検討が進められており、どうにか形が整いつつある。

E F S Fの融資能力の上限は4,400億ユーロだが、アイルランド、ポルトガル、ギリシャの二次支援などで既に使途が決まっている金額が約1,900億ユーロあるとされている。したがって、E F S Fが利用可能な残額は2,500億ユーロとみられる。現行の規定では、E F S FとE S Mの融資能力の上限は両者合わせて5,000億ユーロとされている。だが、これまで見直しに反対姿勢を崩していなかったドイツも、ここにきて態度を軟化させているとの報道もある。3月までに結論を出すとする上限規制が見直されれば、7月にE S Mが運営を開始した以降は最大7,500億ユーロの融資能力を確保可能となる。

加えて、月初にドイツのメルケル首相が中国を公式訪問した際、中国の温家宝首相は「債務危機の解決は欧州自身の努力が基礎にある」としながらも、「欧州の努力を支持する」と表明した。「E F S FやE S Mを通じて、欧州問題へのより深い関与を検討している」と述べ、追加支援の可能性に言及した。2月25・26日に予定されるG20財務相・中央銀行総裁会議で、I M Fの融資財源強化の議論に何らかの進展が見られる可能性がある。B R I C S諸国や日本がI M Fの財源強化に応じれば、既に1,500億ユーロの出資の方針を表明しているユーロ圏（E C B参加の各国中銀）と合わせ、目標とする5,000億ドル（約3,800億ユーロ）の融資財源の強化も絵空事ではなくなる。救済基金の上限撤廃とI M Fの財源強化を合わせれば、財政危機への備えは1兆ユーロの大台を突破することになりそう（図表8）。

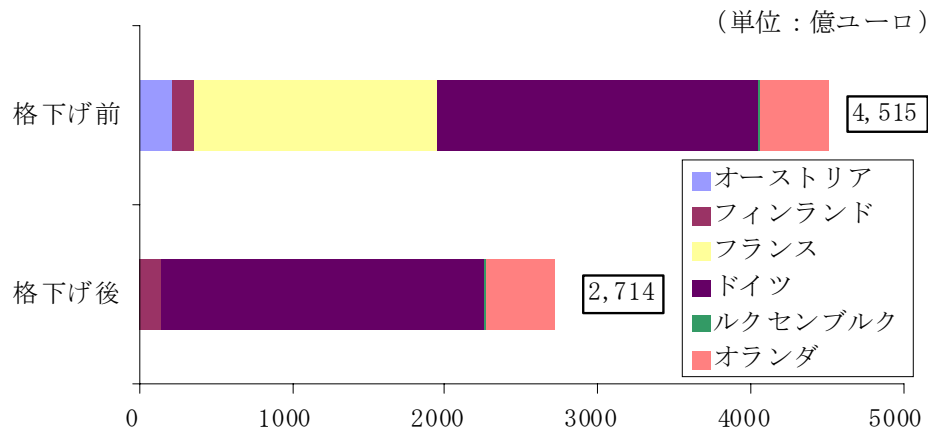
第4に、財政不安の高まりと高い自己資本比率の達成を求められた銀行による資産圧縮の動きが加速し、深刻な信用収縮と景気後退を引き起こすとの懸念も、当初考えられていたほど深刻な事態に陥ることは避けられる可能性が出てきた。L T R Oの実施で銀行の調達環境が改善していることに加え、一部の銀行が資産圧縮以外の方法で資本増強を検討しているとも伝えられる。2月29日に予定されている2回目のL T R Oでは、中小企業の資金調達環境を和らげる効果も期待できる。9日のE C B理事会での景気判断も「入手可能となったデータは、経済環境が低いレベルながらも一時的に安定していることを示唆している」としている。景気の先行きについては「高い不確実性があり、下振れリスクがある」とし警戒姿勢を維持しているが、「相当な（substantial）下振れリスクがある」とした前回の声明文からは警戒トーンがやや後退している。

(図表5) イタリアとスペインの国債・政府証券の月別償還額
【イタリア】 【スペイン】



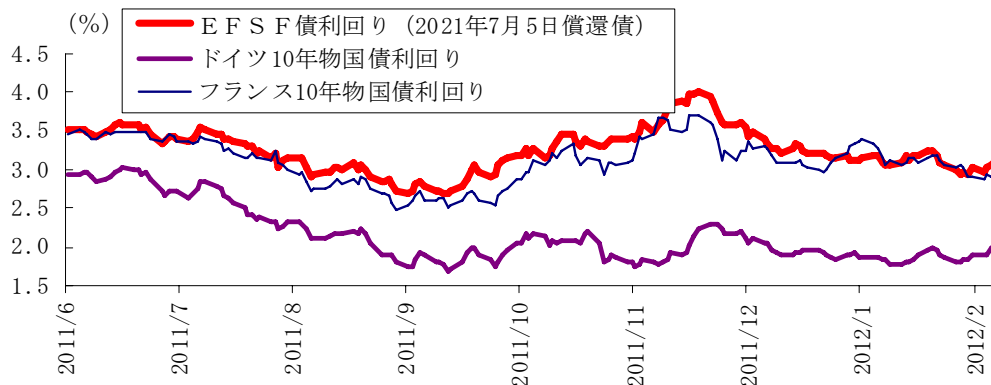
出所：イタリア財務省、スペイン財務省

(図表6) E F S F が最上位格付けを維持できる融資可能額の上限



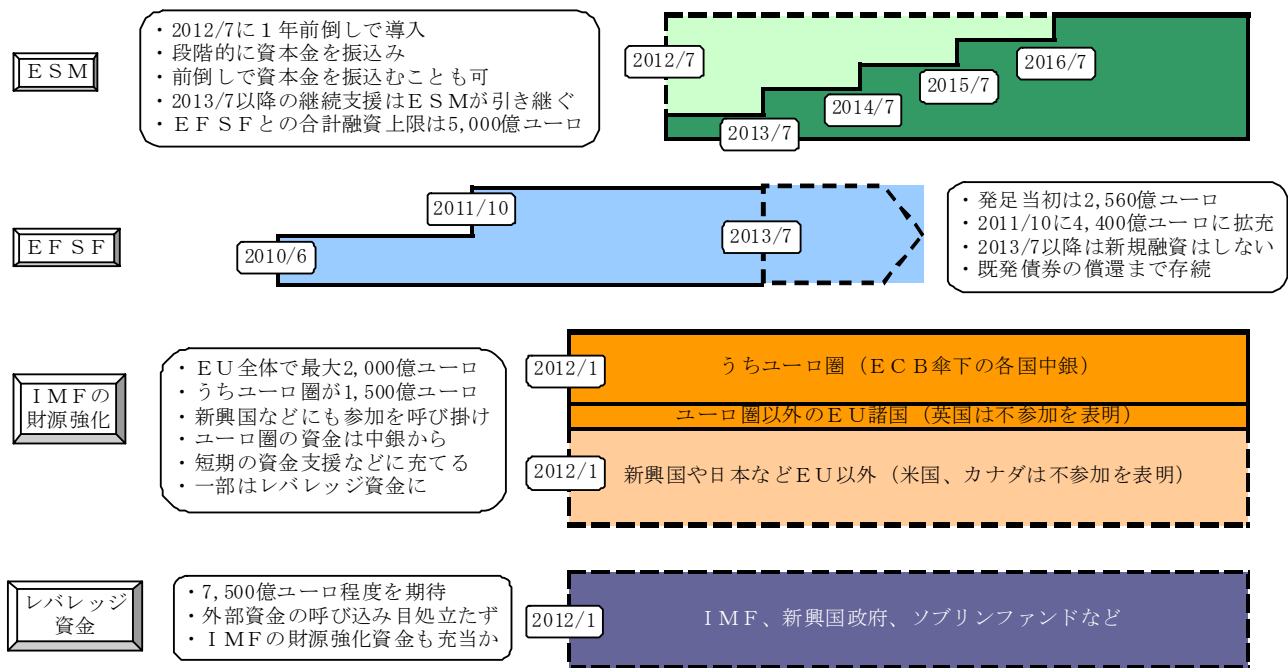
出所：欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

(図表7) E F S F 債・ドイツ国債・フランス国債の利回り



出所：Thomson Reuters、Bloomberg

(図表 8) 欧州の財政救済資金の概要



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作成

■ ECBの稼いだ時間を有効に活用できるか、改革の手綱を緩めれば危機は再発する

残された課題としては、①ギリシャの無秩序なデフォルト懸念やユーロ圏からの離脱観測、②EFSF/E SMの融資上限の見直しの行方、③財政協定の批准作業で、一部加盟国の国民投票が必要となるか、4・5月のフランス大統領選後の協定参加の方針に変化がないか、④ポルトガルの二次支援観測、⑤イタリア・スペインの財政再建・構造改革の進捗状況、⑥財政引き締め強化による各国の景気下振れの可能性などが挙げられよう。

このうち②の要因は、IMFの財源強化の議論に進展がみられ、市場環境がこのまま平静を保っているのであれば、仮に融資上限の見直しが出来なかった場合も、大きな混乱は避けられる可能性がある。逆に市場環境が不安定化すればドイツも上限見直しで柔軟姿勢に転じることが予想され、最終的に金融市場に大きな動揺を与える要因とはならないだろう。

③の要因は、アイルランドなど一部の国で国民投票が実施される可能性も残るが、EFSF/E SMを利用するには協定の批准が条件とされ、財政不安を抱えた国が参加を見送るのは困難だ。また、協定は12ヶ国以上の批准で発効するため、域内の小国が不参加となった場合も大きな混乱は避けられよう。問題は、フランス大統領選の世論調査でリードする最大野党・社会党のオランド候補が、財政協定の内容変更を求める可能性に言及している点だ。政権交代後にフランスが協定への参加を見送れば、市場の動揺は避けられない。だが、その影響度の大きさを考えれば、仮に政権交代が現実となった場合も、リーダーシップを発揮する筈のフランスが協定への参加を見送る決断は現実問題として難しい。

④の要因は、ポルトガルが市場復帰を計画する2013年後半が近づくに連れ、一段と注目を集めることになる。二次支援に対する懸念は自己実現的にポルトガルの国債利回りに下方硬直性をもたらし、市場調達への復帰をますます困難にさせる。ただ、ポルトガル単独の問題であれば、イタリアやスペインの国債利回りを再び支援要請が必要な危険水域に追い込んでいくだけのインパクトはないと考えられる。

⑤の要因は、財政再建・構造改革を実行に移すことが、ECBが支援を継続する条件となることから、

両国の政治リーダーに改革実行を促すインセンティブとして働くことが期待される。ただ、構造改革の断行による改革の痛みが本格化することで、国民の抵抗や反発の高まりも予想される。今後も事態の推移を注意深く見守る必要があろう。

⑥の要因は、景気の低迷は避けられないが、信用環境の緩和とユーロ安による輸出拡大が一定の下支え要因として働くことが予想される。ただ、⑤の要因と同様に、引き続き注意が必要となる。

こうしてみると、まだ幾つか残された課題はあるものの、E C Bによる2回目の3年物資金供給オペによる市場安定化の効果継続も期待されるなか、このままギリシャが3月20日の国債償還を乗り切り、無秩序なデフォルトの回避に成功すれば、今年の前半にかけて不安視された要因の多くは、金融市場で消化される可能性が出てきた。ただ、E C Bによる流動性供給は“痛み止め注射”のようなものだ。金融市場の緊張が緩和したことで財政不安を抱える国が改革の手綱を緩めれば、危機は繰り返し訪れよう。E C Bが稼ぎ出した時間を有効に活用し、財政規律の強化と統合に向けた努力を一段と推し進めることが出来るか、欧州の政策当局の決意と行動が問われている。

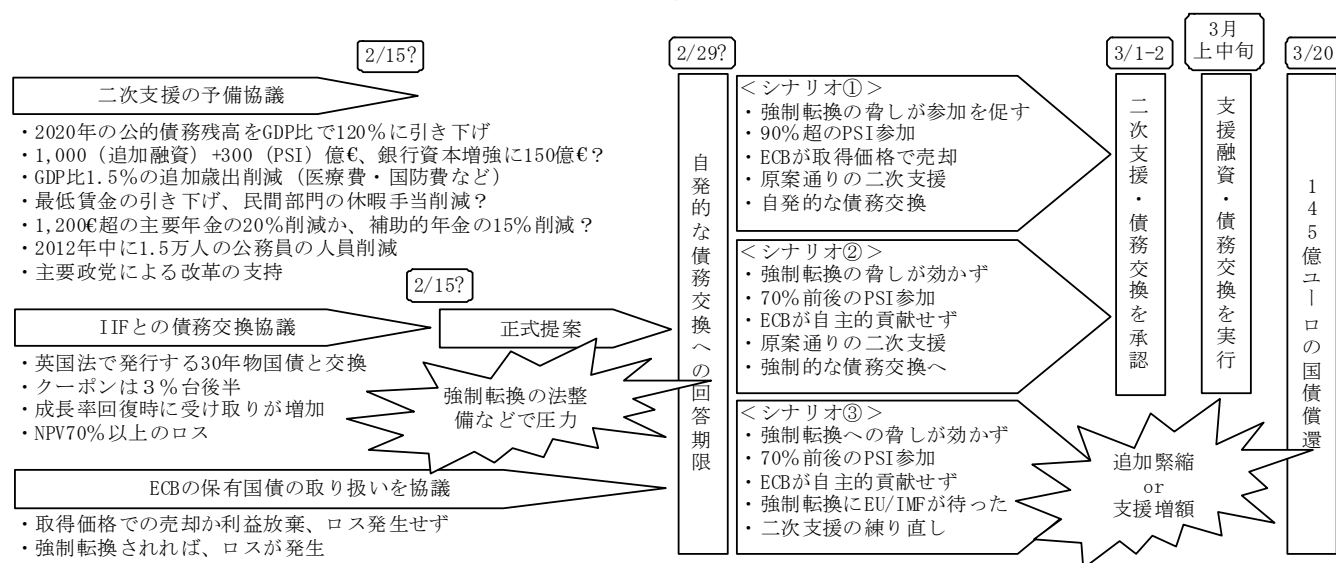
■ 依然として予断を許さないギリシャのデフォルト回避までの道のり

では問題のギリシャの状況について触れておこう。ギリシャの連立与党3党は、9日に臨時召集されたユーロ圏の財務相会合の直前になって、焦点となっていた年金給付の削減要求を含め、トロイカ（欧州委員会、IMF、E C B）の求める財政支援の条件を全面的に受け入れると発表した。だが、その後の財務相会合では、年金給付の減額幅縮小に代わる歳出削減の方法の特定や、ギリシャ議会が財政緊縮・構造改革の関連法案を可決すること、主要政党が改革プログラムの実行を約束することを要求。15日に再び開く財務相会合までに残された問題を解決するように最後通告した。

今後のスケジュールを確認しておこう。ギリシャ議会は今週末から来週初にかけて二次支援と債務交換の関連法案を審議し、15日の財務相会合までに法案を可決する必要がある（図表9）。財務相会合で二次支援策と債務交換案の合意を得た後に、個別の国債保有者に対して正式な債務再編を提案する。おそらく正式提案から2週間後の2月末にかけて債務交換への回答期限が設定されることになるだろう。これは今回の債務交換があくまで自発的なもので、各債権者も債務交換を受け入れるかどうかの内部決議が必要になるためだ。回答期限までには、債務交換案への参加率が確定する。ただ、参加率が15日の財務相会合で合意する原案との乖離が大きい場合、二次支援策を改めて練り直す必要が出てくる。最終的な二次支援の枠組みを固め、3月1・2日の欧州首脳会議と3月上旬のIMF理事会で、二次支援と債務交換を正式承認する。余裕資金を持たないE F S Fは3月上中旬に債券を発行し、二次支援・第1弾融資を実行するための必要資金を調達する。この場合、3月20日の国債償還にぎりぎり間に合うタイミングで、ギリシャ政府に追加融資が届くことになる。もはや一刻の猶予も許されないタイトなスケジュールだ。

問題は基本合意で想定されていた債務交換の参加率と、実際の参加率に乖離が出た場合だ。現在検討中の二次支援プログラムで債務交換への参加率が何%で想定されているかは不明だが、仮に90%から70%に下振れした場合、ギリシャの債務負担は割引現在価値で287億ユーロ、G D P比で13.2%程度も膨れ上がる（図表10）。だが、E UとIMFはギリシャの公的債務残高のG D P比が2020年に120%に低下するとの当初計画が実現できない限り、二次支援を承認しない構えだ。参加率が想定を下回れば、債務削減計画の達成は困難となる。

(図表9) ギリシャの二次支援・債務交換協議の想定シナリオ



出所：各種報道を元に第一生命経済研究所が作成

(図表10) 債務交換によるギリシャの債務削減効果

◇ECBが利益放棄した場合

	金額 (億ユーロ)	GDP比 (%)
償還価格	500	
取得時価格	350	
債務削減効果	150	6.9

◇PSIの参加率に応じた債務削減効果

	額面		NPV	
	金額 (億ユーロ)	GDP比 (%)	金額 (億ユーロ)	GDP比 (%)
50%	513	23.6	718	33.1
60%	615	28.3	861	39.7
70%	718	33.1	1,005	46.3
80%	820	37.8	1,148	52.9
90%	923	42.5	1,292	59.5
100%	1,025	47.2	1,435	66.1

◇強制的な債務交換時の債務削減効果

	額面		NPV	
	金額 (億ユーロ)	GDP比 (%)	金額 (億ユーロ)	GDP比 (%)
100%	1,300	59.9	1,820	83.9

出所：第一生命経済研究所が試算

週明けに正式提案をした後、ギリシャ政府は民間債権者の債務交換への参加率を高めるように有形・無形の圧力を掛けていくことが予想される。例えば、債権者の一定割合の賛成が得られれば、全ての債権者に債務再編の法的効力が発生する集団行動条項 (CAC条項) を遡及適用できる法律改正案を議会に提出することなどが考えられる。強制的な債務交換に切り替えれば、ECBの保有するギリシャ国債にも債務再編の効力が及ぶほか、国債のデフォルト時の損失を補償するCDSの支払い事由 (クレジットイベント) にも該当することになる。強制交換の可能性をちらつかせることで、民間債権者の自発的な参加率が高まれば、当初の計画通りに二次支援策を実行に移すことが可能となる。

一方、自発的な参加率の確保に失敗した場合、ギリシャ政府は強制的な債務交換に切り替える必要が出てくる。ただ、強制交換時に損失計上を迫られるECBや、CDSの売り手である金融機関の多くを抱える米国政府などから横槍が入る可能性がある。十分な参加率が確保できず、強制的な債務交換へ切り替え

ることも出来なかった場合、ギリシャ政府はいよいよ追い詰められていく。現在求められている以上の財政緊縮策を実行に移すか、EUとIMFに支援の増額を要請するか、いずれかの選択が必要となる。だが、更なる緊縮法案のギリシャ議会での承認や、支援を提供するユーロ圏各国に支援融資の増額で理解を求めるのは、政治的にも時間的にも非常に厳しい。国債償還まで期日の迫った2月末から3月初頭に話がまとまらず、時間切れでギリシャが無秩序なデフォルトに陥るリスクもまだ消えた訳ではない。

■ ECBがギリシャの債務負担軽減への貢献で出来ること、出来ないこと

ギリシャの債務負担軽減ではECBの果たす役割にも注目が集まっている。ECBは証券市場プログラム（SMP）を通じてギリシャの国債を購入してきた。正式な保有金額は公表されていないが、額面で500億ユーロ程度の国債を保有していると言われている。ECBがギリシャ国債を購入したのは金融市場が不安定化し、ギリシャの国債価格が大きく下落（金利が上昇）した局面だ。取得時の価格は平均して額面から30%程度低いとみられる。そこでECBが取得価格でギリシャ国債を売却するか、満期償還時に取得価格との差額のキャピタルゲインを放棄すれば、ギリシャにとっては500億ユーロ×30%=150億ユーロ程度の債務負担の軽減となる。

9日のECB理事会後の記者会見でギリシャの債務軽減での貢献の可能性を問われたドラギ総裁は、「ECBの保有するギリシャ国債をどのように扱うかについては、少なくとも直後に控えるユーロ圏の財務相会合での議論の結果が判明するまでは言及できない」と明言を避けた。そのうえで、「ECBが損失を共有するという話があるが、ECBが財政支援プログラムに資金提供することは財政救済を禁じた条約に抵触する」との基本認識を示した。SMPを通じて購入したギリシャ国債をEFFSFに移転することが財政救済に当たるかを問われたドラギ総裁は、「EFFSFは政府に準ずる機関であり、そこに資金を提供すれば財政救済となる。EFFSFに保有国債を売却する場合は一概に言えない。国債売却によってECBに損失が発生するならば（取得時よりも安い価格で国債を売却すれば）、それは財政救済に当たる」と説明した。このことから、ECBに損失が発生しない形でのEFFSFへの国債売却、つまり取得価格やそれを上回る金額での国債売却であれば、非救済条項には抵触しないとECBが判断していることが分かる。そして、非救済条項に抵触しない形でのギリシャの債務負担軽減でのECBの貢献の可能性は必ずしも排除していないことが読み取れる。

なお、ECBから国債を買い取ったEFFSFがそのまま満期まで保有すれば、ギリシャにとって債務負担の軽減にはつながらない。EFFSFがギリシャ政府に融資し、それを元手にギリシャ政府がEFFSFから国債を市場価格もしくは取得価格で買い戻す場合に債務負担が軽減される。この場合、国債買い戻しに必要な金額をEFFSFが追加で融資する必要があるが、正味の融資金額は必ずしも増加しない。国債の買い戻しを行えば、ECBやEFFSFが満期まで保有していた場合にギリシャ政府が必要となる償還費用と利払い負担がなくなる分、EFFSFの融資金額を減らすことが可能になるからだ。

以上