

財政救済の安全網を再強化

発表日：2012年4月2日（月）

～実際に利用可能な金額はIMFの財源強化を含めて6,000億ユーロ程度か～

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

- ◇ ユーロ圏各国は7月から1年前倒しで運営を開始するESMと現行の救済基金であるEFSFを合わせた融資可能額の上限を当初想定5,000億ユーロから7,000億ユーロに引き上げることで合意した。だが、新規で融資可能な金額はESMの資本金の払い込みに応じて3,400億ユーロから5,000億ユーロにとどまる。拠出済みや使途の決まった金額も含めることで安全網強化での成果を強調するが、IMFの融資財源強化でG20諸国の貢献を引き出すのに十分かどうかは予断を許さない。
- ◇ EFSFの融資可能額のうち使途が確定していない2,400億ユーロ程度は、2013年6月末までの間は利用することが可能だ。ESMの融資能力が段階的に5,000億ユーロの上限に達する2014年前半までの間、両者を合わせた安全網の規模が大きく目減りしないように制度設計されている。ただ、財政難の一部の国が計画通りに前倒しで資本金を拠出できるかは不透明だ。
- ◇ 市場参加者の間では、ポルトガルの二次支援やギリシャの三次支援が必要になるとの見方も根強い。加えて、スペインでは景気低迷の影響と地方自治州の歳出削減の遅れから財政赤字の削減が計画通りに進んでいないほか、財政再建・構造改革の取り組みが評価されているイタリアでも構造改革の痛みの本格化に伴い、政権への求心力が低下する恐れがある。ECBの大規模資金供給による市場安定化の効果が次第に薄れるなか、イタリアやスペインへの危機波及が再燃する火種は燻り続けている。
- ◇ IMFの融資財源強化と合わせれば、欧州の財政救済の安全網の総額は1兆ユーロの大台を超えることも可能だ。ただ、本来は途上国の国際収支危機に活用する筈のIMFの融資制度が先進国の財政救済で主導的な役割を担うことへの不満も一部で高まっている。ギリシャ二次支援でのIMFの資金拠出割合は16.2%にとどまる。同比率を基準にすれば、IMFの融資制度を含めた欧州の財政救済に利用可能な金額は6,000億ユーロ程度と危機波及の備えとしては心許ない。

■ EFSFとESMを合わせた融資能力の上限を7,000億ユーロに引き上げ

3月30日のユーログループ会合（ユーロ圏の経済財務相会合）では、今年の7月以降、財政難に陥ったユーロ導入国への財政支援や資本不足に陥った域内金融機関への資金注入に利用可能な安全網を、現行の5,000億ユーロから7,000億ユーロに引き上げることで合意した。3年間の時限的な救済機関として2010年6月に発足した欧州金融安定基金（EFSF）の融資能力は、発足当初の2,560億ユーロから昨年10月に4,400億ユーロに引き上げられた。さらに昨年12月の欧州首脳会議では、恒久的な財政救済制度である欧州安定メカニズム（ESM）を今年の7月から1年前倒しで運営を開始し、来年6月末までEFSFと併存させることで合意した。だが、現行制度ではEFSFとESMの両者を合わせた融資能力の上限は5,000億

ユーロと定められており、両者が併存する間の融資能力の純増額は最大で600億ユーロ（＝5,000－4,400億ユーロ）に限られていた。同時に検討が進められている国際通貨基金（IMF）の融資財源の強化で日本や新興国政府は、「欧州自身が安全網の強化で努力すれば、相応の貢献をする準備がある」との立場を採っている。そこで欧州の政策当局としては、3月中に上限規定の見直しが必要かの結論を出すとしていた。

今回の改正案では、EFSFの融資能力4,400億ユーロのうち既に使途が決まっている約2,000億ユーロ（アイルランド支援、ポルトガル支援、ギリシャ二次支援の合計で1,883億ユーロ、図表1）に加えて、ESMの融資能力5,000億ユーロを合わせた総額7,000億ユーロを新たな融資金額の上限に設定する。合意結果を発表したプレスリリースでは、アイルランドとポルトガル支援でEUの既存予算に基づく欧州金融安定メカニズム（EFSM）から拠出済みの485億ユーロ、ギリシャ一次支援でユーロ圏各国の二国間融資を通じて拠出済みの529億ユーロと合わせれば、欧州の財政救済の規模は約8,000億ユーロに達したと安全網強化での成果を強調した。

だが、8,000億ユーロのうち3,000億ユーロ程度はこれまでの財政救済で拠出済みか、使途が決まった金額で、新規の財政支援に充てられる金額は最大で5,000億ユーロ程度にとどまる。欧州連合の行政執行機関である欧州委員会などは総額9,400億ユーロへの融資能力の引き上げを求めていたが、財政支援の拡大に慎重なドイツなどの反対に押し切られた格好だ。これは金融市場参加者が想定していた安全網の強化策の中では最低限の拡充内容であったと言える。アイルランドのヌナン財務相は「ドルに換算すると安全網の規模は1兆ドルを超える（8000億ユーロ≒1兆685億ドル）」と発言するなど、安全網の規模を大きく見せようと苦心した様子が窺える。

足許では欧州中央銀行（ECB）による3年物の長期資金供給オペ（LTRO）の開始以降、低下に転じたスペインやイタリアの国債利回りにも再び上昇の兆しが見られる。今回の安全網の強化で、財政危機の封じ込めに十分な安全網が整備されたと金融市場で受け止められるか、IMFの融資財源強化での主要20ヶ国・地域（G20）諸国の貢献を引き出すのに十分かどうかは予断を許さない。欧州の安全網強化を受けて、IMFのラガルド専務理事は「IMFの融資財源強化につながる措置」と評価したが、4月19・20日に開かれるG20財務相・中央銀行総裁会議での議論の結果などを見極める必要がある。

（図表1）ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの財政支援プログラムの資金拠出元（億ユーロ）

	ギリシャ一次支援			ギリシャ 二次支援	アイルラン ド	ポルトガル	4プログラ ムの合計	融資可能枠
	当初 2010年5月	調整後 2011年5月	拠出済み 2012年3月					
EFSF				1,446	177	260	1,883	4,400
ESM					225	260	485	600
IMF	300	300	201	280	225	260	966	2,500
二国間融資								
ユーロ圏	800	773	529				529	
英国					38		38	
スウェーデン					6		6	
デンマーク					4		4	
自己資金					175		175	
支援額合計	1,100	1,073	730	1,726	850	780	4,086	7,500

注：ギリシャ一次支援の調整後は不参加のスロバキアと財政支援下に入った以降のアイルランドとポルトガル分。
出所：欧州委員会、欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

■ 新規の融資可能額は3,400～5,000億ユーロにとどまる

今年の7月以降は主にESMが新規の財政支援プログラムへの資金供給を担うことになる。EFSFは

原則としてそれ以前に開始した支援プログラムへの資金供給を行うために存続する。但し、E F S FとE S Mが併存する2013年6月末までの1年間については、引き上げ後の融資上限（7,000億ユーロ、うち新規分は5,000億ユーロ）に抵触しない範囲で、E F S Fが新規の資金供給を開始することも認められる。

E S Mの融資能力の裏付けとなるのは、ユーロ導入国がE C Bの資本クォータに応じて拠出する800億ユーロの払込資本と6,200億ユーロの要求払資本の合計7,000億ユーロだ。当初案では、払込資本は2013年7月の発足当初に5分の1の180億ユーロを拠出し、その後1年毎に5分の1ずつ積み増し、5年後の2017年7月に800億ユーロに達することとされていた（図表2）。今回の改正案では、2012年7月に第1回目の180億ユーロ、同年10月に第2回目、2013年中に第3回目と第4回目を、2014年前半中に第5回目の払い込みを完了する。

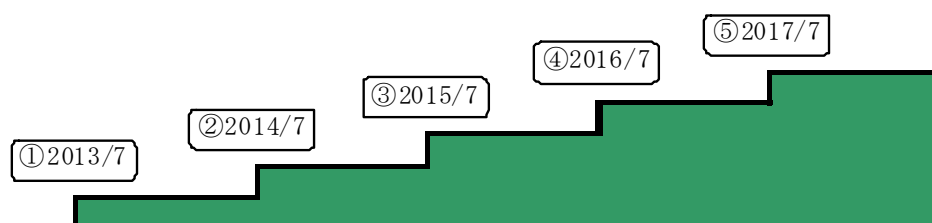
E S Mの融資能力が払込資本の金額に比例すると考えれば、E S Mが最終的に5,000億ユーロの資金供給が可能になるのは5回目の払い込みが完了する2014年前半となる。但し、資本金の払い込みは必要に応じて更に前倒しすることも可能とされている。一方、2013年6月末まではE F S Fの融資能力4,400億ユーロのうち使途の決まっていない2,400億ユーロ程度を新たな支援に回すことが出来るが、2013年7月以降はE F S Fを通じた新規の資金支援は出来なくなる。

ここでE S Mの3～5回目の払い込み期限を各々2013年1月、同年7月、2014年1月に仮置きした場合、今年の7月以降の新規の資金供給可能額は、今年の10月までが3,400億ユーロ、来年1月までが4,400億ユーロ、来年7月までが5,000億ユーロとなる（上限規定に抵触するため、5,400億ユーロとはならない）

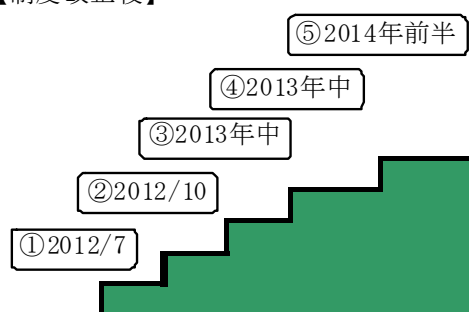
（図表3）。来年7月から2014年1月まではE F S Fの新規融資が終了することで一時的に4,000億ユーロに減少するが、払い込みが完了する2014年1月以降は再び5,000億ユーロとなる。最終的な払い込みが完了するまでの移行期間中も、安全網の規模が大きく目減りしないように設計されている。だが、財政難の一部の国が計画通りに資本金を前倒しで拠出できるかは不透明だ。

（図表2）E S Mの払込資本金の払い込み時期

【制度改正前】

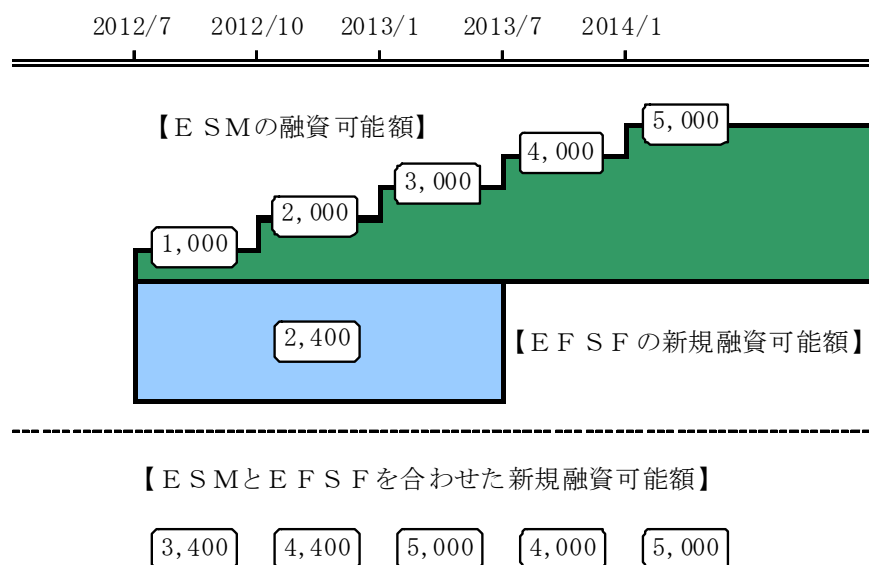


【制度改正後】



出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

(図表3) 欧州の財政救済安全網の新規融資可能額 (億ユーロ)



出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

■ 危機封じ込めに十分な安全網と受け止められるかは予断を許さない

問題は3,400～5,000億ユーロの新規の融資可能額が、財政危機の封じ込めに十分な安全網と受け止められるかどうかだ。勿論、闇雲に安全網を大きくすれば言い訳ではない。ユーロ圏各国の国民の理解が得られず、制度改正時の政治リスクを引き起こす恐れがあることに加え、各国が本来必要な財政再建や構造改革の努力を怠るモラルハザードの可能性も危惧される。安全網の強化に重点を置く余り、支援提供国の潜在的な財政負担が意識される懸念もある。この辺りは金融市場の反応を見極めつつ、政策当局による微妙な“さじ加減”が必要となる。ただ、今回の措置で市場に十分な安心感を提供したかは微妙なところだ。

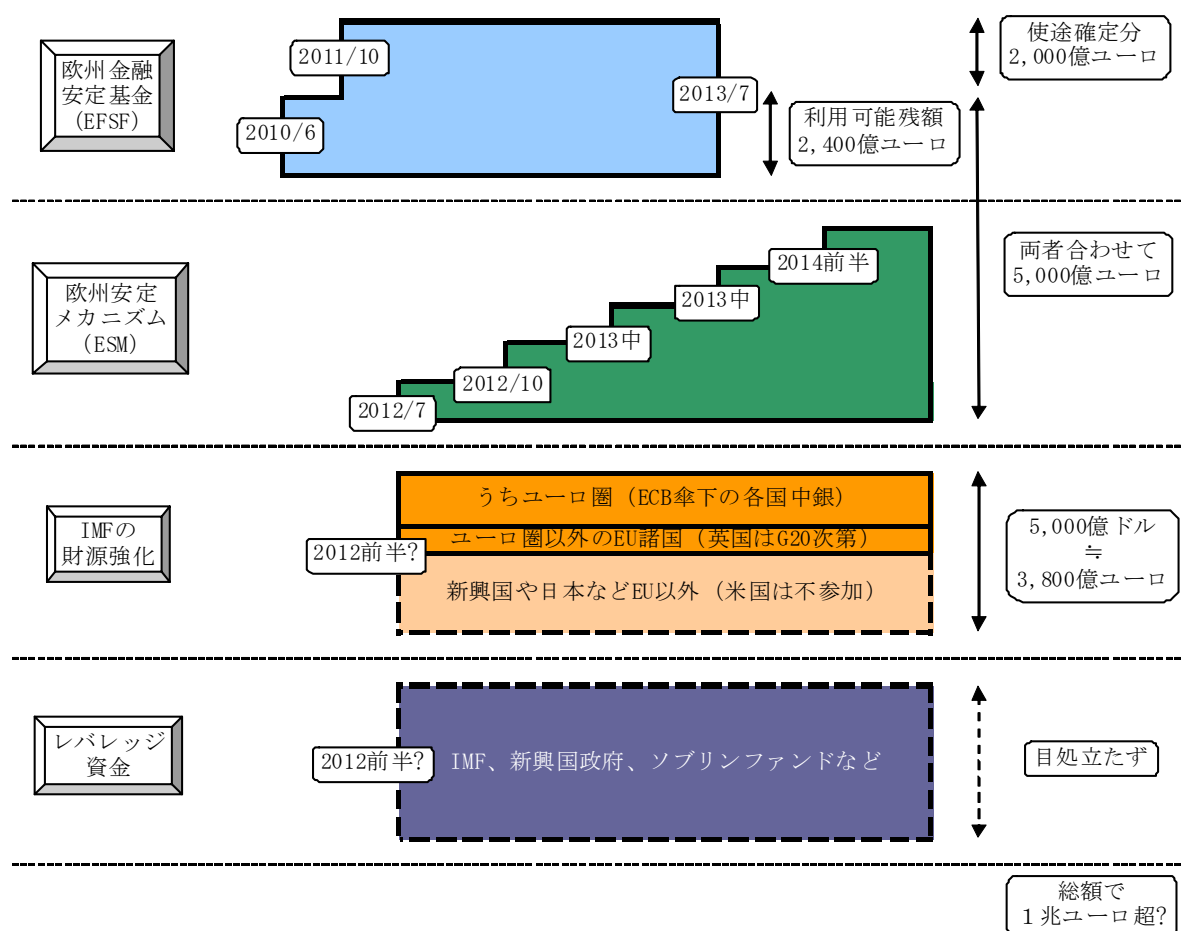
市場参加者の間では、来年後半の国債発行再開を目指すポルトガルが市場金利の高止まりで二次支援が必要になるとの見方が多い。ようやく二次支援の開始に漕ぎ着けたギリシャも早晩、財政再建の計画からの逸脱が再び露呈し、財政支援の練り直しや更なる追加支援が必要になる懸念も払拭できない。金融市場の安定化と危機波及懸念のあったイタリアやスペインの国債利回りの低下に貢献したE C Bによる大規模な資金供給オペも2月末の第2回目でひとまず打ち切られる方針だ。

こうしたなか、スペインでは2010年の財政赤字の対G D P比率が8.5%と政府計画（同6.0%）を上回り、赤字削減が計画通りには進んでいないことが発覚した。3月2日にはラホイ首相が2011年の財政赤字の計画を同4.4%→5.8%に修正する意向を表明。欧州各国からの反発を受け、同月12日に同5.3%への赤字削減を目標にすると改め、同月30日には歳出削減や公務員給与凍結などを通じて総額270億ユーロ（G D P比で2.5%相当）の緊縮措置を盛り込んだ2012年度予算を発表した。だが、20%を超える失業率など深刻な景気停滞の影響や、バブル崩壊の後遺症や歳出削減の進まない地方自治体の財政悪化が響き、財政再建が計画通りに進むかは今後も予断を許さない。一方、昨年11月のモンティ政権発足後の財政再建や構造改革の取り組みが評価されてきたイタリアも、改革の本丸と位置付ける労働市場改革で労働組合の反発が続いており、一部の政党が改革案への不支持を表明している。改革の痛みが本格化する今後、政権への求心力が低下する恐れや、財政再建・構造改革による景気の下押し圧力の顕在化が懸念される。このように、L T R Oによる市場安定化の効果が次第に薄れるなか、イタリアやスペインへの危機波及懸念が再燃する火種は燦々としている。

総額5,000億ドル（≒約3,800億ユーロ）のIMFの融資財源強化と合わせれば、欧州の財政救済の安全網の総額は1兆ユーロの大台を超える（図表4）。経済規模の大きいイタリアやスペインの財政資金や国債の借り換え資金を複数年に亘って面倒を見ることは難しいが、短期の資金支援をするにはひとまず十分な金額を用意したと言うことも出来る。ただ、ギリシャ二次支援、アイルランド支援、ポルトガル支援で3分の1の負担を約束してきたIMFは、ギリシャの二次支援での資金拠出割合を16.2%（≒280÷1,726億ユーロ）に半減させた点も見逃せない（図表5）。これは国際社会の一部から、本来は途上国を中心とした国際収支危機への備えであるIMFの融資制度が先進国の財政救済に用いられていることへの不満が高まっていることを反映したものだ。したがって、今後の欧州の財政救済では、欧州自身の安全網が主導的な役割を果たすことが求められ、IMFに対する依存度は低下することが予想される。

仮にギリシャ二次支援でのIMFの拠出割合である16.2%をメルクマールにすると、欧州自身の安全網の新規融資可能額が最大で5,000億ユーロであることから、IMFが欧州の危機対応に新規に拠出可能な金額は970億ユーロ程度にとどまる計算となる（ $970 \div 5,970 \times 100 \approx 16.2\%$ ）。ポルトガルの二次支援、ギリシャの三次支援に加えて、イタリアやスペインへの危機波及懸念が再燃すれば、総額6,000億ユーロ程度の新規資金枠では心許ないとの見方が広がり、安全網強化が再び議論の遡上に上る可能性も否定できない。この時、ESMを通じた安全網の再強化にはユーロ圏各国が資本金を積み増す必要がある。度重なる支援拡大に支援を提供する側の国民の反発が一層強まり、各国国民の同意を得ることは益々難しくなる。

（図表4）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

(図表5) ギリシャ二次支援プログラムの資金規模 (億ユーロ)

債務交換後のE F S F債	300	
利払いに相当するE F S F債	55	
銀行の資本増強資金	480	
P S I実施時に拠出する分	230	
必要に応じて拠出する分	270	
その他政府の一般財源不足	465	
うちE F S F拠出分	367	
うちI M F拠出分	98	
一次支援プログラムの残額	344	
ユーロ圏の二国間融資	244	
I M F	100	
2015年以降のI M Fの支援額	82	
E C B オペの担保代わりのE F S F債	350	

The diagram illustrates the cumulative funding scale of the Greek second support program. It starts with a table of funding sources and their amounts. To the right of the table, a series of vertical arrows shows the cumulative total at each stage. The arrows are labeled with the total amount at that stage in a box, with the amount in parentheses representing the IMF contribution. The final total is 2,076 billion euros, with 280 billion euros from the IMF.

Stage	Total (億ユーロ)	IMF Contribution (億ユーロ)
Initial (Table Total)	300	0
After P S I Implementation	1,000	98
After Other Government General Resource Shortage	1,300	98
After First Support Program Residual	1,644	198
After ECB Operational Guarantee	1,726	280
Final Total	2,076	280

注：括弧内はI M F拠出分。便宜的に「その他政府の一般財源不足」から差し引いている。

出所：欧州金融安定基金、欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

以上