

EU首脳会議で飛び出したサプライズ

発表日：2012年6月29日（金）

～目先の危機封じ込めも、手放しでは喜べない～

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

- ◇ 6月末のEU首脳会議に関する事前の観測では、財政統合に向けた中期的な対応の結論は先送りの可能性が高まり、即効性と規模の面で迫りに欠ける成長促進策以外に目ぼしい政策の進展は見られないとの見方が大半だった。そうしたなかに飛び込んできたのが、E S Mによる銀行への直接資本注入、スペイン救済での優先弁済順位の設定回避、E F S F/E S Mによる国債購入開始での基本合意の話だ。スペインやイタリアの国債利回りの上昇を抑制する処方箋として、考えられる政策対応の全てにゴーサインが出たことで、目先の危機封じ込めにつながろう。
- ◇ 但し、手放しで喜べない面もある。銀行への直接資本注入は、あくまで銀行監督の一元化が達成した後に実現可能とされ、今回のスペイン救済には間に合わない。E F S F/E S Mによる国債購入も、スペインやイタリアの国債市場の規模を考えれば、長時間続けるには絶対的な火力が不足している。短期的な処方箋を提示することで時間を稼ぐ間に、財政統合強化や銀行同盟創設などの中長期的な対応で加盟国間の意見不一致を解消できるかが問われていることに変わりはない。

■ 進展なしと見られた首脳会議、現地時間の明け方に飛び込んできたサプライズ

6月28・29日のEU首脳会議の初日の討議では、①E I Bの資本増強を中心とした総額1,200億ユーロ規模の成長促進策、②財政統合の強化に向けた中長期的なビジョンの提示と、10月22日までにロードマップの原案を作成する方針、③短期的な処方箋として、（イ）一元化した銀行監督機関が設立された後に、E S Mから銀行への直接資本注入を認める、（ロ）スペインの銀行救済を目的とした財政支援では、E S Mの発足以前はE F S Fを利用し、E S Mの発足後は優先弁済順位を設定せずにE S Mに引き継ぐ、（ハ）E F S F/E S Mによる国債購入を7月中にも稼働を目指す、諸点で基本合意に達した。

①については、既に新聞などで報道されている通りなので割愛するが、対策規模はユーロ圏のGDPの1%相当で、景気の浮揚効果は限定的とみられる。②については、26日にファンロンパイEU大統領が原案を発表していたため新味に乏しく、ユーロ共同債の導入などを巡るドイツの強硬な反対姿勢が変わらないため、早期の実現は難しいとの見方が支配的だ。意外感があったのが③だ。今回の首脳会議で目ぼしい政策の進展はないとのムードが蔓延していた最中、現地時間の翌朝4時頃（日本時間の正午頃）に記者会見の発言が飛び込んできた。「私が生きている限り債務は共有しない」との26日のメルケル発言で期待が完全に萎んでいたことに加え、現地は明け方近くで今日はこれ以上の発表はないと思っていたタイミングに助けられた面もあるが、短期的な処方箋として考えられる3つ政策対応の全てにゴーサインが出たことで、スペインやイタリア国債の利回り上昇を食い止める効果が期待できる。とりわけ、銀行への直接資本注入が認められれば、銀行の信用不安と政府の財政悪化の負の循環を断ち切ることができ、スペインやアイルランドの国債利回りに好影響を及ぼすことになるだろう。

■ 銀行への直接資本注入はあくまでも銀行監督の一元化が実現してからの話

但し、手放しで喜べる訳ではない。(イ)の銀行への直接資金注入は、あくまで銀行監督を一元化した後に認める可能性があるとして述べているに過ぎない。したがって、今回のスペインの銀行救済を目的とした財政支援では、現行の制度設計通りに政府(FROBを代理人)経由での銀行への資金注入となり、政府の財政悪化要因となってしまう。記者会見の質疑によれば、スペインの銀行救済はひとまず政府経由で行うことになるが、年内中を目指す銀行監督の一元化後は、直接注入に切り替える方針のようだ。この場合、銀行救済費用が遡及的に政府債務から除外することが可能なかは定かでない。より大きな問題は、そもそも銀行監督の一元化が目標とする年内中に出来るかだ。

(ロ)はスペインの国債利回り上昇の一因と目されてきただけに、国債利回りの低下要因となりうる。但し、ギリシャの債務交換では優先弁済順位が設定されていなかったにもかかわらず、公的支援が債権放棄を免れ、国債を保有する民間投資家が半ば強制的に債務交換を余儀なくされた。スペイン救済で明示上の優先弁済順位を設定しなかったからと言って、投資家の不信感が完全に払拭するとは思えない。また、首脳会議後にオランダのルッテ首相は「ESMによる支援は全会一致の賛成が必要」と発言、ドイツ、オランダ、フィンランドなどの賛成が得られなければ支援そのものを実行に移すことが出来ないことを暗に示唆した。今回は財政協定や成長協定への署名を留保する戦術に出たフランス、イタリア、スペインによる包囲網にドイツが寄り切られた形となったが、規律重視国も支援の拒否権をちらつかせ、巻き返しの機会を覗いている。

(ハ)のEFFSF/ESMによる国債購入については、現行の制度設計上も認められていたが、早期稼動を目指す方針が示されたことと、追加の財政緊縮や構造改革の実行を必ずしも求められる訳ではない点はポジティブ。問題はEFFSF/ESMにスペインやイタリア国債を買い支えるだけの火力があるのかどうか。昨年8月にECBがスペイン・イタリア国債の購入を開始した際には、第1週目に200億ユーロ超、その後は1週間に100億ユーロ前後の国債を購入した。EFFSF/ESMが同じ規模の国債を買うとなると、1ヶ月で400～500億ユーロの資金が必要となり、3ヶ月もしないうちに1,000億ユーロ程度の資金が吹き飛んでしまう。スペイン救済に1,000億ユーロ、キプロス救済に100億ユーロの資金を確保しておくとなると、EFFSFで利用可能な残額は1,400億ユーロにとどまる。7月9日の稼動を目指すESMも発足当初の融資能力は1,000億ユーロ程度に過ぎない。安全網による国債購入は長期間続けられる政策対応ではない。

首脳会議は明日も討議が予定されているが、さらに踏み込んだ政策対応が出てくることは考えがたい。今回のサプライズ対応で目先の危機を封じ込めることが可能になったとみられるが、財政統合強化や銀行同盟創設などの中長期的な対応で加盟国間の意見不一致を解消できるかが引き続き問われていることに変わりはない。

以上