

EU Trends

夏休み明け後の欧州関連の注目日程

発表日：2012年8月29日(水)

～市場の関心は再び欧州債務危機へ～

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

◇ ECBによる国債購入期待に支えられ、欧州債務危機を取り巻く市場の反応は小康を保っているが、9月に入ると数々の重要イベントを控えている。以下では、今後の重要日程とポイントを整理する。

■各国の首脳会合

【日程】

- ・メルケル・ドイツ首相＝モンティ・イタリア首相会談（8月29日）
- ・ファンロンパイEU大統領＝メルケル・ドイツ首相会談（9月4日）
- ・オランダ・フランス大統領＝モンティ・イタリア首相会談（9月4日）
- ・ファンロンパイEU大統領＝オランダ・フランス大統領会談（9月5日）
- ・メルケル・ドイツ首相＝ラホイ・スペイン首相会談（9月6日）
- ・モンティ・イタリア首相＝ラホイ・スペイン首相会談（9月20-21日）
- ・独仏友好50周年を記念しメルケル・ドイツ首相＝オランダ・フランス大統領がスピーチ（9月22日）

【ポイント】

夏季休暇を終えた欧州の政治リーダーは活発な意見交換を再開する。予定されている一連の首脳会談は、銀行監督の一元化の中間報告、経済通貨同盟の強化案、ギリシャ/スペイン/キプロス支援、スペイン/イタリアの国債購入の是非などを巡っての首脳レベルでの意見調整の場となろう。会合時に最終的な結論が出る可能性は低いが、合意形成に向けた各国の意見相違が埋められるかが注目される。

■ECBの金融政策運営・国債購入策

【日程】

- ・アスムセン理事/クーレ理事/ノボトニー・オーストリア中銀総裁がスピーチ（8月31日）
- ・ドラギECB総裁等が欧州議会で銀行同盟について協議（9月4日）
- ・ノボトニー・オーストリア中銀総裁/アスムセン理事がスピーチ（9月4日）
- ・ECB政策理事会（9月6日）
- ・ドラギ総裁がスピーチ（9月7日）
- ・ESMと財政協定に関するドイツ憲法裁判所の判決（9月12日）
- ・アスムセン理事が講演（9月12日）
- ・ECB政策理事会（10月4日）

【ポイント】

ECBによる新たな国債購入策の詳細発表が目下の最大の関心事。9月12日のドイツ憲法裁判所のESM判決を待って詳細を公表するとの報道もあるが、9月6日の政策理事会で何らかの発表がある（少なくとも発表を目指している）とみるのが自然だろう。ドラギ総裁が多忙を理由に9月1日に予定されていた米ジャクソンホールでの経済政策シンポジウムへの参加を取りやめたことも、9月6日の発表に向けて最終調整を行うためと考えられる。

国債金利の水準目標やドイツ国債とのスプレッド目標を設定するとの観測もあるが、以下の諸点に鑑みれば、明示的に示すことは見送られる可能性が高い。第1に、無制限の国債購入につながる恐れがあり、中期的な物価安定というECBの政策目標と利益相反に陥りかねない。第2に、ドイツ連銀から国債購入策への反対姿勢が表明されている最中に（例えばバイトマン総裁は、中銀による国債購入が麻薬のような依存症に陥る危険性があり、国家債務の引き受けに余りに近すぎると指摘）、これまでの国債購入策（SMP）よりも財政ファイナンスに近づく政策に踏み切ることには理解が得られない。第3に、適正なリスクプレミアムを設定することは実務上も困難で、局面に応じて金利目標が大きく変動してしまう可能性が高い。え、各国毎で異なるリスクプレミアムの設定はECBが自ら国債のデフォルト確率を示唆していることに等しく、各国政府との間で政治的な軋轢を生む恐れがある。

9月6日の政策理事会で予想されるその他の政策変更としては、主要政策金利を25bps（0.75%→0.50%）引き下げるとともに、上限・下限金利とのコリドー（幅）を現在の75bpsから50bpsに縮小する（つまり今回はマイナスの預金金利は回避する）。また、昨年11月に開始したカバードボンド買入れプログラムが10月末に期限を迎えるため、9月か10月の会合で追加購入方針が示される可能性がある。適格担保基準の一段の緩和や長期リファイナンスオペ（LTRO）の追加実施など、非伝統的な金融政策運営に踏み切るかも注目される。

■ ESMの始動

【日程】

- ・エストニア議会がESMの設立条約を採決（8月30日）
- ・ESMと財政協定に関するドイツ憲法裁判所の判決（9月12日）

【ポイント】

ESMの発足には資本金の拠出割合で9割以上の国が設立条約を批准する必要があるが、ドイツ国民の一部がESMが同国の財政主権を侵害するとして憲法裁判所に提訴、最大拠出国であるドイツ（27.146%）の署名が終わっていない。上下両院は6月末に設立条約を賛成多数で可決済みだが、ガウク大統領は司法判断が下される9月12日まで署名を延期している。違憲判断が下されるとの見方は少ないが、署名の指し止め命令が出れば、ESMの始動はさらに後ずれする。合憲の場合は、大統領の署名でドイツの批准が終了し、ESMの発足準備が整う。ただ、合憲判決の場合も今後の財政救済での連邦議会の関与強化を求めるとの見方もあり、機動的対応が難しくなる恐れがある。

■ オランダ議会選挙

【日程】

- ・オランダ議会選挙（9月12日）

【ポイント】

各種の支持率調査では、反緊縮・反救済を唱える野党・極左の社会党が大きく躍進してリードを保ち、ルッテ首相が率いる与党・中道右派の自由民主党が僅差で続く。反ユーロを掲げる極右・自由党と中道左派の労働党がその後に続くが、社会党に支持を奪われる格好で改選前から議席を失う見込み。どの党が勝利しても単独での政権樹立は困難で、安定過半数を確保するための連立相手探しは難航が予想される。救済に反対する社会党が主導する政権の発足や、反ユーロを掲げる自由党が連立に加われば、財政危機克服に向けた重要法案の審議において不透明要素が高まる。

■ギリシャ支援の継続・見直し協議

【日程】

- ・サマラス首相が連立を組むPASOK/民主左派の党首と会談（8月29日）
- ・トロイカの審査団がアテネ入り（9月第1週）
- ・ギリシャが歳出削減案を提示（9月14日まで）
- ・ユーロ圏/EU財務相会合（9月14-15日）
- ・ギリシャに関するトロイカの審査報告書（9月下旬～10月初旬）
- ・ギリシャ議会が予算削減案を採決（10月8日まで）
- ・ユーロ圏/EU財務相会合（10月8-9日）
- ・欧州首脳会議（10月18-19日）
- ・ギリシャの財政資金が底を尽く（10月中旬?）

【ポイント】

8月24・25日に行われたギリシャのサマラス首相とドイツのメルケル首相/フランスのオランド大統領との首脳会談では、ギリシャが財政再建・構造改革の約束を果たす姿勢を示すことが重要で、9月初旬にアテネ入りするトロイカの審査団の報告を待って、支援プログラムの継続・見直しの是非を判断するとの基本方針が示された。ギリシャ政府は8月末に、二次支援開始時に約束した今後2年間で約115億ユーロ相当の歳出削減の具体策を整えたとされ、9月14日のユーログループ会合までに政権内での意見調整を、10月8日のユーログループ会合までに関連の予算法案を議会で可決する構え。まずは連立パートナーの理解が得られるか、その後も野党・国民の反発が予想されるなかで法案可決に漕ぎ着けるかが重要となる。

こうしたギリシャ側の対応を踏まえたうえで、トロイカの審査報告で財政再建のパスにどれだけの軌道修正が必要かが検証され、ギリシャ政府が求める財政健全化（財政赤字の対GDP比率が3%以下）の達成年度の2年先送りをするために必要な政策対応が精査されることになる。健全化の達成年度を2014年から2016年に先送りするためには、2016年までの5年間で総額200億ユーロ相当の資金不足の穴埋めが必要になるとみられる。加えて、二次支援開始当初の想定から成長率が下振れしており（2012年の年間の成長率の想定が▲4.8%に対し、年前半の実績は▲6.4%）、穴埋めしなければならない額はさらに膨れ上がる。ドイツやオランダなど救済に慎重な国々も、財政支援の増額が必要とならない形での財政健全化の達成年度の先送りは許容する動きがある。ただ、200億ユーロ超にも及ぶ金額を財政支援の増額なしに穴埋めするのは容易でない。10月8日のユーログループ会合での支援プログラムの部分的な見直し協議が決着することは極めて難しい。

■スペイン支援

【日程】

- ・独メルケル首相＝スペイン・ラホイ首相会談（9月6日）
- ・スペイン中期国債入札（9月6日）
- ・ECB政策理事会（9月6日）
- ・ユーロ圏/EU財務相会合（9月14-15日）
- ・スペインの銀行資産査定結果（9月中旬）
- ・ムーディーズのスペイン国債の格付け判断（9月中旬）
- ・スペイン長期国債入札（9月20日）
- ・伊モンティ首相＝スペイン・ラホイ首相会談（9月20-21日）
- ・スペイン中期国債入札（10月4日）
- ・ユーロ圏/EU財務相会合（10月8-9日）
- ・スペイン長期国債入札（10月18日）
- ・スペインの国債償還（10月29・31日）
- ・スペイン中期国債入札（11月8日）
- ・スペイン長期国債入札（11月22日）
- ・銀行への資本注入を開始（11月中）
- ・不良債権の買取機関を創設（11月中）

【ポイント】

9月6日のECB政策理事会で新たな国債購入プログラムについて何らかの発表が行われ、12日のドイツ憲法裁判所の判決でESMの始動にゴーサインが出た場合、9月14日のユーログループ会合でスペイン政府に対してESMへの国債購入要請を決断するように外堀が埋まっていく可能性がある。ECBは自身が国債購入を開始するのは、問題を抱えている国がESMに対して国債購入を要請した後であることを公言している。10月末の総額200億ユーロ超の国債償還を賄う資金は、9・10月中の国債入札で調達する模様。国債入札時のESMによる国債購入を開始するには9月中に国債購入での支援要請をする必要がある。

また、国債格下げの動きもスペイン政府の国債購入要請の決断に影響を及ぼす可能性がある。6月13日にスペイン国債をBaa3に格下げしたムーディーズは、3ヶ月以内の格付け判断を行うクレジットウォッチをネガティブに設定しており、9月中にも一段の格下げを行う可能性も否定できない。その場合、スペイン国債は投資適格を失うことになり、国債の売り圧力が高まることが予想される。

9月中旬に予定されるボトムアップでの銀行の資産査定結果は、既に発表済みのトップダウンの数字（リスクシナリオ下での資本不足額は最大で510-620億ユーロ）から大きく異ならない見込み。資産査定の結果を踏まえ、資本状況に応じて11月以降に順次、資本不足行への資本注入が開始されることになろう。

■銀行監督の一元化

【日程】

- ・ドラギECB総裁等が欧州議会で銀行同盟について協議（9月4日）
- ・銀行監督一元化に関する中間報告書（9月11日）
- ・欧州首脳会議（10月18・19日）

【ポイント】

欧州委員会は9月中旬に、年内の合意を目指すユーロ圏内の銀行監督の一元化に向けた議論の叩き台となる中間提案を公表する予定。域内の銀行監督一元化は、E S Mから銀行への直接資本注入を実行する前提とされ、政府の財政悪化と銀行の信用不安との負の連鎖を断ち切る切り札となる。提案の実現可能性や各国・各機関の反応を受け、年内の合意実現の可能性が試される。

以上