

ESMの発足で安全網への不安は軽減

発表日：2012年10月9日(火)

～ギリシャ支援、スペイン国債購入、銀行監督一元化の結論は先送り～

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

- ◇ 8日のESMの正式発足で安全網に対する不安は軽減された。ECBの国債購入策との合わせ技で、市場の不安心理の封じ込めに寄与しよう。ただ、同日のユーログループ会合では、スペインの国債購入支援、ギリシャの支援継続協議、銀行監督一元化の遡及適用の有無で結論は出なかった。なかでも、ギリシャの支援協議の難航は避けられず、今後も市場の動揺を誘う要因となろう。
- ◇ スペイン政府による国債購入要請の決断を難しくしているのは、①成長率の想定が甘く、来年以降の財政健全化目標の達成に、追加の緊縮措置を求められる恐れがある点、②国債購入での支援要請をすれば、追加の格下げ要因と受け止められる恐れがある点、③反緊縮デモの活発化や地方選挙を控えた国内政治情勢、④度重なる財政救済での議会審議に難色を示すドイツ政府の意向などが影響している。

■ ESMの正式発足で安全網への不安は軽減

恒久的な救済基金である欧州金融メカニズム（ESM）が8日に発足した。ESMは、3年間の時限措置として2010年6月に発足した欧州金融安定基金（EFSF）に代わるユーロ圏内の安全網。当初は2013年7月に発足予定だったが、基金の支援能力不足を補うため、1年前倒しでの発足と2013年6月末までのEFSFとの併用が認められた。ESMの発足には資本金構成比で90%以上の国での条約発効が必要で、ドイツの憲法裁判所の判決待ちで発足が遅れていた。

ESMの支援能力は最大で5,000億ユーロ。支援能力の裏付けはユーロ圏構成国による総額7,000億ユーロの資本金で、そのうち800億ユーロの払い込み資本金が5回に分けて拠出され、残りの6,200億ユーロの要求払い資本金は、緊急時の求めに応じて7日以内に拠出される。支援能力は払い込み資本金の拠出に応じて段階的に拡充されていく。当初は2018年前半までに拠出を完了する予定だったが、2014年前半までに大幅に短縮された。7月に発足する予定が10月に後ずれしたことで、初回と2回目の資本金の拠出は発足から15日以内に行われ、3回目と4回目の拠出が2013年中に、5回目の拠出が2014年前半に行われる予定となっている。支援能力の早期拡充が必要な場合には、資本金の拠出を前倒しで行うことができる。

ESMを通じた支援を受けるにはEFSFと同様に、支援を必要としている国からの求めに応じて、欧州委員会が欧州中央銀行（ECB）と協力して支援の必要性などを評価する。欧州委員会（国際通貨基金が加わる場合もある）は、支援を受ける国との間で政策のコンディショナリティを定めた覚書き（MoU）を交わす。ESMは債券発行などを通じて必要資金を調達し、当該国に支援を提供する。一連の手続きには通常3～4週間を要する。

ESMの支援形態はEFSFと同様に、①資金繰り難の国への支援融資の提供、②発行・流通市場での国債購入、③短期のクレジットラインの提供（予防的な信用供与）、④銀行の資本増強資金を政府に融資

することが可能となる。E F S Fで認められた外部資金を活用した基金の支援能力を拡充するレバレッジ案は、E S Mでも可能となるように協議が進められている。

E S Mの意思決定は通常の場合、投票に参加した国の全会一致の賛成が必要だが、事務事項の決定などは資本金構成比で80%以上の賛成で、緊急時の支援決定は資本金構成比で85%以上の賛成で可能となる。但し、何れの決定も、投票権を有する国の3分の2以上の賛成と、3分の2以上の投票参加が必要となる。

E S Mの支援融資はI M Fに次ぐ優先弁済順位を持つ。但し、E F S Fから引き継ぐ既存の融資分と、スペインの銀行救済費用は他の債権者と同等に取り扱われる。

E F S Fは2013年7月以降は新規の支援提供ができない。既存の支援融資の回収や発行した債券の償還などが終わるまでは存続する。全ての融資回収や債券の償還を終えた後にE F S Fは閉鎖される。

■ ギリシャ支援、スペインの国債購入支援、銀行直接注入の遡及適用での結論は出ず

8日に開かれたユーロ圏の財務相会合（ユーログループ会合）では、ギリシャ・スペイン・ポルトガル・キプロス情勢、域内の銀行監督一元化、中長期的な統合強化などが議題に上った模様だが、スペインの国債購入支援の是非、ギリシャの支援継続協議、銀行監督一元化の遡及適用の可能性などで結論が出ることはなかった。日本時間の9日未明に行われた会合後の記者会見で踏み込んだ指摘はなく、公表された文書もポルトガルの審査結果と次回融資の承認に関するプレスリリースだけだった。各種報道から現在の議論の状況について整理しておく、以下の通り。

【ギリシャ】

ギリシャでは既に賃金の一部未払いなどが生じているが、政府関係者の発言によれば、11月中旬にも財政資金が枯渇するとされ、11月には次回融資を受け取る必要がある。ギリシャ政府は3月の二次支援開始時に約束した115億ユーロ相当の財政緊縮措置に、20億ユーロを上乗せした総額135億ユーロの緊縮法案を準備している。緊縮法案と引き換えに、財政健全化の達成年度の2年先送りなど支援プログラムの部分的な見直しを求めている。だが、このうち数十億ユーロについて、トロイカの同意が得られていない。緊縮法案のさらなる見直しには連立政権内部の反対もあり、協議は難航している。

政府が求める財政健全化の達成年度の先送りを認めれば、政府のファイナンス・ギャップは大幅に拡大することが避けられない。一部の国からは支援の増額を伴う時間的融資の提供に反対する意見が出ているほか、一部報道によれば、I M Fはユーロ圏政府の支援融資やE C Bの保有国債の債務再編が必要と訴えており、債務の持続可能性が確保されない限り、次回の融資実行を保留する意向とも伝えられる。

二次支援の開始当初と比べて経済環境は一段と悪化しており、支援開始時に描いていた公的債務のパスから大きく逸脱していることは明らかだ。次回融資の実行が、緊縮法案の可決のみで可能となるのか、公的債務再編を含めた抜本的なメス入れが必要となるのかを含めて、不透明要素が極めて大きい。

【スペイン】

スペイン政府が国債購入での支援要請をためらうのは、財政緊縮・構造改革で既に政府が発表している以上の条件が要求される恐れがあることが影響している。E Uの政策関係者からも、9月末にスペイン政府が発表した来年度予算案と構造改革案を評価する声が聞かれるが、一部の報道によれば、2013-14年の成長率の前提（各々▲0.5%、+0.2%）の甘さを指摘する声もある。欧州委員会が近く公表予定の成長率見通しの改定結果が政府の見通しと大きく乖離している場合、来年以降の財政健全化目標の達成を確保するために追加の緊縮策を求められる可能性もある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

10月中にも結論を出すとするムーディーズによる追加格下げ判断の有無も、スペイン政府の判断を難しくしている。ムーディーズは当初、政府自身が支援要請をすれば、支援終了後に市場復帰が難しくなり、既存の国債保有者に損失を強いる債務再編が行われるリスクが高まるとして、投機的な水準に格下げする可能性がある」と指摘してきた。その後には発表されたECBの国債購入策や政府・EUレベルの政策対応で市場の信頼が回復しているが、国債購入での支援要請時に追加の格下げが回避されるかは判断が分かれるところだ。

国内外の政治圧力もスペイン政府による支援要請の決断を難しくしている。国内では緊縮策や景気・雇用悪化への不満からデモが活発化しているほか、10月11日にはバスクとガリシア州で地方選挙を控えている（ラホイ首相はガリシア州の出身）。独立機運の高まるカタロニア州でも11月25日に前倒しで選挙が行われる。

国外ではドイツ政府が早期の支援要請に難色を示している模様だ。ドイツでは憲法裁判所の判決により、財政支援に関する重要な決断は議会の承認を得る必要がある。7月に最大1,000億ユーロの銀行救済案を議会で通したばかりのタイミングで、さらに政府支援で議会の合意を求めるのは政治的な反発を招く恐れがある。ギリシャの追加支援やキプロス救済と合わせて、議会審議をひとまとめで乗り切りたいとの思惑がある。

9月末に発表された個別行の資産査定結果は、ストレスシナリオ下の資本不足額の合計が538億ユーロと、トップダウンの査定結果（最大で620億ユーロ）と大差なかった。一部銀行は自力増資を目指すと思われるため、最終的に救済基金を通じて資本注入される金額は400～500億ユーロにとどまり、銀行救済に準備した最大1,000億ユーロを下回る見込みだ。但し、①2013-14年の成長率の前提（各々▲2.1%、▲0.3%）がストレスシナリオと呼ぶには小幅な落ち込みにとどまる、②同様に資産査定を実施したアイルランドと比べて、家計向け住宅ローンのロス率が甘すぎる、③目標とする自己資本比率が基本シナリオでコアティア1で9%に対し、ストレスシナリオでは同6%にとどまるなど、前提の甘さを指摘する声もある。

【銀行監督一元化】

ユーロ圏内の銀行監督の一元化については9日のEU財務相会合でも協議され、会合後の記者会見で何らかの発表が行われる可能性が高い。だが、今のところECBの監督範囲を巡って、ドイツとのその他国との意見対立が早期に解消に向かっている兆しは見られない。加えて、過去の銀行救済について銀行への直接注入が適用されるかを巡っては、ドイツ・オランダ・フィンランドが難色を示している。この点について、ユーログループ会合では議論しなかったとしている。

過去の銀行救済への遡及適用の有無は、アイルランド・ポルトガル・ギリシャの銀行救済に加えて、今回のスペインの銀行救済にも影響してくる。スペインの銀行救済の今後の流れを確認しておく、個別行の銀行資産査定の結果が公表されたことを受け、銀行を4つのグループに分類し、自力増資ができない銀行には11月以降に順次、資本注入が開始されることになる。当局者からも来年初からの監督一元化の実現を危ぶむ声が出ており、今回のスペインの銀行救済には間に合わない可能性が高い。

■ 安全網の支援能力不足は解消したか？

安全網の支援能力を確認すると、来年6月末まではEFSFが拠出を約束済みの金額と新規の支援額とを合わせて最大で7,000億ユーロの支援が可能となる。EFSFがこれまでに拠出を約束した金額は、アイルランド、ポルトガル、ギリシャ二次支援、スペイン銀行支援、キャッシュバッファの合計で2,920億ユーロ、残りの支援能力は最大で1,480億ユーロとなる。つまり、新規分に限れば、発足当初は3,480億ユーロ

ロ（＝1,480＋2,000億ユーロ）、3回目の資本金の拠出が終わった時点では4,480億ユーロ（＝1,480＋3,000億ユーロ）に拡充される筈だが、上限規定に抵触するため、来年6月末までは最大で4,080億ユーロ（＝7,000－2,920億ユーロ）にとどまる。

その後はE S M単独で5,000億ユーロが支援能力の上限となるが、来年6月末までにE S Mを通じた支援を行えば、その分が目減りすることになる。スペインの銀行救済で最大1,000億ユーロ、キプロス救済で100億ユーロ程度がE S Mを通じて行われる可能性が高いため、来年7月以降の支援可能額は3,900億ユーロ程度となる。但し、スペインの銀行救済で実際に利用される金額は400～500億ユーロ程度と目されており、その場合は4,400～4,500億ユーロの支援能力が残る計算となる。

この支援枠で、スペインの政府支援、ギリシャ二次救済見直しに掛かる追加費用、場合によっては、アイルランド、ポルトガル、イタリアの国債購入などを賄う必要がある。スペインの政府支援に予防的信用プログラムを用いた場合、一般的な支援規模はGDPの2～10%とされ、最大で利用可能な金額は1,000億ユーロ程度となる。ちなみに、ECBの国債購入スキーム（OMT）の利用条件はE S Mによる発行市場での国債購入支援。E S Mの規定によれば、発行市場での国債購入支援は発行金額の50%が上限となる。スペインの年間の調達予定額は1,400億ユーロ程度、うち50%をE S Mが購入した場合、最大で700億ユーロ程度の資金が必要となる。但し、レバレッジ案を併用すれば、E S Mの必要資金は節約できる。

一方、ギリシャの二次救済見直しに掛かる金額は今のところ不明な点が多い。ギリシャ政府が求める財政健全化の達成年度の2年先送りを認めた場合、政府のファイナンス・ギャップがざっと200～300億ユーロ程度は膨れ上がる。しかも、二次支援開始時の想定と比べて経済情勢は一段と悪化しており、民営化収入も計画を大きく下振れしている。財政の穴はさらに膨らんでいる可能性が高い。これをどういう形で穴埋めするかは、ギリシャ政府は元より、トロイカの内部でも意見の相違が見られる。短期証券の発行増額では限界があり、①EU・IMFによる支援融資の増額、②公的部門を含む一段の債務再編、③ギリシャの追加緊縮努力、④銀行への直接資本注入の遡及適用などが合わせて検討されようが、何れも難航が避けられない。

とは言え、追加支援がこの範囲にとどまっていれば、E S Mの支援能力が直ちに枯渇する事態は避けられよう。問題となるのは、スペインの国債購入支援が長期化する場合（予防的信用プログラムの支援期間は通常1年間だが、半年×2回の延長が可能）、ユーロ圏内の銀行救済費用がさらに膨れ上がる場合（銀行監督一元化後はE S Mが銀行を直接救済する）、アイルランド・ポルトガル・イタリアの国債購入支援が必要な場合などであろう。特に経済規模も国債発行規模も大きいイタリアの救済が必要になれば、必要資金は一気に膨れ上がる。

E S Mが発足に漕ぎ着け、無制限の国債購入を謳ったECBが後ろに控えている点は大きな安心材料となる。だが、ECBの国債購入支援は救済基金による発行市場での国債購入が条件となる。ただ乗りは許されず、E F S F/E S Mも国債購入での相応の負担が必要になる。ECBが購入する国債の対象も残存期間1～3年の既発債に限られ、E S M自体の支援能力を補うものではない。しかも、4日のECB理事会でドラギ総裁が明らかにしたのは、既に財政支援下にある国は、完全な市場復帰を達成するまではOMTの対象とならないことだ。つまり、アイルランドやポルトガルはECBの国債購入支援を受けることはできない（詳細は10月5日付けレポート「OMTの全貌は未だ不明だが、幾つか重要な示唆も」を参照されたい）。したがって、危機封じ込めにはECBの脅し文句が効果を発揮し、スペインやイタリアの発行環境が改善し続けるかが鍵を握ることになる。過去のECBの国債購入策と同様に数ヶ月後に政策効果が薄れてしまった場合、再びE S Mの融資能力への不安が再燃する恐れがある。

以上