

テーマ：2012年の市場環境見通し②リスクの中心は欧州  
～今のままでは極端に悪化するリスクも～

発表日：2011年12月28日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 2012年は欧州格下げで幕を開ける？

MarketWatching「2012年の市場環境見通し①市場環境と楽観シナリオ」（11/11/30）では、2012年の市場環境と楽観的なシナリオを呈示した。楽観シナリオの前提としては、①欧州は少なくとも無秩序な財政破綻を回避、ECBは適切に金融緩和を進めていくほか、財政悪化国を中心に国債の買い取りを今以上に積極的に行う。また、イタリアやスペインについては財政赤字の削減傾向を保ち、ECBによる国債買い取りも相まって国債発行による自力での資金調達を維持する一方、EFSFなどの融資可能枠を相当程度引き上げて万一のための備えも拡充する、②米国は1～3月期中にもMBSの買入などを通じた新たな量的緩和政策、QE3を導入する。ただし、資金供給ツールはどうであれ、少なくとも商品市況を押し上げるような完全にフリーとなる資金供給は行わず、専ら株価や不動産などの資産価格を押し上げて家計のバランスシート改善を加速させるという狙いを打ち出す、③同時に、米国は現状の税制（減税）を延長する——という政策面で適切な対応が取られることを挙げた。この前提条件のなかで最も重要なものが、①の欧州の財政問題に対する当局の対応であることは議論の余地もないだろう。

しかしこれまでのところ、欧州当局の対応は市場の動揺を鎮めるどころか、むしろ悲観的な見方に傾く不安を一段と高めている。先のEUサミットが象徴的であったが、ユーロ域内の財政問題に対する当局の対応は全く合理的なものではない。一連の混乱が加盟国の財政状況の悪化に原因があることは間違いない。そのため財政赤字を削減できるような政策対応が求められる。しかし、増税や歳出削減などの緊縮財政政策を行う一方で、これによって景気にかかる下押し圧力を緩和しなければ、いたずらに景気が失速して財政赤字の削減は思うようには進まない。場合によっては更に拡大する可能性もある。足元でギリシャはそのような悪循環に陥っているほか、ポルトガルなども実質的には財政赤字は拡大に転じつつある。このような悪循環を避けるためには、財政政策以外で景気を浮揚させる対応を取ることが必要で、一般的には金融緩和やそれによる通貨価値の切り下げがそれに当たる。ユーロ圏の場合はECBがその任に当たることになるが、政策金利はすでに1.00%と極めて低い水準にあることから、実質ゼロ金利政策と同時に量的緩和政策への移行も視野に入れざるを得ないだろう。

しかし、筆者が合理的でないとして評したEUサミットで決定されたものは①財政規律の強化を定めた新条約の締結、②恒久的な財政救済基金（ESM）導入の来年7月への前倒し、③IMFに新たな資金網を創設——などにとどまり、必要とされていたECBによるより緩和的な政策は否定された<sup>1 2</sup>。これでは、ギリシャをはじめとしたPIIGS諸国のみならず、域内の多くの国で財政赤字の削減は思うようには進まない。それどころか、更なる緊縮財政政策が景気を一段と冷え込ませ、①（歳出削減効果一巡後は）財政赤字が拡大傾向に転じる、②国民の反発が一層強まって政情不安に陥る——などの悪影響が出てくるリスクもある。したがって、EUサミットは市場の期待に対し“空振りに終わった”と言うよりも“より悪化するリスクを高めた”と言うべきだろう。

そのことを示すのが、EUサミット後に大手格付け会社3社が揃って欧州各国に対する格付けの再検討（引

<sup>1</sup> 国債購入の積極化は量的緩和政策への移行で実行される類のものであり、ECBの緩和策の延長線上にあると判断される

<sup>2</sup> EUサミットの内容の詳細、評価については、EU Trends「欧州首脳会議の評価と財政危機の行方」（11/12/14）第一生命経済研究所 田中主任エコノミスト を御参照

き下げ方向での見直しなど)を始めたという報道だ。目下のところ、市場が最も関心を寄せているのが欧州の格下げはいつ、どの国まで行われるのかといったことだ。特に年明け1月にはイタリアを始め国債の発行が多く予定されているため、債券需給の悪化による金利の急上昇も懸念されている。

このように、2012年のマーケットは欧州の格下げ問題で幕を開けることになる。そして現状では、欧州当局は財政改善に向けたアプローチを変えようとはしていない一方で、景気見通しは下方修正を余儀なくされており、財政赤字の削減が思うようなペースで進まないリスクは高まっていると判断される。すなわち、財政を取り巻く環境に改善が見えないどころか悪化の方向にあることから、そう遠くないうちにユーロ圏内の多くの国で格下げを受けるリスクは高いと考えられる。

なお、所謂PIIGS諸国への格下げについては、市場も相当程度織り込んでいると考えられるが、一部格付け会社についてはドイツまでもその対象としており、実際のところどの国までが格下げされるのかによって市場へのインパクトは異なる。ただし、重要なことは格下げの有無ではなく、闇雲に緊縮財政政策を求め、資金繰りに窮する国に対しては域内マネーを中心に穴を埋めるための資金を用意するという現行の財政改善へのアプローチでは、いずれどの加盟国も財政状況が悪化すると格付け会社も市場も判断していることだ。したがって、格下げ後も当局の財政改善へ向けてのアプローチが変わらないのであれば、市場は域内加盟国の財政状況が更に悪化、イタリアなどより経済規模の大きな国でも資金繰りが問題となるほか、金融機関のバランスシートの一段の悪化を通じた金融システム不安が強まるというシナリオを相当程度織り込まざるを得なくなろう。

### リスクシナリオ①：信用不安の拡大

このように、市場環境は年明け後にも見込まれるユーロ各国に対する格下げを機に再び不安定なものになると予想される。これに対し、当局の対応が遅れば遅れるほど市場環境は悪化するものと判断される。

想定されるリスクシナリオとしてまず、『イタリアやスペインなどの国債利回りが7%を大幅に上回ることにより、現状で当局が用意している資金では救済しきれなくなるとの市場の懸念が爆発的に拡がる』というケースが考えられる。イタリアではプライマリーバランスが黒字であるとはいえ、国内経済が失速状況で税収が思うように拡大しないうえ、国債利回りの急騰によって国債の借換コストが急増すれば、財政状況は急激に悪化し始める。イタリアなどの経済規模はギリシャやポルトガルと比べて非常に大きく、十分な資金がEFSFなどには存在しないこともあり、イタリアは7%を上回る水準でも市中で国債を発行、資金調達を行わざるをえないとみられるが<sup>3</sup>、そうなれば財政赤字縮小のメドがつかない限り国債需給は急激に悪化、利回りの上昇には歯止めがかかりにくくなる。同時に、ギリシャ国債については域内金融機関に対して50%の元本カットが求められたが、こうした“前例”から同様の事態が半ば強制されるとの不安が金融機関に高まれば、これも国債需給の悪化要因となる。

イタリア国債の価格下落が著しいものとなれば、イタリア国債を保有する機関投資家に含み損が発生する。それが“満期保有目的”だとしても、当該機関投資家に対する市場の信用は著しく悪化しよう。これがギリシャと異なるのは、ギリシャ国債の場合は多くをドイツやフランスを中心とする欧州圏内の機関投資家が保有していたため、金融機関に対する信用不安も概ね欧州域内にとどまっていたが、イタリアやスペイン国債は米国や日本をはじめグローバルに保有されているため、信用不安が一気に世界中に拡大する恐れがあることである。これに対し、内外の金融当局はリーマンショック時に発生した極端な信用不安の経験から、例えば主要中央銀行間におけるドルスワップ協定など、信用不安の拡大を防ぐ手段を速やかに講じる（あるいは拡大する）と考えられる。しかし、たとえ金融機関が資金繰りに窮する“突然死”を避けることができても、①当該金融機関に対する業績不安の高まりは避けられないこと、②バランスシートや自己資本比率改善のために貸出を抑制するなどして実体経済に悪影響を及ぼすリスクが高いこと、③市場環境の悪化による投資家のリスク許容度の低

<sup>3</sup> 詳細な分析はEU Trends「金利上昇がイタリア財政に与える影響」(11/11/11) 第一生命経済研究所 田中主任エコノミストを御参照

下——などから世界的に株価が大幅に調整する公算は大きい。

このように、自力資金調達困難国がギリシャ、ポルトガル、アイルランドにとどまっている現状と、イタリア、スペインにまで財政不安が高まって、国債利回りが危険水準とされる7%を大きく上回り始める状況とでは、経済規模が大きい故に資金繰り支援が困難になるため、その歪みや不安が一気に世界中に拡散していく懸念が大きいという点で全く異なった展開をみせると考えられる。

リーマン・ショック時のように短期金融市場の機能停止といった緊急事態に陥ることを回避できたとしても、株価の下落や貸し渋りなどによって各国経済にかかる負のインパクトは無視できない。なかでも、株価の下落はこのところ楽観論が強まっている米国経済の失速リスクを再び高める可能性がある。引き続きバランスシート調整下にある米家計では、低金利による需要刺激効果が極めて小さい。そうしたなかでも個人消費が失速を免れているのは、専ら株価が底堅く推移していることでバランスシートの悪化を食い止めている点が大きく寄与していると考えられる。足元で米住宅価格は下げ止まっておらず、家計が保有している最大資産である不動産資産価値は未だ減少傾向を辿っており、バランスシートの悪化要因となっていることを勘案すれば、株価の上昇は米国経済が失速を回避する重要な要素である。その株式市場が動揺して株価が不安定な動きを強めるようになれば、米消費者マインドは再び悪化し、個人消費の減速を通じて米経済成長にもダメージを及ぼすリスクが高まる。

すでに景気の減速感が鮮明化している欧州はともかく、踏みとどまっている米国経済にもリセッションのカゲがちらつくようになれば、輸出の悪化を通じて日本経済や輸出依存度の大きい新興国経済にも失速リスクが現実味を帯びてくる。足元でも世界的に金融緩和の方向性にあるため、為替市場や欧州を除いた債券市場には現状と大きな方向性の変化は無いと見込まれるものの、株式市場や商品市場では世界的な景気悪化を前提とした相場環境に大きく舵を切ることとなる。

このように、イタリアやスペインなどの国債利回りが7%を超えて上昇していくケースでは、当該市場の混乱がグローバルな金融不安へと繋がり、さらに株価の下落などを通じて世界的な景気悪化リスクを高めていく公算が高まる。こうした負の流れを食い止めるための必要条件は、欧州の財政問題に対してECBが積極的に関与していくという抜本的な対策となる。そうした姿勢へ方針転換するまでの時間がかかればかかるほど、金融市場の混乱と世界経済失速リスクは高まることとなる。

## リスクシナリオ②：突発破綻または破綻扱い

ギリシャ国債について、当局は民間投資家に対して“自主的に”国債の元本を5割カットすることを求めた。実際にどの程度の投資家がこれに応じているかは未だ明らかになっていない部分があるが、ある程度ギリシャの債務負担を軽減する効果は期待されている。巷間指摘されているように、債権放棄が“強制的なもの”となれば、ギリシャ国債についてデフォルト扱いは免れないが、“自主的”としていることで格付け会社の評価もまちまちとなっている。特に、CDSの取扱についてISDA（International Swaps and Derivatives Association：国際スワップデリバティブ協会）は一連の措置をデフォルト扱いとはしない旨発表したことで、ギリシャ国債のCDSを発行した金融機関は負担を免れた効果は大きい。

ギリシャについては実質的にはデフォルト状況に陥っていることは論を待たないが、当局が管理したうえで自主的な債権放棄などを求めている限りにおいては、市場の混乱は最小限に抑えられている。一方で、ギリシャ国債に対して市場は全く信認していない事実がある。ギリシャの2年物国債利回りは130~150%超、10年物は35%前後での推移となっており、低下基調に転じる兆候もこれまでのところみられない。その金利水準から判断すれば、市場はギリシャのデフォルトは避けられないと見なしているようだ。

ギリシャが“自発的に”デフォルト、すなわち突然のデフォルトに陥る事態が起これば市場には動揺が走るとの見方は多い。前述したように実体としては現状とさして変わりはないとみられるが、①ギリシャ国債保有者に新たな損失が発生、銀行であればそれが新たな信用不安や貸出圧縮に繋がり、实体经济に追加の悪影響を及ぼす、②当局がギリシャを救済しきれなかったことにより、同様に支援を受けているポルトガルやアイルランドについてもデフォルトに陥るのではないかと懸念が高まる（これにより当該国の国債価格は一段と下

落、金融機関などの含み損が拡大する)、③ギリシャ国債のCDSの売り手となる金融機関に巨額の負担が発生する——などの事態が新たに生じる。特に③の問題はその規模をはかることが難しいが、CDSの売り手がその負担に耐えられず、且つ政府などからの救済を受けることができなければ、次にその金融機関が発行している様々な有価証券(株や社債など)の価値が急落、破綻すればその金融機関が発行する社債のCDSが・・・と連鎖していくことになり、リーマンショック時と同様、ないしはそれ以上の混乱が起こるリスクもある。リーマン・ショック時には多くの金融機関が政府によって救済されたが、これに対する各国世論の反発はなお強く、特に米国やフランスでは大統領選挙が控えていることもあり、政府がリーマン時と同様の対応をみせられるかどうか不透明だ。

市場へのインパクトは、【リスクシナリオ①】と異なって急激に起こることが特徴となる。リスクマネーが一気に収縮することから、株や商品市況が一時的に暴落する事態も考えられる。収束するためには、リーマン・ショックがどのように収束したのかを考えれば明確だ。リーマン時においては、サブプライムローンとその派生商品、及びリーマン・ブラザーズ証券破綻に伴う連鎖的な影響が問題であり、対応として量的緩和など大量の流動性供給などを含めて短期金融市場の機能回復とはかると同時に、他の金融機関を政府が救済するという方針を明確にすることで混乱は徐々に鎮静化した。これに倣えば、【ギリシャが突然破綻する】ケースではギリシャ国債から派生する様々な問題に対応することと同時に、その次に控えるポルトガルやアイルランド、さらにはイタリアなどのデフォルトを確実に回避(救済)する方針が示される必要がある。すなわち、景気浮揚効果のある思い切った金融緩和政策(量的緩和)へ移行し、ECBによる当該国の積極的な国債購入が必要だ。さらに、救済資金の拡充や、将来的な財政統合(共同債の発行)へ向けた動きを具体化させることなども必要となろう。現状ではこれらの政策について、特にドイツなどが中心となって強く反対しているが、危機が起こった際にはできるだけ速やかに議論をまとめられるかどうか市場の崩壊度を決める重要な要素となろう。

### リスクシナリオ③：ユーロ崩壊

まことしやかに囁かれているのが『ユーロはいずれ崩壊する』というものだ。そもそも論を言えば、“経済格差の大きな複数の国が、金融政策と通貨のみを統合してもいずれ問題が出てくる。財政統合も進めなければ駄目だ”との指摘は、ユーロ発足時に多くあった。それが今、噴出したに過ぎない。いくつかの国の財政赤字を、他の国(多くは国民の税負担などもより大きい)の税金で穴埋めする事態となってから財政統合に向けて動いても、穴埋めする側の世論の支持は得られないだろう。事態がここまで悪化してしまった以上、ユーロという枠組みを守るためには、財政状況が悪化して財政再建へ向けて緊縮財政政策を余儀なくされている国の財政再建を後押しするように、当該国の実状に見合った金融政策や通貨政策を行うしかない。それが受け入れられないのであれば、現行の枠組みを取り払うしか選択の余地はないであろう。

ただし、ユーロの崩壊にもいくつかの形が考えられる。まず、①財政状況が悪化しているごく一部の国が、より合理的なポリシーミックスを得るためにユーロから離脱するという選択肢だ。例えば、すでに財政赤字の削減余地が乏しくなっているギリシャがユーロから離脱、独自の通貨(ドラクマ)に戻り、自国の中央銀行が自国のための金融政策を行うことが考えられる。この場合、当該国の新たな通貨価値はユーロ建ての現状から大幅に減価することは避け難い。このため、当該国内の対外債務負担が急拡大する一方で、国内の資金は減価を嫌って一気に流出する恐れが高く、当該国の経済は恐慌状態に陥るリスクもある。これを避けるためには、例えば預金封鎖などの措置が考えられるが、その場合は国内の治安に深刻な問題が生じる恐れがある。一方、他国からみればすでに実質的に破綻状態となっているギリシャ国債だけでなく、ギリシャ向けのあらゆるエクスポージャーの価値が(ドラクマ建てになった分だけ)減価するため損失が拡大する。これを“一時的且つ限定的な損失”と捉えられればよいが、現実的にはそうはならないだろう。むしろ、一部の国の離脱を認めることで、他にも離脱組が出てくる可能性を認めることになり、例えば次の候補と目される国の国債が暴落、当該国からの資金流出が一気に加速するだろう。すなわち、ギリシャがユーロから離脱したことで、“P I I S (P I I G S - Greece)”の財政悪化圧力が緩和するわけではない。同じ政策対応が続く限り“P I I S”の財政状況改善は困難であり、やがてはギリシャのように実質的なデフォルト状態に陥るリスクがあるため、

---

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。

市場もそう認識しているからだ。結果的に、ユーロから離脱する国が出れば、経済・金融市場の混乱は世界に拡大することになる。

このほか、②ドイツを含めた北部欧州と、その他南欧とに分断するケースや、③ユーロ導入前の状態に戻るケースなども考えられるが、いずれのケースでも市場は相当程度深刻な混乱を経験することとなる。最終的には、経済力が強く、財政状況が健全な国の通貨価値は増加する一方で、その他については減価圧力が生じる。そのため、ユーロ各国のマネーは極めて不安定な動きを見せることとなる。その過程で、複数の国で経済・財政破綻が生じることも避けられなくなる。当然、そのような局面ではグローバルマネーもリスク回避性向を極端に強めるため、株などのリスク性資産から債券などの非リスク性資産へ、海外から国内へ、流動性の低い資産から流動性の高い資産へ、資金のうねりは大きくなると見込まれる。

なお、EUはユーロ加盟の条件・手続きについては定めているものの、離脱の手続きについては定めていない。足元で、ギリシャを念頭にそうした条件、手続き方法などを検討していることを当局は認めているが、現実的には極めて複雑で相応の準備期間が必要になる。そもそも、ドラクマ建ての通貨を流通させることさえかなりの時間を要する。「離脱する」と宣言してしまえば事態は進行するので可能性は排除できないが、現実的には少なくとも突然のユーロ崩壊というシナリオの可能性は低いと言えよう。

### 欧州情勢悪化によって生じる共通項

以上みてきたように、欧州の財政問題が悪化するとはいえ、いくつかの異なるケースが考えられる。それぞれのケースによる市場へのインパクトの深度や時間感覚は異なるものの、表面的に生じる影響は共通していると考えられる。

1. 現状の政策だけでなく、ECBの量的緩和政策への移行などの抜本的対策を講じない限り、事態は徐々に悪化、ギリシャの問題はやがてポルトガルやイタリアなどに拡大していく。
2. 世界的にリスクマネーが収縮、株や商品価格が下落する一方、債券や短期金融市場にマネーが集まり、金利は更に低下する。また、変動リスクの大きい新興国市場から、流動性の高い主要国市場へ資金が流入する。これにより、一部の新興国では実体経済にも深刻な影響が生じるリスクがある。
3. 資産市場で生じた損失カバーのための貸出抑制や、株価の下落などを通じて、世界的に景気に減速圧力が強まる。なかでも、資産価格の影響を受けやすくなっている米国において、その影響はより大きくなる可能性が高い。
4. 為替市場では高金利通貨が減価し、低金利通貨が増加する。ただし、ユーロは多くの通貨に対して減価する余地が大きい。一方、ドル/円相場は一時的には上下に大きくぶれる可能性は否定できないものの、基本的には現状レンジでの推移が続く。

こうした基本的な動きが想定されることに加えて、

5. 加盟国の一部が突然（秩序のない）破綻をしたり、ユーロから離脱するような動きが出れば、マネーのリスク回避の動きが突然強まることに加え、当該国以外の財政状況改善という抜本的な対策が講じられるまでは極端な信用収縮は収まりにくく、世界的に景気は著しく後退するリスクが高まる

ということになる。冒頭で述べたように、これまで採られている欧州当局の対応が続く限り、こうしたリスクシナリオの可能性は意識せざるを得ないというのが今のマーケットが置かれた環境である。