

～海外情報～

2011年8月16日 全30頁

London Economic Eye (Vol. 3)

DIR ロンドンリサーチセンター

児玉 卓
鈴木 利光
増川 智咲

[目次]

はじめに	1
ユーロ圏の危機対策の評価	3
IFRS 第9号導入でギリシャ国債の評価損軽減か?	11
二極化する欧州の労働市場と財政負担	23

はじめに

London Economic Eye (Vol. 3)は、①「ユーロ圏の危機対策の評価」②「IFRS 第9号導入でギリシャ国債の評価損軽減か?」③「二極化する欧州の労働市場と財政負担」の3本のレポートで構成されている。

時間稼ぎからの脱却
にはより深刻な危機
が必要か?

①「ユーロ圏の危機対策の評価」では、7月21日に発表された第二次ギリシャ支援を含むユーロ圏緊急首脳会議の決定事項、8月7日に発表され、翌日以降実施されているECB(欧州中央銀行)によるイタリア、スペイン国債の買い入れを中心に、最近のユーロ圏の危機対策の評価を試みている。

目下の欧州の最大の懸案は、イタリア、スペインの被救済国仲間入りを回避することにある。7月21日発表の対策は、この問題を素通りし、その付けが回った格好でECBの介入が始まった。今のところ、ECBの介入は、両国国債の利回り抑制に奏功しているが、その機能をEFSF(欧州金融安定ファシリティ)に引き継ぐプロセスの不透明感などから、金利再高騰の懸念を拭うことはできずにいる。

またECBの買い入れの問題点のひとつは、対象国債が「自国の国債」ではないことから来ている。そのため、周辺国財政のサステナビリティを回復させる一助としても、ユーロ圏共通債の発行が、有力なオプションになると考えられるが、ここにはお馴染みの社会的・政治的調整の難しさが付きまとう。ユーロ圏の危機対応が意味のある前進を見せるには、もう一段の深刻な危機が必要なのかもしれない。

会計制度変更で「断崖
効果」緩和?

②「IFRS 第9号導入でギリシャ国債の評価損軽減か?」では欧州銀行への多大なインパクトが懸念されるギリシャ国債の評価について、会計基準を現行のIAS第39号からIFRS第9号に早期移行することによって損失が軽減される可能性があるとしたIASB新議長の発言、その趣旨を紹介するとともに、その実現性を検討

している。最終的な減損損失に大きな差は生じないにせよ、IFRS 第 9 号を採用することにより、各銀行は減損トリガーなしに予想損失を計上することで「断崖効果」を緩和できる可能性がある。

ただし、各銀行（債権者）にとってより本質的な問題が、債務者（ギリシャ）の支払い能力の実態であることは言うまでもない。また企業経営の実質とその表現手段である財務諸表の乖離を埋める、言い換えれば財務諸表の不透明感を緩和すべく会計制度の改良の努力が、どのような会計制度が採用されるのかをめぐる不透明感を生んでしまっているのは、特に 2008 年の金融危機以降のグローバル金融市場の皮肉とも言えよう。

さまざまな顔を持つ 欧州の雇用政策

③「二極化する欧州の労働市場と財政負担」では 2008 年の金融危機以降の欧州各国の雇用情勢を振り返り、政策体系の相違と労働市場のパフォーマンスとの関係を整理している。無論、失業率の違い等は経済そのもののパフォーマンスの結果でもあり、各国の政策体系の良し悪しのみを反映しているわけではないが、例えばドイツにおけるワークシェアリングが、同国経済の底を浅くする上で奏功した可能性はあろう。ただし、失業率が 20%を超えるスペインにおいて、ドイツ的政策が雇用削減を最小化する上でどの程度役に立つかは疑わしい。同国はギリシャ、ポルトガルとともに、財政緊縮が景気を押し下げることによって失業手当給付等の財政支出が増大するというジレンマから抜け出しがたい状況が続こう。

一方、アイルランドは 2009 年から翌年にかけて、大々的な失業率の上昇を経験した。そして現在、同国は PIIGS の中で唯一、成長力再獲得のパスに乗りつつあるかに見える。労働市場の「フレキシブル」さが効果を発揮しつつある顕著な事例とみなせよう。

(児玉 卓)

ユーロ圏の危機対策の評価

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

ECB の介入は成功するか

[要約]

- 7月21日のユーロ圏による周辺国対策は、アイルランド等被救済国の国債利回りを低下させたが、イタリア、スペインにかかわる市場の不安の沈静化には失敗した。そのツケが回った格好で8月8日に開始された ECB の市場介入が、今のところ両国国債の利回り抑制に成功しているが、これは時限措置であり、より整備されたセーフティネットへの移行がスムーズに行くかが今後の焦点になる。
- 構成国の政治的・社会的状況から、予見される将来のユーロ圏財政統合はあり得ないといつてよいが、財政資金ファイナンスという「部分」について各国が統合体に主権を委譲すること、つまりユーロ圏共通債の発行が、比較的息の長い時間稼ぎとしては有効であろう。ただし、その実現にはもう一段厳しい危機を経ることが必要であるかもしれない。

相次ぐ対策と深まる混乱

7月15日に欧州銀行監督機構がストレステストの結果を発表し、同21日にはユーロ圏緊急首脳会議が開催され、第二次ギリシャ支援を含む一連のユーロ圏財政危機への対策が明らかにされた。更に8月4日には欧州中央銀行（ECB）が周辺国の国債買い入れプログラムの再開、同7日はこのスキームの拡充を発表している。

7月以来、欧州財政危機にかかわる政策発表が相次いでいるのだが、この間、総じて市場の混乱には拍車がかかるばかりであった。米国の財政危機、主要国の景気指標の悪化と時期が重なったという不運もある。

金価格が高騰し、原油価格が暴落するなど、まさに市場の混乱はグローバルレベルで起こっている。だがあえて、欧州に限定し、その真正リスクのありかを指摘すれば、やはり目下最大の問題は、財政破綻がイタリア、スペインに波及するかどうかにある。7月21日のユーロ圏対策はそれに失敗し、そのツケが ECB に回っている。8月8日に開始された ECB による両国の国債買い入れが今のところ周辺国国債市場に小康を与えている格好である。以下では、最近相次いでいる欧州の危機対応の評価を試みたい。

程度問題でしかない 彼我の差が市場の評 価で明暗を分ける

ギリシャに始まるユーロ圏財政危機は、市場という集合体の恐ろしさを改めて印象付けている。ギリシャにせよ、アイルランド、ポルトガルにせよ、いずれも自業自得的な財政上、ないしは政策決定上の欠陥を持っており、EU、IMF の財政支援要請に追い込まれたのも当然だと評することはたやすい。しかし、それをいうのであれば、スペイン、イタリアは無論のこと、フランス、（ユーロ圏ではないが）英国も例外ではなく、ギリシャ等との差はあったとしても程度問題でしかない。彼らが市場で財政赤字のファイナンスができるかどうかを決めるのは、当たり前だが市場の評価であり、それが真に合理的であるかどうかを問うことに本質的な意味はない。確かなことは、きっかけが何であれ、例えばイタリアの国債利

回りが6%に達すれば、それがイタリアにとっての現実になるということだ。その現実とは、国債利回りが4%だったときと比較した政府の支払い能力の劣化であり、それに対する市場の評価が、次に国債利回りを8%に引き上げる可能性が高まるということである。

ことにユーロ圏の場合、構成国のセーフティネットを統合体の合議で決定するという手続き上の難問を抱えている。そして、同じ統合体の一員であるために、市場はギリシャで生じた事態を他国に当てはめることが容易になる。一方、あるセーフティネットが整備され、それが構成国の救済に成功すれば、その教訓が他国への波及に対する強い抑止効果を発揮することを期待できる。6%のイタリア国債の利回りは、放っておけばいずれ上昇する。それを避けるには、統合体としてのセーフティネットの整備が必須である。そして、その効果によって国債利回りが4%に低下すれば、それがイタリアにとっての新たな現実となり、債務のサステナビリティに対する不安から金利が再高騰する可能性は低下する。

イタリアやスペインが、自国とギリシャとの違いを強調するコメントが空疎に聞こえるのは、それが間違いだからではなく、何より「今、現在の」スペインやイタリアがギリシャと異なっているのは市場もすでに承知しているからである。こと、財政のサステナビリティの問題に関していえば、現在の違いが、イタリアやスペインが「今後、ギリシャ化」することの歯止めにはならないこと、ユーロ圏という統合体が、その歯止めを持っていないことが一番の問題なのであり、市場は否応なくその不安を、両国国債の利回りに織り込まざるを得ないということであろう。

市場と政策のギャップ

7月以降の一連の政策の中で、周辺国対策の軸となるのは7月21日のユーロ圏首脳会議の決定事項（以下、7/21対策）、および、8月7日に発表され、翌日に開始されたECBによるイタリア、スペイン国債のセカンダリー市場での買い取り政策である。今のところ、前者はすでに救済を受けた国の内、ポルトガル、アイルランドの国債利回り抑制に奏功している。後者は対象2カ国の国債利回りを引き下げている。問題は、これらの持続性である。

7/21対策の概要は図表1の通りであり、対ギリシャ支援、その他周辺国対策の二つに大別される。前者についてプラスに評価できるのは、ギリシャの自力更生が不可能であることを、ユーロ圏の政策レベルで事実上認めたことである。

図表1 ユーロ圏の対ギリシャ・周辺国対策（7月21日発表）

対ギリシャ

- ・ 第二次公的支援1,090億ユーロ： IMF、およびEFSF（欧州金融安定ファシリティ）による
- ・ EFSFの融資期間の延長： 最短15年、最長30年とし、当初10年間の返済免除
- ・ EFSFの融資金利の引き下げ： 年3.5%程度に軽減
- ・ 民間部門の関与： ①債務交換等で、370億ユーロ
②ギリシャ政府による国債買戻しで、約130億ユーロ
- ・ ギリシャ国債がデフォルト認定された場合でも、ECBは担保として受け入れ

その他

- ・ EFSFの融資期間、金利についてはギリシャ同様の適用
- ・ 民間部門の関与はギリシャのみ
- ・ EFSFの機能拡充： ①危機国以外への資金援助
②金融機関への資本増強支援
③国債セカンダリー市場への介入

（出所）Council of European Union、および各種報道より大和総研作成

当の「対策」に先立って漏れ聞こえてきた議論は、

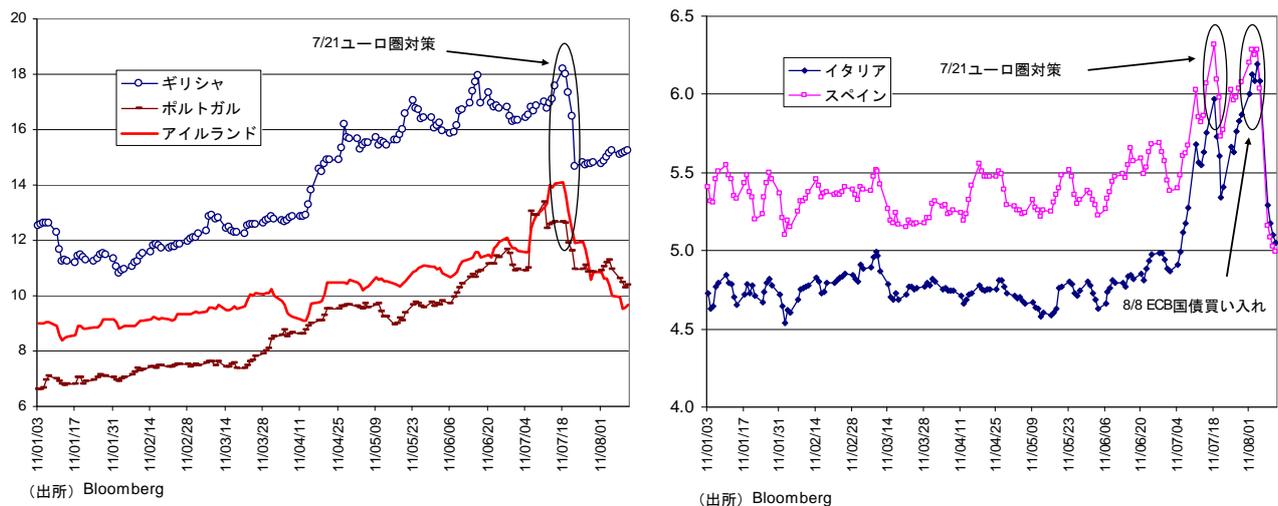
- ・ いかに格付け機関によるギリシャ国債のデフォルト認定を回避するか、
- ・ 民間投資家に負担を求めることがデフォルト認定につながることを避けるため、救済原資を民間投資家ではなく民間銀行（新しい銀行税の導入）に求めるのはどうか、

など、本質を迂回したテクニカルなものがほとんどだった。その点、7/21 対策では、ギリシャがデフォルト認定されることを前提としており、その上で、ギリシャの債務の削減に踏み込んでいる。量的に不十分、ないしは民間関与の実効性が担保されていないなどの批判はあり得るが、EU がギリシャの債務の維持不可能性を遅まきながら認めたことで、市場の評価と政策レベルとの認識ギャップは多少なりとも縮まった。市場がギリシャの事実上の破綻を前提としているときに、政策レベルが「ギリシャのデフォルトはあり得ない」と繰り返すばかりでは、市場の政策への信認は低下する一方であるから、これは一定の前進である。また、債務削減を対策に組み入れたことは、従前の、流動性供給（公的資金の貸与）と財政引き締めという組み合わせが、ギリシャ支援のスキームとして有効ではないことを、政策サイドが認めたということでもある。

しかし、すでにテーマ
が移行

しかし、実のところ、7/21 対策が発表された時点の市場の関心は、すでにギリシャにはなかった。かねてより危惧されていた、危機のイタリア、スペインへの波及がすでに現実となっていたからである。対策では、「民間部門の関与はギリシャのみ」と強調することで、他の周辺国債からの資金逃避の防止を図ったが、それが単なる口約束ではないことを示す付随的な対策は提示されなかった。おそらく市場を最も失望させたのは、EFSF(欧州金融安定ファシリティ)の資金支援枠の拡大が見送られたことである。

図表 2 PIIGS の 10 年国債利回り (%)



なぜ、イタリア、ス
ペインか？

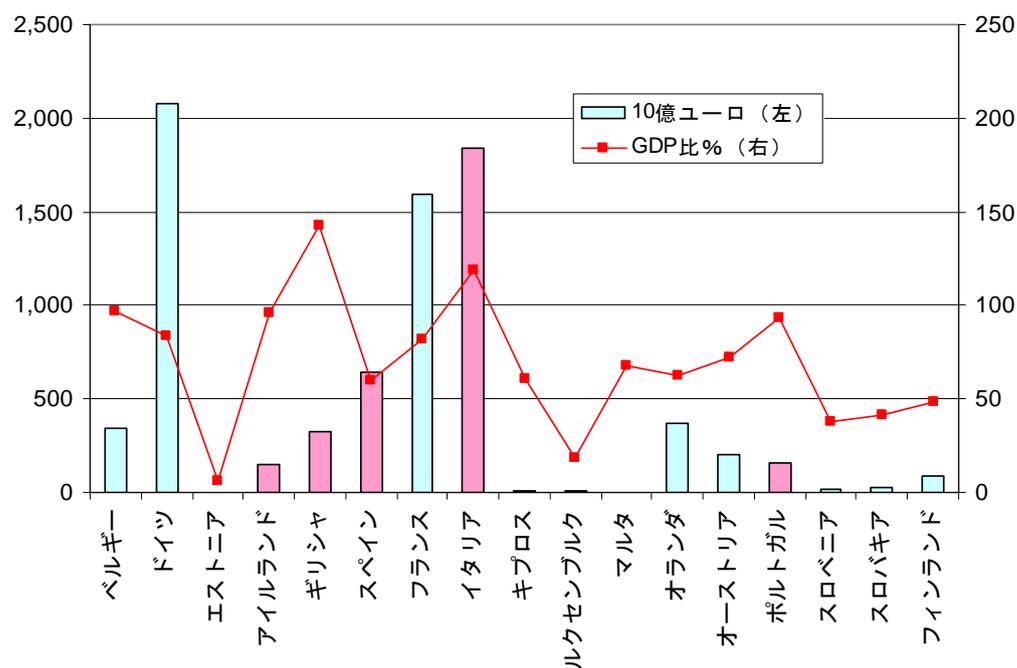
何がイタリア、スペインの国債利回りの高騰を招いたのかについて、明確な答えを提示することは難しい。当事国の政府からは、「不合理な市場の投機」という声がしばしば発せられる。確かに、この7月に入って、両国のファンダメンタルズに劇的な変化が生じたわけではない。例えばイタリアの政府債務の大きさ、

政治のリーダーシップのなさは全く目新しいものではないし、その程度が最近になって著しく悪化したともいえない。その意味で、当時の金利上昇を合理的に説明することが必ずしも容易ではないことは確かであろう。

しかし、そうであれば尚のこと、ユーロ圏は根拠なき投機を鎮める方策を市場に提示すべきだった。EFSF の資金枠を拡大することは、銀行の取り付け騒ぎに際して、店頭に札束を用意するのに等しい見せ金効果を有する。両国が「ギリシャ化」してしまえば、流動性をどれだけ積み上げて最終的な解決にはならない。しかし、ギリシャ化には比較的距離のあった両国がギリシャ化するのを防ぐ上で、見せ金には一定の効果を期待できたはずである。だが、恒例の政治的軋轢の調整がつかず、EFSF の資金枠拡大は見送られた。

このような経緯を振り返れば、イタリア、スペインの国債利回りの上昇にも、ある程度の「合理性」があったと判断せざるを得ない。市場が不安視しているのは、両国のファンダメンタルズ以上にセーフティネットの不備であり、その整備に向けた政策調整の難しさである。スペイン以上にイタリアの国債利回り上昇が目立ったのも、セーフティネットの不備による潜在的な打撃の最も大きな国が、PIIGS の中でも債務残高が格段に大きいイタリアであることを思い起こせば合点が行く。やはり、市場の不安には相応の根拠があったのだ。そして 7/21 対策は、この不安が実を射たものであることを実証してしまったのである。

図表3 ユーロ圏各国の一般政府債務残高：実額と GDP 比



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

7/21 対策後の周辺国の国債利回りの変動を振り返れば、被救済国の国債利回りは相当程度低下し、ギリシャは下げ止まったかに見えるが、対策前の水準は大きく下回っている。一方、イタリア、スペインの国債利回り低下は一瞬で終わった。財政のサステナビリティに関する市場との認識ギャップを縮小させることで、被救済国の先行きにかかわる不透明感は多少やわらげられた。しかし、統合体としてのセーフティネットの整備を先送りしたために、未救済国への波及懸念の沈静

化には失敗したとまとめられよう。

ECB介入の意味と効果

以上のような中途半端な周辺国対策が、ECB 登場の呼び水となったわけだが、冒頭で触れたように、ユーロ圏、ないしは EU という統合体にとって、目下最も重要な課題は、財政破綻のイタリア、スペインへの波及を回避することである。7/21 対策は、ここを素通りし、根幹的な役回りを ECB に委ねたわけであり、このようなスキームが一時的な時間稼ぎに過ぎないことはもとより明らかであろう。実際、8月7日のプレスリリースに、ECB は「独仏によるコミットメントの表明を歓迎する」という一文を挿入している。これは同日に明らかにされた、EFSF の機能拡大を9月までに実行に移すという、両国首脳による声明を指す。つまり ECB のプレスリリースは、「EFSF が各国議会の承認を経てイタリア、スペインの国債購入をできるようにするまでの時限措置として、介入しましょう」という ECB の意思表示に他ならない。典型的な時間稼ぎ政策である。

もっとも、先にも触れたように、きっかけが何であれ、国債利回りの引き下げに成功すれば、それがイタリアにとっての現実となり、財政のサステナビリティはある程度回復する。ECB の介入は時限措置に過ぎないが、EFSF へのバトンタッチがスムーズに行われれば、イタリア、スペインの国債利回りの低位安定は持続可能であるかもしれない。そのような期待が市場で強まれば、実際に金利反騰が回避される可能性は高まる。

しかし、この政策の実効性については、深刻な疑念が付きまとう。ひとつには、やはりイタリアの国債の規模が大きすぎるからである。これは ECB による買い入れの利回り抑制に対する直接的（需給上の）効果を減じるというだけの問題ではない。買い入れの目的自体が、ギリシャやポルトガルとは自ずと異なってくるということだ。

買い入れ対象がギリシャ等の国債であれば、EFSF へのつなぎで構わない。というよりも、ギリシャにせよ、ポルトガル、アイルランドにせよ、当面の財政赤字のファイナンスは公的資金で賄われるわけだから、市場金利がいくら上がっても構わないと割り切ることもできる。ECB の介入額が限定的だったのは、（市場規模が小さいからというよりは）ひとつにはそのためであろう。

介入は金利を抑制してこそ意味がある

だがイタリアはそうは行かない。イタリアの被救済国仲間入りを避けるべく見せ金を用意するのが EFSF の仕事であり、それが政治的に可能になるまでの時間稼ぎとして ECB の介入が位置づけられている。つまり、既に被救済国となったギリシャなどは、介入の意味合いが全く異なっている。ECB はイタリアの財政のサステナビリティの維持・回復の手助けを求められているのである。

そのためには、ECB の介入が金利の上昇を抑え、5%なりの国債利回りをイタリアにとっての本当の現実としなければならない。ここでいくつかの難問が生じる。

ひとつには、時間軸効果を使えないことである。国債の買い入れは日本や米国でも実験済みであるが、日銀も Fed も、その利回り抑制へのインパクトを補強する上で、超低金利政策の継続を軸とする時間軸戦略を併用している。将来の短期金利（政策金利）水準にコミットすることで、現在の長期金利を抑制するというものである。しかし、ユーロ圏の場合、単一通貨のもとで、構成国の国債利回りが各国に付されるリスクプレミアムに応じて決まってくるため、時間軸効果の有効性が期待できるのはドイツ国債のみである。それだけ、対イタリア国債については、裸の腕力勝負に近い資金投入が要請されることになる。

第二には、EFSF へのバトンタッチがスムーズに行くかどうかには大きな不確実性が存在する。9 月末までに EFSF の資金枠拡大と機能拡充が実現するには、前述のようにユーロ圏構成各国の承認が必要になるが、各国レベルでの政治的抵抗が複数生じることは予想に難くない。再度の先送りは結果的に ECB のコミットメントの延長という、再度の時間稼ぎにつながるのだろうが、このプロセスにかかわる不透明感が市場の混乱を惹起する可能性は低くはない。

第三に、EFSF については、どれだけの見せ金を用意すればいいのかという問題がある。現在の EFSF の融資可能額は 4,400 億ユーロであり、ギリシャ等への救済などで使途が決まっているものを除けば 3,000 億ユーロをイタリア、スペインに当てることができる計算になる。これは 2012 年末まで両国の要リファイナンス額（短期債を除く）にほぼ等しい。これに新たなプライマリー収支の赤字相当額を両国は調達しなければならない。

図表 4 PIIGS の国債償還、利払いスケジュール

	ポルトガル		イタリア		アイルランド		ギリシャ		スペイン	
	元本	金利	元本	金利	元本	金利	元本	金利	元本	金利
11年8月							5.8	2.3		
9月		0.5	32.4	6.4		0.0		0.8		0.0
10月		1.5		1.8		1.2		1.1	14.1	3.7
11月			0.0	3.7	4.4	0.2		0.1		
12月				1.5			8.1	0.1		0.0
12年1月				0.3		0.5	0.0	0.3		5.7
2月		0.2	26.3	9.8				0.2	1.3	0.1
3月			14.9	5.8	5.5	0.7	14.4	1.5		0.0
4月		0.6	16.1	1.8		1.3		0.4	11.9	3.5
5月				3.7			8.0	1.5		
6月	10.2	1.9		1.5		0.3	0.6	0.3		0.0
7月			17.1	0.3				2.9	12.9	7.1
8月				9.1		0.0	7.7	1.9		
9月		0.5	10.4	5.6	0.0	0.0		0.8		0.0
10月		1.5	18.4	1.5		1.2		1.2	20.3	3.0
11月				3.7				0.1		0.0
12月			18.7	1.5			2.0	0.0		
合計	10.2	6.7	154.3	58.3	10.0	5.4	46.6	15.4	60.5	23.0

(注) 8月8日時点、短期債を除くユーロ建ての国債。「合計」は2012年末までの合計値。数値「0.0」は5,000万ユーロ未満の償還、利払いが発生することを示す。単位は10億ユーロ

(出所) Bloomberg より大和総研作成

もちろん、さしあたって EFSF に求められているのは、資金援助を避けるための見せ金であり、用意される融資可能額が実際に使われるかどうかは別問題である。しかし、仮にイタリア、スペインの市場調達の道が閉ざされても EFSF でカバー可能という額が用意されなければ見せ金にはならない。そしてもちろん、見せ金の規模は大きければ大きいほど望ましい。ギリシャ向け流動性供給策が有効にワークせず、第二次支援に追い込まれたことが示唆するように、現時点で見えている資金需要のみをカバーするだけでは十分ではない。しかも EFSF が周辺国の新規資金需要だけでなく、国債のセカンダリー市場への介入機能を持つことになれば、潜在的な必要資金枠は現在とは比較にならないほど大きくなる。

そもそも EFSF へのバトンタッチは可能なのか

一方、財政負担を強いられる構成国の事情からすれば、資金枠の拡大は小さければ小さいほど望ましい。各国の納税者に対する説明の困難さ、独仏を含む政治

リーダーの人気凋落や反 EU・ナショナリズムの台頭というおなじみの問題だけではない。例えば最近では、米国の後を追ってフランス国債が最上位格付けを失うのではないかという声が聞かれ始めている。EFSF の規模拡大は、その現実味を高めずにはおかない要因である。

こうして、規模に関する彼我の思惑の違いが、市場に強い不透明感を与える可能性は非常に高いし、実際、十分な見せ金を用意されるかどうかについては全く楽観を許す状態にはない。

となれば、ECB は本当につなぎ役であり、9 月末に周辺国債の買い入れから手を引けるのかが分からなくなる。EFSF の資金不足の補助として、ECB が数年単位で、膨大な市場介入の継続を迫られる可能性も低くはない。国債買い入れは売り手に対する流動性の供給でもあるが、EFSF と異なり、ECB は流動性供給にかかわる物理的な原資の限界を持たないからである。

流動性の供給増加がインフレに直結するとは限らないが、バランスシートの毀損は避けられない。日銀や Fed であれば国債買い入れといった場合、あくまで対象は自国の国債である。その引き換えにベースマネーを売却者に供給するのだから、価格変動リスクが中央銀行に移転するにとどまる。政府の負債である国債と中央銀行の負債であるベースマネーの交換は、質的には等価交換に近いともいえよう。しかしユーロ圏の場合、国債の質には大きな差がある。価格変動リスクと共に信用リスクが中央銀行に移転される。それによる通貨発行主体のバランスシートの悪化は、まずは共通通貨ユーロの下落をもたらすことになるだろう。

こうして、いくつかの段階で、ECB から EFSF へのバトンタッチには看過しがたい壁が存在する。特に EFSF の資金枠拡大をめぐる各国の政治的軋轢が、イタリア、スペイン国債利回り抑制効果の持続性に対する疑義を生み、市場の混乱、金利の再高騰のきっかけとなるリスクは小さくないと考えられよう。

ユーロ廃止か財政統合か

すでに比較的広く認識されているように、ユーロ圏財政危機とそれをめぐる市場の混乱を収める最終的な解は二つしかない。一つはユーロという共通通貨を廃止し、ばらばらに戻すことであり、もう一つはユーロ圏の財政を統合した上で、域内格差を解消させる努力を放棄し、格差の存在を前提として所得再分配機能を通じて統合体を運営することである。

前者は、これまでの統合の歩みをすべてご破算にすることであり、政治的に採れるオプションではない。そもそも欧州統合の一つの動機は、米国とのパワーバランス維持という国際政治上の要請であった。米国の国力にも衰えが見えるとはいえ、今では新興国が勃興する中での欧州のプレゼンス維持という新たな課題が加わっている。国際政治における独メルケル首相の発言力は、EU、ユーロ圏の中核国のリーダーであることによって補強されているのである。

一方、財政統合は、構成国の最後の主権のよりどころを統合体に委譲することであり、やはり政治的に著しく困難な課題である。各国納税者、特に所得を分配する側の国民を納得させることも至難である。

このような最終解への現実的な距離感の大きさが、EU、ユーロ圏に対症療法、時間稼ぎを繰り返させている最大の理由であろう。7/21 対策にかかわる記述で触れたように、ギリシャのデフォルトを認めるかどうかという技術論から脱却するなど、対症療法ながらもユーロ圏の政策が少しずつ前進していることまで否定する必要はない。しかし、政策が一步進む間に、市場は十歩進んでいるというのが

現実であり、このギャップの解消を期待することは絶望的に難しい。

ユーロ圏共通債

ただしかすかな光明も見える。それは ECB のイタリア、スペイン国債買い入れの箇所を示唆したように、構成国の国債がばらばらであることが、現実的な市場とのつながりの中で、問題の解決を困難にしている元凶だということが明確になりつつあることである。したがって、ユーロ圏共通債の発行が、かなり息の長い時間稼ぎ策として有効となる可能性がある。共通債の発行は、財政主権の部分的委譲を伴わざるを得ないが、各国の歳出と歳入の大枠にかかわる独立性を留保した上で、両者のギャップを埋めるファイナンスのみ統合体に委譲することで、予想される政治的・社会的抵抗を抑え、周辺国財政危機を緩和させるというシナリオはあり得よう。

もっとも、その実現には、上で述べた悪いシナリオが必要であるかもしれない。ECB から EFSF へのバトンタッチをめぐる不透明感などからイタリア、スペインの金利が再高騰し、実質的な財政統合を排除した対策がすべて無効になるという、もう一段の危機を経ることが、上記シナリオ実現の前提となる可能性は、確かに低くない。

IFRS 第 9 号導入でギリシャ国債の評価損軽減か？

ロンドンリサーチセンター
鈴木 利光

予想損失モデルに基づく減損処理（第二フェーズ）の最終基準化が待たれる

[要約]

- 2011 年 7 月 21 日、ユーロ圏緊急首脳会合が開催され、ようやくギリシャへの追加支援策が合意された。これは、金融機関を含む民間セクターの任意負担（債券交換及びロールオーバー）を含む内容となった。
- 追加支援策が合意に至る過程では、ギリシャ国債の格付けや欧州中央銀行（ECB）による担保受け入れの問題とは別に、もうひとつ、追加支援策が合意に至る過程でクローズアップされた問題がある。それは、ギリシャ国債の評価損に関する会計処理上の問題である。
- 2011 年 7 月 1 日に国際会計基準審議会（IASB）の議長に就任したハンス・ホーヘルフォルスト氏は、その最初のスピーチにて、IFRS 第 9 号を導入することにより、ギリシャ国債に関連する損失を軽減することができるとの見方を示し、欧州連合（EU）に対して IFRS 第 9 号の導入を奨励する旨の発言をしている。
- 確かに、現時点で IFRS 第 9 号を早期適用すれば、一定の場合には、現行規定の IAS 第 39 号のもとで売却可能金融資産に分類されているギリシャ国債を償却原価にて分類・測定することができ、その結果、帳簿価額と将来キャッシュフローの現在価値（当初の実効金利で割引）との差額を減損損失として計上することとなり、取得原価と時価との差額を減損損失として計上する「時価をベースとした減損処理」を回避することは可能であろう。
- しかし、追加支援策における民間セクターの任意負担が「認識の中止」とみなされれば、それは「売却損失」をもたらすことから、仮に「時価をベースとした減損処理」を回避できたとしても、それと同程度のネガティブ・インパクトが損益計算書にもたらされるものと思われる。
- また、現時点では公開草案段階にある、予想損失モデルに基づく減損処理（第二フェーズ）によったとしても、現在検討されている「3 バケット・アプローチ」が採用されることになれば、今回のギリシャ国債のように「バケット 3」に分類されるであろう債券については、予想信用損失の総額が即時に減損損失として認識されることから、現行規定の「時価をベースとした減損処理」に基づく場合と減損損失額が大きく異なる可能性がある。
- したがって、仮に IFRS 第 9 号（予想損失モデルが含まれていると仮定する）を早期適用していたとしても、必ずしもギリシャ国債に関連する損失を軽減することにつながるものとはいえないだろう。

1. はじめに

民間セクターの負担を含むギリシャ追加支援策の合意

「選択的デフォルト」の是非が焦点

2011年7月21日、ユーロ圏緊急首脳会合が開催され、ようやくギリシャへの追加支援策が合意された。これは、後述するように、金融機関を含む民間セクターの任意負担を含む内容となった。

追加支援策が合意に至る過程では、この民間セクターの任意負担がもたらすであろう、ギリシャ国債が「デフォルト」又は「選択的デフォルト」(selective default：債務の一部不履行)と認定されることの是非が議論の焦点となった。それは、ギリシャ国債が「(選択的)デフォルト」と格付けで認定されることにより、ギリシャ国債が欧州中央銀行(ECB)の担保資格要件を満たさなくなるという可能性があったためである¹⁾。

会計上の問題もクローズアップ

このギリシャ国債の格付けや ECB による担保受け入れの問題とは別に、もうひとつ、追加支援策が合意に至る過程でクローズアップされた問題がある。それは、ギリシャ国債の評価損に関する会計処理上の問題である。

会計上の問題のきっかけ：民間セクターの負担が評価損計上を回避しうるか？

この問題は、元々は、ギリシャへの追加支援策における民間セクターの負担が、ギリシャ国債の評価損計上を回避しうるか、というところから議論がスタートしている。もっとも、議論の段階から、金融商品に関する現行の国際会計基準、IAS第39号をどのように解釈しても、民間セクターの負担が評価損の計上を回避しうる可能性は認められないという意見が大勢を占めていた。

会計上の問題は評価損計上の有無にとどまらず

しかし、追加支援策にまつわる会計上の問題は、評価損計上の有無に尽きるものではない。評価損計上の方法にも及んでいる。このギリシャ国債の評価損計上の方法に関して、一躍大きな注目を集めた人物がいる。それは、国際会計基準審議会(IASB)の新議長、ハンス・ホーヘルホルスト氏である。

IASB新議長、ギリシャ国債の評価損計上の方法へのコメントで一躍注目の人に

2011年7月1日にIASBの議長に就任した同氏は、その最初のスピーチにて、金融商品会計の新規則であり、未だ欧州委員会が承認していない、IFRS第9号を導入することにより、ギリシャ国債に関連する損失を軽減することができるとの見方を示し、欧州連合(EU)に対してIFRS第9号の導入を奨励する旨の発言をしたのである。

本稿では、このハンス・ホーヘルホルスト IASB 議長の発言の理解に資するべく、追加支援策における民間セクターの負担と、現行の IAS 第 39 号、そして欧州委員会未承認の新規則である IFRS 第 9 号との関係を簡潔に説明するものとする。

1 ECB のトリシェ総裁は、当初、ギリシャ国債が格付機関によって「(選択的)デフォルト」と認定された場合、担保資格要件を喪失する旨明言していた(2011年7月14日付、フィナンシャル・タイムズ独版によるインタビュー)。しかし、ギリシャへの追加支援策が合意した後は、ギリシャ国債が「(選択的)デフォルト」と認定された場合にはユーロ圏政府が350億ユーロの信用保証を提供することを決定したと明かし、その態度を軟化させた(2011年7月22日付、南ドイツ新聞によるインタビュー)。これを受けて、ECB 評議会のメンバーであるイブ・メルシュ氏(ルクセンブルク中央銀行総裁)は、ECB によるギリシャ国債の担保受け入れが可能である旨述べている(2011年7月28日付、東京で行われた公的通貨・金融機関フォーラム(OMFIF)のセミナーにて)。

2. IASB 新議長による IFRS 第 9 号の導入奨励コメント

最初に、ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長による、EU に対して IFRS 第 9 号の導入を奨励する旨の発言の内容を確認する。この発言は、2011 年 7 月 5 日・6 日にチューリヒで開催されたカンファレンスにてなされている。以下、この発言の一部を、報道の引用に基づき紹介するものとする²。

「若干の裁量の余地」

「欧州委員会の中には、IFRS 第 9 号を直ちに導入すべきであると考えている人々が数多くいる。なぜなら、IFRS 第 9 号は、ギリシャ国債に関して若干の裁量の余地をもたらすからである。」

ギリシャ国債の大半が売却可能金融資産であり、減損は時価償却原価にて測定できれば判断の余地

「現状、ギリシャ国債の大半は売却可能金融資産として保有されている。これを減損するとなれば、マーケットレートに基づいて損失を認識しなければならない。」

タイムリーな減損

「IFRS 第 9 号のもとでも減損は痛みを伴うものではあるが、減損処理はよりタイムリーになされ、『断崖効果 (cliff effect)』が緩和されるであろう。」

IFRS第9号はベター・スタンダード

「今次の危機により、IFRS 第 9 号がより優れたスタンダードであることが明らかになった。EU は、最終的にはこれを承認することになるだろう。」

IFRS第9号の導入、ギリシャ国債に関連する損失を軽減か

この発言から、ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長は、IFRS 第 9 号の導入がギリシャ国債に関連する損失を軽減することができるとの見方を示したといえる³。

3. ギリシャへの追加支援策の概要

ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長の発言からは、ギリシャ国債の評価損計上が想定されていることがうかがえる。そこで、その点を確認する前提として、ギリシャへの追加支援策を簡潔に紹介するものとする⁴。さしあたり、図表 1 を参照されたい。

図表 1 ギリシャへの追加支援策の概要：支援金額の内訳

公的支援 (EU+IMF)	1,090 億ユーロ	
民間支援 (※2011~2014)	496 億ユーロ	民間セクターの自発的な寄与: 370 億ユーロ 国債買戻しプログラム: 126 億ユーロ

(出所) 欧州理事会資料及び国際金融協会 (IIF) 資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

2 本稿で紹介するハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長の発言は、主に以下の報道によって引用されている。

◆REUTERS “New accounting rule would ease Greek pain : IASB” [2011 年 7 月 5 日]

◆Financial Times “Greek accounting : fresh calculations” [2011 年 7 月 7 日]

◆REUTERS “EU Barnier says won't budge on accounting rule” [2011 年 7 月 13 日]

3 REUTERS “New accounting rule would ease Greek pain : IASB” [2011 年 7 月 5 日] 参照

4 ギリシャへの追加支援策の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「ようやくまとまったギリシャ支援第 2 弾」(山崎加津子) [2011 年 7 月 22 日]

公的支援と民間支援

追加支援策は、EU と国際通貨基金（IMF）による公的支援と、民間セクターによる任意の支援（民間支援）とに分けられている。

公的支援：1,090億ユーロ（EU分はEFSF）

公的支援の総額は、1,090 億ユーロである（内訳は不明）。EU による支援は、欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）から拠出される。

民間支援：496億ユーロ（自発的寄与370億+国債買戻し126億）

そして、焦点となった民間支援としては、2011 年から 2014 年の間に、総額 496 億ユーロを見込んでいる。内訳は、債券交換やロールオーバー（償還後の再投資）を含む 4 つのオプションからなる民間セクターの自発的な寄与による 370 億ユーロ、国債買戻しプログラム（具体的なスキームは不明）による 126 億ユーロである。なお、2011 年から 2019 年の間における民間支援としては、総額 1,060 億ユーロを見込んでいる。

4つのオプション：交換3案+ロールオーバー1案

民間セクターの自発的な寄与（370 億ユーロ）を構成する 4 つのオプションは、国際金融協会（IIF）が公表した民間支援プログラムにて提示されたものであり、概要は以下のとおりである⁵。

- 1) 額面価格で、30 年債（金利 4.5%）と交換
- 2) 額面価格で、償還を迎える国債を 30 年債（金利 4.5%）にロールオーバー
- 3) 額面の 80%で、30 年債（金利 6.42%）と交換
- 4) 額面の 80%で、15 年債（金利 5.9%）と交換

21%の損失発生

IIF は、いずれのオプションを選択した場合であっても、現在価値ベースで 21% の損失が発生することを見込んでいる。これによれば、民間支援プログラムへの参加を表明した民間セクター（図表 2 参照）は、保有するギリシャ国債の評価損を計上することが想定されているといえる。

ギリシャ国債の評価損計上の有無（第 2Q）

そこで、参考までに、IIF の民間支援プログラムへの参加を表明している民間セクターが、第 2 四半期の決算にて、保有するギリシャ国債の評価損を計上しているか否かを確認すると、図表 2 のような結果となっている。

⁵ IIF は、民間セクターの 90%がこのプログラムに参加することを前提としている。そして、4 つの選択肢に対しては、それぞれ 25%ずつの参加を見込んでいる。

図表 2 IIF プログラムへの参加を表明した金融機関：2Q 決算におけるギリシャ国債の評価損計上の有無

	金融機関名	国	2Q 決算におけるギリシャ国債の評価損計上の有無
1	Allianz	ドイツ	○:3 億 2,600 万ユーロ
2	Alpha Bank	ギリシャ	未公表
3	AXA	フランス	○:9,200 万ユーロ
4	Banco Santander	スペイン	不明
5	Bank of Cyprus	キプロス	未公表
6	Bayern LB	ドイツ	未公表
7	BBVA	スペイン	未公表
8	BNP Paribas	フランス	○:5 億 3,400 万ユーロ
9	CNP Assurances	フランス	○:3 億 5,300 万ユーロ(※2)
10	Commerzbank	ドイツ	○:7 億 6,000 万ユーロ(※2)
11	Eurobank EFG Group	ギリシャ	未公表
12	Deutsche Bank	ドイツ	○:1 億 5,500 万ユーロ
13	Dexia	ベルギー	○:3 億 7,700 万ユーロ(※2)
14	Generali	イタリア	○:1 億 4,000 万ユーロ
15	Hellenic Bank	キプロス	未公表
16	HSBC	UK	○:1 億 500 万ドル
17	ING	オランダ	○:3 億 1,000 万ユーロ
18	Intesa SanPaolo	イタリア	○:2,500 万ユーロ(※2)
19	Munich Re	ドイツ	○:7 億 300 万ユーロ
20	National Bank of Greece	ギリシャ	未公表
21	Piraeus Bank	ギリシャ	未公表
22	Royal Bank of Scotland Group	UK	○:7 億 3,300 万ポンド
23	SEB	スウェーデン	×(中間決算の公表が追加支援策の合意より早い 7 月 14 日)
24	Societe Generale	フランス	○:3 億 9,500 万ユーロ
25	Standard Chartered	UK	×(エクスポージャーゼロ)
26	AK Bank	トルコ(※1)	×(エクスポージャーゼロ)
27	Credit Suisse	スイス(※1)	不明
28	Itau Unibanco	ブラジル(※1)	不明
29	KB Financial Group	韓国(※1)	不明
30	National Bank of Kuwait	クウェート(※1)	不明
31	Scotiabank	カナダ(※1)	不明
32	Swiss Re	スイス(※1)	×(エクスポージャーゼロ)
33	Zurich Financial	スイス(※1)	不明

(※1) 非 EU 加盟国

(※2) エクスポージャーの 21% (IIF の民間支援プログラムによって見込まれるギリシャ国債の損失規模) の評価損であることを明記

(注) 2011 年 8 月 11 日時点の情報に基づく

(出所) IIF 資料及び各金融機関公表資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

EU加盟国内の金融機関は国際会計基準を採用

実務上の会計処理には各国・地域、そして各金融機関で差があると思われる。もっとも、2005 年に EU が国際会計基準を域内統一会計基準として採用していることから、上記のうち EU 加盟国内の金融機関 25 機関については、同一のルール (IAS 第 39 号) に基づく会計処理をしていることが想定される。

そこで、この IAS 第 39 号と、欧州委員会が承認していない IFRS 第 9 号とに基づく会計処理とはどのようなものかを簡潔に説明したうえで、EU に対して IFRS 第 9 号の導入を奨励する旨のハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長の発言の趣旨を探るものとする。

4. 国際会計基準とギリシャ国債関連損失

(1) 現行の国際会計基準：IAS 第 39 号

保有目的に応じて4分類

IAS 第 39 号は、金融商品を、保有目的に基づき、次の 4 つに分類する。

- 1) 純損益を通じて公正価値で測定される金融資産 (FVTPL : Fair Value Through Profit or Loss)
- 2) 満期保有投資 (HTM : Held to Maturity)
- 3) 貸付金及び債権 (L&R : Loans and Receivables)
- 4) 売却可能金融資産 (AFS : Available For Sale)

それぞれの分類の測定、減損の態様については、図表 3 を参照されたい。

図表 3 IAS 第 39 号：金融商品の分類・測定と減損の態様

	分類	測定	減損処理
債権・債券 (負債性金融商品)	FVTPL	FVTPL	不要
	HTM	償却原価	帳簿価額と将来 CF の現在価値(当初の実効金利で割引)との差額
	L&R		
	AFS	FVTOCI(※) (リサイクリングあり)	取得原価と時価との差額 (戻入れあり) =「時価をベースとした減損処理」
株式 (持分金融商品)	FVTPL	FVTPL	不要
	AFS	FVTOCI(※) (リサイクリングあり)	取得原価と時価との差額 (戻入れなし) =「時価をベースとした減損処理」
		公正価値を信頼性をもって測定できない場合、取得原価	帳簿価額と将来 CF の現在価値(マーケットレートで割引)との差額

(※) Fair Value Through Other Comprehensive Income : その他の包括利益を通じて公正価値で測定
(出所) IAS 第 39 号を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

発生損失モデル

IAS 第 39 号は、金融商品の減損について、損失が予想されるのみではならず、減損の客観的な証拠(減損トリガー)が認識されて初めて、減損処理を行うこととしている(発生損失モデル)。

ギリシャ国債保有者に減損トリガーあり

減損トリガーのサンプルとしては、「発行体又は債務者の重大な財政的困難」、「借手の財政的困難に関連した経済的又は法的な理由による、そうでなければ貸手が考えないような、借手への譲歩の供与」等がある。今回のギリシャへの追加支援策に照らしてみると、ギリシャの財政状況は前者に合致し、IIF の民間支援プログラムは後者に合致するといえ、ギリシャ国債保有者(特に IIF の民間支援プログラムへの参加を表明した金融機関)には減損トリガーがあると認められる。

2010年との違いは民間負担の有無か

ギリシャ国債のデフォルトの可能性は、2010年の時点ですでに予想されていた。ギリシャが2010年の時点から「重大な財政的困難」に陥っていたことは明らかであったが、当時はギリシャ国債の評価損を計上すべきか否かという議論が盛んに

なされたということにはなかった。そのため、今回の追加支援策における IIF の民間支援プログラムは、ギリシャ国債の保有者（特に IIF の民間支援プログラムへの参加を表明した金融機関）による評価損の計上を不可避なものとした要素といえることができる。

ギリシャ国債保有の 大半がAFS分類

なお、今回のギリシャ国債の評価損については、（ハンス・ホーヘルフォルス ト IASB 議長がいうように、）その多くが売却可能金融資産（AFS）として分類されており、取得原価と時価との差額が減損損失として認識されている（「時価をベースとした減損処理」）。

(2) 欧州委員会未承認の新規則：IFRS 第 9 号

① 三つのフェーズ

現在、IASB は、IAS 第 39 号を、三つのフェーズに分けて置き換えるプロジェクトを進めている（図表 4）。

図表 4 IAS 第 39 号の置き換えプロジェクト

フェーズ		ステータス	留意点
1)分類と測定	金融資産	IFRS 第 9 号(2009 年 11 月 12 日)	<ul style="list-style-type: none"> 強制適用開始日:2013 年 1 月 1 日 (※) 2009 年末に終了する事業年度からの早期適用可
	金融負債	IFRS 第 9 号に追加(2010 年 10 月 28 日)	
2)減損		<ul style="list-style-type: none"> 公開草案(2009 年 11 月 5 日) 公開草案の補足文書(2011 年 1 月 31 日) 	2011 年中に基準の置き換えを完了する予定
3)ヘッジ会計		公開草案(2010 年 12 月 9 日)	

(※) 2011 年 8 月 4 日、IFRS 第 9 号の強制適用開始日を 2015 年 1 月 1 日に延期する旨の公開草案を公表

(出所) IASB 資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

現時点でIFRS第9号が カバーしているのは 「分類と測定」のみ

図表 4 からわかるように、現時点では第一フェーズの「分類と測定」のみ、置き換えが完了している。したがって、現時点では、IFRS 第 9 号がカバーしているのは「分類と測定」のみである。したがって、仮に IFRS 第 9 号を現時点で早期適用したとしても、第二フェーズの減損及び第三フェーズのヘッジ会計については引き続き IAS 第 39 号が適用される。減損、ヘッジ会計の規定は、置き換え作業が完了し次第、IFRS 第 9 号に追加される予定である。

欧州委員会は未承認

欧州委員会は、現時点では、IFRS 第 9 号を承認していない。その理由としては、第二フェーズと第三フェーズが未完了であることを挙げている。

② 金融資産の分類と測定

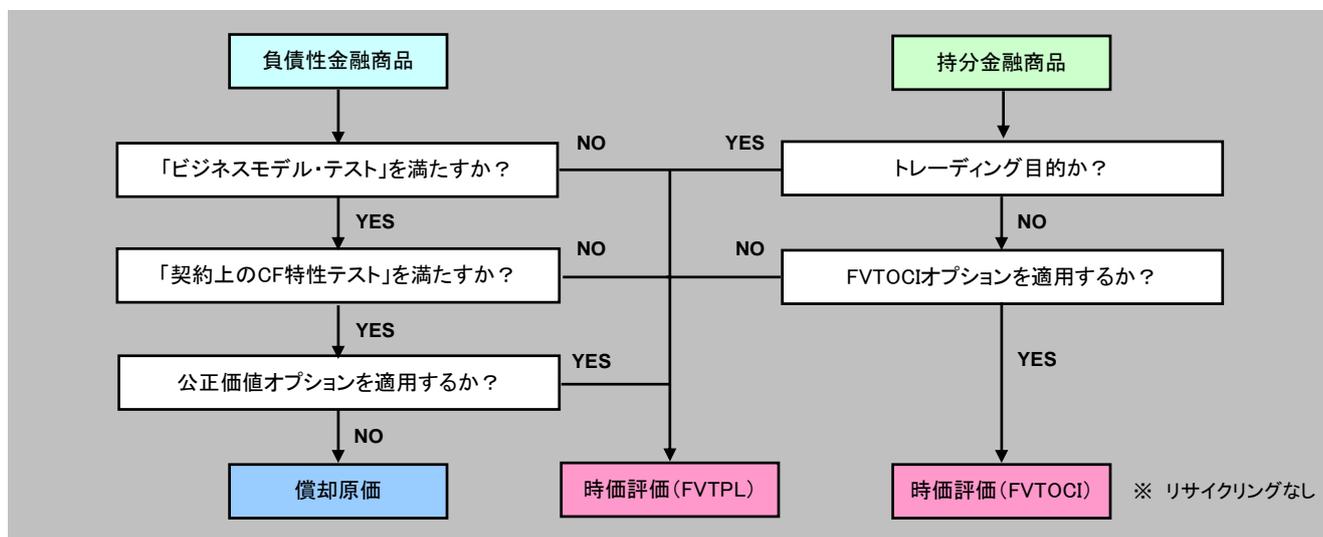
ギリシャ国債は、その保有者にとっては金融資産である。そこで、IFRS 第 9 号に基づく金融資産の分類と測定を確認する。

償却原価と時価評価 のみ（簡素化）

IAS 第 39 号が金融資産をその保有目的に応じて 4 つに分類したうえでそれぞれを測定しているのに対し、IFRS 第 9 号は償却原価と時価評価の 2 つのみの分類・

測定としており、簡素化を図っている（図表 5）⁶。

図表 5 IFRS 第 9 号：金融資産の分類と測定



（出所）IFRS 第 9 号を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

二つのテスト

図表 5 からわかるように、負債性金融商品（債権・債券）が償却原価に分類・測定されるためには、「ビジネスモデル・テスト」及び「契約上のキャッシュフロー特性テスト」を満たす必要がある。

「ビジネスモデル・テスト」

「ビジネスモデル・テスト」を満たすためには、契約キャッシュフローの回収を目的として保有するビジネスモデルであることが求められる。満期保有目的として保有するビジネスモデルがこれを満たすこと、そしてトレーディング目的として保有するビジネスモデルがこれを満たさないことは明白である。

AFSに分類されるギリシャ国債も「ビジネスモデル・テスト」を満たす可能性あり

問題となるのは、IAS 第 39 号で売却可能金融資産（AFS）に分類される債券であろう。これについては、その売却頻度等を踏まえて、契約キャッシュフローの回収を目的として保有しているか否かを判断することになる。したがって、一定の場合には、売却可能金融資産に分類されるギリシャ国債についても、この「ビジネスモデル・テスト」を満たす可能性があるといえる。

「契約上のCF特性テスト」

「契約上のキャッシュフロー特性テスト」を満たすためには、その金融資産の性質として、生じる契約キャッシュフローが元本と金利のみであることが求められる。ここでいう「金利」とは、一定期間の元本残高に対する貨幣の時間的価値及び信用リスクの対価を指す。したがって、それ以外の要素、たとえば契約キャッシュフローを増幅するレバレッジを含むデリバティブ契約等は、これを満たさないことが明白である。ギリシャ国債については、一般的にこのテストを満たすものと考えられる。

AFSに分類されるギリシャ国債、IFRS第9号のもとでは償却原価での測定も

以上から、今回の第 2 四半期で評価損が計上されたギリシャ国債の多くがそうであったように、IAS 第 39 号で売却可能金融資産（AFS）に分類される債券は、一定の条件を満たせば、IFRS 第 9 号のもとでは償却原価での測定が認められること

⁶ 詳細については、以下のレポートを参照されたい。

◆DIR Market Bulletin 2010 年夏季号 Vol.25 「国際会計基準の現状」（吉井一洋）

になる。

IFRS第9号「償却原価」の減損処理＝IAS第39号「償却原価」の減損処理

そして、前述したように、現時点でIFRS第9号がカバーしているのは「分類と測定」のみであり、減損の規定については引き続きIAS第39号が適用される。したがって、現時点では、IFRS第9号で償却原価にて分類・測定される金融資産に対しては、IAS第39号で償却原価にて測定される金融資産（「満期保有目的の債券（HTM）」及び「貸付金及び債権（L&R）」）と同様の減損処理が適用される（図表3参照）。

ギリシャ国債、IFRS第9号のもとでは「時価をベースとした減損処理」を回避か

したがって、今回のギリシャ国債のように、IAS第39号で売却可能金融資産（AFS）に分類される債券は、従来は「時価をベースとした減損処理」が求められているが、IFRS第9号のもとでは、帳簿価額と将来キャッシュフローの現在価値（当初の実効金利で割引）との差額を減損損失として計上することとなり、IFRS第9号が引き継ぐIAS第39号の減損規定のもとでも「時価をベースとした減損処理」を回避しようということになる（図表3参照）。

(3) 公開草案：減損

IASBは、現在、IAS第39号の減損規定（図表3参照）を改定する作業をしている（図表4参照）。現在のステータスとしては、公開草案及びその補足文書を公表し、受け付けたコメントをもとに基準を策定している段階である⁷。

発生損失モデルに対する批判と予想損失モデルの提案（減損対象は償却原価）

前述したように、IAS第39号は減損処理にあたって発生損失モデルを採用している。2008年に発生した世界的な金融危機のさなか、この発生損失モデルに対しては、減損損失の認識が遅延するとか、減損トリガーが認められた時点で一気に損失が認識されるという「断崖効果（cliff effect）」があるといった批判が向けられた。そこで、IASBは、公開草案にて、減損処理の対象を償却原価で分類・測定される金融資産とし、そのうえで予想損失モデルを採用することを提案している。

予想信用損失を予想残存期間にわたって配分⇒予想信用損失の見積りに不利な変動が生じた場合に減損損失（減損トリガー不要）

予想損失モデルは、金融資産の予想信用損失を当初に見積り、契約キャッシュフローから当初予想信用損失を控除したものを、利息収益として予想残存期間にわたって認識する（予想信用損失の累積計上額は引当金として表示）⁸。すなわち、帳簿価額は、減損トリガーがなくとも、予想残存期間にわたって、（当期分の）予想信用損失の控除という形で減額される。そのため、当初の予想信用損失額が正確である場合には、「減損損失」は認識されない。したがって、毎期の将来キャッシュフローの見直しの結果、予想信用損失の見積りに不利な変更が生じた場合に初めて、その変更の影響の全額が直ちに「減損損失」として認識されることになる。見積りの変更に際して、減損トリガーは不要である。

「断崖効果（cliff effect）」の緩和

この結果、予想損失モデルは、発生損失モデルと比較すると、最終的な引当金残高に差異はないが、減損トリガーがない段階から事前に予想信用損失を計上する分、「断崖効果（cliff effect）」が緩和され、安定的な利益報告が期待され

⁷ 詳細については、以下のレポートを参照されたい。

◆DIR Market Bulletin 2010年夏季号 Vol.25「国際会計基準の現状」（吉井一洋）

⁸ 2009年11月5日の公開草案の段階では、償却原価の算出に用いる実効金利の決定に、予想信用損失を含めることが提案されていた。しかし、これに対しては、特にオープン・ポートフォリオの場合、実効金利の算定が実務上困難になるとの批判が向けられた。そこで、2011年1月31日の補足文書では、オープン・ポートフォリオであることを前提に、実効金利の決定に予想信用損失を含めることを断念することが提案されている。

る。「断崖効果 (cliff effect)」の緩和は、欧州国債市場のボラティリティの低下に資するものといえよう。

検討中の代替案：

「3バケット・アプローチ」

なお、IASB は、公開草案（及びその補足文書）の公表後、代替案として、「3バケット・アプローチ」を検討している。これは、減損処理にあたって、対象となる資産の信用の質の悪化の一般的パターン（＜第一段階＞新規に購入又は実行され、デフォルトの証拠がない段階、＜第二段階＞ポートフォリオ単位で信用リスクが高まる段階、＜第三段階＞個別資産単位で予想信用損失の実現が識別される段階）を反映することを目的としている。具体的には、図表 6 を参照されたい。

図表 6 公開草案（及びその補足文書）公表後の代替案：「3バケット・アプローチ」

資産の分類	資産の内容	減損処理
バケット 1	バケット 2・3 以外の資産	当初の予想に基づく向こう 12 ヶ月(※)分の予想信用損失を引当金として計上
バケット 2	将来のデフォルトに直結する観測可能な事象が存在するが、どの個別資産がデフォルトするかまでは識別されていない段階で構成されるポートフォリオ	<ul style="list-style-type: none"> ポートフォリオ単位で、 (残存期間全体にわたる)予想信用損失の総額を、 即時に減損損失として認識
バケット 3	個別資産単位で予想信用損失の実現が識別される資産	<ul style="list-style-type: none"> 個別資産単位で、 (残存期間全体にわたる)予想信用損失の総額を、 即時に減損損失として認識

(※) 「24 ヶ月」とする案も合わせて検討されている。

(出所) IASB・企業会計基準委員会 (ASBJ) の資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

「移転」のタイミング
は今後の検討課題

新規に購入又は実行された資産は、その信用度合いに関わらず、当初は「バケット 1」に区分される。そして、当該資産の信用の質が悪化するにつれて「バケット 2」・「バケット 3」に移転する。この「移転」のタイミングについては、未だ明確なガイドラインが示されていない。

ギリシャ国債は「バケット 3」⇒IAS第39号に基づく評価損計上額と大きな差異なしか

今回のギリシャ国債をこの代替案に当てはめると、ギリシャの財政状況や IIF の民間支援プログラムの内容から、「バケット 3」に分類され、予想信用損失の総額が即時に減損損失として認識されると考えるべきであろう。したがって、仮に現時点でこの「3バケット・アプローチ」が採用されていたとしても、その減損損失は、IAS 第 39 号に基づき売却可能金融資産 (AFS) に分類された EU 加盟国のギリシャ国債の評価損計上額 (図表 2 参照) と大きく異なるという可能性もあるといえよう。

(4) ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長の発言の趣旨

ここで、今一度、ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長の発言に戻りたい。

IAS第39号に基づく売却可能金融資産 (AFS) の減損処理

「現状、ギリシャ国債の大半は売却可能金融資産として保有されている。これを減損するとなれば、マーケットレートに基づいて損失を認識しなければならない。」という発言は、IAS 第 39 号に基づく売却可能金融資産 (AFS) の減損処理を指しているということが分かる (図表 3 参照)。

発言の趣旨は？

そして、ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長は、続く発言にて、この「時価をベースとした減損処理」の回避が IFRS 第 9 号導入の趣旨であることを示唆している。

「判断の余地」

: AFS under IAS39⇒
償却原価 under IFRS9

それが、「もしこれを償却原価にて測定できれば、判断の余地がもたらされる可能性がある。IFRS 第 9 号に従えば、これが可能となる。」という発言である。この発言は、IFRS 第 9 号に基づく金融資産の分類と測定を前提としている（図表 5 参照）。「判断の余地」というのは、IAS 第 39 号で売却可能金融資産（AFS）に分類されているギリシャ国債を、IFRS 第 9 号に基づき償却原価にて分類・測定するという場面を想定しているものと考えられる。この点、次の発言と合わせて確認する。

減損の公開草案（予想
損失モデル）

続く「IFRS 第 9 号のもとでも減損は痛みを伴うものではあるが、減損処理はよりタイムリーになされ、『断崖効果（cliff effect）』が緩和されるであろう。」という発言は、減損の公開草案にて提案している予想損失モデルを指しているということが分かる。すなわち、「IFRS 第 9 号」に、公開草案段階にある減損処理の方法を含めた上での発言といえる。この予想損失モデルによれば、「時価をベースとした減損処理」を回避することが可能となる。

予想損失モデルによ
らずとも

これに対して、「IFRS 第 9 号は、ギリシャ国債に関して若干の裁量の余地をもたらす」という発言については、必ずしも「IFRS 第 9 号」に、公開草案段階にある減損処理の方法を含めた上でのものとはいえないだろう。というのは、前述したように、IAS 第 39 号で売却可能金融資産（AFS）に分類されているギリシャ国債は「時価をベースとした減損処理」をする必要があるが、これを IFRS 第 9 号に基づき償却原価にて分類・測定することで、帳簿価額と将来キャッシュフローの現在価値（当初の実効金利で割引）との差額を減損損失として計上することとなり、IFRS 第 9 号が引き継ぐ IAS 第 39 号の減損規定のもとでも「時価をベースとした減損処理」を回避することが可能となるからである（p. 19 参照）。

IFRS第9号の導入⇒
「時価をベースとし
た減損処理」の回避

したがって、ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長は、公開草案段階にある予想損失モデルの採用を前提としつつ、それが最終基準化されていない現時点においても、IAS 第 39 号で売却可能金融資産（AFS）に分類されているギリシャ国債を、IFRS 第 9 号に基づき償却原価にて分類・測定することで、「時価をベースとした減損処理」を回避することができるケースがあると示唆しているものと思われる。これが、EU に対する IFRS 第 9 号の導入奨励の趣旨といえよう。

会計処理の便宜を
「飴」にIFRS第9号の
承認を要請か？

これは、言い換えれば、会計処理の便宜を「飴」として、欧州委員会から IFRS 第 9 号の承認を得ようとしていると解釈することが可能である。

5. おわりに

IFRS第9号の導入はギ
リシャ国債関連損失
を軽減するのか？

それでは、IFRS 第 9 号を導入することで、ギリシャ国債に関連する損失を軽減することが可能となるのだろうか。現在のギリシャ国債が売却可能金融資産（AFS）に分類されていること、そして IFRS 第 9 号を導入した場合、これらのギリシャ国債を償却原価にて分類・測定することが可能となることを前提に、簡素な考察を試みることにする。

減損損失：
AFS>償却原価

おそらく、一般的には、「時価をベースとした減損処理」を要求されることから、売却可能金融資産（AFS）に分類された債券のほうが、償却原価にて分類・測

定された債券よりも、減損損失によるインパクトが相対的に大きいだろう（図表 3・5 参照）。

今回のギリシャ国債のケースではいずれにしても大差なしか

しかし、IIF の民間支援プログラム（債券交換及びロールオーバー）が、保有するギリシャ国債の「認識の中止」とみなされるとすれば、それは「売却損失」をもたらすことから、いずれの категория に分類されていても、損益計算書にもたらすインパクトに大差はないものと思われる。

予想損失モデルも合わせて導入すれば「インパクト」は軽減

もっとも、IFRS 第 9 号に、現時点では公開草案段階の予想損失モデルに基づく減損処理が含まれているとすれば、それを早期適用していれば、減損トリガーがない段階から事前に予想信用損失を計上する分、「断崖効果（cliff effect）」が緩和されていたであろうことから、ギリシャ国債に関連する損失がもたらす「インパクト」が軽減されていた可能性はある。

ギリシャ国債は「バケット 3」⇒IAS 第 39 号に基づく評価損計上額と大きな差異なしか

ただし、その場合でも、毎期の将来キャッシュフローの見直しの結果、予想信用損失の見積りに不利な変更が生じた場合には、その変更の影響の全額を直ちに減損計上する必要がある。すなわち、ギリシャ国債を購入した後、その予想信用損失に不利な変更が生じた場合には、直ちにその変更の影響の全額を減損計上する必要がある。さらには、現在検討されている「3 バケット・アプローチ」が採用されていたとすれば、前述したように、ギリシャ国債は「バケット 3」に分類されるであろうことから、その減損損失は、IAS 第 39 号に基づく EU 加盟国のギリシャ国債の評価損計上額（図表 2 参照）と大きく異ならないという可能性もある。これらの場合には、予想損失モデルの採用による「断崖効果（cliff effect）」の緩和の程度が小さくなるといえよう。

IFRS 第 9 号の導入はギリシャ国債関連損失を軽減しない

したがって、仮に IFRS 第 9 号（予想損失モデルが含まれていると仮定する）を早期適用していたとしても、必ずしもギリシャ国債に関連する損失を軽減することにつながるものとはいえないだろう。

投資家保護、IFRS の信頼性の観点から問題あり

そもそも、IASB が会計処理の便宜を「餌」として欧州委員会の承認を得ようとする自体に、投資家保護や国際会計基準の信頼性という観点から問題があるといえよう。

欧州委員会、立場を変更せず

こういった事情を考慮してか否かは不明だが、報道によると、欧州委員会のバルニエ域内サービス・市場担当は、ハンス・ホーヘルフォルスト IASB 議長の発言を受けて、2011 年 7 月 13 日にニューヨークで行われたウェブキャスト会議にて、「IFRS 第 9 号の導入が、我々が現在直面している欧州の問題に対する最初の解決策になるとは思えない」、「欧州委員会の立場に変更はない（第二フェーズと第三フェーズが完了するまでは IFRS 第 9 号を承認しない）」という趣旨の発言をしたとされている⁹。

減損（及びヘッジ会計）の置き換え作業完了が待たれる

いずれにしても、こうした不透明性を払拭するためにも、IASB には、EU による IFRS 第 9 号の承認を得て、減損（及びヘッジ会計）の置き換え作業を完了させることが望まれよう。

9 REUTERS “EU’s Barnier says won’t budge on accounting rule” [2011 年 7 月 13 日] 参照

二極化する欧州の労働市場と財政負担

ロンドンリサーチセンター
増川 智咲

欧州各国の労働市場政策の相違とその効果、今後の課題

[要約]

- 欧州全体の失業率は、他の OECD 諸国と比較して高水準にあり、08 年から 09 年にかけての金融危機下でその状況はさらに悪化した。失業率を押し上げたのは、財政危機にある周縁国であるが、対 GDP 比で見た労働市場政策への支出負担割合は、財政が比較的悪化していない欧州中核国も含め全体的に高水準にある。
- 労働市場政策支出負担増の背景には、「失業・無業所得補助・支援」分野の負担増がある。ただし、その内容は金融危機下で採用した労働市場政策の性質によって、欧州中核国と周縁国で異なる。欧州中核国は、雇用者数を削減する代わりに、一人当たりの労働時間を減らすことで失業率の上昇を抑えた。政府は、労働時間削減対象者に対する補助金給付を実施したことから、同分野の財政負担が上昇した。他方、周縁国では大規模な雇用削減が行われた。非正規雇用の拡大と硬直的な労働市場という構造的な問題が背景にある。さらに、国によっては不動産ブームの失速も失業率の悪化に拍車をかけた。その結果、当該国では失業手当給付の負担が増加した。
- 欧州中核国では、10 年に入って労働時間がプラスに転じていることから、足元不安視されている景気悪化が軽微に留まり、12 年に向けて景気回復が継続すれば、各国の回復の強さに併せて雇用者数も拡大するだろう。それに伴い、「失業・無業所得補助・支援」に対する財政負担が軽減するだろう。他方、周縁国ではユーロ圏財政危機下の景気の落ち込みで労働市場がさらに悪化しており、同分野への財政負担も高水準となろう。欧州の失業率とそれに伴う労働市場政策への支出動向は、今後、欧州中核国と周縁国でさらに異なったものとなるだろう。

金融危機下の欧州失業率上昇と、労働市場政策支出負担増

欧州全般的に労働政策支出負担大

欧州全体の失業率は、他の OECD 諸国と比較して高水準にあり、08 年から 09 年にかけての金融危機下（以後、金融危機）にその状況はさらに悪化した。図表 1 のマトリックスに見られる通り、欧州の失業率を押し上げているのはスペイン・ポルトガル・アイルランドの「財政危機にある周縁国（以後、周縁国）¹⁰」で、高い失業率にあわせて、労働市場政策への支出負担も重い。他方、財政が比較的悪化していない欧州中核国の失業率は、OECD 諸国平均と同水準かそれを下回る水準にある。しかし労働市場政策支出の負担は OECD 平均を大きく上回っている。このように、金融危機下における欧州の労働市場政策のあり方は他の先進国と状況を異とする。本稿では、欧州における労働市場政策支出負担が高い背景と政策の効

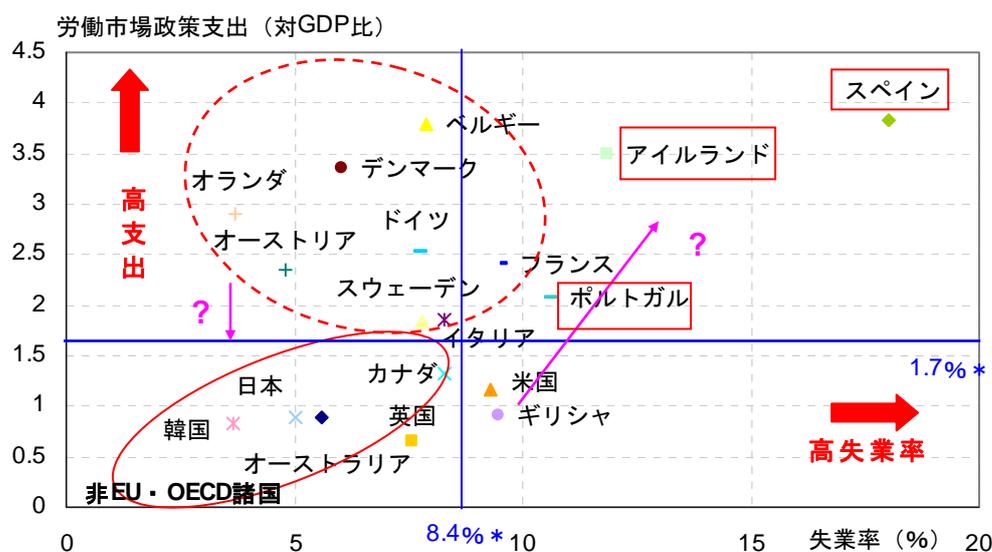
¹⁰ 09 年時点の失業率、労働政策支出割合が低いギリシャは除く。ギリシャに関する分析は後述。

果、また欧州全体の失業率を押し上げている周縁国の労働市場における構造的な問題点を明らかにしたい。

失業問題は、政治的リスクともなりうる

この問題は、財政支出減を推進する論調の中で注目に値するだけでなく、政治の安定に対するリスクを測る上でも重要となるだろう。過去に、周縁国では高失業率などの労働市場の問題が大規模なデモを誘発した。アイルランド・ポルトガルでは総選挙に際し、与党に対する反対票が投じられたことで政権交代が起きるなど、緊縮財政が敷かれる各国の政情にも注視が必要となっている。そのような中、失業問題・労働市場政策は重要な課題として位置づけられよう。

図表 1 各国の失業率と労働市場政策への支出（対 GDP 比）マトリックス（09 年時）



注：*はOECD諸国平均、丸は非EU・OECD諸国、点線丸は欧州中核国、四角は周縁国（ギリシャは後述の通り例外として扱っている）、矢印は09年以降の予想（後述）

出所：OECD統計、Eurostat、各国統計局より大和総研作成

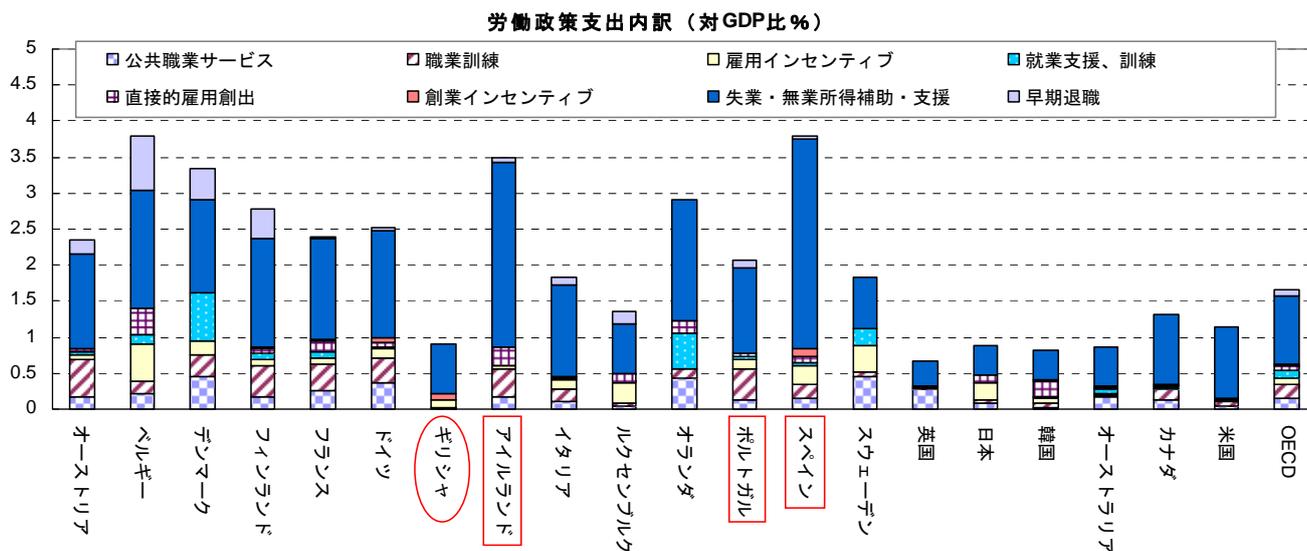
労働市場政策の相違

「失業・無業所得補助・支援」の負担大

欧州各国による労働市場政策への支出（対GDP比）はイギリスを除き、非EU・OECD諸国を大きく上回っている。図表2に見られる通り、欧州の特徴としてまず、「失業・無業所得補助・支援」や「早期退職」を除いた「積極的労働市場政策¹¹」の内容が充実している他、それに対する支出規模が、他のOECD諸国と比較して大きい点が挙げられる。また、「失業・無業所得補助・支援」負担が圧倒的に高く、各国とも金融危機下でその負担が増している。これは、失業率がOECD平均を下回る欧州中核国でも例外ではない。ただしその内容は、各国が金融危機下で採用した労働市場政策の性質によって異なる。

¹¹ 「失業・無業所得補助・支援」や「早期退職」を「消極的労働市場政策」、それ以外の「職業訓練」や「就業支援、訓練」などを「積極的労働市場政策」と呼ぶ。

図表 2 労働市場政策への支出の内訳（09年時、対GDP比）



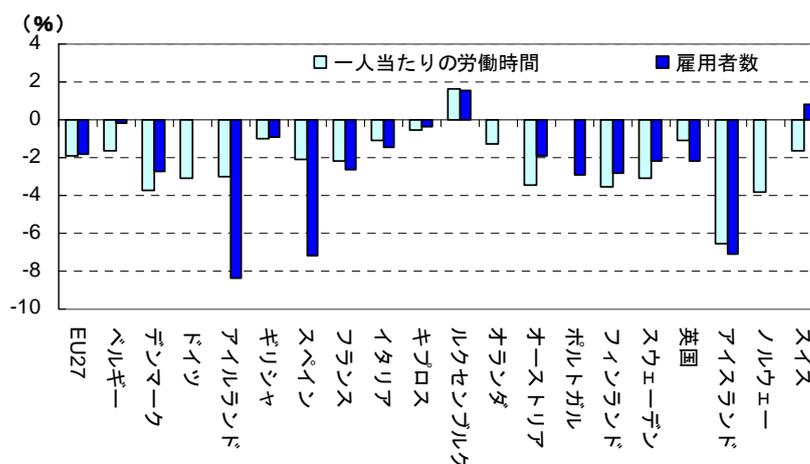
注：ギリシャの「公共職業サービス」支出データは不明

出所：OECD 統計より大和総研作成

労働時間調整による 雇用調整と、補助金の 支給

まず、金融危機下の欧州中核国では柔軟な雇用調整と手厚い雇用支援を行うことで、失業率の上昇を抑える政策が採られた。代表的な例は、雇用削減を行う代わりに、雇用人一人当たりの労働時間を削減する「ワークシェアリング」である（図表 3）。この制度は、雇用を保護し、失業率の上昇を抑えることに貢献した。政府は、労働時間削減を行う企業又は個人に対し補助金の支給を行うなどの支援を行った。このような労働時間削減対象者に対する補助金は、「失業・無業所得補助・支援」に含まれており、これが欧州中核国で、同分野の財政負担を押し上げた一因と言えるだろう。

図表 3 一人当たりの労働時間と雇用者数の変化（09年 Q2、前年比）



出所：Eurostat より大和総研作成

雇用削減による雇用 調整と失業給付負担 増

他方、欧州中核国とは異なる政策を実施したのが、スペイン・アイルランド・ポルトガルである。3カ国の特徴は、金融危機下で、大規模な雇用削減が実施された点にある（図表 3）。その結果、失業手当給付の負担増が「失業・無業所得補助・

支援」に対する財政支出負担につながった。

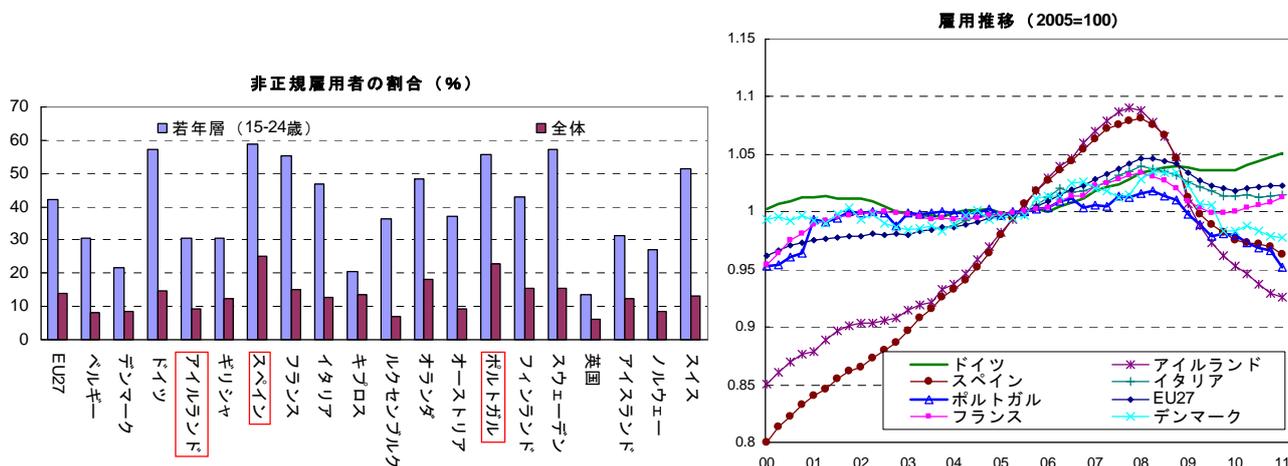
非正規雇用者の雇用削減

これらの国で雇用削減の対象となったのは、主に非正規雇用者である。欧州では80年代以降、雇用保護法を導入し、これが一部で非正規雇用に関わる規制緩和と正規雇用の福利厚生強化へとつながった。非正規雇用の拡大が促進される一方、正規雇用に対する保護が強化されたことで、非正規雇用から正規雇用への移行が困難になったと考えられる。これにより労働市場に「デュアリズム(dualism)」が生まれ、スペイン・ポルトガルでは金融危機以前から、非正規雇用者の割合が全体の20%以上という高水準を占めていた(図表4)。特に若年層の非正規雇用者割合が高水準であったことが、現在の若年層の失業率上昇の原因となった。

不動産ブームの失速も雇用調整に影響

また雇用削減に拍車をかけたのが、不動産ブームの失速である。非正規雇用者の割合が比較的低いアイルランドでも、建設関連業を中心に非正規雇用者の削減が大々的に行われた。雇用推移を見ると、同じように建設ブームを経験したスペインと同様、07年代から雇用削減が始まっていたことがわかる(図表4)。

図表4 非正規雇用者の割合(10年時)と雇用推移



出所：左図は Eurostat より大和総研作成、右図は各国統計局より大和総研作成

政策効果：欧州中核国では労働者保護策が奏功・支出負担減へ

米国と比較して欧州では労働者保護策が奏功

これらの政策による効果を見たい。図表5のマトリックスは、09年に実施された労働市場政策への支出規模と、それに対する失業率へのインパクトを表している。欧州中核国は、高財政負担の中で失業率上昇をOECD平均以下に留めることに成功している。失業率が大きく上昇した米国と比較すると、労働時間削減という雇用保護政策が奏功したと言えよう。特にドイツに関しては、失業率の引き下げに唯一成功している。同国はいち早く景気回復を遂げたこともあり、09年には労働時間がプラスに転じ、10年には雇用を増やしている(図表6)。

労働時間が戻されていることから、今後は雇用拡大へ

ドイツの例に見られる通り、欧州中核国では景気回復に伴い、まず金融危機時に減らされた一人当たりの労働時間が危機前の水準に戻され、その後雇用が拡大するというプロセスが辿られる。図表6によると、10年に入ってから、ドイツに続きその他各国でも一人当たりの労働時間がプラスに転じている。足元不安視されている景気悪化が軽微に留まり、12年に向けて景気回復が継続すれば、各国の回復の強さに併せて雇用者数も拡大する可能性が高い。それと併行して、労働時

用削減が実施された（図表 6、10 年 Q1 前年比）。今後は、「Flexicurity」政策の特徴である、雇用創出や労働者に対するトレーニングなどの人材開発を例とした「積極的労働市場政策」を通して、雇用を回復させるものと考えられる。従って、デンマークに関しては、劇的な労働市場政策支出負担の削減が見られる可能性は低いだろう。しかしこれは労働市場政策のあり方に起因するものであって、デンマーク経済の回復が特段遅れているわけではない。

スウェーデンは、力強い回復で雇用削減は軽微

他方、同様に「Flexicurity」を採用しながらも、09 年 Q2 を底に力強い回復を見せたスウェーデンでは、雇用削減の規模がデンマークと比較して軽微に留まった。特に回復のドライバーとなった輸出増の背景には、金融危機下でスウェーデンクローネが大きく売られた点が挙げられる。クローネは、対ユーロで 09 年 2 月末に前年比で 21.9%も減価している。ユーロ導入の前段階である ERM II に入っており、ユーロとの固定相場を採用しているデンマークとは対照的となった。スウェーデンでは、10 年 Q4 の GDP 成長率が前年比+7.6%と大きく伸びており、雇用調整に関しても、10 年には雇用者数が拡大している。デンマークとスウェーデンのケースの違いは、危機下における経済の落ち込みからの回復の力強さの差であるといえよう。

政策効果：周縁国は高失業率・高負担を強いられる

遅れる景気回復と積極的労働政策の不備で状況は好転せず？

労働市場政策への支出負担が今後軽減する見通しである欧州中核国とは対照的に、周縁国は依然高失業率、高負担を強いられる可能性が高い。財政赤字削減政策実施下で、景気回復が遅れており、「積極的労働市場政策」を通して雇用を拡大させることが困難なためである。

雇用調整に遅れをとったギリシャ

さらに、09 年時点では前述の 3 カ国よりも低い失業率を維持し、労働市場政策支出は OECD 平均を下回る例外的な位置にあった、ギリシャの状況が 10 年以降悪化している。同国は公務員の割合が高く、非正規雇用者の割合が低い背景から、金融危機下では雇用削減が実施されなかった（図表 3）。さらに、労働時間の削減規模も、他国と比較して小さい。また、09 年には EU27 カ国全体で前年比▲1.4%の賃金調整が行われているにも関わらず、ギリシャでは同+11.0%増となるなど、金融危機下における雇用調整は全くの手付かずであった。その結果、失業手当給付などの「消極的労働市場政策支出」割合も 09 年時は低水準に留まった（図表 2）。しかし、その裏で公務員の給与負担など、国家の財政負担は着実に増していたと考えられる。

ユーロ圏財政危機をきっかけに、雇用削減へ

しかし、ギリシャの財政問題が明らかとなった 10 年 Q1 以降、大きく雇用が削減されている。財政赤字削減政策とそれに伴う景気悪化が背景にある。つまり、ギリシャの労働市場に調整のメスが入ったのは、金融危機ではなく、ユーロ圏財政危機の影響であったことがわかる。このような経緯から、ギリシャはそれまで大々的に雇用削減を行ってきたスペインよりも、1 年程度雇用調整着手に遅れた形となった。失業手当給付などの「消極的労働市場政策支出」負担増を考慮すると、図表 1 のマトリックスの右上方向へシフトしたと考えられる。

欧州各国の二極化と今後の課題

以上の通り、欧州における労働市場政策支出負担が高い背景は、金融危機下の雇用調整の性質の違いから、欧州中核国と周縁国で異なる。さらに、その政策効果の違いから、今後の欧州の労働市場は二極化するものと考えられる。

危機下のFlexicurity
実施国は失業率を抑制

欧州中核国においては、労働時間削減などの手厚い労働者保護が、「失業・無業所得補助・支援」負担を高めたものの、金融危機下における失業率上昇を抑えたのは確かと言えるだろう。欧州では、デンマークやスウェーデン以外の各国でも「Flexicurity」アプローチを採用している。前述の通り、「Flexicurity」アプローチ採用下では、労働者の雇用と解雇の両方が柔軟に実施される。デンマークでは、金融危機下でも「柔軟な解雇」が実施された一方で、雇用が拡大しなかったことから、失業率の上昇を導いた。しかしその他の欧州中核国では、政策側が「解雇」とは別の選択肢（労働時間削減に対する補助など）を企業に与えることで、失業率の上昇を抑制する「危機下のFlexicurity¹³」を採用したことで、失業率の大幅な上昇を防ぐことが可能となったのである。今後欧州中核国では、労働時間削減者への手当てや失業手当などの「消極的労働市場政策」負担が軽減するだろう。

周縁国では課題が残る

他方、周縁国は雇用削減を大々的に行ったことで高失業率を生み、「失業・無業所得補助・支援」負担が高まった。失業率の上昇は、非正規雇用の拡大と硬直的な労働市場という構造的な問題に起因し、国によっては不動産ブームの失速・ユーロ圏財政危機下の景気の落ち込みでさらに悪化した。今後も緊縮財政による景気悪化が見込まれ、労働市場政策への支出負担も軽減されることはないだろう。以上のように、欧州の失業率とそれに伴う労働市場政策への支出動向は、今後、欧州中核国と周縁国でさらに異なったものとなるだろう。

流動的な労働市場形成とセーフティーネットのバランス

金融危機下で採られた欧州中核国の労働者保護策は、失業率の上昇を米国よりも低く抑えるという効果を持った。他方でデメリットもある。米国と比較すると、欧州の失業期間は非常に長い。01年時点で約5倍、09年には約2倍である。ドイツを取っても、00年以降失業期間が12ヶ月以上となる失業者の割合が約50%を占めている。これは、金融危機という特殊な環境になくとも、欧州の労働市場政策が手厚い労働者保護に特徴づけられていることを示している。欧州は、失業期間の短期化を目指した流動的な労働市場の形成とセーフティーネットのバランスをどう取るかという課題に直面していよう。

¹³ Council of the European Union, “Council Conclusions on Flexicurity in times of crisis” (June 2009)

最近の欧州政治・経済動向

7月	11日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合では、ユーロ圏の安定確保に対するコミットメントを確認 融資の期間延長や金利引き下げ、欧州金融安定ファシリティ (EFSF) の柔軟性強化などの措置に対して検討
	12日	欧州	EU 経済・財務相理事会は、ストレステストで不合格となった銀行に対し、各国が支援策を講じることで合意
	15日	EBA	欧州銀行監督機構 (EBA) は銀行ストレステストでスペイン5行、ギリシャ2行、オーストリア1行の計8行が不合格になったと発表 これら8行の資本不足総額は計25億ユーロ (約2,800億円)
	19日	バーゼル委員会	グローバルにシステム上重要な銀行 (G-SIBs) 28行 (予定) に対する資本サーチャージに関する市中協議文書を公表 システム上の重要性に応じて、普通株等 Tier1 比率で1.0%~2.5% (最も高い資本賦課を課される銀行がさらに重要性を増す場合には3.5%) の資本サーチャージを提案 最終提言は2011年11月3・4日に開催のG20カンヌ・サミットに提出
	19日	金融安定理事会 (FSB)	システム上重要な金融機関 (SIFIs) の実効的な破綻処理に関する市中協議文書を公表 ベイル・イン、再建・破綻処理計画 (リビング・ウィル) 等の導入を提案 最終提言は2011年11月3・4日に開催のG20カンヌ・サミットに提出
	20日	欧州	欧州委員会が、EU 域内での新たな銀行自己資本規制 (バーゼルIII) 導入に向けた草案を発表
	21日	ロシア	ロシア中央選挙管理委員会によると、メドベージェフ大統領の任期満了に伴う次期大統領選は、来年3月4日に実施予定
	21日	ユーロ圏	ユーロ圏首脳会議では、民間部門の参加などを盛り込んだ対ギリシャ第2次支援策で合意 EU と IMF からの公的支援として1,090億ユーロ (1,570億ドル) を供与 昨年5月に合意した EU と IMF による1,100億ユーロの支援に続く措置 EFSF の柔軟性強化の方針でも合意 ギリシャに対する融資の償還期限延長、融資金利の引き下げも決定
	26日	英国	2011年4~6月期の英国 GDP 成長率 (速報値) は前期比+0.2%と予想通り
	29日	スペイン	サパテロ首相は総選挙を予定より4ヶ月早い11月20日に実施すると発表 世論調査では野党・国民党が優勢と予想
8月	4日	ECB	欧州中央銀行 (ECB) は政策金利を1.5%に据え置き
	4日	英国	イングランド銀行 (英中央銀行) は政策金利を0.5%に据え置き
	5日	イタリア	2011年4~6月期の GDP 成長率 (暫定値) は前期比+0.3%と予想通り
	5日	イタリア	イタリアは緊縮財政政策を前倒しで実施し、計画より1年早い2013年の財政均衡を目指すと発表
	6日	英国	ロンドン北部トッテナムでの警官による男性射殺に対する抗議行動がきっかけでロンドン及び地方都市で暴動が頻発
	7日	ECB	ECB は債券購入プログラムを積極的に実施すると表明 イタリアとスペイン債の購入を開始する意向を示唆
	9日	英国	金融サービス機構 (FSA) 、再建・破綻処理計画 (リビング・ウィル) の導入に関するコンサルテーション文書を公表 最終ルールは2012年第1Qに公表の予定
	12日	フランス	2011年4~6月期の GDP 成長率 (暫定値) は前期比±0.0%と予想外のゼロ成長

出所：各種報道より大和総研作成

今後の欧州政治・経済日程

8月	16~26日	欧州各国	2011年4~6月期 GDP 発表 ドイツ&スペイン・暫定値 (16日)、ユーロ圏・速報値 (16日)、スペイン・確報値 (26日)、UK・暫定値 (26日)
9月	1日	欧州	EU 経済・財務相 (ECOFIN) 理事会 (ブリュッセル) 予算
	1~9日	ドイツ、ギリシャ、イタリア	2011年4~6月期 GDP (確報値) 発表 ドイツ (1日)、ギリシャ (8日)、イタリア (9日)
	4日	ドイツ	メクレンブルク・フォアポンメルン州議会選挙
	6日	ユーロ圏	2011年4~6月期 GDP (暫定値) 発表
	7~8日	英国	金融政策委員会&政策金利発表
	8日	欧州	欧州中央銀行 (ECB) 政策理事会 (フランクフルト) & 政策金利発表
	12日	英国	英国独立銀行委員会 (ICB) 、金融の安定化と競争を促進するための改革案の最終文書を公表
	16日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合 (プロツワフ)
	17日	欧州	EU 経済・財務相 (ECOFIN) 理事会 (プロツワフ)
	18日	ドイツ	ドイツ・ベルリン州選挙
20~21日	欧州	欧州中央銀行 (ECB) 政策理事会 (フランクフルト)	
28~30日	欧州各国	2011年4~6月期 GDP (確報値) 発表 フランス、ポルトガル (28日) 英国 (30日)	
10月	3日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合 (ルクセンブルク)
	4日	欧州	EU 経済・財務相 (ECOFIN) 理事会 (ルクセンブルク)
	5日	ユーロ圏	2011年4~6月期 GDP (確報値) 発表
	5~6日	英国	金融政策委員会&政策金利発表
	6日	欧州	欧州中央銀行 (ECB) 政策理事会 (ベルリン) & 政策金利発表
	17~18日	欧州	欧州理事会・EU 首脳会議 (ブリュッセル)
	20日	欧州	欧州中央銀行 (ECB) 政策理事会 (フランクフルト)
	25日	英国	2011年7~9月期 GDP (速報値) 発表
	27日	アイルランド	アイルランド大統領選挙

注：日程は変更されることがあります。

出所：各種報道より大和総研作成