

～海外情報～

2011年8月16日 全8頁

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ってもよいが、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、

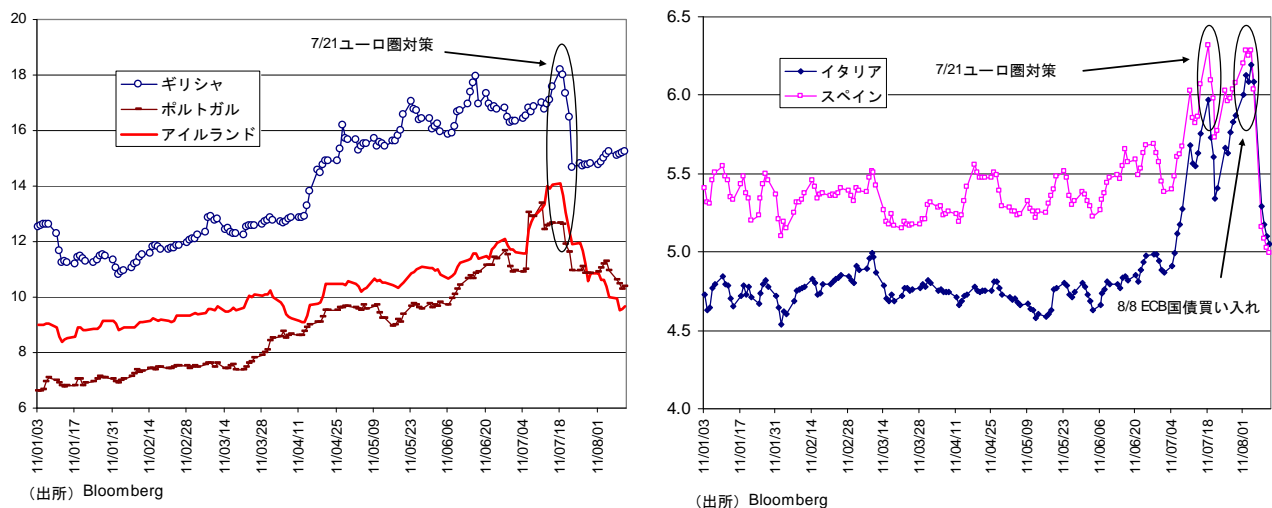
- ・ いかに格付け機関によるギリシャ国債のデフォルト認定を回避するか、
- ・ 民間投資家に負担を求めることがデフォルト認定につながることを避けるため、救済原資を民間投資家ではなく民間銀行（新しい銀行税の導入）に求めるのはどうか、

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？

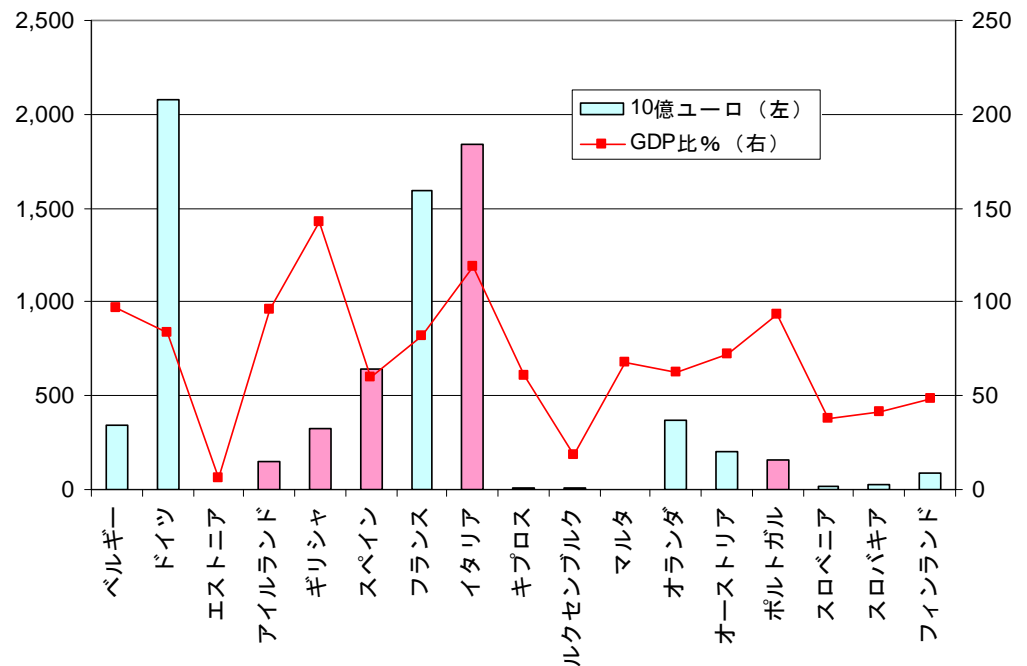
何がイタリア、スペインの国債利回りの高騰を招いたのかについて、明確な答えを提示することは難しい。当事国の政府からは、「不合理な市場の投機」という声がしばしば発せられる。確かに、この 7 月に入って、両国のファンダメンタルズに劇的な変化が生じたわけではない。例えばイタリアの政府債務の大きさ、

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。

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。