

# Weekly エコノミスト・ レター

## ユーロ圏情勢は9月に再び緊迫へ — 放置できない防火壁の能力不足 —

経済調査部門 首席主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 8月に入っても南欧国債利回りの高止まり、ユーロ安の構図は変わらないが、7月のような一方での悪化という流れにはとらずに歯止めが掛かっている。
2. ECBが新たに立ち上げる国債買い入れプログラムの稼動には少なくとも数週間の時間が掛かるが、ユーロ圏が陥っている悪循環に歯止めを掛ける可能性も秘めている。
3. ユーロ圏の市場はギリシャ政府とトロイカとの協議が再開、スペインの銀行セクター改革が本格化する9月早々には再び緊張の度を高めることになる。しかし、財政・金融危機対応や成長支援のための共通財源の不足を抜本的に改めることは難しく、EFSF/ESMの支援能力不足は大きな不安材料であった。
4. ECBの新たなプログラムでユーロの問題が解決する訳ではないが、支援能力不足への不安が緩和すれば、それぞれの国が問題解決に取り組む環境が整うことになる。

### 2012年9月～12月の注目イベント

月	日	内容
9	初	ギリシャ政府とトロイカ(欧州委員会/IMF/ECB)調査団の協議再開
	6	ECB政策理事会 → 追加的非標準的政策、スタッフ経済見通し公表。新国債買い入れプログラム公表?
	11	欧州委員会、一元的銀行監督当局に関する提案を公表
	12	ドイツ連邦憲法裁判所のESMの合憲性に関する判断公表 → ESM稼動へ
	12	オランダ議会総選挙
	15	ユーログループ
	下旬	スペイン、外部コンサルタントによる14銀行のストレステスト結果公表
10	初	スペイン、銀行ストレステスト対象行をグループ化、資本不足行は資本増強計画を提出
	4	ECB政策理事会
	8	ユーログループ(トロイカ調査団のギリシャ審査報告書について協議)
	9	EU財務相会合
	18-19	EU首脳会議(ファンロンパイEU大統領による「統合深化の工程表」中間報告書提出)
11	8	ECB政策理事会
	12	ユーログループ
	13	EU財務相会合
12	3	ユーログループ
	4	EU財務相会合
	6	ECB政策理事会(スタッフ経済見通し公表)
	13-14	EU首脳会議(ファンロンパイEU大統領による「統合の工程表」最終報告書提出)
	末まで	一元的銀行監督機関の制度設計に関する合意の実現?

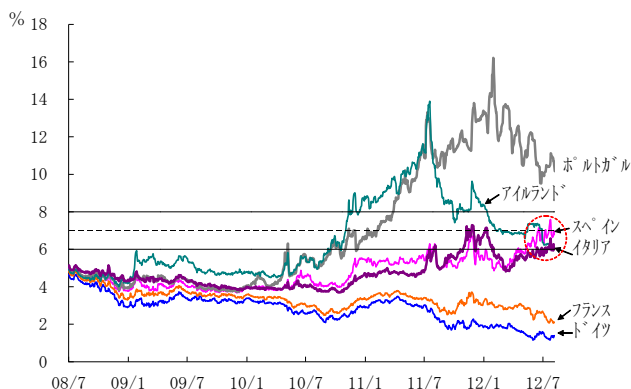
## （ 小康状態の南欧国債、ユーロ相場 ）

7月のユーロ圏ではスペイン、イタリアの国債利回りの上昇とユーロ安への圧力が強まる流れが続いた。6月28日～29日の欧州連合（EU）・ユーロ圏首脳会議で合意した（1）成長戦略、（2）EFSF／ESMを通じた国債スプレッド対策（含む銀行への直接支援）、（3）統合深化という3本の柱からなる危機対策が、各国首脳や政策当局者らの夏季休暇で実行にうつされないまま時間が経過することへの懸念が次第に高まったことが原因だった。

8月に入ってもスペイン、イタリアの国債利回りの高止まり、ユーロ安の構図は変わらないが、一方向での悪化という流れはとりあえず歯止めが掛かっている（図表1）。欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が7月26日のロンドンにおける講演で「ユーロ防衛のためにできることは何でもやる」という意思を示し、8月2日の政策理事会で新たな国債買い入れプログラムを立ち上げる方針を表明したことも小康状態に一役買っているように思われる（注1）。

（注1）8月のECB政策理事会の内容については[経済・金融フラッシュ No.12-070「8月ECB政策理事会：新たな国債買い入れプログラム立ち上げの方針を表明」](#)をご参照下さい。

図表1 独仏、ユーロ圏周辺国の  
10年国債利回り



（資料）Datastream

図表2 ユーロの対ドル、対円  
為替相場の推移



（資料）Datastream

## （ ECBは新たな国債買い入れプログラムの立ち上げについて協議 ）

ECBの新たな国債買い入れプログラムに対する市場の初期の反応は失望であった。これは、事前のドラギ総裁の発言から、証券市場プログラム（SMP）の再開と無制限かつ無条件の国債買い入れなどの即効性がある大規模な対策への期待が広がっていたのに対して、2日は新たなプログラムを立ち上げるため、その詳細をECB内の金融政策委員会など関連する委員会が「向こう数週間協議」する方針を固めるに留まったからだ。

8月政策理事会後の記者会見でのドラギ総裁の説明によれば、新たなプログラムの基本的な機能は、流通市場での短期国債買い入れにあり、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）または欧州安定メカニズム（ESM）の国債買い入れが前提、すなわち対象国の支援要請が買い入れプログラム始動への第1のステップとなることがわかる。EFSF／ESMの支援を前提とすることは、対象国がEFSF／ESMと交わす「覚書」で改革実行への拘束力が担保される点で重要だ。

ただ、E F S F / E S Mへの支援要請を前提とする場合、E C Bの判断で柔軟な運用が可能で、拘束力のないSMPと異なり、対象国がすでに「ヨーロッパ・セメスター」と称するEUの相互の政策監視サイクルで約束した以上の追加的な条件が課される可能性や「汚名 (stigma)」を嫌って、支援要請をぎりぎりまで回避しようとするために、対応が遅れ、救済費用の拡大や他国への伝播など事態の悪化を許す可能性もある。

また、同プログラムについて、E C Bの政策理事会メンバーで唯一ドイツ連銀のバイトマン総裁が判断を留保したことも明らかになっている。この先もドイツ連銀が頑なな姿勢を崩さず、プログラムの始動を阻むことはないとしても、極めて強い制約が課されるのであれば、危機対応の効果を削ぎかねない。

### ( 注目される新プログラムの制度設計 )

しかしながら、新たなプログラムはユーロ圏が陥っている悪循環に歯止めを掛ける可能性も秘めている。特に注目されるのは2つの点だ。

1つは、返済優先権への市場の不安に「対処する (8月首脳会議声明文)」方針が示されていること。今年3月のギリシャ政府の民間負担による債務再編 (P S I) 時、E C Bは保有していたギリシャ国債を債務再編から除外される新たな債券と交換するという「優先者待遇」で取り扱われ、民間投資家により多くの負担を求める結果となった。「E C Bの国債買い入れ=民間投資家の返済順位の劣化」という思惑から民間投資家の需要を冷え込ませる逆効果を引き起こし兼ねない状況にあった。

返済優先権の問題に対処する具体的な方法は明らかになっていない。また、ドラギ総裁は、金融政策の独立性を保つため、新たなプログラムについて、ユーロ圏首脳会議との事前協議はしないことも明らかにしている。ただ、例えば、E C Bの新たなプログラムを、2011年秋のE F S Fの機能強化策の一環として利用可能になったものの、実際には活用されてこなかった「レバレッジ化」のスキーム (図表3)、すなわち損失の一定割合をE F S Fが補償する方式と組み合わせるといったことも、支援能力拡充の方法として考えて良いのではないか。

図表3 拡張E F S Fのレバレッジ化スキーム

	オプション1: 部分的損失補償方式	オプション2: 共同投資基金方式 (CIF)
方法	予防的プログラムと組み合わせを前提とし、新規に発行する国債に損失の一部補償を約束する証書 (PPC) を付与することで信用を補完する  PPCは分離流通可	官民の資金の受け皿となる1つないし複数の共同投資基金 (CIF) を創設し、E F S Fが支援を実行するために利用可能な資金を拡大する  CIFは2層ないし3層のトランシェで構成。E F S Fが他のトランシェよりも返済優先順位が低い第1トランシェに出資。第3トランシェは償還の優先度が高いシニア債トランシェ 第2、第3トランシェの満期はCIFと同一で売買可能 CIFにはE F S Fが任命した理事会を設置
目的	流動性に関する懸念を緩和、調達コストの引き下げを通じて、財政の持続可能性を高める	融資のほか、発行市場・流通市場での国債の買い入れを行う。発行市場での国債買い入れを通じて銀行の増資資金も支援も行う
条件	対象国はE F S Fの運用指針が定める覚書 (MOU) と金融支援協定 (FFA) を締結し、政策監視下に置く	
	損失補償の割合は市場環境や各国事情に応じて決定する (元本の20~30%が想定)	基金は購入した国債を原則として満期保有とするが、国債市場が正常化した場合は売却の可能性あり

(資料) E F S F

もう1つの注目点は新たなプログラムの規模である。ドラギ総裁は、政策理事会後の記者会見での新たなプログラムでの不胎化の有無や上限設定などに関する質問には、制度設計の途上であり、未確定というスタンスを貫いた。ただ、中期的な物価の安定というECBの使命に反することがなく、域内の市場の分断に歯止めを掛けるという目的実現のために、新たなプログラムでは、従来の証券市場プログラム（SMP）のように同額の資金を、定期預金を通じて市中から吸収する不胎化を行わない、あるいは量的な上限を設定しないといった可能性もある。

### （ 緊迫の秋を乗り越えるには防火壁の能力不足を放置できない ）

8月上旬は夏季休戦といった様相を呈したユーロ圏の市場だが9月早々には再び緊張の度を高めることになるだろう。

その引き金の1つとなり得るのが、9月初めに再開予定のギリシャ政府と欧州委員会、国際通貨基金（IMF）、ECBから構成されるトロイカ調査団との協議だ。ギリシャは、5～6月の議会選挙を巡る混乱もあり、3月にまとまったばかりの追加支援で想定した軌道から大きく外れてしまっている。トロイカ調査団の報告書は10月8日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）に提出、協議される見通しだが、支援条件の修正や支援額の積み増しといった協議が難航し、6月再選挙前のように無秩序な債務不履行（デフォルト）→ユーロ圏からの切り離しといった観測が再び強まるおそれがある。

スペインは、こうした市場環境の悪化に最も弱い。国債利回りの高止まりが示すとおり、スペイン政府の資金繰りへの不安は、銀行の増資のための最大1000億ユーロ規模の支援が固まり、「覚書」という形で銀行セクター健全化のスケジュールが明確になってからも続いている。9月以降、銀行セクター改革は本格化する。財政緊縮、賃金決定や解雇規制の柔軟化などを盛り込んだ労働市場改革からの圧力も加わって、短期的には財政と銀行の問題が一層悪化するリスクが高い。EFSF／ESMとECBの連携による国債市場への支援の枠組みが利用可能な状態となっていることが必要だ。

ユーロ危機対策の枠組みの問題は、要して言えば、財政・金融危機対応や成長支援のための共通の財源が乏しいことにある。ユーロ共同債や銀行危機管理基金の相互融通体制構築、EU財政の拡大などは共通財源不足問題の解決策とはなるが、法的にも政治的にもハードルが高く、緊迫の秋に対処するための選択肢とはなり得ない。EFSF／ESMが、銀行セクターの健全化と財政の資金繰りの両面で役割を果たさざるを得ない状況で、合計の新規支援能力5000億ユーロという規模はいかにも力不足であり、この問題の解決を急ぐ必要があった<sup>(注2)</sup>。

ECBの新たなプログラムでユーロの問題が解決する訳ではない。しかしながら、これにより支援能力不足への不安が緩和することになれば、財政－金融の相互作用と域内伝播の悪循環に一定の歯止めがかかり、それぞれの国が問題の解決に取り組むための環境が整うことになる。

(注2) [Weekly エコノミスト・レター2012-07-20「6月首脳合意に見るユーロ危機対応のこれから」](#)をご参照下さい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。