

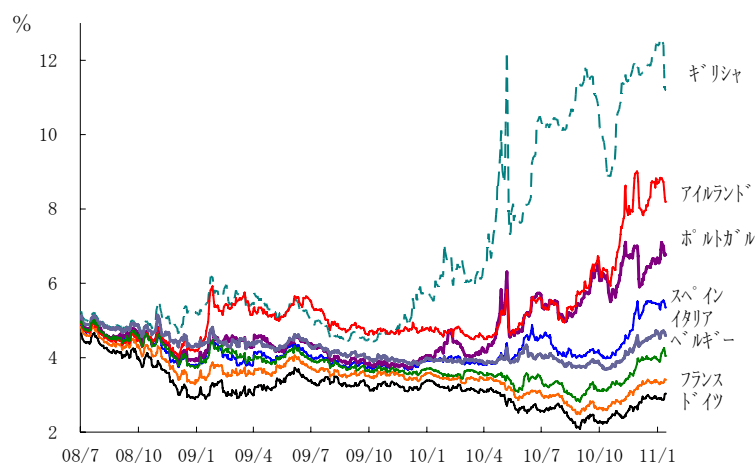
Weekly エコノミスト・ レター

2011 年前半はユーロ危機拡大阻止の 正念場

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

1. アイルランド支援のための欧州金融安定メカニズム (E F S M) と欧州金融安定ファシリティ (E F S F) の資金調達に順調に進みつつあり、ポルトガル、スペインは今年最初の中長期国債の入札を乗り切った。
2. 財政危機拡大への不安は根強いが、当面は、E F S F の規模と機能の拡大に関する 1 月 17 日のユーロ圏財務相会合での議論が注目されよう。E F S F の国債購入が可能になれば、スペインなど大国への財政危機の伝播に歯止めをかける効果が期待されよう。
3. 2011 年はユーロ危機の克服と再発防止のための E U の経済ガバナンスを立ち上げる年である。3 月の首脳会議での決着を目指す欧州安定メカニズム (E S M) を巡る議論は引き続き注目される。新たに導入した「ヨーロッパ・セメスター」による財政再建と成長戦略実現のための構造改革との一体監視制度、新たな金融監督体制の下でのストレステストなどでは、信用回復に資する成果を挙げることが求められる。
4. 危機対応、再発防止策の成果が問われる場面が続く 2011 年前半はユーロ危機拡大阻止の正念場と言えよう。

図表 ユーロ圏周辺国、高債務国、独仏の 10 年国債利回り



(資料)Datastream

（ 始まったEUの 아일랜드向け支援金の市場調達 ）

総額 850 億ユーロでまとまったアイルランド向け支援のための EU の資金調達が始まった。EU からの支援は、2010 年 5 月に創設を決めた欧州金融安定メカニズム（EFSM）と欧州金融安定ファシリティー（EFSF）が、それぞれ 225 億ユーロと 177 億ユーロを拠出する（図表 1）^{（注 1）}。支援のための資金は、EFSM は EU の財政資金を裏づけとして発行した債券で、EFSF はユーロ参加国政府の保証付き債券で調達することになっており、ともに 3 大格付け機関からトリプル A の格付けを取得している。

欧州委員会が昨年 12 月 21 日に公表したスケジュールによれば、EFSM は、2011 年に最大 176 億ユーロを、2012 年に 49 億ユーロの調達を行なう予定で、2011 年内の起債は 1 回あたり 30 億ユーロから 50 億ユーロの規模で 4～5 回に分ける方針が示されている。EFSF は、2011 年中に最大 165 億ユーロ、2012 年中に 100 億ユーロを調達する予定で、同じく 1 回あたりの起債額は 30 億ユーロから 50 億ユーロ規模とする方針である^{（注 2）}。

1 月 5 日に起債された EFSM の 50 億ユーロ規模の 5 年物債の利回りは 2.59% とユーロ圏のベンチマークであるドイツ国債を 0.712 ポイント上回り、「世界中の様々なタイプの投資家（欧州委員会プレスリリース）」の需要は極めて旺盛であったとされる。

EFSF 債は、今月下旬に 50 億ユーロ規模が初の起債が予定されているが、11 日に日本政府が「2 割を超えるぐらいの額」の購入の方針を明らかにしたほか、ノルウェーやアジア、中東の政府系ファンドも関心を示しているとされている。調達した資金の一部を回収不能時に備えた準備金を積み立てることで安全性を確保する設計となっている一方、利回りはドイツ国債を上回る見込みである。「ユーロ共同債」の先駆けとの期待もあり、順調な消化が見込まれる。

（注 1）アイルランド支援の概要については [Weeklyエコノミスト・レター2010-12-10「欧州経済見通し～信用不安沈静化の政策努力続くも、短期間では解消しない市場との溝～」](#) をご参照下さい。

（注 2）EFSF は、調達額の一部をキャッシュ・バッファーとして積み立てるため、調達額が融資額を上回る。

図表 1 EU・ECBによる危機対応策

（単位：億ユーロ）

ギリシャ支援 （3年間）	ユーロ参加国政府	800
	国際通貨基金 (IMF)	300
ユーロ参加国の 危機対応の枠組み （～2013年6月）	欧州金融安定メカニズム(EFSM、EUの財政資金を裏づけとして資金を調達)	600
	欧州金融安定ファシリティー(EFSF、ユーロ参加各国政府保証つき債券で資金調達)	4,400
	国際通貨基金 (IMF)	2,500
欧州中央銀行	政策金利の低位据え置き	
	金額無制限・固定金利による3カ月以下の資金供給継続	
	カバードボンドの買い入れ	
	国債の買い入れ(2010年5月～)	
	増資(57.6億ユーロ→107.6億ユーロ)	

（ 続く財政危機拡大への不安 ）

年明け後のユーロ圏の国債市場では、12日、13日のポルトガル、スペインの中長期国債入札を控えた不安から周辺国国債利回りが急騰した後、ECBの買い入れや、予想を下回る利回りとなった入札の結果を受けて反落するというやや荒い動きとなった（表紙図表参照）。

支援要請観測が根強いポルトガルのソクラテス首相は、支援は不要との立場を崩していないが、4月には45億ユーロ、6月には50億ユーロの長期国債の大型償還を予定している。スペインも4月に155億ユーロの長期国債の償還を控えている（巻末資料参照）。EFSMが12日に行なったアイルランド向け融資の金利は、EFSM債の調達コストに2.925%のマージンを上乗せした5.51%であった。信用不安が今後も続き、調達コストがさらに上振れるようであれば、支援要請による負担軽減が選択肢となる可能性が高まってくる。

（ 当面の注目点はユーロ圏財務相会合におけるEFSFの規模・機能の拡大の議論 ）

EUの行政機構である欧州委員会は12日、財政危機拡大への対応策として、財政再建と構造改革、成長戦略の推進を求める（後述）とともに、当面の危機拡大防止策としてEFSFの規模や機能の見直しを求め、1月17日のユーロ圏財務相会合で議論を経て、2月4日のEU首脳会議で合意を目指すよう呼びかけた。

EFSFの機能拡大策としては、緊急融資だけでなく、国債の買い入れも可能にすることや、より弾力的な流動性供給などが考えられる。現在、欧州中央銀行（ECB）が2010年5月のギリシャ危機時に創設した証券市場プログラム（SMP）の下で国債の買い入れを行っているが、対象国はギリシャ、アイルランド、ポルトガルという小国に限定されている模様であり、全体としての額も抑制されている^{（注3）}。EFSFの機能が国債購入にも拡大されれば、スペインなど規模の大きい国への信用不安の連鎖に歯止めをかける効果が期待されよう。

なお、EFSFとEFSMは2013年6月までの時限組織であるが、これに替わる恒久的な仕組みである欧州安定メカニズム（ESM、欧州版IMF）を巡る議論も大詰めを迎えつつある。2010年12月の首脳会議で、必要なEUの条約改正の手続きを2011年3月に採択、2012年末までに各国が批准手続き、2013年1月に発効というスケジュールで進めることで合意し、ユーロ圏の財務相と欧州委員会に3月までに最終案をまとめるよう求めた。ESMにおける民間負担の議論は、周辺国の信用不安再燃の引き金となったものの、「自動的な適用はしない」、「IMFや国際的な慣行に則る」、「2013年7月以降に新規発行するユーロ参加国の国債には、集団行動条項（CAC）を導入する」といった妥当な方向で決着が図られつつある。EFSFの規模と機能の拡大の議論と合わせて、ESMに関する最終的な決着についても引き続き注目されよう。

（注3）ECBの国債買い入れの実行状況については[経済・金融フラッシュNo10-144「1月ECB政策理事会：インフレ警戒を強化」](#)をご参照下さい。

（ 危機克服と再発防止のための新たな経済ガバナンスも始動 ）

2011年はユーロ危機の克服と再発防止のためのEUの新たな経済ガバナンスを立ち上げる年であり、2011年初から「ヨーロッパ・セメスター」と称する新たな政策監視の仕組みが始動した。「ヨーロッパ・セメスター」は、従来は予算案の議会提出後とされていた「安定・収れんプログ

ラム」の提出時期を大きく前倒しすることで事前の監視を行なうとともに、財政再建と雇用拡大、成長戦略実現のための構造改革とを一体監視のために導入された仕組みである。

「ヨーロピアン・セメスター」の流れは、1月に欧州委員会が公表する「年次成長サーベイ (Annual Growth Survey)」を踏まえて、4月中に加盟国が「安定・収れんプログラム (SCP、向こう3年間の財政運営計画)」と「国家改革計画 (NRP、EUの新たな10カ年の成長戦略「欧州2020」^(注4)の目標達成のための改革計画)」を提出、4月に提出したSCPとNRPについて欧州委員会が作成し、閣僚理事会が採択、EU首脳会議が承認した「勧告」を秋以降の次年度の予算編成に反映させるというものである(図表2)。

1月12日には「ヨーロピアン・セメスター」最初のステップとなる欧州委員会の「年次成長サーベイ」が公表され、マクロ経済分野では、①厳しい財政均衡化、②マクロ経済の不均衡是正、③金融の安定確保、雇用関連では④就業のインセンティブの向上、⑤年金改革、⑥失業給付等の見直し、⑦雇用の柔軟性と安定性の両立、成長戦略として⑧単一市場の強化、⑨成長のための民間資金の動員、⑩エネルギー効率の向上が優先課題とされた。

(注4) EUは2000年～2010年に「リスボン戦略」という成長戦略を推進したが、大半の国が就業率、R&D投資のGDP比率という数値目標を達成できなかつただけでなく、ユーロ危機につながる経常収支不均衡、対外競争力格差の拡大を許した点でも失敗に終わった。失敗の原因は自主性を尊重する経済政策協調の手法にあったとの教訓がEUの新たな経済ガバナンスに反映されている。

図表2 ヨーロピアン・セメスターの流れ

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	秋～
欧州委員会		年次成長サーベイ				SCPへの「意見」と各国政策への「ガイダンス」採択		
閣僚理事会			議論と方向付け			SCPへの「意見」と各国政策への「ガイダンス」採択		テーマ別のレビュー
欧州議会			議論と方向付け					
EU首脳会議			年次経済社会サミット			各国に対する「勧告」の承認		
EU加盟国				「SCP」*1、「NRP」提出*2				各国予算措置

(*1) SCP = 「安定・収れん計画」: 「安定成長協定」に基づき毎年作成する中期の財政計画 (ユーロ導入国の計画が「安定計画」、未導入国の計画が「収れん計画」)

(*2) NRP = 「国家改革計画」: EUの新たな成長戦略「欧州2020」の実行計画

(資料) 欧州委員会

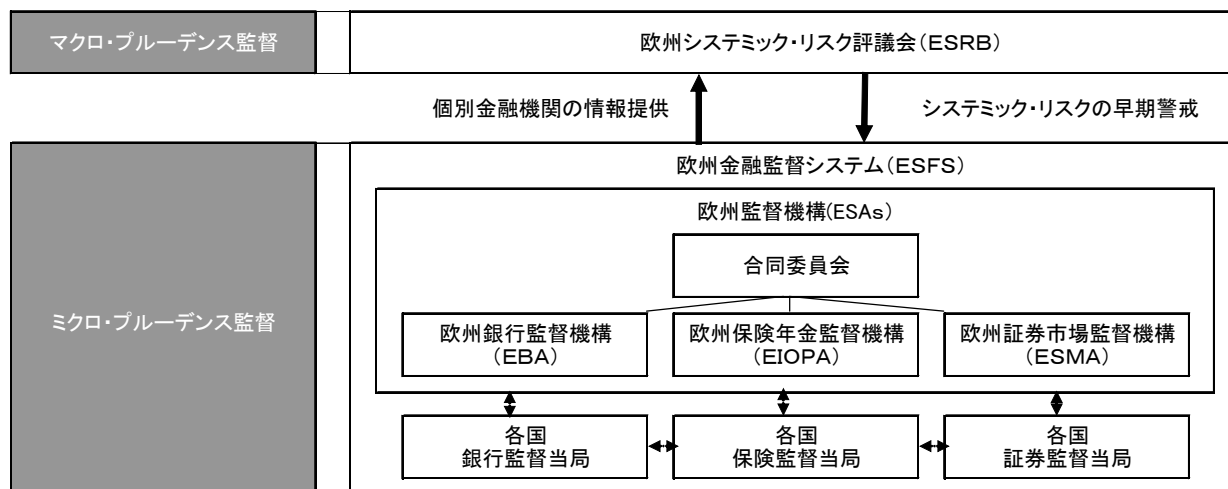
EUでは、経済ガバナンスの改善策として、放漫財政に起因するギリシャ型の財政危機再発防止のための「安定成長協定 (SGP)」に基づく財政の相互監視体制の強化 (政府債務残高の重視、過剰な財政赤字 (EDP) 是正手続きの迅速化など) とともに、財政の監視だけでは把握できなかったアイルランド型危機の再発防止のための新たなマクロ経済政策の相互監視制度を2011年夏に

導入する予定である。これとともに、各国が提出するSCPやNRPでのコミットメントや、EU首脳会議が採択する「勧告」の拘束力は強化されることになる。

(新たな金融監督体制も始動、成果が期待される第3回ストレステスト)

2011年初には、金融監督の新たな体制も始動した。新たな体制は、ECBが事務局、トリシェ総裁が議長を務めるマクロ・プルーデンス監督機関の欧州システミック・リスク評議会(ESRB)とマイクロ・プルーデンス(個別の金融機関の監督)機関である欧州金融監督システム(ESFS)の二元監督体制となり(図表3)、チェック・アンド・バランスが働くことが期待されている。

図表3 EUの新たな金融監督体制



(資料) 欧州委員会

マイクロ・プルーデンスの監督は、引き続き母国の監督機関が権限を有するものの、銀行、証券、保険・年金の分野で、域内の金融監督機関間の協力促進のために設置されてきた3つの委員会をそれぞれ法人格のある欧州金融監督当局(ESAs)に格上げし、権限が強化された。

ESAsの1つである欧州銀行監督機構(EBA)は、欧州銀行監督委員会(CEBS)の業務を継承し、金融危機の表面化から3回目にあたるEUのストレステスト(銀行の健全性検査)を実施する。13日公表のプレスリリースによれば、今回のストレステストは、昨年第2回目と同程度の金融機関を対象に同じ手法で上半期に実施、結果公表は年半ばとなる見通しである。並行して欧州保険年金監督機構(EIOPA)もストレステストの実施を予定しており、EBAは、流動性リスクに対するテストも別途1~3月期に行なう方針である。

アイルランドの銀行システムの問題を的確に反映していなかった昨年のストレステストを教訓に、より厳格な基準で銀行の健全性を検証するとともに、ECBの資金への「依存症」銀行に象徴される経営上の問題を抱える銀行の健全化を促す機会となることが期待されよう。

(危機対応、再発防止策の正念場は続く)

言うまでもなく、危機対応の面でも再発防止の面でも、信頼できる危機管理や監視・監督体制を

立ち上げるだけでは十分でなく、それらを有効に活用しなければならない。ECBは、ユーロ圏全体としては景気回復が続く中、インフレ警戒姿勢を強めており、出口戦略の一層の前進が視野に入る状況にある。しかし、政策変更のタイミングは、EU、ユーロ圏各国政府による取り組みと十分に調和が採れたものでなければならない。

危機国の起債や各国の政治日程も含めて、危機対応、再発防止策の成果が問われる場面が続く2011年前半はユーロ危機拡大阻止の正念場と言えよう。

資料 2011年前半のEU、ユーロ圏の主な予定

1月	1日	エストニア、ユーロ導入
	12日	ポルトガル、中長期国債入札
	13日	ECB政策理事会 スペイン、中長期国債入札
	17日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合)－EFSFの規模・機能拡大を議論
	18日	ECOFIN(EU経済・財務相理事会)
	20日	スペイン、中長期国債入札
	23日	ポルトガル大統領選挙
2月	3日	ECB政策理事会
	4日	欧州理事会(EU首脳会議)－EFSFの規模・機能拡大について決定
	14日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合)
	15日	ECOFIN(EU経済・財務相理事会)
	18日	G20財務相・中央銀行総裁会議(議長国:フランス)
	20日	ドイツ・ハンブルク州議会選挙
2月中	ESB、ストレステストに着手	
3月	3日	ECB政策理事会／スタッフ経済見通し公表－4～6月期の資金供給の条件などについて検討の見通し
	20日	ドイツ・ザクセン・アルハルト州議会選挙
	14日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合)
	15日	ECOFIN(EU経済・財務相理事会)
	24日～25日	欧州理事会(EU首脳会議)－ESMIについて最終合意、各国の財政・構造改革計画のガイダンス採択
27日	ドイツ・ザクセン・アルハルト州、ラインラント・プファルツ、バーデン・ビュルデンブルグ州議会選挙	
4月	7日	ECB政策理事会
	15日	ポルトガル政府、長期国債償還(45億ユーロ)
	17日	フィンランド議会選挙
	30日	スペイン政府長期国債償還(155億ユーロ)
5月	5日	ECB政策理事会
	16日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合)
	17日	ECOFIN(EU経済・財務相理事会)
	22日	ドイツ・ブレーメン州議会選挙
	5月中	キプロス議会選挙 スペイン地方選挙
6月	9日	ECB政策理事会／スタッフ経済見通し公表－7～9月期の資金供給の条件などについて検討の見通し
	14日	ECOFIN(EU経済・財務相理事会)
	15日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合) ポルトガル政府、長期国債償還(50億ユーロ)
	24日	欧州理事会(EU首脳会議)
7月頃		EBA、第3回ストレステストの結果公表

(注) アイルランドでは総選挙も実施される見込み

(資料) 欧州委員会、ECB、Bloomberg、JETROほか

(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。