

Weekly エコノミスト・ レター

止まらないユーロ圏の危機の飛び火： 包括策の実行、さらに踏み込んだ対策 も必要

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. 「ギリシャ、イタリアの政策実行の意思と能力への不安の拡大」と「E F S Fの能力強化の遅れ」が、ユーロ圏首脳会議での包括策合意後に危機が拡大した原因だ。
2. ギリシャ、イタリアの経済に精通した親ユーロ派のテクノクラートが率いる暫定政権の発足は好材料だが、新首相の政治的な手腕や総選挙後の政策の継続性を見極めが必要だ。
3. E F S Fは新たな機能の運用指針こそ固まったが、レバレッジ化による救済能力引き上げの成果は不透明で、現時点ではE F S Fは「防火壁」機能を果たせないままだ。
4. EUの基本条約の救済禁止条項や物価安定という使命との兼ね合いで「政府に対する最後の貸し手」となることを明言できないE C Bの国債買い入れ頼みの状況を改めなければ、不安が不安を呼ぶ悪循環は続く。
5. ユーロ圏が深刻な景気後退を回避、世界的悪影響の拡大を抑えるためにも、フランスばかりでなく、中小の財政健全国にも及び始めた圧力（下図）が、域内における危機意識の共有化を促し、包括策の早期実現とより踏み込んだ措置につながることを期待したい。

最高格付け国間でもスプレッドが拡大～10年国債利回りの対ドイツ国債との差～



(注) 10年国債の発行残高が少ないルクセンブルグを除く (資料) Datastream

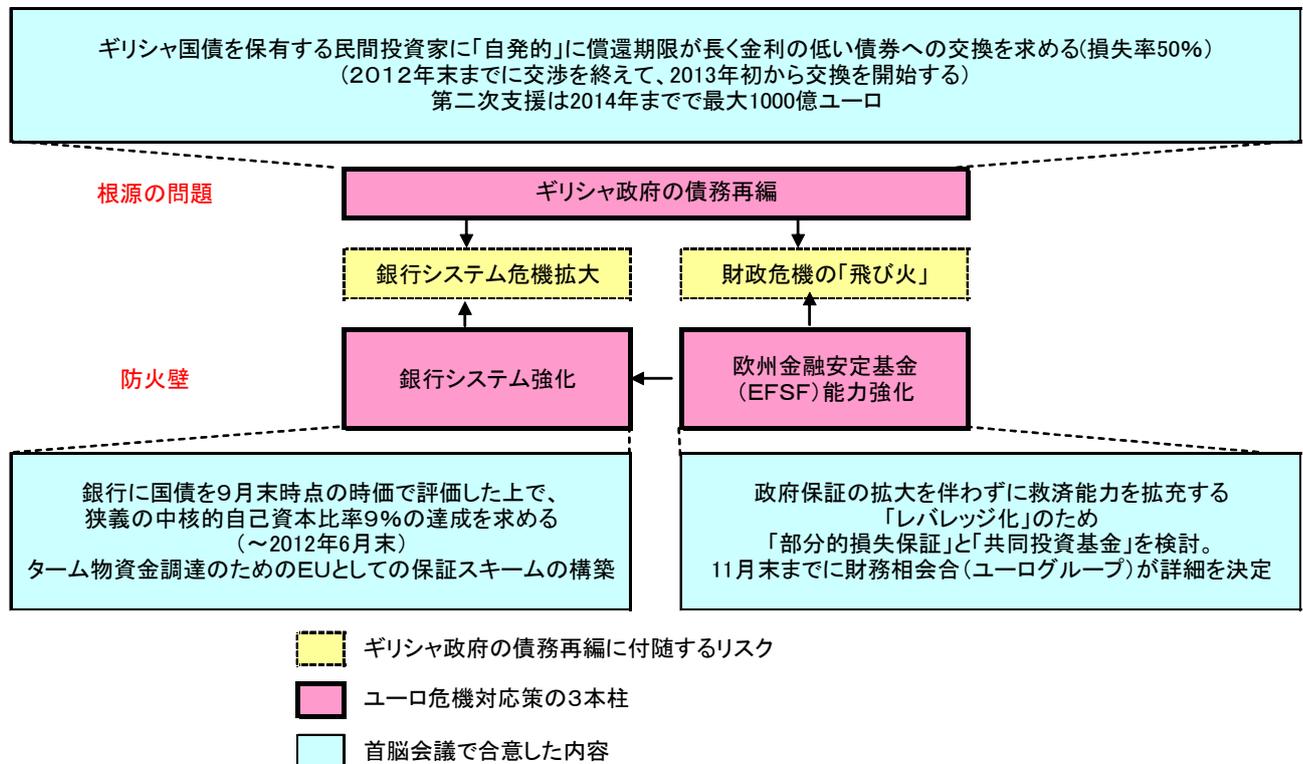
（ 包括合意後に危機が拡大した2つの原因 ）

10月のユーロ圏首脳会議で危機対応の包括策で合意^(注1)後、危機がむしろ拡大した原因は大きく2つに分けることができる。

1つは包括策とともに欧州中央銀行（ECB）による国債買い入れでも大前提となっているギリシャ、イタリアの財政・構造改革実行の意思と能力が、ギリシャにおける国民投票問題やイタリアの政局流動化で大きく揺らぎ、「助けたくても助けられない」リスクが浮上したこと。

もう1つは、「第二次支援におけるギリシャ政府の債務再編」、「EFSFの救済能力拡充」、「銀行システム対策」という三本の柱からなる包括策の要であるEFSFの能力強化が進展しないため、危機の飛び火を防ぐはずの「防火壁」が作動しないままになっていることだ。

図表1 10月26～27日のユーロ圏首脳会議で合意した危機対応の包括策の概要



(資料) ユーロ圏首脳会議プレス・リリース

（ 新政権発足のみでは解消しないギリシャ、イタリアの改革実行の意思と能力 ）

前記の1つめの原因であるギリシャ、イタリアの政策実行の意思と能力については、ギリシャではECBの前副総裁のパパデモス氏、イタリアでは経済学者で欧州委員会の元委員のマリオ・モンティ氏と経済に精通した親ユーロ派のテクノクラートの首相が率いる暫定政権の発足で望みがつなごうとした形だ。

そうは言っても、ギリシャの暫定政権は、国民投票問題で棚上げとなった第一次支援からの第6回融資 80億ユーロの実行と第二次支援受け入れの道筋をつけることが役割であり、2012年2月19日に総選挙を実施することを決めている。イタリアも2013年4月までには総選挙を実施しなければならず、テクノクラートからなる暫定政権が、限られた時間の中で議会と国民の理解をとりつ

けながら、改革の道筋をつけるという政治的手腕を発揮できるのか未知数だ。両国ともに、総選挙を経て誕生する新政権にも改革路線が継承されるのかを見極める必要もある。政策実行の意思と能力への不安は首相の交代のみで解消するものではない。

(注1) 経済・金融フラッシュ No.11-118 「ユーロ圏首脳会議：ユーロ危機対応の包括策で合意」をご参照下さい。

(EFSFの新機能の運用指針は固まったが、肝心の資金量がイタリア支援には力不足)

EFSFの機能強化については、先月13日のスロバキア議会の承認で批准手続きが完了した「改定枠組み協定」で新たに付加された4つの新たな機能に関する運用指針が固まった(図表2)。

図表2 EFSFの新機能の運用指針

発行市場における国債買入れ(PMP)	目的	マクロ調整プログラムに基づく支援融資の補完 予防的プログラムで設定した信用枠の資金の活用
	方法・手続き	EFSFによる介入は市場価格で実施(EFSFの調達コストを参照値とする) EFSFによる買入れの上限は原則として最終入札/発行額の50%
	買入れた国債の取扱い	市場環境が回復した場合の売却のほか、償還までの保有、当該国による国債買戻し、EFSFの流動性管理のための商業銀行とのレポ取引に用いるの4つから選択(SMPも同じ)
流通市場における国債買入れ(SMP)	目的	例外的な金融環境における国債市場の価格形成機能のサポートと流動性の供給
	方法・手続き	ECBが金融市場の混乱と伝播のリスクを認めた場合、ユーロ参加国の相互承認にも基づいて実施。ECBが買入れの金額や対象を提案 買入れ対象国はEUの財政とマクロ経済の監視の枠組みに沿った財政・構造改革の実行を約束する覚書を交わす
予防的プログラム	目的	経済が健全な国が市場における資金調達難に直面する前に支援 通常の支援プログラムによる汚名(stigma)の軽減
	方法・手続き	期間1年で半年ごとに2回まで更新が可能な予防的信用枠を設定。GDP比2~10%の規模を想定 予防的信用枠はEUの財政基準に適合し、過剰な不均衡が認められない国を対象とするPCCLと、経済・財政状況は全般に良好だがPCCL適用条件を満たさない国を対象とするECCLの2種類を用意 予防的信用枠の設定は、当該国の要請を受けて、ユーログループが欧州委員会とECBに審査を指示、審査結果に基づいてユーログループが全員一致で決定し、覚書と金融支援協定(FAA)を締結する。欧州委員会とECBが監視を行う 信用枠の利用については支援要請国が決定。資金の引き出しと発行市場における買入れ(PMP)を選択
銀行の増資支援融資	目的	自力調達や自国の公的資金を利用できない過小資本行の増資を支援するための母国政府向けの融資(通常の融資と同じ金利を適用)
	方法・手続き	政府がEUの政府援助のルールに適合した金融機関のリストラ・清算計画を用意し、支援を要請する

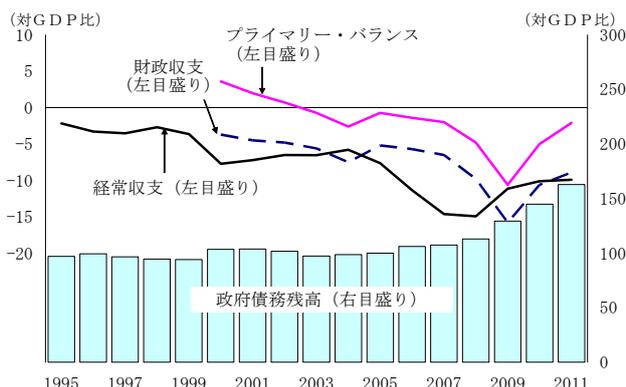
(資料) EFSF Guidelines & Terms of Reference (<http://www.efsf.europa.eu/about/publications/index.htm>)

他方、10月の首脳会議の焦点となった「レバレッジ化」については、「部分的損失補償」と「共同投資基金（以下、C I F）」の概要が今年7日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）後に公表されている。市中協議を経て、11月中にユーログループが最終案をまとめ、12月の稼働を目指す予定である。

10月の首脳会議の段階では、「レバレッジ化」で救済能力は1兆ユーロ程度に拡大するとされていたが、今年4日に開催されたG20（主要20カ国・地域）首脳会議でもC I Fへの資金拠出の確約は得られないままに終わり、その後、ユーロ圏国債市場の混乱もさらに深まっていることから、目標に届かない可能性が濃厚になっている。

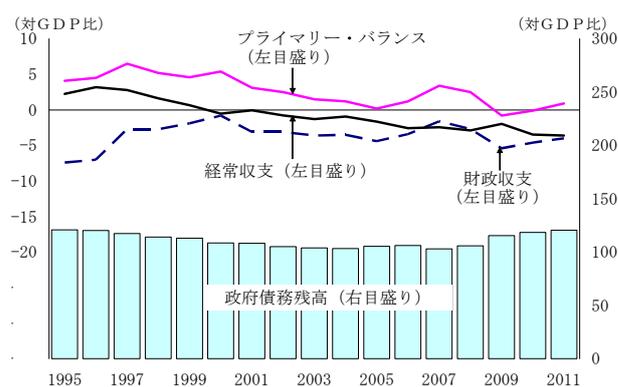
筆者は、イタリアが今後ともユーロの枠組みに留まるためには、競争力の強化につながる改革を進める必要があるが、ギリシャとは異なり、現時点での政府の支払い能力には問題はないと考えている。ユーロ導入以来の政府債務残高やプライマリー・バランス（国債の発行や元利払いを除いた収支）の対GDPの推移などのデータを見れば、ギリシャとイタリアの違いは明らかだ（図表3、図表4）。

図表3 ギリシャのプライマリー・バランス、
政府債務残高、経常収支の対GDP比



(注) 2011年は欧州委員会「秋季見通し」の予測値
(資料) 欧州委員会

図表4 イタリアのプライマリー・バランス、
政府債務残高、経常収支の対GDP比



(注) 及び(資料) 図表3と同じ

ところが、現状では「イタリア国債の保有が潜在的な損失と見なされてしまう」という理由で売りが加速、深刻な流動性危機が発生しており、ユーロ圏の金融システムを脅かしている。

E F S Fの機能拡張は、こうした流動性危機に速やかに「防火壁」としての機能するためのものだったはずだ。ところが、ユーロ圏政府の保証で債券を発行して支援金を調達するE F S Fには即座に利用可能な手元資金がなく、支援にあたって資金調達が必要になる。ユーロ圏の国債市場への警戒が強まり、「レバレッジ化」の目処がたたない現状では、支援に活用できる資金は4400億ユーロのままで、ここからギリシャ、アイルランド、ポルトガルへの支援予定額を除くと残りはおよそ3000億ユーロとなる。支援要請国の拡大やフランスの最高格付けからの転落などが現実化すれば、支援可能額がさらに減少する可能性もあり、新たな機能を獲得しても、それを発揮して危機の沈静化に動くことはできない状況だ。

（「最後の貸し手」を明言できないECBに頼る構図が不安を呼ぶ）

結果としてイタリアの国債の買い支えはECBの役割となっている。8月の買い入れ再開後の一週間あたりの買い入れ額は平均で80億ユーロ、累計の買い入れ残高は今年11日時点で1868億ユーロに達した。

EFSSFが「防火壁」としての機能を果たせない中で、ECBが「政府に対する最後の貸し手」とならなければユーロの崩壊は避けられないとの声も広がりを見せているが、ドラギ総裁は就任後初となった今年4日の政策理事会後の記者会見で国債買い入れの原則として①一時的、②限定的な規模、③金融政策の波及経路の改善を目的とする、という3つを掲げ、慎重な立場に終始した。

筆者は、実際には、ECBは金融システム危機回避のために必要な限り国債市場への買い入れを継続すると見ており、「国債買い入れ額に見合う資金を市中から吸収する不胎化を行なう」というルールの見直し、すなわち量的緩和に踏み切る可能性もあると考えている。しかし、欧州連合の基本条約に「救済禁止」が明記^(注2)され、ECBの一義的な使命が「物価の安定」にある状況で、「政府に対する最後の貸し手」となることを明確にし、市場の懸念を払拭するところまで踏み込むこともないだろう。

不安が不安を呼ぶ悪循環を止めるには、EFSSFの強化を早期に実現して、ECBの国債買い入れに頼みの状況を改めることが必要だ。

(注2) EU運営条約 123 条1項で「同盟の主要機関、その他の機関、部局及び行政法人、中央政府、あるいは地域、地方またはその他の公共当局、公法により規律されている他の組織あるいは加盟国の公的企業に有利になるような欧州中央銀行あるいは加盟国の中央銀行による当座貸越の便宜またはいかなる種類の信用上の便宜も禁止される。同様に欧州中央銀行または加盟国の中央銀行によるそれらの債務証券の直接的取得も禁止される。」と規定されている。現在のECBが行っている流通市場での国債買い入れは間接的取得行であり救済禁止条項に抵触しないと考えられている。なお、同条2項で「民間信用機関と同様に処遇される国家所有の信用機関には適用されない」との例外条項があり、EFSSFが銀行化した場合にECBから信用供与を受けることは可能と考えられている。

(注3) 経済・金融フラッシュ No.11-128 「11月 ECB 政策理事会：景気減速、ギリシャ不安の拡大に対応、25bpの利下げを実施」をご参照下さい。

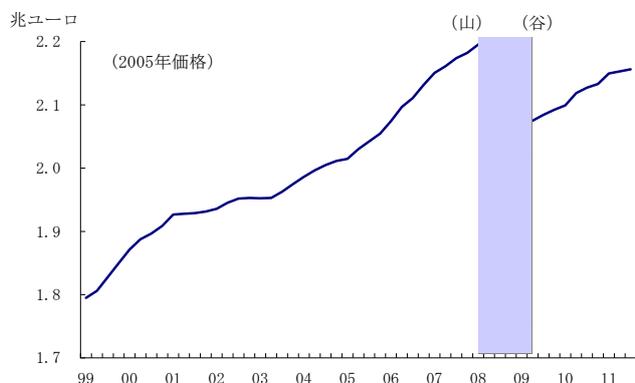
（拡大する実体経済への影響）

15日に公表されたユーロ圏の7～9月期のGDP成長率は4～6月期の成長を押し下げた要因の反動もあり前期比プラス0.2%と前期並みのペースを維持したが(図表5)、世界同時不況前のピークに届かないままだ。

しかも経済指標は時間の経過とともに悪化している。欧州委員会の景況感指数は7月まで長期平均の100を上回る水準で推移していたが、危機がイタリアに及び始めた8月に100を割り込み、10月には94.8まで低下した(図表6)。GDPと連動性が高い総合PMI(購買担当者指数)は9月に拡大と縮小の分かれ目である50を下回る49.1となり、10月は46.5と低下ペースに拍車が掛かった。順調な景気拡大を維持してきたドイツは10月の総合PMIは50.3で辛うじて拡大の領域に踏み留まっているが、ifo企業景況感調査の見通し指数やZEW指数など先行性の強い指標の悪化ぶりはより激しく、このまま危機の封じ込めに有効な手立てを受けない状態が続けば、ドイツで

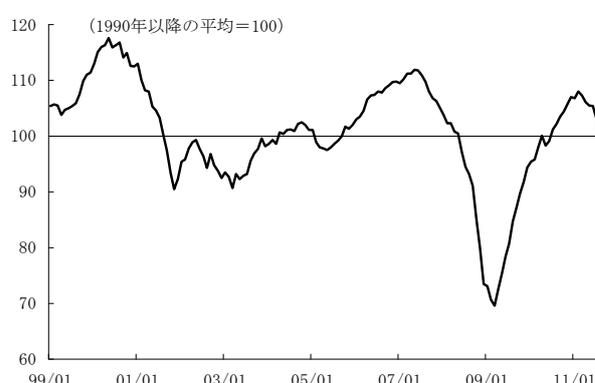
すら景気が落ち込むことになるだろう。

図表5 ユーロ圏の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

図表6 ユーロ圏の景況感指数



(資料) 欧州委員会

欧州委員会は今年10日に公表した「秋季見通し」で10～12月期のユーロ圏全体の成長率をマイナス0.1%と予測したが、同予測ではマイナス成長は1四半期に留ると見ている。この場合、「2四半期連続のマイナス成長」という一般的な定義による景気後退にはあてはまらないことになる。ECBも、来月8日の政策理事会当日に四半期ごとに改定する経済見通しを公表する予定だが、25bpの利下げを決めた今月の政策理事会後の記者会見の段階でドラギ総裁は「マイルドな景気後退に向かいつつある」との認識を示しており、2012年の予測は前回9月の1.3%からの下方修正は間違いないが、それでも欧州委員会予測と同程度のプラス成長を確保する見通しになるだろう。

(深刻な景気後退回避の3つの条件)

筆者もユーロ圏経済は少なくとも2012年前半まで低調な推移が続くと見ているが、現段階では欧州委員会やECBと同様に深刻な景気後退をメイン・シナリオとは考えていない。

ただし、以下の3つの条件が満たされなければ、国債市場や金融システムの極度の緊張状態が続き、家計・企業のマインドは一段と慎重化する一方、域外経済への影響も拡大することで、ユーロ圏経済が再び景気後退局面に入るというリスク・シナリオの確率が高まることになる。

第1の条件は、ギリシャ、イタリアが支援の条件を満たすだけの改革案をまとめ、議会承認を実現すること。第2の条件は、年内にギリシャの第二次支援とEFSF強化策という10月のユーロ圏首脳会議で合意した包括策について、期限どおり2011年内には目処をつけて(図表7-赤字の項目)、2012年早々に実行段階に移ること。第3の条件は、ECBが25bpの利下げに加えて、国債買い入れも含めた非標準的政策を継続し、財政危機の拡大と金融システム危機の引き金を引かないというものだ。

これら3つの条件のうち、どれか1つでも欠ければ、「マイルドな落ち込み」という範囲に踏みとどまることは難しい。ユーロ圏はまさに瀬戸際におり、世界経済にとっての最大のリスク要因となっている。

図表7 ユーロ圏債務危機を巡る当面の日程

月	日	内容
11月	20日	スペイン総選挙(政権交代の見通し)
	29日	ユーロ圏財務相会合(EFSSFのレバレッジ化案に関する作業終了)
	30日	ギリシャ向け第7回融資のための審査期限
12月	8日	ECB理事会(経済見通し公表)
	9日	EU首脳会議
	14日	アイルランドに対するEU・IMFの第4回審査の期限
	15日	第一次ギリシャ支援第6回融資の実行期限
	15日	ポルトガルに対するEU・IMFの第2回審査の期限
	末	第二次ギリシャ支援の合意期限
1月	初～	ギリシャ国債の債務交換の開始
	12日	ECB理事会
2月	9日	ECB理事会
	19日	ギリシャ総選挙

(注) 赤字は10月ユーロ圏首脳会議で合意した包括策で示した期限 (資料) 閣僚理事会、ECBほか

(健全全国にも及ぶ利回り上昇圧力が対立の緩和、ドイツの思い切った決断につながるか？)

ユーロ圏が深刻な景気後退を回避し、世界的な影響の拡大を抑えるためには、包括策の早期実現に加えて、EFSSFの銀行化や、欧州安定基金(ESM)の1年前倒し^(注4)など包括策では採用が見送られた対策も含めた措置に踏み込むことも必要だろう。

ここにきて対ドイツ国債でのスプレッドの拡大は、ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペイン、ベルギーなどソブリン信用格付けがドイツよりも低い国々だけでなく、ドイツと同じトリプルAの最高格付けを有する国々に広がり始めている(表紙図表参照)。フランスのスプレッドがユーロ導入以来の水準まで上昇したのは、足もとの財政赤字が目立って大きい上(図表8)に、仏銀はイタリア国債保有額が多く、イタリア危機の影響を受けやすいことから、銀行への公的支援の負担が潜在的な政府債務残高の押し上げ要因になりうると見られているからだろう。フランスは最高格付けを有する6カ国で唯一、経常収支の赤字が恒常化している国である点からもスプレッドの拡大の理由を理解することができる。

しかし、フィンランドの場合は、政府債務残高や財政赤字の対GDP比はドイツよりも良好で、イタリア国債の損失問題とも切り離されている^(注5)。ユーロの存続への不安が高じる中で、国債の発行残高が少ないが故に流動性リスクが上乘せされてきた可能性もある。

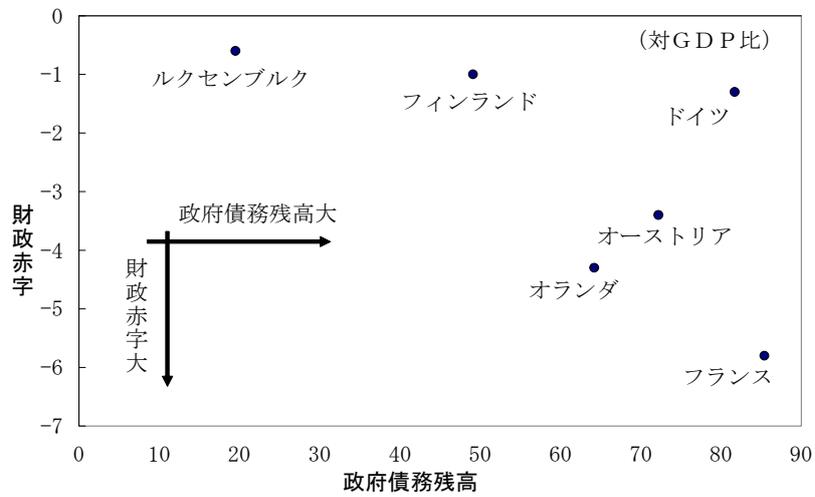
財政健全全国への危機の波及という新たな展開は、危機国と中小の健全全国の間で危機意識の共有化へと発展し、独り勝ちのドイツには危機対策へのより柔軟な姿勢を求める圧力が増大、10月の包括策の早期実現とより踏み込んだ措置に結びつく可能性に期待したい。

(注4) ESMの1年前倒しは10月に欧州委員会が提案した。詳しくはWeeklyエコノミスト・レター2011-10-21「ユーロ圏首脳会議は危機拡大の流れを変えることができるのか?」をご参照下さい。

(注5) 欧州銀行監督庁(ESBIE)がストレステスト時に公表したデータによればフィンランドから参加したOP-Pohjola

Group 銀行はイタリア国債を保有していない。

図表8 ユーロ圏最高格付け国の財政収支と政府債務残高の対GDP比



(注) 欧州委員会「秋季見通し」による2011年の予測値 (資料) 欧州委員会

(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。