

欧州ソブリン問題は引き続き金融市場の不安定要因に

ユーロ圏各国が合意した金融安全網の拡充策だけでは、スペインやイタリアの資金繰りを十分にカバーできない。また、IMFの融資能力強化も当初目標通りに進んでいないこともあり、今後も金融安全網の脆弱性は残る。さらに、ギリシャ総選挙やフランス大統領選の結果が財政再建機運を後退させる可能性や、ポルトガルやスペインにおける財政再建の難航など、個別国レベルでの懸念材料も多い。そのため、欧州金融市場は今後も不安定な状況が続くと見込まれる。

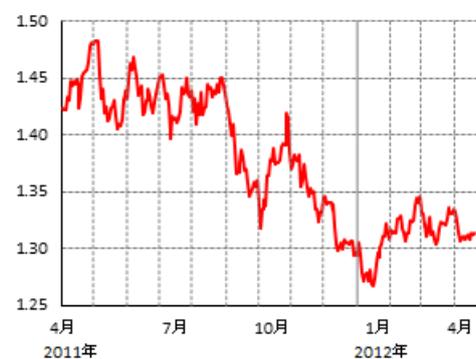
金融市場の悪化には一旦歯止めが掛かったが…

最近、再び雲行きが怪しくなってきた欧州金融市場であるが、今年1月半ばごろには悪化に一旦歯止めが掛かっていた。この

ところソブリン問題への懸念をストレートに反映した動きが見られるユーロの対ドル相場は、昨年4月をピークに下落基調を辿り、一時1ユーロ=1.3ドルを割り込んだが、今年1月後半には1.3ドル台に復し、3月下旬にかけて1ユーロ=1.35ドルを窺う展開となった。その主因は、①ECBが昨年12月と今年2月に総額1兆ユーロ強の大規模な3年物資金供給オペ(LTRO)

を実施したことや、②ギリシャに対し、民間投資家による総額1,050億ユーロの債務減免、およびEFSF(欧州金融安定基金)とIMF(国際通貨基金)による総額1,727億ユーロの第2次支援を実施することが3月14日までに決定し、同国が国債の大量償還日となった3月20日に無秩序なデフォルト(債務不履行)に陥る事態をひとまず回避できたこと、の2点である。

ユーロ相場の推移(ドル/ユーロ)



(出所) Bloomberg (注)直近値は4月19日。

ユーロ圏による新規支援可能額は今秋以降4,000~5,000億ユーロへ

そして、3月30日に開催されたユーロ圏財務相会合では、ソブリン問題がさらに深刻化した場合に備えるための金融安全網(ファイアウォール)の拡大について新たな合意が得られた。金融安全網については当初、2013年6月にEFSF(支援枠4,400億ユーロ)を通じた支援を打ち切り、同年7月からEFSFを吸収する形で支援枠を5,000億ユーロとしたESM(欧州安定メカニズム)を後継機関として常設させる計画であった。しかし、ソブリン問題の早期解決が見込み薄な中で、現在までにEFSFから約2,000億ユーロ¹がアイルランド、ポルトガル、ギリシャの3ヶ国への支援に割り当てられ、余力が2,400億ユーロへ減少したことから、支援枠の拡大が検討されるようになった。そして、昨年12月のEU首脳会議でESMの発足時期を2012年7月に前倒しすることを決めた上で、今回の財務相会合では、既にEFSFからの支援が決まっている2,000億ユーロと、ESMによる今後の支援枠5,000億ユーロを別枠とし、合計の支援枠を7,000億ユーロとすることで合意に至った。

なお、ESMの支援枠は2014年にかけて段階的に5,000億ユーロまで引き上げられる計画²であるため、それに対する埋め合わせ策として、2013年6月まではEFSFの未利用枠2,400億ユーロを活用できることにした。

¹ ポルトガル向け260億ユーロ、アイルランド向け177億ユーロ、ギリシャ向け(第2次支援)1,447億ユーロという各内訳を合計すると1,884億ユーロとなるが、財務相会合後の声明では「2,000億ユーロ」と示された。

² 各国がESMへの資本金拠出を分割払いで行うためである。拠出時期については、2012年7月と10月、2013年中の2回、2014年中の1回の計5回が予定されている。

そもそも、金融安全網の拡大を巡っては、フランス、イタリア、欧州委員会と、ドイツ、フィンランドとの間で意見の対立が生じていた。フランス、イタリア、欧州委員会は、金融市場の不安を抜本的に解消するために、EFSFの未利用枠を2013年7月以降も活用できることにして、ESMと合わせた**新規支援可能額を最終的に7,400億ユーロまで高めるべき**と主張した。一方、ドイツやフィンランドは、各国による安全網への資金負担の抑制や、財政運営におけるモラルハザード防止のために、当初予定の通り、ESMの5,000億ユーロからEFSFが割り当て済みの2,000億ユーロを差し引いて、**新規支援可能額を3,000億ユーロにとどめるべき**と主張した。そのような中での**今回の合意は、新規支援可能額を最大で5,000億ユーロにするという落としどころで両者が妥協した**と言える。

なお、昨年10月のユーロ圏首脳会議で打ち出された、レバレッジを活用してEFSFの支援能力を1兆ユーロまで引き上げる案については、海外の政府系ファンドなど有力な協力者が現れないことなどから、議論が事実上立ち消えとなった。

結局、EFSFとESMによる**新規支援可能額は、現在の2,400億ユーロから、今年7月には3,400億ユーロ、10月には4,400億ユーロへと段階的に増加し、2013年前半には上限の5,000億ユーロに到達**する見込みである

(右表)。ただし、2013年後半はEFSFからの支援打ち切りに伴い一旦4,000億ユーロへと減少し、ESMへの資本金払い込みが完了する2014年に入って再び5,000億ユーロに戻るようになる。すなわち、ユーロ圏が自前で用意する新規支援可能額は**直ちに5,000億ユーロとはならず、また、2013年後半には一時的に4,000億ユーロへと減少する点に留意しておく必要がある**。

現在の計画ではスペインやイタリアの資金繰りをカバーできず

今回合意された新しい金融安全網がどこまでのリスクをカバーできるのかについて、以下では、大まかな目安として、既に金融支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3ヶ国と、ユーロ圏の主要国の中で特に財政悪化が懸念されているスペインやイタリアに関し、今後2~3年程度の間に必要な資金調達額を試算した上で、新しい金融安全網の十分性を検討する。

2012年から2013年にかけてのギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインの4ヶ国の財政赤字と国債償還額を合わせた金額は、合計7,396億ユーロ(右表の①)と試算される。このうち、2,528億ユーロ分(②)は、EFSFやIMFによるこれまでの金融支援策や、ギリシャによる民間向け債務の減免によって調達済みなし手当済みであるが、**残りの4,868億ユーロ**

今後の新規支援可能額(億ユーロ)

	2012年			2013年		2014年
	4~6月	7~9月	10~12月	前半	後半	以降
EFSF	2,400	2,400	2,400	2,000		
ESM		1,000	2,000	3,000	4,000	5,000
合計	2,400	3,400	4,400	5,000	4,000	5,000

(出所) 欧州委員会資料などをもとに伊藤忠経済研究所作成

ユーロ圏財政悪化国の資金繰り(億ユーロ、試算)

【2012~2013年の2年間】

	ギリシャ (G)	ポルトガル (P)	アイルランド (Ir)	スペイン (S)	イタリア (It)	G,P,Ir 3ヶ国合計	G,P,Ir,S 4ヶ国合計	G,P,Ir,S,It 5ヶ国合計
①必要額(除く短期資金)	1,960	784	486	4,166	7,664	3,230	7,396	15,060
財政赤字	242	127	256	1,254	620	625	1,880	2,499
国債償還など	1,718	657	230	2,912	7,044	2,605	5,517	12,561
②公的支援	1,848	350	330			2,528	2,528	2,528
自力調達が必要な 資金額(①-②)	112	434	156	4,166	7,664	702	4,868	12,532

【2012~2014年の3年間】

	ギリシャ	ポルトガル	アイルランド	スペイン	イタリア	3ヶ国合計	4ヶ国合計	5ヶ国合計
①必要額(除く短期資金)	2,390	1,143	722	6,384	11,575	4,255	10,639	22,214
財政赤字	286	169	340	1,836	881	794	2,631	3,511
国債償還など	2,104	974	382	4,547	10,695	3,461	8,008	18,703
②公的支援	2,234	401	330			2,965	2,965	2,965
自力調達が必要な 資金額(①-②)	156	742	392	6,384	11,575	1,290	7,674	19,249

(出所) IMF、イタリア財務省、スペイン経済財務省の各資料をもとに伊藤忠経済研究所作成

(注1) ギリシャの公的支援には、民間投資家との間で成立した債務カットの効果を含む。

(注2) スペインとイタリアの必要額は、2012年1~3月期中の国債発行額を控除した金額。

口は、国債発行や国有資産売却などによって自力調達する必要がある。今後、自力調達が滞る事態になれば、金融安全網による資金繰り支援が必要になるが、この試算結果は、4ヶ国への同時支援が必要になる場合、最大で5,000億ユーロの支援能力にとどまる現状の金融支援網では2年程度の資金繰りしか手当てできないことを示唆している。

また、スペインだけに限って見ると、2014年末までの3年間で6,384億ユーロの資金を調達する必要がある。これは、他国への金融支援の有無に関係なく、ESMだけではスペイン一国の3年分の資金繰りですら賅いきれないことを意味する。さらに、イタリアについては、2年間で7,664億ユーロ、3年間で1兆1,575億ユーロの資金を必要とすることから、ESMだけで支援できるレベルを遥かに越えている。

つまり、現在の計画では、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの3ヶ国だけなら追加支援は賅えるが、スペイン支援も必要となれば、2年程度の資金繰りしかカバーできないため、さらなる支援枠拡大が必要になる。また、イタリアに金融支援を求められても、せいぜい1年程度しか持ち応えられない。

IMFの融資財源強化策も難航

そのような中で、もう一つの金融安全網であるIMFの融資財源強化について、4月20日に開かれるG20財務相・中銀総裁会議でどのような結論が導かれるのかが注目される。IMFの融資可能額は2012年1月時点で3,913億ドル（約3,000億ユーロ）であるが、IMFは、欧州ソブリン問題の拡大リスクに対応するため、5,000億ドル（約3,800億ユーロ）の融資枠追加を提案し、世界各国に資金拠出を要請している。仮にIMFの融資枠が6,800億ユーロまで拡大すれば、ESMの4,000～5,000億ユーロと合わせることで、少なくともギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインの4ヶ国における今後3年分の資金繰り（7,674億ユーロ）をカバーできるようになる。

しかし、IMFへの追加的な資金拠出に関して各国の足並みが揃わないため、IMF提案は満額で実現できない模様である。ユーロ圏各国は、自前の金融安全網の拡充に加え、IMFに対し総額1,500億ユーロ（約2,000億ドル）の資金拠出を行うことでも合意している。またEU当局は、ユーロ圏以外のEU加盟国が総額で500億ユーロ（約650億ドル）負担する方針を明らかにしている。さらに、IMFへの出資比率が2位の日本が4月17日に600億ドルの追加拠出を表明したほか、3位の中国も拠出に前向きと見られている。しかし、IMFへの最大の出資国である米国は、財政再建が11月の大統領選での主要な論点の一つとなる中、今回の追加拠出を拒否している。また、英国も、EU加盟国であるにもかかわらず、財政再建を優先するため追加拠出に慎重な姿勢をとっており、G20の議論を経て意向を固めたいとしている。こうした中で、IMFはG20直前に目標額を4,000億ドル（約3,070億ユーロ）へ下方修正したが、その達成すら微妙である。

依然として個別国の波乱要因にも事欠かぬ状況

さらに、安全網の議論とは別に、以下のような個別国の事情にも留意しておく必要がある。

まず、ギリシャでは、緊縮財政や景気的大幅な落ち込みに対する国民の不満が高まる中、5月6日に行われる総選挙で、PASOK（全ギリシャ社会主義運動）とND（新民主主義党）の2大与党の勢力が後退し、合計で議席の過半を確保できないとの懸念がある。ギリシャは第2次支援継続の条件として、7月までに

さらなる歳出削減のための法案を成立させなければならないが、選挙結果によっては、法案が成立せず金融支援が打ち切れ無秩序なデフォルトに陥る可能性がある。

また、5月6日はフランス大統領選挙の決選投票日でもあり（第1回投票は4月22日）、この結果も金融市場の不安定要因となり得る。事前報道は、サルコジ現大統領の苦戦とオランダ社会党前第1書記の優勢を伝えているが、オランダ候補は、EUの新財政協定³が厳し過ぎるとして大統領就任後に再協議を求めていく考えを明らかにしているほか、年金支給年齢の引き下げなど社会保障政策の拡充を提唱している。そのため、オランダ候補が当選する場合、財政悪化懸念からフランス国債に売り圧力が加わるだけでなく、サルコジ現大統領とメルケル独首相を中心とする独仏協調体制が崩れ、ユーロ圏による金融支援の枠組み強化や将来の財政統合に向けた道筋が不透明になりかねない。

それから、5月31日にアイルランドでEUの新財政協定への批准をめぐる国民投票が行われるが、賛成多数を確保できるかどうか予断を許さない状況となっている。もし反対多数により批准が見送られる場合、アイルランドはESMからの支援を受ける資格を失うため、無秩序なデフォルトに陥る可能性が高まる。

さらに、ポルトガルでは、2013年後半に国債発行を再開する予定となっているが、2012年の成長率が▲3%超のマイナスになると予想されている中では、財政再建計画が未達となり、市場の信認を取り戻せない可能性がある。国債発行を再開できなければ、ギリシャと同様に追加支援を受けざるを得ず、場合によっては債務再編に陥るリスクもある。

そして、スペインでは、景気的大幅な落ち込みによる税収減などから、2011年の財政赤字がGDP比で8.5%と、政府公約の6.0%を達成できなかった。また、2012年についても、ラホイ首相がEUと合意済みの当初目標4.4%は実現困難とし、EUとの協議を経て目標を5.3%に再設定したが、住宅バブルの調整が続き、国内金融機関への公的資金注入の可能性が燦る中で、再設定された目標でさえも達成が危ぶまれている。スペインの財政収支の改善が当初目標通り進んでいないことは、経済規模や政府の資金調達規模の相対的な大きさなどもあって、金融市場における大きな不安定要因となっている。

なお、イタリアについては、昨年11月にモンティ首相が就任して以降、金融市場の混乱につながるような固有の悪材料が特段出てきているようには見えない。それにもかかわらず、国債利回りがスペイン並みの水準で高止まっているのは、昨年12月に成立した緊縮財政政策に伴う景気下押し圧力が今後顕在化するとの懸念や、スペイン支援のリスクが高まる中で、金融安全網の不十分さに対する懸念を払拭できないからであろう。

以上のように、欧州ソブリン問題は、世界金融危機を回避するための対応や安全網の整備という面で一応前進しているものの、必ずしも盤石ではなく、また、再混乱につながりかねないリスク要因が各国に散在している。そのため、今後も欧州金融市場は不安定な状況が続くと見込まれる。

³ 新財政協定は、単年度の「構造的財政赤字」（実際の財政赤字から、税収や失業給付の増減など景気の好不況によって変動する「循環的財政赤字」を控除した部分）をGDP比で0.5%以内に収めることを、各国の憲法や基本法に明記することにしたもので、ユーロ圏17ヶ国中12ヶ国以上の批准をもって発効することになっている。