

情勢判断

海外経済金融

欧州の財政問題を巡る最近の動向とその評価

～ 国債利回り上昇の拡大傾向と包括的な安定対策 ～

山口 勝義

要旨

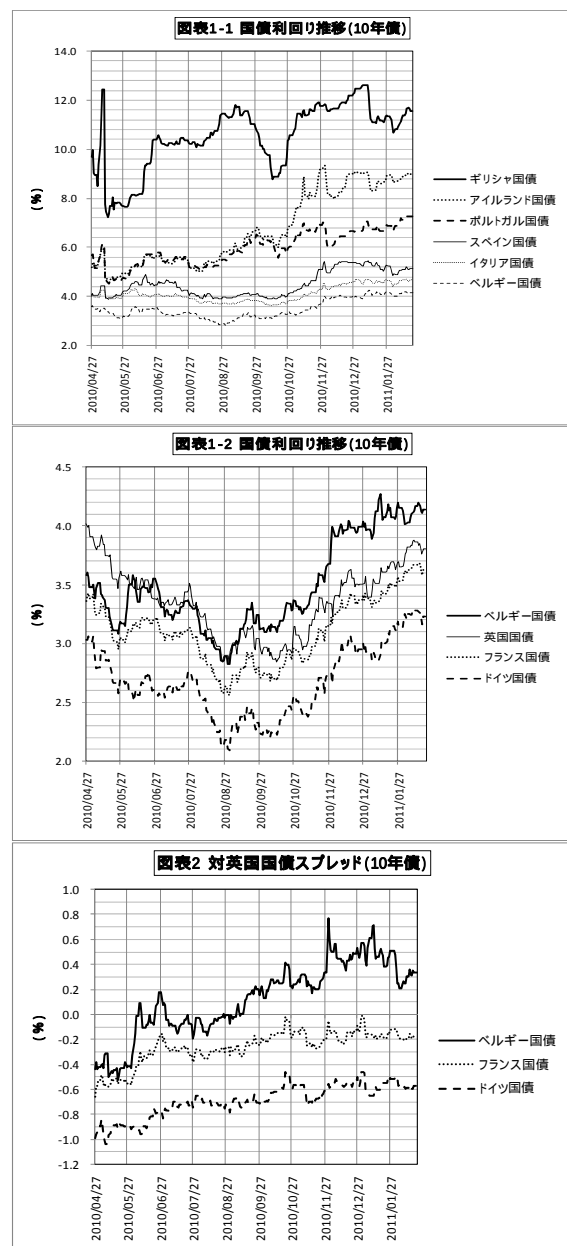
最近、欧州ではコア国の長期国債利回りの上昇傾向が明らかになりつつあるとともに、一方では3月のEU首脳会議に向け包括的な安定対策を策定すべく調整が進められている。その内容によっては、今後、欧州財政問題が新たな局面に入る可能性がある。

はじめに

欧州では、11月にアイルランドが国際的な支援の対象となるに至った後も、財政悪化国の長期国債利回りは高止まりを続け、支援ニーズのポルトガル等への波及が懸念される状況が続いている。加えて、最近では、ベルギーの国債利回りが上昇する他、ユーロ通貨圏の外側に位置する英国の国債に比較してドイツ国債やフランス国債等の利回りが上昇傾向を示すなど、新たな問題の兆しとも考えられる動きが現れている（図表1、2参照）。

一方ではこうした状況下、EUでは3月24・25日のEU首脳会議（合わせて、3月11日に非公式のユーロ通貨圏首脳会議を実施の予定）に向け、ユーロ通貨圏の包括的な安定対策を策定すべく調整が進められている。これへの期待感から、市場は足元ではやや小康状態にある。

以上からは、欧州の財政問題の顕在化以降既に1年以上を経過する中、今や、問題の一層の深刻化、またはその軽減化の双方の可能性をはらみながら、ユーロ通貨圏はひとつの重要な潮目の変化に差しかかりつつあるとも考えられる。本稿では、こうした視点から、最近の欧州財政問題を取り巻く主要な動向について検証を行うこととする。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

より広範な国債利回りの上昇傾向

(1) ベルギー長期国債の利回り上昇

前述のとおり、最近ベルギーの国債利回りが上昇する傾向にあり、従来のいわゆる PIIGS 5 力国に加えた 6 力国で、新たな財政悪化国グループを形成しつつある。同国はいわゆる南欧等の「周辺国」の範疇には属さないためその利回り上昇は注目されるが、一方で高い貯蓄率、均衡した経常収支、ユーロ通貨圏平均を上回る経済成長率等の強みがあり、現状では国際的な支援ニーズが同国に及ぶなどの事態は想定しにくい。ただし、以下の課題を有している点は事実であり、今後の推移には注意を要する。

悪化した国家財政

債務残高および財政赤字の対 GDP 比率は、PIIGS 諸国と同様、悪化した状況にある（図表 3、4 参照）。

不安定な政治情勢

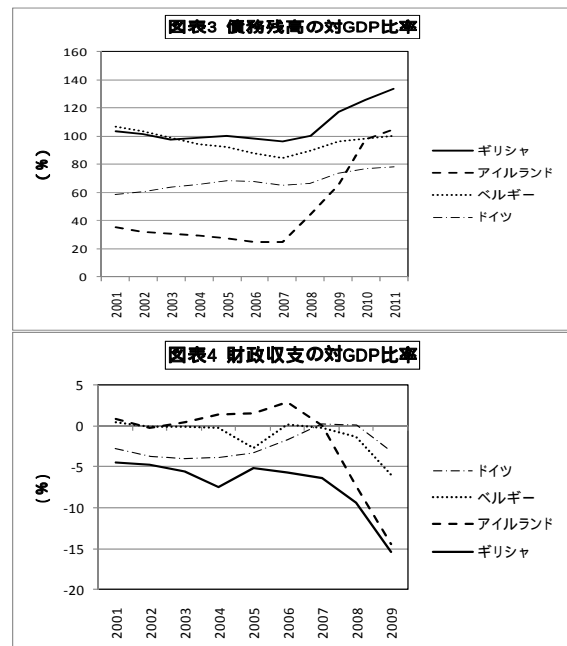
2010 年 6 月の総選挙後、蘭・仏語圏の主要な政党間で組閣に向けた交渉が行われているものの、小党が並立する中で依然その成立には至っていない。この間、選挙前のレテルメ内閣が事務処理内閣として存続しているが、不安定な政治情勢の結果、財政改善への実効的な取り組みが期待し難い点が懸念材料となっている。

不安感のある銀行の体力

ベルギーの銀行の財政悪化国に対する与信残高が多額に上っており^(注 1)、将来的な債権毀損や、経営リストラの過程で金融仲介機能に制約が生じる可能性がある。

(2) 独・仏長期国債の利回り上昇

ドイツ等と財政悪化国の間で経済回復が二極分化する中、前者については景気



（資料）Datastream のデータから農中総研作成。
原データは、図表 3 は OECD、図表 4 は ECB。
図表 3 の 2010 年以降は予測値。

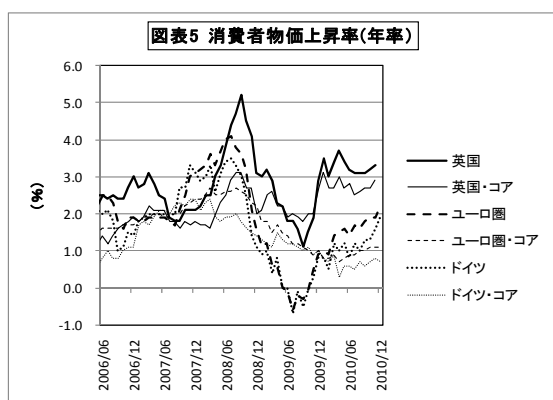
回復期待が強まり、消費者物価上昇傾向も明らかになりつつある（図表 5 参照）。こうしたマクロ経済情勢が長期利回りの上昇に反映している側面はあるが、一方で欧州の財政問題に関連した以下の問題点にも注目する必要がある。

不安感のある銀行の体力

ベルギー同様、ドイツ、フランスの銀行の財政悪化国に対する多額の与信残高が市場の懸念材料となっている。加えて、ドイツの州立銀行の経営問題も不透明感を伴っている。

財政悪化国支援負担の漸増懸念

特徴的な動向として、英国の消費者物価上昇率はドイツ以上の上昇を示している一方で、ドイツ国債の利回りが英国国債以上に上昇している点がある（図表 5、2 参照）。その背景の一部には、ユーロ通貨圏の構造的な問題点^(注 2)にかかるリスクプレミアムやドイツの財政悪化国支援負担がさらに増加する可能性への



(資料) Datastream のデータから農中総研作成。
原データは Eurostat。「コア」はエネルギー価格、
食料品価格を除く値。

包括的な安定対策策定に向けた動き

2011 年に入り、バローゾ欧州委員会委員長（元ポルトガル首相）は、財政悪化国に対する支援制度である欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility、EFSF）の機能拡充の必要性を強調し、2 月の EU 首脳会議を意思決定のターゲットとする方針を表明した。その背景には、国際的な支援ニーズがポルトガルに止まらずにスペインに及んだ場合には、EFSF の支援可能額を超過することが見込まれることがあった。

これに対しドイツは、拙速な検討では市場の信認を得られないことから、こうした対応はより包括的なユーロ通貨圏の安定対策の 1 メニューとして検討すべきとし、新設される恒久的な支援制度（European Stability Mechanism、ESM）の具体的な内容を決定する予定の 3 月の EU 首脳会議での議論を主張した。

結局のところ、ドイツの主張に沿い、2 月の EU 首脳会議では 3 月の同会議で包括的な安定対策を策定する方針が確認されるに止まり、現在はこれに向けて、以下の内容を含めて各国間の事前調整が実施されている過程にある。

(1) EFSF の機能拡充

- ① 総額 4,400 億ユーロの支援枠の増額
- ② 財政悪化国の国債買取り機能の付与
- ③ 財政悪化国に融資を行う機能の付与

このうち①についてはドイツ等の EFSF に対する保証額の増額が必要となるが、ドイツ国民の理解が得られるかどうかは未知数である。ドイツでは、2011 年は全 16 中の 7 州・特別市において地方選挙が行われる政治的に重要な年に当たるが（図表 6 参照）、3 月 24 日・25 日の EU 首脳会議直後の 27 日には特に影響力が大きいと言われるバーデン・ビュルテンブルク州の選挙が予定されているほか、メルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）が連立を組む自由民主党（FDP）が、EFSF の規模・機能等のいかなる変更にも強く反対する旨表明している点が注目される。

図表 6 ドイツの地方選挙日程(2011 年)

2月20日	ハンブルク特別市
3月20日	ザクセン・アンハルト州
3月27日	バーデン・ビュルテンブルク州
	ラインラント・プファルツ州
5月22日	ブレーメン特別市
9月4日	メクレンブルク・ウエストポメニア州
9月18日	ベルリン特別市

次に②については、批判のある欧州中央銀行（ECB）による国債買取りプログラムに置き換わる点で利点はあるが、加盟国に対する支援を禁じた EU 機能条約第 125 条への抵触の可能性も指摘されており、実現可能性は不透明である。

また③については、財政悪化国がこの融資を原資として自国の国債を買い戻すスキームが想定されているが、EFSF の相当程度の規模拡大が必要になることや大部分を満期保有扱いで簿価評価を行っていると見られる銀行等が損出しを伴う国債売却に応じる可能性は小さいこと等、付随する課題は大きいものと考えられる。

(2) 新たな経済等協調の仕組みの構築

一方、ドイツは、3月EU首脳会議での合意に向けて、フランスと共同でユーロ通貨圏における経済・財政協調の新たな仕組み(“Pact for Competitiveness”)を提案する考えを明らかにした。

これについては、現在のところ、課題である各国間のマクロ経済情勢の収斂を図り競争力を改善するため、年金、賃金、税制の仕組みや、財政規律の国内法への明定化等について各国間で調和を図るとする内容が想定されているが、こうした取組みはユーロ通貨圏で構造的な問題点として指摘されている財政分権問題^(注3)への対策を進めるものであり、本質的な問題に一步踏み込んだ対応として注目される。

しかしながら、これは当初反対を表明していたEFSF増枠の見返りとして、ドイツがその価値観・社会制度を財政悪化国等に強制する動きとも受け止められ、これらの各国からの強い反発も予想される。

まとめ

欧州の財政問題が終息に向かうために必要な条件としては、

- | |
|--|
| <p>A. 各国で取り組み中の財政改善が進捗し、その結果、</p> <p>B. 競争力を回復することを通じて経済成長が実現し、加えて、</p> <p>C. 財政問題の再発防止策等の管理態勢の実効性が確認されること</p> |
|--|

と考えられる。

こうした視点から上記の包括的な安定対策を評価すれば、「(1) EFSFの機能拡充」のうち、については財政悪化国支援の対症療法的な対応の範疇に止まっており、(1) や「(2) 新たな経済協調

の仕組みの構築」が実効性を伴って具体化されない限り、問題の本質的な解決には寄与しないのではないかと考えられる。さらに、EU首脳会議の結果に失望感が大きい場合には、コア国を含めより広範な国々で長期利回りの上昇が加速し、欧州財政問題が、欧州経済全般の回復阻害、ソブリンリスクの深刻化等を含んだより困難な段階に至るリスクが否定できない。

逆に、これらについて顕著な前進が認められる場合には、財政悪化国の国債利回りの高止まりに象徴される、終息が見えない欧州財政問題に転機をもたらす可能性がある。ただし、こうした取組みはユーロ通貨圏の構造的な問題点に対する対策の単なる一步でしかないこと、また、引続き現実的な問題として次のような懸念が残ることを考慮すれば、決してこれらのみをもって欧州財政問題が根本的な解決に向かうことにはならない点には注意が必要と考えられる。

銀行の資本不足懸念(アイルランド、スペインの銀行対策の十分性に対する懸念、銀行を通じた危機の他国への波及の懸念)

ギリシャの債務再編懸念(長期債の償還・借換えが始まる2012年に向けギリシャの債務再編の思惑が市場を混乱させる懸念)

しかしながら、いずれにせよ、3月の首脳会議は、従来にも増してその結果が注目されるものとなりそうである。

(2011年2月21日現在)

(注1) 山口「アイルランドに続く財政安定波及の可能性」(『金融市場』2011年2月号)の図表2を参照。

(注2) 山口「通貨ユーロを巡る構造的な問題点」(『金融市場』2010年10月号)を参照。

(注3) 同上。