

情勢判断

海外経済金融

実質的に始まったユーロ圏の財政統合への動き

～ギリシャへの追加支援策が示唆するもの～

山口 勝義

要旨

ギリシャは7月中の債務不履行をかるうじて回避することができたが、ユーロ圏では同国に対する追加支援の実施が不可避となっている。本稿では、これにかかる検討経緯や支援内容からの示唆を踏まえ、欧州財政問題の今後のポイントについて考察する。

はじめに

6月29・30日、ギリシャでは緊縮財政に反対する激しいデモやストが続くなか、中期財政計画とその関連法案が国会で承認された。これを受け、国際通貨基金(IMF)と欧州連合(EU)による現行の金融支援プログラムでの第5回分割融資120億ユーロが実行されることとなり(図表1参照)ギリシャは7月中の債務不履行をかるうじて回避することができた。

一方、IMFは支援に当たっては被支援国における先行き12ヶ月間の資金繰り確保を前提としているが、現行の金融支援プログラムが予定する2012年のギリシャの中長期国債市場復帰が現実には困難であることから、同国に対する追加支援の実施が不可避となっている。

ドイツの主張を背景にユーロ圏財務相会合で、この追加支援策には民間のギリシャ国債保有者(以下、投資家とする)の負担を含めることを決定したが、具体的な負担策については考え方が一転・二転し、7月11日のユーロ圏財務相会合でもその合意に至らず、ようやく21日のユーロ圏首脳会議で大枠の合意に達した。

その検討の経緯としては、まず、投資家が、期近国債を償還期限を延長した新国債と交換する(Swap/Exchange)とする

ドイツ案が検討されたが、格付機関がこれを債務不履行と判断すると考えられたことから欧州中央銀行(ECB)が強く反対し、結局ドイツは譲歩した。その後は、あくまで非公式で自発的なロールオーバーとして、投資家が期近国債の償還金の一部を償還期限を延長した新国債に乗り換える(Rollover)フランス案を軸に検討されたが、この場合も格付機関により債務不履行との判断を受ける可能性が高いこと、ユーロ圏が目標とする負担額300億ユーロドルに達する見通しが小さいことで、一時は有力な案とされたものの、ブレイディ・ボンドと類似点を有する同案^(注1)は、採用を見送られている。

以上を経て、その後、大手銀行の団体である国際金融協会(IIF)が提案した、投資家が期近国債から新国債へ交換または乗換えを行う4種類のオプション等が検討された模様である。

こうしたなか、ギリシャに対する追加支援策策定が先延ばしとなったことで、比較的安定していたイタリア国債を含め周辺国債の利回りが急上昇し、危機の拡大が懸念される事態となった。しかし一方で、欧州財政問題の解決へ向けての転機につながる可能性もあり、今後の具体的な支援対応の内容が注目される。

追加支援策からの示唆

1. 債権共有化を通じた財政統合の進展

ギリシャに対する追加支援策の検討に当たっては、当初のドイツ案に対してECBが強く反対したことは前述のとおりであるが、この協議の過程で、市場安定化のための国債買取りや銀行に対する流動性供与のオペレーションを通じ、ECB等が大量の財政悪化国の国債等を保有するに至っている実態が改めて確認された。

ユーロシステム（ECBおよびユーロ圏の各国中央銀行）による財政悪化国の国債保有高は、ECBの国債買取りプログラムでの約750億ユーロに加え、流動性供与政策での担保玉としての受入れがある。ユーロシステムはこれらについての詳細は開示していないが、あるシンクタンクは、ユーロシステムの財政悪化5ヶ国（いわゆるPIIGS）に対する現時点でのエクスポージャー合計を約4,440億ユーロ、うち対ギリシャを約1,900億ユーロと推定している^(注2)。これらは、ECBおよびユーロシステムの資本金、各108億ユーロ、815億ユーロを大きく超える金額となっている。

また、この他にも、財政悪化国3国に対してはEU/IMFによる金融支援が実施されており、このうちギリシャに対する金融支援では既に650億ユーロの融資が実行されている（図表1参照）。

このように、今回、国際的な機関等が財政悪化国に対する主要な債権者になっているという事実が浮き彫りにされたが、これが意味するものは、こうした債権の共有化の結果、債権毀損時にはその負担が広く関係国に分散されることであり、これを通じ実質的に財政統合が進むこととなるという現実である。

図表1 ギリシャに対する分割融資実行スケジュール

回	検証の基準日	検証の実施期限	分割融資実行					
			回	融資実行年月	金額(億ユーロ)			
				EU	IMF	合計	累計	
1	2010年6月末	2010年8月末	1	2010年6月	145	55	200	200
2	9月末	11月末	2	9月	65	25	90	290
3	12月末	2011年2月末	3	2011年1月	65	25	90	380
4	2011年3月末	5月末	4	3月	109	41	150	530
5	6月末	8月末	5	6月	87	33	120	650
6	9月末	11月末	6	9月	58	22	80	730
7	12月末	2012年2月末	7	12月	36	14	50	780
8	2012年3月末	5月末	8	2012年3月	73	27	100	880
9	6月末	8月末	9	6月	44	16	60	940
10	9月末	11月末	10	9月	44	16	60	1,000
11	12月末	2013年2月末	11	12月	15	5	20	1,020
12	3月末	4月末	12	2013年3月	44	16	60	1,080
			13	6月	15	5	20	1,100
			合計		800	300	1,100	

（資料）以下の資料から農中総研作成。なお、第5回分割融資実行は、6月から7月に延期された。

- ・ European Commission (2011/02) "The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011"
- ・ IMF (2011/03) "Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement"

2. 段階的財政統合化の容認への変化

ユーロ圏では、単一通貨・単一金融政策の一方で財政分権を維持した結果、通貨統合の前提としたマクロ経済情勢の収斂を進めることができないばかりか、加盟国間で経済情勢の二極分化が助長され、財政問題の解決を一層困難なものとしている。このため、財政の統合化に向けた計画的な取組みを求める見解^(注3)があるものの、重要な国家主権の放棄に繋がり、一定の例外を除き国家等に対する支援を禁じたEU機能条約の考え方にも適合しないことから、むしろ、これには強く反対するスタンスが根強い。

しかしながら、前述のとおり、財政統合化は回避しながらも、現行の支援の仕組みを継続すればするほど、財政悪化国に対する債権の共有化が進み、その結果実質的に統合が進行するという避けがたい結果になっている。このため、今後は、こうした既成事実化が、ユーロ圏の意識を、徐々にではあるが段階的な財政統合化を容認する方向に変化させていくことが考えられる。

財政統合化への一歩である国債買取り

今回のユーロ圏財務相会合後の声明では、検討中の追加支援策の一部として、財政悪化国支援スキームである金融安定ファシリティ（EFSF）の「柔軟性と機能の拡充」を明記し、ユーロ圏首脳会議でもこの内容は追認されている。

これが意味する具体的策の一部としては、EFSF を活用したギリシャ国債の買取りが考えられるが、これには

EFSF がギリシャ国債を買い入れる。 EFSF がギリシャに融資し、ギリシャが自国の国債を買い戻す。
--

の2類型が考えられる。

このうち については、ギリシャ国債が EFSF 債に置換わるものであり、今後は、この発展形としてのユーロ圏共同国債の導入にもつながり得るものである。一方

は、ギリシャ国債の買入れ償却により、直接的に債務残高を削減するものである。また、上記のいずれの場合も、同時に市場実勢に基づいた投資家負担が実現されることとなる。

これらは、ユーロ圏において、かつて財政悪化国対策として提案されながらも、財政統合に反対する立場から正式には議論の対象とされなかった経緯がある。

まず、EFSF による財政悪化国の国債買入れは、2010 年 12 月にトリシェ ECB 総裁が提案し、フランスも支持したが、結局、翌 3 月のユーロ圏首脳会議で新発国債の買取りに限定された。また、関連して、EFSF による財政悪化国に対する融資により財政悪化国が国債を買い戻す案についても、2010 年 12 月の EU サミット前に非公式に検討の対象とされたに止まっている。一方、ユーロ圏共同国債の導入は、最近では上記と同時期の 2010 年 12

月にユーロ圏財務相会合のユンケル議長等により提案されたが、ドイツの反対により公式に議論の対象とはなっていない。

ギリシャ国債の市場流動性が低下しているなかで、これらの対策が現実的にどの程度機能するかは不確定であるが、前述のとおり、当初に検討されたドイツ案やフランス案の行き詰まりという事情はあるものの、今や、こうした財政統合化に密接に関連する案が正面から取り上げられるようになった事実は注目に値する。

また、流動性（資金繰り）の問題のみならず既に債務返済能力が問われる段階に至っているギリシャ^(注 4) に対し、このような債務再編に及ぶ、より踏み込んだ対策が検討されることは、従来みられた課題先送り姿勢に止まらない対応であり、望ましい動きであると考えられる。

今後の債務再編拡大への備え

ただし、現行の財政分権という基本的な枠組みのもとでは、EFSF を活用した債務再編は、他の流動性支援的な対策とともに全体の追加支援策のメニューのうちの一部として、計画的かつ限定的に^(注 5) 実施されることが求められるものである。

しかし、将来的には他の財政悪化国に対する債権についても債務再編が迫られ、その範囲が拡大することが十分予測されるため、ユーロ圏としては、これらに耐えられる環境整備として、特に次について、急ぎ対応する必要があるものと考えられる。このうち、特に、銀行の資本増強は、7 月 15 日に公表されたストレステスト結果を踏まえ、そのより保守的なフォローアップとして、また流動性対策はリーマンショックでの経験からも、それぞれ十全な対応が求められるものである。

ギリシャの銀行対策

- 自己資本対策
- 流動性対策

欧州の銀行対策

- 自己資本対策（ECB を含む）
- 流動性対策

危機の波及防止対策

- セーフティネットの整備
 - EFSF の規模拡大等

おわりに

ギリシャでは、前述の新たな取組みを通じ、仮に今後ある程度の債務削減が実現したとしても、次のような厳しい環境下、財政改革が遅延し、経済成長が実現しないまま、再度、資金繰りに支障が生じるばかりか、債務残高が持続可能な限度を超えて増加に向かう可能性がある。

- 前述のとおり、6月末にはギリシャ国会が2014年までの中期財政計画を承認したものの、激しいデモやスト、野党のかたくなな反対等で、その計画どおりの実行には大きな困難が伴う。
- 次回総選挙が実施される2013年以前に国会解散に至り、政局の混乱が状況を複雑化させる可能性もある。
- 7月に公表されたEU/IMFによる第4回事前検証（図表1参照）の報告書では、ギリシャの経済情勢は、前回の検証時から一層厳しさを増している。
- 基本的な問題点として、ギリシャでは安定的な経済成長を実現するための競争力ある輸出産業に乏しい。

このため、今回の追加支援にもかかわらず、ギリシャが最終的にユーロ圏離脱による自国通貨の回復とその減価という手段を採らざるを得なくなる可能性が、

今後残ることとなる。

また、一方で、主要国の政治情勢が国内事情重視に傾斜するなか、支援策具体化の過程でユーロ圏が実効性ある追加支援策の実施に失敗し、欧州財政問題の混迷が深まる可能性も否定できない。

以上のように、今回のギリシャに対する追加支援策の検討は欧州財政問題の本質的な解決に向けた大きな一歩となる可能性を持つとともに、その不透明感を継続する、または一層強める可能性をを残している。こうした点から、今回のユーロ圏首脳会議での合意内容に基づく、今後のユーロ圏での具体的な政策対応が注目される。（2011年7月22日現在）

（注1）フランス案は、投資家による自発的な乗換えであるとともに、ギリシャが、投資家が新国債に乗り換えた資金の一部を特別目的事業体（SPV）に移管し、SPVはこれを新国債の担保とすることを想定するなど、ブレイディ・ボンドとの類似点を有している。ブレイディ・ボンドは、中南米諸国の債務危機に際し、1980年代末以降、米国、IMF、世界銀行の関与のもと実施されたブレイディ・プランで活用された債券。同プランは、ブレイディ米財務長官の提案による自発的な債務再編の仕組みであり、中南米諸国に対するローンの出し手である米商業銀行は、一部元本削減を受け入れるとともに、既往債権をこれらの債務国が新たに発行した米国債を担保とする長期国債（ブレイディ・ボンド）に乗り換えるという仕組み。同ボンドはセカンダリー市場で盛んに取引され、また同様のスキームが、その後、中南米以外でもブルガリアやポーランド、フィリピン、ベトナム等の債務問題処理で広く活用された経緯がある。

（注2）ロンドンのOpen Europeによる推定であり、以下による。

・Financial Times (2011/6/7) “ECB’s firefight leaves it exposed to Greek shock”

・Open Europe (2011/6) “A House Built on Sand? The ECB and the hidden cost of saving the euro”

（注3）例えば、トリシェ ECB 総裁は、6月2日の講演で「ユーロ圏財務省」創設の検討を提案した。

（注4）山口「否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性」（『金融市場』2011年5月号）を参照されたい。

（注5）実際に、今回のユーロ圏首脳会議での合意では、買戻費用を126億ユーロに限定している。