情勢判断

海外経済金融

対ギリシャ追加支援後に残るユーロ圏の様々なリスク

～個別国のリスクと根源的なリスク～

山口　勝義

要旨

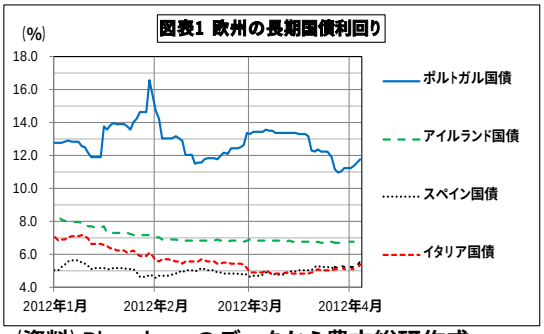
ギリシャに対する追加支援等でいったんは落着きを取り戻した欧州市場であるが、スペイン情勢を主因として再度緊張が高まりつつある。市場の猶予は短期間に過ぎず、個別国のリスクとユーロ圏に内在する根源的なリスクの双方を踏まえた着実な対応が求められる。

はじめに

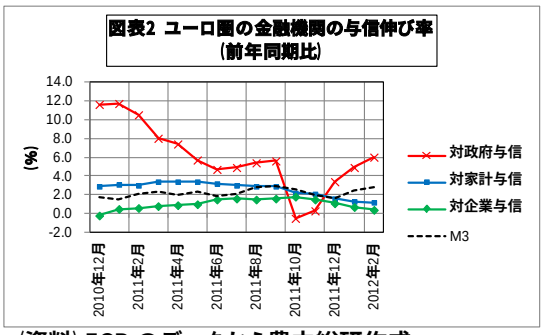
欧州市場は、欧州中央銀行（ECB）による 2 回にわたる上限を定めない期間 3 年の資金供給や、欧州連合（EU）および国際通貨基金（IMF）によるギリシャに対する追加支援の実施等により、3 月にはいったん落着きを取り戻した（図表 1）。

このうち ECB の資金供給では、延べ 1,300 を越える金融機関に対し合計約 1 兆ユーロ（約 110 兆円）の資金が供給された。これに先立ち実施された米ドル資金供給にかかる主要な中央銀行の協調対応もあり、金融機関の資金繰り懸念は大幅に緩和されることとなった。供給された資金は、今のところ主として国債の購入（対政府与信）増として現れており（図表 2）、国債市場の落着きに寄与している。

一方、ギリシャは、追加支援が実行に移されたことで、3 月の国債償還期限を乗り切ることができた。また、民間投資家による保有のうち 86%を占めるとされるギリシャ法に基づき発行された国債については、集団行動条項（CAC）の適用のもと、現在価値ベースで 70%強の債務が削減されたうえ 2023 年以降償還の新たな国債に乗換えが行われたため、ギリシャの資金繰り負担は大幅に軽減されることになった。さらに、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の発動によっても事前に懸念された負の影響は顕在化せず、むしろそのヘッジ機能の有効性が確認されたことで、財政悪化国の国債利回り安定化の一要因ともなった。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。



(資料) ECB のデータから農中総研作成。

この他、3 月 30 日のユーロ圏財務相会合では、限定的ながらも欧州安定メカニズム（ESM）等の支援網・危機封じ込め策の拡充について合意され、また、財政規律強化にかかる条約は各国での批准手続に移っている。銀行の資本増強も、6 月末の期限に向け取組みが進められている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

個別国をとりまくリスク

しかし、最近では、スペイン情勢を主因に市場の緊張が再度高まりつつある。ユーロ圏では、現在も個別国ごとには次のような波乱要因が残存している。

1. ギリシャ

今回合意された支援スケジュールでは、2016 年第 1 四半期まで金融支援が継続され、当面の間は中長期国債による自力の資金調達は予定されていない（図表 3）。しかし、経済成長率が大きくマイナスに落込み失業率も高いギリシャ経済に対し、本支援計画で想定する前提条件は必ずしも保守的なものではなく、現実には、より深刻な経済停滞で財政問題が再度深刻化する可能性が否定できない[注1]。

実際に、国有資産の売却や民営化が計画比大きく遅延するなど、改革を進める困難さが現実化しており、また、国民の緊縮策等への反発も強く、5 月の総選挙を機に改革の路線から外れるリスクがある。

確かに、国際的な支援に頼らざるを得ないギリシャが、自ら改革計画を放棄するシナリオは考えにくい。しかし、昨年 10 月にパパンドレウ前首相が突然国際的な支援受入れの是非を国民投票に問う考えを示した前例もあり、主要 2 政党の支持率が大幅に低下するなか、政治的に唐突な動きが生じる可能性を排除し切れない。

2. ポルトガル

主要産品は低付加価値の衣料やコルク等であり経済競争力が弱いポルトガルについては、従来からギリシャ同様に追加支援が必要になる可能性が高いと見られてきた。

一方で、ポルトガルでは、2011 年には主要銀行の年金の政府管理への移管による一時的な効果に依存したものの、現在のところ財政等の改革は概ね計画どおり進捗している。また、改革への野党の協力があり、政治面での不安定化の懸念は小さい。さらに 4 月には、10 億ユーロと少額ながらも、18 ヶ月という期間 1 年超の国債入札による資金調達も行っている。

しかし、国債利回りの水準（図表 1）からすれば、現行の支援スケジュール（図表 4）が前提とする 2013 年 9 月の中長期国債市場での自力調達再開は楽観できない。IMFも、経済予測で徐々に慎重な見方を強めるとともに（図表 5）、直近の四半期毎の検証結果では、市場復帰が遅延する可能性を否定できないとしている[注2]。

追加支援となった場合にも、同国の経済規模はユーロ圏の 2%程度と、ギリシャに比べても小さく影響は限定的とはいえ、債務の持続可能性が問われ、仮にギリシャに限定するとされている民間投資家の負担（PSI）が波及するなどの事態に至った場合には、財政危機の深刻さが改めて意識されることになるものと考えられる。

図表 3 ギリシャに対する支援スケジュール

（単位：億ユーロ）

		EU	IMF	合計	中長期国債調達額
2012年	第1四半期	740	16	756	-
	第2四半期	296	16	312	
	第3四半期	34	16	50	
	第4四半期	56	16	72	
2013年	第1四半期	82	16	98	-
	第2四半期	32	16	48	
	第3四半期	6	16	22	
	第4四半期	51	16	67	
2014年	第1四半期	107	16	123	-
	第2四半期	19	16	35	
	第3四半期	19	16	35	
	第4四半期	4	16	20	
2015年	第1四半期	-	16	16	-
	第2四半期	-	16	16	
	第3四半期	-	16	16	
	第4四半期	-	16	16	
2016年	第1四半期	-	16	16	1
	第2四半期	-	-	0	
	第3四半期	-	-	0	
	第4四半期	-	-	0	
合計		1,447	280	1,727	
		83.8%	16.2%	100.0%	

（資料） 参考文献①、②から農中総研作成。
（注） 本スケジュールには、当初支援における未実行分を含む。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表 4　ポルトガルに対する支援スケジュール

（単位：億ユーロ）

	EU	IMF	合計	中長期国債調達額
2011年	254	127	381	112
2012年	167	83	250	-
2013年	67	33	100	97
2014年	34	17	51	138
合計	522	260	782	
	66.8%	33.2%	100.0%	

（資料）　参考文献⑩から農中総研作成。

図表 5　IMF によるポルトガルの経済予測

（単位：%）

		2011	2012	2013
金融支援開始時	実質GDP成長率	-2.2	-1.8	1.2
（2011年6月）	失業率	12.1	13.4	13.3
第1回検証時	実質GDP成長率	-2.2	-1.8	1.2
（2011年9月）	失業率	12.2	13.5	13.5
第2回検証時	実質GDP成長率	-1.6	-3.0	0.7
（2011年12月）	失業率	12.4	13.7	13.3
第3回検証時	実質GDP成長率	-1.5	-3.3	0.3
（2012年4月）	失業率	12.7	14.4	14.0

（資料）　参考文献④、⑥、⑧、⑩から農中総研作成。
（注）網掛けは、前回予測から悪化した部分。

3.　スペイン

最近では、スペインが国際的な金融支援を要請するのではないかという思惑が強まり、市場を不安定化させつつある。

3 月 2 日、ラホイ首相は 2011 年の財政赤字が目標値を上回る対GDP比8.5%となる見込みであること、および 2012 年の目標値を EU と合意済みの 4.4%から 5.8%に変更することを一方的に発表した（図表 6 の②）。この結果、スペイン長期国債の利回りは徐々に上昇を始め、イタリア国債と逆転するに至っている（図表 1）。

その後、結局 3 月 12 日のユーロ圏財務相会合で、2012 年の目標値を 5.3%とすること、2013 年には当初目標値どおりの 3.0%とすることで合意し（図表 6 の③）、これを受け、スペインでは 3 月 30 日に公務員の給与凍結や省庁予算の大幅カットを含む 2012 年予算案を閣議決定した。

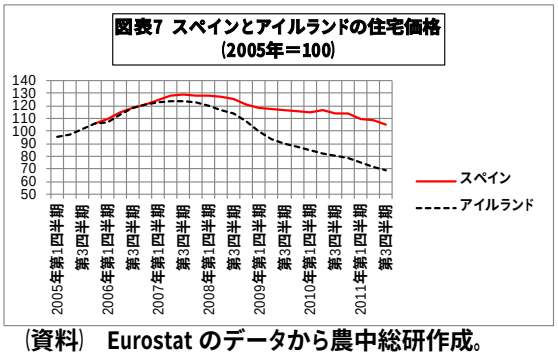
しかしながら、同国では、自治州の財政改革は順調には進んでおらず、不動産価格も、同様にバブルを経験したアイルランドとの比較では依然下げ余地がある

図表 6　スペインの対 GDP 比財政赤字

（単位：%）

	2011年	2012年	2013年
目標値（サパテロ前政権がEUと合意）①	6.0	4.4	3.0
3月2日、ラホイ首相が発表②	8.5	5.8	3.0
3月12日、ユーロ圏財務相会合で合意③	-	5.3	3.0

（資料）　各種報道から農中総研作成。



（資料）　Eurostat のデータから農中総研作成。

ものと見られ、今後銀行財務を更に圧迫する可能性が残っている（図表 7）。

また、政治面でも基盤が揺らぎつつある。2011 年 12 月に成立したラホイ国民党政権は、3 月 25 日、最大の自治州であるアンダルシア州選挙で世論調査結果に反し社会労働党に敗北したほか、3 月 29 日には、同政権が発足してから初となる緊縮策等に抗議するゼネストが行われた。

経済面でも、IMF の予測では同国の 2012 年の実質 GDP 成長率は前年比▲1.8%に落ち込む見込みであり、また、失業率も直近の 2012 年 2 月データでは 23.6%とユーロ圏で最も高い水準に達している。

このようにスペインの財政等の改革を巡る環境は厳しさを増しており、目標実現は極めて多難であると考えられる。

以上に加えて、2012 年目標値の 4.4%から 5.3%への変更では、ユーロ圏のガバナンスの実効性が問われることとなり、オーストリア等からは厳しい批判が上がっている。今後、制裁発動の可能性のあるハンガリーなどとのバランスが問われ、また財政規律強化にかかる条約の批准にも影響が及ぶ可能性も否定できない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ユーロ圏の根源的なリスク

以上の個別国における財政危機を再発させるリスク要因とは別に、ユーロ圏ではより根源的なリスクが残されている。

つまり、ユーロ圏で、

① 財政規律の強化
② 支援態勢・危機封じ込め策の強化
③ 銀行資本の増強
④ 個別国に対する支援の実施

が進捗したとしても、加盟 17 ヶ国の間では経済の生産性や競争力の格差は依然大きい。特に、グローバリゼーションが進むなか、南欧諸国のコスト低減による経済競争力の回復には限界がある。

通貨や金融政策が統一されたユーロ圏においては、財政面での協調を進め、経済が停滞する国への財政支援を含む仕組みを構築することが重要である。こうした協調が実効性をもって進捗しない限り、財政問題の解決は順調には進まず、危機が再度拡大する可能性が払拭できない。

特に現在のように経済成長が停滞する局面では、財政問題が経済成長の中で徐々にこなされていく展開は期待できず、むしろ、ユーロ圏からの離脱や分裂を含む危機深刻化の思惑を生み、市場の波乱を招く可能性が一層大きくなっている。

おわりに

市場沈静化に効果を果たした ECB による大量の資金供給についても、その効果は一巡し、最近ではむしろその負の側面がより強く意識されつつある。それは、政策への依存というモラルハザードと銀行の財務改善の遅延、銀行と国家のリスクテークの一体化、市場波乱時の振幅の拡大、政策からの出口のリスク、インフレの可能性等である。

また、2011 年 11 月の成立以降評価の高かったテクノクラートによるイタリアのモンティ政権についても、4 月以降、その労働法改正案は労組や左派政党との妥協による弱体化が迫られ、今では政策の骨抜きと政治面の不安定化の可能性に市場は目を向けつつある。

一時的に沈静化する局面はあったとしても、市場が許す猶予は短期間に過ぎない。この間にも、市場との間で適切に対話を続け、残存する課題に対し危機対策を着実に進捗させない限り、想定外の早さで市場の反動が生じることになるのではないかと考えられる。

（2012 年 4 月 20 日現在）

＜参考文献＞

（ギリシャ関係）

① European Commission（2012/3）“The Second Economic Adjustment Programme for Greece”
② IMF（2012/3）“Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility”

（ポルトガル関係）

③ European Commission（2011/6）“The Economic Adjustment Programme for Portugal”
④ IMF（2011/6）“Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility”
⑤ European Commission（2011/9）“The Economic Adjustment Programme for Portugal, First Review – Summer 2011”
⑥ IMF（2011/9）“Portugal: First Review Under the Extended Arrangement”
⑦ European Commission（2011/12）“The Economic Adjustment Programme for Portugal, Second Review – Autumn 2011”
⑧ IMF（2011/12）“Portugal: Second Review Under the Extended Arrangement”
⑨ European Commission（2012/4）“The Economic Adjustment Programme for Portugal, Third Review – Winter 2011/2012”
⑩ IMF（2012/4）“Portugal: Third Review Under the Extended Arrangement and Request for Waiver of Applicability of End-March Performance Criteria”

（注 1） この点については、次を参照されたい。
・ 山口「経済成長への配慮を迫られるユーロ圏」（『金融市場』2012 年 3 月号）
・ 山口「ギリシャへの追加支援策の限界と今後の懸念材料」（『金融市場』2012 年 4 月号）

（注 2） 参考文献⑩P26 による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます