

南欧支援プログラムからの卒業に向けた論点整理

市場調査部シニアエコノミスト

中村正嗣

03-3591-1265

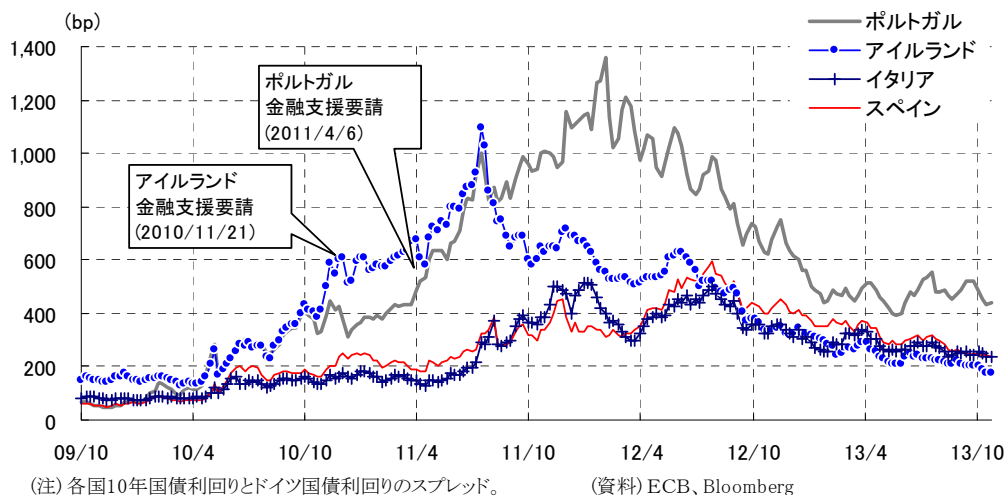
masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp

- 年末から来年半ばにかけてアイルランドとポルトガルへの支援プログラムが終了するため、今後、ユーロ圏は卒業のための出口戦略を議論する予定である。但し、ポルトガルは留年の可能性がある。
- 卒業に向けてはESMの出口戦略用プログラムの活用が想定されるが、前例が無いため、ユーロ圏がどのような出口戦略を策定するかは一連の危機対応策を完結させる上での重要な課題と言える。
- ユーロ圏の危機対応への信認向上と卒業を後押しするためには、各国の要請を待つ受身の対応ではなく、ユーロ圏がトップダウンで出口戦略を主導することが望ましいと考えられる。

1. 重要な節目が近づきつつあるユーロ圏の重債務国支援プログラム

アイルランドに対するEU・IMFの金融支援プログラムは今年12月で終了する予定となっている。10月14日に開催されたユーログループ（ユーロ圏財務相会合）では、アイルランドの支援プログラムは「卒業」に向けて順調であると評価され、来月14日のユーログループで出口戦略を議論する方針が表明された。2014年半ばに支援が終了するポルトガルに関しても、来年初めに出口戦略を議論するという。財政の資金繰りに行き詰って金融支援を受けた両国が「卒業」＝国債発行による自力での資金調達を再開できるのであれば、ユーロ圏の一連の危機対応策が功を奏し、債務問題の克服に向けた着実

図表1 ユーロ圏各国の国債利回り格差



な進展を示す象徴的な出来事となるだろう。実際、重債務国とドイツとの国債利回り格差がピーク時と比較して大幅に縮小していることは、ユーロ圏の一連の危機対応策に対する市場の評価とみることができそうである（前頁図表1）。

卒業に向けた論点として注目されるのは、ユーロ圏はどのような出口戦略を策定するのかということである。現状、重債務国支援プログラムの入口と支援実行の過程に関しては、これまでの実施事例から明らかとなっているが、卒業のプロセス＝出口戦略は前例がない。このため、出口戦略の策定は、ユーロ圏の一連の危機対応策の完結に向けた重要な課題と言える。本稿では、アイルランドとポルトガルを取り巻く環境を踏まえ、支援プログラムの出口戦略上の論点を整理していく。

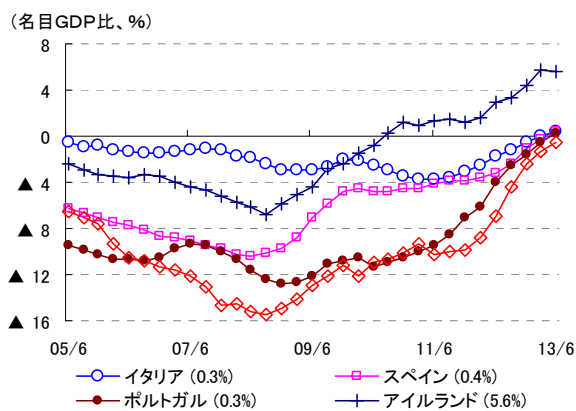
なお、スペインへの金融支援も年末に終了することから、アイルランドと同様、出口戦略が議論される予定となっている。但し、同国への支援は金融機関の資本注入資金を手当てすることが目的であり、全面的な財政支援を受けたアイルランド・ポルトガルとは支援目的が異なる。スペインの場合は、支援を受けたあとも国債発行を継続していることから、「国債発行の再開に向けた出口戦略」を検討する必要がなく、金融機関の健全性を向上させて金融システムを安定化させることができるのかどうかという観点での議論が必要だろう。

2. 一連の危機対応策の真価が問われる出口戦略の策定

(1) 卒業が確実視されるアイルランドと不安を抱えるポルトガル

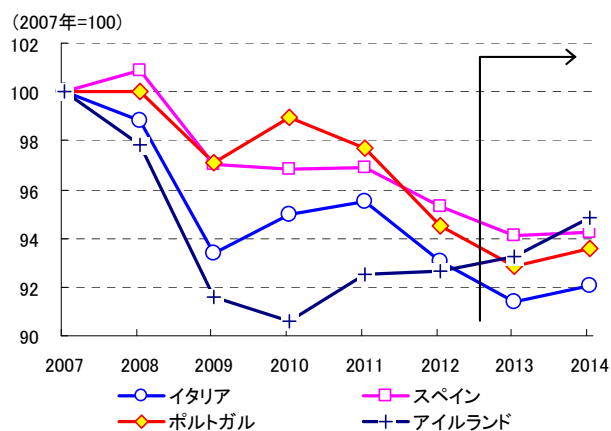
まず、アイルランドを見ていくと、同国への金融支援は2010年12月に正式に承認され、支援総額は850億ユーロ、2013年末までの3年間で四半期毎に分割融資される計画である¹。既に11回の融資が行われており、支援プログラムの進捗状況を確認するレビューの最後の1回をクリアすれば、年末までにEU、IMFが残りの融資を行い、支援プログラムは完了する見込みとなっている。金融支援が終了すると、アイルランドは必要な財政資金（財政赤字と国債償還分）を国債発行により自力で調達し

図表2 経常収支



(注) 後方4期平均。凡例のカッコ内は直近値。
(資料) 各国統計局、各国中央銀行

図表3 実質 GDP



(注) 2007年=100として指数化した各国実質GDP。2013年以降はIMF予測。
(資料) Eurostat, IMF

なければならない。このため、「支援プログラムからの卒業」には「国際資本市場への全面的な復帰」が必要不可欠となる。

アイルランドは卒業できる可能性が高いと考えられ、その背景として次の三点を指摘できる。第一に、図表1(1頁)が示す通り、同国の国債利回りはイタリアやスペインよりも低下しており、投資家のアイルランド国債への需要が回復していることがうかがわれる。二点目として、既に国債発行を一部再開しているという実績を挙げられる。2012年には一部国債(2013・14年償還の銘柄)の買い戻し・新たな長期国債の発行による期限延長を行い、また、2013年には新規の長期国債発行にも成功した²。三点目が実体経済面で大きな改善が見られることである。まず、経常収支が黒字に転換しており、国債発行に対する国内ファイナンス余力は改善している(前頁図表2)³。さらに、実質GDP成長率を見ると、2012年が前年比+0.1%と2年連続でプラス成長となり、2013年も小幅ながらプラス成長を維持できると見込まれる(前頁図表3)。金融支援を受けてから3年近くが経過している中、アイルランドでは財政再建と景気回復を何とか両立できていると言える。

次にポルトガルについては、2011年5月に支援が正式承認され、2014年半ばまでに総額780億ユーロの融資を行う計画である⁴。ポルトガルもアイルランドと同様、国債発行の部分的な再開に成功するなど、卒業に向けたポジティブな材料はある⁵。報道によれば、ポルトガルは年内に2014年償還の国債の期限延長(債務交換)を計画していると言われており、成功すれば、来年の資金繰りに余裕が生じ、卒業に向けた弾みとなる。さらに、ポルトガルもアイルランドと同様、経常赤字が大きく縮小しており、国内ファイナンス余力は改善している。

しかし、ポルトガルは以下の三点が弱みである。第一に、景気回復と財政再建の両立が難しいことを指摘できる。トロイカ(欧州委員会、IMF、ECB)は2014年のポルトガル経済は輸出主導で3年ぶりのプラス成長に復することを見込んでいる。しかし、輸出ウェイトが小さく、アイルランドのような輸出競争力も有していないポルトガルには世界経済拡大の恩恵が及びづらく、想定ほど景気が回復しないリスクがある。さらに、大幅な緊縮措置を継続することも景気への下押し要因であり、2014年予算案によれば、ポルトガルはGDP比2.3%相当の緊縮措置を実施する計画である。二点目の弱みが政局不安の再燃リスクを抱えていることである。今年7月、連立与党内で財政政策を巡る対立が深刻化し、政権崩壊の危機に陥った経緯がある⁶。今後、想定ほどに景気が回復しなければ、再び連立与党内に亀裂が生じるリスクがある。三点目が格付の低さであり、ポルトガルが本格的な国債発行を再開する上で大きな足かせになると考えられる。ECBのオペの適格担保ルール上、格付が低いポルトガル国債には高いヘアカット率が課されるため、アイルランドやイタリア、スペインの国債よりも不利な扱いとなっている(次頁図表4)。このことは、国債投資の有力な主体であるユーロ圏市中銀行からの資金が集まりづらい要因と言える⁷。また、国債利回りが依然として高止まりしていることから、無理に卒業を目指すよりも、留年=支援継続の方が利払い費節減につながるという面もある。EUの金融支援の金利コストがおおよそ3%であることに対して、足元の中長期国債利回りが4~6%台となっており、この水準が続いた場合には、支援を受け続ける方がポルトガルにとっては合理的となる⁸。

図表4 ユーロ圏各国の格付と ECB の適格担保ルール

2013年10月24日時点

	Moody's	S&P	フィッチ	ドミニオン(DBRS)	
ドイツ	Aaa (N)	AAA	AAA	AAA	
オランダ	Aaa (N)	AAA (N)	AAA (N)	AAA	
オーストリア	Aaa (N)	AA+	AAA	AAA	
フランス	Aa1 (N)	AA+ (N)	AA+	AAA	
ベルギー	Aa3 (N)	AA (N)	AA	AAH (N)	
イタリア	Baa2 (N)	BBB (N)	BBB+ (N)	AL (N)	
スペイン	Baa3 (N)	BBB- (N)	BBB (N)	AL (N)	
アイルランド	Ba1	BBB+ (P)	BBB+	AL (N)	↑ 低ヘアカット率
ポルトガル	Ba3 (N)	BB (N)	BB+ (N)	BBBL (N)	↓ 高ヘアカット率
キプロス	Caa3 (N)	CCC+	CCC (N)	CCC (N)	
ギリシャ	C	B-	B-	CCCH (N)	

ECBオペの適格担保ルール：格付別のヘアカット率

格付 (上記4機関の最も高い格付を適用)	ヘアカット率(利付け国債)
A-(A3・AL)以上	0.5(期間1年未満) ~ 5.0%(期間10年超)
BBB+(Baa1・BBBH) ~ BBB-(Baa3・BBBL)	6.0(期間1年未満) ~ 13.0%(期間10年超)

(注) 格付はすべて本国通貨建長期債(発行体)格付。(N)はアウトロックがネガティブ、(P)はポジティブ。
被支援国には格付基準の適用が停止(BBB-未満でも担保利用が可能)されているが、4機関全ての格付が
ジャンク級(BBB-未満)の場合、「BBB+ ~ BBB-」のヘアカット率が適用される。格付欄の網掛けは最も高い格付を
示しており、ヘアカット率適用時の参照格付となる。
(資料) Bloomberg、ECB

(2) ユーロ圏に期待されるトップダウン型の出口戦略の策定

今後、ユーロ圏は状況が大きく異なるアイルランドとポルトガルの支援終了を控えてどのような出口戦略を講じるのだろうか。支援プログラムからの卒業という前例がないだけに、今後、本格化していく出口戦略の議論の行方は大きな注目である。

現時点でユーロ圏が利用可能な出口戦略上の政策ツールを確認しておこう。ユーロ圏の重債務国支援を行うための安全網である欧州安定メカニズム (ESM) には出口戦略用の支援プログラムが用意されている。具体的には、国債発行を支援する「プライマリー市場プログラム」と、信用枠を設定する「予防的プログラム」である(次頁図表5)。また、ECBの国債購入策(OMT)も出口戦略上のツールとなり得る。もっとも、過去のドラギ ECB 総裁の発言を踏まえると、ECBがOMTという伝家の宝刀を抜くことは期待しづらい⁹。現実的な選択肢としては、ESMの出口戦略用プログラムのどちらかを適用することが想定される。

出口戦略の議論では、上述した政策ツールを適用するための判断材料や実施のタイミング等のプロセスを構築できるかが注目される。より具体的に言えば、卒業を展望できるのか、それとも、留年が必要なのかといった判断について、対象国に任せるのか、ユーロ圏がトップダウンで主導するかが論点となろう。理想を言えば、ユーロ圏が主導するプロセスとなることが望ましいと考えられる。支援プログラムからの卒業には、対象国のファンダメンタルズ面の改善のみならず、ユーロ圏の

債務危機対応に対する市場の信認、それに伴う金融市場の安定が不可欠である。秩序だった出口戦略を講じることができれば、ユーロ圏の債務危機対応への信認を高め、卒業を後押しすることができるだろう。反対に、支援を実施する時のような各国の要請に応じる受身の対応では、金融不安の再燃リスクを払拭できないため、出口戦略のプロセスとしては好ましくない。

しかし、これまでのユーロ圏の対応が常に後手に回り続けてきたことを鑑みれば、また、金融市場に安定がみられる現在の状況において、ユーロ圏が積極的な政策対応を主導できるのかどうかは不透明と言わざるを得ない。特に、ユーロ圏の盟主であるドイツが連立協議の真っ最中のためにイニシアチブを発揮しづらい状況にあることの影響が危惧される。また、ドイツやオランダ等の北部諸国において根強い南欧支援に対する世論の反発も議論に影響を及ぼす恐れがある。例えば、ESMの「予防的プログラム」を適用することですら、納税者負担の更なる増大だと批判される可能性がある¹⁰。

加えて、アイルランドとポルトガルの出口戦略を議論するタイミングも懸念材料として挙げられる。冒頭述べた通り、ユーロ圏は来月にアイルランド、年明けにポルトガルの出口戦略を議論する方針を表明しているが、両国の資金面の余裕度を踏まえれば、本来、順序は逆にすべきである。

資金繰り上の両国の違いは次の通りだ。まず、アイルランドでは、今年に入り総額75億ユーロ相当の新規国債を発行したことで資金繰りにかなりの余裕が生じた。2014年予算案によれば、2013年末時点の政府の手元流動性が約215億ユーロとなることに対して、2014年の必要資金（財政赤字と長期国債償還等）は約165億ユーロと見込まれている。歳出入のタイミングが異なるとは言え、当面は手元流動性でのやりくりが可能とみられ、2015年を見据えてゆっくりと市場調達を考えればよいというこ

図表5 ESMの支援プログラムの種類

<p>ESMの金融支援プログラム</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 融資(金融支援ファシリティ) 財政危機国への通常型支援。財政・経済安定のためのコンディショナリティを策定、四半期毎のレビューでモニタリング。 ○ プライマリー市場支援プログラム(PMP) ESMが対象国の国債入札に参加、国債発行の円滑化を支援する(発行額の50%が上限)。支援プログラム対象国の市場復帰(国債発行再開)を促進することを目的とした出口戦略用のプログラム。 ○ セカンダリー市場支援プログラム(SMP) 国債市場の安定化が目的。ECBが代理人となって国債買い取りを実施する。 ○ 予防的プログラム 国債発行が困難となるような資本市場の混乱を防ぐために信用枠を設定するプログラム。設定期間は1年間、6カ月の更新が2回可能。規模は対象国のGDP比2~10%。 ○ 金融機関への資本注入のための支援プログラム 金融機関への資本注入を目的とした金融支援。当該国に対して融資し、政府を通じて金融機関への資本注入が行われる。ユーロ圏での一元的銀行監督制度(SSM)の設立後、各国政府を経由せずにESMによる直接的な資本注入が可能となる(条件付き)。 <p><i>ESMの前身であるEFSFには国債市場支援のための以下のプログラムも存在(ESMに引き継がれたかどうかは不明)</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ ソブリン債部分保証プログラム 支援要請国の国債発行を支援するために元本の20~30%相当となる保証証書を発行。国債と共に投資家に付与。 ○ 共同投資基金(CIF)による市場介入 ESMが当初損失を負担する基金を設立(エクイティの拠出)、シニア債、ジュニア債発行を通じて資金を集め、支援要請国のプライマリー・セカンダリー市場で国債を購入する。

(注) 網掛けは重債務国支援の出口戦略で用いると想定されるプログラム
(資料) ESM、EU

とになる(図表6)。一方、ポルトガルでは、2014年半ばまでの金融支援が約80億ユーロの予定であることに対して、長期国債の償還が6月に60億ユーロ、10月に約80億ユーロとなっている。年内に実施されると言われている債務交換(3頁参照)の成否次第だが、早ければ来年前半、遅くとも9月までには資金繰りを手当てしておくことが必要とみられ、政府予算案でも2014年内に約100億ユーロの長期国債の発行が予定されている。つまり、支援終了の順番ではアイルランドが先だが、国債発行が必要となるタイミングではポルトガルが先となる可能性が高く、出口戦略の策定も急ぐ必要がある。

にもかかわらず、アイルランドへの出口戦略を先に議論すれば、資金的な余裕があることへの安心感から出口戦略の策定の遅れにつながる懸念され、そのことがポルトガルの出口戦略の策定スケジュールにも悪影響を及ぼす恐れがある。出口戦略不在の状況では、ポルトガルが留年に迫られるということ以上に、ポルトガルの資金繰り不安を契機として金融不安の再燃につながるというリスクシナリオが危惧される¹¹。ユーロ圏の一連の危機対応策に対する信認も失墜しかねない。

こうした事態に陥ることを未然に防ぐためには、また、初の卒業に向けて慎重を期するためにも、両国の出口戦略は同時並行で進めるべきだろう。さらに、個別国への対応という観点ではなく、重債務国支援プログラムにおける包括的な出口戦略を策定するという観点で議論することも期待される。出口戦略を巡る議論は、ユーロ圏の問題解決能力を改めて問う機会となりそうである。

図表6 アイルランドとポルトガルの資金繰り

	2013年 10~12月期	2014年		2015年
		1~6月期	7~12月期	
アイルランド	融資：12月頃、約28億ユーロ <支援終了>	長期国債償還： 1月、約68億ユーロ 2014年財政赤字(予算案)：約83億ユーロ		長期国債償還： 3月、約36億ユーロ IMF融資返済： 7月、約5億ユーロ 11月、約1億ユーロ
			国債発行再開が必要	
ポルトガル	融資：12月頃、約56億ユーロ (債務交換実施の可能性： 2014年償還債が対象)	融資：1~6月、合計約80億ユーロ <6月頃支援終了> 長期国債償還： 2月、約2億ユーロ 長期国債償還： 6月、60億ユーロ 2014年財政赤字(予算案)：約67億ユーロ	長期国債償還： 10月、約78億ユーロ	長期国債償還： 3月、約9億ユーロ 10月、約134億ユーロ IMF融資返済： 11月、約5億ユーロ
			国債発行再開が必要	

(注) ポルトガルの2014年内の融資実施のタイミングと規模について、IMFは四半期毎に約9億ユーロ融資する予定だが、EUの融資のスケジュールは不明。
(資料) 各国政府、欧州委員会、IMF

-
- 1 貸し手別の内訳は、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）が 177 億ユーロ、EFSM（欧州金融安定メカニズム）が 225 億ユーロ、IMF が 225 億ユーロ、英国・デンマーク・スウェーデンの 3 カ国が合計 48 億ユーロとなり、これらの総額が 675 億ユーロとなっている。このほか、アイルランド自身が年金基金等から 175 億ユーロを拠出し、支援プログラムの総額は 850 億ユーロとされている。
 - 2 2013 年 1 月に 2017 年 10 月償還債 25 億ユーロ、3 月に 10 年物ベンチマーク国債 50 億ユーロを発行した。
 - 3 但し、アイルランドの経常黒字は実質的にはさほど大きくないとの指摘がある。統計上、2012 年のアイルランドの経常収支は GDP 比 4.4% となっているが、アイルランド経済社会研究所（ESRI）によれば、2009 年以降、それまでと異なり、海外企業の利益が配当等で国外に流出せずに国内に滞留し続けている割合が高まり、経常収支が実態以上にかさ上げされているという。ESRI の試算を元にするると、調整後ベースの 2012 年経常収支は名目 GDP 比▲0.1% と、ほぼ均衡程度だったとみられる。なお、以上の点は統計上の要素所得に関する議論であることから、GNP には影響するが、GDP には影響しない。
 - 4 貸し手別の内訳は、EFSF、EFSM、IMF がそれぞれ 260 億ユーロずつとなっている。
 - 5 今年 1 月に 5 年債 25 億ユーロ、5 月に 10 年債 30 億ユーロの新発債を発行した。
 - 6 今年 7 月、コエリョ首相の社会民主党（PSD）と連立を組む民衆党（CDS/PP）のポルトス党首が外務相辞任を表明し、連立政権崩壊のリスクが高まった。ガスバル財務相（当時）の後任人事に対する民衆党の反発がきっかけであり、同党が緊縮措置の緩和を要求していたことが背景にあった。最終的には、ポルトス党首を副首相とし、トロイカとの交渉の窓口とする人事案で連立政権が維持された。しかし、支援プログラムのレビュー（10 月 3 日終了）では、2014 年の財政赤字削減目標の緩和という民衆党の要求はトロイカに拒否された。
 - 7 ECB のオペの適格担保ルールにおいて（ここでは国債）、格付に関しては、図表 2 で示した四つの機関の内、最も高い格付がメルクマールとなる。また、ヘアカット率については A- を境に大きく変化する。このため、流動性を調達する目的で国債を保有する場合、金融機関は高ヘアカット率が適用される国債に対しては、割高となる保有コストの分、高い利回りを要求することが想定される。なお、格付の問題により卒業が難しい事態となった場合、ECB の格付ルールの見直し等の新たな議論が巻き起こることが想定される。
 - 8 2013 年 5 月から施行された「2-pack」と呼ばれる新たな EU 規則では、支援を受けた国は、卒業後も財政政策への監視を受け続けることが定められた。このため、ポルトガルは卒業の成否にかかわらず、財政・経済政策に制約を受け続けることになる。
 - 9 被支援国に OMT を適用する条件は、幅広い年限で国債発行が可能となってから検討するとされているが、これ以上の詳細は不明である。ドラギ総裁は、国債発行の再開を支援する目的で OMT を実施することはないと語っている。
 - 10 予防的プログラムでは、実際に ESM の資金は使われない可能性がある。また、プライマリー市場プログラムでは、入札の需要が強い場合には入札参加を見送る＝ESM 資金を使わないという選択肢もあり得るのではないだろうか。
 - 11 最も危険なシナリオは、ポルトガルへの追加支援が必要となった場合にギリシャの前例を踏襲して民間投資家負担（PSI）、すなわち大幅な債務カットを断行することである。これは CDS のデフォルト事由に該当するため、金融市場にストレスを生じさせ、ポルトガルを更なる苦境に追いやる可能性が高い。もっとも、コンディショナリティを無視し続けたギリシャとは異なること、財政赤字や政府債務の水準がギリシャほど過大ではないことから、蓋然性は低いシナリオと考えられる。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。