

## ユーロ圏ソブリンリスクの国際波及と危機対応融資 —国債利回りのボラティリティ分析—

アジア開発銀行研究所 増田 篤  
国際協力銀行 大重 斉

2009年10月、ギリシャの新政権が財政赤字の実績値および予測値を上方改定したことを契機として、ユーロ圏の一部の国でソブリンリスク問題が浮上した。国債の спреッドが顕著に上昇、格付け機関が国債を格下げしたためレポマーケットが機能不全に陥り、ECBは流動性支援継続のため、国債担保基準を緩和せざるを得なくなった。2010年10月にはギリシャが、11月にはアイルランドが、さらに2011年5月にはポルトガルが、IMFとEUから金融支援が成立したが、2011年6月現在、これらの国の国債のソブリンリスク・spreッドは危機発生以前の水準に低下しておらず、高いボラティリティが継続する状態が続いている。

ユーロ圏加盟諸国は、IMFと共同してギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国に対する個別国を対象とした金融支援を実現するにあたって、従来、国際収支支援をユーロ未参加のEU加盟国に限定してきたという制度設計を変更した。ユーロ加盟国に対する危機対応融資のメカニズム(EFSFおよびEFSM)を創設、協定改正もおこなって2013年からはそれらを統合して欧州安定化メカニズム(EMS)として恒久組織化するという「支援機構の制度化」も行っている。

本稿では、第1にユーロ圏諸国の国債利回りを用いて、ユーロ圏ソブリンリスクの国際波及を検証する。ギリシャにおける財政赤字問題が顕在化した後、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国については、ソブリンリスクのspreッドが有意に上昇したことに加えて、これらの3カ国については、利回りのボラティリティが有意に上昇した、という結果が示される。ギリシャ問題発生以降、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国はボラティリティが有意に高まったが、その他のユーロ圏諸国については統計的に有意なボラティリティの上昇が確認できなかった。ソブリンリスク国際波及におけるボラティリティ・スピルオーバーのチャンネルの重要性が示唆される。

第2に、こうしたIMF支援やEUにおける危機対応融資の制度改革が、ボラティリティ沈静化効果をもったかどうかを、イベントスタディの手法を用いて検証する。支援決定のニュースは重要な要因であるが、IMFのアナウンスメントが全体として個別国の利回りに有意なインパクトを与えるとは確認できなかった。IMF支援そのものの透明性に加えて、国債リストラクチャリングについての透明性を増大することが、国債市況の早期沈静化に有用と考えられる。