

# 欧州ソブリン危機の最近の展開と 国際金融市場

金融学会  
中央銀行部会 資料

2012年3月17日

株式会社 日本総合研究所  
調査部 河村 小百合

## 問題意識

- ・ 欧州ソブリン危機は、収束にはほど遠い状態にあり、緊迫した状態が長期化。
- ・ 欧州の金融システム、および国際金融市場はいかなるリスクを、どのような形で抱えているのか。
  - － 当局の公表データの分析から、何がわかるか。
- ・ ギリシャ債務危機をいかに乗り切るか。
  - － 足許の状況。
  - － 残されたリスクは？

## 構成

1. 欧州ソブリン危機のこれまでの経緯 … 3
2. EUおよびユーロ圏各国の対応 …11
3. 欧州を中心とする金融市場・金融システムの状況  
-欧州各国の銀行および国際金融市場はいかなるリスクを抱えているのか …21
4. 今後の展望  
-ギリシャ債務危機をいかに乗り切るか …32

# 1. 欧州ソブリン危機のこれまでの経緯

## これまでの経緯

- 2009年秋のギリシャの財政指標の粉飾発覚が発端。
- その後、アイルランド、ポルトガル等の欧州周縁国(peripheral countries)へと拡大。
- 2011年秋には、イタリア等のEU中核国にも影響が及ぶ局面もみられたものの、その後、①EUとしての政策転換や、②ECBによる3年ものオペの実施などを受けて、小康状態に。足許では、ギリシャとポルトガルの財政運営の持続可能性が危ぶまれている状態。

(図表1) 欧州ソブリン危機のこれまでの経緯

年/月	ギリシャ関係	アイルランド関係	ポルトガル関係	EU等による政策対応
2009/10	財政指標の粉飾が発覚			
2010/4	支援要請			
5	EU、IMFが第一次支援策(3カ年総額1,100億ユーロ)を決定 第一次支援融資の実行開始			
6				EFSF創設
7				EBA、EU各国の銀行に対する第1回ストレステスト実施
11		支援要請 EU、IMFが支援策(3カ年総額850億ユーロ)を決定		
2011/1		支援融資の実行開始		EFSMによるアイルランド支援融資実行
4			支援要請	
5			EU、IMFが支援策(3カ年総額780億ユーロ)を決定、支援融資の実行開始	EFSMによるポルトガル支援融資実行
6	再度の支援要請			
7	EU、IMFによる第二次支援策(総額1,090億ユーロ)を決定			EBA、EU各国の銀行に対する第2回ストレステスト実施
10	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ IMF、第一次支援融資の満期を大幅に延長</li> <li>・ EFSFの機能をギリシャ向けにも拡張</li> <li>・ EFSF/ESMの強化</li> <li>・ このほか、民間部門による自発的な支援(約21%相当の債務カット)を期待</li> </ul>			ユーロ圏首脳会議において、EFSF/ESMの機能拡充、強化の批准手続を完了
12	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ圏首脳会議において、①ギリシャの債務の50%カット、②EFSFのリソース拡張、③銀行の資本強化実施、を主な内容とする包括パッケージを決定</li> <li>・ EU首脳会議において、「ギリシャの債務調整における民間負担は、「独特かつ例外的な事例」と位置づけ、交渉を継続することを確認</li> </ul>			ユーロ圏首脳会議において、①ギリシャの債務の50%カット、②EFSFのリソース拡張、③銀行の資本強化実施、を主な内容とする包括パッケージを決定
				EU首脳会議において、「財政協定」の締結、②ESMの前倒し稼働、③重債務国の債務調整にかかる民間負担原則の自紙撤回、などを決定

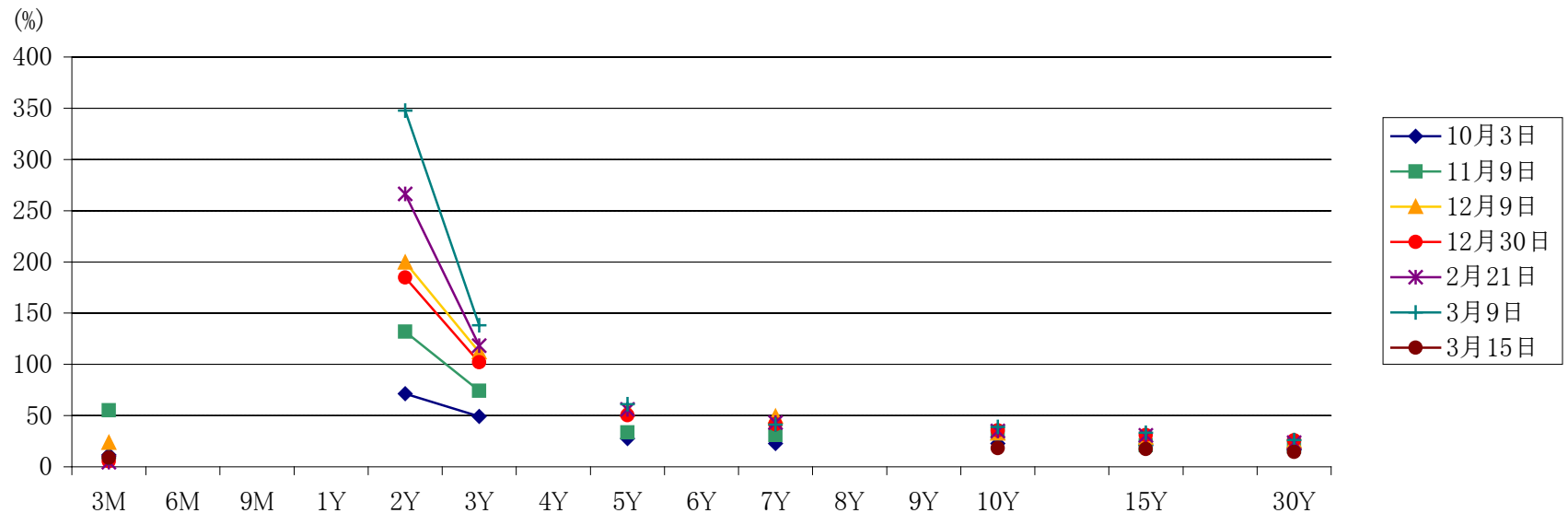
(資料) European Commission資料、European Council資料、IMF資料、財務省「欧米の財政を巡る最近の動き」2011年8月22日財政制度等審議会財政制度分科会資料、各種報道等を参考に、日本総合研究所作成。

## 厳しさを増す財政危機国の金利情勢

- ・危機に陥った各国では、長期ゾーンの金利上昇もさることながら、短期ゾーンの金利の上昇度合いが一段と顕著。「逆イールド」状態が長期化するケースも。
- ・ギリシャの場合、3月12日の新債券への交換を受けて、10年超の金利は低下。3ヶ月物金利の水準はほぼ変わらず。2、5、7年物は取引停止。

3/9→3/12の金利(%) [10年]39.0→19.3 [15年]33.1→16.9 [30年]26.2→14.2

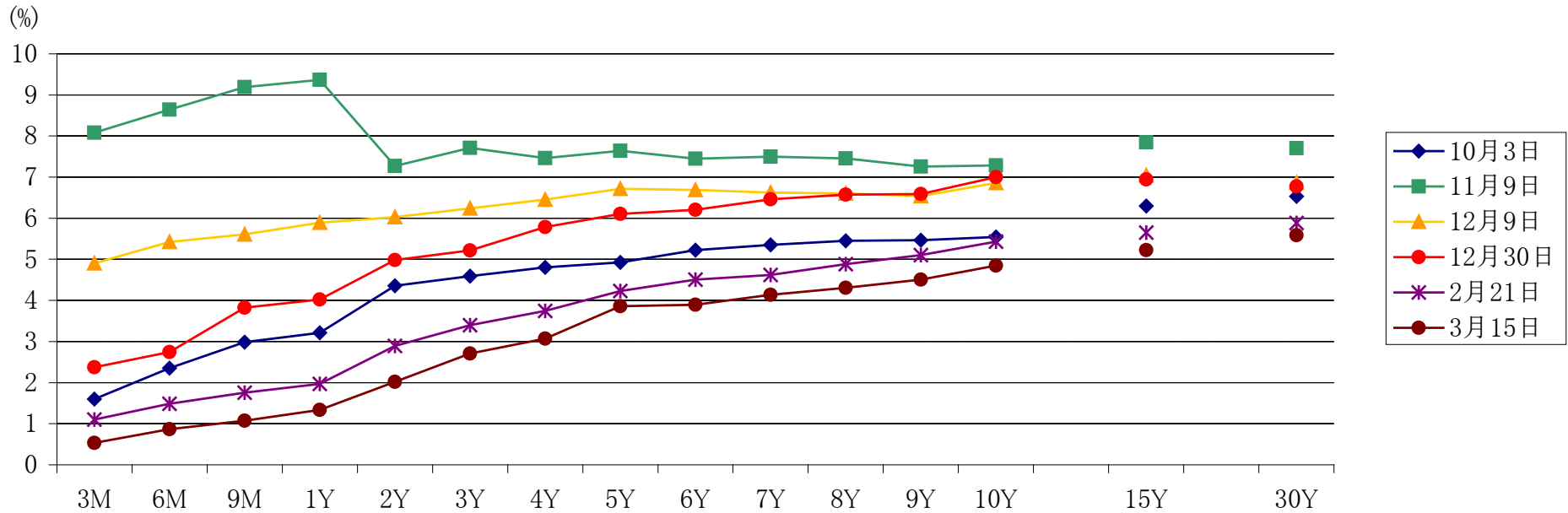
(図表2)ギリシャ国債のイールド・カーブの変化



(資料)Datastreamを基に日本総研作成。

(注)2011~12年各日のスポット・レート。

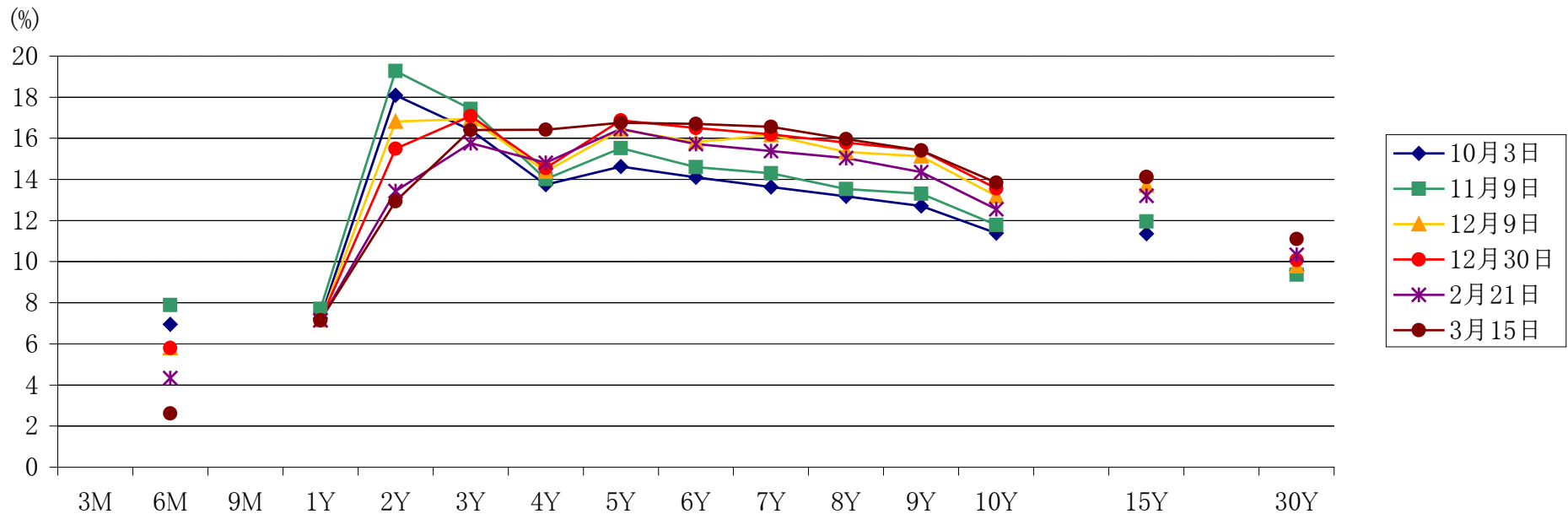
(図表3) イタリア国債のイールド・カーブの変化



(資料) Datastreamを基に日本総研作成。

(注) 2011～12年各日のスポット・レート。

(図表4) ポルトガル国債のイールド・カーブの変化



(資料) Datastreamを基に日本総研作成。

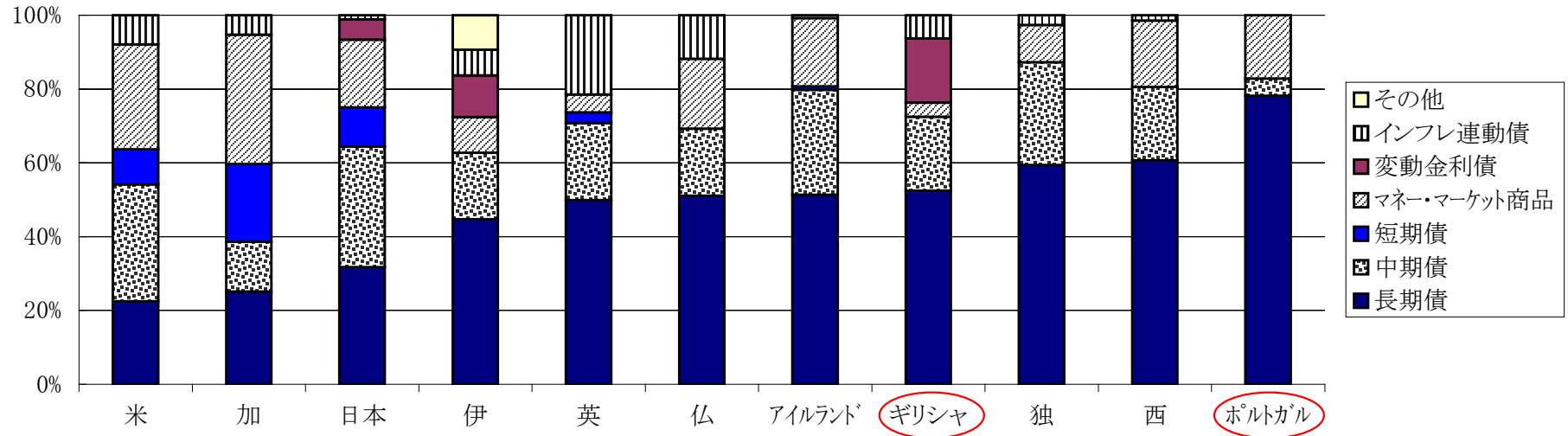
(注) 2011～12年各日のスポット・レート。



## ユーロ圏各国の国債の調達構造

- ユーロ圏各国の国債の調達構造をみると、従来から、長期国債が中心。毎年の所要借換額は限定的。
- 危機を乗り切るうえでは、従来通りの長期国債による調達比率を維持する必要は必ずしもなし。当面の危機下で、自力での財政運営を継続できるか否かは、市場の信認を得つつ、短期ゾーン・中期ゾーンの金利をどの程度の水準で推移させることができるか次第。

(図表5) 国債の発行年限別シェア(残高ベース)の国別比較



	米	加	日本	伊	英	仏	アイルランド*	ギリシャ	独	西	ポルトガル
インフレ連動債	7.9	5.3	1.1	7.0	21.5	11.8	0.0	6.3	2.6	1.4	0.0
変動金利債	0.0	0.0	5.5	11.3	0.0	0.0	0.0	17.4	0.0	0.0	0.0
マネー・マーケット商品	28.5	35.0	18.3	9.7	4.8	18.9	18.5	3.8	10.1	18.0	17.1
短期債	9.5	21.1	10.6	0.0	2.9	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
中期債	31.7	13.5	32.7	18.0	20.9	18.2	28.4	20.1	27.9	19.9	4.7
長期債	22.5	25.1	31.7	44.7	49.9	51.1	51.4	52.5	59.4	60.6	78.1
その他	0.0	0.0	0.0	9.3	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0

(資料) OECD, *Central Government Debt Statistical Yearbook 2010*.

(注) 各国とも、市場性国債に占めるシェア。日本のみ2008年末値。他の国々は2009年末値。

**(図表6) EU各国のグロス所要資金調達額(名目GDP比)**

(%)

	2011年			2012年			2013年		
	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計
<b>ギリシャ</b>	<b>15.7</b>	<b>8.0</b>	<b>23.7</b>	<b>9.6</b>	<b>6.9</b>	<b>16.5</b>	<b>9.7</b>	<b>5.2</b>	<b>14.9</b>
イタリア	18.5	4.0	22.6	21.1	2.4	23.5	17.7	1.1	18.9
<b>ポルトガル</b>	<b>16.1</b>	<b>5.9</b>	<b>22.0</b>	<b>17.9</b>	<b>4.5</b>	<b>22.3</b>	<b>18.0</b>	<b>3.0</b>	<b>21.0</b>
ベルギー	18.0	3.5	21.6	18.9	3.4	22.2	18.5	3.3	21.8
フランス	14.1	5.9	20.0	16.2	4.6	20.8	16.2	4.0	20.2
スペイン	13.4	6.1	19.6	15.4	5.2	20.6	15.0	4.4	19.4
アイルランド	8.7	10.3	19.0	5.3	8.6	13.9	8.1	6.8	14.9
オランダ	12.5	3.8	16.3	13.2	2.8	16.0	14.2	2.3	16.4
イギリス	7.0	8.5	15.5	7.6	7.0	14.7	8.2	5.1	13.3
フィンランド	9.8	1.0	10.8	8.7	▲ 0.3	8.3	8.2	▲ 0.3	8.0
ドイツ	9.1	1.7	10.7	9.4	1.1	10.5	7.4	0.8	8.1
スウェーデン (参考)	5.4	▲ 0.8	4.5	4.9	▲ 1.3	3.6	2.2	▲ 1.7	0.5
日本	47.5	10.3	57.8	49.5	9.1	58.6	45.8	7.8	53.6
アメリカ	17.6	9.6	27.3	22.4	7.9	30.4	22.9	6.2	29.1
カナダ	13.2	4.3	17.5	15.4	3.2	18.6	15.4	1.9	17.3
オーストラリア	2.0	3.9	5.9	3.2	1.9	5.1	3.8	0.5	4.3
加重平均	18.7	7.5	26.2	21.6	6.1	27.7	21.0	4.8	25.8

(資料) IMF, *Fiscal Monitor Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks*, September 20, 2011.

(原資料) Bloomberg, IMFスタッフによる予測値。

(原資料注1) 2011年、および2012年の短期負債残高は、それぞれ2012年、2013年に満期を迎える短期負債で再調達されると仮定。

(原資料注2) ギリシャの満期負債に関しては(引用者注: 2011年7月に打ち出された、ギリシャの債務21%カットのための)、負債交換に90%の参加があると仮定。

(原資料注3) アイルランドの満期負債には、2010年に発行された、金融セクター支援のための約束手形の償還関連の、各年30.8億ユーロを含む。

## 2. EUおよびユーロ圏各国の対応

## 欧州の金融安定パッケージ

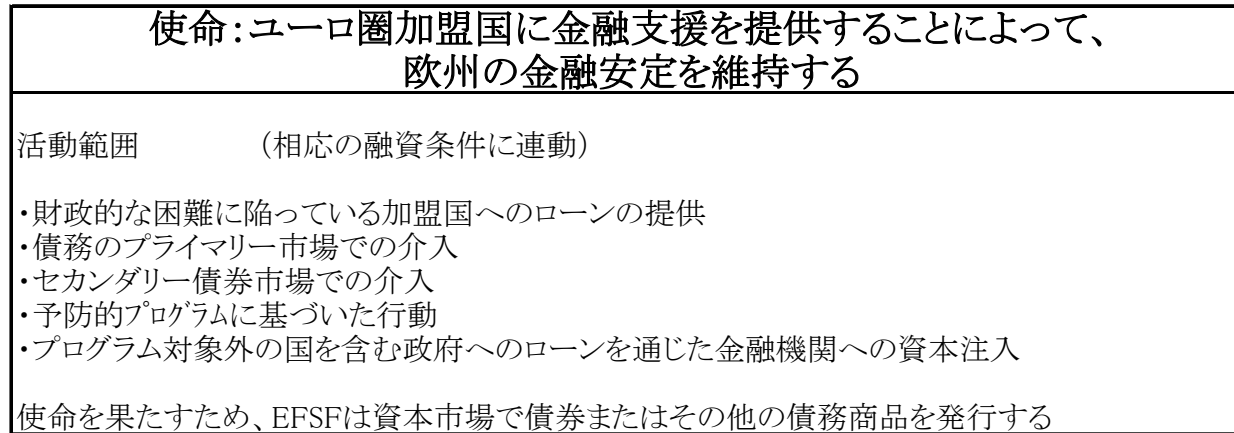
- EUとして**EFSM**、ユーロ圏として**EFSF**を2010年6月に設立。IMFからの支援も合わせて取り込む形。
- 現行の支援スキームの主力は**EFSF**。2011年夏のギリシャ危機の再度の深刻化を受けて、規模を拡充(4,400億ユーロ→7,797億ユーロ)。
- 2011年11月、EFSFのfirepowerを強化  
(①EFSFによる部分的リスク・プロテクションの付与、②共同投資基金<CIF>の創設)
- 今後は、恒久的な機関としての**ESM**がEFSFの機能を継承。
- ESMの機能開始を2012年7月に前倒し。  
ESMの応募資本は7,000億ユーロ(払込資本800億ユーロ。確約済みの請求払い資本と保証が6,200億ユーロ)

(図表7) 危機当初(2010年5月合意)の金融安定パッケージの構成



(資料) EFSF『欧州金融安定ファシリティ』2011年夏版.

(図表8) EFSFの使命および活動範囲



(資料) EFSF『欧州金融安定ファシリティ』2011年12月版.

**(図表9) EFSFに対する、ユーロ圏加盟国別の保証コミットメント額等の状況**

(100万ユーロ、%)

国名	信用格付け (S&P/Moody's/Fitch) (2011年12月時点)	EFSFの最大保証額					ESMへの資本 拠出キー (シェア)
		当初	2011年拡充後	ポルトガル、ギリシャ、アイル ランド引き上げ後	シェア	シェア	
オーストリア	(AAA/Aaa/AAA)	12,241	21,639.19	2.78	21,639.19	2.98	2.783
ベルギー	(AA+/Aa1/AA+)	15,292	27,031.99	3.47	27,031.99	3.72	3.477
キプロス	(BBB/Baa1/BBB)	863	1,525.68	0.20	1,525.68	0.21	0.196
エストニア	(AA-/A1/A+)	-	1,994.86	0.26	1,994.86	0.27	0.186
フィンランド	(AAA/Aaa/AAA)	7,905	13,974.03	1.79	13,974.03	1.92	1.797
フランス	(AAA/Aaa/AAA)	89,657	158,487.53	20.32	158,487.53	21.83	20.386
ドイツ	(AAA/Aaa/AAA)	119,390	211,045.90	27.06	211,045.90	29.07	27.146
ギリシャ	(CC/Ca/CCC)	12,388	21,897.74	2.81	0.00	0.00	2.817
アイルランド	(BBB+/Ba1/BBB+)	7,002	12,378.15	1.59	0.00	0.00	1.592
イタリア	(A/A2/A+)	78,785	139,267.81	17.86	139,267.81	19.18	17.914
ルクセンブルク	(AAA/Aaa/AAA)	1,101	1,946.94	0.25	1,946.94	0.27	0.250
マルタ	(A/A2/A+)	398	704.33	0.09	704.33	0.10	0.073
オランダ	(AAA/Aaa/AAA)	25,144	44,446.32	5.70	44,446.32	6.12	5.717
ポルトガル	(BBB-/Ba2/BB+)	11,035	19,507.26	2.50	0.00	0.00	2.509
スロバキア	(A+/A1/A+)	4,372	7,727.57	0.99	7,727.57	1.06	0.824
スロベニア	(AA/Aa3/AA-)	2,073	3,664.30	0.47	3,664.30	0.50	0.428
スペイン	(AA-/A1/AA-)	52,353	92,543.56	11.87	92,543.56	12.75	11.904
保証コミットメント合計		440,000	779,783.14	100.00	726,000.01	100.00	100.000

(資料) EFSF資料 (Frequently Asked Questions、『欧州金融安定ファシリティ』2011年12月) を基に日本総合研究所作成。

(原資料注) 保証や拠出を引き上げる国が出た場合には、残りの保証国の間で拠出率を再調整のうえ、それに応じて保証額を減額。

(注1) エストニアは2011年1月にユーロ圏に加盟。

(注2) ESMへの資本拠出キー(シェア)は、ECBへの貢献キーに基づく。

## PSI(民間部門関与、Private Sector Involvement)に関する政策転換

- ESMの当初の制度設計においては、ケース・バイ・ケースで、**民間部門にも関与(債権放棄)を求めること**としていた。

- ドイツの主張に配慮。

- 民間金融機関等にモラル・ハザードが生じることを回避。

- ドイツ国内の納税者感情の問題も。

- フランスやECBはドイツの主張に反対。

- 民間部門の関与 = 場合によってはデフォルトとなり、先進各国の信用力評価に傷がつきかねず。

- ひいては国際金融界における、信用秩序維持上の基本的な前提(先進各国の国債のリスク・ウエートはゼロ%)が揺らぎかねず

- 2011年10月末のユーロ圏首脳会議までは、このスタンスを維持。

- ギリシャの財政危機の影響が、イタリアをはじめとするユーロ圏中核国にも、10月末以降、急速に「伝染」する結果に



- 2011年12月のEU首脳会議において、PSIに関するこのような方針を大きく転換
  - ① 2012年7月稼働のESMのスキームにおいては、民間部門の関与は、IMFの確立された方針に従う(重債務国向けの債権放棄を実質的に排除)。
  - ② ただし、ギリシャの債務調整に関しては、「独特かつ例外的(unique and exceptional)」な事例として、2011年7月および10月の首脳会議合意に基づき、「民間部門による自発的な対応としての50%の債務カット」という既定方針に沿って、今後の交渉を進める。
- ヴァンロンプイ欧州理事会議長 (EU大統領) の首脳会議後の声明  
民間部門関与 (PSI) については、今までの原則を大きく変更する。  
今後は、IMFの原則と慣例を厳密に適用する。  
よりはっきり申し上げるなら、国債市場に非常に大きな悪影響を及ぼした我々のPSIについての当初の姿勢は正式に終焉を迎えることになる。  
(駐日欧州連合代表部による邦訳)
- その後、イタリアをはじめとする国々の金利は、短・中期ゾーンを中心に低下。財政運営継続上の緊迫感は後退。

## 現段階でとられている、欧州レベルでの包括的な戦略

- 安定・成長協定の強化
  - 3%の赤字上限に抵触した場合の自動的発動
  - 是正機能および予防機能における制裁の可能性
- 新しい「財政協定」
  - 年間の構造的財政赤字幅は、対名目GDPで0.5%未満とする
  - ルールを憲法レベル(またはそれに相当するレベル)で各国の法制度に導入
- 新しい「過剰不均衡手続き」
  - 不均衡に早期に取り組むための多国間の監視、制裁の可能性
- ネガティブな波及効果を回避するための「欧州セメスター」
  - 財政・経済政策を調和させるためのガバナンスの枠組み

- 「ユーロプラス協定」
  - 競争力を高めるための各国の政策
  
- 金融市場に関する包括的な規制改革アジェンダ
  - バーゼルⅢの実施
  - 格付け機関に関する規制
  
- 新しい欧州の機関
  - 3つの新しい監督当局：EBA（銀行）、EIOPA（保険）、ESMA（証券）の各市場を監督
  
- より効率的な意思決定プロセス
  - ユーロ・グループ（ユーロ圏加盟国の財務相会合）の強化
  - ユーロ圏首脳会議の創設
  
- 恒久的な危機管理メカニズムー欧州安定メカニズム (ESM)

## ECBの対応

- 欧州各国、とりわけ周縁国の銀行の資金繰りも困難に。
- 預金の流出がみられるほか、インターバンク市場での無担保取引は成立しにくい状態（1990年代末の日本に類似する状況）。
- ECBはソブリン危機の当初から、危機対応モードでのオペ運用によって、①各国銀行の資金繰り、および②各国の財政運営を下支え。
- 2011年12月21日、ECBは、中央銀行のオペとしては極めて異例な、**3年物の資金供給オペ**の入札を実施し、ユーロ圏内の523の金融機関に総額4,890億ユーロ（約50兆円）を供給。
- その後、2012年2月29日にも、再度、5,295億ユーロ（約58兆円）の3年物資金供給オペを実施。
- その結果、一部の国々を除くユーロ圏各国の短期金利の水準は低下。
- 例外は、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド。

**(図表10) 欧州主要国の国債の外国勢および国内銀行による保有状況と信用リスク指標**

(特に断りのない限り、2011年GDP予測値に対する比率、%)

国名	対外資金調達			銀行システムとの連関			ソブリン格付		ソブリンCDS
	外国保有の一般政府負債残高			国内預金機関の一般政府向け債権			(2011年8月31日時点)		(2011年8月31日時点、ベース・ポイント)
	2010 (2011/4 時点、A)	2011 (2011/9 時点、B)	(B-A)	2010 (2011/4 時点、A)	2011 (2011/9 時点、B)	(B-A)	投機的等級 を上回る ノッチ幅	見通し (S:stable, N:negative)	
オーストリア	87.5	55.5	▲ 32.0	15.7	15.0	▲ 0.7	10	S	113
<b>ベルギー</b>	<b>68.3</b>	<b>58.2</b>	<b>▲ 10.1</b>	<b>22.0</b>	<b>22.7</b>	<b>0.7</b>	<b>9</b>	<b>N</b>	<b>228</b>
デンマーク	41.8	17.9	▲ 23.9	15.5	14.7	▲ 0.8	10	S	98
フィンランド	89.3	39.1	▲ 50.2	6.2	6.0	▲ 0.2	10	S	65
フランス	64.4	50.3	▲ 14.1	19.0	16.8	▲ 2.2	10	S	153
ドイツ	52.8	41.4	▲ 11.4	25.4	22.9	▲ 2.5	10	S	75
<b>ギリシャ</b>	<b>61.5</b>	<b>91.3</b>	<b>29.8</b>	<b>27.4</b>	<b>28.3</b>	<b>0.9</b>	<b>▲ 8</b>	<b>N</b>	<b>2,233</b>
<b>アイルランド</b>	<b>59.4</b>	<b>60.8</b>	<b>1.4</b>	<b>28.2</b>	<b>24.6</b>	<b>▲ 3.6</b>	<b>2</b>	<b>N</b>	<b>768</b>
<b>イタリア</b>	<b>47.0</b>	<b>51.4</b>	<b>4.4</b>	<b>32.1</b>	<b>31.7</b>	<b>▲ 0.4</b>	<b>7</b>	<b>N</b>	<b>381</b>
オランダ	66.4	37.9	▲ 28.5	13.8	13.5	▲ 0.3	10	S	78
ノルウェー	44.4	23.9	▲ 20.5	n.a.	n.a.	n.a.	10	S	44
<b>ポルトガル</b>	<b>56.7</b>	<b>53.3</b>	<b>▲ 3.4</b>	<b>15.7</b>	<b>24.0</b>	<b>8.3</b>	<b>0</b>	<b>N</b>	<b>914</b>
スロベニア	63.5	29.7	▲ 33.8	10.9	10.3	▲ 0.6	8	N	182
<b>スペイン</b>	<b>49.6</b>	<b>28.4</b>	<b>▲ 21.2</b>	<b>22.3</b>	<b>24.2</b>	<b>1.9</b>	<b>8</b>	<b>N</b>	<b>357</b>
スウェーデン	45.2	12.6	▲ 32.6	6.5	6.4	▲ 0.1	10	S	52
イギリス	26.8	18.7	▲ 8.1	6.9	8.9	2.0	10	S	75

 (資料)IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2011, September 2011を基に日本総合研究所作成。

(原資料)BIS, Bloomberg, IMF : International Financial Statistics database, Monetary and Financial Statistics database, World Economic Outlook database, BIS - IMF - OECD - World Bank Joint External Debt Hub (JEDH)、およびIMFスタッフによる推計。

(注1) 計数は原則として2011年9月公表のもの。対外資金調達および銀行システムとの連関については、2011年4月公表の計数(2010年)と9月公表の計数(2011年)を併記。

(注2) 対外資金調達GDP比率が、2010年から2011年にかけて大きく変動している国が多くみられるが、これには、外国投資家による売買動向のほか、ユーロ圏各国の場合には、ECBによる国債買い入れ等も影響しているものとみられる。

### 3. 欧州を中心とする金融市場・金融システムの状況

－ 欧州各国の銀行および国際金融市場はいかなる  
リスクを抱えているのか

- 今回の危機の早期収束が困難となっている最大の要因は、
  - ① 財政危機国の国債を、欧州各国の銀行が、国境を越えて相互に保有しあう構造となっており、
  - ② なかにはCDS取引のポジションを有する先もみられるなど、債権債務関係が国境を越えて複雑に入り組んでいる点。
- では、欧州の金融システムおよび国際金融市場は、どのような形でリスクを抱えているのか。ここでは、主としてCDSの保有関係について、EBA（欧州銀行監督庁）やBIS（国際決済銀行）等の当局公表データに基づき、分析を行った。

## EBA公表データに基づく分析

- EBAは2011年7月の、第2回ストレス・テスト結果の公表に合わせ、欧州各行の、ソブリン・リスクに対する直接・間接的なエクスポージャーに関する、かなり詳細なデータ(2010年12月末時点)を合わせて公表。
  - このうち、各行のバランス・シート上での国債保有残高のネット・ポジション(年限が合致する場合、グロス残高から売り持ちのポジションをネット・アウトしたものは参考図表1の通り)。
- EBAはさらに、2011年12月の資本審査(Capital Exercise)の公表に合わせ、欧州各行のCDS取引絡みでの、想定元本ベースでのエクスポージャー(2011年9月末時点)の公表にも踏み切ったところ。
- これらのデータから、欧州各行のソブリン・リスクに対するエクスポージャーを概観すれば、以下の通り。

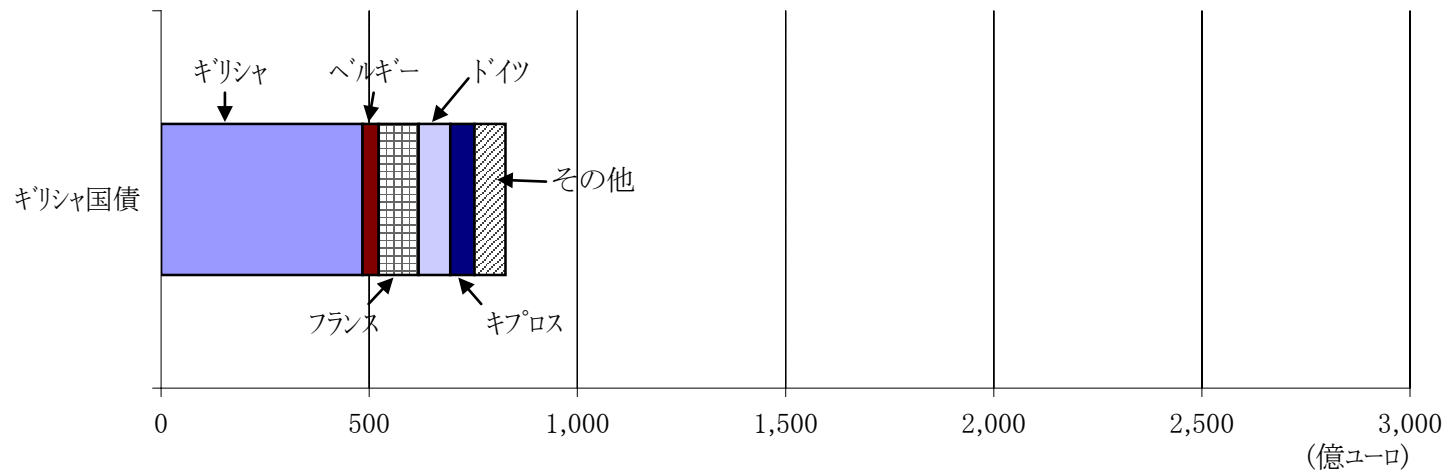


## 各国銀行のネット直接ポジションの状況

・市場で問題視されている国々の国債は、主としてどの国の銀行によって保有されているのか(参考図表1)。

－2011年8月時点で、CDSのレートが200bpを上回っていた6カ国(ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア、ベルギー)の国債の保有状況は以下の通り。

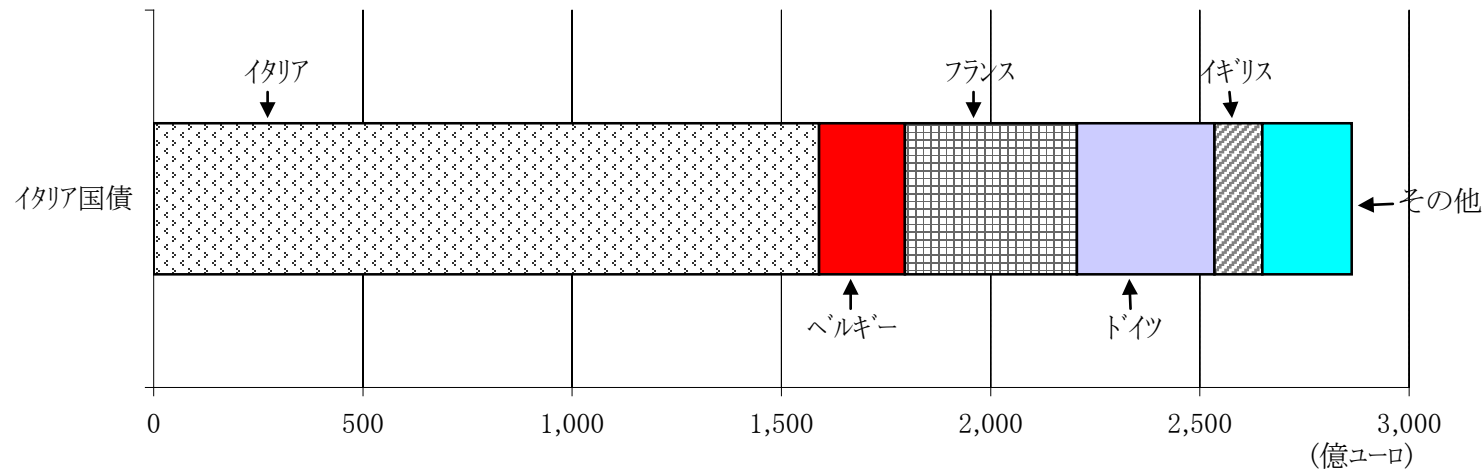
(図表11)ギリシャ国債の国別保有状況



(資料) European Banking Authority, 2011 EU - wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。  
 (注)「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

- どの国も、当該国の銀行が、自国の国債を突出して保有。
- それ以外では、フランス、ドイツ、ベルギー等の銀行が、自国以外の国債保有を膨らませている。
- 各国の国債発行残高には、もともと大きな差が存在。
  - －金額ベースで見れば、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル国債に対するエクスポージャーは、相対的に限定的。
  - －イタリア・スペイン国債に対するエクスポージャーは極めて大きい。

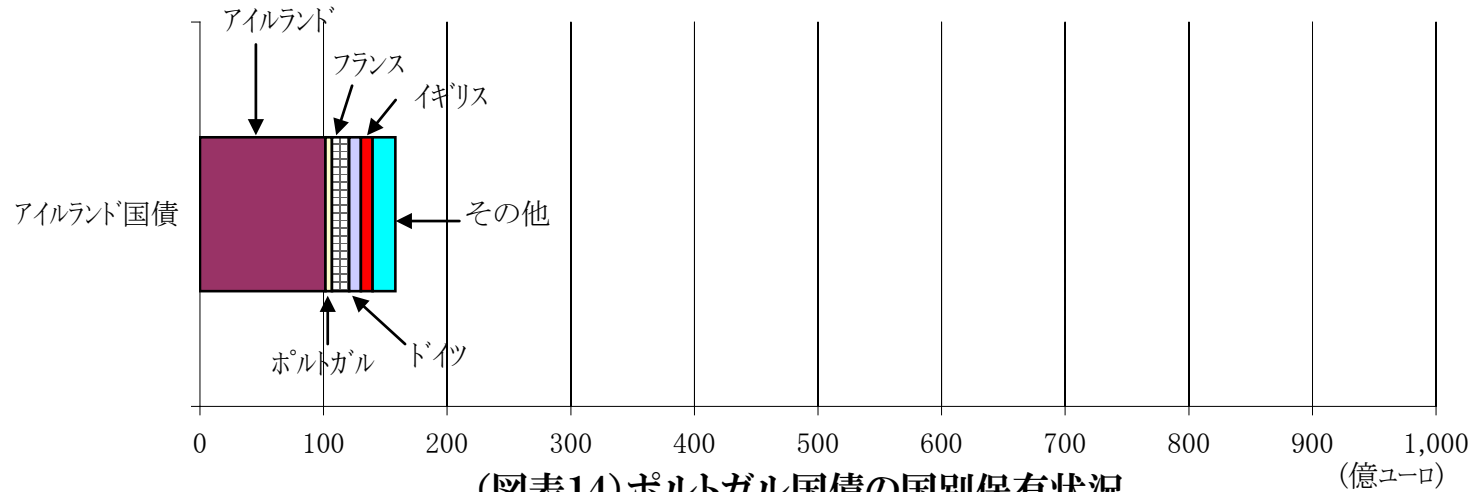
(図表12) イタリア国債の国別保有状況



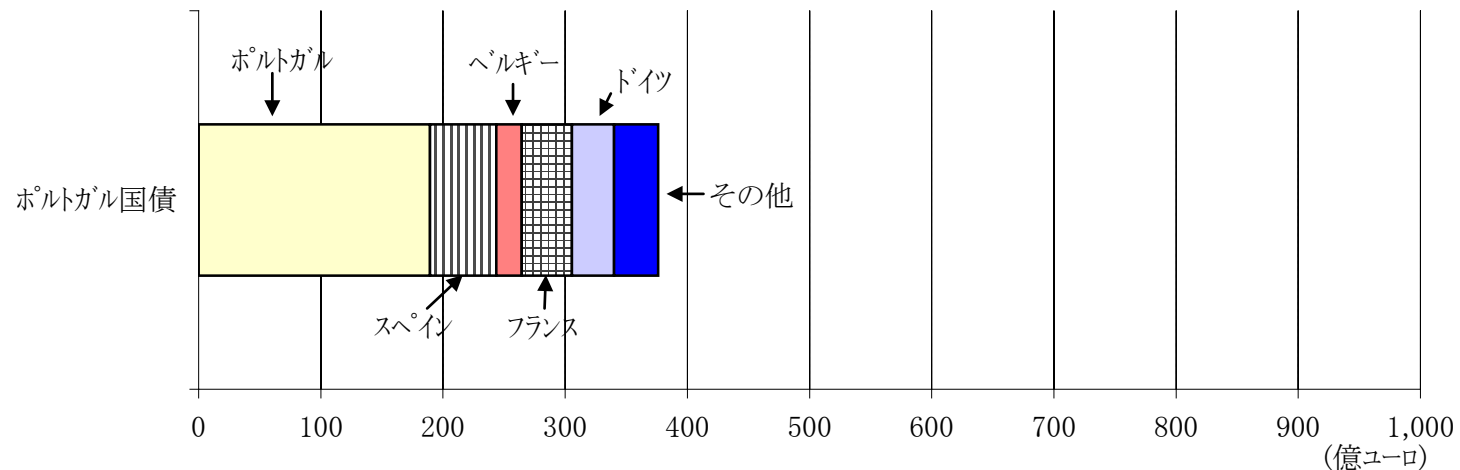
(資料) European Banking Authority, 2011 EU - wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。

(注)「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

(図表13) アイルランド国債の国別保有状況



(図表14) ポルトガル国債の国別保有状況

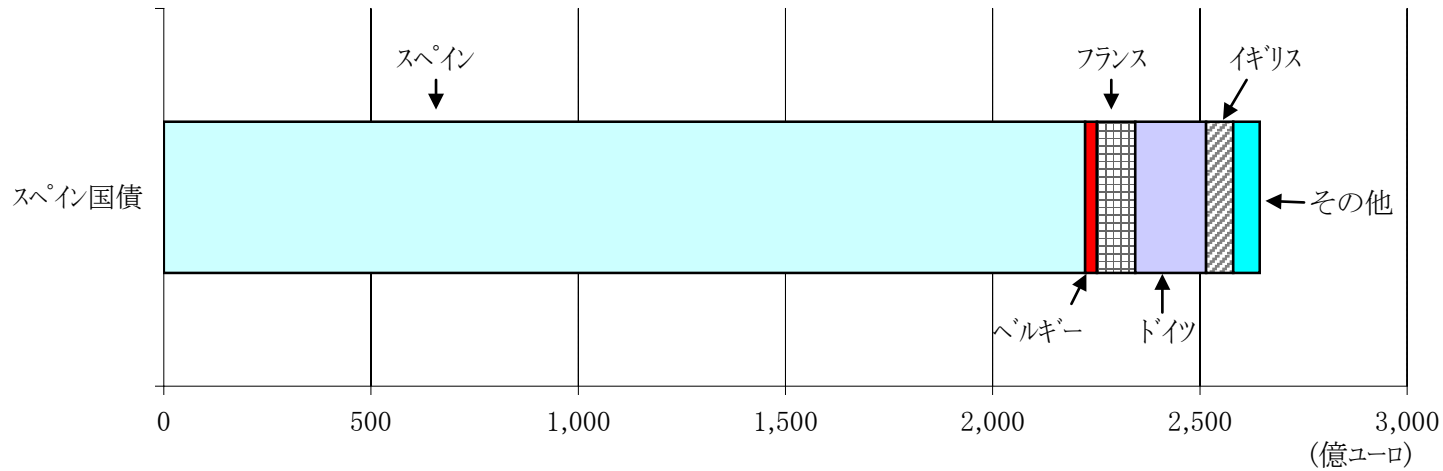


(資料) European Banking Authority, 2011 EU - wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。

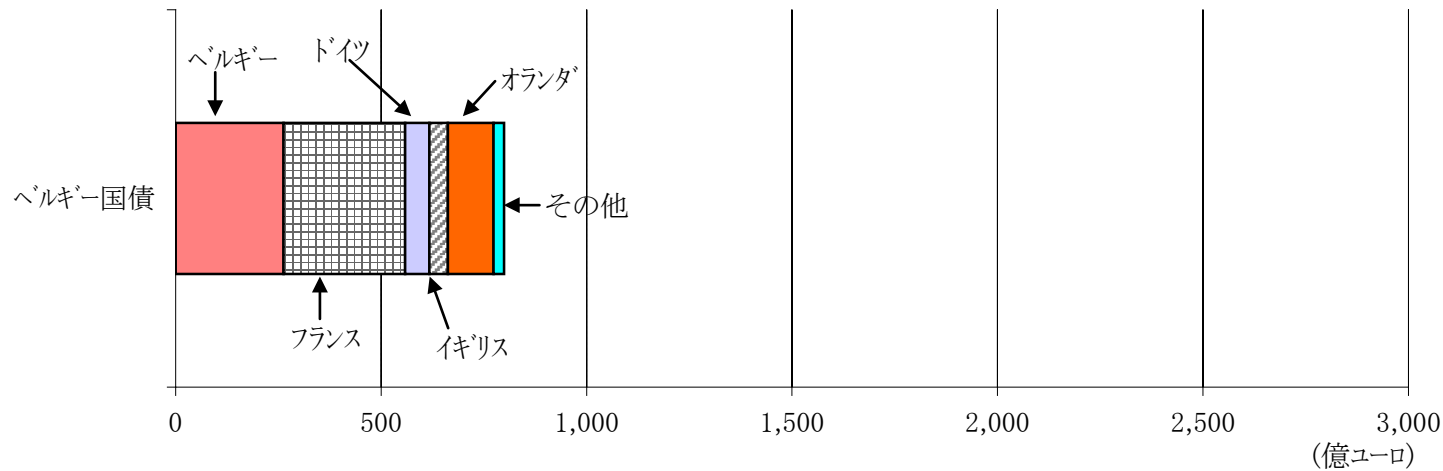
(注1) 「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

(注2) 各グラフの金額(X軸)の最大値は、アイルランド・ポルトガルのみ1,000億ユーロ。他の国々は3,000億ユーロ。

(図表15) スペイン国債の国別保有状況



(図表16) ベルギー国債の国別保有状況



(資料) European Banking Authority, 2011 EU - wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。  
(注)「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

## 各国銀行のCDS等によるエクスポージャーの状況

- 参考図表2は、2011年9月末時点の欧州各行のCDS等によるエクスポージャー(想定元本ベース)を、国ごとに「プロテクションの売り超」、「同買い超」のそれぞれについて、最大のリスクを抱える銀行のエクスポージャーの幅がどの程度であるのかをみたもの。
- 国全体の銀行として、エクスポージャーは皆無であるところも少なくない半面、大手銀行を擁するフランス、ドイツ、イタリア等の国々の銀行が、相応の規模のエクスポージャーを有している状況。
- 欧州の重債務国について、「プロテクションの売り」方向で大幅なエクスポージャーを有する例として目立つのは、
  - ギリシャ向け
    - フランスの1行 1億4,000万ユーロ、ドイツの1行 1億7,000万ユーロ
    - イタリアの1行 2億9,900万ユーロ
  - ポルトガル向け
    - ドイツの1行 2億1,800万ユーロ、イタリアの1行 1億6,600万ユーロ など。

## アメリカの金融システムとの関係

- ・アメリカのMMFは、欧州銀行向けのエクスポージャーを、なお相当に保有。
- ・万が一、欧州の大手銀行の経営の持続可能性が問題視されるようなことになれば、その影響はアメリカ、ひいては世界全体の金融システムや市場にも波及しかねず。

(図表17) 主要な米マネー・マーケット・ファンドの、銀行向け短期与信のエクスポージャー  
(2011年6月時点)

(10億米ドル、%)

	ABCP/CP	レポ	合計	総資産に占めるシェア
欧州合計	547	128	675	41.2
ユーロ圏	331	46	377	23.0
オーストリア	1	-	1	0.1
ベルギー	1	-	1	0.1
フランス	182	18	200	12.2
ドイツ	48	23	71	4.3
アイルランド	-	-	-	0.0
イタリア	8	-	8	0.5
ルクセンブルク	1	-	1	0.1
オランダ	85	5	90	5.5
スペイン	5	-	5	0.3
その他欧州	216	82	298	18.2
デンマーク	10	-	10	0.6
ノルウェー	12	-	12	0.7
スウェーデン	46	-	46	2.8
スイス	37	28	65	4.0
イギリス	111	54	165	10.1

(資料) IMF, Global Financial Stability Report, September 2011を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Investment Company Institute, JPMorgan Chase.

(原資料注) 上位18マネー・マーケット・ファンドのポートフォリオにおける月次保有計数。

## BIS公表データに基づく分析

- アメリカの金融システムと、今回の欧州ソブリン危機との関係は、MMF等経由での、欧州各行に対する直接的な与信関係のみにとどまらない。
- BISは、その詳細な銀行統計において、各国銀行の対外債権およびその他の潜在的エクスポージャーの計数を開示。
- 潜在的エクスポージャーの内訳として、次の2つの計数を公表。
  - “Derivative contracts”…ソブリンCDS取引の「プロテクションの買い」を含む。
  - “Guarantees extended”…ソブリンCDS取引の「プロテクションの売り」を含む。—ただし、これらの計数には、ソブリン以外の民間企業等の信用リスクを参照するCDS取引や、その他の保証等も含まれる点に注意が必要。

- これを、計数を開示している各国別にみると(参考図表3~5)、
  - －欧州各国の銀行を中心に、保有する欧州各国国債に対して、「**プロテクションの買い**」によって、当該国のデフォルト・リスクをヘッジする動き。
  - －欧州域外の銀行、とりわけアメリカの銀行を中心に、「**プロテクションの売り**」取引を行う動き(参照国としては、欧州周縁国よりも中核国に対するものが中心)が認められる。
  - －2011年6月→9月の変化をみると、アメリカやドイツの銀行が「**プロテクションの売り**」のポジションを縮小させる一方で、イギリスの銀行がポジションを拡大。
- 今回の欧州のソブリン危機における、各国の債務調整の今後の取扱い次第では、これらのCDS取引の清算の有無を通じて、各国銀行の経営に影響が及ぶ可能性も否定できず。

＜各国の債務調整が「デフォルト」に該当しない場合＞

欧州各国の銀行がヘッジに用いていた「プロテクションの買い」が機能せず。

＜各国の債務調整が「デフォルト」に該当する場合＞←今回のギリシャのケース  
「プロテクションの売り」のポジションをとっている欧州域外の銀行が、CDS取引の履行を迫られることに。

次世代の国づくり



## 4. 今後の展望

### -ギリシャ債務危機をいかに乗り切るか

## 難航したギリシャのPSI交渉

- 2011年12月中旬から開始された、ギリシャのPSI交渉は、難航。
- 以下の3点が争点であった模様。
  - ①ギリシャに対する貸し手であるEFSF等の政府セクターも、民間債権者と同等に扱われるか
  - ②債務の元本カット後に発行する新債券(ギリシャ国債)を、ギリシャ法に基づくのではなく、イギリス法に基づき発行できるか
  - ③新債券のクーポンを何パーセントに設定するか
- 交渉の過程においては、民間側の交渉メンバーであったスペインのヘッジ・ファンドが、50%規模での自発的な債務調整に意義を唱え、提訴の可能性も示唆して、交渉メンバーから脱退する事態も発生。

(図表18)ギリシャに関するPSI交渉を行った「民間債権者－投資家委員会」のメンバー  
 (2011年12月21日以降)

1	Ageas	ベルギー	保険	17	Greylock Capital Management	アメリカ	投資顧問
2	Alpha Eurobank	ギリシャ	銀行	18	Groupama	イギリス	保険
3	AXA	フランス	保険	19	HSBC	イギリス	銀行
4	Bank of Cyprus	キプロス	銀行	20	ING	オランダ	銀行
5	Bayern LB	ドイツ	銀行	21	Intesa San Paolo	イタリア	銀行
6	BBVA	スペイン	銀行	22	Landesbank Baden-Wuerttemberg	ドイツ	銀行
7	BNP Paribas	フランス	銀行	23	MASCF	フランス	保険
8	BPCE	フランス	銀行	24	Marathon Asset Management	アメリカ	ヘッジ・ファンド
9	CNP Assurances	フランス	保険	25	Marfin Popular Bank	キプロス	銀行
10	Commerzbank	ドイツ	銀行	26	National Bank of Greece	ギリシャ	銀行
11	Credit Agricole	フランス	銀行	27	Piraeus Bank	ギリシャ	銀行
12	Dekabank	ドイツ	銀行	28	Societe General	フランス	銀行
13	Deutsche Bank	ドイツ	銀行	29	Unicredit	イタリア	銀行
14	Dexia	ベルギー	銀行		Vega Asset Management	スペイン	ヘッジ・ファンド
15	Empoliki Bank of Greece	ギリシャ	銀行	30	Allianz	ドイツ	保険
16	Generali	イタリア	保険	31	Metlife	アメリカ	保険
				32	Royal Bank of Scotland	イギリス	銀行

(資料) The Institute of International Finance, Incのプレス・リリースおよび各会社資料を参考に日本総合研究所作成。

(注) Vega Asset Managementは2011年11月28日の委員会発足時点ではメンバーであったが、12月21日に脱退。1～29は当初からのメンバー。30～32は12月21日付で参加したメンバー。

## 2月20日(21日)ユーロ圏首脳会議における合意内容

ユーロ圏首脳会議における主な合意内容は次の通り。

(EU、IMFによる追加支援融資)

- 1, 300億ユーロの追加支援を実施

(PSI－民間側の負担)

- 民間側は、名目元本ベースで53.5%のギリシャ国債の減免(債権放棄)を受け入れ  
(損失総額は約75%相当の様様。ギリシャ国債の1, 070億ユーロ削減に相当)
- 既発債と交換される30年債のクーポンは  
2012年2月～2015年2月 2%、 2015年2月～2021年2月 3%  
2020年2月～2042年2月 4.3%、 加重平均クーポンは3.65%

(ユーロ圏各国の負担)

- 2010年5月からの第一次支援における融資の利ざやを150bpに引き下げ  
(ギリシャ国債の2.8%ポイント削減に相当)。

### (ECBの負担)

- ECB傘下のユーロ圏各国中銀は、ギリシャ国債の2020年までの保有利益と同額をギリシャに還元(ギリシャ国債の1.8%ポイント削減に相当)。

### (ギリシャの債務履行を確実にするための措置)

- 欧州委員会、IMF、ECB(いわゆる「トロイカ」)は、アテネに常駐。
- ギリシャは、今回の追加支援で受ける融資を別勘定に入れ、次の四半期の債務返済に確実に充当。「トロイカ」がこれを監視。

### (今回の支援によるギリシャの債務の削減幅)

- 名目GDP比で、足許の160%から、2020年までに120.5%に削減される見通し。

### (評価)

- 民間、ユーロ圏各国、ECBのいわば「痛み分け」により、3月20日のギリシャ国債大量償還(145億ユーロ)時点でのデフォルトを回避するものとして、評価可能。

## PSIの結果

- ・ギリシャ政府は2月21日、PSIに伴う新債券との交換プログラムを公表し(図表19)、民間債権者に対して、3月8日を回答期限としてオファー。

(図表19)ギリシャ政府がオファーした債券交換プログラムの内容

満期	2042年
アモチ (元本償還)	発行日から11年経過日から開始
クーポン	2015年まで 年利2.0% 2021年まで 年利3.0% 以後は4.3%
GDPリンク債	交換プログラム参加者は、新債券の額面と同額のGDPリンク債を受領。2015年以降、ギリシャ共和国の名目GDP成長率が既定の上限を超過した場合、保有者に1%の年利を追加で支払い。
根拠法	イギリス法

(資料)2012年2月21日付ギリシャ財務省プレス・リリースを参考に、日本総合研究所作成。

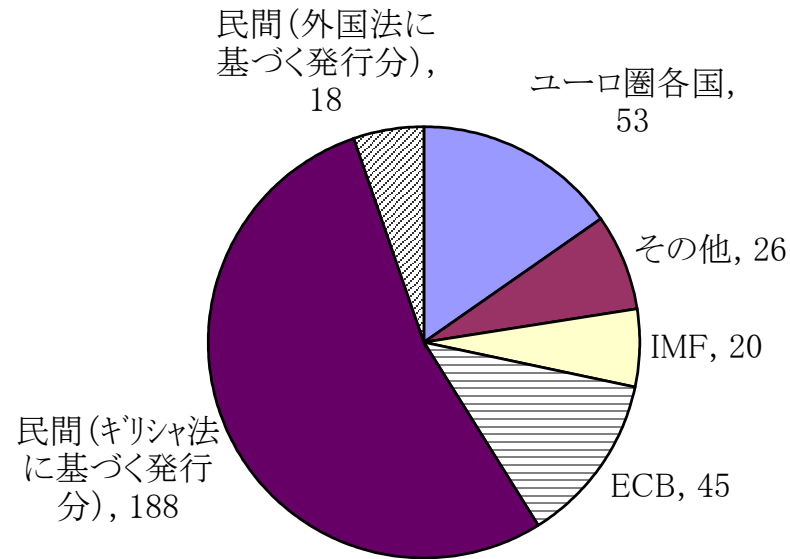
・民間側の応諾率は、85.8%。ギリシャ側は、今回追加支援を受けるための、中長期的な財政見通しを策定するのに際して、民間側のPSIへの応諾率を95%と仮定。応諾率が90%を下回ったため、「**集団行動条項**」を発動。

－「**集団行動条項**」とは、「債務者側に信用事由が発生して、債権者側と債務減免交渉を行う際、一定割合（通常は全体の4分の3ないし3分の2）の債権者が、一定の減免条件に合意した場合、残りの債権者にもその効果が同様に及ぶ」という内容を、通常は債券発行時の約款に、あらかじめ盛り込んでおく、というもの。

－2011年12月9日のユーロ圏首脳会議における決定内容には、今後、重債務国のみならず、ユーロ圏のすべての加盟国が発行する国債には、この「**集団行動条項**」を盛り込む、という点が含まれていた。

－今回のPSIの対象となったギリシャ国債の大半は、ギリシャ法のもとで発行(図表20)。その取扱いは、ギリシャ国内の法改正によって変わり得る。

(図表20)ギリシャ国債の保有主体・発行根拠法別内訳(推定、10億ユーロ)



(資料) The Wall Street Journal Europe紙2012年2月24日付。  
 (原資料) WSJ reporting、Credit Suisse、Reuters.



－これらのギリシャ国債の発行時点においては、集団行動条項は盛り込まれておらず。ギリシャ国会は2月23日、過去に発行したギリシャ法に基づく国債を対象に、遡及効を持たせる形での集団行動条項を盛り込んだ法律を可決・成立させた。

－一部のヘッジ・ファンド等は、ギリシャによるこのような事後的な立法措置を受け、欧州人権裁判所に対して、もしくはギリシャ国内の裁判所に対して、不当な財産権の侵害であるとして提訴する構え。

－ドイツ国内でも、200超の小規模投資家が、ギリシャのPSIオファーを応諾した銀行とギリシャ政府を相手取って、集団訴訟を起こす動き。

－ギリシャ民事法は、EU主要国の民事法とは必ずしも調和していない模様（“*pari passu clauses*”＜債権者平等条項＞不存在、との報道）。

－ECB保有分のギリシャ国債は、集団行動条項の適用対象となることを回避するために、PSIオファー前の段階で、別の記番号のギリシャ国債に交換済み、との報道。

## ソブリンCDS取引への影響

- 「集団行動条項」の発動とはすなわち、強制的な債務カットに相当。ISDAのCDS取引の約款においては、これが信用事由の一つに該当することを明記。
- ISDAの決定委員会は3月9日、今回のギリシャによる「集団行動条項」発動が、信用事由発生に相当することをアナウンス。
- ギリシャのソブリンCDSのペイ・アウトは、3月19日に入札を実施予定。  
— 売り買いの相殺の結果、実質的に支払われる金額は最大32億ドル、との見方。

## 今後の展望と課題

- ・ギリシャは「**管理デフォルト**」状態。

- －デフォルトの定義にもよるが、先進国の対外デフォルトは、1942年の日本以来、約70年振り。

- －先進国の対内デフォルト事例としては、1945年のオーストリア、46年の日本、48年のドイツの例が存在。

- ・2012年4月の総選挙の結果次第では、ギリシャ自身が「**ユーロ圏離脱**」ないし「**無秩序デフォルト**」の選択をする可能性も残存。

- －ギリシャ国民の立場に立てば、ユーロ圏にとどまる限り、厳しい財政緊縮に終わりは見えず。

- －短期的な混乱は覚悟のうえで、ユーロ圏を離脱し、独自の金融政策、為替政策の運営権限を回復し、それをテコに経済の再生を図る、という選択が、国民にとっては魅力的に映る可能性も。

•その場合の次なる課題としては、以下の点が指摘可能。

①ユーロ圏他国への「伝染」をいかに回避するか。

－足許の市況からみる限り、次はポルトガルが問題視される可能性も。

②ギリシャ国内の金融秩序をいかに維持するか。

－ギリシャ国債は、PSI実施となった時点で、すでに「一部債務不履行」の格付けの段階に。これはECBの担保として不適格ながら、ECBはこれを「一時的な措置」とみなし、各国中銀の判断で、ギリシャ国債を担保として受け入れることを容認。

③現行の国際金融秩序の基本的な前提の一つである「先進国の国債のリスク・ウエートは事実上ゼロ%」という「常識」を維持できるか。

④ソブリンCDS取引への影響いかに。

－ギリシャのソブリンCDSのペイ・アウト実施により、投機的なソブリンCDS取引は、今後抑制される可能性。

⑤各国国債金利への影響いかに。

－これまで、主要国の国債金利は、一部の問題国を除き、低水準状態が継続。今後は、政府向けの与信条件がおしなべてタイト化する可能性も。