

# 今月の焦点

## 海外経済金融

### アイルランドに続く財政危機波及の可能性

山口 勝義

#### 要 旨

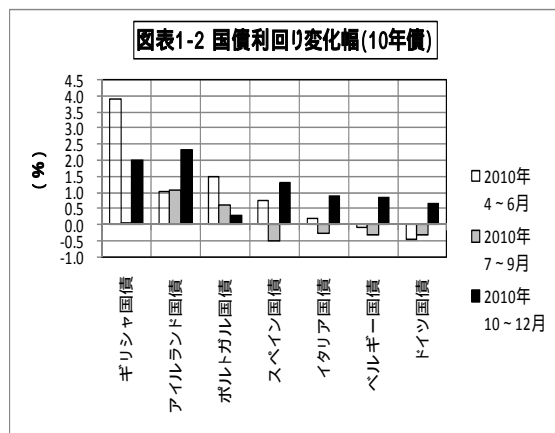
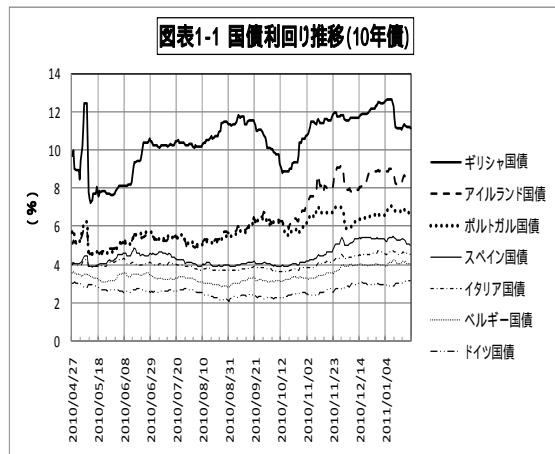
ユーロ通貨圏では、財政悪化国の国債利回りは高止まりを続けており、アイルランドに続く他国への危機波及の可能性は依然解消されていない。加えて、12月 EU 首脳会議では踏み込んだ危機対応策の協議に至らず、また年前半には多額の国債償還を控えていることから、足元、市場の不安定化を通じた危機波及の可能性が高まっていると考えられる。

#### はじめに

ユーロ通貨圏では、2010年5月以降、ギリシャやアイルランドに対する個別支援を具体化するとともに危機再発防止策等の管理態勢強化を図ってきた。しかしながら、それにもかかわらず、財政悪化国の国債利回りは引続き高止まりを続けており、市場の信認回復には至っていない。また、最近の特徴として、ベルギーの国債利回りの上昇が強まる傾向にあり、従来のいわゆる PIIGS 5カ国に加えた6カ国で、新たに財政悪化国グループを形成しつつある（図表1参照）。

ベルギーは政府負債の対GDP比が100%に近いなど財政状態が悪い国の一国であるが、いわゆる南欧・東欧の「周辺国」の範疇の外側にあるため、万一国際的な支援が懸念される等の事態が生じた場合には、いわゆるコア国を含めより広範な国々で長期金利が上昇するなど、欧州のソブリン・リスク問題は新たな段階に入る可能性がある。

こうした中、12月16～17日のEU首脳会議（EUサミット）では、2013年6月に期限を迎える現行の支援制度を引き継ぐ恒久的な支援制度（European Stability Mechanism、ESM）の創設、およびこれに応じたEU機能条約の限定的な改正の実施を決定した一方で、会議前に提案のあった、例えば



（資料）Bloomberg データから農中総研作成。

ユーロ通貨圏共同国債の導入<sup>(注1)</sup>

現行の支援制度の増額<sup>(注2)</sup>

現行の支援制度による国債買取り<sup>(注3)</sup>

については協議を行わず、より踏み込んだ対応策の検討は先延ばしした形となった。

同EUサミットに先立つ12月7日には、ストロス・カーン IMF 専務理事が、記者会見で「EUの財政危機対応はその場しの

ぎの対応に止まっており対応速度も遅い、総合的な解決策が必要である」との指摘を行っていたが、同 EU サミットはこれに十分答えることができない結果となった。また最近の動向を見ると、独メルケル首相が恒久的支援制度創設に当たり国債の秩序ある債務リストラ手順の導入を強く主張し、これがアイルランド支援発動のトリガーとなるなど、EU 内の協調体制に揺らぎが生じているようにも考えられる。メルケル首相はまた、ユンカー ルクセンブルグ首相およびトレモンティ イタリア経済財政相によるユーロ通貨圏共同国債の導入にかかる提案に対しても即座に反対を表明し、これがまた提案者の強い反発を招くなど、ユーロ通貨圏の中でのぎくしゃくした関係が拡大している。

以上のように、ギリシャ、アイルランドから、今後さらにポルトガルを含めた他の財政悪化国に国際的な支援が不可避となるなどの問題の波及 (contagion) が懸念される状態が続いているが、本稿では波及の経路を踏まえつつ、その可能性について考察することとしたい。

## 問題波及の経路と当面の波及リスク

### (1) インターバンク市場の縮小

問題波及の経路としては、まず、ギリシャ、アイルランドのみならず同種のリスクが見込まれる国々の金融機関を相手方とするインターバンクの短期金融市場取引が縮小し、これらの金融機関の資金繰りが困難となる事態が想定される。

この点については、ギリシャ問題が顕在化した時点から、既に財政悪化国の金融機関に対する市場は相当程度縮小していると言われている。こうした中、欧州中央銀行 (ECB) を中心とする欧州中央銀行制度が、上限を定めない資金供給により、かかる金融機関に対する流動性支援の役割を果たさざるを得ない状況が続いている。

### (2) 金融機関の資産の劣化

次に、ある国の資産の価値下落がそれを保有する外国金融機関の資産の劣化を通じて中期的に他国に波及する経路が想定されるが、国際的な大手銀行を有するコア国を中心に財政悪化国に対する債権

図表 2 主要国銀行の国別与信残高 (2010 年 6 月末)

(単位: 10 億米ドル)

相手先	ドイツ の銀行	フランス の銀行	英国 の銀行	ギリシャの 銀行	アイルランドの 銀行	ポルトガルの 銀行	スペインの 銀行	イタリアの 銀行	ベルギーの 銀行	欧州の その他の銀行	世界の その他の銀行	合計
ドイツ	-	255.0	172.2	5.7	32.1	3.9	39.1	254.4	20.9	413.3	770.4	1,967.0
フランス	196.8	-	257.1	1.9	18.1	8.2	26.3	31.6	29.7	198.5	886.3	1,654.5
英国	462.1	327.7	-	19.7	209.0	7.7	386.4	44.0	43.1	469.6	1,558.1	3,527.4
ギリシャ (G)	36.8	53.5	12.0	-	7.8	10.0	0.9	5.3	2.0	13.3	33.8	175.4
アイルランド (I)	138.6	50.1	148.5	0.5	-	19.4	14.0	15.3	54.0	68.2	222.6	731.2
ポルトガル (P)	37.2	41.9	22.4	0.1	5.1	-	78.3	4.7	2.6	13.3	29.2	234.8
スペイン (S)	181.6	162.4	110.8	0.7	25.3	23.1	-	25.6	18.8	108.3	219.9	876.5
イタリア (I)	153.7	418.9	66.8	0.5	40.9	3.4	32.6	-	24.6	89.8	296.2	1,127.4
ベルギー (B)	35.1	253.1	29.2	0.2	5.3	0.4	5.7	3.7	-	139.9	104.6	577.2
合計	1,241.9	1,562.6	819.0	29.3	343.6	76.1	583.3	384.6	195.7	1,514.2	6,750.3	13,500.6
うち PIIGS + B	583.0	979.9	389.7	2.0	84.4	56.3	131.5	54.6	102.0	432.8	906.3	3,722.5
/ (%)	46.9	62.7	47.6	6.8	24.6	74.0	22.5	14.2	52.1	28.6	13.4	27.6

(資料) BIS “Detailed tables on provisional, locational and consolidated banking statics at end-June 2010”, October 2010 から農中総研作成。

の保有額は多額に上っている（図表2参照）。また財政悪化国の中では、特にスペインやベルギー等の銀行について、こうした与信額が大きいことが見て取れる。

2010年に実施された欧州金融機関のストレステストにおいては資産評価にかかる前提の甘さが指摘されたが、2011年に実施される同テストにおいて、これがどのように改善され、どのようなテスト結果が示されるかが注目されるところである。

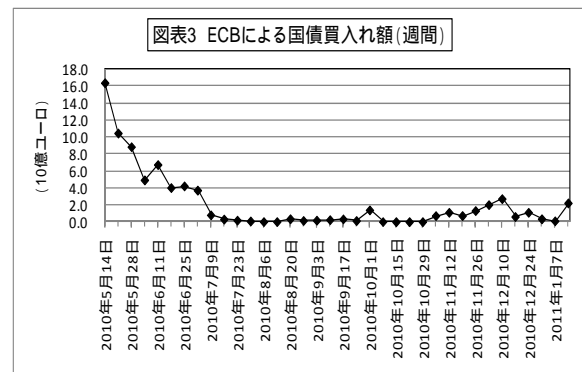
### (3) 国債市場の不安定化

上記(2)の影響はより中期的に他国に及ぶと考えられるのに対し、短期間で波及経路として注目されるのは、類似リスクを有する国の国債市場の不安定化を通じた問題の波及である。投資家が類似リスクを回避することに加え、類似リスク国に対してはヘッジファンド等の仕掛けも入りやすい。なお、その際一方で、発生した損失を埋め合わせるための健全な資産の売却により、コア国の国債利回りに上昇圧力がかかることも想定される。

#### ECBによる国債買取りの限界

11月のアイルランド支援決定後も財政悪化国の国債利回りは不安定な動きを続けたが、12月に入り、ECBがギリシャ問題で混乱した国債市場への対応策の一環として2010年5月に導入した国債の買取りプログラム（Securities Markets Program、以下SMP）の運用を拡大させるとの市場の思惑により、ようやく一応の落ち着きを取り戻した。

しかしながら、SMPによる買取り実績を見ると、12月当初には買入れ額の増加傾向が見られたものの、その後は顕著な増加とはなっておらず、必ずしも市場の



（資料）週次の ECB “Consolidated financial statement of the Eurosystem” から農中総研作成。なお、横軸上の日付を終期とする 1 週間にセトルされた買入れ額を示す。

思惑どおりの動きとはなっていない（図表3参照）。

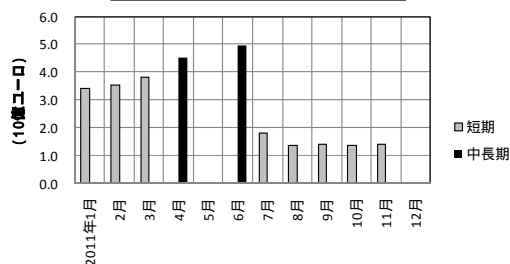
その想定される背景としては、SMP については、政策継続自体に ECB 内で厳しい意見の対立がある点を上げることができる。特に、ドイツ中央銀行ブンデスバンク総裁でもあるウーバー ECB 理事は、金融政策と財政政策は厳格に区分されるべきであり ECB がこうした財政政策的な機能を果たすべきではないことや買取り対象の国家の責任があいまいになる懸念があること等を理由に、導入当初から SMP に対し強い反対を表明している。

また、もともとギリシャ、アイルランド、ポルトガルなどの小規模の国債市場では買取りによる市場安定化効果も期待できるが、スペインやイタリアなどのより規模の大きい国債市場に対する効果は疑問視されており、今後問題が他国に波及した場合には、SMP は国債市場の安定化には必ずしも十分な効果を発揮し得ない可能性がある。

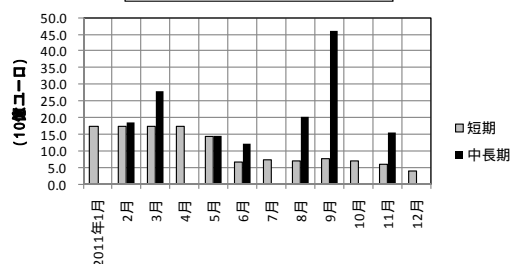
#### 年前半に膨らむ国債償還額

一方、財政悪化国の国債の償還を見ると、年後半に多額の中長期債の償還事例

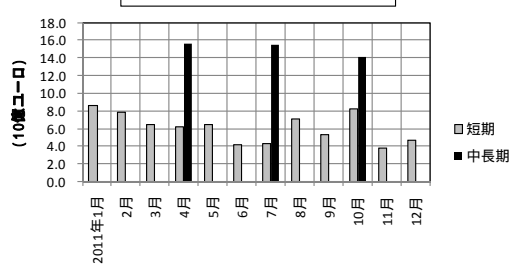
図表4-1 ポルトガル国債償還額



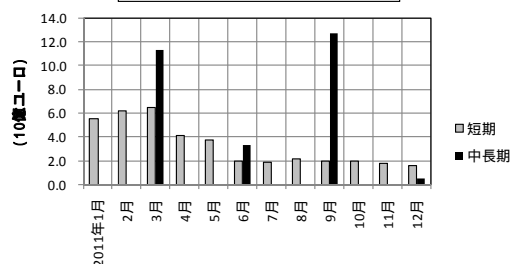
図表4-2 イタリア国債償還額



図表4-3 スペイン国債償還額



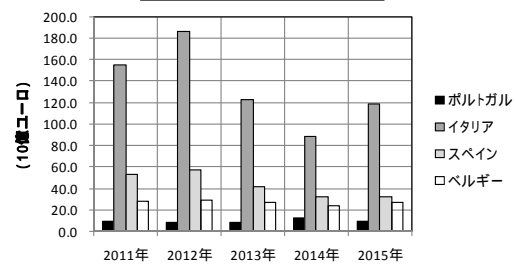
図表4-4 ベルギー国債償還額



はあるものの、概して年前半に償還額が集中する傾向が明らかとなっている（図表4参照）。緊縮財政の中、調達額が削減される可能性はあるものの、2011年についても同様に年前半に前倒しで調達を行う傾向に著変はないものと見られる。

これからすれば、調達額がかさむ年前半には、入札の不調を契機として波乱含みの展開に陥る可能性がより大きいもの

図表5 中長期国債償還額



（資料）（図表4、5共通）Bloomberg データから農中総研作成。ただし、国内債のみでありユーロ債等は含んでいない。

と考えられる。また、2011年は2012年とともに、中長期債の償還額も多額に上っている点にも注意が必要と考えられる（図表5参照）。

## おわりに

2011年に入り、昨年末協議を先延ばしした現行の支援制度の増額とこれによる国債買取り（「はじめに」参照）が、EU内で検討の俎上に上りつつある。これらを背景に市場はとりえず小康状態を保っているが、これらの対応も対症療法に過ぎず、ポルトガル等を含め波乱の再来の可能性は依然高い。

こうした中、欧州では長引く問題を終息させるための根本的な対策への取組みが一層求められている、と言えることができる（注4）。

（2011年1月21日現在）

（注1）直近ではユンカー ルクセンブルグ首相およびトレモンティ イタリア経済財政相が Financial Times への次の寄稿により提案したもの。

・“Euro-wide bonds would help to end the crisis”, 2010/12/06

（注2）レンデルス ベルギー財務相による提案であり、ECBもこれへの支持を表明した。

（注3）トリシェ ECB 総裁による提案。

（注4）山口「ユーロ通貨圏のジレンマと問題解決のための選択肢」（『金融市場』2011年1月号）を参照。