

欧州ソブリンリスクとユーロ暴落

小川英治

おがわ えいじ 1957年生まれ。一橋大学大学院商学研究科教授。著書：『アジア・ボンドの経済学』（編、2009年、東洋経済新報社）、『金融経済入門 第2版』（共著、2009年、東洋経済新報社）他。

I 序

ギリシャで二〇〇九年一〇月に政権交代が起こったことをきっかけとして、財政統計処理の不備が指摘され、財政赤字の規模が上方修正された。それを受けて、ギリシャの財政に対する信認が失墜し、ギリシャ国債の借換えに支障を来たすのではないかと予想が高まった。これが発端となつて、ギリシャ財政危機に発展するとともに、他のユーロ圏諸国、とりわけ、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインなど、財政赤字が大きい諸国への財政危機の波及が懸念されている。このよう

にギリシャの財政危機に端を発して、一部のユーロ圏諸国への財政危機の波及の可能性が高まり、これらのソブリンリスクが顕在化している。そのような状況の中で、ユーロが暴落した。

本稿では、ギリシャの財政危機から他のユーロ圏諸国の財政危機に波及するメカニズムを明らかにしながら、ギリシャの財政危機をきっかけとしてユーロが暴落したことを考察する。その上で、ユーロ圏諸国と国際通貨基金（IMF）によるギリシャへの金融支援プログラム、および、

財政危機が他のユーロ圏諸国へ波及することを止めるための「欧州安定化メカニズム」について論じる。これらの考察を踏まえて、財政主権が

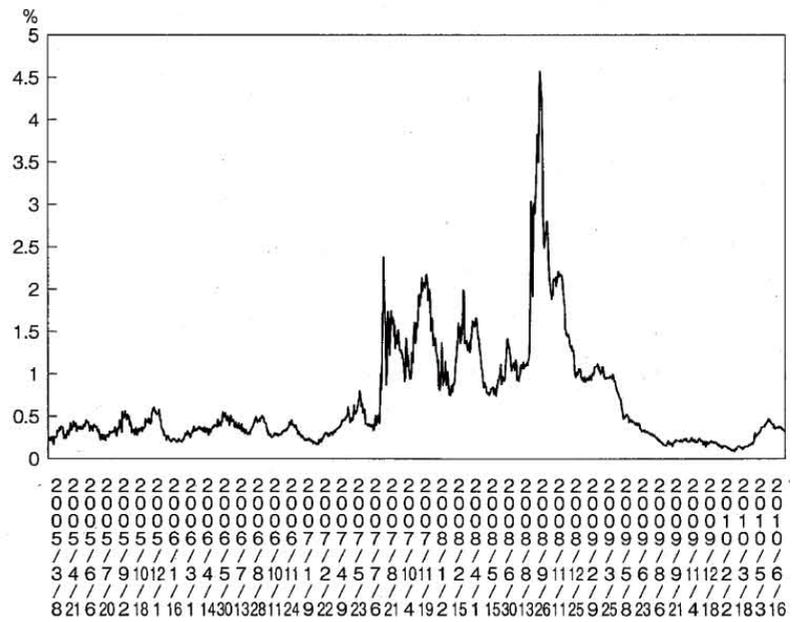
統合されていないユーロ圏諸国においてユーロの価値を維持するためには、各国の財政規律が重要であることを指摘する。

II 二度にわたるユーロ暴落

ユーロは、EUの経済通貨同盟（EMU）の最終段階において一九九九年に単一の共通通貨としてEU加盟の一一カ国に導入された。それに遅れること二年、二〇〇一年にギリシャにおいてもユーロが導入された。その後、四カ国（スロベニア、キプロス、マルタ、スロバキア）がユーロを導入し、さらには、二〇〇一年一月一日からエストニアがユー

ロを導入することが決まっている。一九九九年のユーロ導入時以降のユーロの対ドルの為替相場の動向が図1に示されている。アメリカにおけるITバブルの崩壊そして9・11同時多発テロの後、すなわち、二〇〇一年以降、ユーロは対ドルでも対円でも増価傾向にあった。とりわけ、ユーロの対ドル為替相場は、アメリカでサブプライムローン問題が顕在

図3 信用スプレッド (LIBOR (US\$)-US TB,3mos)



データ：Datastream

ではね上がった。
 このようなLIBOR-USTBで測った信用スプレッドによって典型的に示されるように、欧州金融機関はドル流動性を十分に確保することができず、ユーロがドルに対して暴落した。その後、アメリカ連邦準備銀行と欧州中央銀行やイングランド銀行との間の通貨スワップ取極めによるアメリカ連邦準備銀行から欧

回復したものの、二〇〇九年一〇月にギリシャの財政危機が起こると、再びユーロが暴落し始めた。ギリシャの経済規模(GDP)はユーロ圏諸国全体の二・七％に過ぎない。その小国の財政危機がユーロを暴落させたのは、ギリシャの財政危機そのもの問題よりも、他のユーロ圏諸国への財政危機波及が予想されたからである。例えば、ギリシャと同様

州中央銀行やイングランド銀行へのドル流動性の貸出しに加え、欧州中央銀行とイングランド銀行から欧州の民間金融機関へのドル流動性供給によって、LIBOR-USTBで測った信用スプレッドは急速に縮小した。それとともにユーロ暴落も止まった。
 その後一度はユーロの価値が

III ギリシャの財政危機とソブリンリスク

ギリシャも含めて、欧米諸国では、世界金融危機によって財政赤字が増大する傾向にあった。世界金融危機の影響を受けて、経営破綻した金融機関、あるいは、バランスシートを痛めた金融機関を救済するために支出される金融部門支援のための財政支出が増大した。IMF(二〇〇九)の試算(二〇〇九年五月時点)によると、ギリシャにおいては、今回の世界金融危機によって、銀行への資本注入が五〇億ユーロ(約〇・六兆円)、新規融資への政府保証が一五〇億ユーロ(約一・八兆円)、銀行への流動性供給として八〇億ユーロ(約〇・九六兆円)、総計二八

に財政赤字が大きいPIIGSの経済規模(GDP)はユーロ圏諸国一六カ国の三五％に達する。これらの諸国に財政危機が波及すると、ユーロ圏の三分の一以上が財政危機に陥ることになる。
 さらに露呈した問題は、国内の納税者を気にするドイツとギリシャ国債への国内銀行のエクスポージャーが最大のフランス等との間で、財政

主権が統合されていないことに起因する、ギリシャに対する金融支援に関するユーロ圏諸国の足並みの乱れがあった。さらに、二〇一〇年五月のギリシャ国債の借換えに対応したユーロ圏諸国とIMFによる金融支援プログラムが決まるまでの過程において、ギリシャ国内の労働組合のストライキによる混乱がユーロを一層減価させた。
 これらの金融部門支援のための財政負担は、財政刺激のための公共投資等の政府支出(近年では、公共投資でさえも、財政赤字拡大が将来の増税を予想させて民間部門の消費に結びつかないとか、あるいは、財政赤字拡大が国債の大量発行につながり、国債利回り、ひいては、長期金

利をそのリスクプレミアムだけ押し上げるために民間部門の投資を抑制するという問題が指摘されている」とは異なり、直接的には景気刺激にはつながってこない。そのため、景気対策としては、金融部門支援のための財政支出のほかに、財政刺激のための公共投資等の政府支出が追加されなければならないことが、世界金融危機における各国政府の財政負担の拡大の理由となっている。

このような欧米諸国にとって全般的な財政状況に加えて、ギリシャにおいては、昨年一〇月における政権交代によって、新しい政権（全ギリシャ社会主義運動のパンドレウ政権）が前政権（新民主主義党のカラマンリス政権）による財政に関する統計処理の不備を指摘し、財政赤字の規模を上方に修正した。二〇〇八年の財政赤字の対GDP比が五%から七・七%へ、二〇〇九年見通しは三・七%から二・七%（後に一三・六%への再修正）へ上方に修正された（European Commission, 2010a）。また、公的債務の対GDP比も二〇〇九年末で九九・六%から一一五・一%へ上方修正された。このような財政に関する統計処理

の不備と財政赤字の上方修正が、ギリシャの財政危機の発端となった。このような統計処理の不備は、ギリシャの財政赤字の数字そのものの信頼性を損なうだけでなく、財政当局に対する信認をも失墜させることになった。

そもそもギリシャがユーロを導入する時点からギリシャには財政問題が存在していた。ユーロを導入するためにはマーストリヒト条約で決めた経済収斂条件（①インフレ率、②為替相場、③長期金利、④財政赤字、⑤政府債務）を満たす必要がある。

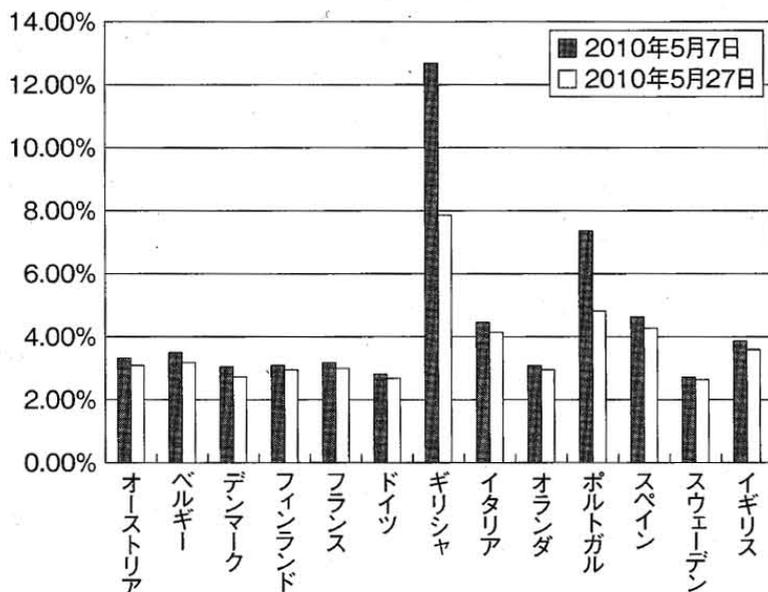
とりわけ、財政赤字はGDP比で三%以内に、政府債務はGDP比で六%以内に収まっていなければならぬ。そして、財政規律については、安定成長協定(Stability and Growth Pact)によって、欧州委員会と閣僚理事会は、加盟国の財政状況を相互に監視するための手段として「安定計画」の策定をユーロ圏諸国に義務付けている。さらには、その「安定計画」に基づき、欧州委員会と閣僚理事会は、各国の財政状況を調査し、過剰財政赤字、すなわち財政赤字がGDP比の三%を超えたと判断された場合には、過剰財政赤字手続

きが適用されることになっている。しかし、ユーロ導入の前年の二〇〇〇年において、財政赤字が三・七%、政府債務が一四%と、ギリシャは最初から経済収斂条件を満たしていなかった。その後もギリシャの財政赤字が三%を下回ったのは、二・九%の二〇〇六年のみであった。

このようなギリシャの財政状況は、ソブリンリスクとしてその国債利回りに反映されている。図4は、ドイツの国債利回り（一〇年物）に対する各国の国債利回りの差が、ユーロ圏諸国とIMFによる金融支援が決まる前の二〇

一〇年五月七日については、ギリシャの国債利回りがドイツの国債利回り（一〇年物）を二%以上上回るという極めて高いソブリンリスクが認識されていた。その後、ユーロ圏諸国とIMFによる金融支援が決まると、そのソブリンリスクは八%にまで低下した。

図4 ユーロ圏諸国のソブリン・リスク
(各国国債利回りードイツ国債利回り、10年物)



データ：Financial Times

あるいは、銀行間取引のカウンターパーティー・リスクは、二〇一〇年に入ってからそれほど大きな上昇を示していない。このことは、ギリシヤのソブリンリスクが欧州金融機関の信用リスクに反映されていないと見ることもできる一方、インフレーション

IV 財政危機の波及

前述したように、ユーロ圏諸国全体の二・七%ほどの経済規模（GDP）しか有しないギリシヤの財政危機がユーロを暴落させたのは、ギリシヤの財政危機そのものの問題よりも、ギリシヤから他のユーロ圏諸国への財政危機が波及することが懸念されたからである。例えば、ギリシヤと同様の財政赤字を抱えているといわれているPIIGSの経済規模（GDP）はユーロ圏諸国一六カ国の三五%にも達する。世界金融危機とその後の世界同時不況の影響を受けて、ギリシヤと同様に他のユーロ圏諸国も二〇〇八年から二〇〇九年にかけて財政赤字を増大させることとなった。ユーロ圏諸国一六カ国全体で、二〇〇八年の財政赤字（GDP比）二%から二〇〇九年には六・

ド銀行や欧州中央銀行からの民間金融機関への流動性供給が続けられていることから、LIBOR・USTBで測った信用リスクには反映されずにすんでいるとも解釈することができる。

三%へ三倍強に増大した。二〇〇九年には、ギリシヤの一三・五%と並んで、アイルランドの一四・三%、スペインの一・二%、ポルトガルの九・四%と高くなった。このようにギリシヤの財政赤字だけが突出しているわけではなく、PIIGSと呼ばれるユーロ圏諸国においても財政赤字が拡大している。このような状況は、ギリシヤの財政危機が他のPIIGSへ波及する可能性を示している。

そのことは、ドイツの国債利回り（一〇年物）に対する各国の国債利回りの差によって示されるソブリンリスクに表れている。二〇一〇年五月七日時点で、一二%を越えるギリシヤに次いで、ポルトガルが七%強、スペインとイタリアが四%強となっ

ている。このように、PIIGS諸国は、財政赤字の拡大を背景としてソブリンリスクが高い状態となっている。一方で、財政赤字の規模から比較すると、ギリシヤのソブリンリスクが相対的に高くなっている。これは、財政赤字そのものだけではなく、二〇〇九年一〇月に露呈したギリシヤ政府による財政統計処理の不備とそれに関連した財政赤字の上方修正によるギリシヤの財政に対する信認が失墜したことを反映している。ギリシヤの財政危機が他のユーロ圏諸国に波及するメカニズムとして、以下の経路を通じて波及すると考えられる。

第一に、ギリシヤと同様に財政赤字の大きい他のユーロ圏諸国がギリシヤと同様に財政危機に陥り、それらの国債価格が暴落すると投機家が予想することによって、それらの国債の空売りによる投機を通じて実際に国債価格が暴落する。これは、投機家の予想が彼らの投機によって実際に実現することから、自己実現的投機と呼ばれるものである。

第二に、ギリシヤ国債の価格が暴落すると、国際分散投資を行っている投資家のポートフォリオに占める

ギリシヤ国債のシェアが相対的に低下する一方、他のユーロ圏諸国の国債のシェアが相対的に上昇する。国際分散投資の最適なポートフォリオ比率を維持するために、投資家はポートフォリオに占めるシェアが上昇した、ユーロ圏諸国の国債を売却して、ポートフォリオ調整を行うとすると、この場合に、売却の対象となった国債価格が下落することになる。

第三に、もしギリシヤ国債が債務不履行となったり、債務リストラが行われる事態となった場合に、ギリシヤ国債を保有する欧州金融機関が損失に直面し、その貸借対照表が悪化する。自己資本比率などを維持するために、ソブリンリスクの高いユーロ圏諸国の国債を始めとして、資産を売却しなければならなくなる。その場合に、他のユーロ圏諸国の国債価格が下落する。

このように国債の空売りという投機のみならず、欧州の金融機関がギリシヤ国債を保有していることから、ギリシヤ危機が他のユーロ圏諸国に波及する可能性がある（嘉治（二〇一〇））。ギリシヤの財政危機から他のユーロ圏諸国への波及メカニズムを考慮に入れると、ギリシヤの財政

危機を他のユーロ圏諸国に波及させないためには、先ずもって、ギリシヤの財政危機そのものを終息させることが必要である。それと同時に、財政赤字が大きいユーロ圏諸国についても、財政危機が起こる前に財政赤字削減の施策をとっておくことも求められる。一方、二〇〇九年五月

V ユーロ圏諸国とIMFの対応

前述した財政危機の波及メカニズムを考慮に入れて、財政危機の波及を止めるための措置を講ずる必要がある。ギリシヤの財政危機に対処する措置として、ユーロ圏諸国とIMFによるギリシヤに対する金融支援プログラム（総額一〇〇億ユーロ、その内、ユーロ圏諸国八〇〇億ユーロ、IMF三〇〇億ユーロ）が挙げられる。この総額一〇〇億ユーロの金融支援額は、ギリシヤの名目GDP（二〇〇九年）が二二七四億ユーロであることと比較すると、GDPのほぼ半分の金融支援を受けることとなる。また、二〇〇九年末時点の公的債務残高がGDP比の一一五%、すなわち、二七三二億ユーロである。ユーロ圏諸国とIMFからの

にドイツ政府によって導入された国債の空売り禁止は、前述の財政危機の波及メカニズムの中の一つの経路のみを遮断しようとするものであった。そのため、このような資本規制が財政危機の波及を止める効果を有するかどうかは懐疑的に見ざるを得ない。

金融支援は、その公的債務残高の半分弱をカバーする。

IMF（二〇一〇）によれば、ギリシヤの今後の財政状況等の推移を次のように見通しを立てている。二〇〇九年から二〇一一年にかけてマインナスの実質GDP成長率から、二〇一二年にプラスに転じて、二〇一五年には二・七%の実質GDP成長率に達する。財政収支は、二〇〇九年のGDP比一三・六%の赤字から二〇一五年にはGDP比二・〇%の赤字へ縮小すると計画している。そのため、公的債務残高は、二〇〇九年末のGDP比一一五%から二〇一五年末には一四〇%に累積することにとどまる。さらに、経常収支は、二〇〇九年にGDP比一一・七%の

赤字から二〇一五年にGDP比一九%に縮小する一方、対外純債務は、二〇〇九年の対GDP比八六%から二〇一五年に一〇二%へ累積することとどまる。

八〇〇億ユーロを金融支援するユーロ圏諸国とともに、IMFも三〇〇億ユーロのスタンドバイ取極めによる金融支援を三年間にわたって行い、ギリシヤ政府の経済調整プログラムを支援する。スタンドバイ取極めは、通常、出資割当額（クォータ）の二倍であるが、ギリシヤの場合には特別のケースとしてギリシヤの出資割当額（クォータ）の三二倍以上の金額に相当する金融支援がIMFから実施される。なお、このように、出資割当額（クォータ）の二倍を超えて、金融支援を受ける特別のケースでは、高めの金利が設定される。

金融支援プログラムでは、(i)財政の持続可能性を回復すること、(ii)対外競争力を高めること、そして、(iii)金融部門の安定性のためにセーフガードを講ずることに焦点が当てられている。(i)財政の持続可能性の回復については、二〇一三年までに具体的な方策によって財政健全化を図

る。それによって、信認を強めて、市場アクセスを回復し、公的債務残高のGDP比を二〇一三年以降、低下経路へ導く。(ii)対外競争力の回復については、名目賃金引下げと費用削減と価格競争力向上のための構造改革を行い、投資・輸出主導の成長

表1 ギリシヤの財政再建計画(IMF見通し) (単位:%)

年	財政赤字 (対GDP比)	政府債務残高 (対GDP比)	実質GDP 成長率	HCPI インフレ率	失業率
2009	13.6	115.1	-2.0	1.3	9.4
2010	8.1	133.2	-4.0	1.9	11.8
2011	7.6	145.2	-2.6	-0.4	14.6
2012	6.5	148.7	1.1	1.2	14.8
2013	4.9	149.2	2.1	0.7	14.3
2014	2.6	146.1	2.1	0.9	14.1
2015	2.0	140.4	2.7	1.0	13.4

モデルにギリシャ経済を移行させる。また、経済における政府の透明性を改善し、その役割を小さくする。(iii) 金融部門の安定性のためのセーフガードについては、デフレに備えて、銀行の支払い能力問題に対処するセーフティ・ネットを拡大するために、金融安定化基金を設立する。ソブリンリスクの高まりから発生する流動性問題を緩和するために、既存の政府の銀行流動性支援ファシリティを拡大する。これらは、IMFによるコンディショナリティと呼ばれる、金融支援のための条件である。ユーロ圏諸国は、IMFとともに金融支援を行うことによって、IMFによるコンディショナリティをギリシャ政府に課した。

さらに具体的にコンディショナリティを見ると、二〇一四年までにGDP比三%以下の財政赤字に縮小するという財政再建はギリシャ政府及び国民にとって厳しいものとなっている。財政赤字縮小のために、政府支出が二〇一三年までにGDP比五・二五%削減される。年金と賃金を三年間にわたって引下げ、凍結し、そして、クリスマス、イースター、夏のボーナスを廃止する。政府収入は、

付加価値税、奢侈税、タバコ税・酒税を引上げることによって、二〇一三年までにGDP比四%を増やす。ギリシャ政府は、脱税者に対する徴税を強化する。これらの構造改革から得られる税収の増加と支出の削減は、徐々に増加してGDP比一・八%に達すると期待される。さらに、軍事費の削減も求められている。

このように、ギリシャに対するIMFによるコンディショナリティは、財政赤字に起因する従来型の国際収支危機に対するものと同様に、財政再建とともに国際競争力の回復と金融安定化のためのセーフガードの確立である。しかし、従来のIMFのコンディショナリティと異なるのは、従来であれば、危機国の中央銀行に対して金融引締め政策が要求されるが、欧州中央銀行に対しては金融引締め政策を要求していないことである。ユーロ圏における財政危機波及を止めるための金融支援にもかかわらず、欧州中央銀行に対してコンディショナリティが要求されていない。さらに、従来であれば、危機国は変動為替相場制度を採用することが要求されて、危機国通貨が減価するに任せておけば、その国の生産物の国

際競争力を高められる。しかし、ユーロが域外通貨に対して暴落しているものの、ユーロ圏内では単一の共通通貨ユーロが流通しているために、ギリシャの生産物の他のユーロ圏諸国の生産物に対する国際競争力は変わらないままにある。そのために、前述したように、対外競争力の回復に向けて、名目賃金引下げと費用削減と価格競争力向上のための構造改革が要求されている。

ギリシャに対する金融支援と同時に、財政危機波及の対応策として最大五〇〇億ユーロの「欧州安定化メカニズム」が創設されることとなった(European Commission, 2010b)。IMFによる最大二五〇億ユーロの資金支援も加わり、総額で最大七五〇億ユーロとなる。この「欧州安定化メカニズム」は、財政危機が波及する場合、正確には、リスボン条約第一二二条第二項に基づいて、自然災害と同等の「制御できない例外的な事態」に直面した場合に備えることを目的としている。また、IMFのコンディショナリティが課されるとともに、EUが当該国の財政状況に対するサーベイランスを実施する。

しかし、ギリシャの財政危機の教訓から見て、これらのギリシャへの金融支援プログラムや「欧州安定化メカニズム」において欠けている点は、財政規律の確立及び貸し手と借り手の両方におけるモラルハザードの防止の視点である。これは、ギリシャの財政危機を契機に、ドイツなどで、欧州(ユーロ)通貨基金(Euro (pean) Monetary Fund: EMF)の創設の議論において指摘されている。例えば、ドイツのショイブレ財務大臣(Schauble, 2010)は、厳しいコンディショナリティと財政規律を強制する罰則によって裏づけされたEMFの創設を提案している。また、財政規律を遵守させて、モラルハザードを防止するために、一種の保険制度のようなEMFが

Gros and Mayer (2010) によって提案されている。すなわち、マーストリヒト条約で決められたユーロ導入の経済収斂条件である財政赤字のGDP比三%や公的債務残高のGDP比六〇%を超過した国だけが、その超過分に比例して、EMFの分担金を負担しなければならないというものがある。これによって、モラルハザードを防止しようというもので

ある。このようなリスク連動型の通貨基金はモラルハザードを防止する

VI 結論

ギリシヤの財政危機を発端として、ギリシヤを始めとする一部のユーロ圏諸国、いわゆるPIIGSのソブリンリスクが高まっている。そのような状況の中で、ユーロが暴落した。これらのソブリンリスクの低下とユーロの安定化は、ギリシヤに対する金融支援プログラムが着実に実施され、ギリシヤの財政赤字削減の目途が立つことが必要である。また、「欧州安定化メカニズム」による財政危機波及の対応策は事後的な危機管理策であるため、財政赤字の高い他のユーロ圏諸国において財政再建が進まなければ、ギリシヤの財政危機が他のユーロ圏諸国に波及する可能性は低くなっていない。

一方、ギリシヤの財政再建が進まず、財政赤字削減の目途が立たない場合には、ギリシヤの財政が債務超過となることは必至であろう。その場合には、金融支援を続けてもそれは追貸しを行うに過ぎないことを意味する。その場合には、金融支援よ

ことが期待される。^⑥

りも国債リストラによって債務負担の軽減を行なわざるをえなくなる。しかし、ギリシヤの国債リストラが他のユーロ圏諸国でも行われることが懸念され、ユーロを一層、不安定化する可能性がある。

また、短期的に金融支援によって財政危機の波及が免れたとしても、今後、ユーロの安定化のために、EU諸国は、財政の協調を図るとともに、財政危機国の財政規律の確立とモラルハザードの防止が必要となる。同時に、上述の国債リストラは、長期的には、貸し手としての金融機関のモラルハザードの防止にも役立つ。財政主権が統合されていないなかで、単一の共通通貨ユーロの安定化を図るためには、財政規律の確立が重要である。

〔注〕

(1) ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシヤ、スペインの財政赤字の大きな国々を指して、これらの国の頭

文字を取ってPIIGSと呼ばれる。

(2) ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、オーストリア、フィランド、ポルトガル、アイルランド、ルクセンブルグ。

(3) 白井さゆり(二〇〇九年)は、二〇〇八年九月のリーマン・ショックまでECBがインフレ抑制にこだわって金利引上げを維持した際に、ドイツのECB擁護とフランスのECB批判の対立を指摘する。

(4) その他の経済収斂条件の達成状況については、柏倉・植田・小川(二〇〇六)を参照せよ。

(5) ソブリンリスクは、国債を大量に保有している金融機関を含む金融部門全体の金融システムリスクであるという指摘もある(みずほ総合研究所(二〇一〇))。

(6) 高屋定美(二〇〇九)は、財政黒字になればそれを基金として積み上げ、その分を景気循環に対応して支出し、財政支出のスムージングを図る枠組みとして緊急財政基金の創設を提言している。

〔参考文献〕

嘉治佐保子「欧州の動向」『変化する世界経済と日本経済・財政の課題に関する研究会・報告書』財務省財務総合政策研究所、二〇一〇。

柏倉康夫・植田隆子・小川英治『EU論』放送大学教育振興会、二〇〇六。

白井さゆり『欧州迷走』日本経済新聞社、

二〇〇九。

高屋定美『EU通貨統合とマクロ経済政策』ミネルヴァ書房、二〇〇九。

みずほ総合研究所編『ソブリン・クライシス——欧州発金融危機を読む』日本経済新聞社、二〇一〇。

European Commission, *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics*, 2010a.

European Commission, *Statement of the Heads of State or Government of the Euro Area*, 7 May 2010b.

Gros, Daniel and Thomas Mayer, "How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro (pean) Monetary Fund," *CEPS Policy Brief*, no. 202/February 2010.

International Monetary Fund, *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, Occasional Paper, No. 269, 2009.

International Monetary Fund, *IMF Executive Board Approves €30 Billion Stand-By Arrangement for Greece*, Press Release No. 10/187, May 9, 2010.

Schäuble, Wolfgang, "Why Europe, s monetary union faces its biggest crisis," *Financial Times*, March 12, 2010.