

Weekly エコノミスト・ レター

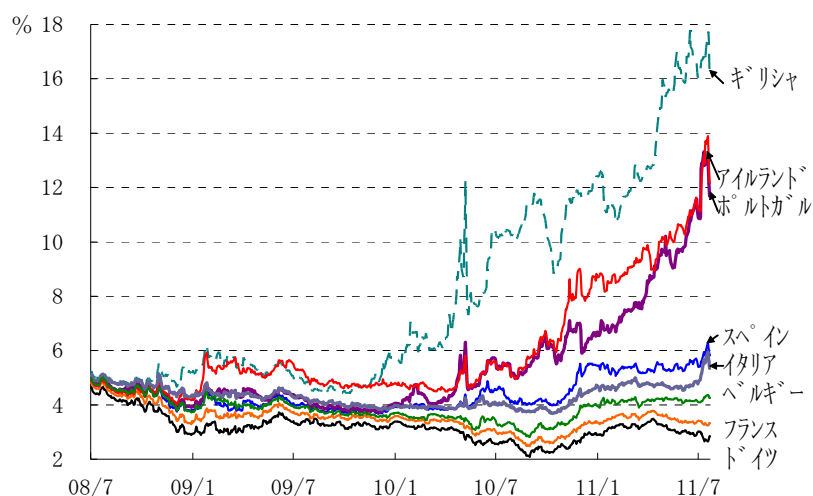
第二次ギリシャ支援を巡るユーロ圏臨時首脳会議とEU銀行特別検査(ストレス・テスト)の評価

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

- 21日に開催された臨時ユーロ圏首脳会議でギリシャに対する公的支援1090億ユーロ、民間負担500億ユーロの第二次支援と危機の伝播に歯止めをかけるEFSFの強化策で合意した。支援の金利、返済期限はポルトガル、アイルランドも含めて緩和、EFSF増枠は見送られたが、予防的融資枠、国債流通市場への介入等の新機能が付加される。
- 15日公表の第3回のEUの銀行特別検査(ストレス・テスト)は不合格行8行、資本不足額25億ユーロという結果であった。残存期間別の国債保有額や民間部門向けの債権額などの開示データから伝播のリスクが確認できるようになった意味は大きい。
- 今回の首脳会議におけるギリシャ支援とEFSF強化に関する合意は、ギリシャ支援を巡る調整の難航で危機がイタリアに波及し、伝播のリスクを封じ込めなければ問題解決のコストが膨らみ続けるとの危機意識が共有された結果である。
- 今回の決定がただちに債務問題解決につながることはないが、危機拡大に歯止めをかける一定の効果は果たすだろう。

周辺国と高債務国と独仏の10年国債利回り

～臨時首脳会議での合意につながったイタリアへの波及。市場は結果をとりあえず好感～



(資料) Datastream

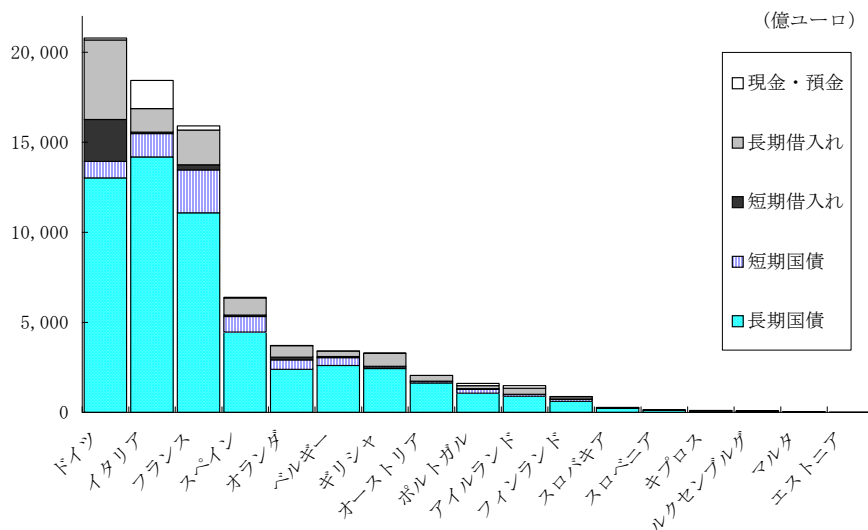
(ユーロ参加国政府を動かしたイタリアへの伝播)

7月に入ってEU・IMF支援下の3カ国に加え、スペイン、さらにイタリアでも国債利回りが急上昇（表紙図表参照）、株価も大きく下落した。スペインは不動産バブルの崩壊と労働市場の二重構造という問題をEU・IMF3カ国と共有しており、イタリアは高水準の政府債務残高と低い生産性、そして政局不安も悪材料となった。しかし、このタイミングで両国、特にこれまでは周辺国危機の影響が限定的であったイタリアの信用リスクへの警戒が急激に高まった最大の要因は、ギリシャの第二次支援問題の調整が難航したことで、債務再編による民間負担の流れが拡大するとの懸念とEUの周辺国債務危機の解決能力への不安が拡大したことにあると考えるべきだろう。

イタリアの政府債務残高は2010年でGDP比119%とギリシャに次いで高い水準にある。ただ、政府債務残高のGDP比はピークよりも低く、2010年の財政赤字はGDP比4.6%とユーロ圏平均の6.0%を下回り、周辺国のような急激な財政赤字の拡大を免れている。官民合計では債務の水準が突出して大きい訳ではなく、対外債務の水準も低いことなどから、イタリアは周辺の危機国とは本来区別されるべきだ。そうは言っても、政府債務残高が高水準であるだけに、名目金利が上昇し、名目成長率を上回る状態が続くことによる「雪だるま効果」は軽視できない。

イタリアはユーロ圏第3位の大国であり、2010年末時点で国債発行残高はユーロ圏で最大（図表1）。国債利回りの急騰がイタリアに及んだことは、イタリア議会を財政再建計画の早期承認に動かしただけでなく、7月11日開催のユーロ圏財務相会議（ユーログループ）での第二次ギリシャ支援で債務の持続可能性を高める措置を検討するという合意に続き、ユーロ圏首脳をユーロ圏全体の金融安定化とギリシャの第二次支援について協議する21日の臨時首脳会議開催へと動かした。

図表1 ユーロ参加国の政府債務残高（2010年）
～イタリアの国債発行残高は金額ベースではユーロ圏最大～



(資料) Eurostat, “Government finance statistics” 2011 edition

(ユーロ圏臨時首脳会議ではギリシャ支援とEFSFの強化で合意)

21日のユーロ圏臨時首脳会議では、(1)ギリシャ支援策、(2)伝播のリスクへの対策として現

在の危機国支援の枠組みの中核である欧州金融安定ファシリティ（E F S F）の機能強化で合意した。概要は以下の通りであり、一時観測が流れたE F S Fの資金枠の大幅な拡充、ギリシャ支援のための銀行への課税案やユーロ共同債の発行については合意事項に入らなかった。

（１）ギリシャ支援～公的支援 1090 億ユーロ、民間負担は買戻しも含めて 500 億ユーロ相当

ギリシャに対する第二次支援は、E F S FとI M Fによる公的支援が1090億ユーロで2010年5月に合意した1100億ドルとほぼ同額、これに民間投資家に2011年から2014年までの間に500億ユーロ相当の負担を求めることになった。

E F S Fからの支援の返済期限は、10年の据え置き期間後、最長7.5年から最低15年最長30年に延長する。返済期限については現在の第一次支援についても見直す方針である。融資金利についても、ユーロ圏政府の保証付き債券による調達コストを下回らない範囲でEU加盟のユーロ未導入国を対象とする「国際収支ファシリティ」の最高3.5%に近いものにするとしている。

第二次ギリシャ支援の焦点となった民間負担の500億ユーロの内訳は、①金融機関が幾つかの選択肢を通じて「自発的に」ギリシャの持続可能性の向上をサポートする金額が信用保証のコストを除いたネットベースで370億ユーロ、②国債の買戻しを通じた126億ユーロというものである。

①については、首脳会議での合意を受けて、これまで調整を進めてきた大手民間金融機関の団体である国際金融協会（I I F）が、ドイツが提案してきた債務交換の3つ選択肢と、フランスが提案してきた償還期限を迎える国債を保有する投資家による新発債の引き受け（ロールオーバー）という合計4つを提示した^{（注1）}。I I Fでは、民間投資家の90%の参加、ギリシャの平均償還期限の6年から11年への延長を見込んでおり、欧州の大手金融機関やギリシャの銀行などすでに30行が参加の方針を表明している。

②の国債買戻しについては、I I Fは公的セクターも交えてさらに協議を進めるとしており、詳細は未定である。時価による国債の買戻しには、信用力の低下による価格下落を利用して債務残高を圧縮する効果がある。支払い能力回復への効果は、返済期限の延長や利払い負担の抑制に効果が限定されるロールオーバーや債務交換よりも大きいと期待されるが、買戻しが明らかになれば価格が反発、必要な資金量に比べて債務圧縮の効果は限定される。今回明らかにされた国債買戻しを通じた民間負担額は3280億ユーロという2010年末時点でのギリシャの政府債務残高の3.8%である。

民間負担の方法として、6月のユーログループとそれに続く欧州理事会（EU首脳会議）の段階では「ロールオーバーによる選択的デフォルト回避」という方針を打ち出していたが、主要格付け機関がロールオーバーも選択的デフォルトとみなす方針を示唆したことから、デフォルトと見なされる確率がより高い債務交換が主たる選択肢となったようだ。すでにソフトな民間負担でも選択的デフォルトの回避との両立は不可能であり、一時的なデフォルト格付けはやむをえないとのムードが広がっている。それと同時にEUの首脳の間では「EUの規制体系における外部の格付け機関への依存度は引き下げるべき」との認識も広がり、今回の合意事項の1つに盛り込まれた。

なお、デフォルト格付けに引下げられた場合の最大の弊害として、民間負担に反対の立場を表明してきたE C Bが資金供給オペの適格担保からギリシャ国債を外さざるを得なくなることが心配されていたが、「継続的にE C Bの資金にアクセスできるようユーロ圏政府の保証で信用補完する」ことで決着した。

民間負担のいずれの選択肢も 2013 年半ばに危機国支援の枠組みが欧州安定メカニズム (E S M) に引き継がれた後、支払い能力に問題が認められる国への対応である「包括的な債務再編」と区別するため「自発的な参加」という原則を崩していない。また、ギリシャ支援での民間負担導入が、他の E U ・ I M F 支援国での民間負担につながるの懸念を払拭するため、「ギリシャは例外的で特有の解決策を必要としている (声明文)」とし、現在の枠組みの下での民間負担は「ギリシャのみに限定する (ファン・ロンパイ E U 大統領)」ことを強調した。

(注 1) 選択肢は額面による 30 年債との交換ないしロールオーバーと額面の 80%での 30 年債との交換、額面の 80%での 15 年債との交換の 4 つ。それぞれ 25%ずつの参加率を見込む。30 年債の金利は段階的に引き上げられるが、額面交換・ロールオーバーの場合 4.5%の固定金利に相当、額面の 80%の場合は同 6.42%、額面 80%の 15 年債は同 5.9%相当。30 年債の元本の償還資金には E F S F の資金で購入するトリプル A のゼロクーポン債の償還資金が充当され、ギリシャが E F S F の資金調達コストを支払う。15 年債の元本はギリシャ政府が償還、元本にはギリシャ政府が E F S F から借入れた資金の第 3 者預託勘定が額面の最大 40%、損失の 80%までの担保を提供する。

(2) E F S F 強化策～機能はさらに拡充も、支援可能額の再引き上げは見送り

E F S F の強化策として、今年 6 月までに、従来の「条件付き融資」に「条件付きの発行市場での国債買い入れ」を加えることと、支援金利や返済期限の延長を認めること、支援可能額を実質 2550 億ユーロから 4400 億ユーロに引き上げることで合意済みである。

今回の合意はこれに続く機能強化策であり、①流通市場での国債の買い入れ、②予防的プログラムに基づく行動、③金融機関の増資を目的とする支援対象国以外の国への貸出制度という新たな機能を付加するが、それに伴う支援可能額の再引き上げは見送られた。

①は、「金融市場が例外的な環境にあり、金融安定のリスクが高まっているとの E C B の分析と E F S F ・ E S M 参加国の相互の合意に基づいて介入を行う」としている。昨年 5 月のギリシャ・ショックに対応して E C B が新設した「証券市場プログラム (SMP)」の機能を継承するものと言えるだろう。

②の詳細は不明だが、I M F のフレキシブル・クレジット・ライン (F C L) のようにファンダメンタルズは健全だが危機の伝播で流動性に問題が生じた国を対象とする予防的融資枠と推測される。

③は、従来から示唆してきた方針を明確にしたものであり、後述の E U の銀行特別検査 (ストレス・テスト) の開示データからも確認されたとおり、政府債務の再編問題の影響がユーロ圏の銀行システムに広がるリスクに対処し、特に、財政に余力のない国で、政府の信用力低下と銀行の経営悪化のスパイラルに拍車がかかることを防止するための制度と言えるだろう。

この他、保証に対するリスクをカバーする必要がある場合には担保の手続きをとることで合意、これは支援国の納税者に広がる不満に配慮する措置と考えられる。

これらは、6 月までの合意事項とともに 2013 年半ばに E F S F の機能を引き継ぐ E S M にも継承されることになる。

この他、現在、E F S F からの支援を受けているアイルランド、ポルトガルについても第二次ギリシャ支援と同じ金利、返済期限の延長を適用することでも合意した。

こうした合意内容からは、ドイツが第二次ギリシャ支援での債務交換による民間負担に同意を求め見返りに、E F S Fの機能強化を求めてきた伝播リスクの最前線にいるスペインや、E C B、I M F等の意向を汲んで、E F S Fの機能面に限定した強化策を、一定のセーフガード付きで受け入れることで妥協を図ったようにも思われる。

(E Uの銀行ストレス・テスト：不合格行8行、資本不足額は25億ユーロ)

今月15日に欧州銀行監督機構（E B A）がE U加盟国の銀行のストレス・テストの結果を公表した。E Uのストレス・テストは今回が3回目であり、個別行のデータの開示に踏み込むのは昨年

に続き2回目となる。
 今回は合格ラインの自己資本比率を狭義の中核的自己資本（コア Tier 1）比率で5%と前回のTier 1比率で6%よりも定義を厳格化した。参加した91行（うちドイツの1行は結果の開示を拒否）のうち、景気の悪化と市場の緊張というストレス・シナリオの想定でコア Tier 1が5%を下回る不合格行がスペインの5行、ギリシャの2行、オーストリアの1行の合計8行（図表2）で、資本不足額は25億ユーロとされた。昨年の7行、35億ユーロから、不合格行数は増加したが資本不足額は減少した。E U・I M Fの支援下で、より厳しい自己資本比率に基づく独自のストレス・テストを実施して銀行セクターの抜本的なリストラを進めているアイルランドのほか、貯蓄銀行セクターの強化のために自己資本比率規制を強化したスペイン、全般に自己資本比率が低いイタリアなどが今年4月迄に実施した増資やリストラ計画が考慮されたことも、不合格行数と資本不足額が抑えられた背景にある。準不合格行に相当するコア Tier1 比率5%以上6%以下の銀行は16行で、スペインの7行が最多であり、ギリシャ、ポルトガル、ドイツが各2行、イタリア、スロベニア、キプロスが各1行と続いた。

図表2 第3回E Uストレス・テスト結果～不合格行は8行、準不合格行は16行～

国籍	コアTier1比率		不合格					準不合格	合格					参加行数
	平均		<2%	<3%	<4%	<5%	<6%	<7%	<8%	<9%	<10%	>10%		
ハンガリー	12.3%	13.6%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
ルクセンブルグ	12.0%	13.3%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
ポーランド	11.8%	12.2%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
デンマーク	9.8%	11.9%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	4
フィンランド	12.2%	11.6%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
マルタ	10.5%	10.4%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
ベルギー	11.4%	10.2%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
アイルランド	6.2%	9.8%	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	3
スウェーデン	9.0%	9.5%	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	1	4
オランダ	10.6%	9.4%	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1	4
リトアニア	8.3%	9.0%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
イギリス	10.1%	7.6%	0	0	0	0	0	1	2	1	0	0	0	4
オーストリア	8.2%	7.6%	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	3
フランス	8.4%	7.5%	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0	0	4
イタリア	7.4%	7.3%	0	0	0	0	1	2	1	1	0	0	0	5
スペイン	7.4%	7.3%	0	0	3	2	7	5	1	3	2	2	2	25
ドイツ	9.4%	6.8%	0	0	0	0	2	4	2	1	1	1	2	12
ギリシャ	10.2%	6.1%	1	0	0	1	2	0	2	0	0	0	0	6
スロベニア	5.7%	6.0%	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	2
ポルトガル	7.1%	5.7%	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	4
キプロス	7.7%	5.7%	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
総計	8.9%	7.7%	1	0	3	4	16	18	11	12	7	18	90	

(資料) EBA, “2011 EU-Wide Stress Test”

EBAは、今回のテストで不合格となった銀行の母国監督当局に、10月15日までにコア Tier 1 比率を最低5%に引き上げるための資本増強計画を提出し、2011年末までに実行することを求めている。また、準不合格行と危機国の国債を多く保有する銀行にも10月15日を期限とする改善計画の提出と、2012年4月15日までの実行を求めている。EBAはこれらの勧告の実行状況を見守り、来年2月と7月には進捗状況の報告書を公表するとしている。単なる検証に留まった昨年に比べて、テストと経営改善措置のリンケージが強められている。

なお、不合格行、準不合格行ともにスペインが最多となったのは、参加行を大手に限定する加盟国が多い中で、スペインからは市場シェアで1%に満たない小規模な銀行も含めて商業銀行と貯蓄銀行が全行参加し、参加銀行数が25行と参加した21カ国で最多であったことも影響している。スペインの銀行セクターでは、不動産開発への傾斜、ホールセールでの資金調達への依存、資本基盤の脆弱性などの問題を抱える貯蓄銀行の改革が課題となっており、今年3月に発効した「金融セクター強化法」では新たな自己資本比率規制（コア自己資本比率で8%、流動性や資本構造のリスクが高い場合は10%）を導入、これに伴う資本不足行に4月中に銀行救済基金（FROB）の利用の有無を含めた増資計画を提出させ、9月末を期限に実行するよう求めている。スペインの銀行監督当局であるスペイン中央銀行は、これらの取り組みの結果、EBAの基準ではコア Tier 1 として扱われなかった準備金と転換社債を算入した場合には不合格行のコア Tier 1 比率も5%を超えるため（図表3）、追加の資本調達や公的資本の注入は必要ないとしている。

図表3 スペインのEUストレス・テスト参加行のコア Tier 1 比率～国内基準では全行が合格～

銀行名	市場シェア	2010年 コアTier1比率	ストレス・ シナリオ時 コアTier1比率 (=国内基準)	国内基準から 転換社債を除く	国内基準から 転換社債・ 一般準備金を 除く (=EBA基準)
Santander	17.4	7.1	8.9	8.9	8.4
BBVA	13.6	8.0	10.2	9.6	9.2
BFA-Bankia	13.0	6.9	6.5	6.5	5.4
Caixa	11.1	6.8	9.2	7.0	6.4
Popular	4.8	7.1	7.4	6.0	5.3
Sabadell	3.7	6.2	8.0	6.3	5.7
Catalunyacaixa	3.1	6.4	6.2	5.9	4.8
Novacaixagalicia	2.9	5.2	6.5	6.5	5.3
Banca Cívica	2.9	8.0	9.4	9.4	5.6
CAM	2.9	3.8	5.1	5.1	3.0
Grupo BMN	2.8	8.3	9.3	9.3	6.1
Bankinter	2.2	6.2	6.8	5.5	5.3
Espiga	1.8	8.2	8.4	8.4	7.3
Ibercaja	1.7	9.7	7.3	7.3	6.7
Unicaja	1.4	12.5	12.3	12.2	9.4
Effibank	1.4	8.3	8.3	8.3	6.8
Pastor	1.2	7.6	5.6	4.2	3.3
BBK	1.2	10.2	11.3	11.1	8.8
Unnim	1.1	6.3	6.2	6.2	4.5
Kutxa	0.8	13.2	10.5	10.5	10.1
Caja3	0.8	8.6	6.6	6.6	4.0
March	0.5	22.2	27.8	24.3	23.5
Vital	0.3	12.5	9.2	9.2	8.7
Ontinyent	0.0	8.9	7.2	7.2	5.6
Pollensa	0.0	11.2	8.0	8.0	6.2
総計	92.8	7.4	8.6	8.1	7.3

(注) オレンジはEBAのストレス・テストの不合格行、黄色は準不合格行 (資料) スペイン中央銀行

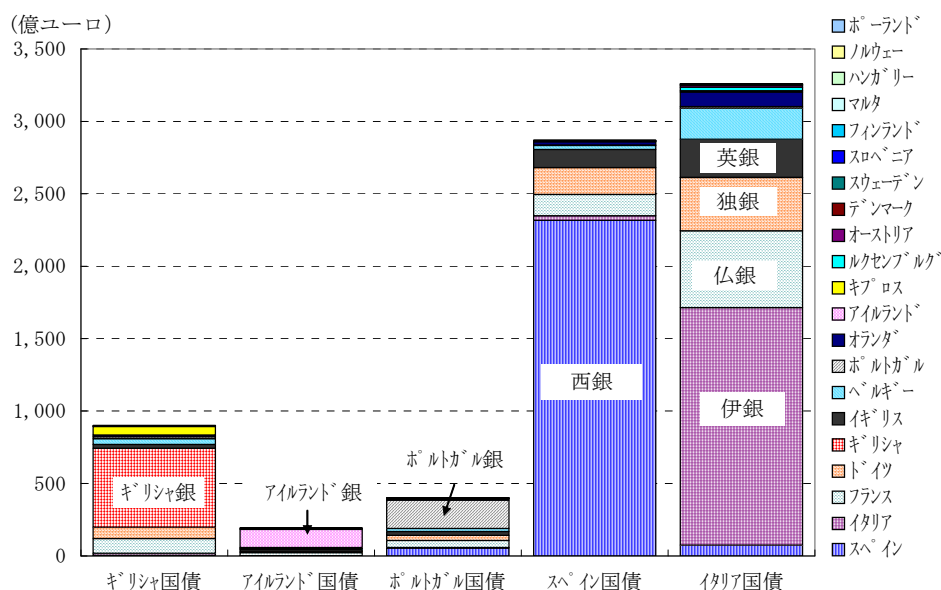
(結果よりも重要な開示データ)

国債市場の緊張が高まる中での結果発表となった今回のテストも、昨年同様、国債のヘアカットは短期売買目的のトレーディング勘定のみを対象とし、償還期限まで保有する銀行勘定は対象外とする取扱いとした。ただ、6月に入って国債市場の緊張の高まりを考慮して、銀行勘定に保有する国債にも、外部の格付け機関の格付けにリンクしたデフォルト確率と40%という一律のデフォルト時損失の想定に基づく損失に対する引当金という形で信用リスクを反映する措置が講じられた。

テスト参加行の国債保有額（図表4）はトレーディング勘定と銀行勘定という区分に加え、残存期間別にも開示された。さらに、政府部門向け以外の債権も、国籍別にコーポレート、リテール、商業不動産などの内訳が開示された。EBAのプレス・リリースでは、前回比で開示データが大幅に拡大したことを強調しており、今回のテストの最大のセールス・ポイントであるようだ。

実際、開示データを活用すれば、国際業務を手がける大手銀行を対象とする新たな自己資本比率規制（バーセルⅢ）が2019年までに求めるコアTier1比率の7%を合格ラインとした場合や、直近の時価で周辺国の国債の損失処理した場合に不足する資本額などを独自に算出できる。当然のことながら、これらの試算による資本不足額は今回のテスト結果よりも遥かに大きく、数百億ユーロという規模になる。

図表4 EUストレス・テスト参加行の銀行国籍別周辺国、イタリア国債保有額
～ギリシャ国債のヘアカットの影響はギリシャの銀行を除けば限定的～



(資料) EBA, “2011 EU-Wide Stress Test”

今回のテストの意義は、前提次第で大きく変わる不合格行数や資本不足額よりも、開示データによって、「強制的かつ大幅な元本削減がギリシャ国債に留まれば、ギリシャの銀行を除いて深刻な打撃を受けることはないが、他の周辺国、さらにイタリアに及べば問題は拡大し、銀行の資金調達や株価、民間部門向けの債権の損失率に及ぼす二次的な影響もあるため、債務問題の処理を誤れば、

金融システムが混乱に陥りかねない」という伝播のリスクが確認できることだろう。

（ 今回の合意では問題は解決しないが、危機拡大に歯止めをかける一定の効果は期待できる ）

今回の首脳会議でのギリシャ向け支援とE F S F強化に関する合意が実現したのは、危機のイタリアへの波及をきっかけに、伝播のリスクを封じ込めなければ、問題解決のコストが膨大なものになるとの危機意識が共有された結果と言えよう。

今回の合意が周辺国の債務問題の解決に直結することは期待できない。ソフトな民間負担によるギリシャの支払い能力の回復効果は限定されたものであり、公的支援の条件が緩和されても、厳しい財政・構造改革に挑まなければならない事実に変化はない。

伝播のリスクも残る。民間負担を求めるギリシャは特別なケースという首脳会議のメッセージを市場が信頼するのも不確かであり、E F S Fの新たな機能が活用可能になるまでには参加各国の承認などの手続きが必要である。何よりも機能の拡充に見合う支援枠の増枠は見送ったため、伝播のリスクにどこまで有効に対処できるのかという疑問が残る。

そうは言っても、政策当局間の見解の相違による迷走状態を抜け出して、ギリシャの第二次支援の大枠で妥協点を見出すとともに、従来のE Uの支援体制の問題の多くが見直されることになった^(注) 点は評価すべきであり、危機拡大に歯止めをかける一定の効果は果たすだろう。

今後は、速やかに必要な手続きを完了し、E F S Fの新たな機能を効果的に運用すると同時に、E U・I M F支援下の危機国、スペインやイタリアなどの潜在的リスク国が構造改革で成果を挙げることで、危機終息の流れにつなげて行くことを期待したい。

(注2) 従来のE Uの支援体制の問題点については7月25日発行予定のニッセイ基礎研レポート2011年8月号「混迷続くユーロ圏周辺国の債務問題<期待される悪循環打開のための政策対応>」をご参照下さい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。