

# 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>



経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

ito@nli-research.co.jp

## 1—再浮上したギリシャのデフォルト・リスク

### 1 | EU・IMF支援でも回復しない危機国の信用

ギリシャ政府の債務不履行（デフォルト）への懸念が世界的な株価の下落を引き起こしたギリシャ・ショックから1年余りの間に、ユーロ参加国からギリシャ、アイルランド、ポルトガルが欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）の支援を要請、支援条件である構造調整プログラムにそった財政再建と構造改革に取り組んでいる（図表-1）。

[図表-1] EU・IMFによるユーロ圏周辺国支援の概要

(単位：億ユーロ)

|                     | ギリシャ          | アイルランド           | ポルトガル            |
|---------------------|---------------|------------------|------------------|
| 合意時期                | 2010年5月       | 2010年12月         | 2011年5月          |
| 終了予定                | 2013年5月       | 2013年12月         | 2014年5月          |
| 構造調整プログラム審査の期限*     | 2月、5月、8月、11月末 | 3月、6月、9月、12月の15日 | 3月、6月、9月、12月の15日 |
| 国際通貨基金 (IMF)        | 300           | 225              | 260              |
| 欧州連合 (EU)           | 800           | 450              | 520              |
| 欧州金融安定メカニズム (EFSM)  | —             | 225              | 260              |
| 欧州金融安定ファシリティ (EFSF) | —             | 177              | 260              |
| 二国間融資               | —             | 48               | —                |
| イギリス                | —             | 38               | —                |
| スウェーデン              | —             | 6                | —                |
| デンマーク               | —             | 4                | —                |
| アイルランド政府            | —             | 175              | —                |
| 総額                  | 1100          | 850              | 780              |

(\*) 3カ国とも3年間で合計12回の審査を受ける

EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism): 最大融資可能額600億ユーロ、EUの財政資金を裏づけとして資金を調達

EFSF (European Financial Stability Facility): 最大融資可能額4400億ユーロ、ユーロ参加国の政府保証付き債券で資金を調達

(資料) EU、IMF

EU・IMFの支援は、欧州中央銀行（ECB）による固定金利・金額無制限の流動性供給や流通市場における周辺国国債の買い入れ政策の支えもあって、ギリシャ・ショック時に懸念された中核国への危機の波及を防止する効果を果たしたが、これまでのところ危機国の信用回復には効果を発揮していない。2011年6月末時点の10年国債利回りはギリシャが16%台、アイルランド、ポルトガルが11%台で支援要請時の8%を大きく上回っている。国債の債務不履行（デフォルト）に対する保証コストであるソブリンCDSスプレッド（5年）も同様に3カ国揃って支援要請時の水準を大きく上回っている。これらの信用リスクの指標を見る上では市場の取引自体が細っている影響を勘案しなければならないが、3カ国の債務の返済可能性への不安は支援要請時よりも高まっていると言えよう。

## 2 | 第二次ギリシャ支援では民間負担を要請

6月末にかけての3カ国の信用悪化の主因はギリシャのデフォルト懸念が再浮上したことにある。ギリシャでは過去1年にわたり財政構造改革が進展し、国債の発行や元利払いを除いた収支であるプライマリー・バランスでは2009年の10.3%から2010年には4.9%という赤字の大幅な削減を実現した。しかし、EU・IMFの支援条件である構造調整プログラムの目標には届かなかったため、目標達成に必要な追加の財政再建法案が議会を通過しなければ、7～8月の国債償還に必要な5回目の融資を受けることも、プログラムが想定していた2012年～2013年の中長期国債市場復帰が不可能になったことで生じるファイナンス・ギャップを埋めるための第2次支援の議論を詰めることもできない状態に陥った。追加の財政再建法案に対するギリシャ国民の強い反発や、第2次支援においては、なし崩し的な納税者負担の拡大によるユーロ圏の「送金同盟化」を嫌うドイツ、オランダ、フィンランドなど財政健全国の意向も働いて民間投資家に一定の負担を求めることになり、その方法を議論する過程での、これらの国々と欧州中央銀行（ECB）やフランスなどとの見解の相違の表面化も不安材料となった。

7月2日に開催されたユーロ圏財務相会合（ユーログループ）は、6月末までにギリシャの財政再建法案が議会で可決されたことを受け、ギリシャ向けの5回目の融資を7月15日までに実行することと、第2次支援についても数週間のうちに民間負担の方式や規模、公的な追加支援について公表することで合意した。第2次支援は民間負担分も含めると第1次支援の1,100億ユーロとほぼ同規模となり、2014年までをカバーすることになると見られている。

民間負担は、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）で確認された「満期を迎えた既発国債の保有者による自発的な借り換え債の引き受け（ロールオーバー）」による「選択的デフォルト回避」の方針に沿う形でギリシャ国債の保有額が多いドイツやフランスなどで調整が始まり、世界の有力銀行で構成する国際金融協会（IIF）でも話し合いが行われている。

ロールオーバーの具体的内容は本稿執筆時点では確定していないが、どれだけの投資家が参加するかによって効果は変わり、狙い通りにデフォルトへの格下げを回避できるかという点でも不透明感が残る。ロールオーバーは2009年の中東欧危機時に実施されたウィーン・イニシアチブをモデルとするもので、この時は対象となったハンガリーやルーマニアの格付けは投資適格で最低水準のトリプルBに留まった。そもそも、両国の危機は、世界的な金融収縮の余波による流動性の危機という性格が強く、2008年の政府債務残高の対GDP比はハンガリーで72.3%、ルーマニアで13.4%と財政事情はギリ

シャよりも遥かに良好であった。実際、支援期間の後半にはハンガリーは市場復帰を果たし、支援融資を必要としない状況に好転、2010年10月にはEU・IMF支援を卒業した。

これに対してギリシャはすでに格付けがトリプルCという投機的水準の中でも最低ライン近くまで引き下げられており、追加支援が必要となるほど財政事情は深刻だ。格付け機関は官民のロールオーバー交渉を注視しており、例え自発的なロールオーバーという建前であっても強制的な色彩を帯びたり、金融機関に何らかの損害を被らせる仕組みとなればデフォルトの水準まで格付けを引き下げる可能性がある。

## 2—継続支援でも解消しない不安

ギリシャの第2次支援問題が、EU・IMFの支援継続と自主的なロールオーバーというソフトな民間負担でデフォルトを回避する、あるいはデフォルトと認定された場合でも、ECBが特例としてギリシャ国債の担保としての受け入れを継続するなどの影響を緩和する措置が講じられれば、ギリシャを巡る不安はとりあえず後退する。しかし、それをもってユーロ圏周辺国の危機が終息に向かうという期待が広がることはないだろう。

### 1 | ギリシャの支払い能力に対する根強い不信

1つの理由は、ロールオーバーには国債償還圧力の緩和効果はあるが、債務残高の削減の効果はないことだ。少なくともギリシャについては、支払い能力の回復のために、いずれ強制的な元本削減が必要になるとの見方が根強く残ると思われる。2010年のギリシャの政府債務残高の対GDP比は142.8%に達したが、政府債務残高のGDP比の安定には、プライマリー・バランスの黒字化、名目利回りを上回る名目成長率の実現が必要になる。しかし、景気低迷下では財政緊縮を強化しても税収が伸び悩むため、プライマリー・バランスの黒字化は実現できておらず、2011年中の達成も難しいと見られる。それに加えて、政府債務残高のGDP比は、名目利回りが名目成長率を上回るいわゆる「雪だるま効果」にも押し上げられている。さらに、ユーロを導入しているギリシャの競争力の回復は為替の切り下げ調整ではなく、賃金・物価の低下という内的減価（インターナル・デバリュエーション）を通じなければならず、競争力の回復の過程で名目GDPの伸びが抑制される。

財政緊縮強化で景気が一層落ち込むことで財政赤字削減の目標が実現できず、信用不安が高まり、資金調達コストが上昇することが政府債務残高を押し上げ、一層の緊縮策が必要になるという悪循環を抜け出す目処が立たない状況だ。

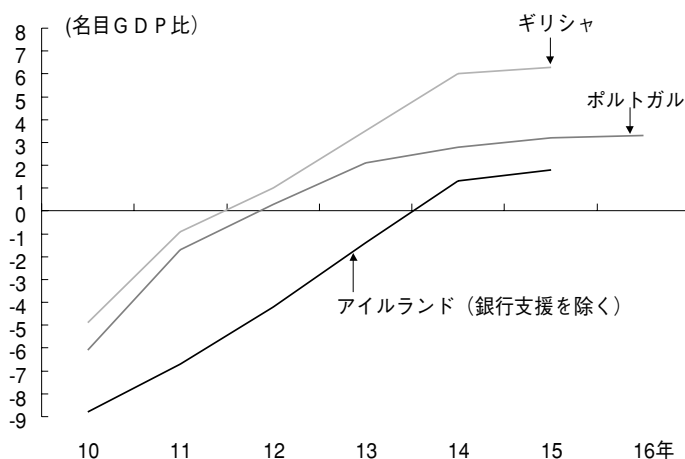
### 2 | アイルランド、ポルトガル危機再燃のリスク

こうした悪循環が懸念されるのはアイルランド、ポルトガルについても同様で、両国が新たな危機の震源地となるリスクも残る。EU・IMFの支援条件である構造調整プログラムでは、2011年にアイルランドには金融支援コストを除いてGDP比で2.1%相当、ポルトガルには同4.4%というプライマリー・バランスの赤字削減を求めている。ポルトガルは、2012年以降、プライマリー・バランスの黒字を維持、アイルランドもGDP比2%超のプライマリー・バランスの赤字削減を継続し、2013年

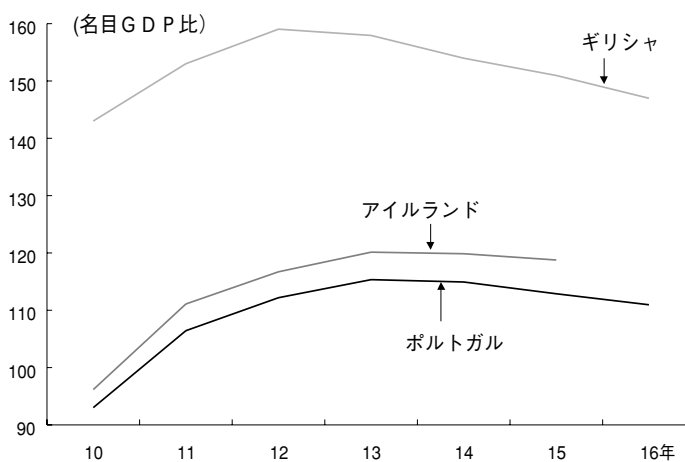
によろやく政府債務残高がピークアウトするという厳しい内容だ（図表－2）。

両国もギリシャと同様に融資の受け取りには3カ月に1度の審査というハードルを超える必要がある。国債償還の頻度がギリシャほどは高くないため、融資実行の遅れがデフォルトに直結するリスクも低いが、すでに厳しい緊縮策・構造改革を求められているだけに、追加策が必要になった場合に国民の同意を取り付けることは容易ではないだろう。

[図表－2] EU・IMFの構造調整プログラムの目標  
 <プライマリー・バランス>



<政府債務残高>



(注) アイルランドは2011年5月、ポルトガルは同6月、ギリシャは2010年は実績値、2011年以降は2011年3月の報告書における目標  
 (資料) IMF

また、3年の支援期間の後半にはEU・IMFからの融資額を徐々に削減し、中長期国債市場に復帰して自力で資金調達する計画である。政府債務の返済可能性への不安が強く残り、現在のように国債利回りが10%を超えるような状態が続けば、両国も市場復帰を断念せざるを得ず、EU・IMFは両国にも第2次追加支援を検討しなければならない。

### 3—EUの支援制度の問題点

#### 1 | 機能面での問題

EU・IMFによる支援にも関わらず3カ国の問題が好転しない理由として、現在のEUの支援の枠組みである欧州金融安定メカニズム（EFSM）と欧州金融安定ファシリティー（EFSF）の問題を指摘することができる。

3年期限で創設された現在の枠組みは、IMFとの協調による厳しい条件付きによる分割での融資のみと柔軟性に欠け、支払い能力に応じて異なった対応を講じることができない。現状では支払い能力に問題があっても支払い能力回復のための対応を行わず流動性危機の処方箋を講じることができないが、後述のとおり2013年半ばにEFSMとEFSFを引き継ぐ恒久的な支援の枠組みである欧州安定メカニズム（ESM）では修正の予定であり、将来の債務再編観測が根強い原因の1つとなっている。その一方で、IMFが世界金融危機への対応として2008年10月に新設した「フレキシブル・クレジット・ライン」のように流動性危機に見舞われたファンダメンタルズが健全な国を対象とする無条件で融資を行う機能を欠いているという問題もある。

融資金利についても議論がある。IMFからの融資の金利は市場金利に連動したIMFの基準金利（レート・オブ・チャージ）にサーチャージを加えたもので、基準金利は、2011年6月末時点で1.55%である。サーチャージは、IMFへのクォータ（出資金）に対する引き出し額の規模によって変わるが、300%を超える場合が200bpで3年目以降も300%を超える場合には300bpで、EU・IMFに支援要請したユーロ圏3カ国の当初3年間の融資金利は3%台である。これに対し、EUの支援の枠組みの中核であるEFSFからの金利も調達コストにマージンや手数料を上乗せする結果、2011年2月に実施されたアイルランド向けは5.9%（満期2016年7月）、6月に実施されたポルトガル向けが6.09%（満期2021年7月）、5.32%（同2016年12月）である。これらの国々が市場調達した場合のコストよりは遥かに低いですが、財政緊縮と内的減価の圧力に苦しむ国々には厳しく、政府債務残高増大の一因となっている上に、低コストで資金調達が可能なユーロ圏内の財政健全国と財政再建や成長のスピードの差が開きやすい状況にある。

#### 2 | 将来の民間負担原則導入に対する不安

2013年7月に支援の枠組みがEFSMとEFSFからESMに継承された後は、支援にあたって債務の持続性分析を行い、支払い可能と見なされる場合には民間投資家に残高の維持を求め、支払い能力の回復に必要な場合には民間投資家と包括的な債務再編交渉を行うことがルール化される。民間投資家に対する残高維持の要請は、第2次ギリシャ支援で実施される予定の自発的なロールオーバーを念頭においたものであるのに対して、包括的な債務再編交渉は大幅な元本削減などを強制的に行うことを意味すると思われる。その際の優先順位はIMF—ESM—民間投資家とすること、ESM始動後は、すべての新規発行国債に投資家の特定多数決による債務再編を可能にする集団行動条項（CAC）を付与することになっており、債務再編を容易化する仕組みを取り入れる予定である。

こうしたルール変更がEU・IMFの厳しい構造調整プログラムに取り組む3カ国の国債への投資意欲を減退させてきたこともあり、6月のユーログループの後、ユンケル議長は「EU・IMFの支

援を受けている3カ国はE S Mの民間投資家に対する優位の原則は適用除外とする」との見解を表明、将来の元本削減などの際にもっぱら民間投資家が負担を求められるというリスクは低下した。

このような柔軟化の動きが見られるとは言え、E S Mにおける民間負担原則が見直されることはないだろう。E Uは危機の再発防止のために制度改革を進め<sup>(注1)</sup>、危機再発防止のためのルールは強化・拡大されているが、監視体制については各国政府が協力する従来の方式が変わらないため、政治的な裁量の余地が残り、効果には限界があると見られている。E S Mにおける民間負担原則の導入は、支援国の納税者の不満の緩和だけでなく、ルールと監視の強化による再発防止の限界から、市場の規律に依存せざるを得ない状況で、投資家のモラルハザードを防止するためにも不可欠と考えられている。

#### 4—悪循環打開、伝播のリスク軽減のための課題

ギリシャへの追加支援とソフトな民間負担は「問題の先送り」、「時間稼ぎ」に過ぎないとの批判はあるが、少なくとも3つの理由から現段階では現実的な選択肢と言えるだろう。

1つめの理由は、大幅な元本削減に関わる技術的な困難の問題だ。C A Cがない中でどのように交渉を進めるのか、適切な削減幅をどのように決めるのか、損失をどのように分担するのか、といった問題である。

2つめの理由は、早い段階の負担軽減でギリシャの改革のインセンティブが低下するおそれがあることだ。ギリシャの追加の財政再建策の中核はG D Pのおよそ2割に相当する500億ユーロの民営化や国有資産売却である。追加策に対する国民の反発は強い上に、着実な成果を挙げるには行政執行能力の向上や法体系の整備が必要だが、それだけに財政構造改革だけでなく、外国民間資本の導入や成長刺激効果も期待できる。脱税が蔓延してきたギリシャの場合、徴税能力の向上という面でも改善の余地は大きい。E U・I M Fからの支援継続と第二次金融支援の前提となった財政再建法案に国民は強く反発したが、ギリシャが今後もユーロ参加国であり続けるためには、これらの改革を推し進めることは不可欠だろう。

3つめの理由はギリシャがデフォルトすれば、同じく支援を受けているポルトガルやアイルランドのデフォルト不安が広がり、市場復帰のハードルが上がるおそれがあることだ。混乱の広がりが、積極的な金融改革・構造改革への取り組みで信用回復に成功したスペインを巻き込むおそれもある。仮にデフォルトがギリシャ国債に留まれば影響は限定的だが、政府のデフォルトが銀行、企業に波及し、当該国に債権を保有する銀行に深刻な打撃を及ぼし得る。

そうは言っても、公的資金をつぎ込むことによる「時間稼ぎ」には危機国と支援国の双方において限界が見えつつある。「時間稼ぎ」の余地が狭まる中、危機国における悪循環を断ち切り、地域間・セクター間の伝播のリスクを低下させるために、以下のような対策が必要だろう。

#### 1 | 危機国と潜在リスク国の構造改革

何よりも期待されるのは、E U・I M Fの支援を受けている3カ国が構造調整プログラムを着実に消化することだ。それと同時に、地域間の伝播のリスクを低下させるためには、スペイン、イタリアなど3カ国と共通の問題を抱える潜在的な不安国も、貯蓄銀行の不良債権問題（スペイン）、低い生

産性（イタリア）など構造問題の着実に解決して行くことが期待される。

## 2 | 銀行システムの強化

セクター間の伝播の問題、特に財政と金融の相互作用を断ち切るためには、銀行セクターを債務再編のショックに耐えられるよう強化することが必要だ。

世界的な金融危機を教訓として、EUでは2009年以降、銀行特別検査（ストレステスト）を実施しているが、厳格な資産査定、厳しいストレス・シナリオ、保守的な自己資本基準を適用し、EU全体の銀行セクターの透明化とショック吸収力の向上の契機とすべきであろう。今年には金融監督体制改革で2011年初に始動した欧州銀行監督機構（EBA）が各国の監督当局が実施するストレステストのとりまとめにあっている。合格ラインは2010年のTier1資本で6%からコアTier1資本で5%というより厳格な基準を適用することや、不合格行や辛うじて合格した銀行には原則として3カ月以内の改善計画の提出と6カ月以内の計画の実行を求める方針を示している。この点は単なる検証に留まった昨年比べて積極的に評価できよう。

他方、周辺国の債務再編リスクについては前年同様に検証しないとされてきたが、テストの結果公表が当初予定の6月中から7月に延期された理由として国ごとの検証結果のばらつきの是正や、周辺国債務危機の影響を反映することにあるとされており、そのための遅延であれば前向きに評価できよう。

また、銀行経営の問題が財政の悪化に直結する状況を打開するためには、現在、検討が進められているEUレベルの銀行破たん処理の制度の整備を急ぐことも必要だ。

## 3 | 支援体制の見直し・強化

EU・IMF3カ国と潜在的リスク国における改革努力、EUレベルでの銀行システム強化への取り組みに加えて、現在の危機国支援の枠組みの中核にあるEFSFと将来の枠組みであるESMの規模や機能について、政府債務問題の解決という観点からさらに検討を進めることも大切だろう。

EFSFの強化策とESMの基本設計について、3月のEU首脳会議で基本合意、6月の会議で最終合意しており、EFSFの融資可能金額は、政府保証の引き上げにより2,550億ユーロから4,400億ユーロに引き上げられた。ESMの融資可能額もEFSFとEFSFの融資可能額の合計である5,000億ユーロとなる。機能面でも、従来の融資機能に加えて、厳しい条件付きで発行市場で国債を買い入れる機能が付加、ESMも同様の機能を継承することになっている。EFSF、ESMともに支援条件や機能強化などは全会一致での変更が可能であり、ギリシャ向け融資金利は当初の水準から100bp引き下げられる見通しである。「雪だるま効果」軽減のため弾力的運営が望まれよう。

機能面では、専門家の間から様々な提言がなされているが、負担の増加を嫌う国々の反対で具体化していないものも多い。ECBが担ってきた流通市場における国債の買い入れや、危機国の負担緩和と秩序立った債務問題解決のために市場価格で危機国国債とEFSF/ESM債を交換する仕組みの導入、流動性危機に見舞われた国に対する弾力的な融資制度の導入など、債務問題の解決と危機の伝播の防止のための機能を拡充していくことが期待される。

#### 4 | 成長のための資金供給

危機国の構造改革の余地が大きいことは事実だが、負担を強いるだけではユーロ圏内の格差と亀裂は広がり、社会的な不満の広がりが財政再建と信用の回復、ひいてはユーロの存立基盤を脅かすリスクが増大する。特に、構造面での硬直性・脆弱性が目立つギリシャとポルトガルについては、構造改革の成果が現れるまでの過渡期には、成長の維持に必要な資金を供給することが重要と思われる。

ユーロ圏内でも周辺国の債務問題解決のための成長の必要性が強く意識されるようになっており、6月のEU首脳会議ではギリシャがEUの財政資金を利用する際の条件を柔軟化し、成長と雇用の促進のために活用する方針でも合意している。EUの財政基金の有効活用は、危機国の財政緊縮と景気悪化、支払い能力のスパイラルを断ち切るために積極的に検討されるべきだろう。

#### 5—おわりに—期待される必要なことはなんでもやる決意の実行

周辺国が悪循環から抜け出すための選択肢としてしばしば噂されるユーロ離脱は、為替の切り下げ調整による競争力回復の効果に重きを置いた議論である。その実現可能性については、そもそも条約上にユーロ離脱に関する規定がないという法的な問題に加えて、ユーロから自国通貨に切り替えた後、通貨価値が切り下がれば、ユーロ建て債務の自国通貨建てで見た返済負担が膨れ上がるために、政府だけでなく、民間部門にもデフォルトが広がり、金融機関は預金流出に見舞われるといった弊害がある。通貨の信認低下による金利の上昇、ユーロ参加国との為替リスクや両替コストの発生など、ユーロの離脱は競争条件を不利化する側面もあり、合理的な選択肢ではない。

他国が、財政構造改革を目標どおりに実行できないとの理由からユーロからの離脱に圧力をかけることも想定できない。法的な制約に加え、政治的にも、「欧州の連帯」への深刻なダメージになる。経済的な観点からもギリシャの問題解決につながらない上に、債務問題や競争力低下に苦しむ他国の離脱への思惑を生み、ユーロの信認低下や金融システム混乱の引き金になるおそれがあるからだ。

6月のEU首脳会議ではギリシャの第一次支援時から繰り返されている「ユーロ圏政府はユーロ圏全体としての金融の安定を確保するために必要なことは何でもやる」方針を改めて強調した。融資による支援を継続し危機国に構造調整プログラムの着実な実行を求めること、危機の再発防止のためにユーロ圏内の構造格差や制度面での不備、市場規律に再発防止の機能を強化することは大切だが、それだけでは問題は解決しない。「必要なことは何でもやる」の決意のとおり、支援側にも銀行システムを強化し、必要な措置を先送りせざるを得ない状況を打開するとともに、厳しい条件付きの資金繰り支援に留まらず、債務再編と成長促進の両面から支払い能力の回復を促す具体策に踏み込むことが期待される。

---

(注1) 詳しくはニッセイ基礎研REPORT2010年10月号「金融・財政危機を教訓とするEU制度の見直しの動き」をご参照下さい。