

## 議 題

欧州でのソブリンリスクの展望とそのインプリケーション

## 開催日時

2010年5月12日<13時20分~14時00分>  
 リッキーマーケットソリューションズ主催「マーケットコンファレンス 2010—国際的な動向も踏まえた  
 国債市場の現状と課題」のセッションとして開催

## 出席者

内田和人（三菱東京UFJ銀行企画部経済調査室長）  
 高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）  
 中空麻奈（BNPパリバ証券クレジット調査部長）<本座談会に特別にご参加>  
 井上哲也（野村総合研究所金融市場研究センター首席研究員<モデレーター>）

## 主要論点

## 1. 事態が深刻化した背景や理由

## 出席者による発言要旨

## はじめに

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・本セッションでは、急遽キャンセルされた講演のテーマを引き継ぎ、欧州のソブリンリスクの状況とそのインプリケーションを議論したい。議論は2つのパートに分けることとし、まずは事態が深刻化した理由について、問題国自身や国債の投資家、EUやECBといった主体別に整理したい。次に、先行きの課題や展望について、同じように主体別に検討したい。その際には、IMFやG20を通じた国際協調のあり方や、日本を含む先進国へのインプリケーションといったグローバルな視点を加えることとしたい。

## 1. 事態が深刻化した背景や理由

## 内田氏:

・ギリシャ問題は、昨年10月にパンドレウ政権が財政赤字を大幅に修正したことが契機である。EUとIMFは度々支援を表明したが、ドイツ国民の反発が強く、具体策が纏まらなかった。こうした中で、S&Pが先月26日にギリシャ国債を投資不適格に格下げしたため、ギリシャに加え、ポルトガル、アイルランド、スペインの国債利回りが大きく上昇するなど、市場が動揺した。サブプライム問題を契機とする金融危機は民間債務の問題であったが、今回は公的債務のリスクが焦点となった訳である。また、当初はモライン会社の投資不適格への格下げで一気に金融システムリスクに発展したが、今回もギリシャの投資不適格への格下げが欧州ソブリン危機の引き金になったという類似点がある。

・欧州問題の背景は、各国の深刻な財政赤字にある。イタリア以外のPIIGS諸国は、対GDP比10%を超える赤字を抱え、その縮小を疑問視する向きが多い。一方、フランス、ドイツ、英国の金融機関はこれらの国債を多く所有しており、損失の懸念が高まっている。ギリシャは、対GDP比13.6%に達する財政赤字を約5年間でSGPを満足する3%以下まで削減するという極めて厳しい計画を公表している。直近では、ハンガリーが2年でGDP比15%もの赤

## 2. 先行きの課題や展望(先進国へのインプリケーションを含む)

字削減を達成したが、ギリシャにとって通貨切下げや金融緩和という選択肢がなく、デフレ下での財政緊縮という大きな痛みを伴う。公務員給料の引下げ、年金の3年間凍結、付加価値税等の引上げを一体で進めようとしているが、今後3年はGDP比で毎年5%のマインスイ効果が生ずる。ギリシャは、1,200万~1,300万人の総人口のうち、労組に参加する275万人がゼネストを行うことで公共機関等の機能が麻痺すると財政再建は難しい。

・PIIGS諸国だけでなく英国も含め、財政赤字の拡大と対外債務の増大が同時に生じている。多くの南欧諸国は、EMUへの加盟以降に経常赤字が大きく拡大したが、これは低金利と購買力の増加により輸入が増えたためであり、ドイツやオランダに輸出増加の恩恵をもたらしたが、南欧諸国の経常不均衡を拡大した点で根深い。これは主として欧州諸国からのクロスボーダー与信で支えられ、総額は約3兆ドルに達する。欧州諸国の金融資産は、平均してGDPの3~4倍と、日本(1.5倍)やアメリカ(0.8倍)を上回り、高レバレッジ体質にあることも、ギリシャ問題の影響が伝播しやすい環境を作っている。加えて、スペインのように住宅価格の調整に伴う不良債権の増加によって、国内の金融市場に問題を抱えるケースもある。

・このように、ギリシャを中心とする欧州の問題は、個別国の問題だけでなく、構造問題が重層的に関わっているだけに、ソフトランディングの展望がなかなか描けない。従って、今回発表された7,500億ユーロの資金支援が、本年中のBRICs諸国の国債発行額を全てカバーしうる規模にも拘わらず、不安心理を解消できていない。

## 中空氏:

・欧州国債の主たる投資家である金融機関の行動について、4つのポイントを指摘したい。第1に、「ユーロ・キャリートレード」の拡大が、ギリシャ問題のきっかけの一つとなったことがある。金融危機に対しECBや各国政府は流動性供給スキームを導入したが、この結果、低金利で調達した資金でギリシャのような国債に投資する

「ユーロ・キャリートレード」が拡大した。これによって、ギリシャのように大きな財政赤字もドイツやフランスによってファイナンスされることとなったが、投資を行う金融機関は収益を上げていたので問題が表面化しなかった。

・第2にソブリン CDS 市場の不安定性である。ソブリン CDS は、昨年 12 月のドバイ問題以降、様々な問題によってスプレッドが広がりがつあった中で、ギリシャ問題が深刻化したことで日々のニュースのヘッドラインに反応しつつスプレッドが拡大している。欧州でクロスボーダーの大口の与信を行っているプレーヤーは、エクスポージャーをヘッジするために CDS を活用するケースも増えてきた。さらに、CDS リンクノートという商品も投資家に広まっていたために、ソブリン CDS は多くのプレーヤーに影響するようになっている。

・第3に、金融機関による問題国の国債保有である。投資家の方々は、「今回の問題によって資本が毀損する先はどこか」という点に強い関心を向けている。欧州の金融機関にはエクスポージャーを開示する先も増えているが、ネットの保有資産が資本を脅かす懸念がある先は少ない。ただ、全体としては、欧州の金融機関はギリシャとポルトガルの国債を 610 億ユーロ、スペインの国債を 730 億ユーロ保有している。その意味でも、早めにきちんとした対策を採らないと、スペインにまで問題が拡散し、金融機関は大丈夫かという議論が強まることになりかねない。

・第4に、問題国に対する与信の大半がユーロ圏に集中している事実である。土壇場になって EU が巨額のセーフティーネットを導入したのも、今回の問題がユーロの問題であることを反映している。日本国債の殆どが日本国内で消化されているのと同じように、ユーロ圏の国債の多くはユーロ圏で取引されている。従って、早期に対策を採らないと、ギリシャの問題が債権国であるドイツやフランスに飛び火したり、スペインの問題が債権国であるスイスに及んだりするというように、影響がユーロ圏で広く伝播するリスクがある。

#### 高田氏:

・ギリシャ問題は、5 つのキーワードに集約できる。それらは、①3 年遅れのサブプライム問題ではないか、②最適通貨圏についてどう考えるか、③午前のパネルで福田さんが指摘されたリカード効果と非リカード効果をどう考えるか、④市場の暴力についてはどうか、⑤ネガティブフィードバックの影響はどうか、という点である。

・第一の「3 年遅れのサブプライム」とは、内田さんや中空さんも指摘されたように、今回の問題は、グローバルな信用拡大の最後の影響が現れたことを指しており、特に南欧諸国のレバレッジが大きかったと思われる。また、第二の「最適通貨圏」に関しては、今回の問題がギリシャのような国を EMU に加えたことが適切であったかどうかを問いかけているように思う。第三の「リカード効果」については、経済危機の場合、普通は IMF はコンディショナリティにより、「リカード的対応」として増税等の財政緊縮を行ってバランスを均衡させる対応を行う。ただし、実際には通貨の切り下げの効果が大きく、事実上の「棒引き策」、すなわち「非リカード的」対応に依存することが常套手段だった。今回、ギリシャは通貨切り下げができない

なか、ギリシャ国債は返済可能かが疑問視されている。また、第四の「市場の暴力」は、ソブリン格付や中空さんから指摘のあったソブリン CDS、時価会計なども含め、現在の市場にはプロシクリカリティーを強める方向に働く要素が多いことを指す。ある事象に即座に「白黒をつける」遠心分離機がある状況である。

・第五の「ネガティブフィードバック」とは、発端となった問題が当局の対応などによって金融システム全体の問題に発展する状況を示している。先週開催された ECB 理事会後の記者会見で「国債の買切りは議論していない」との発言があったのはかなりの失敗だったのではないかと。ECB は 2008 年の 7 月に利上げを行ったことも思い起こせば、政策対応の面でやや硬直的な部分があるように思われ、だからこそ、今回も結果的には国債買い切りに踏み切らざるを得なかった。また、長らく市場に接してきた者には、ドイツとアメリカとの金融政策の行き違いに伴う不安心理がブラックマンデーの一因となったことも思い出される。

・いわゆるリーマン・ショック以降、先進諸国は、財政政策と金融政策を総動員することで経済と金融システムを何とか立て直してきた。しかし、ユーロ圏では財政刺激を続けることが難しくなり、金融市場では、金融緩和にも拘わらずスプレッドが再び拡大し、意図せざる引締めが生じている。従って、ECB として何らかの手を打つ必要があったはずである。効果には不確実性もあるが、緊急避難的に金融緩和に繋がる措置を導入せざるを得なかったのであろう。

#### 井上くモデレーター:

・ ECB に関しては、2007 年の夏に、ヘッジファンドの解約停止を契機に最初の流動性危機が生じた際に巨額のオペを実施したことについて、その後、過剰反応によって市場の不安をむしろ増幅したとの批判を受けたことも思い出される。Eurosystem の下では、金融市場のモニタリングは NCB に委ねられているだけに、ECB にとっては、流動性危機の分布やマグニチュードを正確に把握することが難しかったとされているが、今回も同様な問題が生じたのかどうかは気になる。欧州での金融規制の見直しの中では、システミックリスクの監視のために European Systemic Risk Council を新たに設置し、ECB の役割を強化することが議論されているが、今回の問題をみると、ECB がどのように必要な情報を収集し、どのような措置を発動するかが、いかに重要であるかを再認識させられる。

#### 内田氏:

・問題国の債務が solvency の問題になったとすれば、財政再建策や IMF による強制的な債務リストラチャリングなどを行わなければ先行きの展望は出てこないが、対症療法としての ECB の国債買入れも必要不可欠であったと思う。

・もっとも、その実効性や今回の救済パッケージと一体でみたインパクトは極めて悲観的に見ざるを得ない。各国中銀による様々な資産買入れを考えれば、ECB の国債買入れにはバランスシートの 5~10%に相当する 1,000~2,000 億ユーロの実施余地がある。この間、総額 7,500 億ユーロの金融安定化パッケージのうち EU が負担する 5,000 億ユーロの中で、EU 予算で実施する 600 億ユー

ロー2010年のギリシャの要調達額に相当する一は、欧州委員会が発行して資金調達するので、問題なく実施しうる。もっとも、残りの4,400億ユーロはSPVを使って資金調達するが、各国政府による債務保証が必要であるため、各国議会の承認を要する。ところが、4月26日にS&Pがギリシャ国債を格下げしてから緊急の財務相会議が開かれた5月6日までの間、ドイツでは与野党が対立して全く議論にならなかったことを思い起こすと、各国議会の承認が得られず追加支援が滞る可能性は非常に高い。

・EUは、マーストリヒト条約を纏めた時点から、協調的な合議によって政策を進めることが原則であるが、財政規律を重視する国と経済成長を重視する国との利害対立のため、話は纏まりにくい。特に現在は、ドイツに限らず多くの国で与党が多数の議席を確保できないので内向き志向になりやすい。例えば、オランダの自由党は強く右派的であり、他国への支援の排除を打ち出している。EMUの成立後約10年間は深刻な不況がなかったために、様々な利害対立をオブラートに包んで来ることもできたが、ここへ来て、欧州委員会やEU議会、ECBによる調整能力が本当に試されることとなった。

#### 高田氏

・中空さんや内田さんから、今回はユーロ圏内の不均衡問題であるとの指摘があったが、従って、ギリシャの問題はドイツと一体で考えるべきであろう。赤字国のギリシャは、1回限りの資金供給でなく、黒字国のドイツが支援し続けなければ維持できない。それが可能かどうかを、統一的な金融政策や国家主権が残った下での分権的な財政政策を前提に考えなければならぬ。過去半世紀に、国際金融市場は様々な形の債務リストラを経験してきたが、このような例は見当たらず、21世紀型の新たなチャレンジとも言える。

## 2. 先行きの課題や展望（先進国へのインプリケーションを含む）

#### 中空氏:

・金融機関にとっては、今回の危機を乗り切るために、流動性の確保とバランスシートの劣化の阻止が重要である。ソブリンリスクが高まっても、金融システムへの影響を遮断し、金融システムが十全であることを示すことが重要である。

・流動性に関しては、EUとECBが公表した政策パッケージで比較的適切に対応されている。しかし、昨日の時点では、インターバンクの調達コストは、リーマン・ショック後に比べれば随分穏やかではあるものの上昇しており、特にドルの資金調達は厳しい。こうした状況は、取引相手の金融機関が何らかの問題を起こすことへの不安が存在することを示唆している。FRBと主要国中銀とのドルスワップによるドル資金オペが復活したが、一時的なものとせず比較的長く維持することが望まれる。一方、バランスシートの劣化は、それ自体を回避することはできない。つまり、財政再建を進めると、景気が後退して不良資産が増えることは避けがたい。しかし、ギリシャの国債を特別扱いして時価評価しないで済むようにすることも考えるべきである。行き過ぎた対応という面も否定できないが、バラ

ンスシートの劣化を早めに遮断しなければ、投資家は各金融機関が保有する資産を捜し続けることになりかねない。

・危機の再発を防ぐための中長期的対策としては、情報開示の充実といった一般的な対応策しか出てこないのは悲しい面もあるが、ユーロ圏でクロスボーダーの与信が行われている以上、重要な対応である。この間、CDSや格付機関の悪玉論が再び強まっている。格付機関のソブリン格付担当者は、市場の注目を受けるのが久しぶりなので、活き活きと仕事をしておられるだろう。しかし、格下げによって債券インデックスから除外される債券が出れば、投資家の対応も変更せざるを得ない。このように格付機関の影響度はそれなりに残っているので、格付をどう評価し、どう利用するのか、ということをもう1回整理する必要がある。格付機関やCDSを悪玉として批判するのは簡単だが、重要な役割を維持しつつ、市場の不安定化を防ぐ規制を考えるとといったアプローチが大切であろう。

・ドイツでは、民間金融機関が約1兆円の資金を拠出して金融システムの不安を防ぐ基金を設立した。仮に、日本の金融機関が同じことをやれば、海外の金融機関は「日本の金融システムには隠された問題があるはず」と思うであろう。従って、ドイツからどのような問題が顕在化するのか、これからは注意深く見ていく必要がある。

#### 高田氏

・現状では、中空さんが指摘されたように、流動性供給とバランスシートの劣化の防止によってcontagionを防ぐのが重要であろう。ユーロ圏内部で止めることが不可欠だが、一段と拡大した場合は、どこかに壁をつくって延焼が広がらないようにする必要もある。

・もっとも、今回の問題は経済構造に根ざしている。内田さんが指摘したように、マーストリヒト条約は、各国の経常収支不均衡が拡大しないことを前提とした最適通貨圏の議論であったのに、実際は、EMUの統合後に経常収支不均衡はむしろ悪化した。しかも、ギリシャの場合は「裏口入学」というのも変だがEMUに飛び乗った。こうした状況では、ドイツがギリシャを常に支えなければならない。しかし、国内に強い批判がある中でこれを続けることへの疑念が生じる。そこで、残された対応として、ECBがユーロ相場を下落させる一つつまり、「competitive devaluation」を行う一こともあり得るといった議論も出てくる。また、問題国に対するサーベイランスを強めることも選択肢であるが、中空さんが指摘されたように、景気後退を通じて金融機関のバランスシートの劣化を深刻化するリスクもある。懲罰的に「うさぎ跳びでグランドを3周回ってこい」というだけでは、経済の下押し圧力をかけるプロシクリカル性や悪循環の伝播を益々強めてしまう。欧州が全般的に財政緊縮に向かうことが、合成の誤謬としてのスパイラルリスクを生じさせやすい。

#### 内田氏:

・少なくとも、ギリシャないし南欧諸国のソブリンリスクを個別に封じ込める必要がある。スペインやイタリアが投資不適格の一步手前であるBBBまで格下げされれば、フランスやドイツの金融機関には巨額の損失が発生するので、域内の巨大なクロスボーダー与信が一気に収縮することになりかねない。

・ギリシャのソフトランディング・シナリオは、ゼネストがあっても、政府が財政緊縮政策の実施をコミットし、肅々と履行していく。それを、欧州委員会とEU・IMFが3ヶ月ごとにきちんとチェックしていく。多少の未達が生じて目をつぶり、今回発表された資金供給スキームでサポートしていくという、いわば「問題先送り」シナリオであろう。世界経済はどこかで回復するので、日本の「失われた10年」のように、時間をかければそれほどの痛みを伴わずに調整するかもしれない。しかし、財政再建が大きく遅れるとか、現政権が辞職してコミットが失われれば、債務リストラクチャリングの可能性が一気に高まる。その場合、IMFに新たな支援を仰ぐことになったり、EMUから離脱したりするシナリオも念頭に置かなければならない。

・現在、EUは27カ国まで拡大したが、共通通貨ユーロを採用しているEMUは16カ国であり、残りはERM IIである。ギリシャにとっては、EMUを離脱して、アジア危機の際の韓国、タイ、インドネシアのように、短期的には厳しい痛みを伴うIMFのスタンプ協定に伴う支援を受けつつ、構造調整を進めることには意味がある。しかし、中東欧には、ハンガリー、ラトビア、ルーマニアのように、IMFの支援を受けつつ、歳出削減や増税に必死に耐えている国もある。仮に、ギリシャがEMUから離脱して経済再建に成功すれば、中東欧諸国の場合には製造業の国際競争力が改善するメリットも加わることを考えると、EMUへの加入努力を放棄するかもしれない。つまり、ギリシャによるEMU離脱の瞬間に、中東欧にもEMU加盟のインセンティブが低下するリスクがある訳である。そうすると、ユーロという共通通貨に対するメリットがなくなる可能性がある。

・結局は「問題先送りシナリオ」をEU全体としてどう支えるかが重要である。2010年のギリシャ国債のリファイナンスは、今般発表された資金供給スキームのうち、EU予算で対応する部分(600億ユーロ)でカバーできるので、格下げが拡大しなければ、2010年は何とか市場の安定が維持される可能性も十分あろう。その際、常にG20あるいはG7による監視の下で支援していく態勢が求められる。そこでは、欧州の一部の問題に止まらず、主要国の財政赤字全体のコントロールがより重要な課題となろう。また、問題国の財政を「問題先送りシナリオ」で支える場合は、G20メンバー国の財政リスクも市場の評価に晒される。日本も、日本国債の殆どが国内で消化されているから大丈夫というだけでなく、財政健全化への圧力はこうしたグローバルな文脈からも強まることに注意する必要がある。

#### 高田氏

・日本もこの10年に亘って財政赤字が拡大してきたが、国債市場の安定が維持できたので、大きな問題にはならなかった。逆に国債市場の安定が損なわれると事態は一気に悪化する。そうならないうちにどんな対応ができるかという点は、学問的な面を含めて様々な新たなチャレンジを含んでいる。

#### 4. おわりに

##### 井上<モデレーター>:

・日本に限らず、主要国の財政問題が新たなチャレンジを含んでい

るのであれば、個々の経済政策を最適化するだけでなく、また各当局の伝統的な役割に囚われることなく、多様な政策を柔軟に動員しなければならないかもしれない。加えて、中空さんも指摘されたように、平時の視点ではなく、危機に固有の視点が求められることとなろう。本日の短時間の議論の中でも、様々な新たなご提案を示していただいたが、今後もこうした議論を続けていきたい。

\*\*\*