

ギリシャの財政危機から何を学ぶか

中島 将隆

はじめに

二〇一〇年四月二三日、ギリシャの財政危機が顕在化した。五月に控えた国債償還資金の調達が困難となり、国債の償還が不可能という危機的狀態に陥つたのである。危機を回避するため、ギリシャ政権は、EU、ECB、IMFに資金援助を要請した。この二カ月前、ギリシャ政府は資金援助の必要はないと明言していた。従って、ギリシャ財政危機は突如として顕在化したといえるだろう。

ギリシャ政権の要請を受けて、EU、ECB、IMFは直ちに緊急資金援助に踏み切った。ギリシャの財政危機はユーロ圏諸国へ波及し、更に、ユーロ圏の銀行に打撃を与え、ユーロの危機に発展するからである。五月一日、ユーロ加盟国とIMFはギリシャに資金援助をするため一一〇億ユーロの金融支援プログラムを策定し、ECBは暴落している国債を市場から買い取ることにした。ギリシャの危機が他国に波及するのを阻止するためEU、IMFは金融安定化プログラム（緊急融資制度）を設けて、総額七五〇億ユーロの基金を創設した。更に、日米欧の中央銀行は欧州金融機関にドルを供給するため通貨スワップ協定を再開した。

緊急対策によって危機は一時的に回避されたが、より根本的な対策が必要となる。このため、ユーロ圏諸国は厳しい財政再建計画にとりかかった。次に、国債相場を乱高下させる国債CDSや空売り、ヘッジファンドの規制、負債倍率の規制など一連の金融規制の検討を始めた。更に、国債暴落による欧州銀行に対する不安を軽減す

るため、七月には欧州の銀行九一行に対するストレステストを行った。

小論では、なぜ、財政危機が突如として発生したか、なぜ、危機は連鎖したか、財政危機回避のため具体的にどのような対応策がとられているか、をみていく。そして、ギリシャ財政危機から日本が学ぶべきは何か、を考えてみたい。

1 なぜソブリンリスクが発生したか

(1) 財政危機は潜在化していた

ギリシャ政府は財政危機を乗り切るため、二〇一〇年四月三日、EUとIMFに対して金融支援を要請した。この時点でギリシャ財政危機はピークを迎える。ギリシャの財政危機は、スペインやポルトガルなどPIIGSと呼ばれる諸国へ波及し、更には、トルコやドバイ・英国などSTUPIDと揶揄されるユーロ圏以外の諸国へも波及した。⁽¹⁾

財政危機の顕在化は二〇一〇年四月以降とはいえ、リーマンショック後、この危機は潜在化していた。リーマン証券が破綻した二〇〇八年九月一五日以降、リーマンショックによって世界同時金融不況に突入した。この世界同時不況から脱出するため、各国は財政支出を拡大した。図表1をみると、欧州だけでなく、日本・米国も含めて二〇〇八年を境に財政赤字が急膨張していることがわかる。財政支出の拡大によって、リーマンショックもほぼ回復し、金融市場は落ち着きを取り戻していた。だが、財政赤字の拡大によって、政府債務残高は膨張していく。政府債務の増大と共に財政危機は潜在化していたのである。

リーマンショックによる世界同時金融危機は、いわば、金融機関の危機であった。だが、今回の危機は国家財

政の危機、政府債務の信認危機である。危機の性質は、より深刻といわねばならない。

(2) 政治経済基盤の弱い国から財政危機が顕在化

財政危機は政治経済基盤の弱い国から顕在化した。ギリシャ発の財政危機がPIIGS、ユーロ圏諸国へ波及したのは、まず、ユーロ圏に構造的な弱点があったからである。ユーロ加盟国は、統一通貨を持つことにより金融政策の主権はなく欧州中央銀行(ECB)に委ねられている。他方、財政政策については加盟国が主権を持つ。国債発行や税金、社会保障、公共投資など財政政策は加盟各国の自由に委ねられている。その結果、ドイツやフランスと比較して経済的基盤の弱いPIIGS諸国の財政支出が拡大することになった。

図表2をみると、PIIGS諸国の財政赤字、政府債務残高はユーロ圏平均、EU二七カ国の平均を大幅に上回っている。

こうしたユーロ圏の構造的弱点について、七月三〇日

図表1 リーマンショック後の財政膨張(対GDP比)

(財政赤字)

(%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
日本	5.2	3.5	3.0	4.0	8.3	8.0
米国	4.6	3.6	4.2	7.7	12.2	11.6
英国	3.3	2.7	2.7	5.3	12.6	13.3
ドイツ	3.3	1.6	(+)0.2	(+)0.0	3.2	5.3
フランス	3.0	2.3	2.7	3.4	8.2	8.6
イタリア	4.4	3.3	1.5	2.7	5.5	5.4
カナダ	(+)1.5	(+)1.6	(+)1.6	(+)0.1	4.8	5.2

(政府債務残高)

日本	175.3	172.1	167.1	172.1	189.3	197.2
米国	61.3	60.8	61.8	70.0	83.9	92.4
英国	46.1	45.9	46.9	56.8	71.0	83.1
ドイツ	71.1	69.2	65.3	68.8	77.4	82.0
フランス	75.7	70.9	69.9	75.7	84.5	92.5
イタリア	119.9	117.1	112.5	114.4	123.6	127.0
カナダ	71.6	69.5	65.0	69.7	82.8	85.7

- (注) 1. 財務省「我が国の財政事情」平成22年1月
 2. 原資料はOECD "Economic Outlook"
 3. (+)は財政赤字の減少

に公表された日銀の「金融市場レポート」では、次のように分析している。

「G I I P S 諸国の財政問題が悪化した背景には、ユーロ圏固有の構造的要因があるとする見方が、学会や市場から多く示されている。例えば、域内各国の経常収支について、特にG I I P S 諸国とドイツに着目してその推移をみると、ユーロ導入移行、域内不均衡が大きく拡大していることがわかる（略）。単一通貨ユーロの導入に伴い、域内貿易が活性化するなか、生産性や競争力の格差が不均衡を拡大させたことが、その背景との見方が多い……。

また、ユーロ圏全体を対象とする金融政策の代わりに、財政が各国の需要安定化政策の役割を果たしているために、財政支出が拡大しがちになることを問題とする考え方が呈示されている（略）。ユーロ諸国の財政状態をみると、ユーロ導入当初に比べ、ほとんどの国で悪化しており、二〇一〇年の予測値でみて、マーストリヒト条約で定められたユーロ圏の財政基準をクリアしている国は皆無となっている（略）。

図表2 EUの一般政府財政収支と一般政府債務残高

(単位：対GDP比%)

	一般政府財政収支の純貸出 (+)・純借入 (-)								一般政府債務残高			
	実績値			予測値					2006年 Q4	2007年 Q4	2008年 G4	2009年 Q3
	2006年	2007年	2008年	2009年 1	2009年 2	2010年 1	2010年 2	2011年 2				
ギリシャ	-2.9	-3.7	-7.7	-5.1	-12.7	-5.7	-12.2	-12.8	97.1	95.6	99.2	113.2
ポルトガル	-3.9	-2.6	-2.7	-6.5	-8.0	-6.7	-8.0	-8.7	64.7	63.6	66.3	73.7
アイルランド	+3.0	+0.3	-7.2	-12.0	-12.5	-15.6	-14.7	-14.7	25.1	25.2	44.0	62.2
スペイン	+2.0	+1.9	-4.1	-8.6	-11.2	-9.8	-10.1	-9.3	39.6	36.1	39.7	49.7
イタリア	-3.3	-1.5	-2.7	-4.5	-5.3	-4.8	-5.3	-5.1	106.5	103.5	105.8	116.3
ドイツ	-1.6	+0.2	+0.0	-3.9	-3.4	-5.9	-5.0	-4.6	67.6	65.0	65.9	71.9
フランス	-2.3	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3	-7.0	-8.2	-7.7	63.7	63.8	67.4	75.8
ユーロ圏平均	-1.3	-0.6	-2.0	-5.3	-6.4	-6.5	-6.9	-6.5	68.3	66.0	69.3	77.6
英国	-2.7	-2.7	-5.0	-11.5	-12.1	-13.8	-12.9	-11.1	43.5	44.7	52.4	63.4
EU27ヵ国平均	-1.4	-0.8	-2.3	-6.0	-6.9	-7.3	-7.5	-6.9	61.4	58.8	61.6	71.6

(注) 1. 2009年4月の2009年春季経済見通しにおける予測値

2. 2009年10月の2009年秋季経済見通しにおける予測値

(出所) 「欧州委員会2009年秋季経済見通し」

(引用) ジェトロ「ギリシャ財政危機問題」『ユーロトレンド』Report 4 2010年4月

参考までに、債務危機時のロシア、アルゼンチンと、足もとのギリシャの金融経済環境を比較すると、財政赤字、経常収支赤字、対外純債務残高について、いずれも、今次局面のギリシャの悪さが際立っている(略)。ギリシャにおいては、より早い段階で、ロシア、アルゼンチンのような債務危機が発生しなかったのは、単一通貨ユーロへの信任、ないし、他のユーロ加盟国による救済を市場が織り込んでいたからとみることができる。逆に、ユーロ加盟国であったがゆえに、問題の発現・認識に時間がかかって、対処策の発動も遅れてしまい、一段と脆弱性が増したといった見方も否定できない⁽²⁾。

(3) ギリシャ発の財政危機は「目覚まし時計」

ギリシャの財政危機はPIIGS諸国へ波及し、更にEU諸国へ波及していった。こうした危機の連鎖をBISの六月四半期報告では、ユーロ圏を中心した主要国が過剰な財政赤字を抱えていることが鮮明となり、機関投資家が財政政策の持続性に疑念を持ったからと結論付けた(日本経済新聞六月四日)。日銀の白川方明総裁はギリシャ危機について「多くの国にとって『目覚まし時計』であったと受け止められている」と述べた(日本経済新聞六月一日)。

ギリシャで最初に財政危機が顕在化したのは、ユーロ圏の構造的矛盾がギリシャに集中していたからである。この点をいまま少し掘り下げ、危機が顕在化していく過程を辿ってみる。

2 なぜギリシャ発の財政危機か

(1) 財政規律喪失と政府債務残高の激増

ギリシャの財政赤字と政府債務残高は、図表2でみるように、EU諸国、ユーロ圏諸国の平均よりも著しく悪い。PIIGS諸国とほぼ同じ水準だが、財政赤字は最悪であり、政府債務残高はイタリアに次いでいる。

ギリシャがユーロ圏諸国のなかで最悪となった直接の原因は、まず、リーマンショックの影響があるだろう。リーマンショックによって海運業や観光収入に依存するギリシャ経済は大きな打撃を受け、二〇〇八年の財政赤字は前年度の三・七%から七・七%に達した。

だが、ギリシャ財政危機の最大の要因はリーマンショックだけでなく、先にみたユーロ圏の構造的弱点の帰結であり、安易な国債発行によって財政規律を喪失した点にある。ギリシャがユーロに加入したのは二〇〇一年であった。この時点から、ギリシャはユーロ建てによる国債発行が可能になる。

ユーロ加入前、ギリシャは自国通貨建ての国債を発行することが困難であった。ギリシャが自国通貨建てで国債を発行する場合、ギリシャ国債とドイツ国債のスプレッドは一〇%以上だった。ギリシャ通貨に対する信用が無かったからである。ところが、ギリシャがユーロに加入すると、ギリシャはユーロ建ての国債を発行することが可能になり、ギリシャ国債とドイツ国債のスプレッドは縮小し、ギリシャは従来では考えられなかった低利国債の発行が容易になった。低利国債の発行が可能になったのは、ギリシャが厳格な財政規律を要求されるユーロへ加入したこと、また、例えばギリシャが財政困難になってもユーロ圏諸国の援助が期待できること、この二つの理由によってギリシャ国債への評価が格上げされたからである。⁽³⁾

ユーロ加入によって低利国債の増発が可能になった。国債増発によって財政規律は喪失していく。財政赤字の

GDP比は二〇〇〇年の三・七%から二〇〇八年には七・七%にまで拡大した。EUの中でも高齢化の進展が早いギリシャにとっては年金・医療費負担の増大も財政赤字拡大要因となった。⁽⁴⁾

財政赤字の拡大は経常収支の赤字で、すなわち、外国からの資金によってファイナンスされた。外国資金によってファイナンスが可能であったのは、まず、ユーロ圏の国債はユーロ建てで為替リスクが小さいこと、次に、ユーロ圏の安定・成長協定については懸念があるものの、協定の存在が歯止めになり一定の財政規律が守られているとみられたこと、この二つの理由による。こうして、欧州の銀行を中心として機関投資家はギリシャ国債の購入を続けた。

(2) パンドレウ新政権発足と財政再建策

二〇〇九年一月六日、総選挙によって政権交代が行われ、全ギリシャ社会主義運動のパンドレウ党首が首相に就任した。パンドレウ首相は、まず、就任と同時に旧政権下での財政統計の人為的な操作を明らかにした。二〇〇八年の財政赤字のGDP比は五・一%とされていたが、実際には二一・七%だと明らかにしたのである。財政赤字のGDP比は、その後、一三・六%上方修正された(二〇一〇年四月二三日)。ギリシャ財政危機は、財政が透明化され、財政再建計画が策定される時から表面化していく。

ユーロ加入に際しては、様々の厳格な規制が設けられていた。マーストリヒト条約では加盟国の財政規律について、財政赤字はGDP比三%以内、債務残高はGDP比六〇%以内と定めていた。ところが、ギリシャ政府は二〇〇一年のユーロ加入に際して、当初から財政赤字を隠蔽していた。NHKの取材によると、ゴールドマン・サックスの助言でギリシャの保有するドル建て国債をギリシャに有利な為替レートでスワップすることにより、

ギリシャ政府はGDP比で二〜三%の財政赤字を圧縮することができた。⁽⁵⁾ギリシャは財政赤字を隠蔽してユーロに加入していたのである。パンドレウ党首が首相に就任した時、ゴールドマン・サックスは再び同じような提案をしたが、パンドレウ首相はこれを拒否して財政を透明化するルートを選択した。

次に、パンドレウ政権は財政再建計画を策定し、二〇〇九年二月には財政赤字をGDP比九・一%まで削減する予算案を作成した。二〇一〇年三月には付加価値税の増税（一九%から二二%へ）、五月には付加価値税の更なる増税（二二%から二三%へ）、公務員賞与・年金減額などによる総額三〇〇億ユーロの赤字削減策を発表した。⁽⁶⁾財政再建策をみると、公務員給与は二〇一〇年の一一億ユーロから二〇一三年には五億ユーロに削減、年金は一八・五億ユーロから二億ユーロと大幅な減額となっている。こうした厳しい財政計画によって、財政赤字は二〇〇九年の一三・六%から二〇一五年には二%に圧縮することが見通されている。⁽⁷⁾

(3) 格付け引下げとヘッジファンドの国債投機

ギリシャ政府が財政統計を修正した時点からギリシャ国債の格付けは短期間に大幅に引下げられた。図表3は格付け会社によるギリシャ国債の格付け引下げが、如何に急激かつ大幅引下げであったかを示している。

二〇〇九年の当初では、格付け会社の格付けは全てAであった。ところが、ギリシャ政府が財政統計を修正した一〇月にはムーディーズやフィッチは何れも引下げている。それから僅か半年の間に格付け会社は何れも四段階引下げて投機的水準に引下げてしまった。この推移をたどると、まず、ギリシャ政府が財政統計を修正し財政再建計画を策定したが、この財政再建計画には強い反対運動が展開され、ギリシャ政府の財政再建策の実現性が問題となって。この点が疑問となり格付けが引下げられた。次いで、二〇一〇年五月の国債償還が困難ではない

か、という問題が浮かび上がってきた。デフォルトリスクが問題になった時点で、S & Pやフィッチは投機的水準に引下げた。

国債格付けの引下げと対応して、ギリシャ国債の市場価格は暴落して市場利回りは急上昇していく。一月初めには五%強であったギリシャ国債の利回りは四月二二日には九%にまで上昇し、ドイツ国債のスプレッドを拡大していった（日本経済新聞四月二三日）。

ギリシャ国債の暴落に拍車をかけたのがヘッジファンドのギリシャ国債投資である。ヘッジファンドはギリシャ国債の暴落を見通して、国債CDSを大量に購入した。CDSは一種の保険料であるから、国債の信用度が低くなれば保険料は高くなる。将来の保険料が高騰することを予想してヘッジファンドは国債CDSに投資した。こうしたヘッジファンドによる国債CDSへの投資は、結果として、国債の暴落に拍車をかけることになる。ギリシャ国債のCDS高騰は、ギリシャ国債の信認低下となっていく。ここでは、CDSへの投資は保険ではなくCDSそのものへの投

図表3 ギリシャ国債の格付け引下げ

S&P社

2009年	1月9日	Aからクレジットウォッチ
	1月14日	AからA-に。見通しは安定的
	12月7日	A-からクレジットウォッチ
	12月16日	BBB+に引下げ。クレジットウォッチ継続
2010年	3月16日	クレジットウォッチ解除。見通しはネガティブのまま。
	4月27日	三段階引下げて投機的水準のBB+に。見通しはネガティブのまま。

ムーディーズ・インバスターズ

2009年	10月末	A1から格下げ方向で見直し
	12月末	A1からA2に引下げ
2010年	4月22日	A2からA3(A-に相当)へ引下げ
	6月14日	A3から4段階引下げて投機的水準のBa1(BB+相当)に

フィッチ・レーティング

2009年	10月末	AからA-に引下げ。見通しはネガティブ
	12月8日	BBB+に引下げ。見通しはネガティブ
2010年	4月上旬	投機的水準の一步手前のBBB-に引下げ。見通しはネガティブ

(出所) ジェトロ「ギリシャ財政危機問題」(ユーロトレンド レポート4 2010年4月)、新聞報道、格付け会社のプレスリリース等より作成

資となっている。

ヘッジファンドは、更に、ギリシャ国債の暴落の過程で大量の「空売り」を行った。市場価格は需給関係で決定されるから、大量の空売りがあびせられると価格は下落する。ヘッジファンドは国債CDSへの投資と国債の空売りによって、巨額の利益を実現し、ギリシャ国債の暴落に拍車をかけた。その結果、ヘッジファンドに対する投資規制、国債CDSの禁止、空売りの禁止等の金融規制がEU諸国で問題となってくる。

(4) 二〇一〇年五月問題と金融支援

四月二三日、ギリシャ財政危機はピークに達した。ギリシャ政府はEU、IMFに対し危機に対処するため金融支援を要請したからである。二〇〇九年一〇月にパパンドレウ首相が財政統計の誤りを訂正した時から、ギリシャの財政危機は表面化していった。だが、ギリシャ政権は二〇一〇年二月時点までは、金融支援を要請しなかった。アテネ発のロイター通信は二月一七日、次のように伝えている。「ギリシャのパパンドレウ首相は一七日、同国が欧州連合（EU）に要請しているのは政治的支援であって、EU納税者の資金ではないとの見解を示した。：：首相は閣議で『われわれはドイツ、フランス、イタリアなどの納税者からの資金を要請していない。われわれが望むものは、わが国に対する投機と中傷を止めるための政治的支援だ』と述べた」（ロイター 二月一八日）。ところが、四月二三日、一転してギリシャ政府はEU、ECB、IMFに対し資金支援を要請する。信用不安が収まらず、国際金融市場でギリシャ国債の安定発行が困難と判断したからである（日本経済新聞 四月二四日）。なぜ信用不安が高まったのだろうか。まず、財政統計を前年一〇月に下方修正したが、四月二二日、財政赤字は想定よりも更に悪化したとして、ギリシャ政府は一二・七%か一三・六%へ再び下方修正した。次に、三月に

発表した財政再建計画に対し、緊縮財政に対する反対運動が高まり計画の実現性が問題になってきた。しかし何と云っても最大の問題は、五月一九日に満期が到来する八五億ユーロの国債償還資金の調達が不可能となった点にある。このため、四月二二日、ムーデイズ・インベスターズは格付けをA2からA3に引下げ、フィッチ・レーティングは四月上旬、投機的水準の一步手前のBBB-に引下げた。また、S&Pも四月二七日には三段階引下げて投機的水準のBB+とした。格付け引下げによって、ギリシャ国債の価格は更に暴落を続ける。デフォルトリスクが現実の問題になってきた。

(5) なぜ危機が波及したか

ギリシャの財政危機はPIIGS諸国に波及していった。S&Pはポルトガルの国債格付けを、四月二七日、二段階引下げてシングルA+からシングルA-に引下げた。翌日の二八日はスペイン国債を一段階引下げAA+からAAとした(日本経済新聞 四月二八日、二九日)。ヘッジファンドはギリシャ国債と平行して、PIIGS諸国の国債に対しても空売りを浴びせ、国債CDSの大量購入によって、結果として、国債暴落に拍車をかけた(NHK「狙われた国債―ギリシャ発・世界への衝撃―」二〇一〇年七月二日放映)。そして、ユーロの暴落を招くことになった。

なぜ、ギリシャの財政危機がPIIGS諸国へ波及し、更にはユーロの暴落を招いたのだろうか。ギリシャのGDPはユーロ圏全体の二・七%に過ぎない小国だが、この小国の財政危機がユーロの危機を招いたのは何故であつたか。

まず、PIIGS諸国の財政はギリシャと共通しているからである。前掲の図表2をみると、PIIGS諸国

はドイツ、フランスと比較して財政赤字・政府債務残高は著しく悪い。ユーロ圏平均と比較しても同じことがいえる。ギリシャに財政危機が顕在化すれば、時を置かずしてPIIGS諸国にも財政危機が波及するものと予想できるからである。PIIGS諸国のユーロ圏全体に占めるGDP比は三五%に達する（日本経済新聞 六月一四日）。ギリシャの危機はPIIGSの危機となり、PIIGSの危機はユーロの危機とならざるを得な

図表4 主要国銀行によるPIIGS・主な中東欧諸国への投融資残高

(昨年末時点、億ドル)

		投融資の出し手								
		フランス	ドイツ	英国	オランダ	米国	日本	オーストリア	合計※ 主要24カ国	
PIIGS・中東欧諸国の投融資受入額	PIIGS	ポルトガル(ユーロ)	449	474	256	141	47	43	29	2,509
		イタリア(ユーロ)	5,078	1,897	765	691	532	544	255	11,451
		アイルランド(ユーロ)	521	1,838	1,727	282	571	217	78	6,477
		ギリシャ(ユーロ)	788	450	154	122	166	67	48	2,170
		スペイン(ユーロ)	2,112	2,380	1,100	1,197	580	284	88	9,257
		PIIGS 5カ国計	8,948	7,038	4,000	2,433	1,896	1,155	498	31,863
		中東欧諸国	ポーランド(ズロチ)	305	618	31	352	130	49	137
	チェコ(コルナ)		341	121	26	47	24	7	597	1,786
	ハンガリー(フォリント)		111	319	21	35	38	17	370	1,398
	ルーマニア(レイ)		143	46	1	83	12	0.2	422	1,097
	中東欧 4カ国合計		901	1,104	78	518	204	74	1,525	7,116

(注) 1. () 内は使用通貨

2. ※は、BISに国別の投融資残高を報告している24カ国

(出所) 日本経済新聞 2010年6月8日

い。

次に、こうした危機の連鎖が生じるのはギリシヤをはじめP I I G S諸国の国債をフランスやドイツ等の銀行が大量に保有しているからである。図表4をみると、P I I G S諸国の国債、中東欧の国債は、自国で保有されているのではなく、主としてE U諸国で保有されていることがわかる。E U諸国、わけてもフランス、ドイツ、英国は米国よりも負債倍率を高めて、P I I G S諸国と中東欧の国債投資を行った。投資先の国債が暴落すれば投資国の銀行は流動性危機に陥る。ギリシヤの財政危機はユーロ危機へ発展せざるをえない。この危機を防止するには、まずはギリシヤ国債の危機を防止すること、危機の連鎖を断ち切ることに、金融機関の流動性を確保すること、こうした政策が必要となってくる。

では、当面の危機を回避するため、どのような対策がとられたのであろうか。

3 ギリシヤ支援と緊急危機対策

(1) 金融支援プログラム

ギリシヤ政府の金融支援の要請を受けてE U、I M F、E C Bは迅速に対応した。まず、ギリシヤの財政危機そのものを終息させるため、次いで、ギリシヤの財政危機が他国に波及することを阻止する対策、そして、E U金融機関が流動性不足に陥らないための対策である。

ギリシヤの財政危機を終息させる政策として、まず、総額一一〇億ユーロの「金融支援プログラム」が策定された。ユーロ圏一六カ国は五月七日夜の緊急首脳会議でギリシヤ支援を承認し、ギリシヤを除くユーロ圏一五カ国が八〇〇億ユーロを拠出することにした。五月一〇日、I M Fはギリシヤ支援のため三〇〇億ユーロの拠出

を正式に決定した。ギリシャへの支援は総額一一〇〇億ユーロとなり、融資期間は二〇一〇年から一二年の三年間である。この決定により、ギリシャはユーロ各国とIMFから即座に二〇〇億ユーロを利用できるようになった（日本経済新聞五月四日、八日、一〇日）。金融支援プログラムによって、ギリシャは五月一九日に満期を迎える国債償還の資金繰りが可能になり、デフォルトリスクを回避することができた（日本経済新聞五月一八日）。

（2）ECBによる国債買入れ決定

ECB（欧州中央銀行）は、五月一〇日、ギリシャ国債などの相場を安定させるため国債購入を決定した（日本経済新聞五月一〇日）。ECBの主導で欧州の中央銀行が国債の買入を実施するのは初めてのことである。これまでECBは欧州域内の取り決めで、財政に失敗した国を安易に救うことにつながる国債の直接引受は禁じられていたからである。また、信用度の低い資産の購入を増やすと中央銀行の財務の健全性という規律が危うくなり、ECBは市場の信頼を損なう可能性がある。このため、ECBのトリシエ総裁は五月六日の記者会見では、ギリシャ国債の買入を否定していた（日本経済新聞五月八日）。

ECBがユーロ圏の国債購入に踏み切ったのは市場機能の正常化のためである。金融市場で通貨ユーロの信任が揺らぐ事態になっているため、ECBは国債市場の動向を見極めながら国債市場へ介入することにした（日本経済新聞五月一八日）。

金融支援プログラムとECBによる国債買入れによって、ギリシャ国債相場は小康状態を保っている。四月末に暴落した国債相場は、五月に入るとギリシャに対する直接支援によってドイツ国債とのスプレッドは急速に縮小している。

(3) 欧州安定化プログラム

ギリシャの財政危機が欧州に波及することを阻止するため、五月一日未明、EU加盟二七カ国は緊急理事会を開催し、ユーロ導入国が財政危機に陥った場合、総額で最大七五〇〇億ユーロを緊急融資する制度を創設することにした。いわゆる「欧州安定化プログラム」である。基金はEUが五〇〇〇億ユーロ、IMFが二五〇〇億ユーロ、合計で七五〇〇億ユーロとなり、巨額の財政赤字を抱えるユーロ導入国が国際金融市場から資金を調達することが困難になった場合、迅速に融資できる制度である。EU五〇〇〇億ユーロの基金は、①EU予算を裏づけに欧州委員会が発行し危機国に融資する、②ユーロ圏各国による政府保証をつけた四四〇〇億ユーロの特別目的基金、この二つで構成される（日本経済新聞五月一日）。

EUの基本条約「リスボン条約」は原則としてユーロ導入国に対する救済を禁止している。この点について五月一日の日本経済新聞は引き続き次のように伝えている。「一日未明に記者会見したEU議長国スペインのサルガド財務相は今回の緊急融資制度について『（金融市場の混乱を背景に救済禁止を解除する）例外的な状況が到来した』と説明した」。

金融支援プログラム、ECBによる国債買入れ、欧州安定化プログラムは何れも緊急対策であり、通貨ユーロを防衛する相互支援網といえる。

(4) 通貨スワップ協定

日米欧の主要六中央銀行は、五月一日、協調して自国の短期金融市場にドル資金を供給する金融危機対応策を再開することで合意した。ギリシャの財政危機に端を発した信用不安で、安全なドルを手元に置く動きが金融

市場で広がり、ドル資金の不足が目立ち始めた。欧州域内の問題だったギリシャ財政危機が市場全般の動揺に発展するのを防ぐには、主要中央銀行の協調行動が不可欠と判断したからである。ドル資金を供給するため、二〇一〇年二月で終了していた通貨スワップ協定を再び締結した（日本経済新聞五月一〇日）。通貨スワップ協定によって、金融機関のドル資金不足の不安は解消されたといえよう。

4 ソブリンリスクの回避に向けて

(1) ソブリンリスク回避の課題

金融支援プログラムなど前述した危機対策は何れも緊急臨時時の対策である。ソブリンリスクを回避するには緊急対策だけでなく、危機を回避する根本的な対策が必要である。

まず、財政改革である。特にユーロ圏諸国の場合、ユーロ加入によって財政規律が失われた。P I I G S 諸国をはじめとするユーロ圏諸国の財政規律の確立は最も重要な課題であろう。

次に、金融規制である。ヘッジファンドによる国債C D S 投資や国債の空売りは、一面では国債の流動性向上に資するものの、ギリシャ財政危機では国債相場下落に拍車をかけた。国債C D S は保険としてではなく、投機的手段となった。ここでは、ヘッジファンドに対する規制、投機的な取引を抑制する金融取引税・銀行税、国債C D S や空売りの規制等が検討されるべきであろう。

更に、金融機関に対する疑心暗鬼を取り除いて市場の不安を一掃するには、金融機関の資産査定ストレステストが必要である。日本やアメリカの経験に照らし合わせると、厳格なストレステストによって市場不安は沈静化していった。国債相場を安定させユーロを安定させるには、厳格なストレステストを実施し、結果を公表するこ

とが必要である。

以下では、こうした重要な課題について、ユーロ圏諸国・EU加盟国はどのように取り組んでいるか、取組みの現状について新聞報道等に拠りながら整理し紹介したい。

(2) 財政改革

・ギリシャ財政再建計画

パパンドレウ政権は二〇〇九年一月、二〇一〇年度予算で財政赤字をGDP比九・一%に削減することにしたが、市場では不十分と評価され、二〇一〇年三月には付加価値税増税（一九%→二二%）、五月には更に二二%まで引下げた。公務員賞与・年金減額などで総額三〇〇億ユーロの赤字削減策を策定した。これによって財政赤字は二〇〇九年の一三・六%から二〇一三年には四・九%、二〇一五年には二%となる見通しである。EUとIMFのギリシャに対する金融支援は、財政赤字削減計画の実施状況をみて融資を⁽⁸⁾実行する。

・フランス、財政赤字抑制へ改憲

サルコジ大統領は憲法を改正して、財政赤字の割合を一定以下に抑える規定を盛り込む方針を示した。フランスの財政赤字の対GDP比を二〇一三年にはEUの求める三%に圧縮する（日本経済新聞五月二二日）。

・ハンガリー、財政再建策を検討、公務員給与削減

二〇一〇年に財政赤字の対GDP比を三・八%に抑えるという目標達成のため歳出削減や増税に踏み込む。

また、公務員給与の一五%カットなどを柱とした財政再建策を策定（日本経済新聞六月五日、九日）。

・EU、加盟国予算の事前評価制度の合意

EUは七日夜、ギリシャ危機の再発防止策を検討する作業部会を開き、加盟国の毎年の予算案を事前に評価し、相互監視をする制度を導入することで合意した（日本経済新聞六月八日）。

・欧州、財政再建へ年金削減（日本経済新聞六月一六日）

フランス…六〇歳から支給開始を六二〜六三歳に引上げ

ギリシャ…六〇歳からの女性の支給開始を男性と同じ六五歳に引上げ、支給額減額

スペイン…六五歳の支給開始を六七歳に引上げ、支給額据え置き

ドイツ…改革検討

フィンランド…国際通貨基金が年金改革を要請

・欧州財政再建へ公務員大幅削減（日本経済新聞六月一九日）

フランス…採用減など毎年三万四〇〇〇人削減

ドイツ…連邦職員を一万五〇〇〇人削減。公務員のクリスマス手当など削減

ポルトガル…採用減で七万三〇〇〇人削減。給与凍結、幹部は五%減。

スペイン…約二三〇万人の公務員給与五%削減

ギリシャ…公務員の給与増凍結。賞与削減。

・英国の財政緊縮策（日本経済新聞六月二三日）

*二〇一五年までに財政赤字のGDP比を一〇・一%から一%に引下げ

*毎年三〇〇億ポンドの歳出削減

*法人税を一四年までに二八%から二四%に引下げ

・ドイツ、財政再建に着手

ドイツ政府は最大の政権公約であった所得税減税を撤回し、二〇一四年までの中期財政計画にも歳出削減策を盛り込んだ。二〇一〇年の財政赤字のGDP比は五%の見込みで主要国の中では優等生だが、過去の経験に鑑みて、財政赤字を抱えることへの警戒感が広がった（日本経済新聞六月二五日）。

(3) 金融規制

・国債CDS禁止

* 「財政リスク取引の金融商品 欧州各国が規制検討…規制対象として検討されているのは「クレディット・デフォルト・スワップ」と呼ばれる金融商品。CDSは財政健全度を示す目安となるが、欧州では短期的な投機資金がCDSを使って債券市場に流入しており、主要国は財政実態が正確に反映されていないと不満を強めている。∴欧州各国はCDS取引などを使った短期的な投機で市場の不安心理が増幅されたとみている」（日本経済新聞三月九日）

* 「国債リスク取引の金融派生商品、国際規制論が浮上、米も理解示す」（日本経済新聞三月一〇日）。
・空売り禁止

* 「独、国債空売り禁止、欧州不安、市場安定狙う…ドイツ政府は一八日、ユーロ圏一六カ国の政府が発行する国債の空売りを禁止すると発表した。『大量の空売りが債券価格の乱高下につながっている』として一九日から空売り規制を導入し、二〇一一年三月末まで継続する」（日本経済新聞五月一九日）。

* 「独、空売り規制 EUと調整…ドイツ政府は空売り規制の強化へ、EUと調整方針を決めた。一九日に導

入した国債や独金融株の空売り規制を拡充し、全ての上場株なども対象とする。市場安定へ投機的な売り注文を押さえ込むのが狙い。国債の空売り禁止では単独行動が批判されたこともあり、効果を高めるためEU全体で導入を働きかける」（日本経済新聞五月二七日）。

* 「独仏、空売り規制強化合意、EUに導入要請…ドイツとフランスの両首脳は共同書簡で『いずれも現物の（金融商品の）裏づけのない、特定の株式・国債の空売りと（信用リスクを取引する）クレディット・デフォルト・スワップ（CDS）をEU全域で禁止すべきだ』と提案した。すでにオーストラリアやギリシャなどは規制強化に賛成しており、独仏の合意でEUも具体的な規制論議に入る」（日本経済新聞六月一〇日）。

・ヘッジファンドの規制

* 「EU、ヘッジファンド規制 財務相理事会で法案決定…EU加盟二七カ国は一八日の財務相理事会で、ファンド規制案を決めた。ファンド規制案はヘッジファンド、買収ファンド、不動産ファンド等が対象で、規制案の主たる内容は許可制の導入、投資家への情報開示、自己資本規制の導入、レバレッジ規制、第三国ファンドにEU並み規制、商品販売はプロの投資家に限定、となっている」（日本経済新聞五月一九日）。

・金融取引税、銀行税

* 「金融取引税、G20で提案 EU首脳会議合意…EUは一七日の首脳会議で、二六～二七日にカナダのトロントで開く二〇カ国・地域（G20）首脳会議で国際的な金融取引税（トービン税）の導入を提唱することで合意した。国債金融取引課税は、外国為替などの国際的な金融取引に広く薄く課税する仕組みで、短期的な投機取引を抑える効果がある」（日本経済新聞六月一五日、一八日）。

* 「仏独首脳 銀行税の検討を要請 G20議長国・加へ書簡…仏独首脳はカナダで開くG20サミットで銀行税

と金融取引税の国際的な導入について検討するよう求める書簡を議長国カナダに送った。銀行の資産などに応じて課税する銀行税を各国に導入し、金融機関の破綻処理の財源とする狙い。また世界規模で金融取引に広く課税することで、短期的な投機取引を抑え金融市場の安定化をはかる目的もある。EUは一七日の首脳会議で二つの税の国際的な導入を提唱することを決めている」(日本経済新聞六月二二日)。

* 「英仏独、銀行税を先行導入」(日本経済新聞六月二三日)

(4) ストレステスト

ギリシャやスペイン、ポルトガル等PIIGS諸国の国債は、発行額の三分の二がユーロ圏に本店のある銀行が保有している。国債暴落と共に欧州の金融市場で銀行への不安が高まった。市場の不安は、欧州の銀行が抱える国債や不良債権についての不安を反映したものである。

金融市場の不安を払拭するには、厳格な銀行の資産査定ストレステストが必要である。さもないと不安が不安を呼び、金融市場の不安が増大し、国債相場は不安定になり、銀行の貸し渋りが増加していく。このため、EUはストレステストの実施を決定し、七月には結果を公表することにした。(日本経済新聞六月二九日、七月一日)。

EU域内の銀行のストレステストは、七月二三日、結果が公表された。欧州銀行監督委員会(CCBS)は声明文で資産査定の目的を次のように述べている。「資産査定の目的は、今後起こりうる経済状況の悪化に対する欧州の銀行システムの耐久性をはかる情報を提供することと、ソブリンリスク(政府債務の信認危機)など信用不安や市場リスクを吸収する銀行の能力を査定することにある」(日本経済新聞七月二四日)。

資産査定の内容は次のように要約できる。

「・二〇カ国九一金融機関（欧州の銀行資産の六五％をカバー）を対象に実施

・ 予測より景気が悪化し、さらに政府債務の信認危機が起きる最悪のシナリオになった場合、九一行で総額五六九億ユーロ（約六四兆円）の損失発生

・ 中核的自己資本比率が六％に満たない資本不足行は七行、資本不足額の合計は三五億ユーロ

・ 七行の内訳は独不動産金融大手のヒポ・リアルエステート、ギリシャ農業銀行、スペインはカスハールなど地域密着の中小金融機関五行」（日本経済新聞七月二五日）

二三日に発表されたストレステストについて評価が分かれている。銀行が保有する国債評価についてである。国債市場価格が下落した場合の損失額を査定しているが、損失査定は短期保有の国債のみで、満期まで保有する予定の国債は査定の対象からはずした点である。欧州中央銀行副総裁は二三日の記者会見で「（ユーロ圏の）政府債務不履行（デフォルト）はありえないので、そういう前提はおかない」と協調した（日本経済新聞七月二五日）。デフォルトを想定しなかったため、資本不足と認定された銀行数は市場の事前予想より少なく、資本不足額も事前の観測を大幅に下回った（日本経済新聞七月二四日）。

ストレステストによって、現在のところユーロは小康状態を保っている。欧州が当局主導で金融安定化に取り組む姿勢がひとまず確認できたからであろう。だが、ギリシャ国債のデフォルトリスクは完全に排除されたわけではない。査定ではギリシャ国債の下落率は二三％と前提しているが、満期を迎えたギリシャ国債のリスケジュールリングの可能性も排除されたわけではない。緊急支援によって五月危機は回避されたものの、リスクを回避するにはギリシャの財政再建の行方にかかっていると、いえるだろう。

むすび

六月二七日、カナダで開催されたG20サミットは首脳宣言で財政健全化について、次のよう言及した。「二〇一三年までに少なくとも財政赤字を半減させ、一六年までにGDP比の政府債務を安定、低下させる財政計画にコミット。日本の状況を認め、日本政府の成長戦略と財政健全化計画を歓迎する」（日本経済新聞六月二八日）。

G20では財政健全化の数値目標が首脳宣言に盛り込まれた。ただ、日本だけが事実上の例外扱いで、ロイター通信は他の先進国に比べて「質の悪い」日本の財政状態を浮き彫りにしたと伝えた（日本経済新聞六月二八日）。

日本の財政状態は、改めて述べるまでもなく、何れの指標をみても最悪の状態である。何よりも、財政再建の視点が不透明であり、財政再建の道筋が全く見えない。ギリシャの財政危機から学ぶもの、それは透徹した危機に対する認識であり、危機を認識する視点ではなかるうか。

注

(1) P I I G Sとはポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインをさす。日銀は蔑称をさけ、G I I P Sと表現している。S T U P I Dとはスペイン、ポルトガル、イタリア、トルコ、英国、ドバイをさす。

(2) 日本銀行「金融市場レポート」二〇一〇年七月 九〜一〇頁

(3) 浜矩子『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版 二〇一〇年三月 五〇〜五六頁参照

(4) 山口綾子『ユーロに影を落とすギリシャ財政危機』ニューズレターNo. 15. 2010 国際通貨研究所 二〇一〇年五月三一日 三頁

(5) N H K 「狙われた国債―ギリシャ発・世界への衝撃―」二〇一〇年七月二日放映

- (6) 山口綾子『ユーロに影を落とすギリシャ財政危機』ニュースレターNo. 15, 2010 国際通貨研究所 二〇一〇年五月三
一日 五頁
- (7) 同上 六頁
- (8) 同上 六頁

参考文献・資料

- ・白井さゆり『EUの通貨統合と金融・財政政策の規律』SFCデイスカッションペーパー 二〇〇九年六月
- ・白井さゆり『欧州迷走』二〇〇九年十二月 日本経済新聞社
- ・浜矩子『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版 二〇一〇年三月
- ・JETRO デュッセルドルフ・センター「ギリシャ財政危機問題―現状と今後の展望―」Report 4 ユーロトレンド 二〇一〇年四月
- ・山口綾子『ユーロに影を落とすギリシャ財政危機』ニュースレターNo. 15, 2010 国際通貨研究所 二〇一〇年五月三二日
- ・NHK「狙われた国債―ギリシャ発・世界への衝撃―」二〇一〇年七月二日放映
- ・みずほ総合研究所「ソブリン・クライシス」日本経済新聞社 二〇一〇年七月
- ・日本銀行「金融市場レポート」二〇一〇年七月

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)