

ギリシャの財政危機と欧州系銀行の国債保有

代 田 純

要 旨

本稿はギリシャの財政危機と欧州系銀行によるギリシャ国債の保有構造について検討する。まずユーロ圏を最適通貨圏として見ると不安定要因を抱えている。ついで、ギリシャの財政に注目し、ギリシャ国債の起債条件を見ると、発行価格の低下やクーポンの上昇から、すでに2007年から財政にとって負担が増加していた。2007年以降の金融危機によってギリシャ国債の利回りは上昇しており、2009年の政権交代と財政赤字上方修正が背景のすべてではない。

ギリシャの財政構造において、歳入では直接税の比重が低く、歳出においては公務員給与、年金の比重が高い。また義務的経費としての国債利払い費増加が今後数年予測され、人件費や年金など裁量的経費の削減が財政再建計画の鍵となっている。

ギリシャの国内銀行は、ストレステストで不合格行があったうえ、不良債権も増加している。このため独仏を中心とする海外銀行に資金面で依存し、国債保有でも海外銀行が中心となっている。独仏など海外銀行のギリシャ国債保有は、ほとんどが銀行勘定（満期保有）であり、ストレステストの対象外とされた。

仮にギリシャ国債の価格低下、もしくは利払い遅延等が発生すると、独仏など海外銀行には深刻な損失が予測される。この最悪シナリオを回避するためには、IMF や EU の支援を前提としても、ギリシャの財政再建が計画どおり進展することが必要となる。

目 次

- | | |
|--------------------|------------------|
| I. はじめに | III. ギリシャの財政収支構造 |
| II. ユーロ圏とギリシャの財政危機 | 1. 税収の構造 |
| 1. 最適通貨圏としてのユーロ圏 | 2. 歳出と利払い |
| 2. ギリシャ財政危機と国債償還問題 | 3. 公務員給与と年金の削減 |
| | 4. 財政再建計画 |

IV. ユーロ圏の銀行を取り巻く環境

1. ユーロ圏の銀行と国債保有
2. ギリシャ国内銀行と不良債権の増加
3. ギリシャ国内銀行のバランス・シート

V. 独仏への資金依存と国債保有

1. BIS統計とギリシャ向け債権
2. 独仏系銀行と国債保有の開示

VI. まとめに代えて

I はじめに

ギリシャの財政危機の発端は、2009年10月に、中道右派の新民主主義党（カラマンリス党首）から、中道左派の全ギリシャ社会主義党（パパンドレウ党首）へと選挙により政権が交代し、財政赤字の対GDP比率が上方修正されたことであった。前政権によると、2008年の財政赤字対GDP比率は3%台（2009年1月発表）であったが、新政権によって同年の財政赤字同比率は7.7%まで上方修正（2009年10月発表）された。さらに2009年の財政赤字同比率は12.7%へ引き上げられ、ユーロ圏の財政協定による3%の4倍以上に達した。¹⁾ また同時に、米ゴールドマン・サックスと通貨スワップにより、財政赤字を実態よりも良くみせていた疑惑も生じた。2001年、ゴールドマンは将来のギリシャ税収を担保に数十億ドルを貸し付け手数料も得たが、他方ギリシャ政府はこれを借入として計上せず、通貨スワップとして計上した、という。²⁾

しかもギリシャの2009年財政赤字同比率は2010年4月に入り、13.6%へさらに引き上げられた。図表1は、ユーロ圏12カ国平均とギリシャの財政赤字同比率を示している。12カ国の同比率は、2003年に-3.1%まで悪化するものの、2007年には-0.6%まで改善していた。しかし、2009年には-6.3%まで再び悪化した。

これは、2007年からの金融危機によって、金融システムへの公的資本注入などが実施され、財政支出が増加したことが一因であろう。日本銀行も指摘するように、金融セクターのリスクが、公的部門に移転し、公的部門のリスクとなった。³⁾

他方、ギリシャではもともと財政赤字が大きかった。ギリシャは2002年からユーロを導入したが、2004年には-7.5%まで赤字比率が拡大した。2006年に-3.6%まで赤字比率は縮小したが、2007年以降は急速に赤字が拡大していった。ギリシャでは、銀行への公的資本注入などがさほど大きいわけではないので、金融危機による景気低迷、社会保障関係の支出増加などが要因と見られる。

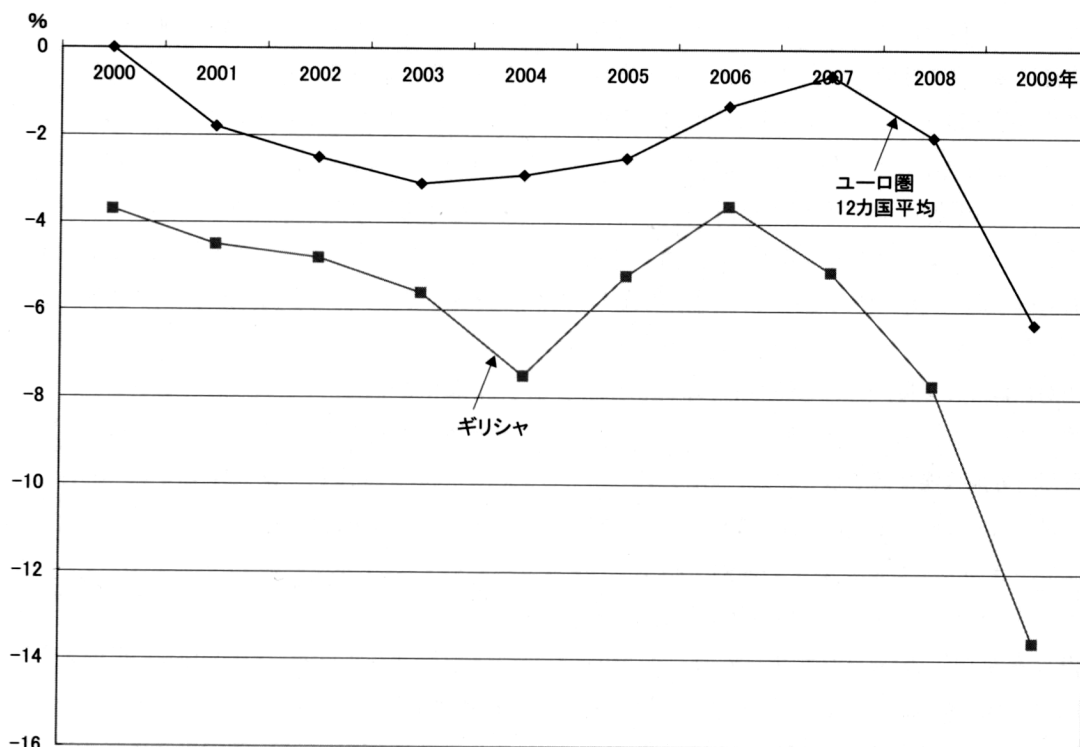
こうした財政危機を契機として、ギリシャだけではなく、独仏などユーロ圏における銀行の国債保有が注目されることとなった。以下、本稿ではギリシャにおける財政収支の状態、財政再建の展望、ギリシャを含むユーロ圏における銀行と国債保有等について検討する。

II. ユーロ圏とギリシャの財政危機

1. 最適通貨圏としてのユーロ圏

もともと最適通貨圏の観点から見た場合、現在のユーロ圏には、かなりの疑問符がついてい

図表1 財政赤字の対 GDP 比率



(出所) Eurostat (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu>)から作成。

る。最適通貨圏の第一条件は、構造的に同質ということ、具体的には景気やインフレの格差が発生しにくいことである。しかし、2010年5月現在、失業率はオーストリアで4%、スペインで19.9%、アイルランドで13.3%、ポルトガルで10.9%と大きく拡がっている。これは景気や雇用の面で同質とは言い難い状況である。最適通貨圏の第二条件は、構造が異なっているにもかかわらず、景気やインフレの格差を調整する機構が備わっていることで、具体的には次の3点となる。①生産要素（資本・労働）の移動性が強いことである。資本の移動性については、EU統合やユーロ導入により、直接投資が増加し、域内（ドイツ・オランダ等）多国籍企業の対外投

資が進んだので、問題はない。しかし、労働の移動性については、上記のように、各国の失業率には大きな格差があり、大きく問題がある。やはり言語や生活習慣等の面で、ユーロ圏内で労働力移動が促進されているとは言い難い。②物価・賃金の伸縮性が高いことである。しかし、ギリシャでは名目インフレ率を労働コスト上昇率が超えており、労働コストによるコスト・プッシュ・インフレの側面が否定できない。ギリシャでは、2004年に労働コスト指数上昇率は8.9%であり、名目インフレ率3%を大幅に超過していた。また、2008年にも、労働コスト指数上昇率は13.6%であり、名目インフレ率4.2%を10ポイント程度上回っていた。⁴⁾③財

政による公的な所得移転が整っていることである。これは財政による所得移転（日本での地方交付税交付金や補助金が、中央政府から地方政府への所得移転として、地域間での所得平準化に寄与していることを想起されたい。）によって、単一通貨圏での経済格差が是正されることを意味している。しかし、まずEU共通財政は加盟国GDPの1%程度の規模であり、量的に制約されている。さらに、2004年に中東欧10カ国が加盟して以降、EU共通財政による南欧諸国（スペイン、ギリシャ、ポルトガル等）への所得再分配機能は低下している。⁵⁾

以上のように、最適通貨圏の条件から見た場合、現状のユーロ圏は多くの問題を抱えている。さらに今回のユーロ危機の背景として、軽視できないことは、ユーロ導入時におけるECBの政策金利、ならびにその決め方である。1999年から金融市場でユーロ流通開始、2002年から一般レベルでもユーロ流通開始であった。このユーロ導入時に、テラー・ルールからかなり乖離した低水準で、ECBの政策金利がスタートした。ドイツ連銀の政策金利を引き継いだため、2002年には3.25%（レポ金利）でECBの政策金利が始まった。さらに2003年6月からは2%まで低下した。しかし、ギリシャにおける2000年のインフレ率（都市部）は10.6%、同じく2001年も14.4%と高く、また銀行貸出金利も1998年には15.27%、1999年も13.6%であった。⁶⁾ こうした高インフレ率、高金利国にECBの政策金利が低金利で適用された。

ECB政策金利の急低下に後押しされ、銀行貸出は増加し、南欧における住宅価格は2007～2008年まで上昇した。またギリシャにおいても、銀行貸出のうち、建設業向け貸出は2006年

から2008年にかけて、前年比増加率30～40%増という伸びであった。⁷⁾ しかし2008年後半から金融危機の影響で、住宅価格は下落する。これによりギリシャなど南欧における銀行の不良債権は急速に増加した。後述するように、ギリシャの国内銀行も不良債権比率が高く、国債保有先としては脆弱で、結果として海外の銀行や投資家に依存せざるをえなかった面もあろう。国内銀行の不良債権増加は、ギリシャなどの景気を悪化させた。こうして、現在のギリシャ財政危機とユーロ危機の背景として、ユーロ導入時のECB政策金利、銀行貸出増加、住宅価格の上昇と下落が深く関連している。

2. ギリシャ財政危機と国債償還問題

すでに述べたように、ギリシャの財政赤字対GDP比率は2009年に13.6%まで悪化した。単純に財政赤字が拡大したのではなく、2010年に償還（満期）を迎える国債が多く、その国債の現金償還、もしくは借り換えが可能なのか、市場から懸念された。図表2は、2007～2008年に発行された国債の満期構成を示している。2007年において、発行された国債のうち、3年債は15億ユーロ、5年債は78億ユーロで、合計93億ユーロであり、発行国債合計375億ユーロの約25%に達していた。また短期の財務省証券が15.7億ユーロあり、財務省証券だけで全体の4.2%であった。10年以上の長期債は266億ユーロと過半を占めたが、短期・中期債の比率も高かった。2007年に発行された3年債は、2010年に償還期を迎え、償還が懸念された国債の一部となった。

2007年には10年債が4回起債されたが、いずれもクーポン（表面利率）は4.3%であった。1月と4月の入札では、落札平均価格は99円台

図表2 国債発行の年限別 内訳
(100万ユーロ, %)

	2007		2008	
国債タイプ		構成比		構成比
財務省証券	1,574	4.2	1,874	4.3
債券	35,958	95.8	41,515	95.7
3年	1,508	4	9,890	22.8
5年	7,804	20.8	5,822	13.4
7年				
8年			5,600	12.9
10年	11,266	30	8,439	19.4
15年	6,926	18.5	3,457	8
23年	3,470	9.2	3,966	9.1
30年	3,984	10.6	3,741	8.6
50年	1,000	2.7	600	1.4
合計	37,532	100	43,389	100

〔出所〕 Bank of Greece, *Monetary Policy 2008 ~ 2009*, p.108から作成。

であった。しかし7月の3回目の入札では、平均落札価格は95.822（最低落札価格は95.76, テールは0.062）であり、利回りベースではかなり上昇した。⁸⁾したがって、2007年からすでに長期債の起債環境は悪化していた。

2008年に発行された国債総額は、434億ユーロと前年の2008年よりも約60億ユーロ増加したが、満期構成としては、短期・中期の比率が上昇した。まず3年債が99億ユーロで前年よりも大幅に増加し、全体の23%となった。また5年債も58億ユーロとなり、3年債との合計は157億ユーロで全体の36%に上昇した。また財務省証券発行も18.7億ユーロで全体の4.3%に達した。財務省証券、3年債、5年債を合計した短期・中期債の比率は、2007年には29.2%であったが、2008年には40.3%に上昇した。2008年には金融危機の影響から、長期金利が上昇し、長

期債の起債が困難になったと見られる。

2008年には10年債は3回起債されたが、クーポン（表面利率）はいずれも4.6%で、2007年よりも上昇していた。さらに第1回入札による落札平均価格は99.278であったが、3回目の10月には落札平均価格は98.005、最低落札価格は97.926（テールは0.079）まで低下した。また2008年には5年債は3回起債されたが、表面利率はいずれも4%台であった。しかし入札結果はギリシャ財政にとって好ましいものではなく、最低落札価格は第1回（3月）には99.679であったが、第2回目（6月）には94.904まで低下した。また第3回目（9月）にも96.501であった。2008年に5年債発行は増加したが、その起債条件は財政にとって厳しくなっていた。⁹⁾

2009年に入ると、財務省証券では入札発行方

式が継続したが、債券（3年以上）では入札発行が中止され、すべてシンジケート方式となった。3年債は2009年に2月と5月に起債されたが、いずれもシンジケート方式で、クーポンは4.3%に上昇した（発行価格は額面に近い）。5年債は同じく1月と4月に起債されたが、クーポンは5.5%に上昇し、10年債も3月と6月に起債されたが、クーポンは6%に上昇した。このように見てくると、2009年10月に政権交替があり、財政赤字の対GDP比率が上方修正される以前から、ギリシャでは国債の起債状況が悪化していたことがわかる。

2010年に国債発行は4月にあり、7年債が50億ユーロ、クーポン5.9%、発行価格99.428で発行された。シンジケートの幹事（Lead Manager）は、アルファ銀行（Alpha Bank）、エンポリキ銀行（Emporiki）、ING、バンカメ・メリル（BofA-ML）、ソシエテ・ジェネラル（SG CIB）であった。格付けはA2（ムーディーズ）、BBB+（S&P）、BBB+（Fitch）であり、投資適格の最低水準であった。¹⁰⁾

2009年秋の政権交替と財政赤字拡大以前から、国債の起債環境が悪化していた背景は、世界金融危機で「質（安全性）への逃避」が起これ、ドイツの国債価格が上昇した一方、ギリシャ国債の価格低下と利回り上昇が発生したことであった。2008年秋からユーロ圏では金融危機による景気減速予測が台頭し、さらにドイツなど高格付け国債が買われた。ドイツの10年物国債流通利回りは2008年年央には4.5%程度あったが、年末には3%程度まで低下した。他方、ギリシャの10年物国債流通利回りは2008年年央には5.5%程度あり、秋にかけ一時的に低下したものの、年末から2009年にかけて6%程度まで上昇した。同時に、単に利回りが上昇し

ただけではなく、ギリシャ国債の売買代金も2008年には急減し、2007年前半における月間売買代金30億ユーロから、2008年後半には5億ユーロ以下へ減少した。流動性の面からも、ギリシャ国債は敬遠されたと見られる。ギリシャ国債の流通利回り上昇は、発行コスト上昇をもたらした。2007年の平均発行コスト4.42%は、2008年には4.63%へ上昇した。¹¹⁾

Ⅲ. ギリシャの財政収支構造

1. 税収の構造

国債発行は財政収支逼迫の結果である。そこでギリシャの財政収支について見ておきたい。図表3は、IMFが作成したギリシャ一般政府財政の見通しである。2009年の場合、歳入が875億ユーロあり、歳出（利払い除く）が1,079億ユーロある。このためプライマリーバランス（基礎的収支）が204億ユーロの赤字であり、これに利払いが加わり、総合収支は323億ユーロの赤字となっていた。結果として、すでに述べたように、財政赤字の対GDP比率は-13.6%となっている。

歳入に関して、ギリシャの場合、税収別の収入内訳等の統計が公表されていないようである。比較的、内訳が公表されている統計によると、2008年の一般政府税収合計が480億ユーロで、生産・輸入への課税が289億ユーロ（対GDP比率12.1%）、所得・資産への課税が185億ユーロ（同7.7%）、資本税が6億ユーロ（同0.3%）となっている。¹²⁾「生産・輸入への課税」とは、付加価値税など間接税と見られ、EU27カ国平均でも対GDP比率は2008年現在で13%台である。しかし「所得・資産への課

図表3 一般政府の財政収支見込み (単位:10億ユーロ,%)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
歳入	87.5	93.5	91.3	90.3	92.4	91.7	93
歳出 (利払い除く)	107.9	99.1	102.3	102.7	104.7	102	102.6
プライマリー収支	-20.4	-5.6	-1.8	2.4	7.4	14.2	15.2
利払い	11.9	13	15.2	17.1	18.9	20.4	20.3
総合収支	-32.3	-18.6	-17	-14.7	-11.5	-6.2	-5.1
債務残高	273.5	307.5	324.6	339.4	350	349.5	348.7
財政赤字対 GDP 比	-13.6	-8.1	-7.3	-6.2	-4.7	-2.5	-2
債務残高対 GDP 比	115.2	133.3	139.4	143.6	144	139.5	134

[出所] IMF, *IMF Country Report No.10/286*, p.28から作成。

税」も EU27カ国平均で13%台である。¹³⁾したがってギリシャの場合、EU 平均に比較しても、所得・資産課税の比率が低い。これは新聞報道でもしばしば指摘されるように、ギリシャでは所得捕捉などのインフラが不十分と推定される。

IMFによると、2009年における中央政府財政の普通会計 (Ordinary Budget) 税収は505億ユーロで、うち直接税は214億ユーロ、間接税は283億ユーロ、その他8億ユーロとなっている。直接税の中心は所得税であるが、166億ユーロの税収で、うち個人所得税 (PIT) は109億ユーロ、法人所得税 (CIT) は34億ユーロとなっている。¹⁴⁾法人税が所得税に含まれているうえ、上述のように法人を中心として所得税の比重が低い。もともと製造業など産業の付加価値が小さく、企業からの税収が期待できない。ギリシャの産業別付加価値を見ると、最大の産業は流通 (Distribution & Trade) であるが、それでも2006年に付加価値額は223億ユーロで、ドイツの10分の1程度である。またギリシャの全産業従業員数は約260万人であるが、従業員数10名未満の企業による雇用が58%を占

めており、担税力は期待できない。¹⁵⁾ギリシャの財政危機の一因は、所得税 (法人税を含む) など直接税による税収が不十分なことであろう。

2. 歳出と利払い

歳出面では、図表3が示すように、利払いを除く歳出で1,079億ユーロ (2009年、以下同じ) あり、プライマリー・バランスで204億ユーロの赤字、ここに利払いが119億ユーロ加わり、総合収支では323億ユーロの赤字であった。利払い額も小さくはないが、財政における利払い額は近年減少傾向にあった。一般政府利払い額が一般政府歳入に占める比率は、1999年には18.2%あったが、傾向的に低下し、2007年には10.2%まで低下した。ギリシャのユーロ加盟に伴う、金利低下効果であろう。2009年には13.1%、2010年には15%まで上昇したと見られるが、ユーロ加盟前に比べれば、低いのである。¹⁶⁾2009年現在の国債残高のうち、固定金利分が90%程度あり、2000年に変動金利分が30%あったことに比較すれば、固定金利発行が増加している。¹⁷⁾しかし、このことは2009年以降国

債のクーポンが上昇しているため、将来、利払い額が増加することを暗示している。図表3でも、IMFは2015年に利払い額は203億ユーロと、倍増を予想している。

利払い額が2015年までに倍増と予想されるなかで、総合収支の赤字をユーロ基準の3%以内へ縮小することが求められている。図表3においても、財政赤字の対GDP比率は、2014年に-2.5%、2015年には-2%と予想(目標としての期待値)されている。このためには、プライマリー・バランスを根本的に改善する必要がある。プライマリー・バランスの改善のため、まず歳入は875億ユーロ(2009年)から930億ユーロ(2015年)へ増収、また歳出は1,079億ユーロ(2009年)から1,026億ユーロ(2015年)へ削減すると、IMFは予想(目標としての期待値)している。

3. 公務員給与と年金の削減

2009年の中央政府支出合計は836億ユーロであったが、投資的支出96億ユーロ等を除くと、普通会計の支出は703億ユーロであった。このうち、利払いは123億ユーロであるため、利払い以外の普通会計支出は580億ユーロであった。このうち、公務員給与と年金で252億ユーロ、保険・健康関係で176億ユーロであった。¹⁸⁾ 簡潔に言えば、利払いを除く、普通会計の支出は公務員給与、年金、社会保障で428億ユーロであり、これら3つの費目で74%を占めていた。普通会計の削減を進めようとするれば、年金・公務員給与の削減が避けて通れない課題となる。

現在、ギリシャ政府はIMFの方針で、年金改革として、①所得代替率(現役被用者の所得に対する年金の比率)を平均で75%から60%へ引き下げ②早期退職の制限(年金受給はすべて

の被用者が60歳でのみ開始できるようにする)③通常の退職年齢を平均寿命に合わせて引き上げ④年金額をインフレ調整、といった方向で進めている。¹⁹⁾

②早期退職の制限で、60歳でのみ開始、ということに奇異を感じる読者もあろう。しかし、実際のところ、ギリシャでは60歳以下でも従来、完全な年金受給が可能であった。「バシア・フェレーミは28歳になったばかりで、現在アテネで美容師をしているが、現在の法律では、彼女の仕事が健康を害する職業と見なされ、50歳で完全な年金を受給する権利を有して退職できる。」²⁰⁾とインターナショナル・ヘラルド・トリビューン紙は報じている。同紙によると、580の職業で、女性50歳、男性55歳の早期退職と完全な年金受給権が認められている。労働組合との団体交渉で、政府は70万人の被用者(被用者の14%)に早期退職を認めており、現在ギリシャの平均退職年齢は61歳で、欧州では最も低い。危険な職業には、テレビやラジオの司会者も含まれ、その理由は、マイクに細菌のリスクがあるため、という。さらに年金の所得代替率が75%であったため、多くのギリシャ人は60歳前に退職し、現役時代の75%にあたる年金を得ている、という。²¹⁾

また歳出における公務員給与の比率が高いわけだが、その一因は国有企業が多いことにある。銀行部門でも、ギリシャ農業銀行(Agricultural Bank Of Greece、ストレステストで不合格となったEU7行のうちの1行)の77%を国が出資(株式保有)しているほか、郵便銀行(Post Bank)に34%、Bank of Attikaに39%を出資している。鉄道、航空などは100%政府出資となっている。²²⁾

図表4 2010年の財政再建計画 (100万ユーロ, %)

歳入		収支効果	GDP 比
	付加価値税増税	800	0.3
	燃料税増税	200	0.1
	たばこ税増税	200	0.1
	アルコール税増税	50	0
歳出			
	公的部門・ボーナス削減	-1,100	0.5
	中間消費	-700	0.3
	最高額年金削減	-350	0.1
	連帯手当	-400	0.2
	年金削減 (イースターボーナス等)	-1,500	0.6
	公共投資削減	-500	0.2
合計		5,800	2.5

〔出所〕 IMF, *Staff Report on Request for Stand By Arrangement*, p.83から作成。

4. 財政再建計画

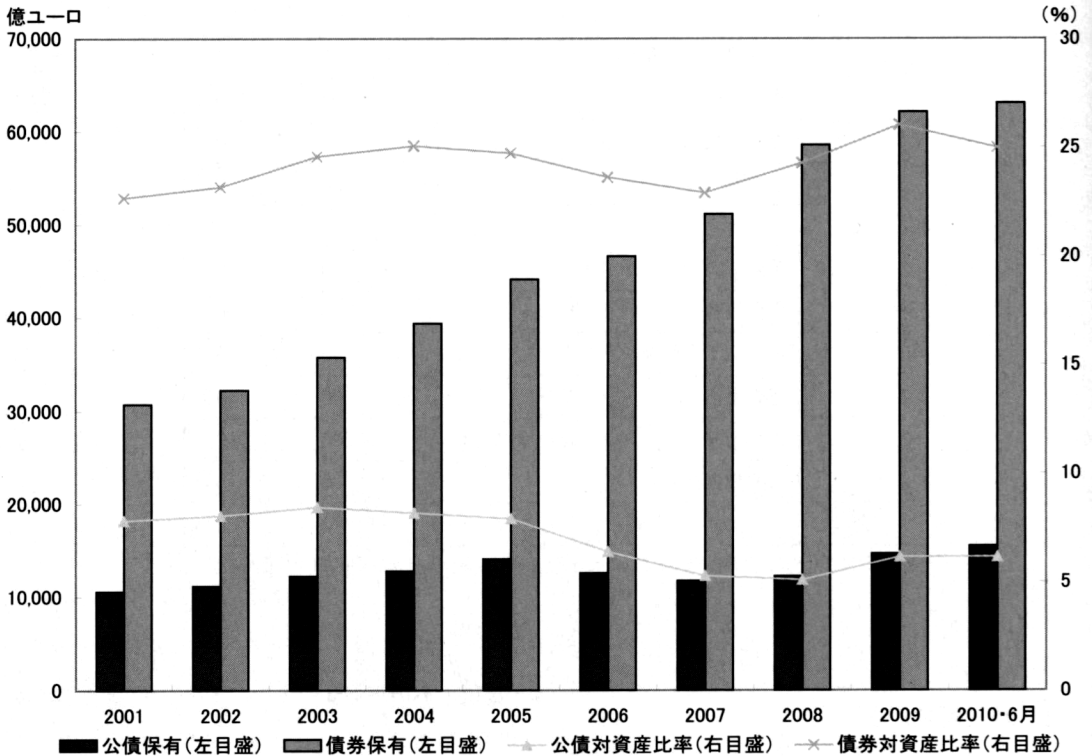
こうしたなかで、財政再建計画は間接税の増税、公務員給与・年金の削減が中心となっている。図表4は、2010年の財政再建計画における主要な措置を示している。まず歳入面では、付加価値税の増税（基本税率を21%から23%へ、軽減税率を10%から11%へ引き上げ）で8億ユーロの増収、燃料税の増税2億ユーロ、たばこ税増税で2億ユーロ、アルコール税で5,000万ユーロ増収となっている。合計で12.5億ユーロの増収が計画されている。2009年における中央政府財政の総合収支は約319億ユーロの赤字、プライマリー収支（利払い除く）で約196億ユーロの赤字であるから、²³⁾ プライマリー収支赤字の6%程度にあたる。2011年からは、増税が本格化すると見られ、高収益企業への特別課徴金6億ユーロや、グリーン課税3億ユーロ等が予定されている。²⁴⁾ しかし、全体として、間

接税中心の増収策となっており、直接税の増税は限定的である。これは、すでに指摘したように、従来からも所得税や法人税のインフラが整備されていないため、早急には増収効果が期待できないためであろう。

他方、歳出面では公務員給与や年金削減が中心となっている。2010年では公務員のボーナスや手当削減で11億ユーロ、年金削減で15億ユーロそれぞれ歳出削減が予定されている。ギリシャでは、年金支給にも、イースター、夏、クリスマスにはボーナス加算があったようで、この加算部分の削減が予定されている。ただし歳出面の削減は2010年が中心であり、2011年以降は公務員給与や年金の削減額が縮小する。しかし2012年には公企業への補助金削減15億ユーロ等が予定されている。

2010年には、歳入面で12.5億ユーロの増収、歳出面で45.5億ユーロの削減により、合計45.5億ユーロの赤字削減が予定されている。2010年

図表5 ユーロ圏銀行の債券・公債保有



〔出所〕 ECB, Monthly Report 各号から作成。

8月末時点で、総合収支赤字が149億ユーロで、前年同期比65億ユーロ縮小となっており、²⁵⁾ 図表3で見た2010年の総合収支見込186億ユーロの赤字にはほぼ沿う状態となっている。

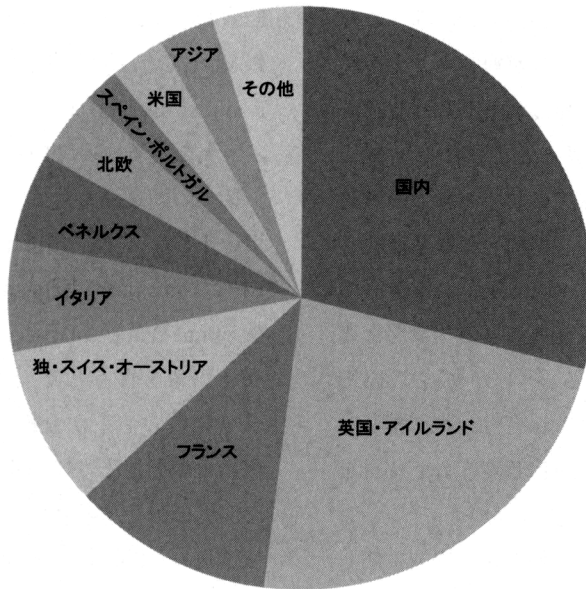
IV. ユーロ圏の銀行を取り巻く環境

1. ユーロ圏の銀行と国債保有

図表5は欧州中央銀行(ECB)の月報に掲載されている、ユーロ圏の銀行による債券保有、対資産比率である。第一の特質として、債券保有額が傾向的に増加している。2001年に

は、ユーロ圏の銀行による債券保有額は3兆769億ユーロであったが、2010年6月には6兆3052億ユーロまで増加した。この結果、債券の対資産比率も上昇しており、2001年には同比率は22.7%であったが、2009年には26%まで上昇した。構造的な貸出難のなかで、銀行の資産構成で有価証券の比率が上昇している。債券には、公債以外の社債や各種の債券が含まれており、ABS(資産担保証券)やMBS(不動産担保証券)など証券化商品の保有増加も反映されていると見られる。第二に、公債(国債、地方債等)保有額も増加している。2001年には公債保有額は1兆598億ユーロであったが、2010年6月には1兆5,509億ユーロに増加した。債券

図表6 ギリシャ国債の保有構造



〔出所〕 Hellenic Republic Ministry of Finance, Public Debt Management Agency, <http://www.pdma.gr>

保有額が2001年から2010年にほぼ倍増したことに比べ、増加率は50%と緩やかであるが、増加したことに変わりはない。ただ公債の対資産比率は2001年に7.8%あったが、2008年に5.1%まで低下し、その後2010年に6.1%へ上昇した。2008年までの比率低下は、公債以外の債券保有（証券化商品等）増加が著しかったためと見られる。他方、2008年から2010年にかけての公債比率の上昇は、金融危機による証券化商品の価格下落等で、証券化商品の保有を抑制したこと、BIS自己資本比率規制の強化で公債への選好が強まったこと等に起因すると見られる。

またこの点に関連して、ECBが月報のなかで、銀行による公債保有増加について指摘している。ECBによると、欧州の大規模商業銀行(LCBGs)による公債保有増加率はリーマンショック以降上昇しており、2009年7月以降、

年率10%を超えた。金融危機以降、欧州ではイールド・カーブ（金利の期間構造を示す、利回り曲線）がスティープ化（垂直に近づく、短期金利の低下、長期金利の上昇）しており、短期調達・長期運用の利鞘がとりやすい。また短期で調達し、長期で運用する、キャリー・トレードの増加ももたらしている。しかしこうした傾向は銀行に金利リスクの増加をもたらす、と指摘している。²⁶⁾

以上のように、ユーロ圏全体としては、銀行の債券保有、国債保有が増加している。他方、ギリシャの国債保有構造については、確実かつ詳細なデータは存在していない。図表6は、ギリシャの債務管理庁がホームページ上に公表していたデータであるが、2010年9月以降、消去された模様である。このデータによると、国内で29%が保有されており、イギリス・アイルラ

ンドで23%、フランスで11%、ドイツ・スイス・オーストリアで9%となっている。このデータでは、国内による保有が約3割と高めに評価されている。しかし他のデータとは相違がある。例えば、ECBによると、ギリシャ国債の約90%は非居住者に保有されており、中央銀行・非金融法人が5%弱、国内金融機関が約5%と推計されている。このECBによる推計ではギリシャは、最も非居住者による国債保有比率が高い国とされている。²⁷⁾したがってECBのデータでは、国内による保有は、約1割ということになり、ギリシャ債務管理庁のデータを大きく下回る。

この他にも、ギリシャ国債の保有構造に関して推計がなされている。例えば、英エコノミスト誌は、ギリシャ国債2年物の流通利回りが2010年4月以降16%程度まで上昇し、ドイツ国債2年物とのスプレッド（利回り格差）が15%程度まで拡大したことを指摘したうえで、ギリシャ国債の保有について推計している。エコノミストは海外によるギリシャ国債の保有額を1,060億ユーロとしている（2009年末現在）。うちイギリスが70億ユーロ、アメリカが80億ユーロ、ユーロ圏合計で760億ユーロとなっている。ユーロ圏では、フランスが340億ユーロ、ドイツが200億ユーロ、オランダが50億ユーロ、その他ユーロ圏が170億ユーロとなっている。²⁸⁾結局、現状ではギリシャ国債の保有構造については、データのバラツキが大きく、確定的な評価はできない。

2. ギリシャ国内銀行と不良債権の増加

まずギリシャの国内銀行の状態を明らかにしておく。図表7はギリシャの主要銀行の財務指標である。ランキングはTier1の資本額による

が、総資産に対するTier1比率で見ると、EFG Eurobank Ergasias（EFGグループはスイスの銀行として第3位）が4.71%、Agricultural Bank of Greeceが3.1%、Emporiki Bankが2.02%と低くなっている。

第一の問題点として、クレディ・スイスのレポートによると、Alpha Bankが28億ユーロ、EFG Eurobank Ergasiasが65億ユーロ、National Bank of Greeceが179億ユーロのギリシャ国債を保有していると推計される。ギリシャ国債の値下がり率（Assumed Haircut、担保掛目の引き下げであるが、値下がりと同意）を50%と仮定すると、同順で14億ユーロ、32.5億ユーロ、89.5億ユーロの損失が予想される。株主資本が同順で53.7億ユーロ、43億ユーロ、81億ユーロであり、株主資本比での損失は26%、76%、110%になる。²⁹⁾EFG Eurobank Ergasiasも株主資本の76%という損失が予想されているが、National Bank of Greeceも株主資本の110%という損失が予想されている。

第二の問題点として、近年、ギリシャの銀行は国内よりも海外への投融資に積極的であった。特に南東欧と呼ばれる地域で、具体的にはポーランド、ブルガリア、ルーマニア、セルビア、ウクライナからトルコに至る欧州の南東地域である。この地域にギリシャの銀行は3000もの支店を開設し、150億ユーロ以上を投資している。こうした南東欧への進出と貸出増加により、ギリシャの銀行はファンディング・ギャップ（貸出－預金）が拡大しており、外部からの資金調達に迫られてきた。³⁰⁾

第三の問題点として、ギリシャの銀行は外部資金調達として、ECBのレポ取引に依存してきたが、ギリシャ国債の格付け引き下げは大きな障害となるリスクであった。2010年4月に

図表7 ギリシャの主要銀行

(100万ドル, %)

国内ランク	世界ランク		Tier1 資本	総資産	Tier1 比率	税前利益	BIS 比率	不良債権比率
1	100	National Bank of Greece	8,708	141,738	6.14	2,696	10.3	na
	100		10,937	163,392	6.69	2,147	11.3	5.4
2	112	Alpha Bank	6,999	90,842	7.7	871	12	3.9
	115		8,527	100,282	8.5	723	13.2	5.7
3	外銀子会社	EFG Eurobank Ergasias	5,383	114,408	4.71	1,138	10.4	na
			7,892	121,425	6.5	566	12.7	6.7
4	170	Piraeus Bank	4,156	76,395	5.44	537	9.9	3.56
	164		4,900	78,213	6.27	413	9.84	5.08
5	外銀子会社	—————	—	—	—	—	—	—
		Marfin Popular Bank	3,341	60,264	5.54	288	11.5	6.1
6	548	Emporiki Bank	845	41,794	2.02	-551	na	na
	外銀子会社		2,509	29,429	8.52	-799	na	na
7	530	Hellenic Postbank	905	20,735	4.36	4	8.59	0.87
	330		1,854	25,873	7.16	67	17.1	1.22
8	431	Agricultural Bank of Greece	1,230	39,630	3.1	21	8.58	na
	338		1,819	47,318	3.85	-604	9.17	na
9	781	Attica Bank	451	6,291	7.16	23	11.2	5.53
	584		818	7,576	10.8	18	18.1	5.96
10	850	Probank	358	4,418	8.11	40	10.85	3.8
	758		499	5,374	9.28	43	na	na
11	外銀子会社	Geniki Bank	350	6,913	5.06	-31	na	na
			452	6,960	6.49	-153	9.73	na

〔出所〕 *The Banker*, July 2009, p229 July 2010, p231から作成

(注) 上段は、2008年12月決算。

下段は、2009年12月決算。Marfin は2009年12月期に合併。

は、S&Pがギリシャ国債の格付けをトリプル B プラスから、ダブル B プラスに引き下げたが、これはギリシャ国債により ECB のレポ取引から資金調達していた、ギリシャの銀行には深刻な問題となった。結局、ECB はレポ取引の適格基準（格付け）について、ギリシャ国債について当面、適用外と5月に発表した。

しかしギリシャの銀行の資金調達問題は継続しており、主要行で2012年までの2年間で120億ユーロの負債を借り換える必要がある。これは、金利スプレッドが変わらないと仮定しても、主要な4行だけでも4～5億ユーロのコスト上昇をもたらし、2009年1～9月における利

益の20%にあたる。³¹⁾

第四に、2010年7月に公表されたストレステストで、ギリシャの Agricultural Bank of Greece が不合格となり、また Piraeus Bank が「かろうじて合格 (Just scraped through)」となった。ストレステストでは、GDP 成長率や金利について仮定をおき、さらにギリシャ国債が23% 価格低下、ポルトガル国債14% 価格低下、スペイン国債12% 価格低下、イギリス国債10% 価格低下といった仮定で、銀行の自己資本等への影響が試算された。³²⁾ このストレステストは売買勘定 (trading book) の有価証券に値下がり率 (haircut) を仮定することで、国債

デフォルトを処理しており、問題が多い。³³⁾ それでもスペインの5行とならび、ギリシャの銀行も不合格となった。Agricultural Bank of GreeceはストレスシナリオでのTier1資本比率が4.36%、Piraeus Bankは6%であった。Piraeus Bankはストレステストの公表と同時に、11億ユーロの増資とAgricultural Bank of GreeceとHellenic Postbankの買収計画を発表した。³⁴⁾

公式のストレステストは欧州銀行監督委員会(CEBS)によるものであったが、売買勘定の国債だけを対象とし、銀行勘定の満期保有分を除外したことに特徴(あるいは問題)があった。³⁵⁾ シティバンクはCEBSとは別に、満期保有分を含むストレステストの結果を試算したが、EFG EurobankがストレスシナリオでのTier1資本比率5.7%、同じくNBGが2.8%、Piraeusが2.7%、Hellenic Postbankが-0.6%、Agricultural Bank of Greeceが-3.8%と5行が不合格であった。

第五に、図表7においても、不良債権比率の上昇が見てとれる。第二位のAlpha銀行の場合、2008年12月期の不良債権比率は3.9%であったが、2009年12月期には5.7%へと上昇した。第四位のPiraeus銀行の場合も、同じく3.56%から5.08%へ悪化した。ギリシャの商業銀行の貸出全体における不良債権は、2004年には約7%であったが、2007年には4.5%程度まで低下したが、2008年から反転し、2009年12月には7.7%に上昇した。特に消費者ローン(Consumer loans)については不良債権比率が上昇し、2009年12月には13.4%まで上昇した。これは税負担増加や失業率上昇に起因すると指摘されている。³⁶⁾

ギリシャにおける銀行の貸出先内訳を見る

と、消費者ローンは構成比が2000年における9.3%から2009年には14%へ上昇しており、ギリシャの銀行が消費者ローンを増加させていることがわかる。一方、企業向け貸出は同じく70.5%から47.5%へ低下しており、ギリシャにおいても企業向け貸出が伸び悩んでいる。他方、住宅ローンは18.8%から35%へと著しく上昇しており、ギリシャにおいても住宅関連が2000年以降伸びたことがわかる。³⁷⁾ 全体として、消費者ローンは構成比が14%台であるにしては、相対的に不良債権比率が高いと言える。

2010年3月には全体の不良債権比率は8.2%まで上昇し、消費者ローンでは14.7%へ上昇した。ただし同時に、カバレッジ・レシオ(不良債権引当率)は2005年には60%以上あったが、2009年6月には約40%まで低下した。³⁸⁾ しかし2010年3月には42.8%まで上昇した。傾向的には、不良債権の発生に対し、不良債権の処理(引当金計上)が追いつかない状況にある。

3. ギリシャ国内銀行のバランス・シート

図表8は、ギリシャの銀行のバランス・シートにおける資産構成を、2001年から見たものである。第一に、金融危機や財政危機にかかわらず、総資産額は増加している。総資産額は2001年に2,125億ユーロであったが、2007年に3,913億ユーロ、そして2010年には5,227億ユーロへと増加している。第二に、貸出については、2001年から2008年までは増加したが、2009年には減少した。しかし2010年には再び、2,737億ユーロへ増加した。2008年までの増加は、住宅ローンや消費者ローンの増加に起因すると見られる。2010年における貸出増加は、不確定要因が多いものの、失業増加や所得減少により消費

図表8 ギリシャの銀行の資産構成

(100万ユーロ, %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
貸出 ①	81,779	95,084	110,019	127,638	147,764	167,359	199,348	220,595	213,867	273,679
債券(小計) ②	46,339	48,478	45,454	45,422	54,147	60,098	65,406	80,488	95,433	77,304
国債 ③	42,108	40,477	31,747	27,871	31,446	29,660	23,678	23,676	33,649	43,727
ユーロ圏債券④	2,073	4,026	5,944	4,459	5,792	6,024	7,849	7,669	7,031	5,449
その他海外債券⑤	1,415	3,066	5,095	7,174	7,152	10,340	14,944	27,878	35,684	26,771
株式 ⑥	12,201	9,993	9,306	9,057	9,898	13,815	17,274	16,321	18,957	19,376
合計 ⑦	212,481	212,397	229,056	246,005	286,044	321,018	391,327	464,525	491,915	522,709
貸出/資産比率①/⑦	38.5	44.8	48	51.9	51.7	52.1	50.9	47.5	43.5	52.4
債券/資産比率②/⑦	21.8	22.8	19.8	18.5	18.9	18.7	16.7	17.3	19.4	14.8
国債/資産比率③/⑦	19.8	19.1	13.9	11.3	11	9.2	6.1	5.1	6.8	8.4
株式/資産比率⑥/⑦	5.7	4.7	4.1	3.7	3.5	4.3	4.4	3.5	3.9	3.7
ユーロ圏/債券④/②	4.5	9.9	13.1	16	10.7	10	12	9.5	7.4	7
その他/債券⑤/②	3.1	6.3	11.2	15.8	13.2	17.2	22.8	34.6	37.4	25.1

[出所] <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/money/default> から作成。

[注] 国債, ユーロ圏債券, その他海外債券は債券の内数。合計はその他を含む。各年年末現在だが, 2010年は8月末。

者ローンなどが増加している可能性がある。第三に、債券については、2002年における22.8%をピークとして、2007年には16.7%まで低下した。これは主として、国債の資産における比率低下に起因しており、2001年における19.8%から2008年には5.1%まで低下した。しかし2008年以降、国債の比率は上昇し、2010年には8.4%となった。これは図表5で見たユーロ圏の銀行と共通し、金融危機以降、質への逃避が起こったため、と見られる。債券全体も2008年から2009年にかけて、比率でも絶対額でも増加したが、2010年には減少した。2010年における債券の減少は、国債に起因するのではなく、ユーロ圏以外の海外債券の減少に起因している。ユーロ圏以外の海外債券が2010年に減少した背景としては、ギリシャの銀行が国際インターバンク市場での資金調達に困難となり、ドル建て債券などを売却した可能性が考えられる。ユーロ圏以外の海外債券は、債券全体において、2001年には3.1%の構成比であったが、

2009年には37.4%まで上昇し、絶対額として国債よりも大きくなっていった。ユーロ圏以外の海外債券は2009年に357億ユーロあったが、2010年には268億ユーロと、89億ユーロ減少しており、急速に売却されている。

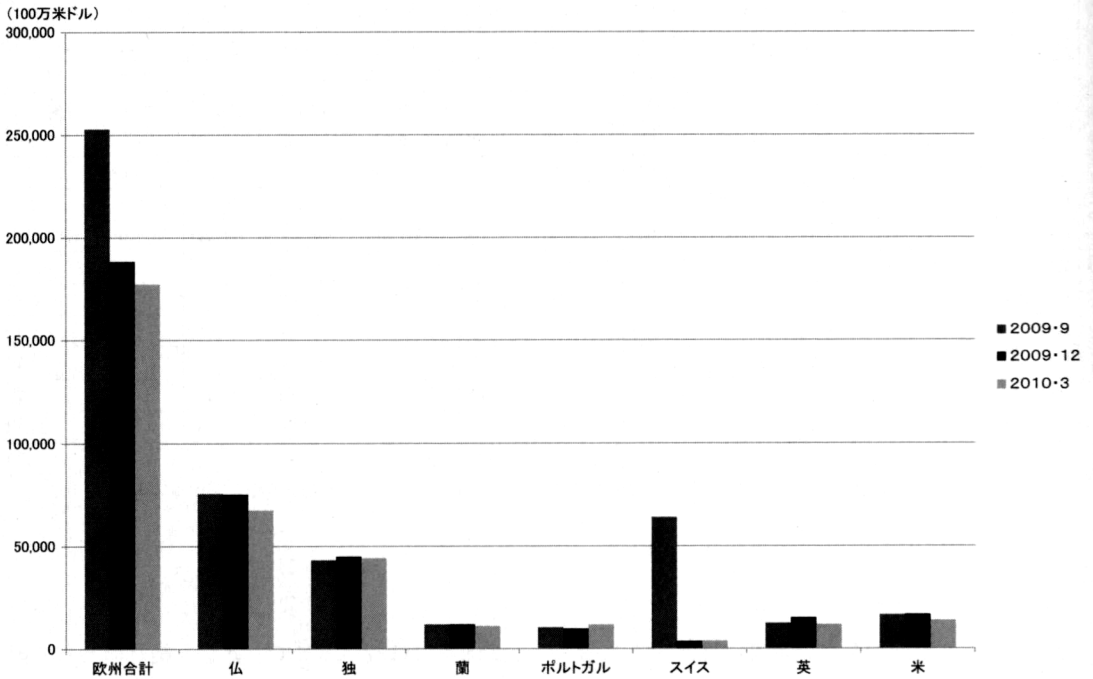
以上から言えることは、ギリシャ国債の国内銀行による保有シェアは確定的なデータは存在しないものの、総合的に見て、国内銀行の財務状態は良好ではなく、国債保有主体として期待できなかった。したがって、ギリシャ国債の保有先として、独仏などEUの銀行に依存せざるをえなかった。

V. 独仏への資金依存と国債保有

1. BIS統計とギリシャ向け債権

ギリシャの銀行は、ギリシャの国債消化先としては、十分ではなかった。これは、もともとギリシャでは家計の貯蓄率が低いことも一因と

図表9 ギリシャへの貸付債権



〔出所〕 BIS, *Quarterly Review*, March 2010, September 2010から作成。

見られる。EU27カ国平均で貯蓄率(対家計可処分所得比)は11~12%であるが、ドイツで15~16%、フランスで14~15%である。しかし他方、ギリシャの貯蓄率は1~2%であり、EU加盟国のなかでも最低水準である。また、2010年にはギリシャの銀行から預金引き出しも増加した。ギリシャの銀行の負債構造において、預金の比率は2007年に63%あったが、2009年上半期末には60%へ低下した。他方、負債において、ECBからの信用供与は2005年において1%に過ぎなかったが、2009年上半期末には12%まで上昇した。³⁹⁾

こうした国内金融機関の状況からして、海外資金への依存が高かった。しかし、2009年秋以降、ギリシャへの海外からの資金は急速に自国へ還流している。2009年9月に、ギリシャへの

海外資金残高は3,026億ドルあったが、2009年12月には2,362億ドルまで、664億ドルが3ヶ月間で減少した。さらに2010年3月には2,237億ドルとなり、また125億ドルが減少した。合計して、半年で789億ドルの減少である。

ギリシャへの海外資金の中心は欧州である。図表9はBIS統計によるギリシャへの海外からの貸付債権を示すが、欧州からの資金は2009年9月に2,528億ドルであったが、12月には1,886億ドル、2010年3月には1,776億ドルと、半年で752億ドル減少した。世界からギリシャへの資金減少は、ほぼ欧州からの資金減少に起因している。

ギリシャへの貸付債権(証券を含む)が最も大きい国は、フランスである。2009年9月にフランスはギリシャに755億ドルの債権があった

が、2010年3月には674億ドルに減少した。しかし依然として、フランスがギリシャへの最大の債権国である。図表7で第11位にランクされている、Geniki銀行は仏ソシエテ・ジェネラル(SG)の子会社で、SGが54%を出資している。⁴⁰⁾ また同じく第6位にランクされている、Emporiki銀行は仏クレディ・アグリコール(CA)の子会社であり、CAは2009年に7,500億ユーロを投じて、Emporikiを買収した。このように、フランスはギリシャと深い経済関係にある。⁴¹⁾

ギリシャへの貸付債権で第二位は、2009年9月まではスイスであった。2009年9月には対ギリシャ債権は640億ドルあったが、2009年12月には36億ユーロまで600億ドル以上減少した。2010年10～12月の期間で、スイスはギリシャ向け債権を約600億ドル減少させ、回収したことになる。図表7の第三位にランクされるEFG Eurobank Ergasiasはスイス系銀行であり、スイスもギリシャとの関係が深い。2009年10月から12月の3ヶ月間は、ギリシャで新政権が誕生し、旧政権による財政赤字の下方修正が発表された時期である。この時期にスイス系銀行がギリシャ国債を売却した可能性、貸付を回収した可能性が考えられる。ギリシャへのスイスからの貸付債権減少との関係で、スイス中央銀行が2010年5月に、対ユーロで為替介入を実施したことは注目される。スイス中央銀行は5月に外貨準備高を730億ドルほど増加させており、ユーロを買い、スイスフランを売却した。⁴²⁾ ユーロ建てのギリシャ国債をスイス系銀行が売却したため、為替レートがユーロ安・スイスフラン高になり、これを是正するために為替介入した可能性も否定できない。スイスフランの対ユーロ為替レートは、2009年7月には1ユーロ

=1.52スイスフランであったが、2010年5月には1.42スイスフランとなり、6月には1.38スイスフランまで上昇した。⁴³⁾

スイスが減少させて以降、ドイツがギリシャ向け債権で第二位となった。ドイツのギリシャ向け債権は2009年9月には432億ユーロあり、同年12月に450億ユーロに増加したが、2010年3月には442億ユーロへ減少した。ドイツのギリシャ向け債権は相対的には絶対額として変化していない。この他、オランダ、ポルトガルなどがドイツに続いている。BISのデータによると、イギリスは2009年12月に150億ドル、2010年3月には117億ドルへ減少している。図表6はギリシャ債務管理庁のデータに基づくが、イギリスのシェアが過大評価されている可能性がある。

2. 独仏系銀行と国債保有の開示

図表10はドイツ・フランス・ギリシャの主要銀行による各国(主要国のみ)国債の保有額を示している。EUで実施されたストレステストにより、自主的に開示されたデータである。ストレステストでは、各銀行の国債保有額は開示されず、各銀行の自主性に委ねられた。このため、例えばドイツ最大の銀行であるドイツ銀行などは公表していない。

図表10から言えることは、第一にほとんどの銀行の国債保有は銀行勘定(満期保有)がほとんどであり、売買勘定(一時的保有)はわずかである。図表10で上段の数値から、下段の数値(銀行勘定である満期保有分)を差し引いた額が売買勘定である。バイエルン州銀行の場合でも、ドイツ国債(粗ディスクロージャー)を326億ユーロ保有しているが、280億ユーロが銀行勘定(満期保有)であり、売買勘定(一時的

図表10 ドイツ・フランス・ギリシャの銀行と国債保有

(100万ユーロ)

	ドイツ	ギリシャ	スペイン	ポルトガル	イギリス	イタリア	フランス
バイエルン州銀行	32,607	198	697	3	803	632	148
	27,987	198	689	3	803	622	134
コメルツ銀行	42,800	2,900	3,600	1,100	2,400	10,000	1,300
	38,600	2,900	3,600	1,100	2,400	10,000	600
デカ銀行	12,071	148	570	890	0	392	298
	5,733	97	382	250	0	72	86
DZ 銀行	20,404	1,195	5,190	1,320	10	3,260	866
	18,557	936	4,745	1,007	0	2,942	269
HSH ノルド銀行	11,560	196	195	80	5	824	0
	10,612	196	195	80	0	741	0
ヒボ・リアル・エステート	33,702	7,913	13,811	3,741	9,451	37,364	8,007
	33,552	7,894	12,749	3,357	9,407	36,451	7,747
LBBW	64,029	1,444	4,212	2,243	214	4,032	2,454
	55,745	1,357	4,095	2,086	24	3,571	2,302
ベルリン州銀行	18,263	438	183	0	0	439	462
	18,240	393	183	0	0	439	462
ヘッセン・チュービンゲン	20,999	88	1,831	163	129	387	214
	15,250	78	1,583	85	129	215	44
ノルド・ドイツ州銀行	40,481	197	857	460	0	1,880	417
	38,436	197	832	434	0	1,880	417
ウエスト州銀行	10,028	399	1,047	1,741	17	1,626	710
	6,463	97	548	161	0	11	98
WGZ 銀行	29,813	583	1,197	623	0	1,527	388
	28,604	566	1,197	623	0	1,527	388
Piraeus 銀行		8,306					
		7,233					
NBG	110	19,756				4	60
	110	18,142				4	60
アルファ銀行		5,070					
		4,913					
ATE (ギリシャ農業銀行)		10,187					
		9,520					
クレディ・アグリコール		854	2,286	1,478			
		350	2,057	1,463			
ソシエテ・ジェネラル		4,225	901	404			
		2,450	748	109			
BNP パリバ		5,005	3,021	2,526			
		4,805	3,021	2,147			

[出所] 各銀行ホームページ, *Financial Times* 等から作成。

[注] 上段が Gross Exposure, 下段が銀行勘定 (満期保有)。

空欄はギリシャは保有なし。フランスは不明。

保有)は46億ユーロでしかない。問題は、EUのストレステストは売買勘定だけをリスク評価の対象とし、銀行勘定(満期保有)を除外したことである。コメルツ銀行はギリシャ国債を29億ユーロ保有しているが、リスクゼロと評価されている。仮にギリシャ国債がデフォルトした場合、銀行勘定であるか、売買勘定であるか、基本的には関係しない。銀行に元利償還が無いことに変わりはない。またデフォルトしなくとも、国債価格が大幅に低下した場合、銀行勘定であっても評価損を計上する必要があるだろう。

第二に、ギリシャ国債の保有額が多い銀行としては、ドイツではコメルツ銀行の29億ユーロ、DZ銀行の12億ユーロ、ヒボ・リアル・エステートの79億ユーロが目立つ。ギリシャの銀行としては、NBG(ギリシャ・ナショナル銀行)が198億ユーロ、Piraeus銀行が83億ユーロ、ギリシャ農業銀行が102億ユーロ、アルファ銀行が51億ユーロとなっている。またフランスの銀行では、クレディ・アグリコールが8.5億ユーロ、ソシエテ・ジェネラルが42億ユーロ、BNPパリバが50億ユーロとなっている。

図表7が示すように、ギリシャのNBGのTier1資本が2009年年末現在、109億ユーロである。198億ユーロのギリシャ国債エクスポージャーがあるが、うち181億ユーロが銀行勘定(満期保有)であり、EUのストレステストでは評価から除外された。差額(198-181=17)の17億ユーロだけが売買勘定としてリスク評価され、ギリシャ国債は23%価格下落と仮定されたので、約4億ユーロの損失に過ぎない。Tier1資本は109億ユーロから105億ユーロに減少するだけであり、ストレステストに当然合格

するであろう。しかし銀行勘定(満期保有)分をリスク評価に含めると、一挙に100億ユーロ近い損失が予想され、NBGではTier1資本を超過する可能性が考えられる。欧州の銀行は依然として、薄氷を踏む状態にあると見られる。

VI. まとめに代えて

ギリシャでは2011年から2014年にかけて毎年300億ユーロ程度といった高水準の国債満期償還を迎える。⁴⁾ IMFとEUによるギリシャ支援融資は総額1,100億ユーロ(3年間)とされているが、この国債満期償還を見込んだ金額と推定される。⁴⁾ しかし、これもギリシャの自助努力を前提としており、ギリシャの財政再建が計画どおり進まない場合、再び国債の償還・借り換え問題が浮上しよう。その場合、IMFとEUの追加支援策が課題となる可能性が否定できないところである。ギリシャの財政再建が進捗するか、否か、に今後はかかっているといえる。

グローバル化の進展は、一国的な福祉国家を根幹から揺るがすことを、今回の事態は白日のもとにさらすこととなった。単一通貨ユーロの導入によって、ギリシャはグローバル化への統合という選択をしたが、それは同時に福祉国家を離脱し、財政赤字の圧縮も余儀なくされることを意味した。グローバル化への対応と、福祉政策の維持という困難な課題がEU諸国に突きつけられている。

注

- 1) *International Herald Tribune*, February 4, 2010.
- 2) *International Herald Tribune*, February 15, 2010.
- 3) 『金融市場レポート』, 日本銀行, 2010年7月, p6.
- 4) 統計データは特に断らない限り、Eurostatによる。
- 5) 詳細は、代田純, 『欧州経済の現状と対日株式投資の動向』, 『証券レビュー』, 2010年10月号, 表6を参照さ

- れたい。2004年に中東欧諸国10カ国がEU加盟して以降、EU共通財政の再分配は、中東欧向けに強まっており、南欧向けは弱まっている。中東欧はドイツ語圏でもあり、ドイツの影響力が強いが、南欧は銀行の債権関係からもフランスの影響力が強い。今回のギリシャ問題にも、EU共通財政からの所得移転減少が関連していると見られる。
- 6) Bank of Greece, *Monetary Policy 2008-2009*, February 2009, p132.
 - 7) Bank of Greece, *Monetary Policy 2008-2009*, February 2009, p98.
 - 8) Hellenic Republic Ministry of Finance, Public Debt Management Agency, Issuance Calendar-Syndication and Auction Results, <http://www.pdma.gr>
 - 9) Hellenic Republic Ministry of Finance, Public Debt Management Agency, Issuance Calendar-Syndication and Auction Results, <http://www.pdma.gr>
 - 10) Hellenic Republic Ministry of Finance, Public Debt Management Agency, Issuance Calendar-Syndication and Auction Results, <http://www.pdma.gr>
この2010年の7年債入札発行において、募集額50億ユーロに対し、応募額は62億ユーロにとどまったことが指摘されている。ギリシャ国債の借り換えが懸念されている。
The Economist, London, April 10, 2010, p71.
 - 11) Bank of Greece, *Monetary Policy 2008-2009*, February 2009, pp106-107.
 - 12) Ministry of Finance, *Update of the Hellenic Stability and Growth Programme, Including an Updated Reform Programme*, Athens, January 2010, p58.
 - 13) Eurostat, *Europe in Figures, Eurostat yearbook 2010*, p117.
 - 14) IMF, *Staff Report for the First Review Under the Stand-By Arrangement, Supplementary Information*, September 8, 2010, p3.
 - 15) Eurostat, *Europe in Figures, Eurostat yearbook 2010*, p360.
 - 16) シティ・グループ証券レポート、「ムーディーズ、ギリシャをA2に引き下げ」, 2009年12月25日, p5。
 - 17) Hellenic Republic Ministry of Finance, Public Debt Management Agency, Composition by type of interest, <http://www.pdma.gr>
 - 18) IMF, *Staff Report for the First Review Under the Stand-By Arrangement, Supplementary Information*, September 8, 2010, p3.
 - 19) IMF, *Staff Report on Request for Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 10/110, May 2010, p13.
 - 20) *International Herald Tribune*, March 13・14, 2010.
 - 21) *International Herald Tribune*, May 22・23, 2010.
年金の所得代替率については、異なる評価もあり、ギリシャの所得代替率は93.6%という評価もある。*Financial Times*, July 30, 2010.
 - 22) Ministry of Finance, *Update of the Hellenic Stability and Growth Programme, Including an Updated Reform Programme*, Athens, January 2010, p53.
 - 23) Bank of Greece, Central Government Net Borrowing Requirement on a cash basis: January-April 2010, <http://www.bankofgreece.gr/>
 - 24) IMF, *Staff Report on Request for Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 10/110, May 2010, p59.
 - 25) Bank of Greece, Central Government Net Borrowing Requirement on a cash basis: January-August 2010, <http://www.bankofgreece.gr/>
 - 26) European Central Bank, *Financial Stability Review*, June 2010, p98.
 - 27) European Central Bank, *Financial Stability Review*, June 2010, p67.
 - 28) *The Economist*, London, May 1, 2010, p66.
 - 29) Credit Suisse, Fixed Income Research, *Investment Themes Beyond Greece*, 28 April 2010.
 - 30) *The Banker*, November 2008, p64.
 - 31) *The Banker*, March 2010, p 66.
 - 32) *Financial Times*, July 24・25, 2010.
 - 33) *The Economist*, July 17, 2010, p15.
 - 34) *Financial Times*, July 26, 2010.
 - 35) *Financial Times*, July 27, 2010.
 - 36) Bank of Greece, *Financial Stability Report*, July 2010, p6.
Bank of Greece, *Monetary Policy 2008-2009*, February 2009, p113.
 - 37) IMF, *Staff Report on Request for Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 10/110, May 2010, p31.
 - 38) Bank of Greece, *Interim Financial Stability Report*, December 2009, p39.
 - 39) Bank of Greece, *Interim Financial Stability Report*, December 2009, p33.
 - 40) *Financial Times*, May 6, 2010.
 - 41) *Financial Times*, May 13, 2010.
 - 42) <http://www.snb.ch/ext/stats/akziwe/pdf>
 - 43) <http://www.snb.ch/ext/stats/akziwe/pdf>
 - 44) Hellenic Republic Ministry of Finance, Public Debt Management Agency, Maturity Profile, <http://www.pdma.gr>
 - 45) *International Herald Tribune*, October 29, 2010.
International Herald Tribune の報道によると、ユーロシユタット (Eurostat) から統計の専門家がギリシャに送り込まれており、2009年の財政赤字対GDP比率は8.1%から8.9%へ、2010年についても13.6%から15.5%へ修正される可能性がある、という。

(駒澤大学経済学部教授
・当研究所客員研究員)