

政府の累積債務問題と証券市場の機能低下

——ギリシャのケース——

土 田 陽 介

要 旨

本稿は、ギリシャの証券市場が持つ実体経済への資源配分機能が変化していった過程を時系列的に分析することを通じて、同国政府の累積債務問題が証券市場に与える影響を考察した。

第一段階（09年10月～11年）では、証券市場が、累積債務問題の悪化を受けて、政府と銀行による資金貸借の場としての役割を強めたことを確認した。そして証券市場が本来担う資源配分機能が、累積債務問題の悪化を受けて著しく低下したことを指摘した。続く第二段階（12年～14年）では、証券市場の実体経済に対する資源配分機能の回復が債券市場では進まなかったものの、株式市場ではその萌芽が見られたことを確認した。そして累積債務問題が小康状態を保つことができたなら、回復の動きのすそ野が債券市場にも広がった可能性があったと指摘した。さらに第三段階（15年～現在）では、政治不安の中で再燃した累積債務問題を受け、株式市場を中心に回復しつつあった証券市場の資源配分機能が再度低下することを余儀なくされたと評価した。

以上を総括し、累積債務問題下のギリシャで生じた証券市場の機能低下のプロセスは、経済通貨同盟（EMU）による危機対応策が構成国の経済の現状との間で動学的不整合性を持つことを端的に物語る事例であったと位置付けた。そうした不整合性のために、EMUに属している経済の方が、EMUに属していない経済よりも、累積債務問題に伴う証券市場の機能低下が一段と深刻になる可能性があることを指摘した。

目 次

- | | |
|----------------------------|--------------------------|
| I. はじめに | IV. 累積債務問題の再燃と証券市場（第三段階） |
| II. 累積債務問題の悪化と証券市場（第一段階） | V. ギリシャ証券市場の機能低下と政策対応 |
| III. 累積債務問題の小康化と証券市場（第二段階） | VI. まとめ |

I. はじめに

ギリシャにおける政府部門の累積債務問題は、2009年10月に発覚した財政統計の改ざんに端を発する¹⁾が、それは同国の証券市場にも著しい悪影響を与えた。一例として、有価証券発行額残高の対 GDP 比率の動きから、証券市場による実体経済への資源配分機能がどう変化したかを確認すると、同比率は11年第4四半期に190.0%にまで上昇した後、翌12年第1四半期には134.1%にまで下振れした(図表1)。このことは、欧州連合(EU)と国際金融基金(IMF)による第二次金融支援(12年3月)が実施された際に、内外の民間債権者によって国債の損失処理(Private Sector Involvement, PSI)が行われた影響を反映した動きである。事実、長期債発行額残高の対 GDP 比率を見ると、この間に164.1%から105.6%へと急低下した。そして国債の発行額残高は、2,614億ユーロから1,352億ユーロへと半減した。その後も累積債務問題が好転しない中で、有価証券発行残高の対 GDP 比率は16年末で70.9%と、直近の最高水準である11年末(190.0%)の半

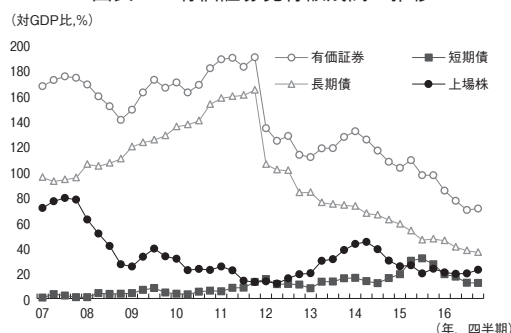
分未満の水準まで低下することになった。

経済と金融の関係は相互補完的であると同時に、また相互抑制的でもある(奥田・三重野, 2008)。09年以降続くギリシャの政府部門の累積債務問題は、証券市場が本来持つ実体経済への資源配分機能を低下させる方向に働いた。そして証券市場の機能低下がまた、ギリシャの経済成長を著しく阻害したと考えられる。さらに政府部門の累積債務問題が深刻化するにつれて、ギリシャの証券市場は構造的な変化も迫られた。この経験的事実を帰納的に把握しかつ分析することは、いわゆる「経済通貨同盟(Economic and Monetary Union, EMU)」の下で統一通貨を用いる経済が同様の問題に苛まれた時に、採り得る政策対応の可能性を探る上での一助となるだろう。つまり本稿の関心は、政府部門の累積債務問題をギリシャの証券市場、つまり債券市場と株式市場による金融仲介機能の変化という観点から分析することに置かれている²⁾。

ギリシャ政府の累積債務問題を受けた証券市場の動きは、本稿執筆現在(17年5月末)まで、概ね3つの段階に分かれるものと考えられる。すなわち第一段階は、財政統計改ざん発覚後から第二次金融支援までの期間(09年10月～11年)であり、政府部門の支払能力が急速に低下する時期である。続く第二段階は、第二次金融支援開始から急進左派連合(SYRIZA)政権成立までの期間(12年～14年)であり、累積債務問題が一時的に小康化した時期に相当する。そして最後の第三段階が、累積債務問題が再燃した SYRIZA 政権成立から現在までの期間(15年～本稿執筆現在)である。

以下本稿では、証券市場が持つ実体経済への資源配分機能が変化していった過程を時系列的

図表1 有価証券発行額残高の推移



[出所] ギリシャ中央銀行(Bank of Greece)及びギリシャ国立統計局(ELSTAT)

に分析することを通じて、政府の累積債務問題が証券市場に与える影響を考察していく。構成は以下の通りであり、まず次節で第一段階の、続く第Ⅲ節で第二段階の、そして第Ⅳ節で第三段階の証券市場の動きを観察し、さらに第Ⅴ節においてEMU下で生じた政府部門の累積債務問題が構成国の証券市場に与えた影響を、当局、特に欧州中央銀行（ECB）の政策対応の観点から考察し、最後に全体の総括を行う。

Ⅱ．累積債務問題の悪化と証券市場（第一段階）

この期間（09年10月～11年）は、政府の累積債務問題が急速に悪化し、経済全体の支払能力（ソルベンシー）が著しく低下した時期に相当する。

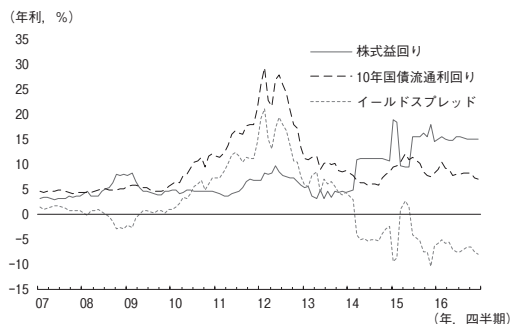
冒頭で述べたように、ギリシャの累積債務問題は、09年10月に財政統計の改ざんが発覚したことを受けて顕在化した。返済能力の低下を嫌気した投資家が国債を投げ売りするなど信用不安が深刻化する中で、長期金利（10年国債流通利回り）が急ピッチで上昇するようになった（図表2）。10年5月にEUとIMFによる第一次金融支援³⁾の実施が決定したものの、政治情

勢の緊迫化もあって信用不安は落ち着かず、中銀によると、最悪期に当たる11年12月の長期金利（月中平均値）は21.1%という異例の高水準に達した⁴⁾。一方で、代表的な株価指標であるアテネ総合指数の株式益回り⁵⁾は、一貫して4%台半ばで推移した。この期間、同指数の下落率が76.7%に上っていたにもかかわらず、株式益回りが一定であったということは、信用不安が表面化する前の株式価格が、相当程度過大評価されていた（つまりバブル状態にあった）ことを意味していると考えられる。これらの結果、長期金利と株式益回りの差分であるイールドスプレッドもまた上昇が続いた。

以上の経緯を踏まえた上で有価証券の発行状況を確認すると、09年から11年の間の有価証券発行残高は4,000億ユーロ前後で推移した（図表3）。もっともその構成には大きな変化が生じており、具体的には上場株の発行残高が789億ユーロから268億ユーロに減少した。反面で、長期債の発行残高は3,046億ユーロから3,397億ユーロに、また短期債の発行残高は110億ユーロから270億ユーロにそれぞれ増加した。この動きに伴い有価証券発行残高の構成比率は、上場株が20.0%から6.8%へと低下した反面で、長期債が77.2%から86.3%へ、短期債が2.8%から6.9%へとそれぞれ上昇した。一連の動きは、累積債務問題の中で、証券市場による主な取引対象が株式から債券へとシフトしたことを良く物語っている。

当期において長期債の発行を強化した主体は、何よりもまず政府部門であった。景気悪化に伴う歳入不足を補う観点などから、09年の長期国債の発行残高は2,722億ユーロと前年よりも342億ユーロ増加し、この間の長期債発行残高の増加分（384億ユーロ）の相当部分を占め

図表2 イールドスプレッドの推移



〔出所〕 アテネ証券取引所及びBank of Greece

図表3 有価証券の発行状況（2007～16年）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
有価証券発行総額 ¹⁾	77.1	104.0	119.1	109.0	74.3	78.0	113.9	83.4	143.0	6.3
短期債	26.0	49.4	49.3	22.6	49.3	68.9	54.9	60.6	118.7	6.2
長期債	40.5	54.0	65.6	83.0	21.9	8.9	28.9	14.1	13.0	0.0
上場株	10.6	0.7	4.3	3.4	3.2	0.2	30.1	8.8	11.4	0.0
有価証券発行純額 ¹⁾	31.4	33.4	44.6	68.5	8.5	-80.1	11.6	-13.9	2.0	-3.5
短期債	0.6	6.6	2.1	2.0	13.4	-6.2	7.8	-0.0	18.8	-1.3
長期債	21.0	27.3	38.6	63.2	-6.5	-73.6	-26.2	-22.5	-28.1	-2.1
上場株	9.7	-0.5	3.9	3.3	1.7	-0.2	30.1	8.6	11.3	-0.1
有価証券発行残高 ¹⁾	404.4	340.3	394.5	410.0	393.4	216.3	229.8	191.5	170.7	125.0
短期債	2.3	8.9	11.0	13.6	27.0	20.7	28.5	28.5	47.3	21.5
長期債	220.9	266.2	304.6	345.7	339.7	159.3	132.4	110.1	82.2	63.7
上場株	181.2	65.3	78.9	50.7	26.8	36.3	68.8	53.0	41.2	39.8
発行残高の構成比率 ²⁾										
短期債	0.6	2.6	2.8	3.3	6.9	9.6	12.4	14.9	27.7	17.2
長期債	54.6	78.2	77.2	84.3	86.3	73.6	57.6	57.5	48.2	51.0
上場株	44.8	19.2	20.0	12.4	6.8	16.8	30.0	27.7	24.1	31.9

(注) 1) 10億ユーロ

2) %

〔出所〕 Bank of Greece

た（図表4）。もっとも、第一次金融支援の実施合意を受けて政府の長期債発行に制約がなかったため、10年の発行残高は2,769億ユーロと前年から47億ユーロの増加に留まり、さらに11年は2,605億ユーロへ減少した。

代わって増加したのが、MFI（Monetary Financial Institution）こと預金取扱金融機関（つまり銀行）による長期債の発行であった。カバードボンドなどに代表される長期の銀行債の発行残高は、09年から10年の間に63億ユーロから644億ユーロと10倍以上も増加し、翌11年は748億ユーロに達した。当時の銀行部門は、金融不安を受けて預金流出が深刻化していたことに加えて、国債が格下げされてECBの適格担保要件から一時的に外れたために、流動性問題が深刻化していた。こうした中でギリシャ政府は、10年11月、銀行の資金繰りを支えるために300億ユーロの保証を付与し、銀行債の発行を支えることになった⁶⁾。

他方で、その他金融機関による債券の発行は

停滞し、その長期債発行残高は09年から11年の間、62億ユーロから43億ユーロへと減少した。

また非金融法人企業（企業）による長期債（長期社債、殆どが転換社債）の発行も低迷し、その残高は200億ユーロから1億ユーロにまで激減した。この間の起債事例を確認すると、10年には投資会社であるMIG（Marfin Investment Group）Holdingsなどの4社が長期社債を発行したものの、11年には家電大手G.E. DIMITRIOUの1社のみであった⁷⁾。なお同様のトレンドは短期債に関しても確認でき、政府部門と銀行による短期債の発行残高は増加基調で推移したものの、その他金融機関と企業の両部門の短期債発行残高は一貫してゼロであった⁸⁾。

上場株については、市況の悪化を受けて発行の減少を余儀なくされた。またそうした中でも株式を発行した数少ない企業の殆どが、信用不安と景気悪化に伴い財務体質が悪化した銀行であった。具体的には、10年は4行（アスピス銀行、エンポリキ銀行、ゼネラル銀行、ナショナル

図表4 長期債の発行状況 (2007~16年)

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
残高 ¹⁾	220.9	266.2	304.6	345.7	339.7	159.3	132.4	110.1	82.2	63.7
預金取扱金融機関	0.8	3.7	6.3	64.4	74.8	69.3	52.3	40.7	19.6	4.2
その他金融機関	6.1	6.2	6.2	4.3	4.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
非金融法人企業	13.2	18.9	20.0	0.1	0.1	1.4	2.4	1.7	1.8	2.2
一般政府	200.9	237.5	272.2	276.9	260.5	88.5	77.7	67.7	60.8	57.3
構成比率 ²⁾	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
預金取扱金融機関	0.4	1.4	2.1	18.6	22.0	43.5	39.5	36.9	23.9	6.6
その他金融機関	2.7	2.3	2.0	1.2	1.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
非金融法人企業	6.0	7.1	6.6	0.0	0.0	0.9	1.8	1.5	2.2	3.5
一般政府	90.9	89.2	89.3	80.1	76.7	55.5	58.7	61.5	74.0	89.9

(注) 1) 10億ユーロ

2) %

〔出所〕 Bank of Greece

図表5 短期債の発行状況 (2007~16年)

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
残高 ¹⁾	2.3	8.9	11.0	13.6	27.0	20.7	28.5	28.5	47.3	21.5
預金取扱金融機関	0.3	2.3	0.0	4.2	11.9	2.4	13.6	14.0	32.4	6.6
その他金融機関	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非金融法人企業	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一般政府	2.0	6.6	10.9	9.4	15.1	18.4	15.0	14.5	14.9	14.9
構成比率 ²⁾	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
預金取扱金融機関	11.8	25.7	0.1	30.6	44.1	11.4	47.5	49.0	68.5	30.6
その他金融機関	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非金融法人企業	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一般政府	88.2	74.2	99.8	69.4	55.9	88.6	52.5	51.0	31.5	69.3

(注) 1) 10億ユーロ

2) %

〔出所〕 Bank of Greece

ル銀行)が、翌11年は3行(農業銀行、ゼネラル銀行、ピレウス銀行)が増資を行った⁹⁾。株式新規公開(IPO)に限っては、09年に1件だけ行われた後、強烈な下げ相場の中で見送られる事態が続いた。

つまり当期において、ギリシャの証券市場は、累積債務問題の急速な悪化を受けて、实体经济に対する金融仲介機能を弱めた。その一方で、政府と銀行による資金貸借の場としての役割を強めることを余儀なくされたわけである。

Ⅲ. 累積債務問題の小康化と証券市場 (第二段階)

この期間(12年~14年)は、政府の累積債務問題が次第に落ち着き、景気もようやく底を打った時期に相当する¹⁰⁾。

政府の累積債務問題の悪化に歯止めがかからない中で、ギリシャの長期金利は12年2月、29.2%まで上昇した。こうした事態を受けてEUとIMFは、12年3月、第二次金融支援の実施で合意した。それと同時に、政府の累積債務問題を軽減するためにPSIが実行された。

この措置に伴い、12年の名目 GDP との対比で 19.4% に相当する 377.3 億ユーロの損失負担を、銀行部門は余儀なくされた¹¹⁾。その後も長期金利は政治不安を受けて高水準で推移したが、同年 6 月の再選挙で新民主主義党 (ND) の A・サマラス (Antonis Samaras) 首相の続投¹²⁾が決まり、既往の緊縮路線が踏襲される目安がついたため、ようやく低下することになった。長期金利は 14 年 9 月に 5.9% と、統計改ざん問題が発覚した直後の 09 年 12 月以来の低水準になり、信用不安は徐々に落ち着いた¹³⁾。

実体部門では、悪化が続いた景気がようやく底を打つことになった。つまり実質 GDP 成長率が 12 年には 7.3% 減、13 年には 3.2% 減とマイナス幅を徐々に縮小させ、14 年になると同 0.7% 増と 7 年ぶりにプラスに転じた。緊縮策の成果を受けて、経常収支の赤字幅も 12 年から 14 年の間、2% 台前半という低水準に留まった。つまり、経済全体の支払能力の悪化にも歯止めがかけられ、持ち直しの萌芽がうかがえるようになったわけである。こうした環境の下で株価を見ると、アテネ総合指数が 12 年の 717 ポイントを底に反発し、13 年が 1,004 ポイント、14 年が 1,133 ポイントと、株価の上昇が続いた。また株式回りも 14 年になるとそれまでの 5% 台から 10% 台まで上昇し、限定的ながらも回復した景気や企業業績を反映して株価の割安感が強まった¹⁴⁾。

一連の状況を踏まえた上で有価証券の発行状況を確認すると、12 年から 14 年の間における有価証券発行残高は一進一退で推移した。つまり 12 年は 2,163 億ユーロであったものの、13 年は 2,298 億ユーロへ増加し、14 年は 1,915 億ユーロに再度減少した。この間、一貫して減少したのは長期債 (特に長期国債) であり、11 年 (3,397 億ユーロ) から 12 年 (1,593 億ユーロ) の間に

発行残高が半減した後、14 年は 1,101 億ユーロと累積債務問題が顕在化した 09 年から 3 分の 1 の水準まで減少した。反面で増加したのが短期債であり、12 年は 207 億ユーロであったが、13 年は 285 億ユーロになった。14 年の発行残高は 13 年と同水準であるものの、構成比率は 14.9% と 13 年 (12.4%) から上昇しており、証券市場における短期債の取引が相対的に存在感を高めたことがうかがえる。また上場株の発行残高は、株価の復調もあって 13 年には 688 億ユーロまで持ち直した。

長期債の発行残高の動きは、主に長期国債の減少で説明できる。その発行残高を確認すると、12 年は 885 億ユーロと、同年 2 月の PSI の影響などに伴って 11 年 (2,605 億ユーロ) から急減し、その後も 13 年が 777 億ユーロ、14 年が 677 億ユーロと推移した。加えて銀行債も減少しており、14 年の発行残高は 407 億ユーロと 12 年 (693 億ユーロ) から 300 億ユーロ程度圧縮された。またその他金融機関による長期債券の発行残高がゼロになった一方で、長期社債は増加したものの、構成比率で見れば 2% 程度と、市場における存在感は累積債務問題が顕在化する前に比べると限定的なものに留まった。

他方で短期債の動きを確認すると、取引の担い手は引き続き政府と銀行であった。14 年 4 月に 5 年債の発行を再開するまで、EU から財政再建の優先を義務付けられた政府は長期国債が発行できない状況であった。そうした中で、政府の資金繰りは短期国債の発行で賄わざるを得なかったわけである。同様に、銀行の資金繰りもまた短期資金に依存せざるを得ず、結果的に債券市場は、前期から引き続き、政府と銀行の間で行われる短期の資金貸借の場として機能することになった。長期債の発行残高が減少を余

儀なくされた分、債券市場そのものの実体経済に対する資源配分能力は、前期から一段と短期化したとも評価できる。

最後に株式に関しては、上場株が、株価の上昇を追い風に、発行残高のみならず対 GDP 比率でも44.5% (14年第2四半期) まで持ち直した。具体的に上場企業による株式発行の状況を確認すると、12年は給食大手オリンピック・ケータリングなど5社が公募増資を行うに留まった。続く13年は21社、翌14年は11社が公募増資を行ったが、発行額の殆どが4大銀行（アルファ銀行、EFGユーロバンク、ナショナル銀行、ピレウス銀行）の増資によるものであった¹⁵⁾。とはいえ14年7月には、金融支援に伴う民営化計画との兼ね合いもあり、エネルギー大手の EL.TECH. Anemos 社がギリシャの企業としては09年以来となる IPO を行うなど、株式市場が持つ実体経済への資源配分機能には、限定的ながらも回復の動きがみられるようになった。

つまり当期において、証券市場は、累積債務問題が小康化したものの、債券市場では実体経済に対する資源配分機能は回復しなかったと判断される。反面、株式市場では、その機能が回復する萌芽が見られた。言い換えれば、累積債務問題が小康状態を保つことができたならば、株式市場で先行した回復の動きが債券市場にも広がった可能性が指摘できる。

IV. 累積債務問題の再燃と証券市場（第三段階）

この期間（15年～本稿執筆現在）は、政情不安を受けて累積債務問題が再燃するとともに、その余波を受けてようやく見えてきた景気回復

の萌芽も摘み取られ、経済活動が再び停滞するようになった時期である。

15年1月の総選挙では、反緊縮を唱える左派政党である SYRIZA が世論の後押しを受けて大勝し、A・ツィプラス (Alexis Tsipras) 党首が新首相に就任した。この新政権が EU との間で金融支援の在り方に関する「瀬戸際外交」を繰り広げる中で、ECB は同年2月、金融支援のコンディショナリー達成が見通せないことを理由に、ギリシャ国債に対する特別措置（適格担保要件の緩和）¹⁶⁾ を廃するとともに、ギリシャの銀行に対する流動性の供給方法を、直接のオペレーションから同国中銀による緊急流動性支援 (Emergency Liquidity Assistance, ELA)¹⁷⁾ へと切り替えて、政策支援を事実上後退させた。

こうした経緯から累積債務問題は再燃を余儀なくされたため、長期金利も上昇に転じた。EU と IMF が金融支援の方針に関して対立を深めたこともあり¹⁸⁾、ギリシャ政府の債務不履行観測が高まる中で、長期金利は再び10%の大病を越えて推移するようになった。同年6月には、ECB が瀬戸際外交を繰り広げるギリシャ政府への事実上の「懲罰」として ELA の枠の引き上げを見送り、資金繰りに窮した銀行が休業に追い込まれたため、ギリシャ政府は資本規制の導入を余儀なくされ現金引き出しを制限した¹⁹⁾。さらに同月末になると、ギリシャ政府は IMF からの借り入れ分を返済することができずテクニカルなデフォルトに陥り、第二次金融支援は終了を余儀なくされた。

翌7月、SYRIZA 政権による指導の下、金融支援の延長に伴い EU 側が提示した追加緊縮策の実施に対する賛否を問う国民投票が行われ、圧倒的大差で拒否の意思が示された。ユー

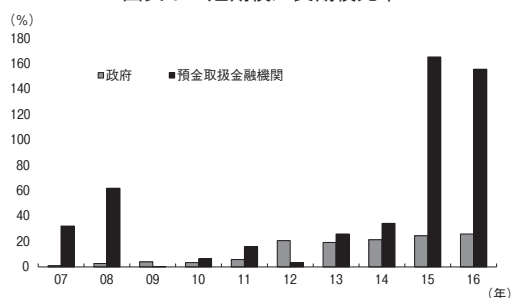
口圏離脱は避けられないとみられたが、15年7月、EUが自ら反対し続けてきた債務再編を事実上容認する形で、関係者が第三次金融支援の実施で合意した。この間のECBの野心的な金融緩和もあり、長期金利の一方的な上昇には歯止めがかかったものの、他のユーロ圏諸国と比較した場合、ギリシャ国債の利回りには大幅なプレミアムが上乘せされる状態が続いた。一方で、株式益回りが長期金利を恒常的に上回っていたために、イールドスプレッドもまたマイナス圏内で推移し、株式が国債の収益率に優る状態になった。

なお本稿執筆現在に至るまで、ギリシャの銀行の資金繰りはELAに支えられており、ECBの直接のオペの対象からは除外されたままである。また第三次金融支援も、16年10月に28億ユーロの融資が実施されて以降、第二次レビューが完了しておらず、次期の融資がいつ行われるか不透明な状態が続いている。17年7月に対GDP比率で3.5%に相当する62億ユーロ（利払いなども含めると72億ユーロ）の国債償還を控える中で長期金利にも再び上昇圧力がかかるようになり、EUとギリシャは同年2月に入り協議を重ねるようになった。さらに民意のSIRIZA離れが鮮明となる中で、17年中にも解散総選挙が行われる機運が高まり、こうした政治面での不透明感もまた、証券市場の機能回復の重荷になっていると考えられる。

ここでこの間の各債券の発行状況を確認すると、債券発行額残高は15年が1,707億ユーロと14年（1,915億ユーロ）よりも減少し、さらに16年が1,250億ユーロとさらに減少した。長期債、短期債、上場株の何れもが発行残高を減少させたものの、短期債に関しては、累積債務問題の再燃を受けて資金繰りが悪化した銀行が短

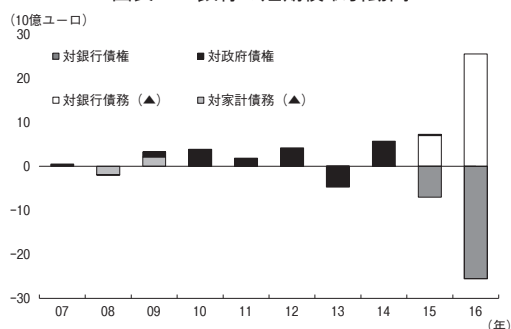
期債の発行を増やす局面もあった。すなわち、銀行の短期債発行残高は15年に324億ユーロと14年（140億ユーロ）から増加した。翌16年には66億ユーロへと減少したが、この間の銀行の短期債／長期債比率（図表6）を確認すると、15年には165.3%にまで急上昇しており、翌16年も155.7%と過去のトレンドに比べれば圧倒的な高水準が続いた。一連の動きは、銀行が預金逃避に迫られる中で、銀行が、過去に比類がない程、短期債市場での取引でその資金繰りを支えざるを得ない状況に追い込まれていたことを端的に示している。この間における銀行部門の短期証券取引の流れを資金循環統計から確認すると、14年以前は政府向け債権（短期国債）

図表6 短期債／長期債比率



(注) 発行残高ベース
〔出所〕 Bank of Greece

図表7 銀行の短期債取引動向



(注) 1) 負債は符号を逆転して表示してある。
2) 16年は第3四半期までの累計値。

〔出所〕 Bank of Greece

の動きが主体であったものの、15年以降は銀行向け債権と債務（短期銀行債）の動きが急に激しくなったことを見て取ることができる（図表7）。

他方で株式に関しては、発行残高の対GDP比率が20%前後で一進一退の状況になるなど、取引は停滞した。上場企業による株式発行件数は15年が7件と、14年（11件）よりもさらに減少したが、主な発行体は前期に引き続き自己資本が毀損した4大銀行であり、非金融法人による株式発行は農業大手のNireus社と水産大手のSelonda社に限定され、上記2社の発行額は全体のわずか1.1%に過ぎなかった²⁰⁾。不安定な相場環境の下で、15年はIPOが無いという状況になった。続く16年も、株価は上昇したものの、経済環境が好転しない中で、取引自体は停滞したままであったと推察される²¹⁾。

結局、この期間においては、政治不安の中で再燃した累積債務問題を受けて、株式市場を中心に回復しつつあった証券市場の実体経済に対する資源配分機能は、再度低下を余儀なくされたと評価される。第三次金融支援の合意以降、累積債務問題は小康状態を取り戻しているものの、証券市場の機能は低迷したままの状態が続いている。

V. ギリシャ証券市場の機能低下と政策対応

以上、前節までの考察で、証券市場の持つ資源配分機能がどのように変化していったのかを時系列的に分析してきたが、それをまとめたものが図表8である。短期債と長期債、上場株の発行残高を足し上げた債券発行残高が一貫して減少していることから、ギリシャの証券市場の資源配分機能は政府の累積債務問題を受けて著しく低下したと判断される。

証券市場に本来期待される実体部門への資源配分機能が低下し、同市場が政府と銀行の短期資金貸借の場と化す現象は、その程度の差はあれ、財政危機が金融危機に転じる過程で一般的に生じ得る動きと理解されよう。言い換えれば、政府とそのカウンターパートである機関投資家（金融機関）の資金繰りの悪化を食い止めることが、財政・金融危機の初動対応としては極めて重要な論点になる。

政府が財政再建に対して強いコミットメントを提示することは必要不可欠であるものの、それで危機が直ぐ終息するわけではない。行政が債券や株式への空売りに対する取引規制などを発動することも考えられるとはいえ、危機対策

図表8 証券市場の資源配分機能の変容

	発行残高の金額規模 ¹⁾			発行残高の構成比率 ²⁾		
	第一段階	第二段階	第三段階	第一段階	第二段階	第三段階
短期債	↑	↑	↓	↑	↑	↑
長期債	↑	↓	↓	↑	↓	↓
上場株	↓	↑	↓	↓	↑	↑
合計	↓	↓	↓	—	—	—

（注） 1） 増加した場合を「↑」と、減少した場合を「↓」とした。

2） 上昇した場合を「↑」と、低下した場合を「↓」とした。

〔出所〕 筆者作成。

としての即効力には乏しい²²⁾。こうした中では、無制限の流動性供給などに代表される中銀による大規模金融緩和こそが、機動性に富み即効性が見込める数少ない危機対応策となる。もっともギリシャの場合は、EMUに加盟しているため中銀に政策の裁量がなかったことから、無制限の流動性供給が規模や時期など様々な面で制約されたために効力を弱め、証券市場が持つ実体部門への資源配分機能の低下を抑制することができなかったと理解される。

言い換えると、Amaglobeli *et al.* [2015] などが迅速かつ大胆な初動対応こそ危機終息に効果的であると主張する中で、仮に ECB が、金融安定化策としての無制限流動性供給をより早期に、具体的には累積債務問題が急速に悪化した第一段階において実施していたならば、少なくとも機関投資家であるギリシャの銀行の資金繰りの悪化を和らげることができ、証券市場の機能低下も軽減された可能性が指摘される。ギリシャ政府の累積債務問題は09年10月に顕在化したが、ECBが最初の実施した本格的な危機対応策は、10年5月に導入された証券市場プログラム (Securities Markets Programme, SMP) に求められる²³⁾。この間、実に半年以上のタイムラグが生じており、危機対応策としては遅きに失している。

Trebesch and Zettelmeyer [2013] や Krishnamurthy *et al.* [2015] が主張するように、確かに SMP の開始直後には、長期金利の低下が進むなどプラスの効果が生じた。ただ同時に田中 [2014] が指摘するように、SMP はその様々な制約から大胆さを欠く危機対応策に過ぎず²⁴⁾、実際に効果の剥落も早かった。その後信用不安がアイルランドやスペインなどに飛び火したことを受けて、ECBは11年12月、期

間3年の長期資金供給オペ (Long-Term Refinancing Operations, LTROs) という形で流動性の供給を強化した。つまり、ECBがユーロ圏全体の金融システムリスクを緩和する目的から大型の危機対応策を行ったのは、ギリシャの累積債務問題が第一段階から第二段階に差し掛かる頃である。仮に大胆な流動性供給がこれよりも早期に実施されていたならば、ギリシャの金融危機は落ち着き、証券市場の機能低下も軽微に留まったかもしれない。

ECBは12年2月にLTROsの第二回目を行い、それ以降、第二次金融支援の実施もあり、ギリシャの長期金利の一方的な上昇には歯止めがかかった。加えてECBは、14年9月に貸出条件付き長期資金供給オペ (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs) を導入して流動性供給のさらなる強化を図った。こうした一連の金融安定化策がギリシャの金融不安の小康化につながり、景気底打ちにも貢献した可能性が指摘されている (Balfoussia and Gibson, 2015)。また実際に証券市場による資源配分機能も株式市場を中心に回復しつつあったことが、第Ⅲ節の考察からも確認できる。なお12年7月のドラギ ECB 総裁 (当時) のロンドン公演でのメッセージ²⁵⁾や同年9月の流通市場における国債買い取りプログラム (Outright Monetary Transactions, OMT) の導入なども、投資家心理の安定を通じて、ギリシャの証券市場の機能低下の歯止めになったと考えられる。これらの大胆な危機対応策が第一期に採られていたならば、証券市場の機能低下も限定的に留まるとともに、言わば「戦力の逐次投入」のような状態は避けられたと推察される。

しかしながら、ツィプラス SYRIZA 政権が

EU との対決姿勢を鮮明にすると、ECB はギリシャの銀行に対する直接の流動性供給を打ち切り、ギリシャ中銀による ELA に流動性供給の方法を切り替えた。Micossi [2015] が指摘するように、ELA は支払能力危機に陥った銀行に対する救済措置ではない²⁶⁾。また ECB 自身も、ELA は一時的な流動性危機に陥った銀行を各国中銀が支援するためのスキームであると定義している。さらに ECB は、15年6月になると ELA の上限を据え置き、流動性供給を制限するようになった。Wyplosz [2015] も批判するように、ECB が ELA の上限を据え置くこと自体、中銀としての危機対応の在り方として問題がある。そして、仮に金融支援の在り方を巡る政治的駆け引きの中で、ECB が ELA の上限を据え置いたのならば、それこそ本来中銀が担うべき金融安定の維持という責務が放棄されたことに等しい。

結局、資金繰りに窮した銀行は短期債の発行を強化して資金繰りに努めざるを得なくなり、証券市場による実体経済への資源配分機能は再度低下を余儀なくされた。つまり帰納的には、ELA への、事実上「懲罰的」な意味合いを持つ転換がなければ、第二段階に萌芽の見られた証券市場の機能回復が持続していた可能性を指摘できるわけである。このように、ギリシャの証券市場の機能低下のプロセスは、EMU 下での中銀による危機対応が、構成国の経済の現状との間で不整合性を抱えていることを端的に確認することができる好例であったと言えよう。つまり危機そのものは動態的であるにもかかわらず、EMU 下では構成国の当局に政策の裁量がないばかりか、EMU 内の利害関係の調整コストが重く政策決定までに多くの時間を要するわけである。

したがって、その時期や程度、期間など様々な点で危機対応策は動学的の不整合性を伴うことになる。この不整合性のために、累積債務問題に伴う証券市場の機能低下は、EMU に属している経済の方が属していない経済よりも一段と深刻になる可能性があることを、ギリシャの事例は示している。

VI. まとめ

以上、本稿では、政府部門の累積債務問題を、ギリシャの証券市場、つまり債券市場と株式市場の資源配分機能の変化の観点から分析することを試みた。

それぞれの段階における証券市場の変容を今一度確認すると、第一段階（09年10月～11年）では、証券市場が、累積債務問題の悪化を受けて、政府と銀行による資金貸借の場としての役割を強めたことを確認した（第Ⅱ節）。言い換えれば、証券市場が本来担うことが期待されている役割、つまり実体部門に対する資源配分機能が、累積債務問題の悪化を受けて著しく低下したことを指摘した。

続く第二段階（12年～14年）では、証券市場の実体経済に対する資源配分機能の回復が債券市場では進まなかったものの、上場株の発行残高が名目値でも対 GDP 比率でも持ち直すなど株式市場ではその萌芽が見られたことを確認した（第Ⅲ節）。言い換えれば、累積債務問題が小康状態を保つことができたならば、回復の動きのすそ野が債券市場にも広がった可能性があったわけである。

さらに第三段階（15年～現在）では、政治不安の中で再燃した累積債務問題を受けて、株式市場を中心に回復しつつあった証券市場の実体

経済に対する資源配分機能が再度低下することを余儀なくされたと評価した（第Ⅳ節）。第三次金融支援の合意以降、累積債務問題は小康状態を取り戻しているものの、証券市場の機能は低迷したままの状態が続いていることを指摘した。

以上の確認を総括する形で、第Ⅴ節では、累積債務問題下のギリシャで生じた証券市場の機能低下のプロセスが、EMUによる危機対応策が構成国の経済の現状との間で動学的不整合性を持つことを端的に物語る事例であったと位置付けた。つまり、そうした不整合性のために、EMUに属している経済の方が、EMUに属していない経済よりも、累積債務問題に伴う証券市場の機能低下が一段と深刻になる可能性があることを指摘した。

本稿で検討したように、政府の累積債務問題を受けて、ギリシャの証券市場の実体経済に対する資源配分機能は著しく低下した。そして金融が経済の成長を抑制すると同時に、経済が金融の機能を低下させるという負のスパイラルに、ギリシャは陥った。この経験が意味するものは、EMU下で構成国が金融危機に陥った場合、その対応の均衡点をEMU自身がどこに定めるべきなのか、という極めて重要な論点である。構成国の経済状態が異なるような状況の下では、いずれにせよ危機対応策を打つことで複数の均衡が生じ得ると考えられる。こうした中で、EMUが問題の生じた構成国の救済に標準を定めるのか、あるいは物価安定に重きを置く平時の金融政策と同様に、他の構成国との兼ね合いを重視して加重平均化された均衡の達成を念頭に入れるのか、という戦略方針の著しい相違が生じてくる。

EUとECBは、結果的に後者の戦略を選択

したことになるが、その帰結としてギリシャの証券市場の著しい機能低下という帰結が導かれたわけである。そしてこの過程で、信用不安の波は各国に波及し、程度の相違は伴いつつも、財政・金融不安に陥った経済の証券市場が持つ資源配分機能は低下を余儀なくされた。EMUの枠組みの下では、構成各国の金融市場が単一通貨によって「統合」されているため、ある構成国の金融不安がその他の構成国の金融不安を連鎖的に引き起こす傾向が強いと考えられる。言い換えれば、ある構成国の証券市場の機能低下は、問題が生じた構成国自身が危機対応策を打つことができないこともあり、連鎖的に他の国の証券市場の機能低下につながるようになる。

然るに、EMU全体のシステミックリスクを考慮するならば、EMUの財政金融当局は問題の生じた構成国の救済に標準を定めた危機対応策をいち早く断行する必要があることを、ギリシャの事例は端的に示す現象であったと位置付けられる。Larven and Valencia [2012]は、過去の金融危機の事例から、危機対応が遅れた結果、政策支援が長期化し、経済と金融に大きな負荷がかかる傾向があると指摘している。とりわけギリシャの事例については、EUが初めて直面した危機であるため、政策対応が遅きに失した感が否めない。そしてそのことが、ギリシャの証券市場が持つ資源配分機能の著しい低下を産み、実体経済の成長を金融面から抑制する事態につながるとともに、他の構成国への信用不安の伝播と証券市場の機能低下をもたらしたと整理される。

注

- 1) 09年10月、当時の全ギリシャ社会主義運動（PASOK）のG・パパンドレウ（Georgios Papandreou）内閣が、

- 前任である新民主主義党 (ND) の K・カラマンリス (Kostas Karamanlis) 内閣時代に財政統計が改ざんされていたことを公表した。このことを受けて財政の持続可能性に対する投資家の信頼が失われ、ギリシャは信用不安に陥った。
- 2) 土田 [2016] は銀行部門の構造変化の観点からギリシャの経済危機を論じており、本稿と相互補完的な関係にある。
 - 3) この後、ギリシャ政府の資金調達には主に EU と IMF からの金融支援に依存することになる。またそのコンディショナリティーとして課された政府資産の売却や国営企業の民営化も、政府の資金調達に貢献することが期待されたが、遅々として進展しなかった。詳細は土田 [2015] を参照されたい。
 - 4) 11年11月、第二次金融支援の受け入れの是非を巡る国民投票を行うと当時の G・ババンドレウ首相が発言したことも、信用不安の悪化に拍車をかけた。結局、同首相は事態の収拾に動いた独仏両首脳の働きかけもあり、同月中に辞職するとともに、前欧州中央銀行 (ECB) 副総裁である L・ババデモス (Lucas Papademos) を首班とする大連立内閣が成立した。
 - 5) アテネ証券取引所 (ATHEX) が公表している税引き後の規模別・業種別 PER (株価収益率) の逆数。
 - 6) なおギリシャ国債が適格担保要件から外れたことに伴い、ギリシャの民間銀行が発行した資産担保付証券 (ABS) が ECB の ABS 購入プログラム (Asset Backed Securities Purchase Program, ABSPP) の対象から除かれたことも、銀行の資金調達を困難にさせた (*Bank of Greece Annual Report*, 2013, p.128.)。
 - 7) *HCMC Annual Report*, 2010, p.43; 2011, p.46.
 - 8) 関連資料を管見した限り、ギリシャでは短期金融市場でコマーシャルペーパーが取引されていない模様である。
 - 9) *HCMC Annual Report*, 2010, p.43; 2011, p.44.
 - 10) 当局の景況感も同様であり、例えば中銀の14年の『年次報告書』の第二章の標題は「危機からの脱却と経済成長への回帰 (Exit from the Crisis and Return to Economic Growth)」されている。
 - 11) 土田 [2016], 78頁。
 - 12) 中道左派政党である PASOK と民主左派 (DIMAR) が閣外協力する形で政権が成立した。
 - 13) 土田 [2016], 78頁。
 - 14) 実体・金融に関する一連の指標の出所は土田 [2016], 76頁。
 - 15) 13年は公募増資300億ユーロのうち289億ユーロが、14年は872億ユーロのうち831億ユーロが銀行による増資であった。
 - 16) 12年2月の PSI 発動により、格付会社が相次いでギリシャ債を投資不適格級に格下げしたことから、ギリシャ債は適格担保から外れた。その際にも、ELA が発動されたものの、翌3月に ECB が適格担保要件を引き下げたために、ギリシャの銀行は再び ECB によるオペレーションの対象に復帰することになった。したがってこの際の ELA への転換は、あくまで暫定的な経過措置としての意味合いに留まった。ELA の詳細は脚注17を参照されたい。
 - 17) ELA とは、保有する国債が適格担保から外れるなどして一時的な流動性危機に陥った銀行に対して、そのオペレーションを、ECB ではなくユーロシステムに加盟する各国中銀がその責務の下で行う手段である。ELA の上限の引き上げや継続の可否や ECB にその決定権がある。
 - 18) IMF は金融支援に当たり、債務再編や財政・労働部門等の構造改革見直しの必要性を説く一方で、EU はそれを頑なに拒絶した。この対立構図はギリシャの経済危機を通じて一貫している。
 - 19) 導入当初は1口座当たり1営業日60ユーロまでとされた。その後15年7月20日の銀行営業再開を受けて1口座当たり1週間で420ユーロまで、16年7月には同2週間で840ユーロまでに段階的に緩和された。
 - 20) *HCMC Annual Report*, 2015, p.45.
 - 21) 資料上の制約から、16年の上場株の取引状況を証券市場委員会 (HCMC) の『年報』から確認することができなかった。
 - 22) 行政による危機対応策として「空売り規制」があるが、その効果が限定的であることは経験的に良く知られている。なお EU で「空売り規制」の議論が本格化したのは08年の金融危機以降のことであり、最終ルールを公表するのは12年3月のことである。
 - 23) 09年6月から実施されたカバードボンド購入プログラム (Covered Bond Purchase Programme, CBPP) は、あくまでユーロ圏全体の金融不安の鎮静化を図った信用緩和措置であった。なお CBPP の第一弾は10年6月に終了し、11年11月より第二弾が、14年10月より第三段が、それぞれ実施された。
 - 24) 田中 [2014] は①法的な制約 (EU 基本条約第123条第1項が定める、中銀による国債の「直接的」な買入れの禁止) や②規模の制約 (信用不安がイタリアやスペインに波及したことに伴う購入枠の限界)、③政治的な制約 (ドイツ連銀による反対) 等を指摘している。
 - 25) ECB のドラギ総裁 (当時) は12年7月26日、ロンドンでの講演において「ECB はユーロを防衛するためにあらゆる手段を用意している。私を信頼して欲しい、それは十分なものだ」と述べた。
 - 26) Micossi [2015], p.12.

参考文献

奥田英信・三重野文晴 [2008] 「東南アジアの金融発展—共通性・多様性と東北アジアとの対比」寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム』序章所収, 1～36頁, 東洋経済新報社。

田中素香 [2014] 「ユーロ危機への欧州中央銀行の対

- 応一LLR（最後の貸し手）機能を中心に」『中央大学商学論纂』, 203～242頁.
- 土田陽介 [2015] 「ギリシャにおける国有企業民営化の現段階」『証券経済研究』 第91号（2015年9月）, 103～118頁.
- 土田陽介 [2016] 「ギリシャの銀行危機長期化と政策対応」『証券経済研究』 第95号（2016年9月）, 75～88頁.
- Amaglobeli, David, End, Nicolas, Jarmuzek, Mariusz and Geremia Palomba [2015] “From Systemic Banking Crises to Fiscal Costs: Risk Factors,” *IMF Working Paper*, WP/15/166.
- Balfoussia, Hiona and Heather D. Gibson [2015] “Financial Conditions and Economic Activity: the Potential Impact of the Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTROs),” *Bank of Greece Working Paper*, No.193.
- Bank of Greece Annual Report*, Various Issues.
- European Commission European Economy*, Various Issues.
- Hellenic Capital Market Commission [HCMC] Annual Report*, Various Issues.
- Hellenic Republic Public Debt Bulletin*, Various Issues.
- IMF [International Monetary Fund] *Country Report Greece*, Various Issues.
- Krishnamurthy, Arvind, Nagel, Stefan and Annette Vissing-Jorgensen [2015] “ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels,” *University of California Berkeley Econometrics Laboratory Working Paper*.
- Larven, Luc and Fabián Valencia [2012] “Systemic Banking Crises,” presented in IMF Research Department Conference Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses, Sep 14, 2012.
- Levy, Aviram and Sebastian Schich [2010] “The Design of Government Guarantees for Bank Bonds: Lessons from the Recent Financial Crisis,” *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2010-Issue 1.
- Micossi, Stefano [2015] “The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015),” *CEPS Special Report*, No.109, May 2015.
- Trebesch, Christoph and Jeromin Zettelmeyer [2013] “ECB Interventions in Distressed Sovereign Debt Markets: The Case of Greek Bonds,” *CESifo Working Papers*, No.4731.
- Wyplosz, Charles [2015] “Grexit: The Staggering Cost of Central Bank Dependence,” *VoxEU*, June 29, 2015.
- (三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株) 調査部研究員)