
けいざい早わかり 2011年度第6号

欧州の財政危機と金融システム不安

【目次】

- Q1. 欧州危機が再燃しています。.....p.1
- Q2. 新しいギリシャの支援策はどのような内容ですか？.....p.2
- Q3. イタリア・スペインへの波及が心配です.....p.3
- Q4. ストレス・テストの評価を教えてください.....p.4
- Q5. 世界的に金融システム不安が高まっています.....p.5

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

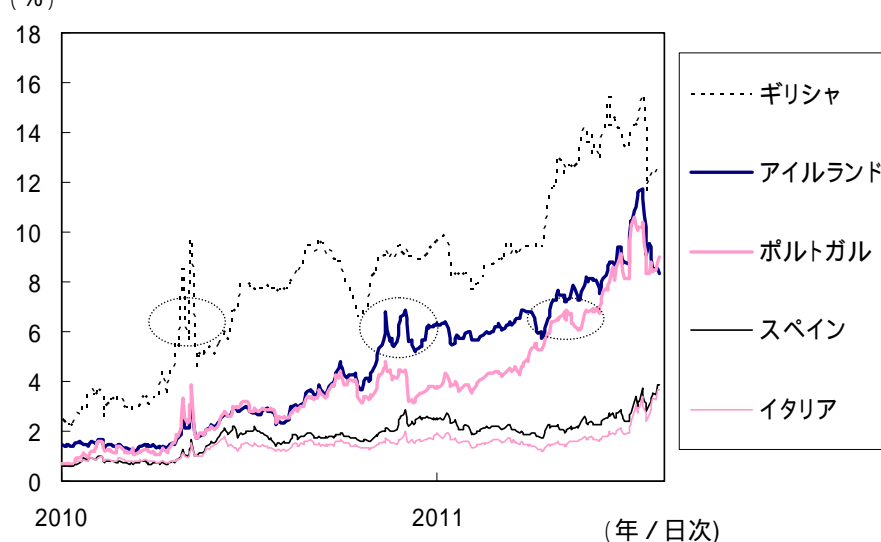
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

Q1 . 欧州危機が再燃しています。

- ・ギリシャでは昨年に続き、今年に入っても金融危機が発生しました。このため第一次支援策に続き第二次支援策を仰ぐことになりました。
- ・第一次支援策は、ギリシャの財政再建と引き換えに、EU・IMFが1,100億ユーロの資金支援を行う枠組みです。四半期ごとに、EU・IMFがギリシャの財政再建の進捗を確認し、各期に必要な資金を供与します。
- ・ところが、2010年のギリシャの財政赤字が目標より拡大したため、IMFは内規により追加融資を行えなくなり、ギリシャは国債を償還する資金がなくなりデフォルトする可能性がでてきました。そこで、ギリシャは新たな財政再建策をまとめる必要がありましたが、増税と歳出削減による一段の緊縮政策には国内で激しい反発が起き、取りまとめが難航しました。このため5、6月にはギリシャ国債が急落するなどの金融市場の混乱を招きましたが、6月29日にギリシャがどうにか追加財政再建策を決定したため、混乱はいったん落ち着きました。
- ・ギリシャが新たな財政再建策をまとめるうえで、これまでの増税と歳出削減による方法では、目標期限である2013年半ばまでに財政再建にめどをつけることは困難との見方が広がりました。このため、EU・IMFが追加支援を行う必要があると判断し、新たに第二次支援策が策定されました。
- ・新しい支援策の策定にあたり、欧州主要国は民間投資家にも資金負担を求めました。ところが、投資家が購入したギリシャ国債が額面どおり償還されないこともデフォルトとなります。このため、ECBがギリシャの銀行と日常的な資金の過不足を調整するための資金のやり取りのさいに、ギリシャ国債を担保に認めないとかたくなな姿勢をとり、EU・IMFとECBの意見が対立し、新たな支援策のとりまとめが難航したことも、金融市場が混乱する要因となりました。
- ・ギリシャをめぐる混乱が拡大したため、同じような財政赤字の問題を抱えるスペインやイタリアにもいずれ同様の危機が波及するのではとの懸念が強まっています。図表1の丸印は、各国が金融支援に追い込まれたさいの金利水準です。スペイン・イタリアの金利は上昇したとはいえ、まだ低水準です。しかし、今後も金利が上昇する懸念は払しょくされておらず、金融市場の各国政府への視線は日々厳しさを増しています。

図表1 . 各国債とドイツ国債との利回り格差



(出所) 各国統計

Q2. 新しいギリシャの支援策はどのような内容ですか？

- ・ EU各国首脳は7月21日、緊急首脳会議(サミット)を開催し、ギリシャの第二次支援策について合意しました。
- ・ まず、EUによる支援規模は1,090億ユーロとし、融資期間を延長し金利も引下げました。これまで、ユーロ圏の各国がギリシャに対して2国間融資を行ってきましたが、今後は、欧州金融安定基金(EFSF)がギリシャに融資を行う形式に変更しました(以上図表2の、)。
- ・ また、民間銀行は債券交換を通じ370億ユーロ、EFSFがギリシャ国債を買い取るさいに126億ユーロ、合計500億ユーロ程度の資金を負担することで、EUと金融機関の代表が合意しました(同)。EUと民間負担を合計すると、新しい支援策の総額はおよそ1,600億ユーロにのぼります。
- ・ 民間銀行に資金負担が発生するため、ギリシャ国債はデフォルトと認定される公算が大きいと考えられます。もっとも、ECBのトリシェ総裁はサミット後の会見で、資金調節の担保として受け入れるギリシャ国債に350億ユーロの政府保証がつけられたことを明らかにし、今後も担保として受け入れる方針を表明したため、民間負担がデフォルトと認定される問題でEUとECBの対立は解消されました。
- ・ さらに、緊縮政策や一連の混乱により、ギリシャ国内では政治不安が目立つようになったため、EUの支援により構造改革を促すプログラムを拡充する方針も示されました(同)。
- ・ 新しい支援策の問題点は、支援の主役に位置づけられたEFSFの資金拡充が見送られたことです。かりに、スペインなどに危機が波及する場合には、現在の5,000億ユーロでは資金不足となるおそれがあります。また、危機の拡大を防ぐため、EFSFの拡充策が盛り込まれましたが(図) 具体策は今後の実務レベルの協議に先送りされ、詳細をつめられなかった点も不十分といえます。

図表2. EU緊急サミット声明文の概要

【ギリシャ】

ギリシャ政府の財政再建策を歓迎する。

新たなギリシャ支援策の公的支援は1,090億ユーロ。また、9月の次回融資から欧州安定基金(EFSF)を活用する。

融資期間を従来の7.5年から15~30年に延長する。金利は国際収支ファシリティ水準(3.5%)に設定、既存融資の期間も大幅延長する。

ギリシャの構造改革を支援する基金を欧州委員会が10月をめどに設置する。改革支援にEU基金や欧州復興開発銀行も活用する。

ギリシャの金融機関の資金繰り支援のため、ギリシャ国債の担保価値を強化する。自己資本増強のための資金も用意する。

金融機関は債券交換プログラムを通じ370億ユーロの自主的支援を表明した。EUがギリシャ国債を買い取り126億ユーロを負担する。

【民間関与】

民間関与はギリシャだけに適用する例外的な対応である。

他のユーロ圏諸国は財政再建努力を継続する。

【危機の安定化策】

EFSFの機能を拡充する。事前プログラムの実行(=国債買入れ)や、銀行への資本注入のための資金供与、市場介入の権限である。

EFSFに対する加盟各国の政府保証に疑義が生じれば担保を設定する。

【財政再建と経済成長】

支援国(アイルランド・ポルトガル)が資金調達を再開できるまで支援を行う。両国への融資はギリシャと同じ金利・満期を適用する。

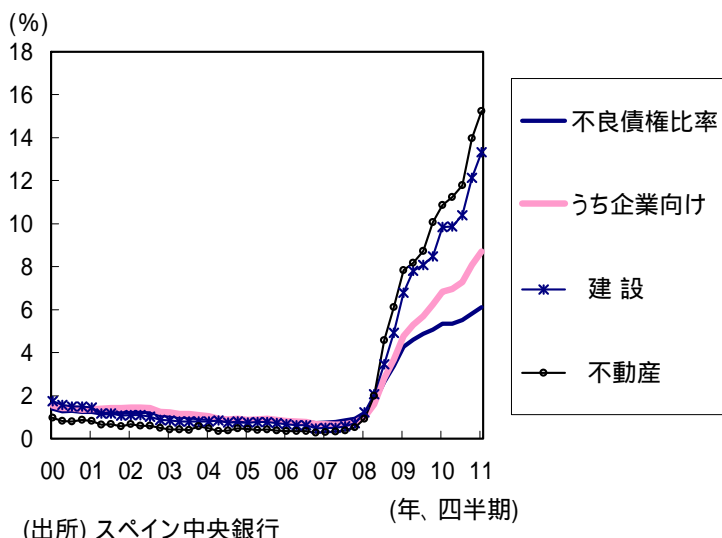
~ 省略

(出所) EU委員会

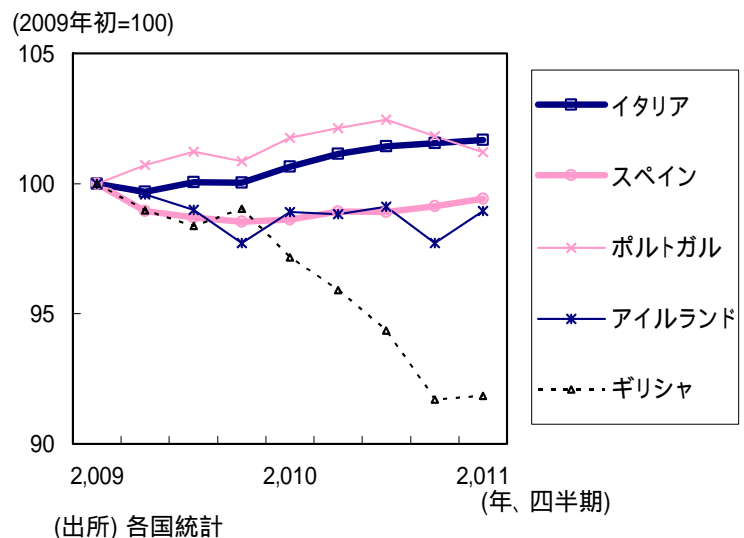
Q3 . イタリアやスペインへの波及が心配です。

- ・ギリシャをめぐる混乱が広がったため、同様の債務問題に直面するイタリアやスペインにも危機が波及しかねないとの警戒感が、金融市場で高まっています。
- ・イタリアの政府債務残高はGDP比で120%に達し、欧州ではギリシャ(160%)に次いで深刻です。大手格付け会社のうちスタンダード・アンド・プアーズは5月21日に、ムーディーズは6月17日に、イタリア国債の格付けを引下げ方向で見直すとそれぞれ表明しました。
- ・このため、ベルルスコーニ政権は6月30日、2014年までに総額470億ユーロの歳出削減計画を表明し、最終的には700億ユーロに計画を拡大したうえで、7月14日に財政再建法を成立させました。もっとも、首相自らのスキャンダルが相次いだため政権の求心力は急速に低下しています。追い討ちをかけるように、経済政策の司令塔で、財政均衡派として市場の評価も高かったトレモンティ財務相にも後援者からの便宜供与疑惑が浮上しています。このため、投資家の不安が高まり、政策の不透明感がイタリア国債の売却に拍車をかけるようになりました。
- ・一方、スペインの政府債務残高はGDP比60%と、債務危機に直面する国々の中で比較的低い水準にとどまります。また、住宅バブル崩壊で経営不安が強まっていた「カハ」と呼ばれる中小金融機関にいち早く公的資本を注入するなど、危機への対応が進んでいると市場では評価されてきました。
- ・もっとも、バブル崩壊にともなう経済の傷跡は予想外に深刻です。銀行の不良債権は建設、不動産向けを中心に急増しており、日本型のバブル崩壊と似た状況にあります(図表3)。そうした中、失業率は21%に上昇、中でも25歳以下の若年層の失業率は実に46%に悪化しました。今秋には総選挙が予定され、与党社会労働党の敗北が確実視されています。また、スペインは州政府の権限が強く、中央政府以上に深刻とみられる州政府の債務問題に解決の糸口がみえていません。こうした諸問題が投資家の不安感を招いています。
- ・イタリア、スペインの経済規模は、ユーロ圏の中では独仏に次ぐ3、4位で、両国を合計するとギリシャの約12倍の規模にのぼります。このため、金融市場で両国債を売却する動きが強まれば、欧州の債務危機が一気に拡大する火種となるおそれがあります。財政再建の前提となる経済成長は、いずれも足元までかろうじてプラス成長を維持していますが、予断は許されない状況です(図表4)。

図表3 . スペインの不良債権比率



図表4 . 債務危機国の実質GDPの推移



Q4 . ストレス・テストの評価を教えてください。

- ・ 欧州銀行機構は7月15日、欧州の主要銀行のストレス・テストの結果を公表しました。対象となった90行のうち不合格とされた銀行は8行で、資本不足額は計25億ユーロでした。
- ・ ストレス・テストについては、不合格行が少なく資本不足も小さいという表向きの良好な結果が金融市場の信認を得られず、特に2つの点が批判されました。第一に、ギリシャなどの債務危機国の国債がデフォルトにおちいるリスクを想定していないことです。第二に、コア・ティア1比率5%という合否ラインの甘さです。バーゼルでは最終的に7%の自己資本が求められるほか、金融システムへの影響が大きい大手金融機関には、さらに1~2.5%の追加資本が求められるためです。
- ・ ちなみにギリシャ国債の評価をみると、銀行勘定保有分のヘアカット率はゼロ、トレーディング勘定保有分のヘアカット率は20%です。ところが、市場価格は額面の50%程度にすぎません。最悪の事態を想定したとしながらも、足元の悪化すら織り込めていない前提条件の甘さが読み取れます。
- ・ 一方、今年のストレス・テストでは、銀行のバランスシートの情報開示が格段に進み市場の関心を集めました。昨年の開示資料は各国ばらばらの様式で、1行あたり1ページにすぎなかったものが、今年は90行で985ページにのぼります。各行ごとに欧州全ての国債をどの程度保有しているか年限別に示すなど、情報提供が非常に丁寧でした。各国のデフォルトを前提にすることが政治的に難しい中、テストの透明性を高めることにより、市場に判断材料を提供しようとした姿勢は評価できるでしょう。欧州銀行機構は今回のテスト結果に対し、公式コメントで「宝の山」と胸を張りました。
- ・ しかし、公表されたデータを用いて、独仏の大手金融機関が、サブリン債とは別に、財政不安国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア）の民間部門（個人と企業）にどれだけ貸し出しを行っていたか分析したところ、自己資本の実に2倍にのぼる融資債権を保有していることが明らかとなりました（図表5）。こうした民間向け債権は、財務危機国の経済が一段と悪化すれば不良債権化するリスクが高まり、ひいては大手行の経営不安に結びつくこととなります（図表5）。

図表5 . 大手金融機関の南欧向け債権

(億ユーロ)

	ドイツ	フランス	(独仏合計)	ドイツ銀	コメルツ	BNPパリバ	クレディ・アグリコール	ソシエティ・ジェネラル
南欧向け:(a)民間債権	1684	2802	4486	769	267	1354	1012	304
南欧向け:(b)サブリン債権	679	846	1525	128	198	411	166	183
合計(+)	2363	3648	6011	897	465	1766	1179	487
自己資本	1143	1614	2757	304	267	554	463	278
南欧向け債権 / 自己資本	2.1	2.3	2.2	3.0	1.7	3.2	2.5	1.8

(注1) 南欧とは、本文で「財政不安国」としたイタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドの5カ国

(注2) ドイツ、フランスの値は、欧州ストレステストの対象となったドイツ大手12行、フランス大手4行の合計

(注3) 民間債権は、企業向け貸出、小口融資(住宅ローン・消費者信用・中小企業向け貸出)、商業用不動産ローンの合計

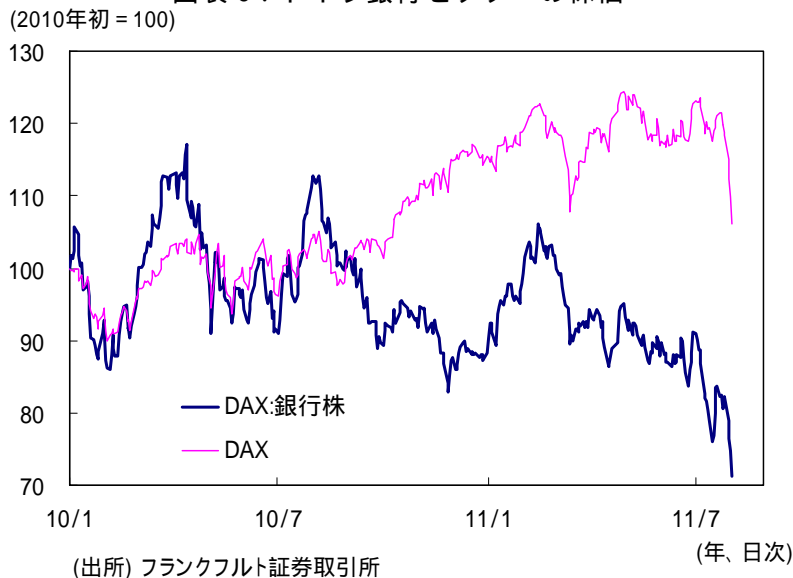
(注4) は債権の総額が自己資本の何倍に相当するかをみている(単位は「倍」)

(出所) 欧州銀行監督機構

Q 5 . 世界的に金融システム不安が高まっています。

- ・ グローバルな株安が進んでいます。金融システム不安の高まりを背景に、イタリアやスペインの国債が売られ、イタリア、スペインの長期金利の上昇がグローバルな株安の連鎖を招いています。
- ・ 前頁の図表 5 をもう一度みてください。グローバル展開する欧州の大手金融機関が、債務危機国の民間部門に大きな貸出しを行っていたことが分かります。もちろんこれには注意が必要です。たとえば、危機国向け債権が自己資本の 3 倍を超えるケースでも、銀行によっては比較的優良な貸出先の割合が多い可能性もあるからです。逆に、危機国向け債権が自己資本の 2 倍を下回るケースでも、不良債権の割合が高い場合には、損失が拡大し自己資本が毀損する可能性が高いでしょう。
- ・ このため、危機国向け債権を自己資本の何倍保有しているかを示す倍率そのものの高さと、各行の経営状態を直接結びつけることはできません。しかし、ソブリン債務問題が銀行の経営不安・金融システム不安の結びつくとの見方が強まり始めているのも確かです。このため、危機国向けのエクスポージャーが大きい銀行は、今後、不良債権が増大し経営を圧迫するリスクを抱えているとの見方が強まる可能性があります。
- ・ 欧州の大手行が危機国向けに大きなエクスポージャーを保有していることは、今のグローバル金融市場の大きな懸念要因になっています。ストレス・テストが公表された 7 月 15 日の市場は、テスト結果が予想通りの内容だったため反応しませんでした。ところが、詳細な開示資料の分析によって、大手行の債務危機国向け債権の大きさがリスクとみなされた結果、週明け 18 日以降、金融市場で銀行株が暴落しました。欧州首脳が緊急サミットを開催しギリシャ向け第二次支援策をとりまとめた 22 日から数日間はいったん下げ止まりましたが、足元で再び下げが加速しています（図表 6）。
- ・ いったん下げ止まった銀行株が、再度下げ足を早めたのは、7 月 27 日にドイツのショイブレ財務相が E F S F（欧州金融安定基金）の拡充に慎重姿勢をみせたためです。イタリア、スペインへの波及が今や現実のリスクとして警戒され始めた以上、最悪の事態への備えが必要となり、E F S F の資金規模を現在の 5,000 億ユーロから 1.5 兆ユーロに拡充することが提案されています。しかし、これだけの資金を独仏を中心に欧州だけでまかなうには負担が大きすぎます。欧米メディアの報道によれば、先進各国政府がグローバルな支援の枠組み作りを模索する動きが始まっているようです。

図表 6 . ドイツ銀行セクターの株価



お問合せ先 調査部 細尾 忠生

E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ & コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。