
けいざい早わかり 2010 年度第4号

欧州の財政危機と金融システム不安

【目次】

- Q1. 欧州の財政危機が深刻な問題となっているのはなぜですか？ …… p.1
- Q2. 対策が示されたのに混乱が収束しないのはなぜでしょうか？ …… p.2
- Q3. 金融市場でスペインへの不安が強まっているのはなぜでしょうか？ …… p.4
- Q4. リーマン危機の再来はあるのでしょうか？ …… p.5
- Q5. 将来的にはユーロの信認も心配されています …… p.6

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

Q 1. 欧州の財政危機が深刻な問題となっているのはなぜですか？

- ・ギリシャの財政危機が表面化したのは昨年秋です。政権交代が行われ、前政権が作成した財政統計が不正確であったことが分かり、ギリシャの財政赤字がそれまで考えられていたよりも、かなり巨額にのぼることが判明しました。欧米の格付け機関は相次いでギリシャ国債の格付けを引き下げたため、ギリシャの財政状態への不安が強まりギリシャの国債相場が下落しました。また、ちょうどその頃、中東のアラブ首長国連邦のドバイ首長国で政府系ファンドが債務繰り延べを要請したことが重なったため、金融市場で信用不安が広がりました（図表 1）。
- ・今年に入り、ギリシャ政府は財政再建計画をとりまとめ、これをもとにEU各国はギリシャ支援策をまとめました。ところが、事態が深刻なわりにドイツなどEU各国の対応が緩慢であったことや、問題の対応に際し主要国間の意見の相違が表面化したこと、財政状態が悪化しているギリシャ以外の国々に同様の問題が波及する可能性が意識され始めたことなどから、ギリシャの財政問題の解決や通貨ユーロの将来的な信認が疑問視され始め、状況が一段と深刻化しました。
- ・もともとギリシャをはじめ南欧諸国は、財政収支と経常収支の両方が赤字であり、国債を海外の投資家に購入してもらう割合が高いという問題を抱えていました。これらの国々は、頭文字をとってPIIGSと呼ばれ、市場の不信感が強まっています（次頁図表 2）。
- ・4月10日にユーロ圏財務相会議で決定された300億ユーロのギリシャ支援策は、財政危機の解決には規模の面で不十分とされ、ドイツなど各国の対応に金融市場の不信が強まりました。さらに、ギリシャでは、5月19日に国債の大量償還が予定されていましたが、借換債の引き受け手がいなかったため償還が困難となったことも、金融市場の動揺を強めることになりました。
- ・最終的には、EU（欧州連合）とIMFにより、1,100億ユーロのギリシャ支援策がとりまとめられ、周辺国への波及を食い止めるために、最大7,500億ユーロの巨額の支援スキームが取りまとめられました。また、ECB（欧州中央銀行）は、財政状態が悪化している国が発行する国債を、債券市場で買い取る異例の決定を行いました（次頁図表 2）。

図表 1. ギリシャ財政問題に関連する主要動向

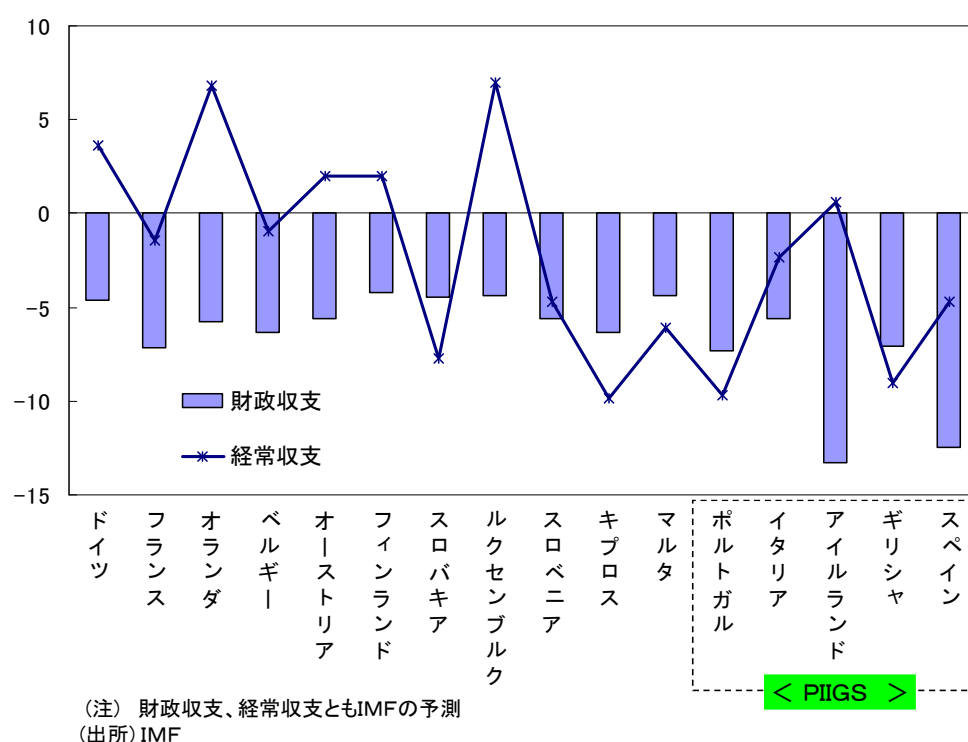
<2009年>

- 10月 政権交代後に財政統計の誤りが判明、2008年の財政赤字（GDP比率）が、当初公表の3%台から7.7%に悪化
- 11月 U A E ドバイ首長国政府系会社の債務繰り延べによる信用不安により、ギリシャ国債への売り圧力が強まる
- 12月 欧米の格付け会社がギリシャ国債を相次いで格下げ

<2010年>

- 3月 ギリシャ政府が総額48億ユーロの財政再建策を決定。ユーロ圏首脳会議がギリシャ資金繰り支援策で合意
- 4月 フィッチがギリシャ国債を投機級に格下げ。ユーロ圏財務相緊急電話会議で300億ユーロのギリシャ支援決定
ギリシャ政府、5月に予定されていた国債償還の資金手当てが困難に。EUとIMFに金融支援を正式要請
- 5月 EU・IMFがギリシャ政府と1100億ユーロの金融支援で合意
EU・IMFが最大7500億ユーロの財政危機国向け支援基金の創設を決定、ECBが国債の買取りを決定

図表 2. ユーロ圏各国の財政収支と経常収支



図表 3. EU / IMF による財政危機対応策
(億ユーロ)

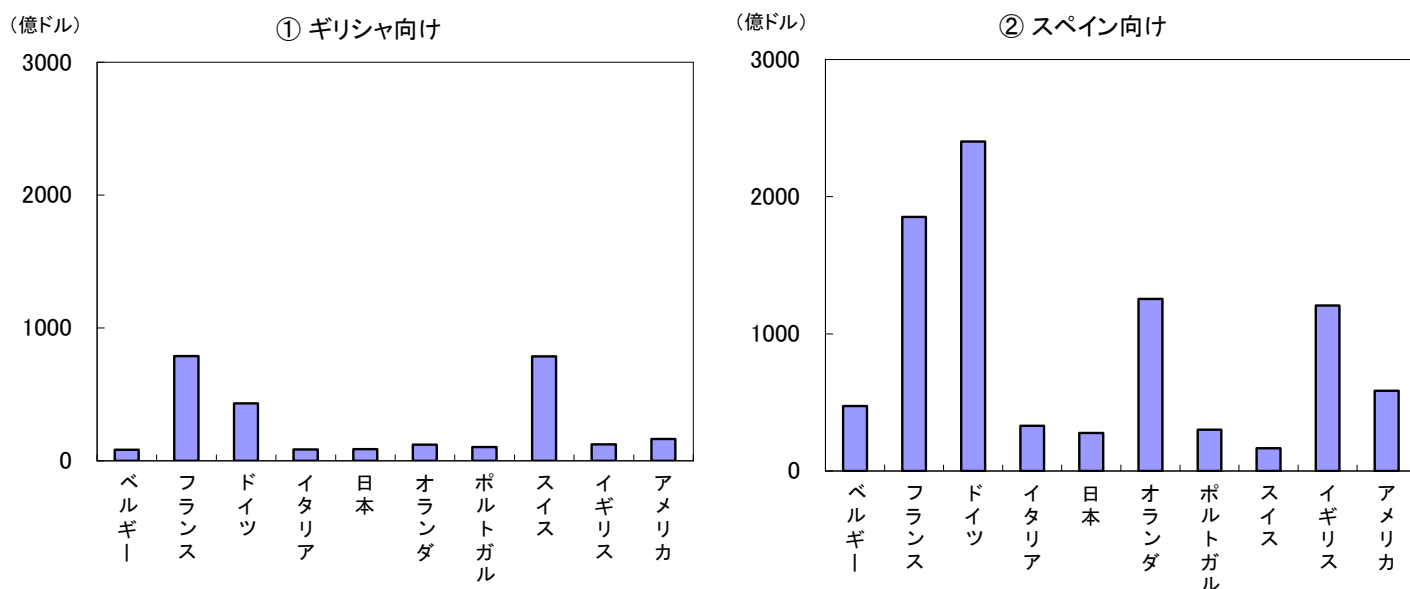
	ギリシャ 支援融資	ユーロ救済 基金	合 計
EU加盟国	800	5,000	5,300
IMF	300	2,500	2,800
合 計	1,100	7,500	8,600

Q 2. 対策が示されたのに混乱が収束しないのはなぜでしょうか？

- 5月10日に示された最大7,500億ユーロの財政危機国向け支援スキームは、ギリシャ、ポルトガル、スペインの国債発行残高と比べ規模として十分とみられることに加え、ECBによる国債買い取り策は異例の対応でした。このため、これらの対応策が発表された当初は、金融市場で安心感が広がりましたが、ユーロ相場、株式相場、南欧諸国の国債相場は再び下落に転じました。
- ギリシャの財政不安が収束せず、ユーロ相場などの下落に歯止めがかからないのは、財政危機がヨーロッパの金融システム不安を招いているためです。企業向け融資や住宅ローンなどの融資債権、国債や社債などの投資債券、銀行間市場での貸し出し残高などを合計したエクスポージャー（投融資残高）を、世界の主要国の金融機関が南欧諸国に対しどの程度保有しているのか国別にみると、ドイツとフランスの金融機関の保有額が大きいことが分かります（次頁図表4）。

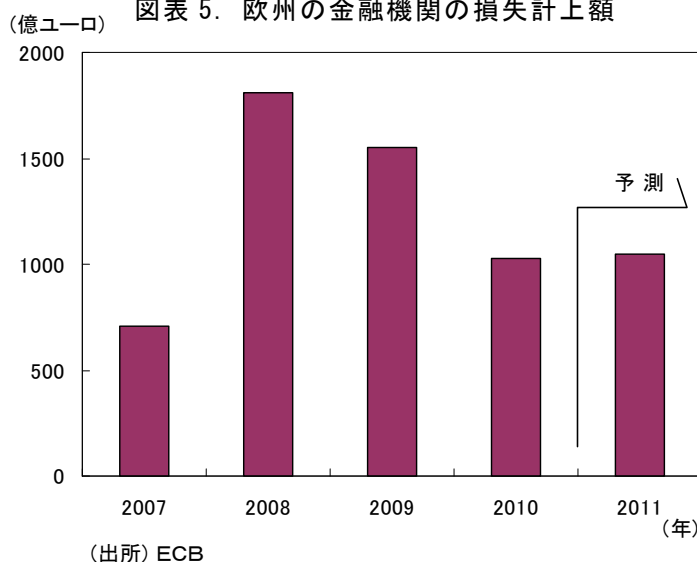
- ・ このため、ギリシャやスペインの経済状況が一段と悪化する場合、ドイツやフランスの金融機関が保有する債権や債券に損失が発生することになります。きっかけは南欧諸国の財政問題でしたが、債権者側のドイツやフランスの金融機関の損失拡大による金融システム不安が強まっているのです。
- ・ 欧州市場で、銀行同士が資金の貸し借りをを行う際の金利（たとえばL I B O R）をみると、通常は政策金利に近い水準で取引されますが、このところ資金の出し手が金利の上乗せを要求するケースが目立つようになり、銀行間市場の金利が上昇しています。銀行間市場の金利上昇は、リーマン危機の際にもみられたため、金融市場が不全に陥るのではないかと緊張が高まっています。
- ・ E C Bは半年ごとの定期報告書を5月31日に公表し、その中で2010年と2011年の合計でヨーロッパの金融機関が2000億ユーロ（20兆円強）の追加損失の計上を迫られるとの予測を示しました。E C Bによると、損失予測はあくまで標準シナリオに基づくものであり、現状では下振れリスクが高まっていることから、金融機関の損失額も予想以上に拡大する可能性があるとの警鐘を鳴らしています（図表5）。

図表 4. 各国金融機関の南欧諸国向けエクスポージャー



（出所）①、②いずれもBIS

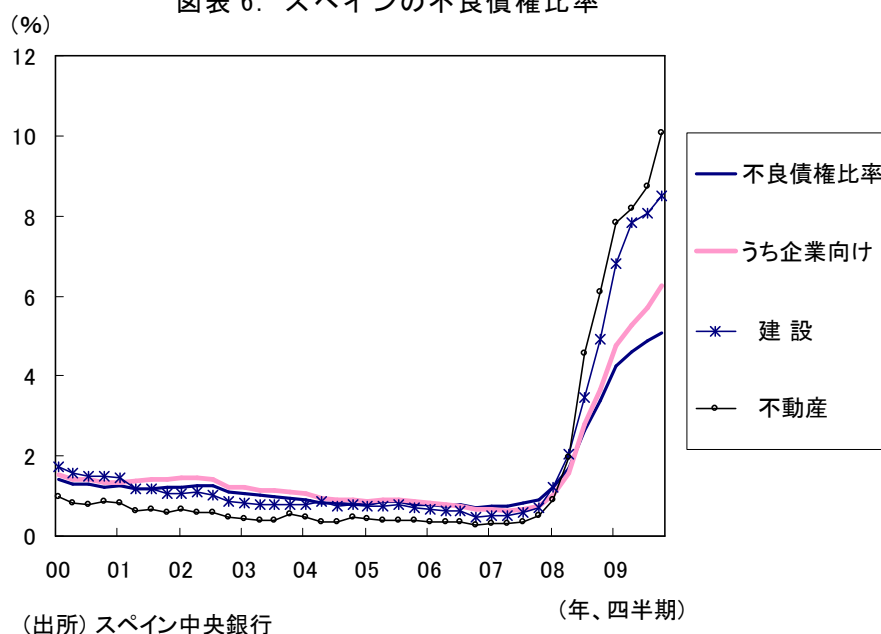
図表 5. 欧州の金融機関の損失計上額



Q 3. 金融市場でスペインへの不安が強まっているのはなぜでしょうか？

- 金融システム不安が拡大するにつれて、金融市場の懸念はギリシャからスペインに移り始めています。もちろんギリシャの財政再建策がうまくいかず、ギリシャ国債が結局デフォルトするリスクも意識されています。実際にデフォルトした場合には、ギリシャ国債を大量に保有しているドイツやフランスの金融機関の損失が拡大することになります。
- しかし、経済規模を比較すると、ギリシャは、通貨ユーロを使用している 16 ヶ国で構成されるユーロ圏の中でわずか 2.5% を占めるに過ぎません。一方、スペインの経済規模は、ドイツ、フランス、イタリアに次いで大きく、ユーロ圏に占める割合は 12% にのびります。世界で 11 番目の経済大国です。このため、スペインの財政や経済状況が一段と悪化するケースでは、世界の経済・金融に対して大きな影響が避けられません。
- 実際に、スペインでは財政赤字が拡大しているため、海外投資家からの借り換えが困難となるリスクがあることはたしかです。しかし、国債の格付けをみると、引き下げられたとはいえ AA+（ダブルAプラス）と高めです。いまだに AAA（トリプルA）に据え置いている格付け機関もあります。問題は財政赤字というよりも、住宅バブル崩壊の影響によって失業率が 20% 近くまで上昇するなど、景気の低迷が深刻になっていることです。特に不動産向け融資の焦げ付きが増加して銀行の不良債権比率が上昇しており、バブル崩壊後の日本と同様の状況にあると言えます（図表 6）。
- 日本の経験を踏まえると、不良債権問題が悪化すると処理のための財政負担が高まります。今のところはまだスペイン国債の格付けも高いとはいえ、税収低迷と不良債権処理のため財政負担が増加していけば、将来的には財政状況の悪化が深刻化することが懸念されています。また、スペイン経済が一段と悪化すると、スペイン向けに巨額のエクスポージャーを保有するドイツ、フランスの金融機関の経営にも影響を与えることになります。さらに、スペインの金融機関が不良債権問題をきっかけに破たんすることになれば、金融市場が麻痺することになりかねません。

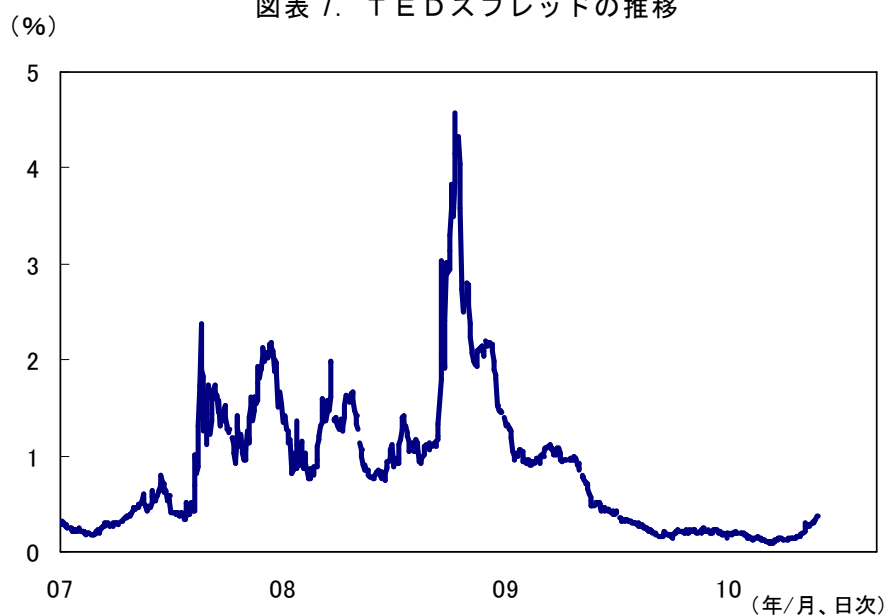
図表 6. スペインの不良債権比率



Q 4. リーマン危機の再来はあるのでしょうか？

- ・ Q 2 では、欧州の銀行間市場の金利が金融システム不安を背景に上昇していることを紹介しました。この動きをもう少し詳しくみることにします。銀行の財務内容に懸念が強まると、銀行同士で資金の貸し借りをを行う際に、資金の出し手はプレミアムを要求するようになります。どの程度プレミアムが上乗せされているかは、金融システム不安の大きさをはかる目安とされます。
- ・ 一般にはリスク・フリーとされる安全資産の利回りと、銀行の信用リスクを織り込んだ金利とを比較します。米国債 3 ヶ月物 (Treasury) とロンドンの銀行間市場で取引されるドル資金 (Euro Dollar) の頭文字から TED スプレッド (テッドスプレッド) と呼ばれる指標です (ユーロドル金利－米国債利回り)。
- ・ TED スプレッドの動きをみると、このところたしかに上昇してはいるものの、2008 年秋のリーマン危機の直後はもちろん、2007 年後半にサブプライム問題が深刻化した頃や、2008 年春にベアスターンズが破たんした頃と比べても、まだ低い水準にとどまっています (図表 7)。金融市場が、取引相手の財務内容に対し、かつてほどには懸念を強めていないと言えるでしょう。
- ・ もう一つの明るい材料はリーマン危機の教訓が生きている点です。今回も欧州銀行間市場で金利が上昇したことを受け、米国の F R B をはじめ主要国の中央銀行がドルスワップ協定を締結しました。F R B は E C B にドル資金を供給し、E C B がドルの手当てに困った金融機関にドル資金を供給できる体制をいち早く整えたのです。何よりあのような危機を再び招いてはいけないとの危機感を各国の政策当局が共有しているものとみられます。
- ・ もちろん、将来事態が深刻化し TED スプレッドが一段と上昇するリスクが少しずつ高まっていることは否定できません。経済情勢次第によっては、状況が一段と悪化する可能性があることには注意が必要です。ただ TED スプレッドの動きをみるかぎり、今すぐにリーマン危機のような大きな影響が世界中に広がっていく可能性は低いと考えられるでしょう。

図表 7. TED スプレッドの推移

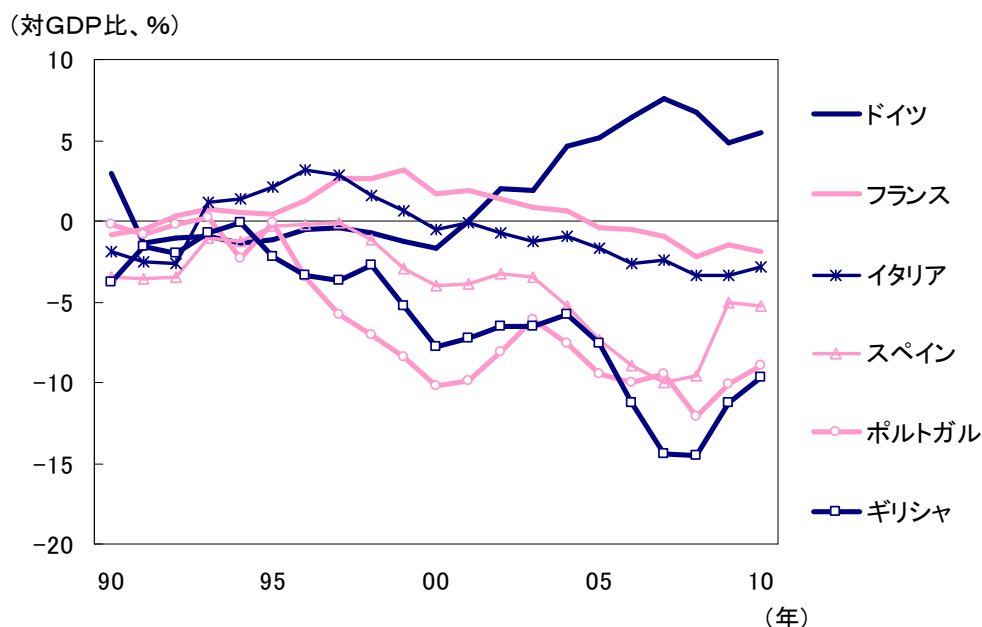


(注) 銀行間市場の指標金利である LIBOR と、安全資産ある米 TB3 ヶ月物利回りとの格差。
銀行間市場の金利プレミアムを示す
(出所) 米 FRB、英銀行協会

Q 5. 将来的なユーロの信認も心配されています。

- ・ ユーロ圏において経済や財政状況の2極化が進み、ユーロの存続が不可能となるのではないかと、離脱を余儀なくされる国が出るのではないかとの見方も出ています。欧州で統一通貨ユーロが誕生したのは1999年です。通貨統一によって、ユーロに参加する各国では、ドイツの信用力を背景に金利が大幅に低下しました。低金利は各国の内需を刺激し、とりわけ住宅ブームが過熱しました。
- ・ ユーロ圏の経済構造をみると、内需が過熱した南欧諸国に向けて、ドイツが輸出を伸ばし経常黒字を稼ぐ構図が顕著となっています(図表8)。このため、財政赤字と経常赤字に直面する南欧諸国では、労働市場改革をはじめ、生産性を引き上げ経済競争力を高める政策が求められています。
- ・ 同時に各国の経済格差が鮮明になる中で、赤字国が緊縮政策を実施していることもあり、競争力の高いドイツが積極的に内需を拡大させ、ユーロ加盟国間の経済不均衡を解消する努力が求められています。黒字国の内需拡大と赤字国の競争力強化をめざし、政策協調を一段と深化させていくことは、財政規律を強化するための仕組みづくりとともに、ユーロ存続にとって必要不可欠な要件です。
- ・ 今のところ、政策協調に向けた取組みは、主要国間での意見の相違が目立ち、各国間の政策姿勢の相違が金融市場の懸念を強めています。もっとも、政策協調の足並みをそろえることは、通貨と金融政策を統一しながら、財政政策を各国独自の裁量に任せてきたユーロの弱点を克服することにつながり、中長期的なユーロの課題とされています。政策協調に向けた各国の政策努力が、ユーロの将来的な存続の可能性や、市場からの信任確保に大きな影響を及ぼすことになるでしょう。

図表 8. 欧州各国の経常収支



(注) 2010年はIMFによる予測
(出所) IMF

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、当社の統一した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。