

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
(財)国際通貨研究所

## ソブリンリスクに揺れるユーロ圏の金融情勢

(財) 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員  
山口 綾子  
[yamaguchi@iima.or.jp](mailto:yamaguchi@iima.or.jp)

### <要 旨>

- (1) ギリシャ財政危機の影響で 5 月初旬に欧州を中心に金融市場の緊張が高まった。国際通貨基金 (IMF) と欧州連合 (EU)、各国政府の努力により、危機は何とか収束、その後、金融市場は小康状態にあったが、足元では再びリスク懸念が高まりつつある。
- (2) ソブリンリスクへの対応として、危機に陥った加盟国に対する支援のための欧州安定化メカニズムが 6 月に創設された。同メカニズムの一環としての欧州金融安定ファシリティは 8 月に稼働を開始し、IMF のコミットメントを加え、最大 7,500 億ユーロの資金融通枠が誕生した。
- (3) 7 月 23 日欧州域内の銀行に対するストレステストの結果が公表された。資本不足行は 7 行にとどまり、全体としては健全との評価がされた。シナリオの前提条件が甘いなどの批判も多いが、個別行の情報開示が進んだことは大きな前進といえる。
- (4) 欧州安定化メカニズムが動き出したことで、ここ 2 年程度の財政資金繰りの問題はクリアされたといえる。ただし、財政再建の行方次第では景気低迷が続き、税収の落ち込みが財政赤字拡大を招き、ソブリンリスクを高め、金利上昇圧力を通じてさらに景気を冷え込ませるといった悪循環につながるおそれがある。その場合、金融機関の経営悪化、金融市場の動揺は避けられない。

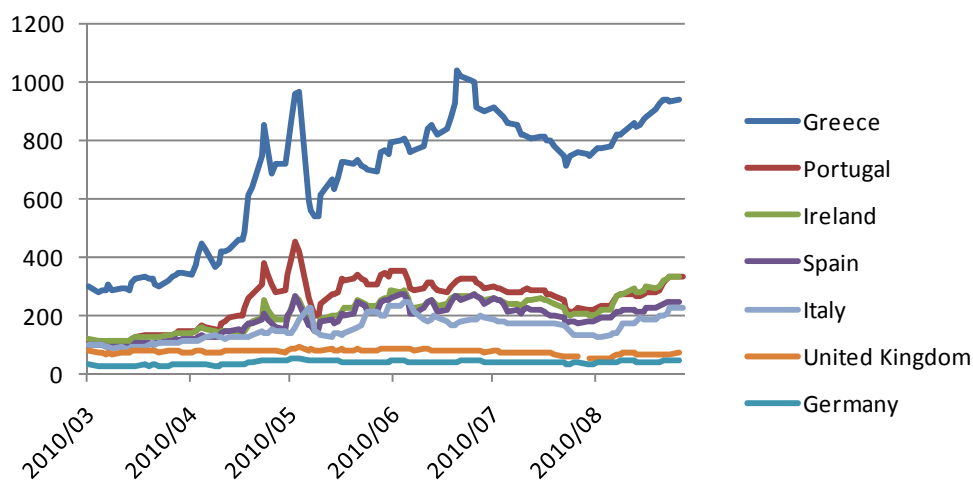
## <本 文>

### 金融市場の緊張の高まり

7月に公表されたIMFの国際金融安定報告では、欧州のソブリンリスクの高まりが、4月末から5月初めにかけてグローバルに金融を不安定化したとしている<sup>1</sup>。欧州の銀行が国債を保有しているとみられたために、ソブリンリスクの上昇は銀行のリスクの上昇につながった。各金融機関がどれほど国債を保有しているかが不明であったため、投資家の不安はなかなか払拭されず、IMFは、各国の財政再建努力と欧州銀行に対するストレステストの公表による危機の収束が望まれると指摘していた。

実際、西欧諸国のソブリンリスク指標の一つであるソブリン CDS (Credit Default Swap) の推移をみると、ギリシャを筆頭に5月初めに急上昇した後、IMF、EU各国によるギリシャ支援策決定、欧州安定化メカニズム構想の公表などを受けて下落した。その後は景気悪化によりギリシャ財政再建に対する悲観的な見方が台頭、ギリシャのCDSは再び上昇し、6月下旬には史上最高となった。その後はEUとIMFの審査でギリシャ財政再建が計画通り実施されていると評価されたこと、欧銀のストレステスト結果の公表などを受け、市場は小康状態にあった。しかし、足元では金融セクター支援拡大による財政悪化を背景としたアイルランドの格下げ(8月24日)などもあり、再び上昇を示している。

(図表1) 西欧諸国のソブリンCDS

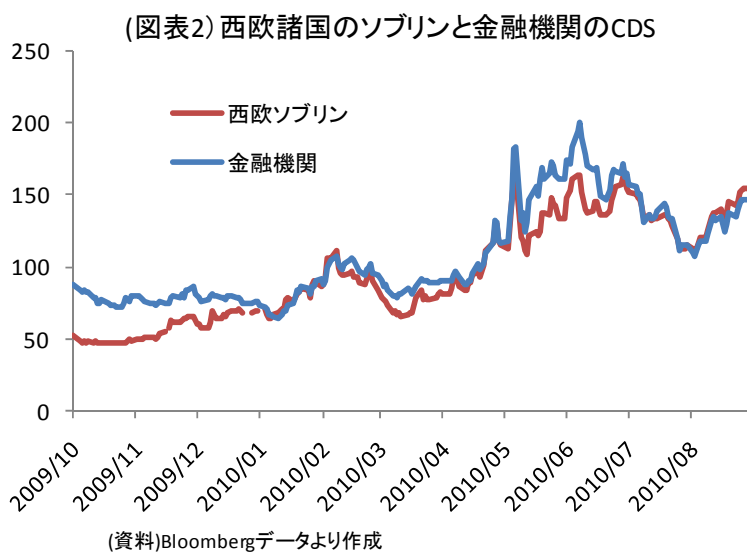


(資料) Bloombergデータより作成

<sup>1</sup> 5月初旬の金融市場の動揺および欧州当局の対応については、国際通貨研究所ニューズレターNo.15「ユーロに影を落とすギリシャ財政危機」参照[http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo\\_15\\_i.pdf](http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo_15_i.pdf)

ソブリン CDS は昨年秋ごろからじりじり上昇を続けてきたが、西欧の金融機関の CDS は 2010 年初めごろからソブリン CDS の上昇と歩調を合わせる形で上昇を示してきた。ソブリンスプレッドの高まりは金融機関の資金調達コストの上昇につながり、さらに金融機関が国債保有という形でソブリンリスクを負っているため、金融機関の経営悪化が救済に伴う財政負担拡大への懸念を増すことでソブリンリスクを高めるという悪循環にある。

以下ではこうした金融市場の動揺に対し、EU および各国政府がとってきた対応についてまとめてみたい。



## 欧州安定化メカニズムの創設

5月9日のEU財務相理事会での合意に基づき、危機に陥った加盟国に対する支援のための欧州安定化メカニズム (European Stabilization Mechanism) が6月7日に創設された。同メカニズムはEU予算枠内のファシリティ600億ユーロと、特別目的会社 (SPV) としての欧州金融安定ファシリティ (European Financial Stability Facility :EFSF)、最大4,400億ユーロからなる。これにIMFのコミットメント2,500億ユーロが加わり、最大7,500億ユーロの資金融通枠が誕生する。

EFSFは欧州安定化メカニズムの一環として、6月7日に発足した。EFSFは金融面での困難に陥ったユーロ参加国に対する融資を行うことを目的につくられた特別目的会社 (SPV) であり、ユーロ加盟16カ国が株主となる。財政困難国の「救済」ではなく利払いを伴うローン供与を行う。ローンに必要な資金は債券発行などによりEFSFが調達するが、債券発行の際、加盟国が各国のシェア (調

整済貢献度)<sup>2</sup>に基づきその 120%の保証を供与する。保証コミットメントは合計で 4,400 億ユーロとなる。なお、ギリシャは金融面で困難に陥っていることから、既にEFSFの保証国からははずされており、保証コミットメント額合計は 4,276 億ユーロとなる。

EFSF による資金調達は、市場環境の許す限り、危機に陥った国に対するローンと金額、発行時期、通貨、利払い、返済などについて同等の方法によることとされている。借入国は、ローンに関して、サービスフィー0.5%および EFSF の資金調達コストに一定のマージンを加えた利払いを行う。EFSF はこのサービスフィーおよびマージンをキャッシュリザーブとして積み立てる。このキャッシュリザーブは借入国が返済困難となった場合のバッファとなる。保証国のシェアで見ると、6 割近くが AAA の格付けを得ていることから、EFSF による資金調達も好条件が期待される。財政危機に陥り、市場からの直接調達が困難になった国も、各国の保証が供与されることで、比較的有利な条件での借入が可能となるとみられる。

8 月 4 日、イタリアの手続き完了で保証コミットメントの 90%を超える国の手続きが完了し、EFSF は稼働を開始した。2013 年 6 月末までにすべてのローンの返済を受け解散する予定とされているが、その時点でローン残高がある場合は、加盟国で協議することとなっている。

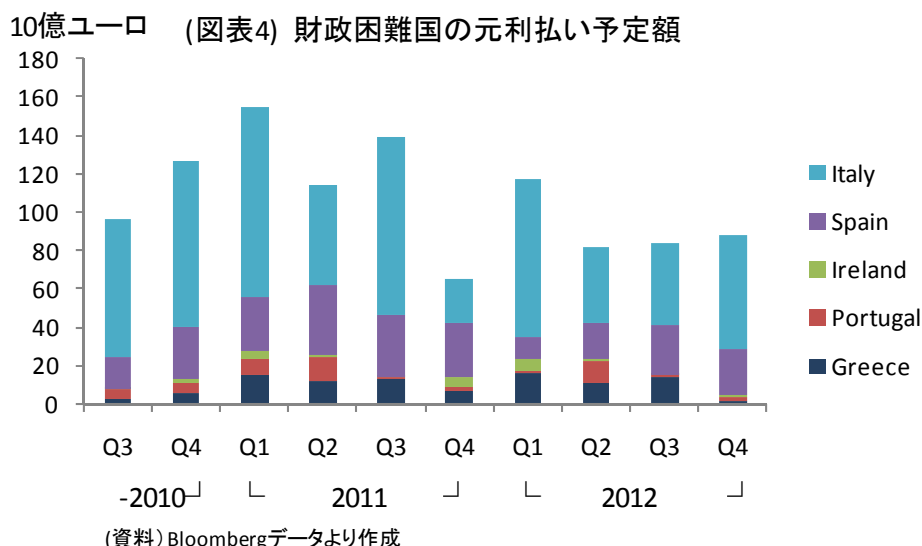
(図表3) 欧州金融安定ファシリティ

|            | 保証コミットメント<br>額(百万ユーロ) | 格付け<br>S&P | ECB 資本<br>拠出% | 調整済貢献<br>度 % |
|------------|-----------------------|------------|---------------|--------------|
| ドイツ        | 119,390.07            | AAA        | 18.9373       | 27.13        |
| フランス       | 89,657.45             | AAA        | 14.2212       | 20.38        |
| イタリア       | 78,784.72             | A+         | 12.4966       | 17.91        |
| スペイン       | 52,352.51             | AA         | 8.304         | 11.90        |
| オランダ       | 25,143.58             | AAA        | 3.9882        | 5.71         |
| ベルギー       | 15,292.18             | AA+        | 2.4256        | 3.48         |
| ギリシャ       | 12,387.70             | BB+        | 1.9649        | 2.82         |
| オーストリア     | 12,241.43             | AAA        | 1.9417        | 2.78         |
| ポルトガル      | 11,035.38             | A-         | 1.7504        | 2.51         |
| フィンランド     | 7,905.20              | AAA        | 1.2539        | 1.80         |
| アイルランド     | 7,002.40              | AA-        | 1.1107        | 1.59         |
| スロバキア      | 4,371.54              | A+         | 0.6934        | 0.99         |
| スロベニア      | 2,072.92              | AA         | 0.3288        | 0.47         |
| ルクセンブルグ    | 1,101.39              | AAA        | 0.1747        | 0.25         |
| キプロス       | 863.09                | A+         | 0.1369        | 0.20         |
| マルタ        | 398.44                | A          | 0.0632        | 0.09         |
| 合計         | 440,000.00            |            | 69.7915       | 100          |
| 合計(除くギリシャ) | 427,612.30            |            |               |              |

(資料) 欧州委員会資料、S&P社より作成

<sup>2</sup> ECB への資本拠出割合を、ユーロ参加国合計を 100 とする形で調整したもの。図表 3 参照。

なお、PIIGS（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）と呼ばれる財政危機が懸念されている 5 カ国の今後の利払いおよび元本償還予定額をみると、2011 年までの 5 カ国合計で 6,966 億ユーロとなる（図表 4）。金融安定化メカニズムの 7,500 億ユーロで、この金額はカバーできることになる。



### ストレステスト結果の公表：前提条件が甘い等の批判はあるが、個別行の情報開示が進んだことは大きな前進

欧州銀行監督者委員会（CEBS）は 7 月 23 日に域内の銀行に対するストレステストの結果を公表した。同テストは昨年 10 月に続く 2 回目で、今回は対象金融機関数が 91 行（域内の金融機関総資産の 65%をカバー）と大幅に増加したこと、個別行の結果が公表されたことが注目された。前回は 22 行が対象とされ、全体の結果が公表されたのみであった。同テストでは前提となる実体経済については、標準シナリオ（直近の欧州委員会見通しをテスト時点で見直したもの）から 2 年間で 3%実質成長率が低下する景気悪化シナリオ（2 年連続小幅マイナス成長）を想定している。危機の火種として懸念されているソブリンリスクについては、金融機関が保有する国債について、トレーディング勘定に計上されているもののみ毀損（ヘアカット）を想定、バンキング勘定は対象外とした<sup>3</sup>。なお対象となった 91 の金融機関の EU 国債保有額は 1.9 兆ユーロ、このうち 8 割

<sup>3</sup> トレーディング勘定とは、短期的売買を目的とした資産を管理する勘定。銀行自身の短期的差益を目的とした投資や顧客注文に基づく取引などが計上され、通常期末には時価評価される。一方バンキング勘定にはより長期的な資産が計上されており、満期まで保有されることが普通である。

以上がバンキング勘定となっている。

景気悪化シナリオにソブリンリスクを加味した最悪シナリオでは、金融機関の損失合計は 5,650 億ユーロ、Tier 1 比率（自己資本のうちの Tier 1 のリスク資産に対する比率）は 2009 年末 10.3%が 2011 年末には 9.2%に低下する。この水準は国際的基準からみても十分であり、ユーロ圏全体でみた場合、健全性が保たれていると CEBS は評価している。もともと 2011 年末の試算値は、既に一部の銀行に資本注入された公的資金を含んでおり、Tier 1 比率を 1.2%押し上げていることには注意が必要である。個別行で Tier 1 比率が CEBS が基準とする 6%を下回るのは 7 行のみで、資本不足額は合計 35 億ユーロとされている。7 行の内訳はドイツ 1、ギリシャ 1、スペイン 5 行であった。

スペインは不動産バブル崩壊の影響が大きく、金融セクターの健全性をもっとも懸念される国の一つである。ストレステストの結果、貯蓄銀行 5 行の資本不足額は 20 億ユーロとされた。なお、別途スペイン当局は貯蓄銀行の再編計画を進めているが、その計画によれば資本増強に必要な額は 162 億ユーロ（GDP 比 1.5%）、このうち 144 億ユーロ（預金保険基金 38 億ユーロ＋金融再編基金 FROB106 億ユーロ）についてはストレステスト公表前に既にコミットされ、当局の承認を得ている。

今回のストレステストについては、「前提となる景気シナリオが甘い」、「ソブリンリスクについてトレーディング勘定のみを対象とするのでは不十分」という批判が多くなされている。CEBS は対象期間中の 2011 年末までの国債のデフォルト（債務不履行）を想定せず、満期保有が前提とされているバンキング勘定は対象としなかったものとみられる。欧州安定化メカニズムによる支援を前提とすれば、2011 年末までに EU 各国の国債がデフォルトする可能性は低いと考えられ、バンキング勘定は対象外という想定は合理的と言えなくはない。なお、OECD のレポートでは、個別行が倒産した場合、トレーディング勘定の大きな潜在的損失が顕現すること、EFSF が業務を終了した後、中期的に国債デフォルトや債務繰延べの可能性を捨てきれないこと等を指摘し、注意を促している。91 の対象金融機関の EU 国債保有額は 1.9 兆ユーロ、このうち 8 割以上がバンキング勘定に計上されている。トレーディング勘定分のヘアカット想定額は 91 行合計で 264 億ユーロ、このうち PIIGS5 カ国で 144 億ユーロであるが、同様のヘアカット率をバンキング勘定に当てはめるとヘアカット額は 1,387 億ユーロ（PIIGS のみで 758 億ユーロ）とトレーディング勘定の 5 倍にもなる（OECD 試算）。

もともと、ストレステスト結果の公表で、米銀と比較し個別行の情報開示が不十分であった欧銀について、まがりなりにも情報開示が進んだ。ギリシャ危機をきっかけとした金融市場の動揺の背景には、欧銀がどの程度不良債権をか

かえ、またソブリンリスクを負っているのか、情報がななかでの不安の高まりがあったことを考慮すると、大きな前進といえよう。

(図表5) ストレステストの前提となった経済シナリオ

単位: %

|        | 実質GDP成長率 |      |          |      | 10年国債利回り(各年末) |      |          |      |
|--------|----------|------|----------|------|---------------|------|----------|------|
|        | 標準シナリオ   |      | 景気悪化シナリオ |      | 標準シナリオ        |      | 景気悪化シナリオ |      |
|        | 2010     | 2011 | 2010     | 2011 | 2010          | 2011 | 2010     | 2011 |
| ユーロ圏   | 0.7      | 1.5  | -0.2     | -0.6 | 3.5           | 3.8  | 4.4      | 5.3  |
| フランス   | 1.2      | 1.5  | 0.7      | -0.1 | 3.8           | 4.1  | 4.3      | 5.1  |
| ドイツ    | 1.2      | 1.7  | 0.2      | -0.6 | 3.5           | 3.8  | 4.0      | 4.7  |
| ギリシャ   | -4.1     | -2.6 | -4.6     | -4.3 | 6.8           | 7.1  | 11.8     | 14.7 |
| アイルランド | -1.4     | 2.6  | -2.1     | 1.0  | 5.1           | 5.4  | 6.7      | 7.8  |
| イタリア   | 0.7      | 1.4  | -0.3     | -0.3 | 4.4           | 4.7  | 5.4      | 6.3  |
| ポルトガル  | 0.5      | 0.2  | -0.3     | -2.3 | 4.7           | 5.1  | 7.0      | 8.5  |
| スペイン   | -0.6     | 1.0  | -1.4     | -1.2 | 4.1           | 4.7  | 5.8      | 6.8  |
| その他EU  | 1.0      | 2.2  | 0.2      | 0.5  |               |      |          |      |
| 英国     | 0.6      | 1.9  | -0.2     | 0.1  | 4.3           | 4.7  | 5.0      | 5.7  |
| ハンガリー  | 0.9      | 3.2  | -0.2     | 1.6  | 8.4           | 6.2  | 9.5      | 9.5  |
| EU27カ国 | 1.0      | 1.7  | 0.0      | -0.4 |               |      |          |      |
| 米国     | 2.2      | 2.0  | 1.5      | 0.6  |               |      |          |      |

(資料) CEBS発表資料より作成

(図表6) ストレステストの前提となった不動産価格のシナリオ

単位: %

|        | 商業不動産価格変化率 |       |        |       | 住宅価格変化率 |      |        |       |
|--------|------------|-------|--------|-------|---------|------|--------|-------|
|        | 標準シナリオ     |       | 悪化シナリオ |       | 標準シナリオ  |      | 悪化シナリオ |       |
|        | 2010       | 2011  | 2010   | 2011  | 2010    | 2011 | 2010   | 2011  |
| ユーロ圏   |            |       |        |       |         |      |        |       |
| フランス   | -4.5       | -2.5  | -4.5   | -4.5  | -4.5    | -2.5 | -4.5   | -4.5  |
| ドイツ    | 0.0        | 0.0   | -10.0  | -10.0 | 0.0     | 0.0  | -10.0  | -10.0 |
| ギリシャ   | -3.0       | 0.0   | -5.0   | -2.0  | -3.0    | 0.0  | -5.0   | -2.0  |
| アイルランド | -14.0      | -6.0  | -17.0  | -8.0  | -13.0   | -2.5 | -17.0  | -5.0  |
| イタリア   | -0.7       | 0.3   | -1.6   | -2.0  | -0.7    | 0.3  | -1.6   | -2.0  |
| ポルトガル  | 0.0        | 0.0   | -5.0   | -5.0  | 0.0     | 0.0  | -5.0   | -5.0  |
| スペイン   | -20.0      | -15.0 | -35.0  | -30.0 | -3.8    | -5.2 | -8.8   | -15.2 |
| その他EU  |            |       |        |       |         |      |        |       |
| 英国     | 0.0        | 0.0   | -10.0  | -10.0 | 2.0     | 1.0  | -10.0  | -10.0 |
| ハンガリー  | -5.0       | 0.0   | -8.0   | -5.0  | -10.0   | -3.0 | -13.0  | -8.0  |

(注) 不動産価格の前提は各国の監督当局によるもの。マクロ経済シナリオとは別に想定。

(資料) CEBS発表資料より作成

## 危機防止のための提案

5月初旬の金融市場の動揺は、ギリシャ財政だけの問題ではなく、財政統合なき通貨統合のかかえる問題が背景にあった。こうした状況に対し、EU各機関は、安定成長協定の強化、マクロ経済の不均衡および競争力格差への対応、危機管理の恒久的かつ堅固な枠組みづくりを基本姿勢として、さまざまな提案をしてきている。

もともと安定成長協定では、各国の一般政府ベースの財政赤字および債務残高について、それぞれ名目 GDP 比 3%、60%という基準が設けられ、それを満たせない国については過剰赤字是正勧告が行われることになっている。ただし急速な景気の悪化の場合には短期的に単年度の赤字が基準を上回っても許容される。また 2009 年 4 月にギリシャ、アイルランド、フランス、スペインに過剰財政赤字是正勧告が行われた際には、グローバル金融危機発生後の急激な景気後退という異例の事態を考慮し、中期的な財政再建が認められることとなった。2010 年には多くの国で財政赤字が安定成長協定の基準を大幅に超える見込みとなっている。こうした状況に対し、EU ではヨーロピアン・セメスターと呼ばれる、マクロ経済政策や構造改革についての政策協調の年間スケジュールを導入する提案がなされている。これにより各国の予算や政策の立案について早い段階から政策協調が行われ、安定成長協定の遵守にもつながることが期待されている。

また、欧州委員会および欧州議会は新たな金融規制機関（欧州システムックリスク理事会：European Systemic Risk Board）創設の提案を行っている。同機関は、3つの監督機関からなる（European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority, European Securities and Markets Authority：それぞれ銀行、保険、証券を監督する機関）。これまでユーロ圏では、金融政策が一本化された一方で、金融監督・規制は各国当局に委ねられていたことが、危機への対応を遅らせ、危機を拡大させてしまったという批判がなされてきた。ユーロ圏全体の監督・規制機関をつくることで、各国政府に対し、問題への対処を促す圧力となると同時に、各国から独立し予防的に危機管理を行うことをめざしている。

## 金融安定化にむけて

以上のように、欧州域内では経済・金融の安定への努力が続けられているが、こうしたなかで、8月11日スロバキア議会はギリシャへの資金支援を見送ることで合意した。5月に決定されたギリシャ支援パッケージは、ユーロ各国が3年間に合計1,100億ユーロを出資する計画であった。このうち、スロバキアの拠出予定額は約8億ユーロと、金額だけでみればそれほど大きいわけではない。問題は加盟国全体でギリシャを支援しようという姿勢に綻びがみられることである。幸い、スロバキア議会はEFSFへの拠出は認めており、EFSFの運営には支障をきたすことはなさそうである。

ECBより7月に発表された金融機関の貸し出し態度調査によれば、企業向け・家計向けとも、貸出態度は、水準は依然として緩和的ながら4月時点よりも厳



格化した。4月時点での同調査では先行き見通しについては厳格化するという金融機関はそれほど増えない見込みであった。厳格化の理由については、景気見通し悪化や、業種・企業など借入側の状況悪化の回答は減っているが、市場ファイナンスへのアクセス、自行の流動性ポジションを理由とする回答が増えている。金融機関の流動性懸念が貸出態度を厳格化させていることを示唆する回答となっており、今後実体経済への重石になっていく可能性には注意が必要であろう。

ECBの金融安定報告では、域内の金融安定に関する2大リスクとして、財政のサステナビリティと、金融機関経営と財政悪化の悪循環が挙げられている。その他のリスクとしては、企業部門の財務状態の悪化、雇用情勢悪化に伴う家計向け債権の損失、域内大手金融機関のデレバレッジに伴う実体経済への下押し、商業用不動産貸出・東欧向け貸出の悪化、マクロ経済の予想以上の悪化等が列挙されている。

欧州金融安定化メカニズムが稼働を開始したことで、財政困難国も当面の資金繰りの問題はクリアされたが、中期的な財政のサステナビリティに向けて、プライマリーバランスの改善が各国共通の課題である。厳しい緊縮財政による景気回復の腰折れを回避しつつ、財政赤字削減を進めることは容易ではない。各国の財政再建の成否が域内の金融安定のカギをにぎる状況のなかで、各国政府は、ユーロ圏の共通の利益を守ることと自国の成長のための競争とのポリシーミックスのバランスを探ってゆかねばならない。

以上

(参考文献)

Blundel-Wignall, A. and P. Slovik, "The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures," OECD WP, Aug. 2010

CEBS' s press release on the results of the 2010 EU-wide stress testing exercise, 23 July 2010

European Commission, "EFSF Framework Agreement," 7 June 2010

ECB, "Financial Stability Review," June 2010

EU プレスリリース各号

ECB, "The Euro area bank lending survey," July 2010

IMF, "Global Financial Stability Report update," July 2010

内閣府「世界経済の潮流」2010年5月

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp) URL: <http://www.iima.or.jp>