

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## 欧州ソブリン危機 ～第二次ギリシャ支援は十分か～

公益財団法人 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>

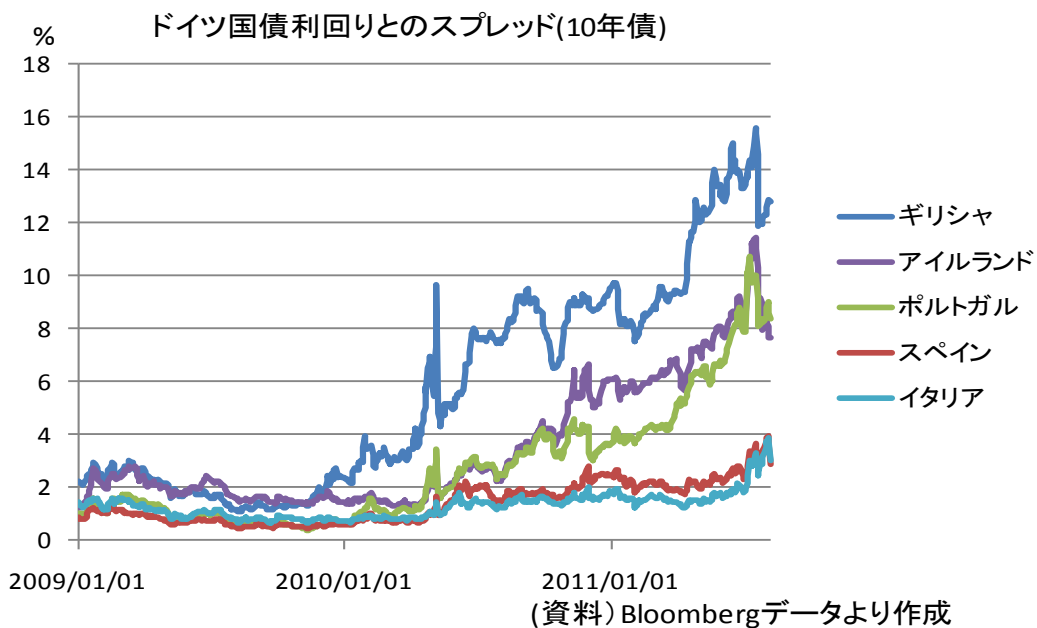
- 2010年5月のギリシャへの第一次支援決定から1年を経て、同国の財政再建が計画通りにいかないとの懸念が高まるなかで、第二次ギリシャ支援策が7月に合意された。第二次支援策は、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能柔軟化や、これまで踏み込めなかった民間部門の関与も含まれるなどの点を考慮すれば、大きな進展との評価ができる。しかし、ギリシャにとって厳しい状態に変わりはなく、楽観は許されない。
- ギリシャの第二次支援策が固まった後も欧州の金融市場はますます混迷を深めている。特にスペイン、イタリアへの危機の波及が懸念され、債券市場では両国の国債のドイツ国債とのスプレッドが拡大している。
- EFSFの機能柔軟化策の実現には、加盟各国の自国での承認手続きが必要であり、足元の金融市場の動揺に対してすぐに対応できるわけではない。こうしたなかで、欧州中央銀行（ECB）は国債購入プログラム（SMP）の4カ月ぶりの再開に踏み切るなど、金融市場の混乱收拾に努めている。
- 周縁国支援を巡っては、援助する側では国内の納税者の反発が高まり、援助される側では厳しい財政再建に対するデモやストライキが頻発するなど、合意形成は容易でない。各国政府がユーロ圏共通の利益を守るために、自らの主権の制約をどこまで容認できるかがユーロの未来にとっての課題である。

<本文>

## ギリシャ第一次支援後の周縁国の状況

2010年5月、欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）による総額1,100億ユーロのギリシャ支援パッケージが成立した<sup>1</sup>。ギリシャ以外にも、不動産バブル崩壊に伴う金融機関支援で大きく財政基盤が痛んだアイルランド、財政赤字と景気の低迷に悩むポルトガルの債務問題が懸念され、これらの国の国債のドイツ国債との利回り格差は拡大した（図表1）。2010年11月にアイルランド向け675億ユーロ、2011年5月にはポルトガル向け780億ユーロの支援パッケージが決められた。

【図表1】



EUでは、安定・成長協定（Stability and Growth Pact）で、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度の財政赤字是正勧告が行われる。しかし、2005年にドイツの財政赤字が基準を上回った時には、急速に景気が悪化した場合には、短期的に単年度の赤字が基準を上回っても許容され

<sup>1</sup> 「ユーロに影を落とすギリシャ財政危機」国際通貨研究所ニューズレターNo.15 参照  
[http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo\\_15\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo_15_j.pdf)

ると規定が緩和された。また 2009 年にギリシャ、アイルランド、フランス、スペインに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。この結果 2010 年にはユーロ圏 17 カ国のなかで、単年度の財政赤字 GDP 比 3% という基準を満たすのは、ルクセンブルク、フィンランドと 2011 年にユーロを導入したエストニアしかなく、平均でも 6% と安定・成長協定の基準を大幅に超えることとなった。これに伴い、各国の国債の格下げが相次いだ（図表 2）。

【図表 2】

ユーロ圏主要国の財政状況

	GDP比、%			格付け
	財政赤字 2010	債務残高 2010	GDP 10億ユーロ	
ギリシャ	-10.5	142.8	223.2	CC
アイルランド	-32.4	96.2	146.5	BBB+
ポルトガル	-9.1	93.0	173.7	BBB-
スペイン	-9.2	60.1	1071.4	AA
ドイツ	-3.3	83.2	2525.2	AAA
フランス	-7.0	81.7	1949.9	AAA
イタリア	-4.6	119.0	1560.9	A+
ユーロ圏合計	-6.0	85.1	9278.5	

(注) 格付けはStandard and Poor's, 2011年7月末時点。

(資料) Eurostat, Standard & Poor's

## 金融支援のための枠組みの構築

2010年6月ギリシャ危機で金融市場が動揺するなか、財政危機に陥ったユーロ加盟国支援のための欧州金融安定化メカニズム（European Stabilization Mechanism）が創設された<sup>2</sup>。同メカニズムはEU27カ国を対象としたファシリティ（EFSM：European Financial Stabilization Mechanism）600億ユーロと、欧州金融安定ファシリティ（EFSF：European Financial Stability Facility）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した。EFSFは金融面での困難に陥ったユーロ参加国に対して融資を行う。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、ユーロ参加国が各国のシェアに基づきその120%の保証を供

<sup>2</sup> 「ソブリンリスクに揺れるユーロ圏の金融情勢」国際通貨研究所ニューズレターNo.31 参照  
[http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo\\_31\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo_31_j.pdf)

与する<sup>3</sup>。

EFSMおよびEFSFは2013年6月末までの時限措置であったが、それを引き継ぐものとして恒久機関としての欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）の創設が2010年12月に欧州理事会で決められた。ESMは2013年7月にユーロ圏各国の出資により発足する。総額は7,000億ユーロ（うち800億ユーロの払込資本、6,200億ユーロの各国の保証または請求払資本）である。ESMはマクロ経済調整計画等の厳格な条件を前提に財政困難国に貸出の形で金融支援を行う。融資可能額は5,000億ユーロ、貸出金利はESMの調達コストに期限3年以内は200bp、期限3年超は300bpのスプレッドを加えたものである<sup>4</sup>。ESMは例外的に（理事会の全会一致で）発行市場での国債購入も認められる。

また、2013年7月以降はユーロ圏で発行されるすべての1年超の新規国債について、標準化された集団行動条項（Collective Action Clauses）が付けられる。これは一定以上の債券保有者の合意があれば、債券の条件変更を可能とするもので、期限繰延べや元本削減など、秩序だったかつ迅速な債務再編が可能となる。債務国が一時的な流動性の困難ではなく、中期的に支払い不能とみなされた場合、民間債権者にも一定の負担を負わせることで、事態の早期改善を図ろうとするものである。

---

<sup>3</sup> 当初 EFSF については 4,400 億ユーロの保証コミットメントがなされ、その分の融資が可能とみられていた。しかし、保証を行う加盟国のうち AAA 格に格付けされている国は 6 カ国（ドイツ、フランス、オーストリア、オランダ、フィンランド、ルクセンブルク）しかなく、この 6 カ国の保証コミットメント総額は 2,550 億ユーロしかない。EFSF 債が AAA 格を維持するためには、融資総額はこの 6 カ国の保証の枠内に限定される。このため、2011 年 6 月の欧州理事会合意に基づき、保証コミットメント総額は 7,800 億ユーロ、融資可能額は 4,400 億ユーロに増額され、また EFSF 債発行時の保証についても、当初の 120% から「165% まで」に改定されることになった。この改定 EFSF 合意は 7 月に欧州理事会で署名され、各国の国内手続きを経て 2011 年末までには発効が見込まれている。

<sup>4</sup> 2011 年 7 月に決定された EFSF の融資条件緩和（後述）に伴い、ESM の融資条件も今後緩和される可能性がある。

【図表 3】

ユーロ圏の金融支援の枠組み

	ギリシャへの第一次政府間 支援	EFSM 欧州金融安定メカニズム	EFSF 欧州金融安定ファシリティ	ESM 欧州安定メカニズム
組織形態	政府間合意	EUのメカニズム	ユーロ圏諸国が保有する民間企業	国際機関
資本構成	無し。欧州委員会がプールした二国間融資	EU予算による保証	ユーロ圏諸国によるオーバー保証	払込済資本800億ユーロ 請求払資本6200億ユーロ
融資能力 融資枠 融資コミットメント	800億ユーロ 800億ユーロ	600億ユーロ 225億ユーロ アイルランド 260億ユーロ ポルトガル	4400億ユーロ 177億ユーロ アイルランド 260億ユーロ ポルトガル	5000億ユーロ
融資手段	ローン	ローン、クレジット・ライン	ローン、プライマリー市場での国債購入	ローン、プライマリー市場での国債購入
期間	7.5年（22四半期支払い後）	2013年6月末まで	2013年6月末まで。ただしその後も融資残高の返済が終わるまで機関は存続。	2013年7月より永続機関として発足予定
ECBの関与	プログラム策定、モニタリング、支払いエージェントとして関与。	プログラム策定、モニタリング、支払いエージェントとして関与。	プログラム策定、モニタリング、支払いエージェントとして関与。	債務サステナビリティ分析、プログラム策定、モニタリング、支払いエージェントとして関与。
意思決定機関	ユーログループ（ユーロ圏財務大臣会合）	欧州委員会の提案に基づきECOFIN（EU経済財務相理事会）の特別多数決、	ユーログループ/EFSF取締役会	ユーログループ/ESM理事会および取締役会
法的根拠				
融資	政府間合意、条約第136条	条約第122条（自国でコントロール不能な自然災害等の異例の状況においては、EUは加盟国に金融支援をおこなうことができる）	政府間合意	条約第136条の修正
条件	条約第126条、136条	EU理事会決議	EFSF枠組み協定 MOU およびEU理事会決議	条約第136条に基づくEU理事会決議

（資料）ECB資料より作成

ギリシャ第二次支援策および EFSF の機能柔軟化

以上のような安定化に向けたさまざまな努力にもかかわらず、第一次支援から1年を経て、早くもギリシャの財政再建が計画通りにいかず、国債利回りが上昇し市場からの資金調達予定も消化できないとの懸念が高まった。このため何らかの債務再編が必要との見方が強まってきた。ギリシャが債務再編を余儀なくされれば、他の周縁国への波及は必至であり、特にこれまであまり問題視されていなかったイタリアへの波及が懸念されるようになった。

イタリアの政府債務残高はGDP比119%、1.8兆ユーロと絶対額が巨額にのぼるが（世界3位）、単年度の赤字は2009年GDP比5.4%、2010年4.6%と改善がみられ、プライマリーバランスは黒字を維持している。既にEU、IMFからの金融支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガルとは違って、イタリアは金利が安定していれば、十分に自国で対処可能である。しかし、マーケット参加者のデフォルト懸念が高まれば、国債が売られ、金利が上昇、それが利

払い負担の増大と景気の低迷を招くこととなり、懸念が自己実現的に実際のデフォルトに繋がってしまう。それを回避するためにもユーロ圏当局による強いコミットメントが必要である。

こうしたなかで、2011年7月21日ユーロ圏臨時首脳会議（ECB 総裁、IMF 専務理事も出席）が開かれ、ギリシャに対する第二次支援が決定された。会議後のファンロンパイ欧州理事会議長のコメントによれば、首脳会議での合意は、①ギリシャ債務のサステナビリティ改善、②ギリシャ問題の他の周縁国への伝染の抑え込み、③ユーロ圏全体の危機マネジメントの改善、の3点について大きな進展を示した。

ギリシャの支援については、1,090億ユーロの追加公的支援が決められた。新規融資はEFSFを通じて行われ、その融資期間は現行の7.5年から15-30年（うち元本返済猶予期間10年）に延長される。金利は国際収支ファシリティ（現行3.5%）と同じとする。これはEFSFの調達金利とほぼ同じであり、現行と比較し150-250bpの金利引き下げとなる。

またEFSF融資の有効性を上げるために柔軟性を高めることが合意された。具体的には①既に財政支援が行われている国ばかりでなく、予防的措置にも使用（これはスペイン、イタリアを想定した措置とみられる）、②政府を通じ金融機関への資本注入を実施、③（ECBが必要と判断し、加盟国が合意した場合に限り）流通市場での国債の購入が認められることになった。また、今後のEFSF融資の期間延長と金利引き下げはギリシャばかりでなく、ポルトガル、アイルランドにも適用される。以上の一連の措置の実施には各国の国内手続きが必要となり、早期実現が望まれる。

同時に、ギリシャ国債を保有する民間金融機関に対し、債券交換もしくは償還時の借り換え（30年新規国債、その元本はAAAのゼロクーポン債によって担保される）などを通じて自発的に支援することが求められた。今後3年間で370億ユーロの貢献が期待されている。これに債券の買い戻しプログラムへの協力126億ユーロを合わせ、合計500億ユーロ弱の負担が見込まれている。民間部門の負担はギリシャについての特例措置であり、他の国については行わないとされた。

なお、ギリシャ国債を保有する民間金融機関の自主的負担が実行された場合、外部格付け機関はギリシャ国債を（選択的）デフォルトとみなす可能性が高い。ECBはこれまでギリシャ国債を担保に金融機関に対する融資を行ってきたが、デフォルトした債券は担保として認めないとして、ギリシャ国債保有者の負担を求めることには強く反対してきた。しかし、首脳会議を経て、トリシェ ECB総裁は、外部格付け機関によってデフォルトとみなされた場合でも、ユーロ圏諸国政府が信用保証を付与することを条件にギリシャ国債を引き続き担保とし

て受け入れる意向を示した。このためギリシャ金融機関がすぐに資本不足に陥る懸念は後退したといえる。

## ECBによる国債購入再開

ユーロ圏債券市場の混乱がおさまらぬなか、8月4日にECBは国債購入プログラム（SMP：Securities Markets Program）の再開に踏み切り、アイルランド、ポルトガルの国債を市場で購入した模様である。SMPについてのECB理事会の合意は満場一致ではなく、ECBは、イタリア、スペインの国債購入には慎重であったようだ。同5日イタリア政府は急きょ財政収支均衡目標を1年前倒しする計画を発表した。同国政府高官は財政再建の前倒し実施を条件にECBがイタリア国債を購入することで同意したと発言した。同7日にはスペイン財務相が「債券市場の安定のためECBは職務を遂行すべき」とECBに国債購入を求めた。

同7日ドイツ・フランス両国首脳は、両国議会に対し、7月21日の欧州理事会の決定（ギリシャ第2次支援およびEFSF機能柔軟化）を9月末までに承認するよう要請する共同声明を発表した。同日、ECBは「イタリアとスペイン政府の財政再建政策を評価」「SMPを積極的に進める」「ドイツ・フランス両国のコミットメントを評価」という趣旨の声明を発表した。この声明はECBがイタリアとスペイン国債の購入に乗り出すことを示唆したものと受け止められている。

さらに同日、5日の米国債格下げの情報も加わった金融市場の動揺を受けてG7財務省・中央銀行総裁による緊急電話会議が開かれた。会議後の声明では米国債の格下げや欧州の債務問題を受けた金融市場の混乱を回避するため、今後数週間、緊密な連絡を取りながら協力し、行動を取る用意があると表明された。

こうした内外当局の対応によりユーロ圏債券市場はひとまず落ち着きを取り戻したようだ。

ECBは2010年5月のSMP開始以来、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債を累計で780億ドル弱購入してきた。今後イタリア、スペイン国債の購入が加われば、現在2兆ユーロのバランスシートはさらに肥大化し、ECB自らが信用リスクを抱えることとなる。

## 今後の課題

ギリシャの第二次支援の一連の措置により、ギリシャの債務残高は2014年までに3500億ユーロから260億ユーロほど削減されると試算されている（Financial

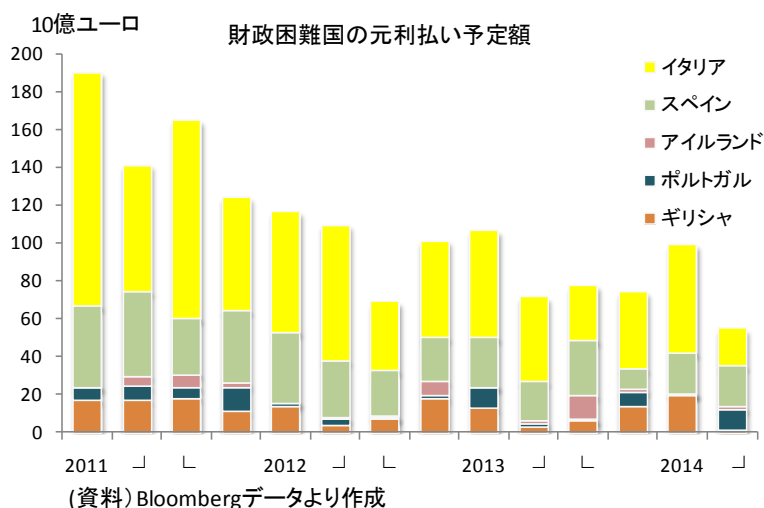
Times 紙)。しかしながら、債務負担は依然として大きく（GDP 比 140%）、ギリシャにとり、さらに厳しい財政再建が必要なことに変わりはない。民間部門の支援参加についても、国際金融協会（IIF：Institute of International Finance）のオファーによれば、欧州を中心とした 30 行が支持をしている模様だが、その他の大手銀はまだ態度を明らかにしていない。IIF は債券保有者の 90% の参加を想定しているが、楽観は許されない。

民間部門の関与はギリシャだけの特例措置とされたが、今後アイルランド、ポルトガルもそれぞれ 2012、2013 年には市場での自己調達を再開する計画となっており、同様の措置が求められる可能性も否定できない。

また EFSF の機能柔軟化は合意されたが、懸案となっていた融資規模拡大は決められなかった。このため、経済規模の大きなスペイン、イタリアの債務問題についての懸念は払拭されていない。

今後 3 年間に亘るギリシャ、アイルランド、ポルトガルの政府部門の元利払い必要額は合計で 2,700 億ユーロであり、現行の融資枠で対応が可能であるが、スペインが加わると 6,700 億ユーロ、イタリアが加われば 1.5 兆ユーロにもなる（図表 4）。ひとたびイタリアの債務返済能力が問題となれば、現状の EFSF では救済は不可能で再び通貨ユーロの信認が危機に直面するリスクがある。

【図表 4】



このため、欧州委員会を中心に EFSF の融資枠拡大が議論されているが、ドイツ政府は 8 月 8 日「EFSF は何ら変更することなく 7 月 21 日前の規模を継続する」と EFSF の拡大に反対の意向を示した。ドイツでは連立政権内部でも支援を巡る対立が激化している模様である。



周縁国では厳しい財政再建策に対する不満からデモやストライキが頻発する一方で、援助する側では反ユーロ政治勢力の台頭（フィンランド、オランダなど）がみられるなど、支援拡大にむけての合意形成は容易でない。

しかし、ドイツ・フランスの2大国を中心に、「ユーロは欧州繁栄の基盤」との見方は強く、統合を進めていくことへの強い政治的意思は揺らがないとみられる。ソブリン危機を契機に統合の深化にむけて進んでいくことが期待される。各国政府がユーロ圏共通の利益を守るために、自らの主権の制約をどこまで容認できるか、各国がそれぞれ求められる構造改革を如何に進めるか、がユーロの未来にとっての課題である。各国政府の強い意思とリーダーシップが求められている。

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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>