



Osaka Gakuin University Repository

| | |
|------------------------|---|
| Title | 欧州における金融・財政危機の要因と経緯～スペイン・ギリシャを中心に～ The European Credit and Sovereign-debt Crisis |
| Author(s) | 和田 聡子・里麻 克彦 (Satoko Wada・Katsuhiko Satoma) |
| Citation | 大阪学院大学 経済論集 (THE OSAKA GAKUIN REVIEW OF ECONOMICS), 第 26 巻第 1 号 : 1-60 |
| Issue Date | 2012.06.30 |
| Resource Type | ARTICLE/ 論説 |
| Resource Version | |
| URL | |
| Right | |
| Additional Information | |

欧州における金融・財政危機の要因と経緯 ～スペイン・ギリシャを中心に～

和田 聡子
里麻 克彦

要 旨

現在、欧州ではギリシャの債務問題、および欧州各国の住宅バブル崩壊による金融機関の資金繰り悪化の連鎖状況が続いている。

2008年9月の米国リーマン・ブラザーズの破綻で金融危機が一気に世界全体に広がったが、実は、2007年8月、フランス大手金融機関において米国サブプライム・ローンの凍結問題が顕在化しており、すでに住宅バブルの崩壊の影響が出始めていたのである。。そして、2009年10月、ギリシャの財政赤字の虚偽報告が判明し、一気に信用不安が広がった。このように、欧州は金融危機とギリシャの財政問題という「二重の危機」を抱える深刻な事態にある。

EUは、IMFの協力を得ながら次々と対応策を打ち出しているものの、依然として根本的な解決に至っていない。というのは、最大の問題は、EUに一元化された金融政策と各国独自に権限が任されている財政政策が機能していないからである。いずれにしても、今後ユーロ圏において、(ユーロ安定債の導入などを含む)ある種統一された財政政策、および緊縮策一辺倒から経済成長戦略を含む対応策が推進されなければ、欧州の経済危機の連鎖はとどまりを見せないであろう。本稿では、いまだ根本的な解決に至らない欧州経済危機について、とりわけスペインの住宅バブル崩壊とその要因、およびギリシャ財政問題におけるEUの対応策について時系列的に整理しながら検討した。

キーワード：債務・信用危機、ギリシャ、スペイン

JEL分類番号：H63; E44.

目次

はじめに

1. 欧州金融危機の発端とリーマンショック

- (1) 2000年初頭から2007年のパリバ・ショックまでの欧州経済
- (2) サブプライム問題とリーマンショック

2. 欧州住宅バブル崩壊における実証分析

～スペインの事例を中心に～

- (1) スペイン住宅バブルと金融システム
- (2) スペイン金融機関の債務問題と今後の行方

3. ギリシャ財政危機とその後の動向

- (1) ギリシャ財政危機の顕在化
- (2) EUのギリシャ支援の経緯とその苦悩
- (3) 2012年5月のフランス大統領選挙結果の影響

～メルコジ体制からメルランド体制へのスタート～

おわりに

はじめに

周知のとおり、2008年9月に米国のリーマン・ブラザーズが破綻したことで金融危機が一気に世界全体に広がったが、実は、約1年前の2007年8月、フランスの大手金融機関において米国サブプライム・ローン関連金融商品の凍結問題が顕在化しており、住宅バブルの崩壊の影響が出始めていた。そして、この世界金融危機の最中の2009年10月、新民主主義党から全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ新政権が誕生した際、旧政権が長年にわたって財政赤字の虚偽報告をしていたことが判明した。

それゆえ、現在、欧州各国では住宅バブル崩壊による金融危機とギリシャの財政危機の「二重の危機」を抱える深刻な事態となっている。

本稿では、いまだ根本的な解決策が見出されない一連の欧州経済危機について、(1)サブプライム・ローンの複雑な仕組みとスペイン特有の金融システムを考慮しながらスペインの住宅バブル崩壊とその要因を検証し、ついで(2)巨額な財政赤字を抱えるギリシャへのEUの対応策を時系列的に整理しながら検討する。

1. 欧州金融危機の発端とリーマンショック

(1) 2000年初頭から2007年のパリバ・ショックまでの欧州経済

まず、ここでは、2008年のリーマンショックに伴う世界金融危機の火種が米国だけでなく、実は、すでに欧州に存在していたことを指摘しておきたい。

米国の金融機関はもとより、欧州各国の金融機関も「米国サブプライム・ローン（信用力の低い個人向け住宅ローン）」が複雑に証券化された金融商品を大量に保有していた。つまり、欧州の金融市場において大量のドル資産が流入しており、これを貴重な資金源として欧州の金融機関は高利回りのドル建て商品

取引へと積極的に動いていたのである。ここで、一旦、資金繰りが予定通りに運ばない場合、ドル資金の調達が必要となるが、元来、欧州の金融機関ではユーロ資金が中心で、ドル資金が不足していることが最大の問題となった。それゆえ、2007年初頭から米国の住宅価格が急落し、米国のサブプライム向け住宅ローン会社、およびヘッジファンドの破綻などサブプライム問題が次々と表面化（後述）したことによる欧州への影響として、まず7月末から8月上旬、ドイツにおいて中堅銀行のドイツ産業銀行（IKB）¹⁾、フランスのファンド会社の資金繰り悪化の問題が起こり、さらに9月半ばにはイギリスの中堅銀行ノーザン・ロック銀行（Northern Rock）の取り付け騒ぎから破綻に追い込まれる²⁾こととなったのである。中でも8月9日、フランスの一大金融機関「BNP Paribas」傘下の「Parvest Dynamic ABS」、「BNP Paribas ABS EURIBOR」、「BNP Paribas ABS EONIA」の3つのファンドにおいて、米国の証券化商品市場の流動性が大幅に低下し、当該市場の証券価格ならびに資産の公正な算出が不可能となったことから、これら3ファンドの純資産価格の算出、追加設定、投資家への中途換金の一時停止を発表³⁾した影響は大きかった。この一時凍結の事態がいわゆる「パリバ・ショック」と呼ばれるものであり、多くの投

1) その後、IKBの筆頭株主である政府系ドイツ復興金融公庫（KfW）は、資金投入を行うことで救済を期待していたが、そのメドが立たないことから、結局のところKfWは、IKBを米国投資会社のローンスター社（Lonestar）に約1億ユーロにて売却することを決定した。Reuters 公式ホームページ、「ビジネスニュース」2008年8月22日。

2) 英国では同銀行の取り付け騒ぎの影響が国内全体に波及することを阻止するため、2007年9月に財務省は「預金全額保護措置」を早々に発表した。

http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches,press_95_07.cfm, 17, September 2007, "Statement by the Chancellor of the Exchequer on financial markets". さらに最終的に2008年2月に同行の一時国有化を決定したのである。
http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches,press_16_08.cfm, 17, February 2008, "Northern Rock plc".

3) BNP Paribas 公式ホームページ、Communiqué de presse, 9 août, 2007 : BNP Paribas Investment Partners suspend temporairement le calcul de la valeur liquidative des fonds Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR et BNP Paribas ABS EONIA.

資家に信用不安を与えると共に、ドル・ユーロの為替相場の大幅な下落ももたらしたことで、世界の金融市場が動揺するきっかけとなったのである。現に、これから約1年後の2008年9月、米国のリーマン・ブラザーズが経営破綻したことで、一気に世界中の株価は大暴落し、為替市場も大混乱に陥るなど金融危機として広がった。

ここで確認すべきは、欧州では、とりわけPIIGS諸国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の住宅（資産）バブルの崩壊とギリシャ財政問題が連動していたことである。

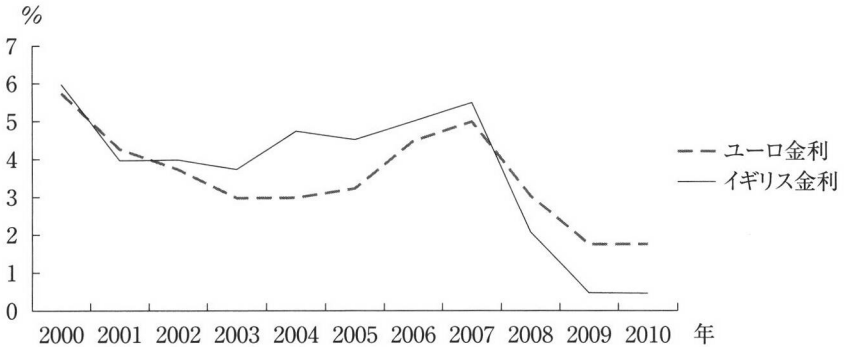
これら5カ国のうち、現在、ギリシャは選択的デフォルトの状態に陥っている上、政治的混乱が続いていることなどから財政制度改革の道筋が見えてこない（後述）。一方、アイルランドとイタリアは公的サービスや財政制度改革に積極的に着手して、対外債務の削減への取り組みを進めている。そして、いま、ギリシャの危機に続いてもっとも危惧されているのがスペインの対外債務処理の遅れであり、このようにPIIGS諸国の対外債務の増加が、どのような要因によって2000年以後に加速したのかを経済動向の推移と共に整理しておく必要がある。

図1-1では、「欧州中央銀行（European Central Bank：以下、ECB）」によるユーロ圏政策金利と非ユーロ圏のイギリスの政策金利の時系列変化を示している。ECBは景気の下支えをするために、2000年あたりから金利を低めに誘導して、2001年から2003年にかけて最も低い水準に据え置いた。2001年の4%への切り下げに始まり、2003年から2005年にかけて3%のそれまでの最低水準となる。このような金融緩和に支えられて、長期金利も同じように低下し、マネーサプライの増加と相まって、欧州経済の景気は一気に拡大傾向に向かうのである⁴⁾。

4) このような背景の中で、当時、PIIGS諸国の中でもとりわけアイルランドには低労働コストの理由からIT産業の進出が目立ち、「ケルトの奇跡」と呼ばれる経済成長を達成し、経済運営は安定していた。

一方、1990年代末期のアメリカの低金利政策は、ベンチャー企業の創業資金やその投資資金を借りやすくしたために、ドットコムバブル、またはインターネット・バブルを起こしていた。インターネット関連企業およびそのベンチャー企業への投資が増加したため、NASDAQの総合指数は1990年代には1,000から2,000、2000年には5,000まで上昇したが、2001年には連邦中央銀行の利上げや9.11テロの影響でバブルは崩壊する。

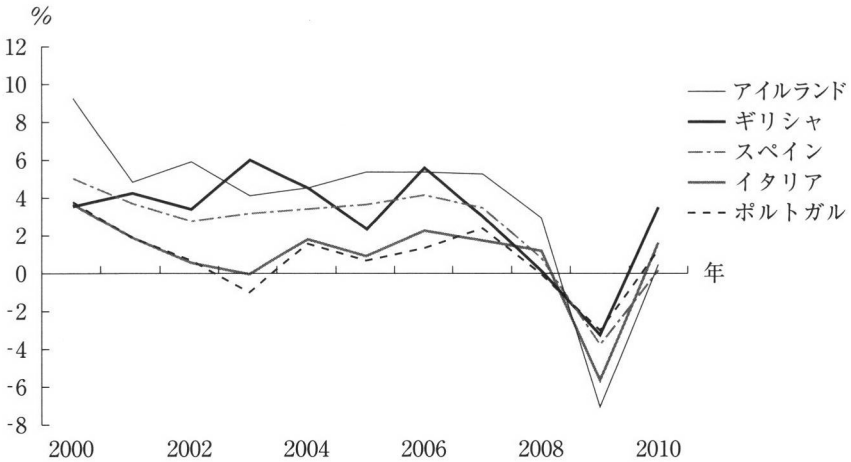
図1-1 ECBおよびイギリス中央銀行の低金利政策



Source : EUROSTAT

図1-2は2000年代のPIIGS諸国の実質経済成長率を表している。スペイン、ギリシャ、アイルランドは2007年前後までは安定して高い成長率を達成していたことがわかる。そして、低金利政策による金融緩和は欧州経済に安定成長をもたらし、折からの「南欧ブーム」の追い風も受けて、住宅需要の増加が著しいところとなる。温暖な地中海沿岸諸国に住宅を求め、イギリスやロシアなどの北方地域の諸国からも住宅需要が増加する。やがて、安定成長は、イギリスやアイルランド及びユーロ圏諸国に住宅価格インフレをもたらし、まさに欧州各国の住宅価格は、バブルの様相を呈することになる。現に、住宅価格の上昇は、バブルがはじける直前には、平均して200%の上昇率となった。

図1-2 2000年代のPIIGS諸国の実質GDP成長率



Source : EUROSTAT

(2) サブプライム問題とリーマンショック

つぎに、2007年の「パリバ・ショック」における欧州でのサブプライム問題の顕在化から2008年のアメリカの有力な投資銀行の度重なる経営破綻によって世界金融危機が起こった経緯（いわゆるリーマンショック）を概観すると共に、サブプライム・ローンを含む複雑な金融商品の仕組みと問題点を詳細に整理する。

サブプライムとは、優良でない貸し手のクラスを表す言葉で、サブプライム・ローンとは、住宅価格のバブル期にサブプライム・クラスに貸し出された住宅ローンのことである。住宅価格が上昇を続けていれば、転売などで貸し倒れを回避できるが、いったん下落が始まれば返済能力が低いために貸し手にとっては貸し倒れによる損失が発生する。よって、サブプライム問題とは、長らく続いてきた住宅景気が反転して、サブプライム・クラスの貸し倒れとそれによる

信用秩序の混乱を示しており、高金利でありながらも信用度の低い保有債券にデフォルトが発生して、その貸し倒れに対する補填が困難なために、資金繰りが悪化して金融機関の経営危機と金融危機を招いた状況である。アメリカでは、政府と連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board：以下、FRB）」との歩調が合わない金融政策が金融機関相互の疑心暗鬼にも拍車をかける要因となり、その結果、金融市場は大混乱し金融システムは大幅な機能低下に陥ることになった。また、投資家が資金調達先として保有資産（とりわけ株式）の換金売却が一気に向かったために、2008年10月には、世界各地の証券取引所で株式価格が大暴落する。

このようなサブプライム問題による金融危機は、アメリカの資本主義を根幹から脅かすようなショックと大再編をもたらした。具体的に、2008年には1923年創業のベアー・スターンズをJ.Pモルガンが救済合併、1844年創業のリーマン・ブラザースは経営破綻、1914年創業のメリルリンチをバンク・オブ・アメリカ救済合併、1823年創業のモルガン・スタンレー、1869年創業のゴールドマン・サックスは共に銀行持ち株会社へ移行した。つまり、1800年代からアメリカの資本主義を形成してきた有力な投資銀行5行は、経営破綻、救済合併、持ち株会社のいずれかによって再編され、すべて姿を消したのである。このほか、貯蓄金融最大手のワシントン・ミューチュアルが経営破綻、全米銀行第4位のワコビアがウェルズ・ファーゴへ身売り、ファニーメイ、フレディマックは当時700兆円の資産を抱えながらも政府保証の元におかれたのである。

もっとも、サブプライム問題が注目され始めたのは、サブプライム・ローン大手会社・ニューヨークセンチュリー・ファイナンスが2007年3月に、主力銀行から融資の打ち切りを通告されたことに始まる。これを契機に、サブプライム・ローンの融資専門会社に対して金融機関が融資に概ね慎重になり、専門会社の中には資金繰りが悪化して、経営破綻を余儀なくされる。この結果、大手金融機関は貸倒引当金の積み増しから利益を圧迫され、最近の世界的な株安な

どの金融市場における信用不安の引き金となった。アメリカのサブプライム問題の特徴は、サブプライム・ローンの遅滞率上昇から資産価値が大きく下落した債務担保証券や資産担保証券に大量の直接投資をして、不良債権処理に失敗したことといえる。一方で、欧州におけるサブプライム問題は、アメリカのような直接投資からではなく、銀行傘下の連結対象外子会社 SIV や Conduits が投資を代行しており、その資金繰りの悪化や評価損発生時の資産買い取りが親銀行に負担を強いたところにある (後述)。

サブプライム・ローンは、当初 5～6% の低金利に押さえられているが、数年後には 10% 超の高金利商品に変貌することとなり、債務者は住宅が値上がりしていれば転売してローンを返済するか、サブプライムより金利の低い「プライムローン」に借り換えが可能であった。また、サブプライム・ローンの利用者の多くもそれを期待していた。したがって、住宅価格が上昇している間は、売買差益を得ることが可能であり、ローン初期の軽い金利負担方式の仕組みから、住宅ローンを利用できない所得階層、すなわちサブプライム・クラスにまで利用が広がった。

一方、数年後には金利が跳ね上がるローンは、投資家に対する商品としては魅力的である。したがって、2 年前後の短期化借入を数回繰り返して、4～5 年後に金利がアップする金融商品に投資家は投資する。

アメリカにおけるサブプライム層向け住宅ローンには、ハイブリッド・ローンとピギーバックローンなどがある。ハイブリッド・ローンは借入後 2～3 年は低い固定金利、その後 3～4 年には金利が見直される。信用力が上昇しなければ、金利は大幅に引き上げられる。ピギーバックローンは住宅価格の 20% 相当の頭金を用意できない購入者に適用され、頭金に別途の高い金利が適用される。住宅バブルが崩壊する 2007 年におけるハイブリッド・ローンの金利は表 1-1 のとおりである。

表1-1 2007年のハイブリッド・ローンの金利

| | 1～2年目 | 3年目 | 4年目 | 5～30年目 |
|--------|-------|------|-------|--------|
| 固定金利 | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| ハイブリッド | 7% | 10% | 11.5% | 13% |

例えば、ある利用者のローン借入額が20,000ドルであれば、固定資産税と保険金額を考慮しない金利返済額は、大まかな計算として固定金利ローンでは1,500ドルと一定である。一方、ハイブリッド・ローンでは、1～2年目では1,400ドルの返済ですむが、3年目2,000ドル、4年目2,300ドル、そして5年目以降は毎年2,600ドルとなる。したがって、早めに住宅価格の値上げを見込んで売却するか、高利息を得るために金融化証券を購入するかの選択が生じるため、結果として資産バブルのマネーゲームの核心がまさにここにあると考えられる。

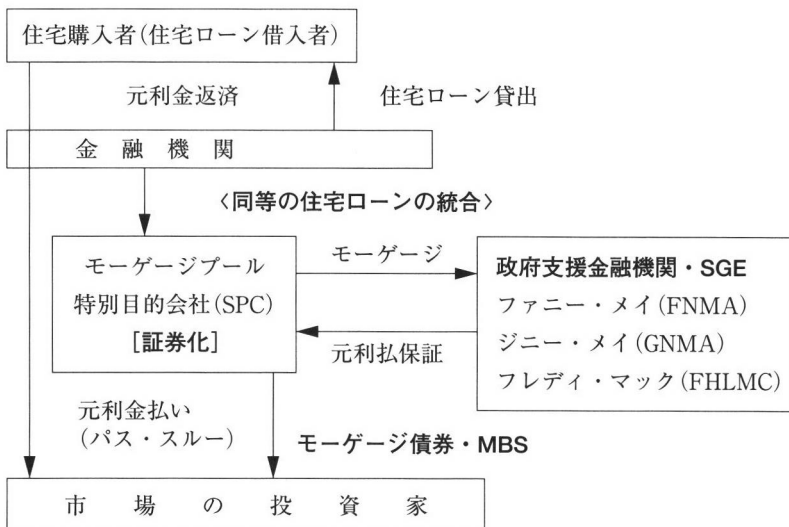
しかし、FRBが金融引き締め政策により金利上昇へ誘導したことによって、住宅価格の上昇は押さえられることになる。住宅価格は、2000年から2003年にかけては前年比で6～7%の上昇、2004年から2006年前半までは10%の値上がりを続け、2006年後半には5%台に下落し、都市部のいくつかではマイナスになった。このため、住宅価格の上昇を見込み、高金利から低金利のプライム金利に変える予定の購入者は、借り換えが不可能となり、返済に行き詰まって高い延滞率となった。このため、2006年12月以降、中小のローン会社が経営破綻を起し始めていた。

では、以下、サブプライム・ローンの証券化の仕組みとこれら複雑な金融商品に関わってきた特殊な金融取引について考察する。

① サブプライム・ローンと証券化証券

図1-3では、サブプライム問題を整理するため、住宅ローンが証券化されて投資家に行くまでの「モーゲージ債券（Mortgage Backed Securities：以下、MBS）」と「不動産抵当証券担保債券（Collateralized Mortgage Obligation：以下、CMO）」発行の経路を示している。最初に、主にプライム層を対象にした住宅ローンを買上げ、金融機関傘下に「特別目的会社（Special Purpose Company：以下、SPC）」なるペーパーカンパニーを作り、そこにローンを譲渡して金融機関から債権を切り離す。ついで、連邦政府モーゲージ・プールを通じて抵当証券を作成する。ここでは、格付機関が参加して切り分けを実行する。それをモーゲージ債券として売却または保有する。なお、債務者の元金（パス・スルー＝元金返済金－手数料）はMBSへの投資家に支払われる。

図1-3 ローン債権の一般的な証券化



投資家にとって、モーゲージ債券は期限前弁済があるため利息が確定できない。その問題を解消するため、パス・スルー証券を担保に投資家のニーズに合うように組成されたモーゲージ債券としてCMOを作成し、住宅ローン返済の長期継続的な支払いを別口の商品として証券化する。住宅ローンは長期間であるから満期までの金利変動によって繰り上げ返済が発生して、償還期間が不確定になるリスクがあった。しかし、格付けが高いにもかかわらず、利回りが高いことも人気の理由となり、投資家からは広く受け入れられることになった。

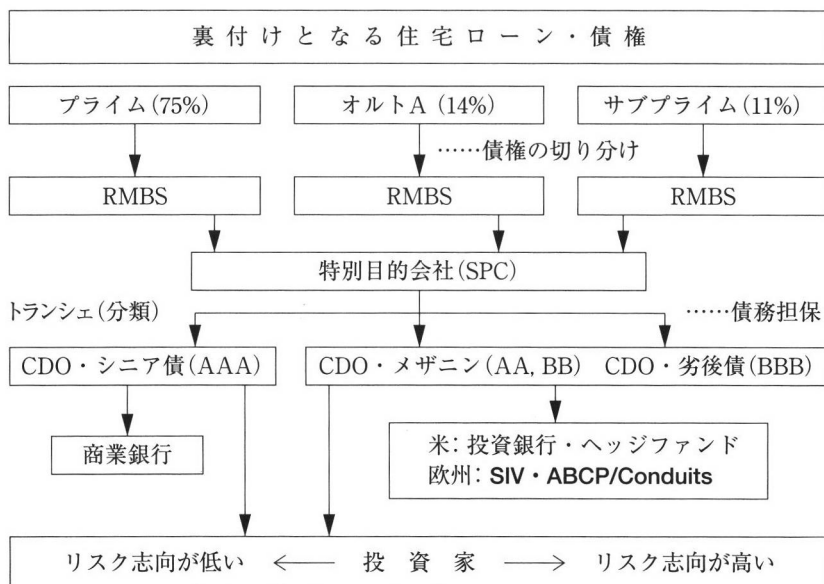
このような債券や抵当権を担保とする金融新商品は、セキュリティゼーション（証券化）ともてはやされて広く売買されることになる。しかし、2007年6月下旬には、「個人向け債権を担保債券で住宅担保として裏書きした証券（Residential Mortgage Backed Securities：以下、RMBS）」、および「債務担保証券（Collateralized Debt Obligation：以下、CDO）」に投資を行ってきた一部のヘッジファンドに大規模な損失が発生したことが明らかとなる。同年7月には格付け機関がそれらのRMBSやCDOの格付け見直しによる一斉引き下げに踏み切ったことから、アメリカ金融市場全体にとどまらず世界的規模の金融市場に動揺が広がることになる。

またこの時期、住宅ローンの延滞率の高まりとFRBの利上げも重なり、アメリカの大手金融機関は次々とサブプライムの取り扱いを打ち切り、証券取引所において上場廃止になったのである。

図1-4には、住宅ローン債券が合成されて、投資家に流通されるまでの経路が示されている。サブプライム・ローンは返済未了時点ではサブプライム・モーゲージとして担保扱いであり、これをRMBSやMBSに証券化されて、さらにCDOに再証券化されて市場取引された。なお、CDOは貸し付けローンや社債などを裏付けに銀行から発行された債券である。この中にはRMBSも含まれ、その他の裏付け資産と合算して運用される。よって、RMBSやMBSのようなサブプライム・ローンは、複雑に住宅ローン債権を变形して次々と証券化し転売されることで、投資家が住宅購入資金を融資することとなった。ま

た、政府系機関発行の信用力と証券化による新金融商品として広く投資家に受け入れられることになった。

図1-4 合成された住宅ローン債券とRMBS・CDOの切り分けと消化



CDOは、信用力の高いシニア債、信用力中程度のメザニン債、格付けのない劣後債のエクイティなどがある。なお、RMBSは、個人向け債権を担保とした債券型の証券化商品であるが、政府系機関発行の信用力と証券化による新金融商品として信用度が高く、住宅ローン債権を变形して証券化し転売し、証券購入の投資家が住宅購入資金を融資することとなる。

② SIVとConduits

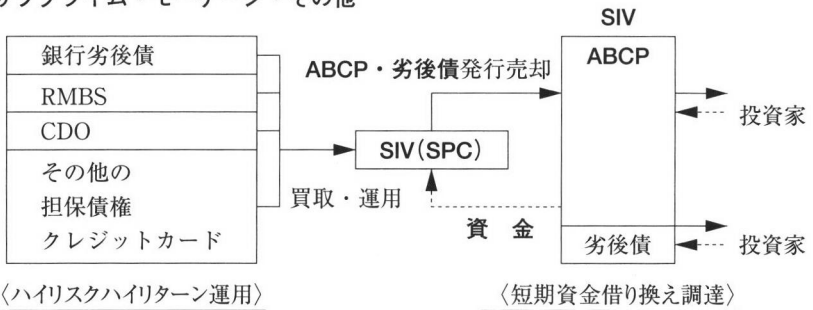
アメリカの投資銀行は、商業銀行と異なりFRBの監督を直接受けないため、

証券化証券のようなリスクアセットを大量に保有したとしても、自己資本比率規制からは束縛されない。一方、欧州の銀行は、バーゼルⅡと呼ばれる厳しい自己資本規制の制約にあるから、証券化証券の保有はたとえハイリスク・ハイリターンであるとしても、保有の上限が決まる。そこで欧州の金融機関はこれら金融商品の利益機会を逃さないためにSIV（Structured Investment Vehicle）やConduitsなどの投資子会社を積極的に活用することになる。

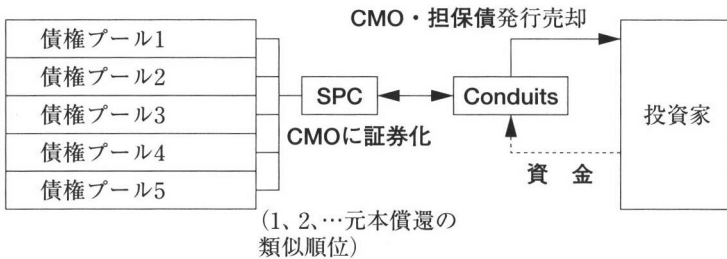
図1-5ではSIVの資産運用とCMO取引を媒介するConduitsの役割が示されている。

図1-5 SIVのABCPによる資金調達とConduitsの取引例

サブプライム・モーゲージ・その他



プライム・モーゲージ・プールの担保



Conduitsとは、CMOの発行媒介機関である。比較的安全なプライム・モーゲージ・プールを買取り、それを担保にしてCMOを発行して、償還順に投資家に販売していた。プール1から順番に償還されるため、投資家は償還期限を予測することができる。このようにCMOは期限前償還のリスク等を緩和すべく開発されたといえよう。

また、SIVとは、特定の株主による所有などが不明確な会社組織で、銀行などの金融資産における売買損益は連結財務諸表の対象とはならない（オフバランス）仕組みになっている。それゆえ、銀行はあらかじめ取り決められた自己資本比率を下げるような金融取引でもSIVを経由することで可能となるため、購入した資産担保証券をSIVに売却する。SIVはこの支払いのために、資産担保証券を担保にCPを発行する。このCPは「資産担保コマーシャルペーパー（Asset Backed Commercial Paper：以下、ABCP）」と呼ばれ、SIVは短期のマネタリーマーケットで資金調達のためにこのCPを売却する。主としてRMBSやCDO、「不動産担保証券（Commercial Mortgage Backed Securities：以下、CMBS）、劣後債などに運用した。つまり、短期資金をABCPで調達して、サブプライムのRMBSやその他の高収益債券の運用に当て、ハイリスク・ハイリターン債券との長短金利の利ざやを得ていたのである。

ところが金融危機により資産担保証券の価格が下落すると、ABCPの発行が困難になる。それゆえ親銀行は、(i)バックアップライン手数料としてSIVに融資してSIV所有の資産を引き取ることとなる。この結果、銀行のオンバランス勘定が増加し、資産が増加して資金調達が必要となり、自己資金比率は低下する。さらに、(ii)SIVから引き継いだ資産は目減りするためマネーマーケットから資金調達が困難となった親銀行は中央銀行からの融資を受けざるを得ず、また、引き継いだ資産の価値が把握できない状況になっている。

③ ABCP 市場と証券化市場の崩壊

すでに見たように、欧州におけるサブプライム問題は、アメリカで投資銀行がMBSやCDOに直接投資をした状況と異なり、子会社もしくは連結対象外のSIVやConduitsなどに間接投資をしていたところに起因することは明らかである。

自己資本規制の具体的な取り決めとして、国際金融取引を行う商業銀行のリスクアセットに対して最低8%の自己資本所有を求める規定があり、MBSやCDOなどのリスクアセットへの投資には、リスクの計測方法にオペレーショナル・リスクを導入するため、とりわけ次のような規制が設けられている。

$$\text{自己資本（信用リスクを加重された資産）} \div \text{リスクアセット} > 0.08$$

$$\text{リスクアセット} < \text{自己資本} \times (1/0.08) = \text{自己資本} \times 12.5$$

それゆえ、自己資本規制の下では、欧州の商業銀行は自己資本の12.5倍までしかMBSやCDOを含むリスクアセットを保有することはできなかった。

一方、アメリカの投資銀行は、資金の貸し借りを専門とする商業銀行と異なるためFRBの制約が小さく、自己資本比率の取り決めの制約を受けない。よって、アメリカの投資銀行は、資産担保証券の購入とそれを担保にした借入からさらに買い増しをするレバレッジ効果から、損失額も巨額となって倒産、吸収、商業銀行への道をたどっていくこととなったのである。具体的に、アメリカの2007年の決算期における（リスクアセット／資本）倍率は、ゴールドマンが25.2倍、モルガン32.4倍、メリル30.9倍、リーマン29.7倍、ベアー32.5倍と、自己資本比率8%によるリスクアセット・資本比率12.5倍をはるかに超えていたのである。

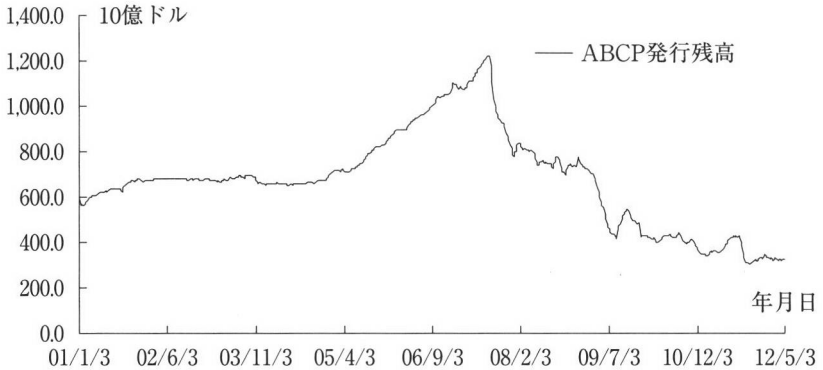
2007年のパリバ・ショックと呼ばれた当時の欧州金融経済の状況として、まず、7月下旬にドイツの中小企業向け金融機関IKBが米国サブプライム住宅

ローンやその他の証券化商品に対する投資で損失を抱え、流動性不足であることが明らかとなったが、この原因は、Rhineland-FundやRhinebridgeなどのSIVがRMBSやCDOに投資していたのに対して、短期の資金調達手段としてのABCPの金利が40bpsから176bpsに急上昇し、資金の借り換えが不可能となったことにある。また、8月には、アメリカン・ホーム・モーゲージ・インベストメントがABCPの発行延期に次いで、破産法適用の申請を提出したことで、ABCPへの信頼に揺らぎが出始め、やがて、ABCPの借り換えがうまくいかなくなることで、信用収縮が始まる。例えば、資金調達難から、8月9日にフランス・パリバによるABS3ファンドの凍結（いわゆるパリバ・ショック）、同月17日にドイツ・ザクセン州立銀行傘下のファンドに信用供与設定、24日連邦準備銀行は投資適格クラスのABCP受入表明、9月14日にイギリス・ノーザンロックがイングランド銀行から緊急融資を受ける。そして、同月19日にSIVの設立大手であるシティーグループ、バンク・オブ・アメリカ、JP・モルガン・チェースが800億ドルから1,000億ドル規模のSIV救済ファンドの設立構想を発表する。これは、「M-LEC（Master Liquidity Enhancement Conduit）」と呼ばれ、SIVの保有するMBSやCDOを買い取り、流動性の確保とABCP価格補下落を目的とするものであったが、結局のところ、ABCP市場は機能不全に陥った。

図1-6には、2001年から2012年5月までのABCPの発行残高を示している。2007年にABCPはピークの値（2007年8月8日：12,257億ドル）を示しているが、その後急速に減少して、2011年にはピーク時の4分の1以下（2011年10月9日：3,044億ドル）に激減しており、SIVの短期資金調達は困難になっていることが明らかである。

また、運用物件として購入した劣後債やRMBSは、アメリカのリーマンショック以降、著しく不良債権化しているために、購入時点価格で処分することは不可能となっている。

図1-6 ABCP発行残高



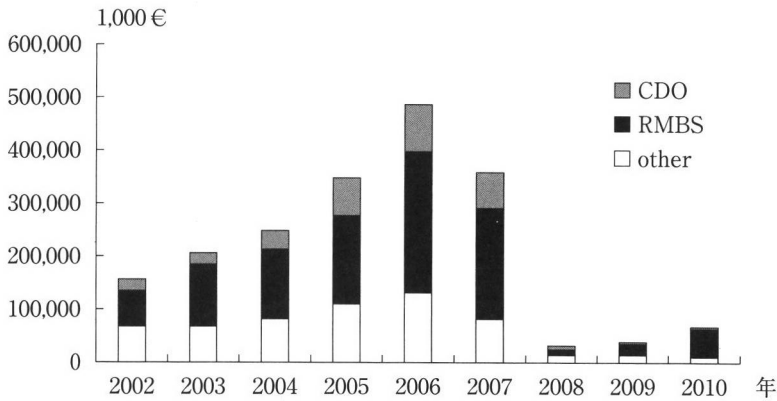
Source : FRB , St. Louis, Economic Research

ヨーロッパの銀行は、ハイリスク・ハイリターンな金融資産を大量に保有するには、自己資本比率の足かせがあるため、SIVやConduitsを用いて連結子会社として資産運用をしていた。しかし、証券化証券市場全体が冷え込んでしまえば、ABCPといった社債では購入資金がまかなえないため、不良債権処理のためには親銀行からのバックアップ支援と不良債権買い取りが不可欠ということになる。このことが結果として親銀行のバランスシートを悪化させ、不良資産のオンバランス化による自己資本比率維持の足かせが大きな負担となっているのである。

図1-7には、欧州証券化市場における住宅や商業債務をベースとする証券化商品の残高が示されているが、ABCPのような短期資金調達市場とほぼ同様のトレンドを見せている。具体的に、2006年までは住宅バブルの進行によってRMBSの発行残高の増加が著しいが、その時期をピークに発効残高は激減している。RMBSベースで、2006年には2,661億ユーロの発行残高に対して、2008年には104億ユーロと20分の1となっている。また、総残高数では、2008年の4,859億ユーロから2008年には306億ユーロ、2010年にはやや回復して655

億ユーロとやや持ち直したものの、ピーク時の12分の1までの落ち込んでおり、もはや市場を持ちこたえるのは困難な状況までに至ったのである。

図1-7 欧州証券化市場の発行残高



Source : CREDIT SUISSE

なお、2008年以降、SIVによる証券化証券の運用は停止して、不良資産付け替えとバックアップ手数料負担の増加で、親銀行の資産状況もかなり悪化していることが予想される。

2. 欧州住宅バブル崩壊における実証分析 ～スペインの事例を中心に～

既述のとおり、世界金融危機に伴い、EUとりわけPIIGS諸国の債務状況は引き続き深刻である（後述）。スペインに限ってみれば、同国の債務問題は、欧州の住宅バブルとその崩壊が大きな要因といえるが、国債利回りがこのところ急上昇しており、また国内銀行の不良債権比率が2012年に入り8%前後と高水準にあることから、市場の信頼がますます揺らいでいる。

以下、スペインの住宅バブルとその崩壊の要因についてスペイン特有の金融システムをふまえながら詳細に考察する。

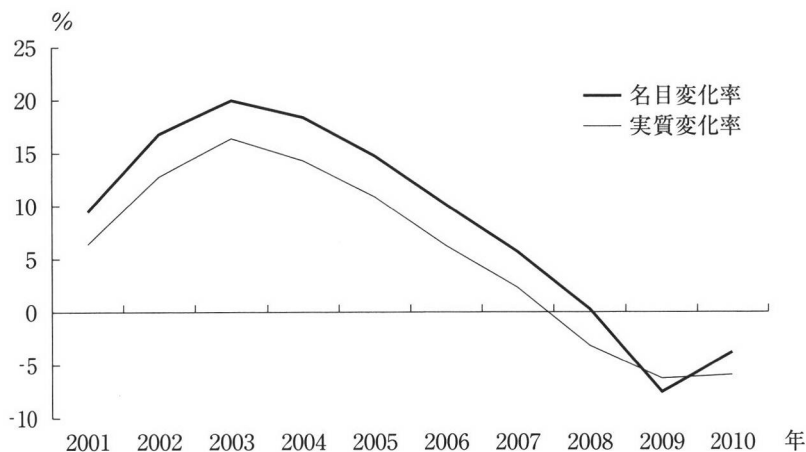
(1) スペイン住宅バブルと金融システム

① スペイン住宅バブルとその崩壊

1998年～2008年の約10年間でスペインの住宅価格は約3倍となった。PIIGS諸国の住宅バブルは、保養地としての需要の高まりを反映して、イギリスやドイツ、さらにはロシアからの資金流入によりもたらされ、輸入インフレの傾向が強かった要因も大きいことはすでに述べたとおりである。

スペイン住宅バブルとその崩壊は、図2-1の住宅価格の変化率から理解することができる。2001年から2003年にかけて、住宅価格は加速度的に上昇している。これらの期間では、対前年度比の上昇率が名目で17%から20%に達している。しかし、価格上昇は2008年に停止して、2008年以降は対前年度でマイナス成長をしていることがわかる。価格面からも、スペインの住宅バブルは世界的なバブル終焉の時期である2007年と共に終了したことがわかる。

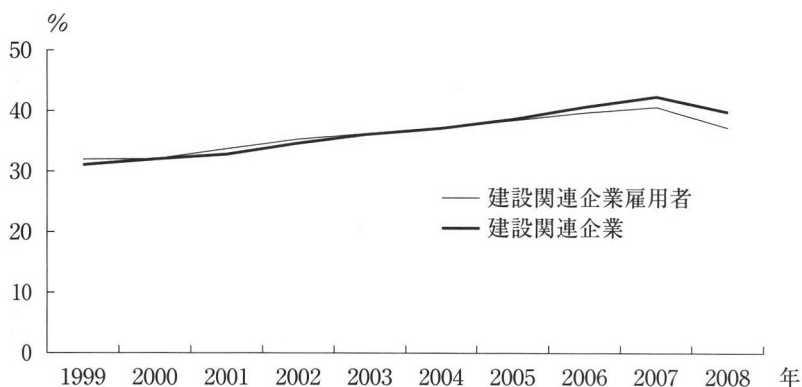
図2-1 スペインの住宅価格（対前年度変化率）



Source : OECD Economic Outlook, No.85 & No.90

2000年以降の住宅景気で沸いている期間、スペインにおいて国内産業における建設業の極端な産業組織比率を見れば、いわば土建国家として経済運営を行ってきたことが明らかである。図2-2は、スペインの産業に占める建設業関連会社と全雇用者数に占める建設関連企業雇用者数の割合を示したものである（なお、建設関連とは、建設業と不動産従事者の会社とその雇用者数について合算したものである）。というのは、スペインの全企業数の約42%が建設業と不動産業からなっており、建設・不動産企業関連の雇用者数も2007年をピークにして全産業雇用者数の約40%を占めていたことがわかる。つまり、スペインは「建設業国家」であり、家屋やビル、アパート建設関連産業、さらに不動産ビジネスがスペインの高いGDP成長率に寄与していたことがわかる。

図2-2 スペインの産業部門における建設関連企業および従事者の割合



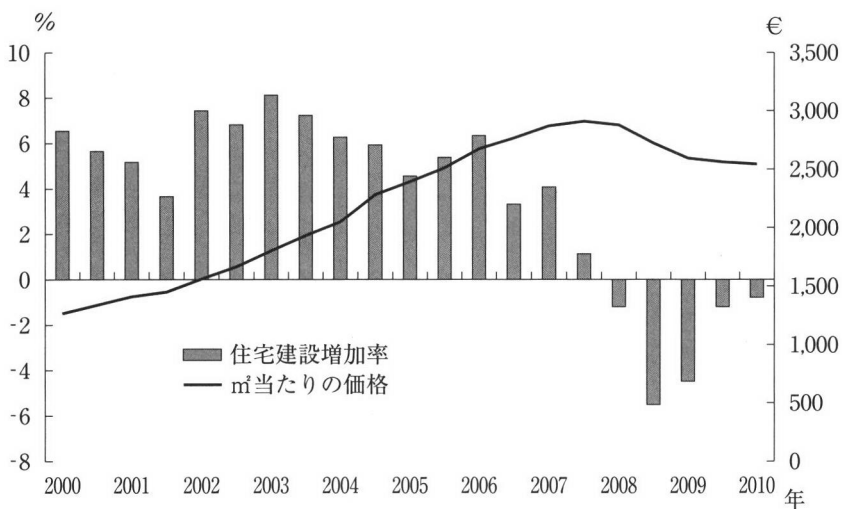
| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 従事者 | 32.15 | 32.06 | 33.75 | 35.39 | 36.39 | 37.30 | 38.62 | 39.82 | 40.74 | 37.36 |
| 建設関連企業 | 31.18 | 31.92 | 32.89 | 34.54 | 36.02 | 37.15 | 38.79 | 40.75 | 42.32 | 39.83 |

（建設関連は Persons employed by sector のうち Construction と Real estate, renting and business activities の合計）

Source : EUROSTAT

つぎに、図2-3はスペインの住宅建設増加率と1㎡あたりの建物価格の時系列データを示したものである。2002年から2007年、2008年までは高い成長率を保ってきたが、2008年前後に、住宅バブルが崩壊したことがわかる。また、1㎡あたりの建物価格は2007年の下半期には2,905ユーロまで価格上昇している。これは、経済成長が始まり、まだ住宅バブルの確認ができない2000年上半期の価格1,264ユーロと比べてみれば、わずか7年あまりの間に約230%の価格上昇が起こっていたことがわかる。

図2-3 スペイン住宅建設増加率と価格変化



Source : Sintesis del Estudio de Mercado de Vivienda Nueva (Julio 2010)

| | (€) | | | | | | | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| 上半期 | 1,264 | 1,403 | 1,561 | 1,802 | 2,051 | 2,390 | 2,675 | 2,874 | 2,871 | 2,589 |
| 下半期 | 1,335 | 1,453 | 1,667 | 1,931 | 2,286 | 2,516 | 2,763 | 2,905 | 2,712 | 2,558 |

Source : EUROSTAT

図2-2のスペインの産業部門における建設業の割合、図2-3のスペイン住宅建設増加率と価格変化、そして2000年以降のユーロ導入に伴いユーロ圏で実施されてきた金融緩和政策を考慮すれば、スペインの住宅バブルは住宅建設を中心に2001年頃から緩やかに始まり、2007年から2008年にかけて崩壊したことが明らかになる。ここで指摘すべきは、この時期の住宅バブル崩壊は、スペインに限らず欧州全体にも広がっていたということである。

② スペインの金融システム

スペインの銀行は、バンコ・サンタデル・セントラル・イスパノ（BSCH）、バンコ・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア（BBVA）などの株式会社形態を取る大規模型の「商業銀行」と地域・地方に根付いた小規模型の「貯蓄銀行（カハ：cajas de ahorro）」の2類型から構成されていることが大きな特徴といえよう。とりわけ、貯蓄銀行は財団方式で経営されており、「起債」を通じて資本市場から営業資金を募集するうえ、社会的利益を還元するように義務づけられている。よって、非営利団体的な要素を含むこととなるため、与信リスク管理に対する監視が緩やかなものとなりやすい。

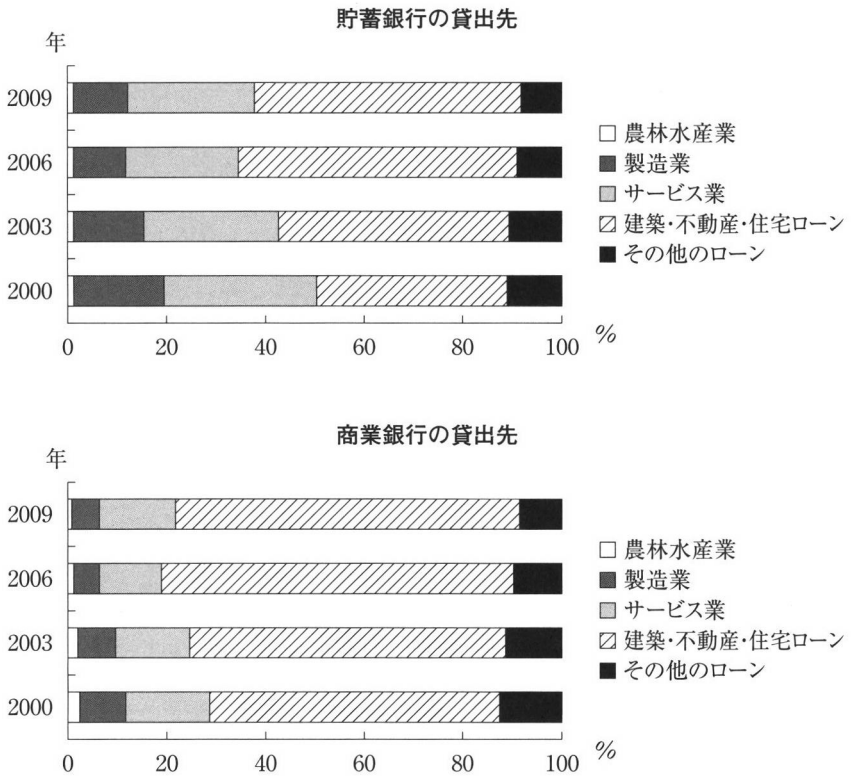
BSCHとBBVAの2行は、国内において突出して巨大な商業銀行であるが、不動産バブルが進行していた最中の2005年前後では、貯蓄銀行と商業銀行の貸付市場シェアはほぼ同程度で、貯蓄銀行シェアが商業銀行シェアを上回る勢いがあり、また、貯蓄銀行はその地域密着性を生かして、住宅ローン業務に強かった。

つまり、指摘すべきは、スペインの住宅バブルに拍車をかけたのは、地域密着型で積極的に融資活動を行ってきたスペイン国家特有の貯蓄銀行の存在であったということである。

図2-4は貯蓄銀行と商業銀行の業種別貸し出し先シェアを100%の内訳で分類して示している。これによれば、貯蓄銀行は、建築・不動産・住宅ローン

向けの融資が圧倒的で、2006年頃よりは全融資中の約半分の割合を占め、2009年に56%になっている。一方、業銀行では2000年に入り60%の割合を占め2006年からは70%前後の高いシェアを占めている。

図2-4 業種別の融資シェア



Source : BANCO DE ESPANA

かつて1980年代、貯蓄銀行は80行以上あり、住宅バブル盛んな2005年前後には46行が営業活動を行っていた。しかし、バブル経済の終焉と共に不良債権の

増加や営業不振により、「欧州銀行監督機構（European Banking Authority：以下、EBA）」のストレステストで貯蓄銀行制度の再編成の必要性が不可避となった。それゆえ、スペインでは中央銀行の「SIP（Sistema Institucional de Proteccion）モデル」と呼ばれる金融モデルに基づき、政府主導の貯蓄銀行への再編成をすすめ、カタルーニャ・カイサ、BBVA傘下のウニム、エスパーナ・デュエロ、ノバカイサガリシア、バンコ・メア・ノストラム、カイサバンク傘下のバンカ・シビカおよびバンキア、の7行にまで整理されたのである。

(2) スペイン金融機関の債務問題と今後の行方

2010年のストレステストの結果、スペインの貯蓄銀行5行（ディアダ、コルドバ貯蓄銀行、ウニム、バンカ・シビカ、エスピーガ）、ドイツのHRE、およびギリシャ農業銀行、の7行が債務危機を想定したシナリオで合格ラインを下回った。総推計損失額は5,659億ユーロ、そのうち債務危機による損失が672億ユーロ、資本不足は7行で35億ユーロと推計された。さらに、自己資本比率・ティア1比率（所用最低資本比率、補完項目は含まない）を下回った金融機関は24行、うち14行はスペインであった。これにより、スペイン金融機関の資本不足と構造的な信用不安を抱えていることが明らかとなった。

さらに、テストでは自己資本比率ティア1では欧州銀行中1位で、10.4%の自己資本比率と発表されていたベルギーの大手銀行デクシアがストレステストの3か月後に破綻する事態となり、合格ラインを大幅に上回っていたデクシアはベルギー政府が40億ユーロで資産を買い取り国有化される。デクシアの資金調達には、ベルギー政府が60.5%、フランスが36.5%、ルクセンブルクが3%の政府保証を付けた。テストには短期的売買管理のトレーディング勘定のみ対象とされ、最も重要な満期まで保有するような長期的な資産を計上しているバンキング勘定は計上されていなかった。なお、トレーディング勘定で最優秀のデクシアが3か月後に破綻したことは、テストが果たして妥当であったかの疑

間が残るところである。むしろ、テストでの高評価とは反対に、デクシアの株価は2007年7月、22ユーロを付け、2009年3月には1ユーロに下落する。そして、2010年9月には6ユーロ台を回復するが、10月には0.5ユーロに暴落して破綻した現実をみれば、EBAの高評価に対して、市場は反対でさらに厳しい評価を与えていたことになる。市場か、EUの規制機関か、どちらの評価が正しいのかは破綻の事実がそれを証明しているように思われる。

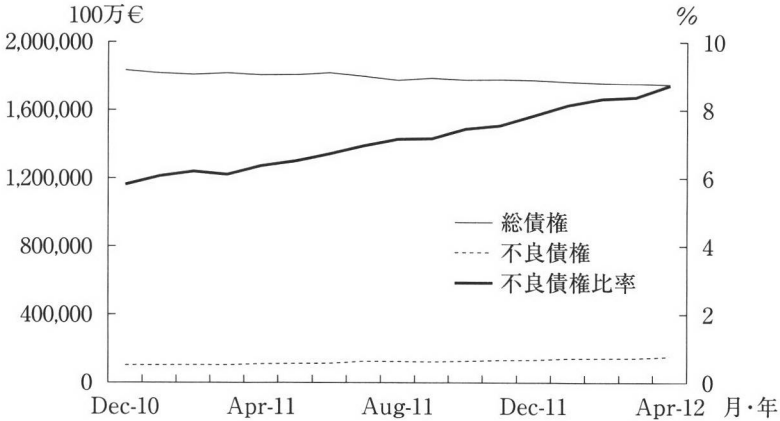
2012年に入り、スペインの銀行問題はさらに深刻な事態にある。国内銀行4位のバンキア（Bankia S. A.）は、カハ・マドリード、バンカハ、バレンシア・カステジョン・アリカンテなどの貯蓄銀行7行が政府主導によって経営統合した銀行であるが、同行は不動産関係の多額の不良債権を抱えており、自力再建をあきらめて、2012年5月に公的資金を受け入れて国有化された。バンキアは国内銀行全体の不良資産1,840億ユーロのうち約37.5%に相当する300億ユーロの損失を出すこととなったのである。

このように、スペインでは住宅バブルが崩壊して、建設業国家を象徴とした資金を多く賄っていた貯蓄銀行の債務不履行の懸念が高まっている。また、商業銀行も建設業への偏った融資とその不良債権化、すでに述べたSIVやConduitsを経由した証券化証券取引の本業への悪影響など、2000年代の資産バブルを通じて行ってきた取引による不動産価格が大幅に下落したことから、スペイン金融システムを大きく揺るがすこととなり、さらには欧州各国へ金融危機を招いている構図である。

スペイン中央銀行は、2012年6月、同年4月の不良債権比率が、3月の6.36%から8.72%に2%上昇したと発表した。2010年12月から2012年4月までの総債権、不良債権、不良債権比率は図2-5に示されている。総債権額は漸減しているのに対して、不良債権比率は一定の率で上昇して、不良債権化は止まらない。4月には48億ユーロの融資が焦げ付き、消費者向け融資の不良債権比率は四半期ベースデータで6.86%から7.43%、住宅ローンは1.74%から3.01%へ

と悪化している。景気後退が続く中、企業や消費者、金融機関、ひいては国の金融システムがデフォルトに追い込まれる懸念が出ている。

図 2 - 5 債務不履行への懸念



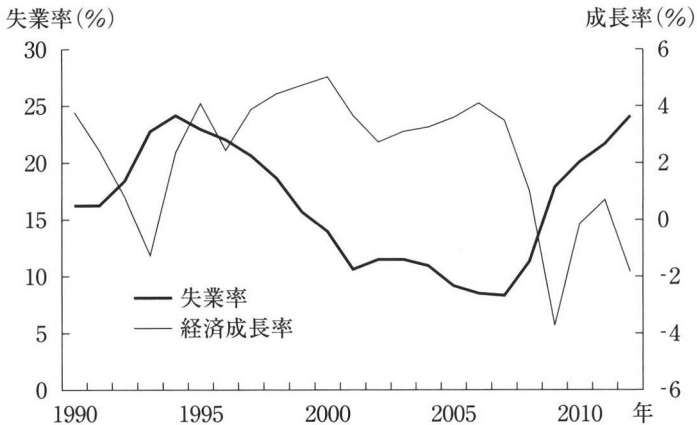
Source : BANCO DE ESPANA : BOLETIN ESTADISTICO, June 2012

図 2 - 6 は1990年以降のスペインもマクロ経済の重要指標としての失業率と経済成長率を示している。2007年以降景気後退に入り、失業率は25%に迫っている。特に、若年層は70%近く失業しており、建設ブームの時期にスペインにきた東欧諸国の移民層も高い失業率の状態にある。

ここでアメリカの経験を挙げれば、かつてクリントン大統領は「CAP原則（歳出の上限制）」と「pay-as-you-goルール（財源確保のための増税もしくは歳出項目増減相殺制）」で財政規律を高め、それまでの累積政府赤字を払拭した実績があるが、当時は高い経済成長の追い風を受けていたことを忘れてはならない。

それゆえ、PIIGS 諸国が抱えているマイナス成長と高い失業率の下での財政再建は、厳格な緊縮策のみで対応していくことはかなり困難であると思われる。

図 2-6 1990年代以降の経済成長率と失業率の推移



Source : World Economic Outlook Database, April 2012

まさにスペインの金融危機は銀行部門の不良債権の増大を意味していることは明らかであるが、現在、不動産バブルの崩壊→国内景気悪化→マイナス成長→失業率の上昇、という悪循環がとどまらない状況にある。具体的に言えば、不動産バブルの悪化は、貯蓄銀行や商業銀行の抱えている担保価値を下落させ、SIVやConduitsなどのオフバランス取引から投資損失を拡大させたのである。そして、マイナス成長下の状況では、企業とりわけ建設関連企業の業績の悪化で債務返済は滞るとともに失業率も上昇、その結果、家計消費も鈍化し、住宅ローンの返済も困難となる。

このような負のメカニズムによって、銀行部門の不良債権比率はますます上昇傾向にあり、損失の拡大が止まらず、もはや各銀行が単独で損失補填の資金調達は困難な状況にある。そこで、政府による援助またはECBやIMFからの資金注入によって自己資本を増強するしか手立てがなくなっている。しかし、このままの不良債権比率の上昇トレンドが続くならば、家計、企業、スペインの銀行システムの順に債務不履行が現実味を帯びるであろう。

以上のように、今やリーマンショックよりもはるかに欧州の金融危機が深刻である理由は、SIV、Conduits などと呼ばれる欧州で主力の特殊金融機関が不安定要素の高い特異な金融商品を複雑な仕組みの中で運用し、結果として資金繰りが悪化したことにより多額の損失を処理せねばならなくなっていることである。その上、本来、一番安全で流動性の高い「国債」の格付けも下がり続けていることから、欧州の金融機関は大損失を被ることになるばかりか、国家の信頼も失墜している状況下、各国の金融不安および財政負担がいっこうに軽減しないのである。

つまり、サブプライム問題から国債問題へと事態が移ってきたのが今回の一連の欧州危機ということになるが、次にギリシャの財政問題について検討を進める。

3. ギリシャ財政危機とその後の動向

(1) ギリシャ財政危機の顕在化

① 欧州通貨同盟創設とギリシャのユーロ参加

まず、EUにおいて何故に通貨統合が要請されたのか、という原点を簡潔に確認すると共に、ギリシャの「欧州通貨同盟（European Monetary Union：以下、EMU）」への参加、さらにユーロ参加までの経緯を整理しておきたい。

ユーロ創設と欧州の一連の統合実現との関わりは深い。周知のように、第二次世界戦後、欧州諸国は戦争による被害が大きく、米ソ二大国に比して著しく弱体化した。このような状況下、疲弊した経済の復興と発展を欧州各国の統合によって実現すべきだと認識したのである⁵⁾。

1960年代以降、経済復興から経済成長へと移行した欧州諸国の間では、米国

5) 拙著[2011], pp. 69-71.

の経済力と伍していくためにも欧州経済の統合を具体化する手段として、まず1968年に関税同盟を結成した。それ以降、EU（1993年まではEC）の加盟国が増加すると共に、1970年代から1980年代前半にかけて、ニクソンショックが引き金となり国際通貨危機が深刻な問題となっていたことから、欧州経済圏の単一通貨の創設への取り組みが急速に進んだのである。

まず、1979年にEMU創設の準備段階として欧州通貨制度（European Monetary System：以下、EMS）」がスタートした。この制度は、各加盟国の為替相場の安定化を図ったものであり、1999年のユーロ導入まで機能することとなる。具体的には、各加盟国の通貨変動率を年間上下2.25%以内に抑えることを原則とする「欧州為替通貨メカニズム（European Rate Mechanism：以下、ERM）」を導入し、さらにユーロの前身とも言える「欧州通貨単位（European Currency Unit）」を創設したのである⁶⁾。

その後、1989年の「ドロール報告」において3段階からなる通貨統合構想としてのEMUが示されることとなった。第1段階（1990年7月から1993年12月期）では、域内市場統合の促進を目的とし、ヒト・モノ・カネ・サービスの移動の自由化、中央銀行総裁会議の機能強化が図られた。第2段階（1994年1月から1998年12月）では、域内におけるマクロ経済政策の強化のための「経済収斂基準」の達成、通貨統合の準備機関としての役割を有する「欧州通貨機構（European Monetary Institute：以下、EMI）」の創設が図られた。なお、経済収斂基準の達成に関して、ギリシャはこの問題に深く関与していくことにな

6) ここで、通貨統合の政治的側面について多少触れておきたい。1989年の「ベルリンの壁」崩壊による東西ドイツの再統一は、通貨統合の動きを加速させたといえる。というのは、通貨統合することにより、フランスにとって隣国（旧西）ドイツの驚異的な経済力を牽制する必要がなくなるというメリットがあり、また、統一されたドイツにとって、ユーロ導入後における国内経済の東西格差を平準化する過程において自国通貨の切り上げや為替変動リスクを負うことなく、輸出の増加、労働単位コスト上昇を抑制しながら国内生産性を向上できるメリットが大きいことは明らかであったのである。

る(後述)。第3段階(1999年1月から現在に至る)では、経済通貨統合の一応の完成を果たし、単一通貨ユーロ(Euro)の創設、ECBによる統一した金融政策が開始されたことで、銀行間取引などの非現金取引を対象に同年1月1日からユーロが導入される。そして、2002年1月1日より、ユーロ参加国内において現金通貨の流通が開始され、ユーロの為替動向は当時、対ドル・円においても非常に堅調な推移を見せた。

ユーロの一般流通と同時に、2002年時のユーロ参加国であるドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ポルトガル、アイルランド、オーストリア、フィンランド、ベルギー、オランダ、ルクセンブルグ、ギリシャの12か国については独自の金融政策を実施する権限を失うことになった⁷⁾。

ところで、ユーロの通貨安定のため、ユーロ導入国には1993年の「マーストリヒト条約」において4つの「経済収斂基準」の条件が求められている。具体的には、(i)過去1年間消費者物価上昇率がその最も低い参加国の平均値に対して1.5%より上回らないこと、(ii)財政赤字GDP比率3%以下、債務残高GDP比60%以下であること、(iii)為替レートの引き下げを過去2年間行わず、欧州通貨制度内の変動幅に影響を与えないこと、(iv)長期金利が過去1年間、物価上昇率の最も高い3か国の平均値を2%より多く上回らないこと、であった。そして、原則としてEUの財政政策の枠組みである「安定・成長協定(Stability and Growth Pact)」⁸⁾により、これら条件をクリアし、ユーロ導入後も財政赤

7) これら以外のEU加盟国で、例えば英国、デンマーク、スウェーデンは国内世論の支持が得られず、独自通貨の利用を今なお継続している国がある一方、2002年以降もキプロス、マルタ、スロベニア、スロバキア、エストニアが参加し、2012年現在で17カ国が参加している。

8) EMUにおいてユーロ導入後も、EU域内が安定した経済成長の実現を目指すべく、1997年に採択された協定のこと。現在の「欧州連合機能条約」第121条、126条に基づく内容で、EU委員会および理事会が加盟国の財政を監視し、違反国に対しては制裁措置の実行性についても明記されているにもかかわらず、一度も発動されていない。

字基準は徹底して遵守する義務がある。しかしながら、各加盟国がECBによって統一した金融政策を実施するのに対し、財政政策については各加盟国の独自の権限を有しているため、この条件から逸脱した場合も法的な執行力が働かないケースが数多く見られた。中でも注目すべきは、2003年にこの財政規律を見事に破ったのがEU主導国のドイツであったということである。その際に罰則としての制裁措置がとられなかったことこそ、その後の当基準のさらなる形骸化に向かっていくことになる。2005年のEU理事会では、景気刺激策を考慮するとして、むしろ財政赤字幅の算出の緩和を容認したことから、ユーロ参加国の財政規律はかなり甘い状況となっていった。ここに欧州債務危機の一大要因があるといえよう。

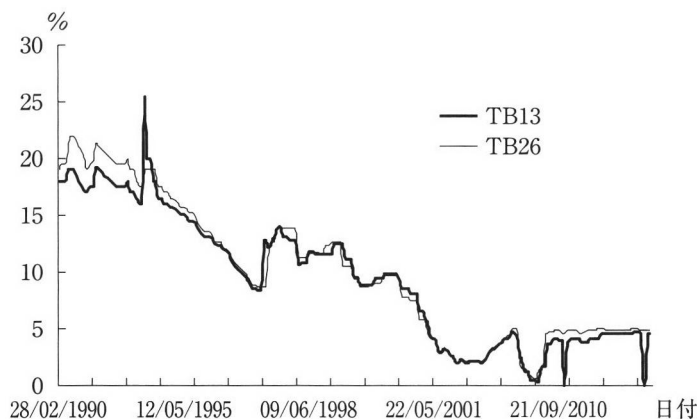
1999年1月にEU域内でユーロが試験的に導入された時点において、ギリシャのユーロ参加が遅れた要因は、物価上昇率、財政赤字、為替相場の安定、金利に対する4つの収斂基準条件の達成が間に合わなかったからである。それゆえ、ギリシャは参加条件を満たすため、物価上昇率の抑制、財政赤字の一応の削減努力を通じて2002年の一般流通時の参加に間に合わせた経緯がある。

一方で、国内では、今まで図3-1のようにTBレート（Treasury Bill：公債発行利率）が高止まる傾向が続いていたが、ユーロ参加によって相対的に低金利での公債発行が可能になることは大きな魅力であった。事実、ユーロ導入後、ギリシャを含めユーロ圏の経済規模・経済力の比較的小さい国々は、かつての独自通貨のもとでは自国の通貨が弱いために高金利、かつ外国資本が集まらない状況にあったが、ユーロによって為替変動リスクがなくなったために多くの外国資本がこれらの国々をターゲットにして集中的に投資してきたことはいうまでもない。その結果、資本収支が大幅黒字を計上するといういわば外資により経済成長をもたらされる構図が出来上がったのである。

ここで指摘すべきは、単一通貨の導入によって、ECBの下、加盟国は共通の金融政策を実施することとなったため、ユーロ加盟国の財政状況や経済発展

の相違を為替で調整することが不可能である一方で、加盟国は独自の財政政策を実施しており、ある程度の金利格差が生じることは不可避と捉える必要があった。ところが、ギリシャの巨額の財政問題が顕在化するまでユーロ加盟国圏の長期金利は意外にも大きな格差は表面化せず、むしろ収斂する動きまでみられた時期もあった。それゆえ、2009年1月13日の欧州議会の場でトリシェ（Trichet, Jean-Claude）ECB 総裁（当時）は、ユーロ導入10年間の評価を「欧州における偉大な成果の1つ（one of the great achievements of Europe）」として発表したほどである⁹⁾。

図3-1 ギリシャにおけるTBレートの推移



Source : HELLENIC REPUBLIC, Ministry of Finance

9) European Parliament Press Release, Date : 13/01/2009, " European Parliament marks ten years of the euro ". リーマンショックの真っ只中において開催されたこともあり、トリシェ氏は激流の中では小舟よりも大きな船に乗船した方が有利と表現した上で、当時の金融危機へのEU諸機関の対応についても誇れるべきとも評価している。一方で、国際金融システムの本質的な脆弱性にも触れ、今後の課題についてこれらシステムの規制フレームの構築やユーロ圏の拡大を指摘している。

② 累積する財政赤字とギリシャのデフォルト（債務不履行）問題

ギリシャでは、2004年のアテネオリンピック開催に伴うインフラ整備、公共事業の建設ラッシュに沸いたが、一方で、元来、観光業、食品加工業等、が国内産業の中心であることから、大規模な公共事業の担い手の不在により、国内産業の需要増加につながらなかった。ギリシャはユーロ参加以降、ほぼ半減したTBレートにより大量の公債発行に歯止めがかからず、むしろ積極的にユーロ圏の外国資本を投入して開発投資を進めたのである¹⁰⁾。

また、ギリシャでは、軍事体制から共和制へ移行した1974年以降、全ギリシャ社会主義運動（PASOK）と新民主主義党（ND）の二大政党が政権の入れ替わりを繰り返してきた政治的要因の下、これら二大政党が高額の公務員手当と年金の給付をキャンペーンに選挙戦を展開したことから、大規模な政府支出を伴ってきた。

さらに長年の対トルコ問題の防衛費の割合も大きいという宗教・民族的事情もあって財政赤字は累積する一方、2000年から2007年にかけてギリシャは外国資本の大量流入による国内経済の膨張が生じ、年平均4.2%の高度成長を継続し、バブル経済状況にあったといえよう。

そして、ついに2009年10月の政権交代時、全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ（Papandreou, Georgios Andreas）新政権が旧政権の財政赤字に関する虚偽報告を発表したことで、財政赤字の対GDP比4%と発表されていた数字は、実際のところ12.7%で、債務残高のGDP比率113%を超過（経済収斂基準では60%以下）であることが判明したのである¹¹⁾。

この財政虚偽報告が発覚したことを受け、2010年1月、EU委員会はギリシャ

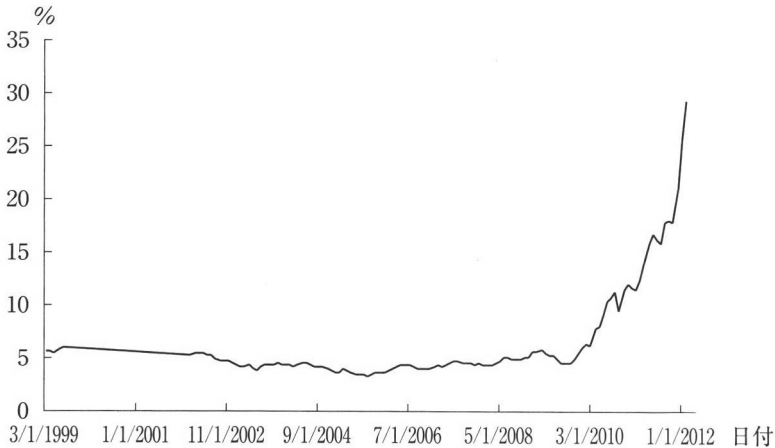
10) 具体的な発注先としてはドイツが多く、「ドイツの経常黒字の増加＝ギリシャの経常赤字の増加」をもたらした。

11) 実際には、ユーロ参加以前の2000年頃から虚偽報告を続けており、財政赤字の対GDP比率3%以下という経済収斂条件基準を満たしていなかったことも判明した。

政府に対して統計不備と改善を指摘した。ギリシャ政府は同月15日、「3カ年財政健全化計画」を発表したものの、直後から民間格付け機関によってギリシャ国債の格下げにとどまらず、ユーロ圏各国の国債が急激に格下げられ、ユーロ圏の国債暴落が始まり、世界の金融市場はますます不安定化していくこととなったのである。

実は、これまでギリシャ国債利回りとしては、図3-2に見られるとおり、ユーロ傘下という恩恵が効いていたこともあって、かなり安定的に推移していた。

図3-2 ギリシャ国債利回りの10年のトレンド

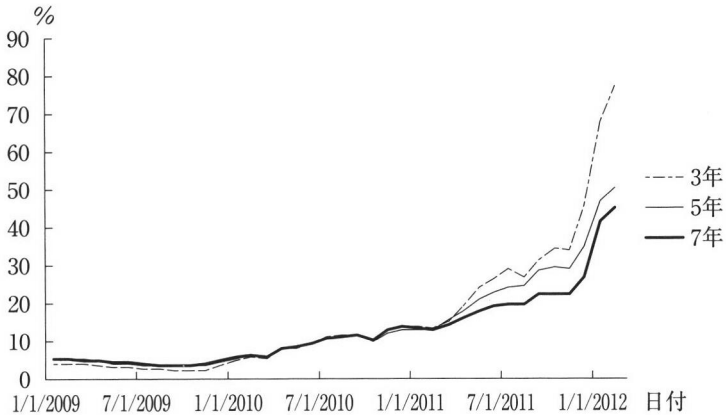


Source : EUROSTAT

相次ぐユーロ圏国債の格下げは、金融機関のバランスシートを傷めることから、急速に貨幣貸出量の抑制が加速し、金融市場の資金流動が硬直化する。ユーロ圏の金融機関は相互の国債保有高が大きく、格下げが起こると調達コストがさらに上昇することになる。図3-3に見られるように、2010年以降のギ

リシャ国債金利は急上昇していることに加えて過去の運用国債の償還期日が迫るという事態に償還が困難となるデフォルトの可能性に常にさらされながら、EUとIMFによる支援措置によって急場しのぎで回避する状況が続いてきた。

図3-3 2009-2012年の国債利回りの推移（3、5、7年）



Source : EUROSTAT

③ ECB（欧州中央銀行）の役割とPIIGS諸国の財政赤字

ヨーロッパ経済は2003年後半から安定した経済成長期に入っていた。また、すでに述べたように2002年から始まった単一通貨ユーロの一般流通に伴い、財政規律等は各国の権限に基づいて実施されるのに対して、各国独自の金融政策の権限は失うことになった。単一の金融政策は、ECB制度とそれを実行するECBにより実施される。しかしEU 27加盟国すべてがユーロを利用しているわけではなく、制度に参加する中央銀行は、ユーロ圏17カ国中央銀行と非ユーロ圏各国の中央銀行からなる。

ECBが実施する金融政策は「ユーロシステム」と呼ばれ、物価の安定を目的として、(i)ユーロ圏通貨政策の決定と実行、(ii)外国為替の操作と外貨準備操

作、(iii)決済制度円滑な運営に係る業務を行っている。現在の政策目標は、中期的にインフレ率を2%未満として定めている。なお、非ユーロ圏の中央銀行は独自の金融政策を実施することができるが、ユーロ圏の通貨政策に関わる意志決定に参加することはできない。また、ユーロシステムにおける金融政策の決定はECB政策理事会に委ねられ、政策理事会は総裁、副総裁および4人の理事からなる役員会とユーロ導入加盟国中央銀行総裁で構成される。役員会は政策理事会で決められた方針で金融政策を実施し、各国の中央銀行に指示を出すことができる。なお、一般理事会はEMIから引き継いだ任務の遂行と非ユーロ圏の加盟国の経済通貨統合第3段階に関する作業を実施する。

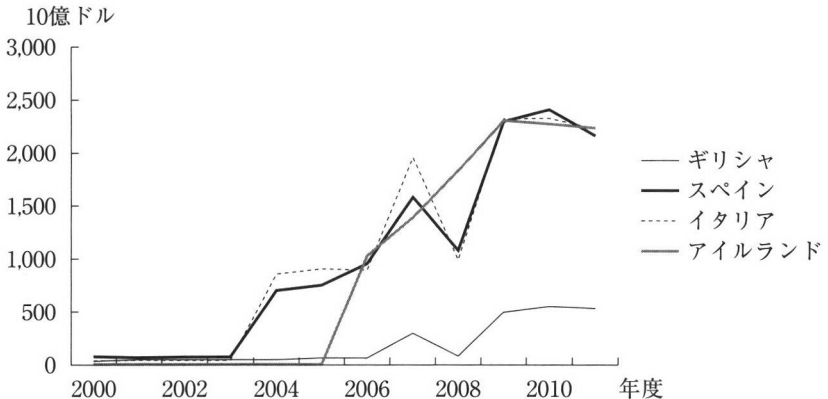
また、ECB制度は、貸出金利、貨幣供給量の調整を一括管理している。いずれかの加盟国で信用の低下やマネーサプライの増加が必要になったとき、当事国の中央銀行が裁量的にマネーサプライ増加政策を実施することには限定的である。ユーロ加盟国は、単一通貨のため、金融政策は統一的な中央銀行であるECBが実行し、もはや各国中央銀行には裁量的な手段は残っていないことに留意すべきである。例えば、対外債務の増加などの金融危機が迫ったとしても、各国には自立的な金融調整能力がない。

図3-4は、各国の対外債務の残高を示したものである。2003年までは、100億ドル単位の残高であるが、2004年以降、残高は急速に増加する。また、2007年には一つのピークを迎え翌年には大きく落ち込むことになる。その後2011年まで、対外債務残高は再び増加することになる。2011年には1ドル80円換算で、ギリシャ5,330億ドル(42兆6,400億円)、スペイン2兆1,660億ドル(173兆2,800億円)、イタリア2兆2,230億ドル(177兆8,400億円)、アイルランド2兆2,253億ドル(180兆2,400億円)の巨額な財政赤字を抱えることになる。

欧州信用危機は、二つの要因に分けられるが、一つはGDPに対する公債発行残高が大きすぎて償還が完全に実行されるかに対する不安である。このことは現実のものとなり、2012年3月20日に償還を控えて、民間投資保有のギリシ

ヤ国債2,060億ユーロの国内保有分1,770億ユーロに対して強制的な債務減免を
 実行した。もう一つは、発行済み国債を超長期（30年）で低利の新規発行債券
 と交換する強制的な債権放棄を実行することであった。交換される新国債は、
 新規発行債の53.5%を減免され、利子も低い水準に変更された。このため、実
 質的な削減率は約74%、削減された債務は1,500億ユーロとなった。民間債券
 保有者の多くは、債務交換プログラムに応じたとは言え、4分の3を債権放棄
 したことになり、実質的には債務不履行といえよう。

図3-4 PIIGS 諸国の対外債務残高（ポルトガルを除く）



Source : EUROSTAT

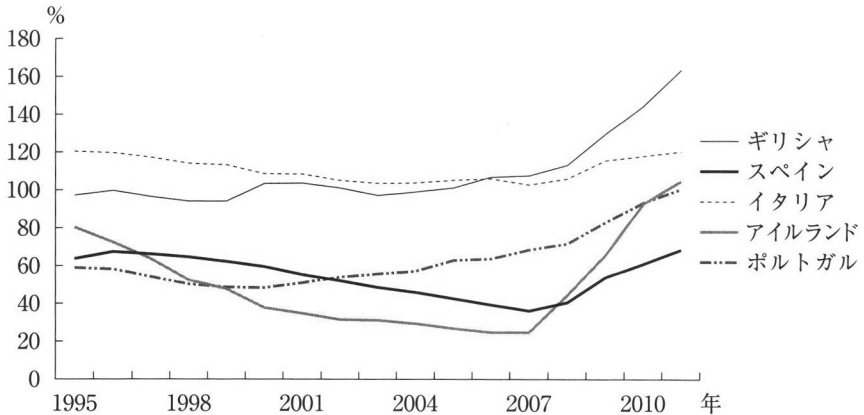
以下、PIIGS 諸国の財政赤字についてさらに詳細に検討するため、対 GDP
 比、債権保有相手国、債務内容内訳、の3つの観点から考察する。

(i) PIIGS 諸国の財政赤字と対 GDP 依存度

まず、図3-5は、1995年度から2011年度にかけて、PIIGS 諸国の財政赤字
 と GDP の比率が表されているが、財政赤字と GDP の時系列変化の特徴とし

て以下の二点を挙げることができる。第1に、2007年前後を契機にして、各国の財政赤字が急激に悪化している点である。第2に、GDPに占める財政赤字は二つのグループに分けられる点である。まず、イタリアとギリシャは比率が100%を超過し、イタリアは120%超、ギリシャは粉飾決算報告が発覚する2008年前後から急激な上昇を示して、160%を超える深刻な数値を抱えている。一方、スペイン、アイルランド、ポルトガルは、1998年以降はむしろ比率は低下しており2007年以降も100%を超えていなかった。ここで注目すべきは世界13位、ユーロ圏第4位のGDP規模を有するスペインの動向であり、2011年には、68%の比率にとどまっている。つまり、このたびのスペイン国内の危機の要因は、財政赤字の問題以上に、先に述べた住宅バブル崩壊後の不良債権問題が大きいと考えられる。

図3-5 PIIGS諸国の対GDP財政赤字の推移



Source : EUROSTAT

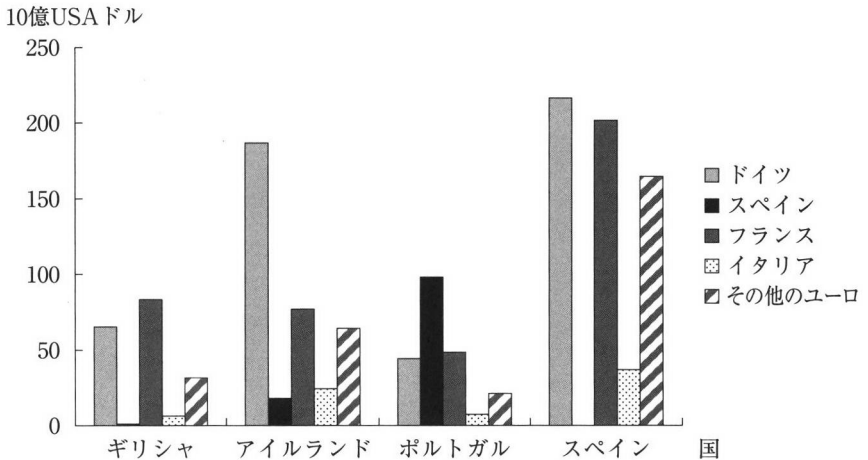
(ii) 債権国と対外赤字の構成要因

次に、PIIGS 諸国（以下はイタリアを除く）、とりわけギリシャを中心に債

権保有国の構成要因から財政問題を検討する。

図3-6は、2010年のPIIGS諸国のユーロ圏債権保有国別債権残高を示しているが、ギリシャに対する債権国としては（フランスの債権金額がやや多いながらも）フランスとドイツが拮抗し、両国がギリシャの財政再建に対していかに大きな影響力を持っているかが明らかである。アイルランドはドイツからの資金調達が大きな部分を占めており、ポルトガルは隣国のスペインから主に資金調達をしている。一方、スペインはドイツとフランスが主要な資金調達先であることに加えて、ユーロ圏各国全体から資金調達額も大きいのが大きな特徴であり、このたびの欧州危機の問題が甚大となる要因ともなっている。

図3-6 PIIGS諸国のユーロ圏債権国別債務残高



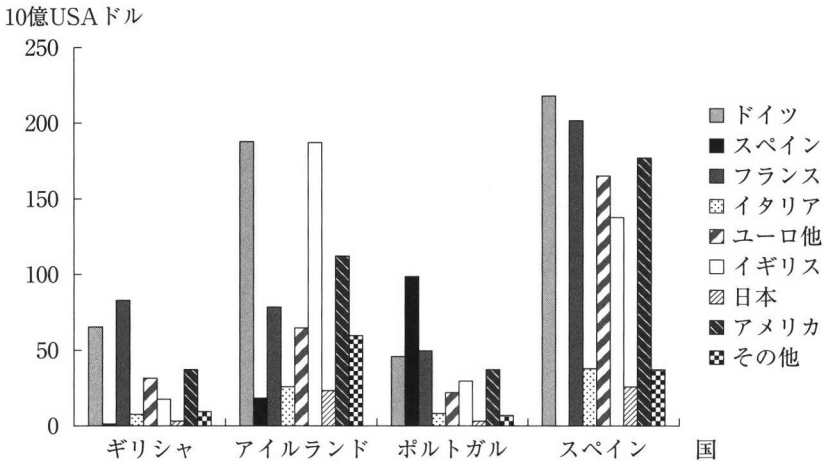
Source : BIS Quarterly Review, Dec 2010

このように、PIIGS諸国にとってドイツとフランスが主要な資金調達先なのである。つまり、債務危機を回避するためには、EU域内において当事国の財政再建と各国金融機関を支援する体制を迅速に整備すると共に、当事国の主要

債権保有国であるドイツとフランスの債権放棄を含む支援策が不可欠な状況にある。

図3-7は、図3-6にユーロ圏以外の主要な国々（イギリス、日本、米国）におけるPIIGS諸国の債権保有国別債権残高を加えたものを示している。表から明らかなのは、PIIGS諸国はいかにドイツとフランスの資金調達によって支えられているかということ、アイルランドとスペインについては非ユーロ圏のイギリスとアメリカが多くの資金調達をしていること、そして日本は他国に比して小規模ながら主としてアイルランドとスペインに資金調達をしていることがわかる。ここで、1ドル80円換算で米国と日本のPIIGS諸国への対外債権額を合算すると、約4,049億ドル（約32兆4,000億円）を保有している。それゆえ、これら債務問題を抱えているPIIGS諸国において、デフォルト（債務不履行問題）が発生したとすれば、域内債権国のドイツやフランスはのみならず、非ユーロ圏のイギリス、米国、日本にも貸し倒れ問題が飛び火して、世界的な金融不安を招く構図がある。

図3-7 PIIGS諸国の主要債権国別債務残高



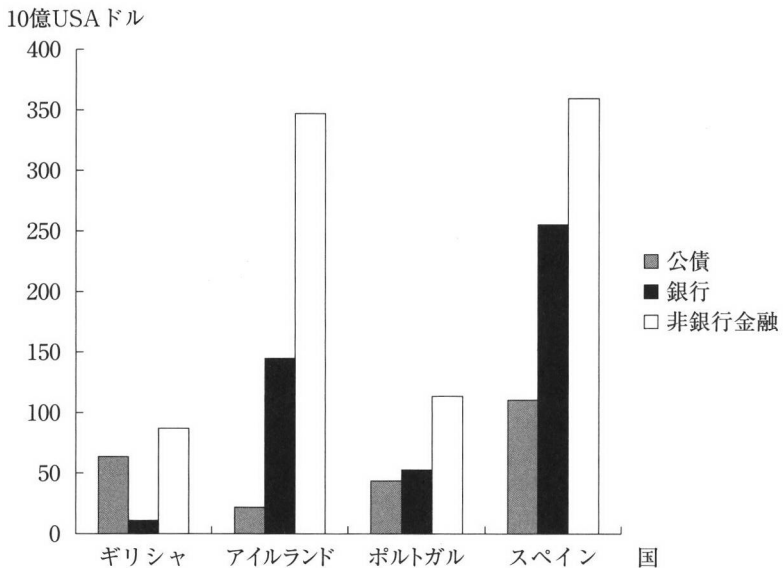
Source : BIS Quarterly Review, Dec 2010

(iii) 対外債務の構成要因

最後に、PIIGS 諸国の赤字債務の処理を巡る債務内容を見てみよう。

図3-8によると、ギリシャの対外債務は国債と非銀行系金融機関からの貸出額がほぼ二分されている。一方、アイルランドやスペインの対外債務は、2000年初頭から中盤にかけての住宅バブルを要因とする金融機関の資金調達が大きな比重を占めていることが明らかである。つまり両国では、発行済国債の償還金額よりもそれ以外のいわゆるサブプライム・ローン等の金融商品関連の借入金が大きいのである。ここで、スペインについて見れば、国債借入は1ドル80円換算で1,112億ドル（8兆8,960億円）に対し、銀行借入が2,553億ドル（20兆4,240億円）、非銀行系借入が3,595億ドル（28兆7,600億円）という甚大な金額であることがわかる。

図3-8 PIIGS 諸国の債務内容の内訳



Source : BIS Quarterly Review, Dec 2010, p.17

(2) EUのギリシャ支援の経緯とその苦悩

2009年10月にギリシャの深刻な財政問題が明るみに出た際、EUの立場としてはギリシャ国内の問題と受け止め、即座にEUからの支援、対応策を実施する体制は整っていなかった。さらに、ドイツがギリシャに対する支援は強固に反対の立場であったためギリシャ対策が後手に回ったこと、そして、法制上、ユーロ導入国が金融不安に陥った際の金融支援を行う制度がEU域内に制定されていなかったことがギリシャ支援の大きな遅れにつながったと言えよう。

事実、ギリシャ問題に関して、EU委員会のアルムニア（Almunia, Joaquín）経済通貨問題担当委員（当時）は同年12月15日時点で、パパンドレウ首相が表明した社会保障制度改革、税制改革を通じて歳出削減することにより、財政赤字削減と政府債務の縮小に取り組むという姿勢に対して評価すると共に、2010年に向けてギリシャの国家財政が確保・強化されるための状況の監視を続けていくことを述べる立場にとどまり、EUからギリシャへの金融支援策については全く言及していないのである¹²⁾。

というのは、EU機能条約では、EU加盟国の政府による様々な「国家援助（補助）」が同国内のモラルハザードを生んだり、一産業内における特定企業への援助適用がある場合、EU域内の公正な競争の阻害につながることから、原則的に国家援助を禁止しているからであろう¹³⁾。

2010年2月3日、EU委員会は、ギリシャに対して「2012年までに財政赤字対GDP比3%以下の引き下げ、および同国からユーロ圏、さらにはEU域内全体の長期的利益をふまえた政策の実施」というEU機能条約第121条4項、

12) Europa Press Releases : MEMO/09/555, Date:15/12/2009, Statement by Commissioner Joaquín Almunia on Greece. この時期、EUではギリシャ政府が発表した財政再建策が今後、順調に進んでいくとの楽天的な見方が大きかったと思われる。

13) 拙著[2011], p. 90.

同126条9項、に基づく勧告を採択した¹⁴⁾。

同年3月3日、EU委員会は、ギリシャ問題の教訓もふまえ、これからの10年に向けてEU域内で達成すべき3つの成長水準、その水準達成ための5つの主要目標を定めた新経済戦略「欧州2020」を提案することで中長期的な経済成長を示した¹⁵⁾。

また、この頃からEUはギリシャの事態を重く受け止め始め、3月19日、EU委員会のバローゾ（Barroso, José Manuel Durão）委員長がユーロ圏内におけるギリシャへの具体的な金融支援の必要性とその手段について具体的用意があることを表明する¹⁶⁾と共に、ユーロ圏参加国の首脳も同意した。

そして、5月のEU首脳理事会において、IMFとEUによる総額1,100億ユーロの第一次緊急融資が決定するとともに、今後のギリシャ以外のユーロ参加国の財務状況の悪化に備えて、加盟国が共同で緊急的に財政支援する「欧州金融安定化基金（European Financial Stability Facility：以下、EFSF）」が創設されたのである¹⁷⁾。

14) Europa Press Releases : Reference : IP/10/116, Date : 03/02/2010, Commission assesses Stability Programme of Greece ; makes recommendations to correct the excessive budget deficit, improve competitiveness through structural reforms and provide reliable statistics.

なお、ギリシャ問題を監視し続ける意味で、EU委員会、ECB、IMFの3機関職員で構成される合同調査団（Troika）が結成され、定期的にギリシャへ訪問し、同国の財政再建策の実施状況や審査を行っている。

15) 拙著[2011], pp.96-97. Europa Press Releases : Reference : IP/10/225, Date : 03/03/2010, Europe 2020 : Commission proposes new economic strategy in Europe.

16) Europa Press Releases : Reference : MEMO/10/90, Date : 19/03/2010, Statement of President Barroso on the creation of a Euro area instrument for coordinated assistance to Greece.

17) <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>. EFSFは2013年6月までの時限的措置機関として創設され、今後、EFSFの機能を拡充した恒久機関「欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism）」が設置されると、役割を移行させる。ユーロ圏参加国を対象に最大4,400億ユーロの支援額を有する。

ところが、実際のところ、ギリシャの財政再建策は進むどころか緊縮財政による国内経済の悪化によって、むしろ大幅に拡大し国債の暴落が止まらない状況に陥ることとなる。その結果、信用不安がEU域内全体、さらには米国、日本へと瞬く間に波及していく。

同年6月、ギリシャ議会では信任投票が行われ、パパンドレウ首相の新内閣が信任を受けた。よって、2015年までに財政赤字を284億ユーロ削減するとともに、国営企業の民営化、国有地の売却で500億ユーロを調達する内容が議会にて可決したのである。さらに11月、野党側がパパンドレウ首相の辞任を条件にEUの財政支援の内容を受け入れるとして、与党の全ギリシャ社会主義運動と野党の新民主主義党による与野党の大連立による新政権としてパパモデス氏が新首相に就任し、暫定的であるものの、ここに挙国一致政府が樹立した。新政権は2012年3月のさらなる国債償還を控えていることから着実な債務削減に向けて動き出した。

EUとしては、ようやく同年12月の首脳会議で、EU機能条約第122条2項に基づき、財政危機状況にあるユーロ参加国に緊急金融支援を行う恒久的な制度としてEU版のIMFとも呼ばれる「欧州安定メカニズム (European Stability Mechanism: 以下、ESM)」創設が合意された¹⁸⁾。

ギリシャはEUとIMFからの総額1,100億ユーロの金融支援を受けたにもかかわらず、2011年に入っても事態は上向くことなく、同年7月の国債償還の資金調達が困難な状況にまで至ってしまう。そこでEU-IMFはギリシャに対し、厳格な財政再建策の実施を条件としてさらに総額120億ユーロの追加融資を正式決定した。

さらに同年10月のユーロ圏首脳会議では、欧州における金融市場の不安を解

18) EUROPEAN COUNCIL, 16-17 DECEMBER 2010, CONCLUSIONS: EUCO 30/1/10 REV 1 (CO EUR 21, CONCL 5). なお、同制度は当時、2013年6月にスタートすることとされたが、2011年12月の首脳会議によって、2012年7月スタートの前倒しを決定した。

消するための包括的対策について合意した。具体的な主たる内容としては、①ギリシャの第2次支援として2020年までに累積債務を対GDP比120%に引き下げるため、ユーロ圏加盟国の民間部門から最大300億ユーロの拠出、およびEU-IMFによる総額1,000億ユーロの追加融資を決定するが、その条件として同国の国債を保有する民間投資家に債務の50%削減を求めること、②EFSFの基盤強化のため、融資能力を4～5倍の約1兆ユーロに引き上げること、③金融機関の信頼回復のため、EU域内での調整が利くアプローチによって資金調達を容易にするべく2012年6月末までに自己資本比率を9%まで引き上げて資本増強を行うこと、などが挙げられる¹⁹⁾。

ところで、EUは11月、「信用格付け機関(Credit Rating Agencies : CRAs)」による格付けが、投資家、債権者、発行機関、および政府の行動に直接的に影響を与える意味で、2009年から2010年にかけて格付け機関に関する規制を欧州レベルで法制化²⁰⁾したにもかかわらず、ここ最近のさらなる深刻な債務危機の状況はこれら規制が不十分であることを示しているとして、格付け機関に関する規制のさらなる強化を提案した²¹⁾。

ギリシャの財政再建に対する不信感はとどまるところを知らず、12月の首脳会議を終えて、ファン・ロンパイ (Van Rompuy, Herman) 議長は、さらなる金融支援を拡大するための短期的対策として、EU加盟国がIMFに最大2,000億ユーロの拠出を目指すこと、そしてESMの創設を予定より1年前倒しする

19) “Remarks by President of the European Council Herman Van Rompuy following the meeting of the Euro Summit”, European Council the President [EUCO 116/11, PRESSE 400, PR PCE 81] (Brussels, 27 October 2011), “Euro Summit Statement” (Brussels, 26 October 2011).

20) REGULATION (EU), No 513/2011 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, of 11 May 2011, amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Official Journal L 145/30, 31.5.2011, pp.30-56.

21) Europa Press Releases : Reference: IP/11/1355, Date : 15/11/2011, Commission wants better quality credit ratings.

決定も行ったことを発表した。また、中長期的対策の視点を持つ重要性から、ユーロ圏の強固な財政規律に関する新たな枠組みについて合意したことを伝えた²²⁾。

ここでEUにとって画期的であったのは、EU機能条約第121条、126条に基づく財政規定に関する「安定・成長協定」に新しい規則を盛り込んだ強化内容が決定したことである²³⁾。

しかしながら、この新規定には3つの大きな課題も残ったといえよう。1つは、英国の反対によって全EU加盟国での参加が不可能なことから財政赤字の克服に向けての足並みが揃わず、EUの基本条約を改正するに至らなかったこと、2つめは、このたびの財政規律の強化が将来的に統一化されたEU財政政策を想定するまでに至っていない中途半端な内容であること、そして3つめは、「ユーロ安定債（Stability Bonds）」の導入（後述）についてドイツの反対があったことから検討がなされなかったこと、である。

さらに、EU経済のガバナンス改革として注目されるのが「シックス・パック（Six-Pack）」と呼ばれるもので、マクロ経済政策の一環として今後、実施されることとなる²⁴⁾。

22) EUROPEAN COUNCIL, THE PRESIDENT, Brussels, 9 December 2011, EUCO 155/11, PRESSE 484, PR PCE 115, Remarks by Herman Van Rompuy President of the European Council following the first session of the European Council.

23) "STATEMENT BY THE EURO AREA HEADS OF STATE OR GOVERNMENT", Brussels, 9 December 2011, p.3. この「新財政規定（new fiscal rule）」に関する具体的な3つの主要内容は、①財政規律違反した国に対して、自動的に制裁措置を発動すること、②財政赤字を対GDP比0.5%以内に抑える基準を憲法に明文化すること、③各国の予算案は毎年、事前にEU委員会に提出することを義務化し、委員会は審査・修正権限を持つこと、である。

24) Europa Press Releases : Reference : MEMO/11/822, Date : 23/11/2011, Economic governance : Commission proposes two new Regulations to further strengthen budgetary surveillance in the euro area, Europa Press Releases : Reference : MEMO/11/898, Date : 12/12/2011, EU Economic governance "Six-Pack" enters into force.

そして、EUは2012年1月30日の首脳会議で「ユーロ圏における安定、調整および財政規律の統治強化に関する条約」の締結について正式合意した。各国は財政均衡を維持するため、単年度財政赤字を対GDP比0.5%以内に抑えることを求められ、違反国は即座に財政改善を求められる。そして対応が不十分な場合は欧州司法裁判所から対GDP比0.1%に相当する制裁金の支払いを命じられる。この制裁金はESMに積み立てられ、財政危機における金融支援の融資財源に組み込まれる。EUの財政規律に違反した場合の制裁規定も強化され、加盟国の過半数が反対しない限り発動することとし、この新条約はユーロ圏の12カ国以上が批准した時点で発効となる。よって、未批准国は批准するまでESMから金融支援を受けることはできない²⁵⁾。

さらに同年2月2日、「ESMの創設に関する条約」が調印され、ファン・ロンパイ議長は、これら2つの条約がユーロ圏の長期化する債務危機を解決する大きな要素であるとの声明を発表した²⁶⁾。

また、EUではユーロ圏参加国の財政を監視する取り組みとして、「警戒メカニズム報告書（Alert Mechanism Report）」を採択したのである²⁷⁾。これは前述の「シックス・パック」と並んで、EU経済のガバナンスの強化につながるもので、あらかじめ設定したマクロ経済指標に関する各国の経済状況を詳細に審査し、必要に応じて是正が必要な加盟国には適切な措置を随時求めるよう勧告することとした。

25) "Agreement on strengthening fiscal discipline and convergence", Brussels, 30 January 2012, PRESSE. 同条約には27加盟国のうち英国、チェコを除く25カ国が合意し、その後、3月の首脳会議で調印された。

26) "Statement by President of the European Council, Herman Van Rompuy on the signature of the European Stability Mechanism Treaty", Brussels, 2 February 2012, EUCO 19/12, PRESSE 33, PR PCE 16.

27) Europa Press Releases : Reference : IP/12/132, Date : 14/02/2012, Commission's first Alert Mechanism Report : tackling macroeconomic imbalances in the EU.

この時期のギリシャの動きとして、パパデモス（Papademos, Lucas Demetrios）首相は、連立与党がEU-IMFによる第2次支援実施の条件となっている追加財政緊縮策に合意したことを発表し、3月13日、ギリシャ政府は、同国国債の債権放棄に消極的な債権者に対しても交換の参加を促す「集团的行動条項（Collective Action Clauses：以下、CAC）」を導入する方針を決めた。なお、格付け機関の評価によれば、この決定は、ギリシャ国債が債務不履行と認定され、選択的デフォルトとみなされる。そして、「国際スワップデリバティブ協会（ISDA）」の規則によれば、CACの導入は「クレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap：以下、CDS）」決済の事項となり得る。

CDSとは、デリバティブ取引の一つの形態である。例えば、A社やB国に債権を持っている企業などが、その社債や国債の信用に対してリスクをヘッジしたいと考えている場合、プロテクションの買手という。逆に、プロテクションの売手として、その信用リスクを取って収益を得たい企業があり、両社の取引として、買手が売手に「想定元本に対するLIBOR金利+スプレッド金利」のプレミアムを支払う。契約期間中にA社あるいはB国がデフォルト状態になれば、その発行する特定の債券の額面から時価を引いた金額に相当する部分を受け取ることができる。貸し倒れに対する保険と考えられる。

CDSは債券に対する信用リスクの度合いを表しているとも考えられ、その取引にはスプレッドを用いて価格状況が判断される。スプレッドは信用リスクを取るために必要な対価であり保証料に相当する。通常、スプレッドはベース・ポイント（bp：basis point、1bp≡0.01%、100bp=1%）で表される。当該の債券の信用リスクが大きいほど、スプレッドは大きくなる。強制カットの決定を受けて、ISDAは損失補填の対象と判断し、CDS保有者に対して損失補填金額を支払うことを決定した。そして、アメリカでは、既述のとおり、2008年のリーマンショックではこのようなCDSを大量に発行していたリーマン・ブラザーズ投資銀行が倒産し、アメリカ保険大手AIGは政府援助で再生

されたのである。なお、ギリシャ国債におけるCDSリスクは、売手が分散し、同一の金融機関や投資家が売手と買手を兼ねている例が多く、支払金額が当初より過小で、保険金が支払われたことで国債のCDS市場は機能不全には陥らなかった。

図3-9 国債のCDSスプレッドの推移



Source : Deutsche Bank DB Research

ここで、図3-9においてPIIGS諸国（ギリシャ、ポルトガルを除く）の2011年6月21日から2012年6月13日まで国債のCDSスプレッドの値を見てみると、アイルランドは国内の財政緊縮政策や制度改革の進捗が評価され、CDSスプレッドは漸減の傾向を示している。また、イタリアは漸増傾向にあるが、スペインのCDSスプレッドを下回っている。

スペイン国債のCDSスプレッドは2012年から上昇をはじめ、4月16日に512、

5月31日に599、そして6月に入り、同月12日には史上最高の608を記録している。2011年11月には491まで上昇して、スペイン危機がささやかれ始めた。2012年に入って、スプレッドはさらに広がる様相を示している。つまり、証券市場の参加者はスペイン国債の信用リスクが拡大していると評価している。同年6月には、将来の償還が困難になる指標として国債の利回り7%の水準を超えて、スペイン国債の市場での消化はますます困難になっている。

ギリシャでは、上記のような特異な債務削減によりEU-IMFによる総額1,300億ユーロの第2次支援実施に関する条件をクリアし、EUもこれを承認²⁸⁾したわけだが、その一方、緊縮策に対するギリシャ国民の反発がますます大きくなり、抗議活動や暴動もさらに激化していくことになる。

そして、5月6日のギリシャにおける総選挙で、緊縮策を進めてきた連立与党政権が惨敗した一方、反緊縮派の野党の急進左派連合（SYRIZA）が躍進したことで議会は解散に追い込まれ、約1か月後に再選挙が実施されることとなる事態となった。それゆえ、これまで進められつつあった国有資産売却の手続きも凍結し、公務員削減や年金の平均20%カット、付加価値税率の引き上げ、等を含む一連の改革への道筋がまたも不透明となっており、ついにギリシャのユーロ離脱をめぐる問題までもささやかれ始めた²⁹⁾。現にギリシャ国内における預金流出も歯止めがかからず、預け替えの動きが加速している状況にある。

6月17日、ユーロ離脱の是非を問う再選挙が実施された結果、財政再建に向けた緊縮策を支持する旧与党の新民主主義党が緊縮策の撤回を求めている急進左派連合に対して僅差ながら勝利を収めた。そして、新民主主義党は全ギリシ

28) "Greece : Decision paves way for next disbursement", Brussels, 13 March 2012, 7576/12, PRESSE 106.

29) なお、5月23日、EUにおける非公式の臨時首脳会議で、ギリシャの政治・経済状況に関する議論をふまえ、ギリシャのユーロ残留を確認した。"Euro area press lines on Greece Informal EC dinner", Brussels, 23 May 2012.

ヤ社会主義運動、そして穏健派の民主左派との3党で連立政権を発足させることとなり、これら3党を合わせた議席が過半数を上回ったことで、今後、ギリシャではとりあえずユーロ残留を念頭に置いた改革を進めていくことになる。

もしもギリシャがユーロを離脱し、従来の自国通貨ドラクマ (Drachma) に戻れば自国通貨の切り下げによる価格競争力の上昇で輸出が拡大し国内景気も上向くとの議論もあるが、実際のところ、離脱すると同時に財政支援は一切ストップするわけで、ギリシャ国内はデフォルトの事態に陥ると同時に、ユーロ加盟国へも甚大な影響と混乱をもたらすことから、通貨統合には不可逆性の要素が大きいに思われる。今もなお、ギリシャ国内の景気は上向く兆しが見えず、EU-IMF との緊縮策合意内容における新たな見直しの必要性は不可避と言えよう。

このたびの選挙結果を受けて、EU のファン・ロンバイ議長とバローゾ委員長が、即時にギリシャ新政権に対する協力と支援を表明した³⁰⁾。

ところで、EU 委員会は、5月30日、各加盟国に対してEU 域内の金融システムの安定、経済成長、および雇用創出を確保するための財政措置と経済改革のための勧告を採択した。とりわけ、先述のスペインの大手金融機関バンクアが深刻な債務超過の状況にあることから今後の金融支援の必要性も考慮に入れ、同国政府の財政構造改革に対して改善を要請したのである³¹⁾。

いま、EU にとってさらなる大きな問題は、ついに2012年6月9日、ユーロ圏の経済規模第4位のスペインにまで支援の手が拡大する状況となったことである。現にEU 委員会のバローゾ委員長とレーン (Rehn, Olli) 副委員長がそ

30) EUROPEAN COUNCIL THE PRESIDENT, Los Cabos, 17 June 2012, PCE, "Statement by Presidents Herman Van Rompuy and José Manuel Barroso on the result of the Greek elections".

31) Europa Press Releases : Reference : IP/12/513, Date : 30/05/2012, Commission sets out the next steps for stability, growth and jobs.

ろってスペインの金融部門の包括的再編のため、最大1,000億ユーロの支援を行う用意があることを表明した³²⁾。

すでにギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国に対して金融支援を実施しているが³³⁾、スペインはこれまでの支援対象の国々よりもはるかに負担額が大きくなることから、ユーロ圏の信用不安がさらに長期化すると思われる。

(3) 2012年5月のフランス大統領選挙結果の影響

～メルコジ体制からメルランド体制へのスタート～

2012年5月6日、ギリシャ総選挙と同日に、フランスでは大統領選挙の決選投票が行われ、現職のサルコジ（Sarközy, Nicolas）氏を破り、オランド（Hollande, François）氏が当選した。このたびの大統領選で、サルコジ氏は国内経済の立て直しの手法としてドイツの大胆な構造改革と同様の手法を進めていくことを訴えたが、国民は彼の政策路線にもはや期待しなかったのである。ここで注視すべきは、フランス国民が市場経済の原理・原則に則って約10年前から段階的に構造改革を粛々と進めて安定した経済成長を実現してきたドイツの政策路線を支持するよりも、むしろオランド氏率いる社会党、および反EU・移民排斥を掲げる極右政党への支持を増やした点であろう。

本来、独仏主導の体制で深刻化する欧州危機を解決していく立場にあるフラ

32) Europa Press Releases : Reference : MEMO/12/436, Date : 09/06/2012, Statement by President of the European Commission José Manuel Barroso and Vice-President Olli Rehn on Spain. 同年6月25日、スペイン政府は正式に国内金融機関への支援申請を行った。Europa Press Releases : Reference : MEMO/12/486, Date : 25/06/2012, Statement by President of the European Commission José Manuel Barroso and Vice-President Olli Rehn on the request by Spain for financial assistance for recapitalisation of financial institutions.

33) ギリシャ以外の具体的な支援額は、2010年11月のアイルランド（850億ユーロ）、ついで2011年5月にポルトガル（780億ユーロ）である。また、支援額がまだ定まっていないが、2012年6月25日にキプロスもEUへ支援要請した。

ンスではあるが、国民の関心は深刻な国内経済の問題解決に向いている。それゆえ、サルコジ氏の訴えてきた緊縮政策型からオランド氏が主張する成長重視型の戦略の実現可能性に注目が集まっているのである。なお、サルコジ氏とオランド氏との政策路線に関して極端な違いがあるわけではない。サルコジ氏は徹底した歳出削減、オランド氏は高所得者層および大企業への増税、公務員（具体的には教員）の増加と経済成長、を方針の要として掲げていたが、両者いずれも喫緊の課題である財政再建のための手段の相違であり、オランド氏もサルコジ氏の政策路線から大きく変更するとは想像しにくい。そして、オランド氏は一連の欧州危機に対し、早速、以下の3点を強調した。まず1つは、ユーロ加盟国への直接融資を禁じている ECB の機能を拡充して可能にすること、2つめは「ユーロ安定債」の発行³⁴⁾、そして3つめは国内と同様に EU 域内の成長重視路線の政策実施である。これら内容は、いずれも債務国の財政基盤の強化につながり景気刺激策の一手段として考えられるが、一方で EU 全体における債務額が再び増加することへの批判もある。

ところで、ここ10年ほどの間、ドイツ経済が好調に推移してきた要因として、

34) Europa Press Releases : Reference : MEMO/11/820, Date : 23/11/2011, European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds. 2011年11月23日、EU ではユーロ圏の債券市場を安定化させ、信用不安を払拭させるための新たな対策の1つとして、ユーロ安定債発行の可能性について提案された。発効の前提条件として、この度のギリシャの財政赤字の粉飾問題を教訓とするために、加盟国の予算編成時において従来の申告制から EU が介入するなど第三者機関の徹底管理の下、財政監視体制を強化することが挙げられている。安定債のねらいはユーロ圏が連帯責任の原則で債務を持ち合うことで、借金の一元化、資金調達のコスト削減をはかる計画で、共同債金利はドイツとフランスの平均で設定するとなれば、2~2.5%あたりに落ち着くと考えられる。安定債の発行で従来の PIIGS 諸国への市場の集中的投機買いは終焉すると期待される一方、今まで放漫財政体質をとってきた国々の借金を財政健全国が肩代わりして返済していくことへの疑問の声も大きい。よって、この安定債発行についてはオランダ、フィンランド、オーストリア、スロバキア、ドイツなどの財政健全国側の反対派と PIIGS 諸国を含めた財政悪化国および IMF-EU の賛成派との対立構図がある。

1998年に誕生したシュレーダー（Schröder, Gerhard）政権の企業や労働組合を巻き込んだ労働市場、および社会保障制度改革の成功を上げることが出来る。この結果、同国の労働単位コストの上昇は抑えられた。ドイツの一連の改革に対し、フランスではサルコジ氏が2007年に大統領に就任して以来、公務員削減、年金支給開始年齢の引き上げを中心とする改革を提案したものの、国民の度重なるストライキによって劇的な改革は進まなかった。むしろ労働単位コストの大幅な上昇に伴って失業率も悪化し、財政赤字も増大したのである。さらに、ギリシャ問題が顕在化してからユーロ安となったことで、ドイツはむしろ域内および域外の双方の輸出が大幅に増加して国内経済は好調を維持してきたが、フランスは国内の構造改革が進まず、結局のところドイツに比して国際競争力も弱体化し、輸出も伸びていない。

上記のように、対照的な経済状況のフランスとドイツの党首であるオランダ氏とメルケル（Merkel, Angela）首相が今後いかにして欧州危機を解決していくのか、非常に興味深いところであるが、ここで注視すべきは、欧州危機が顕在化して以降、一貫してメルコジ体制によって財政緊縮策がEU域内の主要な流れであったのが、オランダ氏の大統領就任により、成長戦略の視点が一気にクローズアップされていることである。もっとも、ユーロ圏第3位であるイタリアのモンティ（Monti, Mario）首相もオランダ大統領の主張に同調しており、同国の緊縮財政を一部緩和し、成長重視の政策路線で税収増を目指している。2012年6月22日、ユーロ圏主要4カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）首脳が会談を行い、EU域内GDPの約1%規模の経済成長支援策の導入についての意見が一致したことは、断固として緊縮路線を主張してきたメルケル首相もやや緩和的態度を示したかに見受けられる。続いて、同月28～29日にかけてEU首脳会議が開催されたが、先の主要4カ国会議において提案された支援策と同じような見解でまとめ、「経済成長・雇用協定」として、EU加盟国に総額1,200億ユーロを投入することが採択されると共に、ユーロ

圏の銀行監督を ECB に一元化する制度を2012年末までに設立することも合意に至った。

おわりに

以上、スペインとギリシャを中心に考察してきた欧州の「二重の危機（金融および債務危機）」の事態が、様々に打ち出されている EU 経済ガバナンスの強化策、および独仏主導による ESM の実施によって一時的に改善されるとしても、これらが根本的に危機から脱却できうる決定的な解決策とは言えないことは明らかである。

経済学において、一国における金融政策と財政政策は二大マクロ経済政策の両輪ともいえるが、現在、EU では前者が ECB の権限による統一政策として、後者が各加盟国の独自政策として実施されてきた構造的な問題が露呈した状況にある。

リーマンショック後、徹底した市場ルールに基づき投資銀行すべてを退場させた米国の手法に対して、EU では金融機関を最大限に救済し、さらに今後の起こり得る破綻への円滑処理に備える仕組みを策定する方向にあり、いわゆる政治的・裁量的手法で解決の糸口を掴もうとしている。

いずれにしても、今後ユーロ圏において（ユーロ安定債の導入などを含む）ある種統一した予算運営が可能な財政政策が体系化されると共に、これまで強調され続けてきた財政緊縮策一辺倒から経済成長重視の視点を含む対応策が EU 加盟国間の政策協調によって推進されなければ、欧州の経済危機の連鎖はとどまりを見せないであろう。

なお、最後に付言すべきは、このたびの一連の欧州危機によるユーロ圏の国々と我が国の抱える財政赤字の対 GDP 比の国債残高を比較すると、火種のギリシャを始め、イタリア、スペインをも上回る我が国の状況は決して油断でき

ず、対岸の火事では決してないということである。

現時点で、唯一、日本は欧州各国に比して低金利であるメリットを大いに活かし、景気回復、および拡大による財政健全化の取り組みによって国債負担（国債利払負担も含む）を早期に軽減しておくことが求められよう。

（注）本稿は2012年6月30日時点の情報に基づくものである。

[主要参考文献・資料]

- ・ Monti, Georgio [2007], *EC Competition Law*, Cambridge.
- ・ Richard Freeman [2007], *Banks, Investors Are Chewed Up by the Caymans Crocodiles Called SIVs*.
- ・ Fitch Ratings [2008], *The Difference Between Traditional ABCP Conduits and SIVs In Structured Finance*.
- ・ Jim Ahem [2008], *ABC's of ABCP*, SOCIETE GENERAL.
- ・ Moody's Investors Service, [2008], *2007 Review & 2008 Outlook*, International Structured Finance.
- ・ Marsh, David [2009], *The Euro*, Yale University Press.
- ・ Wallace, Helen, Pollack, Mark A. and Young, Alasdair R. [2010], *Policy-Making in the European Union*, Oxford.
- ・ SOCIEDAD DE TASACION S. A. [2010], *Sintesis del Estudio de Mercado de Vivienda Nueva (julio)*.
- ・ BIS [2010], *BIS Quarterly Review, December 2010*.
- ・ IMF [2010], *World Economic Outlook, in World Economic and Financial Survey*.
- ・ European Commission [2011], *European Economic Forecast, spring*, Commission Staff Working Document.
- ・ eurostat [2011], *Government finance statistics*, eurostat.
- ・ IMF [2011], *Spain : Selected Issues*, IMF Country Report No.11/216.
- ・ European Central Bank [2011], *Recent Developments in Securitisation*.
- ・ OECD [2011], *Outlook for the Securitization Market*, Financial Markets Trend.
- ・ BANCO DE ESPANA [2012], *BOLETIN ESTADISTICO*.
- ・ sifma, [2012], *Securitization Monthly Data Supplement*, Finance for Europe.
- ・ 田中素香・春井久志・藤田誠一編[2004]『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣.
- ・ H・ティートマイヤー著/財団法人国際通貨研究所・村瀬哲司監訳[2007]『ユーロへの挑戦』京都大学学術出版会.
- ・ 里麻克彦[2008]『金融投資の理論と実践』大阪学院大学通信教育部(第6、7号).
- ・ 遠藤乾編著[2008]『ヨーロッパ統合史』名古屋大学出版会.
- ・ J・アタリ著・林昌宏訳[2011]『欧州債務危機』作品社.
- ・ 和田聡子[2011]『EUとフランスの競争政策』NTT出版社.
- ・ Eurostat ホームページ
- ・ 欧州委員会ホームページ
- ・ 英国財務省ホームページ

The European Credit and Sovereign-debt Crisis

Satoko Wada · Katsuhiko Satoma

ABSTRACT

In Europe, the crunch in liquidity for the financial institution by the Greece sovereign debt crisis and the real estate bubble has been continued.

Because of the business failure of Lehman brothers at September 2008, the financial crisis spread through the whole world at a stretch. In fact, in August 2007, the issue of suspending sub prime loans of U. S. A. was actualized in French major financial institutions and the influence of the collapse of the real estate bubble began to appear. In October 2009, the report of the Greek budget deficit turned out to be false, and the concern over credibility spread. Thus, European Union encounters the serious situation to have “the double crisis”, what is called the credit and the sovereign debt crisis.

EU works out the countermeasures in sequence while getting cooperation of IMF. However, it has not yet led to the drastic solution. Because, the monetary policy unified by EU and the fiscal policy that authority is transferred originally do not function properly. Anyway, the chain of the European credit and sovereign debt crisis will not stop in the future, if the certain unified fiscal policy which is not systematized in a euro area (including the issue of the Stability Bonds) and the countermeasures including the economic growth strategy are not promoted instead of the shrinking economic policy.

In this paper, we examined the collapses and the causes of the

Spanish real estate bubble and the countermeasure of EU in Greece
sovereign debt crisis while arranging it for chronological order.

Keywords : Sovereign-debt and credit crisis Greece Spain.

JEL Classification Numbers : H63; E44.