

【EU 債務問題の展開を読む】

**重債務国の債務調整にかかる民間負担原則を静かに転換
ギリシャは例外扱いー債務カット交渉の帰趨が次の焦点に**

《要 旨》

- 12月8・9日のEU首脳会議においては、①「財政協定」の締結、②ESMの前倒し稼働等とならび、③当初予定されていた、重債務国の債務調整にかかる民間負担原則を白紙に戻す、という重大な政策運営方針の転換が行われた。
- この方針転換は、2012年7月にEFSFの後継としてスタートする、ESMの枠組みから適用。目先の最重要課題であるギリシャの債務調整は、「独特かつ例外的な事例」と位置づけられ、「民間部門の自発的な対応として、50%の債権放棄」という既定路線に従い、手続きが進められることに。
- もっとも、ギリシャ向け債権放棄を巡る当局と債権者間の交渉は、実際には難航。2012年3月には、多額のギリシャ国債が満期償還を迎えるが、それまでに交渉が決着するかは不透明な情勢。
- さらに、今後のEUないしユーロ圏の体制の持続可能性を展望すると、①重債務国の債務調整をめぐる、ギリシャは他のユーロ圏加盟国とは異なる例外扱いとされることになったほか、②「財政協定」の導入に際しては、イギリスが独自路線を選択。これらは、EUないしユーロ圏が、従来の全加盟国の意思を統一しつつ、体制を維持することが困難化しつつあることを示唆。
- こうした状況に鑑みれば、EU債務問題の次の焦点は、ギリシャ向け債権放棄をめぐる交渉がどうなるか。万が一交渉が不調に終われば、予め当局や債権者が描いたスキームに基づかない「無秩序なデフォルト」に陥る可能性、さらには、ユーロ圏ないしはEUという従来の体制がほころび、新たな枠組みの構築につながる動きに至る可能性も否定できず。当局は不測の事態回避に向けて万策を講じるであろうが、年明け後の動静をとりわけ注視していくことが必要。

1. 12月8・9日のEU首脳会議
(ポイント)

2011年12月8・9日に開催されたEU首脳会議においては、①新たな“Fiscal Compact”の導入による財政規律の強化、②ESM (European Stability Mechanism) の稼働前倒し、

③ IMF 経由での欧州支援の強化、等の点が合意された（図表 1）。

しかし、現地を含む国内外で、必ずしも大きく報道されてはいないように見受けられるものの¹、ソブリン危機の収束に向けて、これ以外にも、**政策運営上の重大な方針転換**が、この首脳会議において行われていることに注目する必要がある。それは、重債務国の債務調整に関する「**民間部門関与 (PSI : Private Sector Involvement)**」に関する方針転換である。

具体的には、2012 年 7 月に前倒しで稼動することになった ESM のスキームにおいて、これまでは、ドイツの主張に配慮し、ケース・バイ・ケースで、民間部門にも負担（債権放棄）を求めることとされていた。しかしながら、今回の首脳会議においては、

- ① 2012 年 7 月稼動の ESM のスキームにおいては、民間セクターによる重債務国向けの債権放棄を排除すること、
- ② ただし、ギリシャの債務調整に関しては、「独特かつ例外的 (unique and exceptional)」な事例として、2011 年 7 月および 10 月の首脳会議合意に基づき、「民間セクターによる自発的な対応としての 50% の債務カット」という既定方針に沿って、今後の交渉を進めること

が決定された。この点に関して、ヴァンロンプイ欧州理事会議長（EU 大統領）は、首脳会議第一日目終了後の発言のなかで、次のように明確に述べている。

民間部門関与 (PSI) については、今までの原則を大きく変更する。今後は IMF の原則と慣例を厳密に適用する。よりはっきり申し上げるなら、国債市場に非常に大きな悪影響を及ぼした我々の PSI についての当初の姿勢は正式に終焉を迎えることになる。
(駐日欧州連合代表部による邦訳)

(評価)

10 月 26 日のユーロ圏首脳会議においては、財政危機状態にあるギリシャの国債を保有する民間セクター側の自発的な対応として、50% の債務カット（債権放棄）を実施する、という方向性が打ち出された。これは、各国の金融機関が、ギリシャを含めた欧州各国の国債を相互に持ち合う構造になっているうえ、CDS による債権債務関係も複雑に絡み合っているという、国際金融市場の実情に鑑みての対応であったと推測される。CDS 取引におけるトリガーへの抵触を避けるため、民間セクターによる自発的な債権放棄、という選択肢がとられたのであろう。

しかしながら、CDS のプロテクションの売りポジションをとっていた金融機関（本来であれば、国債のデフォルトに伴い支払い債務が生じる側）にとっては、それでよしとしても、ギリシャの破綻リスクを回避するため、CDS のプロテクションの買いポジションをとっていた金融機関（デフォルト発生に伴い支払いを受ける側）にとっては、自発的な

¹ その背景としては、①ユーロ圏の事実上の盟主たるドイツが声高に主張してきた施策について、わずか 1 カ月余り前の発表からの重大な方針転換となることや、②ドイツ等の国々における世論、すなわち「銀行支援のための公的資金投入反対」という論調への配慮等、が作用しているものと推測される。

50%債権放棄の対応を迫られつつも、約定時に想定していたCDS取引の相手方からの支払いは履行されず、自力で損失の穴埋めを行わなければならないこととなった。こうした対応は、とりも直さずCDS取引の形骸化を意味する。CDSはそうしたスキームが浮上するまでは、現物の国債に投資する際のヘッジとして機能しており、それが形骸化しかねないということが投資家の国債購入回避を招き、イタリアをはじめとする他のユーロ圏加盟国の国債流通利回りの急上昇という形で、危機が飛び火することとなった。

EU首脳は、10月末の合意以降の市場の変化を目の当たりにし、1カ月の紆余曲折を経て、ギリシャ向けの債務調整策のマイナス面を理解したうえで、政策運営方針の転換を行ったと推測される。加えて、先進国の一角を占めるユーロ圏加盟国の国債に関して、民間セクターによる負担を求めるということは、単に、ソブリンCDSのトリガーにヒットするか否か、という問題のみならず、国際金融市場における秩序を構築するうえでの基本的な前提の一つである、「先進国の国債のリスク・ウェイトは事実上0%」という前提が事実上崩れることになる。EU首脳は、こうした側面に配慮した可能性もあろう²。

12月8・9日の首脳会議以降、イタリア等をはじめとするユーロ圏各国をめぐる金融情勢の緊迫度合いは、緩和しつつあるように見受けられる。秋以降の各国の国債のイールド・カーブの形状の変化をみると（図表2～4）、ギリシャではなお、逆イールド状態が続き、長短金利の水準も高止まりしているものの、イタリアでは、一時的な逆イールド状態が解消し、12月9日以降、金利は短・中期ゾーン中心に低下傾向にあることが認められる。スペインも同様である。「民間部門関与」に関する静かな政策転換の効果が、徐々に表れつつあるとみることができる。

2. ギリシャの債務調整をめぐる交渉の状況

他方、例外扱いとされたギリシャの債務調整をめぐる交渉は、当初の予定よりも大幅に遅れ、12月8・9日の首脳会議終了後の翌週から、ようやく開始された（民間側のメンバーは図表5参照）。

しかしながら、交渉は必ずしも順調には進んでいない模様である。報道によれば、交渉の争点として、①ギリシャに対する貸し手であるEFSF等の政府セクターも、民間債権者と同等に扱われるか、②債務の元本カット後に発行する新債券（ギリシャ国債）を、ギリシャ法に基づくのではなく、イギリス法に基づき発行できるか（ギリシャに二次破綻をさせないようにするため）、③新債券のクーポンを何%に設定するか、の3点があがっている。

² ECBは、2011年12月19日に公表した *Financial Stability Review* において、次のように述べている（13ページ、訳は筆者）。

究極的に、今年秋に、痛みを伴いつつ明らかになったことは、数カ国における銀行とソブリンの脆弱性は分離不可能なものであるということである。ユーロ圏全体としてのレベルで、部分的な解決策は、財政・銀行セクター間において脆弱性が伝染し合い相互作用を及ぼすことを食い止める包括的なアプローチの代替策とは決してなり得ない。これらの2つの要因は、コインの表裏のように、一体のものとして考える必要がある。一方、ソブリン負債は、ベンチマークとしての低リスクの地位を、各国のレベルで保持し、再度取り戻すようにしなければならない。……………（後略）

る模様である。このうち、①②についてはギリシャ政府側が譲歩しているものの、③に関しては両者の隔たりが大きく、交渉終結に向けての見通しは立っていない。超長期の債券のクーポンをどの程度に設定するかは、ギリシャ側が満期到来までに最終的に返済する債務の総額に大きく影響するためであるとみられる。

そうしたなか、民間側の交渉メンバーであったスペインのヘッジファンドが、50%規模での自発的な債務調整に異論を唱え、提訴の可能性も示唆して、交渉メンバーから脱退する事態も生じている³。年明け後の3月には、ギリシャは多額の国債の借換を迫られている状況にあり、それまでに交渉がまとまらなければ、関係者で合意されていたスキームによらないギリシャによる一方的な債務不履行宣言、すなわち無秩序なデフォルトに至る可能性もなお残存している状況にある。

3. 今後の展望

EUのソブリン危機が、このような展開をみせていることからすれば、ギリシャの債務調整を巡る交渉の帰趨が、年明け後の最大の焦点になるものと思料される。

ちなみに、ECBのドラギ総裁は、12月19日の欧州議会における意見陳述において、「2012年1～3月期のユーロ圏の債券市場には、非常に強い圧力がかかる」と述べている。

ECBはまた、同じ12月19日に、半期報“*Financial Stability Review*”を公表している。そのなかでECBは、「ユーロ圏の金融の安定にとっての4つの鍵となるリスク」として、①財政・金融・経済成長相互間での悪影響、②銀行部門の資金調達困難、③マクロ経済活動の弱体化や信用収縮による二次的な影響、④グローバル経済の大幅鈍化、を挙げている（図表6）。そしてこのうちの①の具体的なトリガーの1つとして、ECBは、「**首脳会議における決定を実行するに際しての、ギリシャ国債に関する民間部門の関与の詳細にかかる不確実性**」を明確に指摘しているのである。

さらに、今後のEUないしユーロ圏の体制の持続可能性を展望すれば、12月の首脳会議において、①ユーロ圏加盟他国については、将来的な民間部門負担が明確に否定されている一方、ギリシャは明確に別扱いとされたほか、②「財政協定」の枠組みに関しては、イギリスがこれに加わらず、独自の道を歩むこととなった。これらは、EUないしユーロ圏が、従来の全加盟国の意思を統一しつつ、従来のままの体制を維持することが困難化しつつあることを示唆しているといえよう。

そうしたなか、ギリシャの債務調整をめぐる民間側との交渉が、万が一2012年3月までに実を結ばないようなことがあれば、ユーロ圏ないしEUという従来の体制がほころび、新たな枠組みの構築につながる動きが生じかねないと懸念される。当局は不測の事態回避に向けて万策を講じるであろうが、EU債務問題をめぐる年明け後の動静は、とりわけ注視していく必要があるだろう。

³ 2011年12月22日付 *Financial Times* 紙報道。

(図表1) 2011年12月8・9日のEU首脳会議における合意内容

(1)	財政規律の強化	新たに“Fiscal Compact”を導入 加盟各国に財政収支均衡を義務付け イギリス以外の全EU加盟国が、新条約批准に参加の意向
(2)	EFSF/ESMの規模増強	2012年3月までに5,000億ユーロ規模とすることを目途
(3)	IMFによる欧州支援	EU各国からIMFに対して1,500億ユーロを融資 IMFはこれを原資に支援
(4)	ESMの稼動開始	2013年7月から、2012年7月に1年前倒し
(5)	ESMの機能強化	「民間部門関与」に関して、従来のスタンスを大きく転換 「民間部門による債権放棄はあり得ない」スキームに
(6)	ギリシャの債務調整	2011年7月および10月の首脳会議における合意に基づき、「独特かつ例外的」な事例として処理 民間セクターによる自発的な対応として、債務の50%カットを目途に交渉を実施

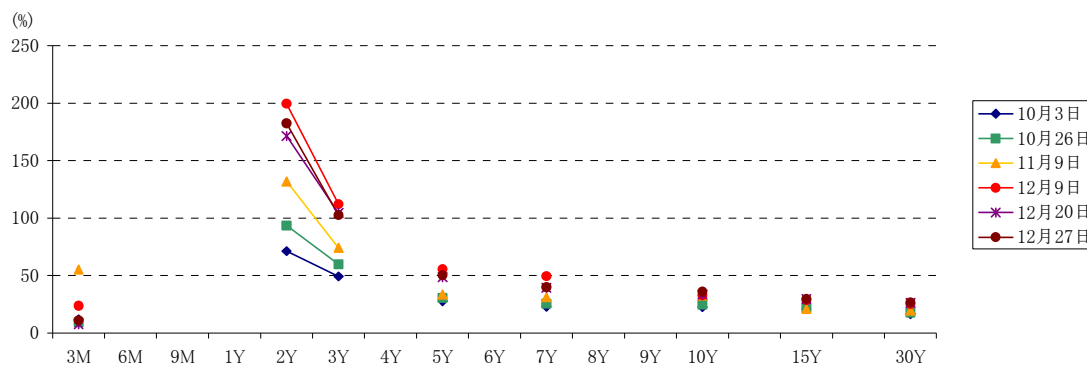
(資料) European Council, Statement by the Euro Area Heads of State or Government, Brussels, December 9, 2011.

European Council of the President, *Remarks by Herman Van Rompuy, President of the European Council following the first session of the European Council*, EUCO 155/11, Brussels, December 9, 2011.

European Council of the President, *Remarks by Herman Van Rompuy, President of the European Council following the meeting of the European Council*, EUCO 157/11, Brussels, December 9, 2011.

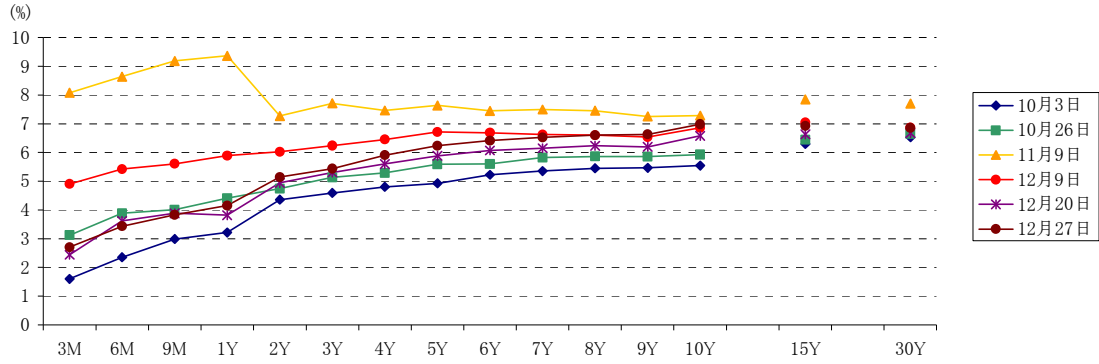
を参考に日本総合研究所作成。

(図表2) ギリシャ国債のイールド・カーブの変化



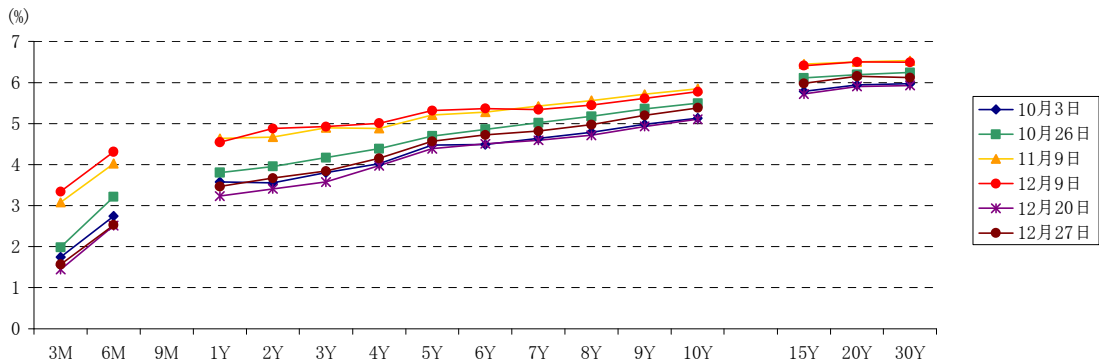
(資料) Datastreamを基に日本総研作成。
(注) 2011年各日のスポット・レート。

(図表3) イタリア国債のイールド・カーブの変化



(資料)Datastreamを基に日本総研作成。
 (注)2011年各日のスポット・レート。

(図表4) スペイン国債のイールド・カーブの変化



(資料)Datastreamを基に日本総研作成。
 (注)2011年各日のスポット・レート。

(図表5) ギリシャと債務調整交渉を行う「民間債権者—投資家委員会」のメンバー
(2011年12月21日時点)

1	Ageas	ベルギー	保険	17	Greylock Capital Management	アメリカ	投資顧問
2	Alpha Eurobank	ギリシャ	銀行	18	Groupama	イギリス	保険
3	AXA	フランス	保険	19	HSBC	イギリス	銀行
4	Bank of Cyprus	キプロス	銀行	20	ING	オランダ	銀行
5	Bayern LB	ドイツ	銀行	21	Intesa San Paolo	イタリア	銀行
6	BBVA	スペイン	銀行	22	Landesbank Baden-Wuerttemberg	ドイツ	銀行
7	BNP Paribas	フランス	銀行	23	MASCF	フランス	保険
8	BPCE	フランス	銀行	24	Marathon Asset Management	アメリカ	ヘッジ・ファンド*
9	CNP Assurances	フランス	保険	25	Marfin Popular Bank	キプロス	銀行
10	Commerzbank	ドイツ	銀行	26	National Bank of Greece	ギリシャ	銀行
11	Credit Agricole	フランス	銀行	27	Piraeus Bank	ギリシャ	銀行
12	Dekabank	ドイツ	銀行	28	Societe General	フランス	銀行
13	Deutsche Bank	ドイツ	銀行	29	Unicredit	イタリア	銀行
14	Dexia	ベルギー	銀行	30	Vega Asset Management	スペイン	ヘッジ・ファンド*
15	Empoliki Bank of Greece	ギリシャ	銀行	31	Allianz	ドイツ	保険
16	Generali	イタリア	保険	32	Metlife	アメリカ	保険
					Royal Bank of Scotland	イギリス	銀行

(資料) The Institute of International Finance, Incのプレス・リリースおよび各会社資料を参考に日本総合研究所作成。

(注) Vega Asset Managementは2011年11月28日の委員会発足時点ではメンバーであったが、12月21日に脱退。1～29は当初からのメンバー。30～32は12月21日付で参加したメンバー。

(図表6) ECBが指摘する、ユーロ圏の金融の安定にとっての、
4つの鍵となるリスク

1	財政の脆弱性、金融セクター、経済成長の相互間における、伝染と負のフィードバック
2	ユーロ圏の銀行部門の資金調達困難
3	マクロ経済活動の弱体化や、銀行の信用リスク、経済における信用のアベイラビリティの減少による二次的な影響
4	鍵となるグローバルな経済圏間の不均衡と、グローバル経済の大幅な鈍化のリスク

(資料) ECB, Financial Stability Review, December 2011を基に日本総合研究所作成。

- ◆ 『日本総研 政策観測』は、政策 이슈に研究員独自の視点で切り込むレポートです。
本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

調査部 ビジネス戦略研究センター 河村小百合

(Tel : 03-3288-4148、E-mail : kawamura.sayuri@jri.co.jp)