

「欧州金融システムと国際金融市場が 抱えるリスク」

－欧州ソブリン危機の展開をどうみるか－

2011年11月24日

株式会社 日本総合研究所
調査部ビジネス戦略研究センター
<http://www.jri.co.jp/>

本レポートは、Business & Economic Review 2011年12月号(11月25日発行予定)論文として掲載される予定です。

お問い合わせ先：調査部 主任研究員 河村 小百合

TEL：03-3288-4148 E-MAIL：kawamura.sayuri@jri.co.jp

本レポート中の「参考図表」については、お問い合わせ下さい。

問題意識

- 欧州ソブリン危機は、収束にはほど遠い状態にあり、緊迫した状態が継続。
- 欧州の金融システム、および国際金融市場はいかなるリスクを、どのような形で抱えているのか。
 - － 当局の公表データの分析から、何がわかるか。
- 足許の危機をいかに収束させるか。
 - － 関係各国は、事態がどのような方向に展開することを目指し、どのような方向に展開することを避けようとしているのか。
 - － 今後の各国・当局による対応のいかなる側面に着目すべきか。
 - － 国際金融市場へは、今後、いかなる影響が及ぶことが予想されるか。
- ユーロ圏内における財政危機の再発を回避するためには、短期・中期・長期的にいかなる対応が必要か。

構成

1. 欧州ソブリン危機のこれまでの経過 … 4
2. 欧州を中心とする金融市場・金融システムの状況
-欧州各国の銀行および国際金融市場はいかなるリスクを抱えているのか…12
3. 今後の展望
 - (1)2011年10月のEU首脳会議が打ち出した包括的対応策をどうみるか …23
 - (2)いかにギリシャ危機を収束させるか …32
 - (3)財政危機の再発を回避するために …33

1. 欧州ソブリン危機のこれまでの経過

- ・2009年秋のギリシャの財政指標の粉飾発覚が発端。
- ・その後、危機は、アイルランド、ポルトガル等の欧州周縁国(peripheral countries)へと拡大。
- ・足許ではイタリア等のEU中核国にも影響が及びつつある状況。

(図表1) 欧州ソブリン危機のこれまでの経過

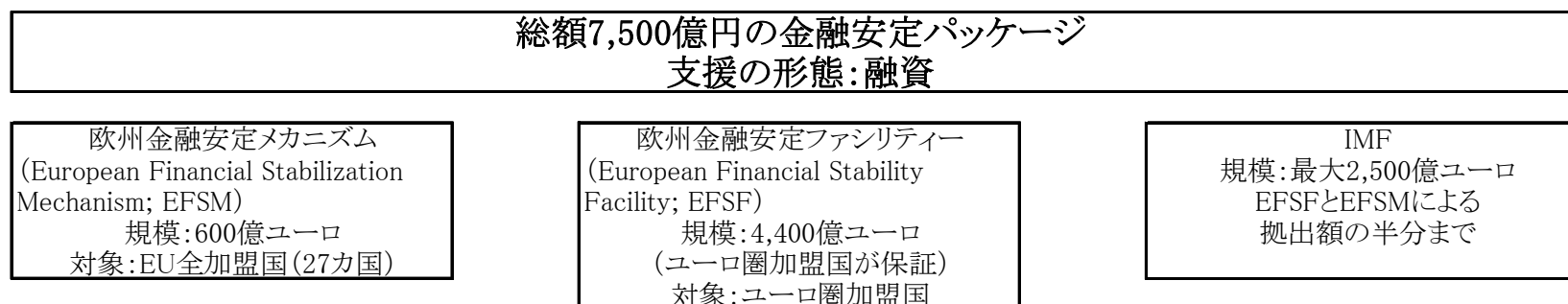
年	月	ギリシャ関係	アイルランド関係	ポルトガル関係	EU等による政策対応
2009	10	財政指標の粉飾が発覚			
2010	4	支援要請			
	5	EU、IMFが第一次支援策(3カ年総額1,100億ユーロ)を決定 第一次支援融資の実行開始			
	6				EFSF創設
	7				EBA、EU各国の銀行に対する第1回ストレス・テスト実施
2011	11		支援要請 EU、IMFが支援策(3カ年総額850億ユーロ)を決定 支援融資の実行開始		
	1				EFSMによるアイルランド支援融資実行
2011	4			支援要請	
	5			EU、IMFが支援策(3カ年総額780億ユーロ)を決定、支援融資の実行開始	EFSMによるポルトガル支援融資実行
	6	再度の支援要請			
	7	EU、IMFによる第二次支援策(総額1,090億ユーロ)を決定 ・ IMF、第一次支援融資の満期を大幅に延長 ・ EFSFの機能をギリシャ向けにも拡張 ・ EFSF/ESMの強化 ・ このほか、民間部門による自発的な支援(約21%相当の債務カット)を期待			EBA、EU各国の銀行に対する第2回ストレス・テスト実施 ユーロ圏首脳会議において、EFSF/ESMの機能拡充・強化を決定
2011	10				ユーロ圏加盟国が、EFSF/ESMの機能拡充、強化の批准手続を完了
		ユーロ圏首脳会議において、①ギリシャの債務の50%カット、②EFSFのリソース拡張、③銀行の資本強化実施、を主な内容とする包括パッケージを決定。			ユーロ圏首脳会議において、①ギリシャの債務の50%カット、②EFSFのリソース拡張、③銀行の資本強化実施、を主な内容とする包括パッケージを決定。

(資料) European Commission資料、European Council資料、IMF資料、財務省『欧米の財政を巡る最近の動き』2011年8月22日財政制度等審議会財政制度分科会資料、各種報道等を参考に、日本総合研究所作成。

EUおよびユーロ圏各国の対応

- EUとしてEFSM、ユーロ圏としてEFSFを設立。IMFからの支援も合わせて取り込む形。
- 支援スキームの主力はEFSF。2011年夏のギリシャ危機の再度の深刻化を受けて、規模を拡充。
- 将来的には、恒久的な期間としてのESMにその機能を継承する予定。

(図表2) 2010年5月の金融安定パッケージの内容

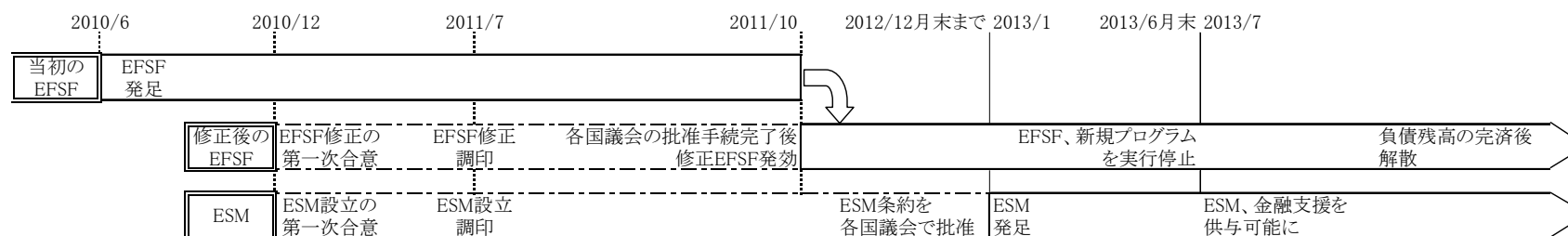


(資料) EFSF『欧州金融安定ファシリティ』

(図表3) EFSFおよびESMの概要

EFSF	設立	2010年6月7日(2011年に機能拡張・強化)
	構成	ルクセンブルク法のもとで設立された会社
	株主	ユーロ圏加盟国
	保証コミットメント	7,800億ユーロ
	機能	財政上の困難に見舞われた国に対する融資の実施 負債の発行・流通市場への介入 流通市場への介入は、金融市場が異例の状況にあり、金融の安定にリスクがあると認められるとのECBの分析に基づいてのみ実施することが可能 予防的なプログラムに基づいて活動 各国政府に対する融資の実施を通じて、金融機関の資本増強をファイナンス
	設置期限	3年間。2013年6月までとするが、融資が実行された場合は、その満期到来まで。
ESM	設立	2013年1月予定
	構成	政府間機関
	総資本	7,000億ユーロ うち800億ユーロが払込資本、6,200億ユーロはコーラブル資本
	機能	ユーロ圏加盟国への融資の実施 例外的に、負債の発行市場への介入

(資料)EFSF資料を基に日本総合研究所作成。

(図表4) EFSFおよびESMのタイム・フレーム


(資料)EFSF, Newsletter, July 2011を基に、一部加筆・修正して日本総合研究所作成。

(図表5) EFSFに対する、ユーロ圏加盟国別の保証コミットメント額

(100万ユーロ、%)

国名	最大保証額		拡充後の シェア
	当初	2011年拡充後	
ベルギー	15,292	27,031	3.5
ドイツ	119,390	211,045	27.1
アイルランド	7,002	12,378	1.6
スペイン	52,353	92,543	11.9
フランス	89,657	158,487	20.3
イタリア	78,785	139,267	17.9
キプロス	863	1,525	0.2
エストニア	-	1,994	0.3
ルクセンブルク	1,101	1,946	0.2
マルタ	398	704	0.1
オランダ	25,144	44,446	5.7
オーストリア	12,241	21,639	2.8
ポルトガル	11,035	19,507	2.5
スロベニア	2,073	3,664	0.5
スロバキア	4,372	7,727	1.0
フィンランド	7,905	13,974	1.8
ギリシャ	12,388	21,897	2.8
保証コミットメント合計	440,000	779,783	100.0

(資料) EFSF資料 (Frequently Asked Questions、『欧州金融安定ファシリティ』) を基に日本総合研究所作成。

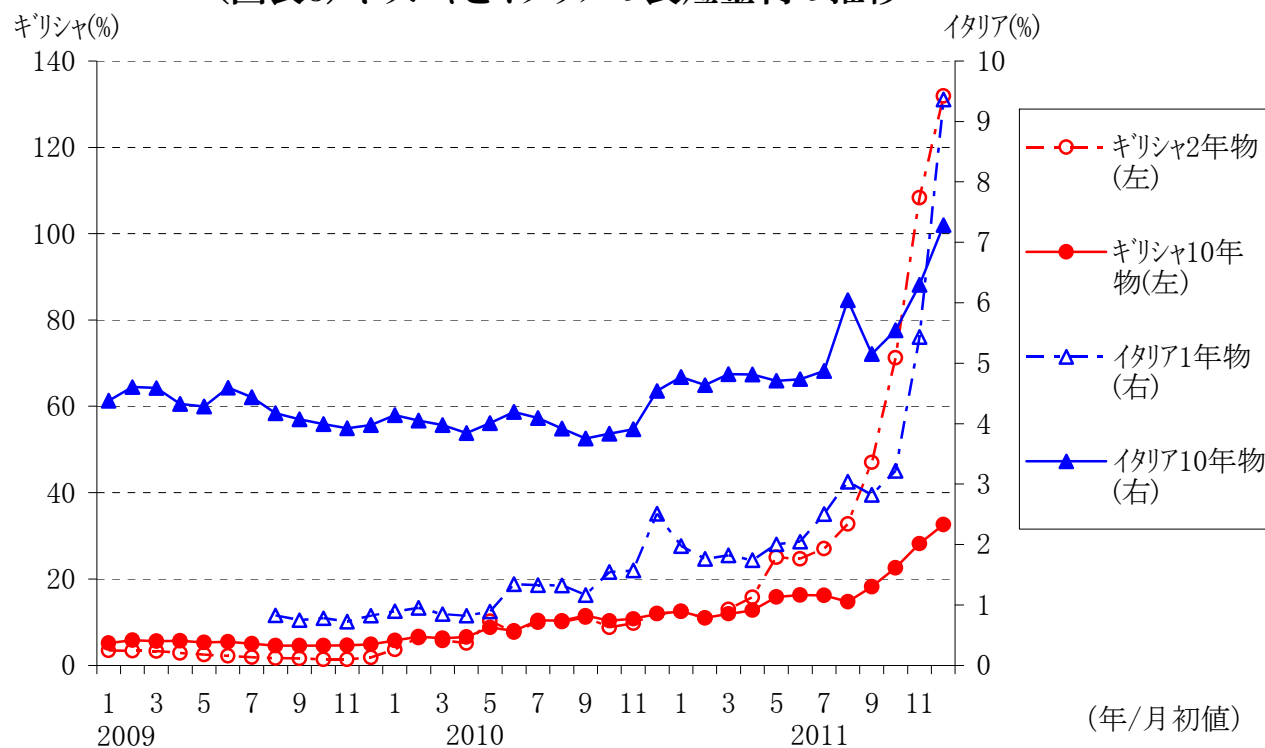
(原資料注) 保証や拠出を解除する国が出た場合には、残りの保証国の間で拠出率が再調整され、それによって保証額が減少する。これまでにギリシャとアイルランド、ポルトガルが保証を解除しているため、拡充措置発効日時点で有効な保証額は合計で7,260億ユーロ。

(注) エストニアは2011年1月にユーロ圏に加盟。

財政危機国では、長短金利が逆転

- ・危機に陥った各国では、長期ゾーンの金利上昇もさることながら、短期ゾーンの金利の上昇度合いが一段と顕著。「逆イールド」状態が長期化するケースも。

(図表6)ギリシャとイタリアの長短金利の推移



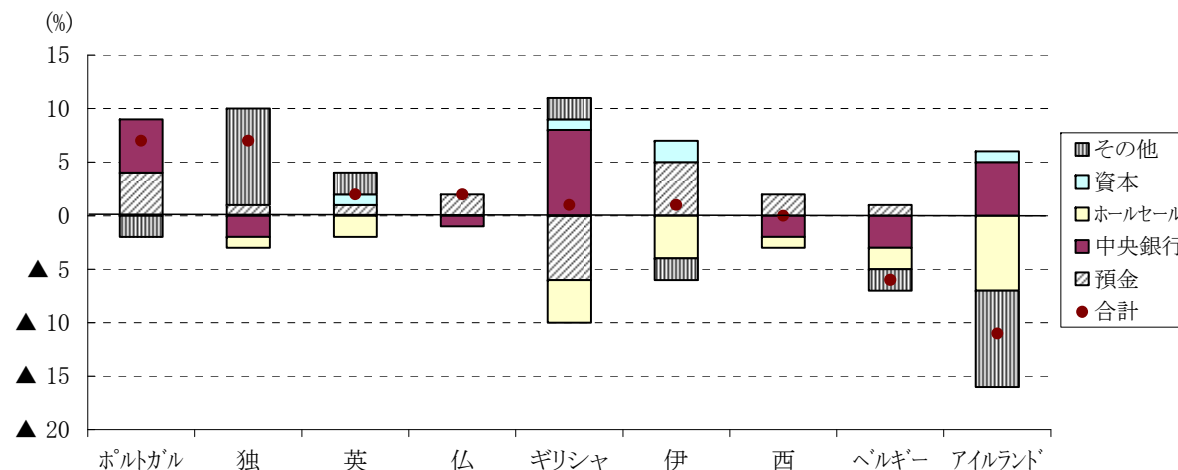
(資料) Datastream.

(注) 金利はスポットレート・ベース。直近は11月9日の値。

ECBの対応

- ・欧州各国、とりわけ周縁国の銀行の資金繰りも困難に。
- ・預金の流出がみられるほか、インターバンク市場での無担保取引は成立しにくい状態（1990年代末の日本に類似する状況）。
- ・ECBは危機対応モードでのオペ運用によって、①各国銀行の資金繰り、および②各国の財政運営を下支え。

(図表7) EU各国の民間銀行のバランス・シート変化に対する項目別寄与の状況(2009年末以降)



(資料)IMF, Global Financial Stability Report, September 2011を基に日本総合研究所作成。
 (原資料)ECB, Haver AnalyticsおよびIMFスタッフによる推計。
 (原資料注)「その他」には、非居住者(ユーロ圏の銀行システムにとっては、ユーロ圏外の非居住者、の意味)に対する負債を含む。

(図表8) 欧州主要国の国債の外国勢および国内銀行による保有状況と信用リスク指標

(特に断りのない限り、2011年GDP予測値に対する比率、%)

国名	対外資金調達			銀行システムとの連関			ソブリン格付		ソブリンCDS
	外国保有の一般政府負債残高			国内預金機関の一般政府向け債権			(2011年8月31日時点)		
	2010 (2011/4 時点、A)	2011 (2011/9 時点、B)	(B-A)	2010 (2011/4 時点、A)	2011 (2011/9 時点、B)	(B-A)	投機的等級 を上回る ノッチ幅	見通し (S:stable, N:negative)	
オーストリア	87.5	55.5	▲ 32.0	15.7	15.0	▲ 0.7	10	S	113
ベルギー	68.3	58.2	▲ 10.1	22.0	22.7	0.7	9	N	228
デンマーク	41.8	17.9	▲ 23.9	15.5	14.7	▲ 0.8	10	S	98
フィンランド	89.3	39.1	▲ 50.2	6.2	6.0	▲ 0.2	10	S	65
フランス	64.4	50.3	▲ 14.1	19.0	16.8	▲ 2.2	10	S	153
ドイツ	52.8	41.4	▲ 11.4	25.4	22.9	▲ 2.5	10	S	75
ギリシャ	61.5	91.3	29.8	27.4	28.3	0.9	▲ 8	N	2,233
アイルランド	59.4	60.8	1.4	28.2	24.6	▲ 3.6	2	N	768
イタリア	47.0	51.4	4.4	32.1	31.7	▲ 0.4	7	N	381
オランダ	66.4	37.9	▲ 28.5	13.8	13.5	▲ 0.3	10	S	78
ノルウェー	44.4	23.9	▲ 20.5	n.a.	n.a.	n.a.	10	S	44
ポルトガル	56.7	53.3	▲ 3.4	15.7	24.0	8.3	0	N	914
スロベニア	63.5	29.7	▲ 33.8	10.9	10.3	▲ 0.6	8	N	182
スペイン	49.6	28.4	▲ 21.2	22.3	24.2	1.9	8	N	357
スウェーデン	45.2	12.6	▲ 32.6	6.5	6.4	▲ 0.1	10	S	52
イギリス	26.8	18.7	▲ 8.1	6.9	8.9	2.0	10	S	75

(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2011, September 2011を基に日本総合研究所作成。

(原資料) BIS, Bloomberg, IMF : International Financial Statistics database, Monetary and Financial Statistics database, World Economic Outlook database, BIS - IMF - OECD - World Bank Joint External Debt Hub (JEDH)、およびIMFスタッフによる推計。

(注1) 計数は原則として2011年9月公表のもの。対外資金調達および銀行システムとの連関については、2011年4月公表の計数(2010年)と9月公表の計数(2011年)を併記。

(注2) 対外資金調達GDP比率が、2010年から2011年にかけて大きく変動している国が多くみられるが、これには、外国投資家による売買動向のほか、ユーロ圏各国の場合には、ECBによる国債買い入れ等も影響しているものとみられる。

2. 欧州を中心とする金融市場・金融システムの状況

－欧州各国の銀行および国際金融市場はいかなる
リスクを抱えているのか

- 今回の危機の早期収束が困難となっている最大の要因は、
 - ① 財政危機国の国債を、欧州各国の銀行が、国境を越えて相互に保有しあう構造となっており、
 - ② なかにはCDS取引のポジションを有する先もみられるなど、債権債務関係が国境を越えて複雑に入り組んでいる点。
- では、欧州の金融システムおよび国際金融市場は、どのような形でリスクを抱えているのか。EBA（欧州銀行監督庁）やBIS（国際決済銀行）等の当局公表データに基づいて、分析を行った。

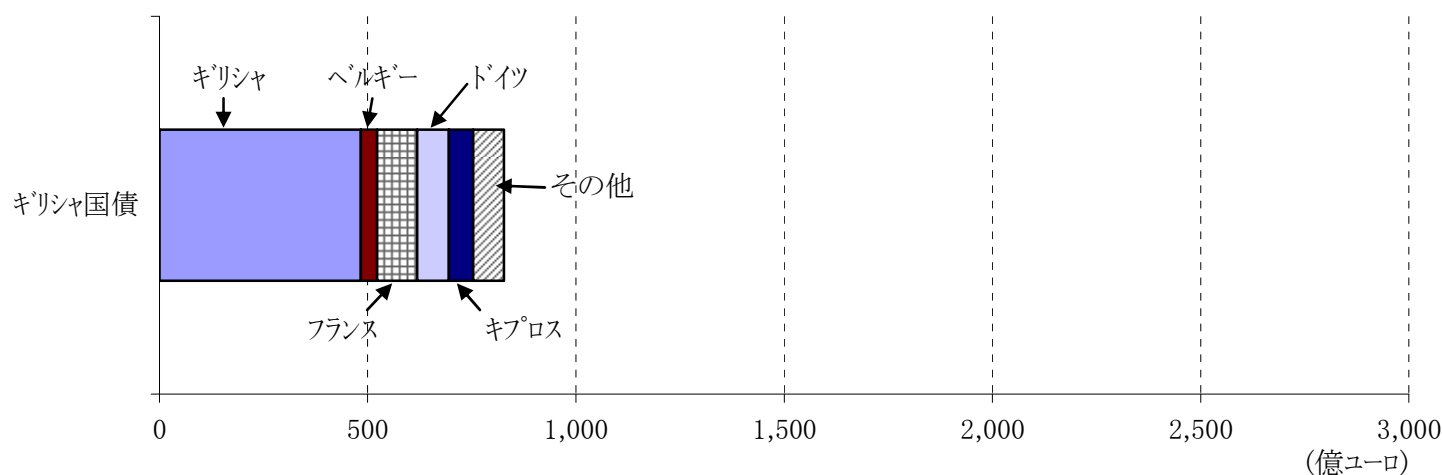
EBA公表データに基づく分析

- EBAは2011年7月の、第2回ストレス・テスト結果の公表に合わせ、欧州各行の、ソブリン・リスクに対する直接・間接的なエクスポージャーに関する、かなり詳細なデータを合わせて公表。
- EBAはソブリン・リスクに対するエクスポージャーを、次の3つに分類。このうちの主な計数について、国別の集計結果は、参考図表の通り。
 - ①各銀行が、バランス・シート上で各国国債を保有することによる直接的なエクスポージャー
 - ーグロス国債保有残高
 - ーネットポジション(グロス残高から、年限が合致する場合、売り持ちのポジションをネット・アウトしたもの)→7月のストレス・テストのベースに(参考図表1)
 - ②各銀行と当該国との直接的なデリバティブ取引(金利スワップ契約等)によるエクスポージャー
 - ③各銀行と、当該国以外の第三者を直接の取引とするデリバティブ取引(CDS等)による、間接的なエクスポージャー(参考図表2)

各国銀行のネット直接ポジションの状況

- 市場で問題視されている国々の国債は、主としてどの国の銀行によって保有されているのか。
 - 2011年8月時点で、CDSのレートが200bpを上回っていた6カ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア、ベルギー）の国債の保有状況は以下の通り。

(図表9)ギリシャ国債の国別保有状況

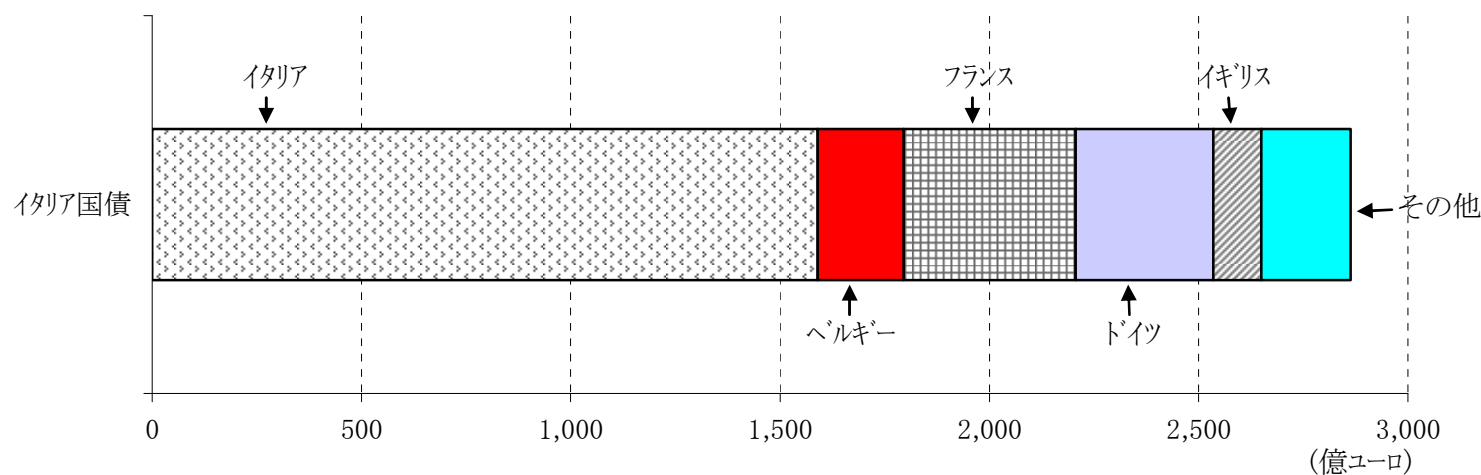


(資料) European Banking Authority, 2011 EU-wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。

(注)「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

- どの国も、当該国の銀行が、自国の国債を突出して保有。
- それ以外では、フランス、ドイツ、ベルギー等の銀行が、自国以外の国債保有を膨らませている。
- 各国の国債発行残高には、もともと大きな差が存在。
 - －金額ベースで見れば、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル国債に対するエクスポージャーは、相対的に限定的。
 - －イタリア・スペイン国債に対するエクスポージャーは極めて大きい。

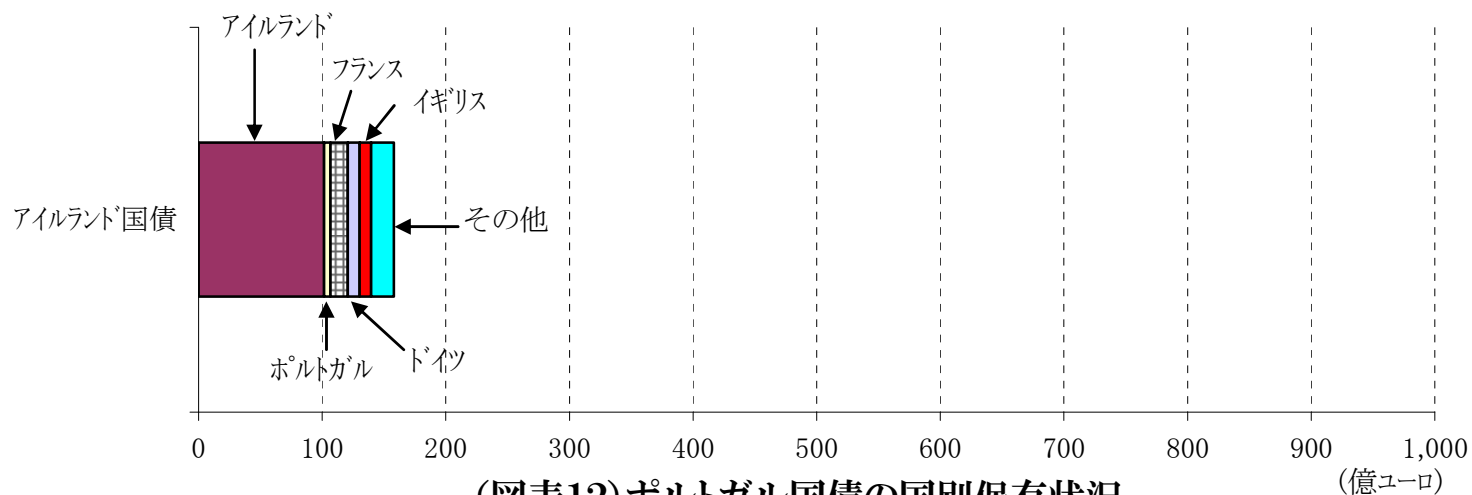
(図表10) イタリア国債の国別保有状況



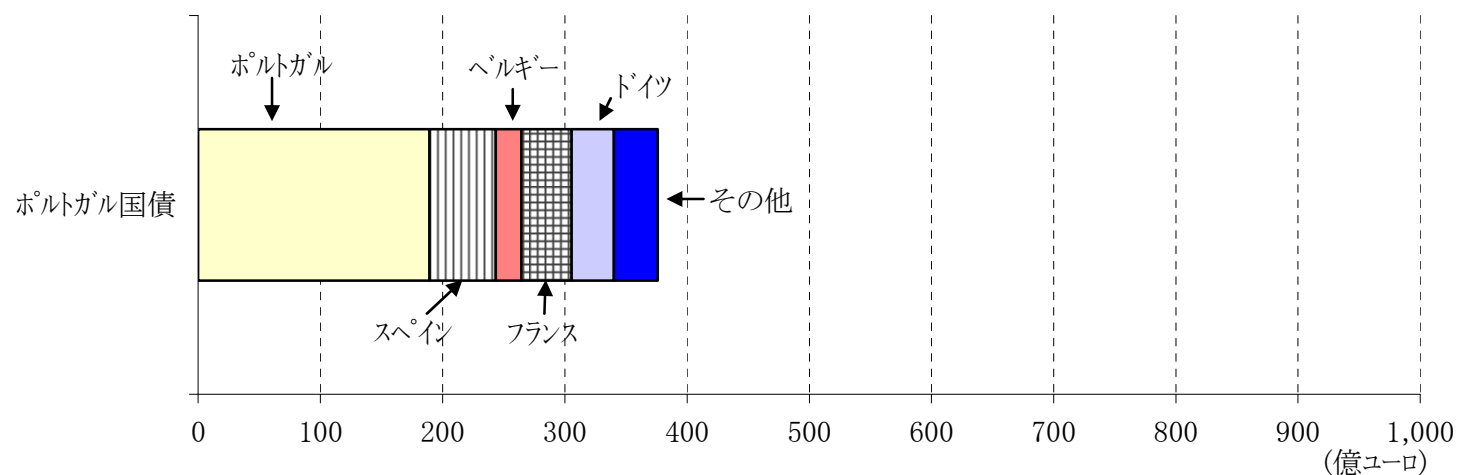
(資料) European Banking Authority, 2011 EU-wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。

(注)「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

(図表11) アイルランド国債の国別保有状況



(図表12) ポルトガル国債の国別保有状況

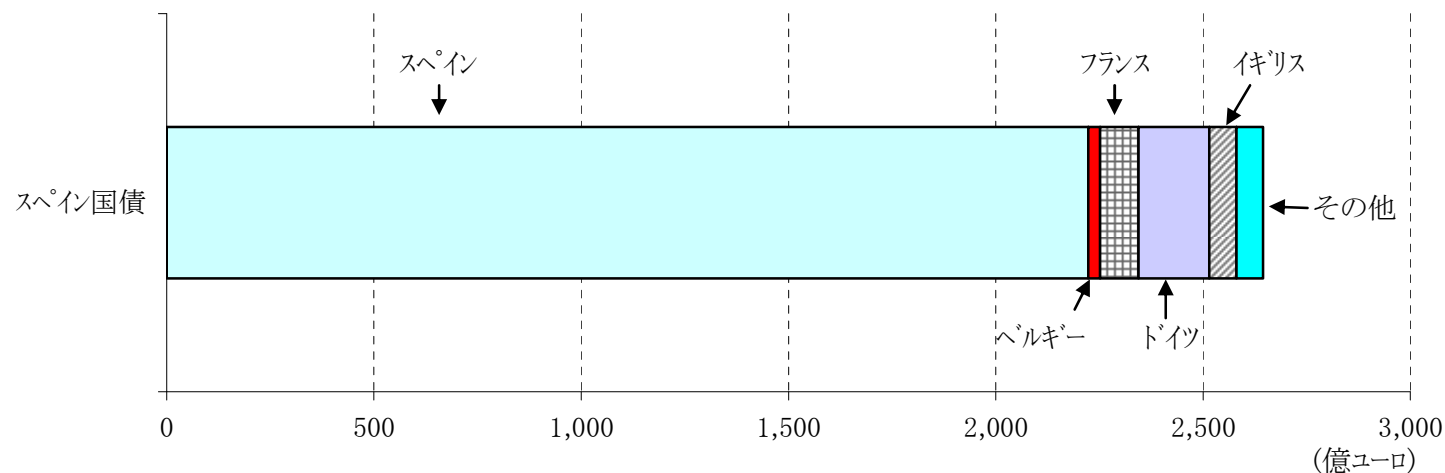


(資料) European Banking Authority, 2011 EU-wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。

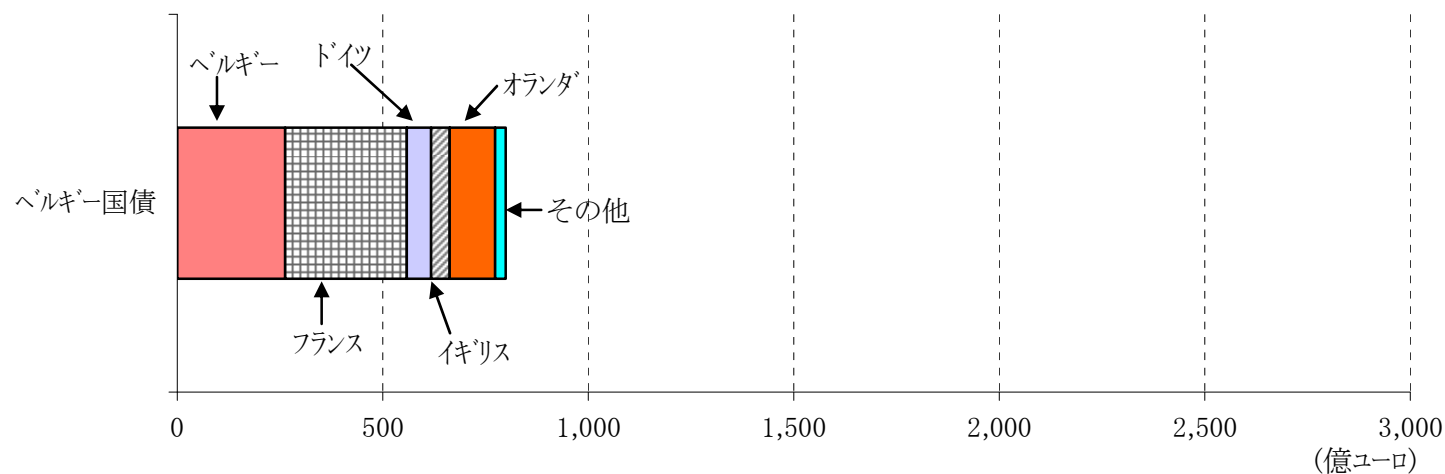
(注1) 「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

(注2) 各グラフの金額(X軸)の最大値は、アイルランド・ポルトガルのみ1,000億ユーロ。他の国々は3,000億ユーロ。

(図表13) スペイン国債の国別保有状況



(図表14) ベルギー国債の国別保有状況



(資料) European Banking Authority, 2011 EU - wide stress test results, July 2011のデータを基に日本総合研究所作成。
(注)「その他」は、本グラフに個々に示した以外の国々、の意味。

各国銀行のCDS等によるエクスポージャーの状況

- 参考図表2は、CDS等によるエクスポージャーを、公正価格によるネット・ポジション（プラスの公正価格のデリバティブと、マイナスの公正価格のデリバティブをネット・アウトしたもの）の形で表示。想定元本ベースではない。
- 国全体の銀行として皆無であるところも少なくない半面、大手銀行を擁するフランス、ドイツ、イタリア等の国々の銀行が、相応の規模のエクスポージャーを有している状況。
- 金利スワップ等のデリバティブによる直接的なエクスポージャーについても、CDS等のケースと同様の、国ごとのバラツキが認められる。

アメリカの金融システムとの関係

- ・アメリカのMMFは、欧州銀行向けのエクスポージャーを、なお相当に保有。
- ・万が一、欧州の大手銀行の経営の持続可能性が問題視されるようなことになれば、その影響はアメリカ、ひいては世界全体の金融システムや市場にも波及しかねず。

(図表15) 主要な米マネー・マーケット・ファンドの、銀行向け短期与信のエクスポージャー
 (2011年6月時点)

(10億米ドル、%)

	ABCP/CP	レポ	合計	総資産に占めるシェア
欧州合計	547	128	675	41.2
ユーロ圏	331	46	377	23.0
オーストリア	1	-	1	0.1
ベルギー	1	-	1	0.1
フランス	182	18	200	12.2
ドイツ	48	23	71	4.3
アイルランド	-	-	-	0.0
イタリア	8	-	8	0.5
ルクセンブルク	1	-	1	0.1
オランダ	85	5	90	5.5
スペイン	5	-	5	0.3
その他欧州	216	82	298	18.2
デンマーク	10	-	10	0.6
ノルウェー	12	-	12	0.7
スウェーデン	46	-	46	2.8
スイス	37	28	65	4.0
イギリス	111	54	165	10.1

(資料) IMF, Global Financial Stability Report, September 2011を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Investment Company Institute, JPMorgan Chase.

(原資料注) 上位18マネー・マーケット・ファンドのポートフォリオにおける月次保有計数。

BIS公表データに基づく分析

- アメリカの金融システムと、今回の欧州ソブリン危機との関係は、MMF等経由での、欧州各行に対する直接的な与信関係のみにとどまらない。
- BISは、その詳細な銀行統計において、各国銀行の対外債権およびその他の潜在的エクスポージャーの計数を開示。
- 潜在的エクスポージャーの内訳として、次の2つの計数を公表。
 - “Derivative contracts”…ソブリンCDS取引の「プロテクションの買い」を含む。
 - “Guarantees extended”…ソブリンCDS取引の「プロテクションの売り」を含む。—ただし、これらの計数には、ソブリン以外の民間企業等の信用リスクを参照するCDS取引や、その他の保証等も含まれる点に注意が必要。

- これを、計数を開示している各国別にみると(参考図表3)、
 - －欧州各国の銀行を中心に、保有する欧州各国国債に対して、「プロテクションの買い」によって、当該国のデフォルト・リスクをヘッジする動き。
 - －欧州域外の銀行、とりわけアメリカの銀行を中心に、「プロテクションの売り」取引を行う動き(参照国としては、欧州周縁国よりも中核国に対するものが中心)が認められる。
- 今回の欧州のソブリン危機における、各国の債務調整の今後の取扱い次第では、これらのCDS取引の清算の有無を通じて、各国銀行の経営に影響が及ぶ可能性も否定できず。
 - ＜各国の債務調整が「デフォルト」に該当しない場合＞
欧州各国の銀行がヘッジに用いていた「プロテクションの買い」が機能せず。
 - ＜各国の債務調整が「デフォルト」に該当する場合＞
「プロテクションの売り」のポジションをとっている欧州域外の銀行が、CDS取引の履行を迫られることに。

3. 今後の展望

(1)2011年10月のEU首脳会議が打ち出した包括的対応策をどうみるか

- ユーロ圏首脳は10月26日、
 - ①民間側の自発的な対応の形で、ギリシャ債務を50%カット
 - ②EFSFの機能を、域外からの資金拠出も視野に入れ、レバレッジ方式で拡張することを検討
 - ③銀行の中核的自己資本比率を一時的に9%に引き上げるべく、資本増強策を実施
 - ④経済同盟を強化するための方策について、ユーロ圏首脳が2011年内をめどに検討等を主な内容とする、包括的対応策を決定。

(図表16) 2011年10月26日のユーロ圏首脳会議における主な合意内容

1. ギリシャの債務の対名目GDP比率を、2020年までに120%にまで低下させる。
 ユーロ圏加盟国が協力することにより、PSI(民間セクター関与)プログラムの規模が、300億ユーロになるようにする。
 民間投資家が保有するギリシャ国債の名目ディスカウント幅は50%。
 EU-IMFによる、新規の複数年度ファイナンス・プログラムが、年末までに導入される。規模は1,000億ユーロ。合わせて、改革の実行過程のモニタリングの強化を実施する。
2. EFSFについて、保証コミットメントを拡張することなしに、リソースの最適化を行う。
 レバレッジによって、1兆ユーロが生み出されることが期待される。
 詳細な条件等は、ユーログループによって、11月までに最終決定される。
 EFSFのリソースのさらなる拡張のため、IMFとの協調が模索される可能性がある。
3. 銀行セクターに対する信認を得るための包括的な対策として、
 - (1) EUレベルでの協調的なアプローチにより、タム物資金調達へのアクセスを促進する
 - (2) 2012年までに銀行の中核的自己資本比率を9%に引き上げる。
 各国当局は、各行の資本強化計画が、過度なデレバレッジングにはつながらないようにしなければならない。
4. 財政規律と、成長と雇用のための構造改革を加速させることを確保すべく、明確にコミットする。
 スペインは、特段の努力を行う。
 イタリアにおいては、構造改革に関する、新規の強力なコミットメントを行っている。
 ポルトガルとアイルランドは、我々の危機メカニズムの支援を受け、改革プログラムを継続する。
5. 経済および財政の協調と監視を、相当に強化する。経済ガバナンスについて、最近採択されたパッケージを上回る、一連の特定の方策が実行に移される。
6. ユーロ圏のガバナンスを強化するために、10の方策を講ずる。
7. 欧州首脳会議の議長に対するマנדートとして、欧州委員会委員長、ユーロ・グループ(注)議長との緊密な協力のもとに、経済同盟を強化するための可能なステップを特定することを求める。これには、条約の限定的な改正の可能性を探ることが含まれる。中間報告は2011年12月に公表され、合意された方策をいかに実行するかは報告書は、2012年3月に最終的にまとめられる。

(資料) Council of the European Union, *Main results of Euro Summit*, Brussels, October 26, 2011を基に日本総合研究所作成。

(注)「ユーロ・グループ」は、ユーロ圏各国の財務相会議の意味。現在のユーロ・グループ議長は、ユンカー・ルクセンブルク首相兼財務相。

銀行の資本増強－EBAによる対応の方向性

- 欧州各国の銀行は、
 - ①時価を反映した「各国債に対する一時的な資本バッファ（図表17における「ソブリン資本バッファ」）をまず構築したうえで、
 - ②「中核的自己資本比率が9%に達するようなバッファ」（図表17における「資本バッファ」）を2012年6月までに構築することが必要。
- 今後、必要になるとみられる資本増強の規模の暫定値は**1,064億ユーロ**（図表19）。
- 確報値は、各行と各国金融当局、EBAが協議のうえ、11月末までに発表される予定。

(図表17)「EUによる、銀行部門に対する信認回復のための方策」の詳細

① ターム物資金調達の保証スキーム

無担保取引を再開させるために、合理的な条件で、必要に応じ、公的な保証スキームを設けることが必要。
 とりわけ、(1)参入規準、(2)価格および条件といった側面について、EUレベルで協調的なアプローチをとることが必要。
 EBA(欧州銀行庁)は、EU委員会、ECB(欧州中央銀行)およびEIB(欧州投資銀行)とともに、この目的を達成するためのオプションを急いで探ることを要請されている。

② 銀行の資本ポジション強化のための方策

銀行は、

① ソブリン負債へのエクスポージャーに対する、各ソブリン負債の時価を反映した「一時的な資本バッファー」

をまず構築したうえで(注)、

② 「中核的自己資本比率が9%に達するようなバッファー」

を、**2012年6月末まで**に構築することによって、資本ポジションを強化することが求められる。

6月時点の計数および9月末の各国債のイールドに基づく資本のターゲットの暫定値は、**1,064億ユーロ**。

EBAとしては、今後、各行から9月末時点の計数の提出を求め、11月中に最終的な確定値を公表する方針。

各行は、2011年末までに、自国の金融監督当局と、資本強化の具体策について協議して認可を得ることに加え、EBAとも協議することが必要。

具体策は、実体経済に悪影響を与えるような、過度なデレバレッジ策を避けることが必要。

合意に到達するためには、配当とボーナスの支給を停止することが期待される。

(資料)EBA, *The EBA details the EU measures to restore confidence in the banking sector*, news, October 26, 2011を基に日本総合研究所作成。

(原資料注)「ソブリン資本バッファー」は、既存の中核的自己資本が9%を超過していれば、既存の中核的自己資本ですでにカバーされているとみなすことが可能。

所要資本増強規模をどうみるか

- 包括対応策発表前の段階では、所要規模としては2,000～3,000億ユーロ、との見方も少なくなかったところ。
- IMFは、2011年9月公表のGlobal Financial Stability Reportにおいて、高スプレッド6カ国のソブリンの影響に、最終的に銀行セクターが受けるその他の影響も合わせれば、3,000億ユーロとの見方を示していた。
 – 今回のEBA公表の暫定値の規模とは、乖離がみられる。

(図表18) 欧州ソブリン危機から予想されるEU銀行セクターへの累積的影響(IMF推計)

		(10億ユーロ)	
段階	波及の源 (spillovers from)	影響額	累積額
1	ギリシャのソブリン	60	–
2	アイルランド、ポルトガルのソブリン	20	80
3	ベルギー、スペイン、イタリアのソブリン	180	200
4	高スプレッドのユーロ圏6カ国の銀行セクター	120	300

(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, September 2011を基に日本総合研究所作成。

(原資料) IMFスタッフによる推計。

(原資料注1) EU銀行セクターとは、EU加盟20カ国の銀行セクター。

(原資料注2) 「高スプレッドのユーロ圏6カ国」は、ベルギー、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガルおよびスペイン。

(注3) 第4段階の影響は、ソブリンからのストレスに伴い、高スプレッドのユーロ圏5カ国の銀行の資産価格が下落し、インターバンク取引における信用リスクが上昇することによるもの。

- 2011年7月のストレス・テストの際の公表計数(「逆風シナリオの2012年の中核的自己資本」)を基に試算すると、所要資本調達規模は、**約2,200億ユーロ**に到達(図表19)。
- ドイツ、フランス、イタリア、イギリス、アイルランド等の国々について、EBAの暫定値が、所要資本調達額の試算結果を大きく下回るケースが目立つ。
 - －推測される理由(真相は不明)
 - ①追加資本調達によらない、内部留保の充当や資産売却等の形で9%を達成
 - ②各国国債へのエクスポージャーを勘案する際、周縁国国債の値下がり分とドイツ国債の値上がり分を相殺(←IMFはこうした手法にGFSRで反論)
 - ③ユーロ圏非加盟ゆえに、EFSF支援の対象とならないイギリスを対象から外す

(図表19) EBA公表の所要資本増強額と、ストレス・テスト7月公表計数に基づく試算結果との比較

(百万ユーロ)

国名	資本バッファ (EBA推計によ る暫定値)	目標	
		7月公表計数 に基づく試算 結果(逆風シナ リオ2012年ベース)	ソブリン資本 バッファ(EBA 暫定値)
オーストリア	2,938	3,854.7	224
ベルギー	4,143	608.1	5,634
キプロス	3,587	2,290.8	3,085
ドイツ	5,184	42,041.6	7,687
デンマーク	47	0.0	35
スペイン	26,161	23,695.4	6,290
フィンランド	0	0.0	3
フランス	8,844	33,739.1	3,550
イギリス	0	44,780.4	0
ギリシャ	30,000	8,507.0	/
ハンガリー	0	0.0	43
アイルランド	0	18,109.3	25
イタリア	14,771	30,190.5	9,491
ルクセンブルク	0	0.0	0
マルタ	0	0.0	0
オランダ	0	2,127.8	99
ノルウェー	1,312	41.5	0
ポルトガル	7,804	9,584.5	4,432
スウェーデン	1,359	394.4	4
スロベニア	297	980.1	20
合計	106,447	220,945.2	40,622

(資料) EBA, *The EBA details the EU measures to restore confidence in the banking sector*, news, October 26, 2011,
Capital buffers for addressing market concerns over sovereign exposures Methodological Note, October 26, 2011
 を基に日本総合研究所作成。

(注) EBAによる暫定値は70行ベース、7月公表計数に基づく試算結果は69行ベース。これは、7月公表分には含まれていなかった、ドイツのLandesbank Hessen- Thuringen GZ, Frankfurtが、今回の暫定値の対象には含まれているため。

EBAが確報値を公表する際の注目点

- 国別のみならず、各行別の所要資本調達額の計数も明らかにするか。
- 各国別ないし各行別に考慮している要件等があれば、それも明らかにするか。
- そのようなディスクローズを通じて、所要資本調達額の規模が適切であるという根拠が明らかにされるかどうか。
 - これらの点が明らかにされるかどうか、今回の資本増強策が市場の信認を得られるものとなり得るか否かに大きく影響。
- 9%達成のために、資本増強ではなく、資産売却、債権回収等の動きが強まる場合、いわゆる「貸し渋り」「貸しはがし」によって、欧州の実体経済への悪影響も懸念される。
- ドイツ国債の値上がり分を、周縁国国債の値下がり分と相殺して時価評価することも問題。
 - ギリシャ向け債権放棄の実現可能性が高まる際には、ドイツ国債をただちに売却し、含み益を吐き出さねばならないことに。それが果たして現実的な選択肢か。

(2)いかにギリシャ危機を収束させるか

- ギリシャの民間向け債務の50%カットは、致し方ない対応。
- ただし、欧州のみならず、世界経済・金融市場への悪影響を最小化するためには、その実現プロセスに万全を期すことが、関係当局や当事者の大きな課題。

- まず、欧州各国の銀行に対して、十分な資本増強を行ったうえで、ギリシャの「秩序立った債務調整」を実施することが必要。
 - CDSのトリガー抵触の経路を通じて、国際金融市場にシステミック・リスクが顕現化することを回避。
 - 多額のギリシャ国債をオペを通じて受け入れているECBの保有分にまで、債務調整の影響が及ぶことを回避。

- 今回の危機は、ソブリンCDS取引が国際金融市場において大規模に行われるようになって初めてのもの。その実際の処理プロセス次第では、国際金融市場における今後の各国債の取引に、影響が及ぶことも予想される。

(3)財政危機の再発を回避するために

- 短・中期的な意味で、危機のギリシャ以外の国々への伝染を防ぐためには、EFSFの規模を、市場の信認を得るに足る、十分なものとしておくことが必要。
- 各国の、所要国債発行額をIMF公表データを基に推計すると、「高スプレッド」6カ国合計で、2011年中には約7,700億ユーロ、2012年には約7,900億ユーロ、2013年には約7,200億ユーロの国債を発行・消化することが必要(図表19)。
- EFSFは、この6カ国の所要資金調達額の2年分、ないし3年分に相当する**1.6～2.3兆ユーロ**の資金規模を確保することが望ましい、との見方も成り立つ。
- ユーロ圏として、中・長期的な意味で、財政危機の再発を未然に防ぐためには、**財政統合を進めることが不可欠**。
 - 確かに、財政統合は、危機を収束させるうえでは大きな意味があるものの、各国の主権移譲というハードルはかなり高いのが実情。
 - 2011年末までに、ユーロ圏首脳が、統合のいかなる強化策を打ち出すか
 - EU各国の国民が、今後、どのような判断を下すのか、
が大いに注目される。

(図表19) 欧州主要国のグロス所要資金調達額

【対名目GDP比ベース】 (％)

	2011年			2012年			2013年		
	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計
ギリシャ	15.7	8.0	23.7	9.6	6.9	16.5	9.7	5.2	14.9
イタリア	18.5	4.0	22.6	21.1	2.4	23.5	17.7	1.1	18.9
ポルトガル	16.1	5.9	22.0	17.9	4.5	22.3	18.0	3.0	21.0
ベルギー	18.0	3.5	21.6	18.9	3.4	22.2	18.5	3.3	21.8
フランス	14.1	5.9	20.0	16.2	4.6	20.8	16.2	4.0	20.2
スペイン	13.4	6.1	19.6	15.4	5.2	20.6	15.0	4.4	19.4
アイルランド	8.7	10.3	19.0	5.3	8.6	13.9	8.1	6.8	14.9
オランダ	12.5	3.8	16.3	13.2	2.8	16.0	14.2	2.3	16.4
イギリス	7.0	8.5	15.5	7.6	7.0	14.7	8.2	5.1	13.3
フィンランド	9.8	1.0	10.8	8.7	▲ 0.3	8.3	8.2	▲ 0.3	8.0
ドイツ	9.1	1.7	10.7	9.4	1.1	10.5	7.4	0.8	8.1
スウェーデン	5.4	▲ 0.8	4.5	4.9	▲ 1.3	3.6	2.2	▲ 1.7	0.5

【金額ベース】 (10億ユーロ)

	2011年			2012年			2013年		
	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計	満期負債	財政赤字	所要資金 調達額計
ギリシャ	34.7	17.7	52.3	20.8	15.0	35.8	21.4	11.5	32.9
イタリア	294.0	63.6	359.2	342.0	38.9	380.9	293.5	18.2	313.4
ポルトガル	27.6	10.1	37.7	30.5	7.7	38.0	31.5	5.2	36.7
ベルギー	67.4	13.1	80.9	73.6	13.2	86.5	74.9	13.4	88.3
フランス	280.2	117.3	397.5	331.6	94.1	425.7	343.5	84.8	428.3
スペイン	145.7	66.3	213.1	171.8	58.0	229.9	173.0	50.8	223.8
アイルランド	13.7	16.2	29.9	8.5	13.9	22.4	13.5	11.3	24.9
オランダ	75.9	23.1	99.0	82.5	17.5	100.0	91.3	14.8	105.4
イギリス	107.3	130.2	237.5	121.8	112.2	235.6	138.3	86.0	224.3
フィンランド	18.8	1.9	20.7	17.6	▲ 0.6	16.8	17.3	▲ 0.6	16.9
ドイツ	233.7	43.7	274.8	246.9	28.9	275.8	198.6	21.5	217.3
スウェーデン	192.2	▲ 28.5	160.2	185.6	▲ 49.3	136.4	88.0	▲ 68.0	20.0
6カ国合計	583.1	187.0	773.1	647.3	146.7	793.4	607.8	110.4	719.9

(資料)IMF, *Fiscal Monitor Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks*, September 20, 2011,

IMF WEO databaseを基に日本総合研究所作成。

(原資料)Bloomberg, IMFスタッフによる予測値。

(原資料注1)2011年、および2012年の短期負債残高は、それぞれ2012年、2013年に満期を迎える短期負債で再調達されると仮定。

(原資料注2)ギリシャの満期負債に関しては、(引用者注:2011年7月に打ち出された、ギリシャの債務21%カットのための)負債交換に90%の参加があると仮定。

(原資料注3)アイルランドの満期負債には、2010年に発行された、金融セクター支援のための約束手形の償還関連の、各年30.8億ユーロを含む。

(注4)金額ベースの計数は、IMFが公表している各国の名目GDP比率に、IMFによる当該年の名目GDP見通し値を乗じて算出。