

【EU 債務問題の展開を読む】

ギリシャの「無秩序なデフォルト」リスクは残存
～PSIの応諾率が鍵～

《要 旨》

- 2月21日のユーロ圏首脳会議において、EU、およびIMFによるギリシャへの1,300億ユーロの追加支援融資が決定された。同時にギリシャ向け債権については、①民間債権者は、形式的に「自発的な」債権放棄に応じるPSI（Private Sector Involvement）の枠組みのなかで、2011年10月時点での合意（元本50%カット）を上回る放棄額（同53.5%）とし、②ユーロ圏各国および③ECBも、各々部分的に負担を甘受する、という三者の「痛み分け」で損失を分担することとなった。これは、いわば「選択的デフォルト」の枠組みといえ、ギリシャ国債の大量満期が予定されている3月20日に懸念されたデフォルトを、かろうじて回避する道筋がつけられた。
- しかしながら、今回の施策で、ギリシャの債務問題が収束に向かうかどうか、依然として不透明な部分が残る。注目されるのは、①PSIにおける民間債権者の債務減免オファーへの応諾率、②4月に予定されているギリシャ総選挙である。これらの行方次第では、ギリシャが「無秩序なデフォルト」状態に陥るリスクがなお残存している。
- ①の応諾率が低い場合、ギリシャは「集団行動条項」の適用に踏み切り、強制的に債務をカットする構えをみせている。これはギリシャ国債のデフォルトに該当し、ギリシャ国内の金融秩序は大きな打撃を受ける可能性がある。「集団行動条項」発動は強制的なデフォルトであるため、ソブリンCDS取引の約款上「信用事由（デフォルト）に該当する」と明記されており、契約履行として「ペイ・アウト」が実施されることになるため、国際金融市場に動揺が広がる可能性がある。
- また、4月の総選挙の結果次第では、ギリシャ自身が「無秩序なデフォルト」、ひいては「ユーロ圏からの離脱」を選択する可能性もある。そのような展開となれば、先進国としては、第二次大戦直後以来のデフォルト事例に該当し、国際金融秩序の面で、各国ソブリンの信用リスク評価やソブリンCDS取引のあり方が見直されていくことが予想される。さらに、そうしたプロセスを通じ、各国政府向けの与信条件がタイト化していく可能性もあろう。

1. 最近の動き

2月20日から21日未明にまで及んだユーロ圏首脳会議においては、①民間部門が「自発的な債権放棄」額を上積みする形で受け入れ、②ユーロ圏各国や、③ECBも、ギリシャ向け債権の部分的な損失を受け入れるという、三者「痛み分け」の前提で、EUおよびIMFによるギリシャへの1,300億ユーロの追加支援融資が決定された（図表1）。これにより、ギリシャ国債の大量満期が予定されている3月20日頃に懸念されていたデフォルトを、かろうじて回避する道筋がつけられた。

これを受けてギリシャ政府は、2月21日、P S Iに伴う新債券との交換プログラムを公表した（図表2）。内容は、民間部門が保有する、①過去にギリシャ政府が発行したギリシャ国債は、額面ベースで31.5%相当の新債券と交換し、②E F S Fが発行した短期証券（Notes）のうち今後24カ月以内に満期を迎えるものは、額面ベースで15%の新短期証券と交換する、とのオファーである。これについて、3月8日（木）を期限として、民間側がこのオファーに応じるか否かの回答が受け付けられる予定となっている。

2. 注目される「集団行動条項」

ここで注目されるのは、ギリシャ政府が、今回の新債券との交換オファーに事後立法の形で「**集団行動条項 (Collective Action Clause)**」を盛り込んだ点である。集団行動条項とは、「債務者側に信用事由が発生して債権者側と債務減免交渉を行う際、一定割合（通常は全体の4分の3ないし3分の2）の債権者が、一定の減免条件に合意した場合、残りの債権者にもその効果が同様に及ぶ」という内容を（通常は債券発行時の約款に）あらかじめ盛り込んでおく、というものである¹。このような条項が設定された背景は次の通りである。一般に、債務者側に信用事由が発生した際、債権者側との債務減免交渉が行われるが、今回のギリシャのように国家のレベルで信用事由が発生した場合、債務減免合意を形成することは容易ではない。これは、国家の場合、①債権者（国債保有者）が極めて多数にのぼるほか、②合意形成に向けての当事者間の交渉に、公正な立場で関与する裁判所が国際ベースでは存在しないことなどによる。一定割合の債権者が債務減免条件に同意したとしても、残りの不同意の債権者（いわゆる“Hold-out”）にまで、債務減免条件の効果を及ぼし得なかったケースは過去にも存在した²。こうしたケースにおける合意の実効性を高めるために、集団行動条項は有力なツールとなる。

ギリシャの場合、今回のP S Iの対象となっている国債の大半は、ギリシャ法に基づき発行されたものであり、その取扱いは国内の法改正によって変わり得る（図表3）。国債発行時点においては、この集団行動条項は盛り込まれていなかったが、ギリシャ国会は2月23日（木）、過去に発行したギリシャ法に基づく国債を対象に、遡及効を持たせる形での集団行動条項を盛り込んだ法律を可決・成立させた³。現地紙の報道によれば、ギリシャ国債

¹ ちなみに、2011年12月9日のユーロ圏首脳会議における決定内容には、今後、重債務国のみならず、ユーロ圏のすべての加盟国が発行する国債には、この集団行動条項を盛り込む、という点が含まれている。

² 例えば、アルゼンチンがデフォルトした際、2005年1月に行われた新債券への交換オファーへの応諾率は76%にとどまり、残りの債権者（“Hold-out”）がいかなる扱いを受けたかは明らかとはなっていない。

³ 取引の一方の当事者に対して、事後的に不利益を課すという対応、しかも、公権力の行使によって私人

の集団行動条項は、債権者の3分の2以上の賛成（保有金額ベース）を成立ラインとしている模様である⁴。話を2月21日の追加支援合意に戻すと、ギリシャ政府はP S Iへの民間債権者の応諾率を95%と見積もっていると報じられており⁵、これを下回る場合、事後的に法制化した集団行動条項の適用に踏み切る構えを見せている⁶。その意図は、次のようなものと推察される。P S Iのオファーを応諾しない債権者に対しては、過去に発行した国債の元利償還を当初予定通りに行わなければならない、それでは、今回の支援の前提となっている財政再建の見通しが根底から狂い、関係国・機関による支援の枠組みも有効に機能しなくなる。そのため、ギリシャ政府は、集団行動条項によって、P S Iオファーを応諾しない債権者に対しても、保有するギリシャ国債の元利払いをP S Iの条件に沿って強制的にカットする、という強硬なスタンスをちらつかせて、予定通りの債権放棄額に到達するよう誘導しているものとみられる。

3. ギリシャのソブリンCDS取引への影響

以上のような波乱含みのギリシャの債務調整交渉の帰趨は、さらに同国のソブリンCDS取引を通じた市場の混乱を招く恐れもあり、要注意である。3月1日、ISDA（国際スワップ・デリバティブズ協会）は決定委員会を開催し、今回のP S Iはあくまで債権者側の自発的な債権放棄に該当するため、現段階ではCDS取引上の信用事由には該当しない、との見解を発表した。

しかしながら、集団行動条項が適用されると、これは強制的なデフォルトの一種に他ならないため、ISDAのCDSの約款上の信用事由に、自動的に該当してしまう。ギリシャが同条項の適用に踏み切れば、同国は現在の「選択的デフォルト」から、完全な「デフォルト」（信用事由）へと評価が変わることになり、ソブリンCDS取引における契約履行である「ペイ・アウト」が行われる運びとなる。

こうした状況を各債権者の立場で考えてみると、P S Iオファーに応じるか否かは、CDS取引で、いかなるポジションをとっているのかに左右される面があるといえる。すなわち、ギリシャのソブリンCDSに関して、「プロテクションの売り」超過のポジションを持つ債権者（ギリシャのデフォルトによって、買い方に対し契約金額の支払い義務が生じる側）としては、信用事由に該当しない方が自らにとって好都合であるため、ギリシャ政府によるP S Iオファーに応じる可能性がある。他方、「プロテクションの買い」超過のポ

に対して事後的に不利益を課すという対応は、わが国をはじめとする先進国の法秩序のもとにおいては、通常、考えにくい対応であるように見受けられる。にもかかわらず、ギリシャがこのような事後的な立法措置をとってきたことを受け、一部のヘッジ・ファンド等は、欧州人権裁判所に対して、もしくはギリシャ国内の裁判所に対して、不当な財産権の侵害であるとして、提訴する構えをみせている、と報道されている。

⁴ The Wall Street Journal Europe 紙 2012年2月24日付報道。

⁵ 脚注4に同じ。

⁶ その際、ギリシャが、民間保有分以外の国債（ユーロ圏各国やECB、IMF等が保有する分）に関して、いかなる扱いとしつつ、集団行動条項を発動するのかは明らかではない。わが国をはじめとする、先進国の民事法制においては、考えられないことではあるが、ギリシャ国内の民事法には、「*pari passu clauses*（債権者平等条項）」が存在しない、との報道もある（Cambridge大学のWaibel教授談として、2012年1月20日付WSJ紙報道）。

ジションを持つ債権者としては、信用事由に該当する（デフォルト認定される）方が、CDS取引の相手方から「ペイ・アウト」による支払いを受けられるため、PSIオファーに応じない誘因が働く。このように複雑に利害が絡み合うなか、最終的にどの程度の民間債権者がギリシャのPSIオファーに応じるのか、その比率が95%を超過するレベルにまで達するかどうか、現段階では定かではない。

ちなみに、EBA（欧州銀行監督庁）は、2011年12月8日に、欧州各国の主要行の資本審査（Capital Exercise）を公表した際、各行が保有するソブリンCDSによる、売り・買い方向別のエクスポージャーの計数（2011年9月末時点）を合わせて公表している（図表4）。それによれば、欧州各国の銀行全体として、ソブリンCDSのエクスポージャーは皆無、もしくはごく小さい規模にとどまる国も少なくない⁷半面、大手銀行が多いフランス、ドイツ、イタリア等の銀行では、相対的に多額のエクスポージャーを有している状況が確認される。

このうち、ギリシャを対象とするソブリンCDSのエクスポージャーについてみると、買い超過、売り超過のいずれに偏っているのかは、各国・各銀行でまちまちである。ギリシャ向け「プロテクションの売り」方向で大幅なエクスポージャーを有する金融機関として目立つのは、イタリアの1行（2億9,900万ユーロ）、ドイツの1行（1億7,000万ユーロ）、フランスの1行（1億4,000万ユーロ）等である。

なお、CDS取引の場合、関係する当事者は欧州銀行だけとは限らず、欧州域外の銀行やヘッジ・ファンド等も関係している公算大である。これまでの経緯から、ギリシャのソブリンCDSがペイ・アウトになる事態がある程度織り込まれている可能性もあろうが、現実化が視野に入れば、国際金融市場に動揺が広がるリスクを軽視すべきではなからう。

4. 今後の展望

このように、ギリシャ情勢は、追加支援決定が報じられた後も、実態は緊迫した局面が続いているのである。同国の先行きを左右する分岐点として注目すべき事柄、イベントを整理すると、目先では上記で解説した①PSIにおける民間債権者側の応諾率、仮にこれを乗り切っても②4月に予定されているギリシャ総選挙、という2つヤマがある。以下、それぞれに想定されるリスクと、それが現実化した場合に予想される展開を記す。

（PSIの帰趨）

PSIによる債券交換オファーにどの程度の民間債権者が応じるかは、極めて重要なポイントである。仮にその比率が想定されたレベル（債権額ベースの95%）に達しない場合、集団行動条項の適用を契機に、ギリシャはデフォルトに陥る可能性がある。

その場合には、①ギリシャのソブリンCDS取引のペイ・アウトによる国際金融市場の動揺をいかに乗り切るか、②ギリシャ国内の金融秩序をいかに維持するか、および③ユーロ圏他国への伝染をいかに防ぐか、の3つが目先の課題となろう。3つの課題それぞれに

⁷ 図表4の注参照。

ついて、予想される短期的な展開は次の通りである。

①に関して、過去、民間債務を対象としたCDS取引では、信用事由の発生後、おおむねその1カ月程度でペイ・アウトの決済が行われている模様である⁸。影響については、リーマン・ショック時のリーマン・ブラザーズを対象としたCDS決済がそうであったように、今回のギリシャのケースに関しても、売り・買い相殺後の最終的な決済金額は、それほど大きくはならない、との報道も存在するが、現時点ではなお、情勢は不透明である⁹。

②に関しては、ギリシャの国内銀行は多額のギリシャ国債を保有しており、それがデフォルトするとなると、既存の枠組みにおいて、ECBから資金供給を受けるための担保を失うことになる。その場合、ギリシャの国内の金融秩序を維持するために、特別なスキームが発動される可能性がある。

③に関しては、ユーロ圏各国の資金調達をめぐる金融市況は、ECBによる3年物オペ実施の奏効等もあり、足許はおおむね落ち着いた状態にあるが、ポルトガルのみ例外ともいえる不安定な状況となっている（図表5～7）。仮にギリシャがデフォルトとなる場合、その影響をポルトガルに連鎖させることなく食い止めることが最重要の課題となろう。

（ギリシャの4月総選挙の帰趨）

ギリシャは4月に総選挙を控えており、そこで、今回の追加支援の条件となっている極めて厳しい財政緊縮策に対して、多くの国民が「No」の意思表示をすれば、ギリシャ自身がデフォルトを選択するという可能性も否定できない¹⁰。ギリシャ国民の立場に立てば、自国経済の競争力を回復させるための手段として、短期的な混乱は覚悟のうえでユーロ圏を離脱し、独自の金融政策、為替政策の運営権限を回復し、それをテコに経済の再生を期すという選択も、終わりの見えない財政緊縮に比較すれば魅力的に映る可能性もあろう。

なお、ギリシャがいわゆる「無秩序なデフォルト」に陥った場合、先進国としては第二次大戦中や戦後まもなくのケース以来の、約70年ぶりの事例となる¹¹。その場合、やや長い目でみた国際金融秩序にも影響が及ぶ可能性がある。現行の国際金融秩序の基本的な前提条件となってきた「先進国の国債のリスク・ウェイトはゼロ%」という「常識」は、ギリシャの「無秩序なデフォルト」が現実のものとなれば、それを契機に見直されていくと

⁸ ちなみに、リーマン・ブラザーズの場合には、2008年9月15日に経営破綻した後、10月10日CDS決済価格の入札が行われ、10月21日に清算が行われている。リーマンのケースでは、売り玉と買い玉の清算の結果、最終的なペイ・アウトは52億ドルにとどまった。

⁹ 今回のギリシャのケースについては、2012年2月29日付朝日新聞が、「ギリシャの国債発行残高26兆5千億円であるのに対して、ギリシャ国債にかかるCDSは5兆5千億円超、差し引き後は約2,300億円」と報じている。

他方、2012年3月7日付Financial Timesは、今回のPSI交渉における民間債権者側の代表でもあるIIF (The Institute of International Finance) が、その機密文書のなかで、「ギリシャの無秩序なデフォルトおよびユーロ圏離脱に伴う偶発債務履行によるユーロ圏の潜在的な損失は、1兆ユーロ超に達する」とみている、と報じている。

¹⁰ ギリシャがそのような選択をした場合、EUやIMFによる2月の追加支援策は再検討されることとなる可能性もあろう。

¹¹ 先進国による対外デフォルトの事例としては、1942年の日本が、対内デフォルトの事例としては1945年のオーストリア、1946年の日本、1948年のドイツが挙げられる（ラインハート、ロゴフ著、村井章子訳『国家は破綻する 金融危機の800年』日経BP社、2011年）。

考えられる。また、今回の欧州債務危機を増幅させた要因の一つであり、今なお取扱いには曖昧な面を残しているソブリンCDS取引に関しても、そのあり方を見直す動きが生じることも考えられる。そうした状況下では、市場の状況も様変わりするであろう。すなわち、足許までの国際金融市場においては、近年様々な要因を背景に、一部の問題国を除いて低金利状態が長期化し、各国政府は容易に国債発行を行うことができる、という状態が継続してきたものの、こうしたプロセスを契機に、政府向けの与信条件がおしなべてタイト化する可能性があるだろう。

(図表1) 2月20日・21日のユーロ圏首脳会議の内容

(EU、IMFによる追加支援融資)	
<ul style="list-style-type: none"> 1,300億ユーロの追加支援を実施 	
(PSI－民間の負担)	
<ul style="list-style-type: none"> 民間側は、名目元本ベースで53.5%のギリシャ国債の減免(債権放棄)を受け入れ。 損失総額は約75%相当の模様。ギリシャ国債の1,070億ユーロ削減に相当。 	
(ユーロ圏各国の負担)	
<ul style="list-style-type: none"> 2010年5月からの第一次支援における融資の利ざやを150bpに引き下げ(ギリシャ国債の2.8%ポイント削減に相当) 	
(ECBの負担)	
<ul style="list-style-type: none"> ECB傘下のユーロ圏各国中銀は、ギリシャ国債の2020年までの保有利益と同額をギリシャに還元(ギリシャ国債の1.8%ポイント削減に相当)。 	
(ギリシャの債務履行を確実にするための措置)	
<ul style="list-style-type: none"> 欧州委員会、IMF、ECB(いわゆる「トロイカ」)は、アテネに常駐。 ギリシャは、今回の追加支援で受ける融資の資金を別勘定に入れ、次の四半期の債務返済に確実に充当。「トロイカ」がこれを監視。 	
(今回の支援によるギリシャ債務の削減幅)	
<ul style="list-style-type: none"> 名目GDP比で、足許の160%から、2020年までに120.5%に削減される見通し。 	

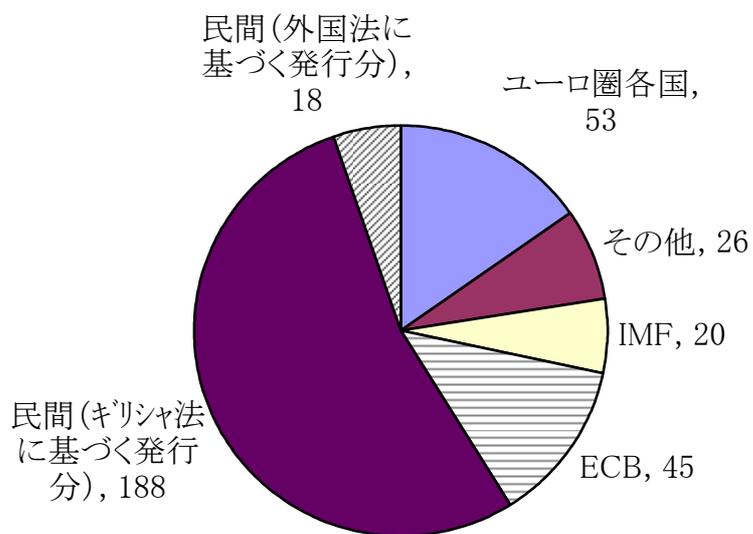
(資料)ユーロ・グループのプレスリリース、各種報道等を基に日本総合研究所作成。

(図表2) ギリシャ政府がオファーした債券交換プログラムの内容

満期	2042年
アモチ (元本償還)	発行日から11年経過日から開始
クーポン	2015年まで 年利2.0% 2021年まで 年利3.0% 以後は4.3%
GDPリンク債	交換プログラム参加者は、新債券の額面と同額のGDPリンク債を受領。2015年以降、ギリシャ共和国の名目GDP成長率が既定の上限を超過した場合、保有者に1%の年利を追加で支払い。
根拠法	イギリス法

(資料)2012年2月21日付ギリシャ財務省プレス・リリースを参考に、日本総合研究所作成。

(図表3) ギリシャ国債の保有主体・発行根拠法別内訳 (推定、10 億ユーロ)



(資料) The Wall Street Journal Europe紙2012年2月24日付.
(原資料) WSJ reporting、Credit Suisse、Reuters.

(図表4) CDSその他の取引による、ソブリンへの間接的なエクスポージャー
(想定元本ベース。2011年9月末時点)

(100万ユーロ)

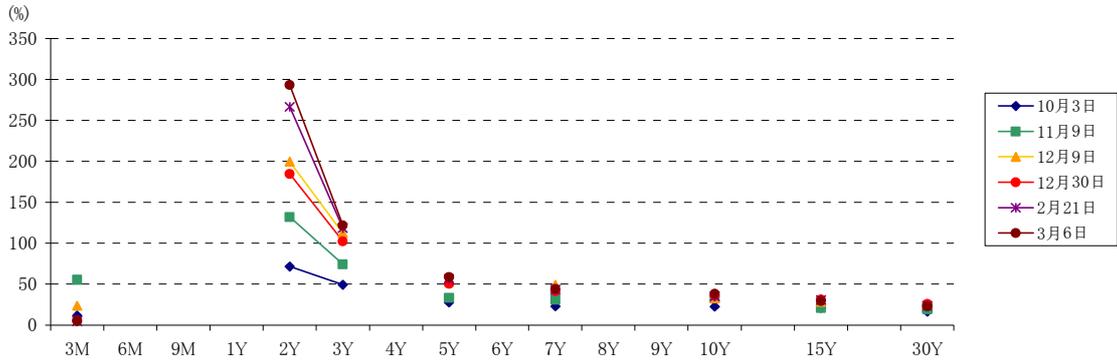
国名	オーストリア 3行		ベルギー 2行		デンマーク 4行		フランス 4行		ドイツ 13行		イタリア 5行	
	ネット最大 (買い超)	ネット最小 (売り超)										
オーストリア	31	▲ 839	0	0	0	▲ 74	103	▲ 28	164	▲ 232	0	▲ 292
ベルギー	0	▲ 74	48	0	0	0	0	▲ 582	76	▲ 651	3	▲ 98
ブルガリア	0	▲ 119	0	0	0	0	6	▲ 54	15	▲ 51	12	0
キプロス	0	0	0	0	0	0	18	0	0	▲ 37	0	▲ 17
チェコ共和国	0	▲ 26	0	0	0	0	12	▲ 4	136	▲ 92	0	▲ 48
デンマーク	0	▲ 22	0	0	0	▲ 19	50	▲ 1	6	▲ 306	0	▲ 2
エストニア	0	0	0	0	0	0	0	▲ 20	118	▲ 13	0	▲ 4
フィンランド	0	▲ 11	0	0	0	0	310	0	0	▲ 222	0	▲ 0
フランス	37	▲ 28	0	0	0	▲ 56	29	▲ 1,538	24	▲ 385	98	▲ 351
ドイツ	0	0	5	0	0	▲ 74	▲ 6	▲ 261	260	▲ 259	25	▲ 180
ギリシャ	46	0	0	▲ 19	0	0	▲ 3	▲ 140	55	▲ 170	25	▲ 299
ハンガリー	348	▲ 307	0	0	0	0	3	▲ 48	72	▲ 191	0	▲ 17
アイスランド	0	▲ 27	0	0	0	0	0	▲ 65	42	▲ 37	8	0
アイルランド	0	▲ 81	0	0	0	0	0	▲ 46	74	▲ 194	0	▲ 11
イタリア	0	▲ 142	1	0	0	▲ 15	41	▲ 309	383	▲ 2,544	0	▲ 586
ラトヴィア	0	▲ 20	0	0	0	0	1	▲ 5	64	▲ 13	0	▲ 60
リヒテンシュタイン	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
リトアニア	0	▲ 12	0	0	0	0	63	▲ 21	0	▲ 20	0	▲ 18
ルクセンブルク	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
マルタ	0	▲ 27	0	0	0	0	0	▲ 0	0	0	0	0
オランダ	0	▲ 17	0	0	0	0	5	▲ 476	10	▲ 67	37	▲ 57
ノルウェー	0	0	0	0	0	▲ 37	13	0	20	▲ 111	0	▲ 11
ポーランド	7	▲ 188	0	0	0	0	1	▲ 52	41	▲ 255	0	▲ 9
ポルトガル	3	▲ 101	0	▲ 8	0	0	0	▲ 90	137	▲ 218	2	▲ 166
ルーマニア	3	▲ 80	0	0	0	0	2	▲ 85	25	▲ 98	0	▲ 32
スロヴァキア	0	▲ 84	0	0	0	0	154	0	22	▲ 38	0	▲ 43
スロヴェニア	0	▲ 52	0	0	0	0	195	0	70	▲ 25	0	▲ 4
スペイン	24	▲ 105	0	0	0	0	2	▲ 211	104	▲ 928	7	▲ 117
スウェーデン	0	▲ 11	0	0	0	0	21	▲ 2	82	▲ 276	0	▲ 11
イギリス	14	0	4	0	0	0	52	▲ 29	395	▲ 52	0	▲ 12

国名	オランダ 4行		ポルトガル 4行		スペイン 5行		スウェーデン 4行		イギリス 4行	
	ネット最大 (買い超)	ネット最小 (売り超)								
オーストリア	0	▲ 0	0	0	22	0	22	0	96	▲ 172
ベルギー	3	0	5	0	0	▲ 243	0	0	112	▲ 219
ブルガリア	7	0	71	0	10	0	0	0	7	▲ 9
キプロス	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0
チェコ共和国	1	0	0	0	0	0	0	0	73	0
デンマーク	0	▲ 0	0	0	10	0	0	0	23	▲ 169
エストニア	0	0	0	0	0	0	0	0	18	▲ 19
フィンランド	0	0	0	0	0	0	0	0	36	▲ 77
フランス	7	0	0	0	15	▲ 786	37	0	768	▲ 761
ドイツ	0	0	0	0	22	▲ 2	37	0	25	▲ 1,208
ギリシャ	0	0	0	0	3	▲ 13	0	0	243	▲ 79
ハンガリー	6	0	20	0	0	▲ 1	0	▲ 2	35	▲ 8
アイスランド	0	0	0	0	0	0	0	0	15	▲ 16
アイルランド	0	0	0	▲ 5	0	0	0	▲ 7	47	▲ 62
イタリア	0	▲ 33	0	0	0	▲ 204	2	0	353	▲ 269
ラトヴィア	0	0	25	0	0	0	0	0	28	0
リヒテンシュタイン	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
リトアニア	4	0	0	0	0	0	0	0	29	0
ルクセンブルク	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
マルタ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
オランダ	0	0	0	0	0	0	0	0	190	▲ 34
ノルウェー	0	0	0	0	0	0	0	0	25	▲ 22
ポーランド	0	▲ 1	20	0	0	0	0	0	61	▲ 66
ポルトガル	0	0	214	0	0	▲ 7	4	0	127	▲ 87
ルーマニア	3	0	0	0	0	0	0	0	18	▲ 27
スロヴァキア	0	▲ 1	15	0	0	0	0	0	144	▲ 26
スロヴェニア	0	0	5	0	0	0	0	0	54	▲ 15
スペイン	0	▲ 9	19	0	0	0	15	0	150	0
スウェーデン	0	▲ 0	0	0	0	0	37	0	41	▲ 98
イギリス	0	0	46	0	30	0	37	0	122	▲ 11

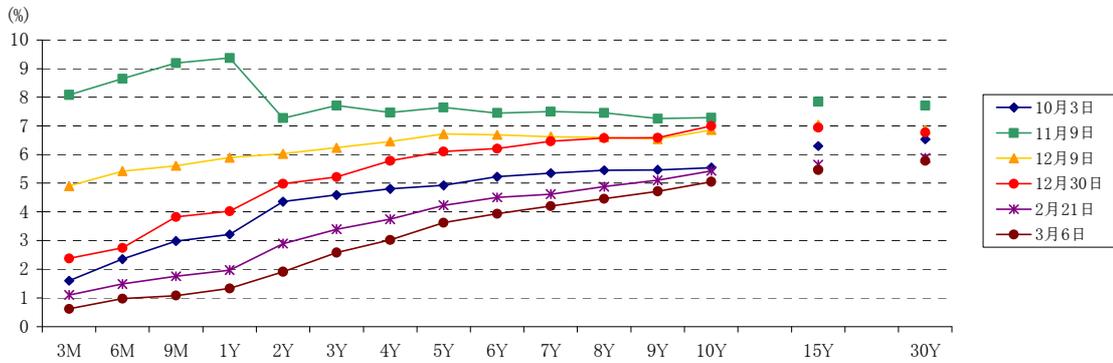
(資料)EBA, 2011 EU Capital Exercise, December 8, 2011.

(注)本表では、各国ごとのエクスポージャーの最大行、最小行について、絶対値の幅が100万ユーロ以上である国を抽出して計数を表記。エクスポージャーが皆無ないしは100万ユーロ未満である国は、キプロス、フィンランド、ハンガリー、アイルランド、ルクセンブルク、マルタ、ノルウェー、ポーランド、スロヴェニアの9カ国。

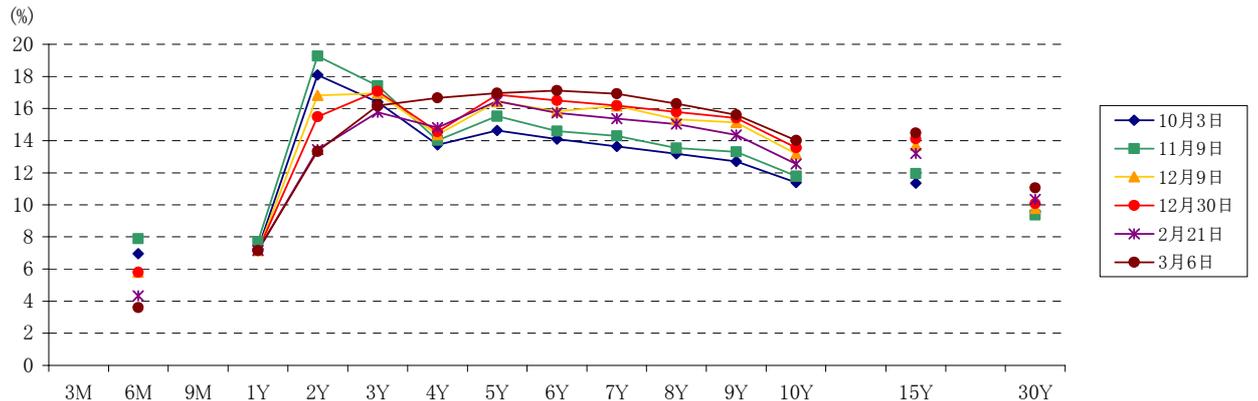
(図表5) ギリシャ国債のイールド・カーブの変化



(図表6) イタリア国債のイールド・カーブの変化



(図表7) ポルトガル国債のイールド・カーブの変化



(資料) Datastreamを基に日本総研作成。
 (注) 2011～12年各日のスポット・レート。

◆『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、下記までお願いいたします。

調査部 ビジネス戦略研究センター 河村小百合

(Tel : 03-6833-1577、E-mail : kawamura.sayuri@jri.co.jp)