

News Release

# 欧州債務問題長期化のからくり

欧州中央銀行制度による『隠れた救済メカニズム』と  
急膨張する各国の負担

2012年9月19日

株式会社 日本総合研究所  
調査部

<http://www.jri.co.jp/>

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,000名

社 長：藤井 順輔

理事長：高橋 進

東京本社：〒140-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代)

大阪本社：〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代)

お問い合わせ先：調査部 主任研究員 河村 小百合

TEL：03-6833-1577 E-MAIL：kawamura.sayuri@jri.co.jp

## 問題意識

- 欧州債務問題は、様々な混乱は生じつつも、決定的な情勢悪化は回避され、長期化している。これが可能となっている背景には、欧州中央銀行制度(ユーロ・システム)を通じて、問題国の金融機関に、半ば自動的に流動性が供給される「からくり」が存在。
  - －これは、いかなるメカニズムによるものか。
  - －どの程度の規模に達しているのか。
  - －持続性はあるのか。
- ユーロ圏各国が取り組むべき課題とは？
  - －スペイン問題にいかに対処するか。  
危機のさらなる拡大・伝染を、いかにくい止めるか。
  - －ギリシャ問題の扱い。

## 構成

- 1. 問題国救済の隠れたメカニズムとは？ … 4
- 2. なし崩し的に膨張する各国の潜在的な負担 … 13
- 3. ECBの政策運営の評価 … 21
- 4. 今後をどうみるか … 28

# 1. 問題国救済の隠れたメカニズムとは？

- ユーロシステム : 単一通貨を発行する、欧州中央銀行制度。  
加盟各国の中央銀行の集合体として構成。
- ①ユーロ・システム独特の決済システム(TARGET2)と、
  - TARGET2とは、ユーロシステムを構成する各国中央銀行をつなぐ、即時  
グロス決済システム。  
Trans- European Automated Real- Time Gross Settlement Express  
Transferの略称。現在は第二世代のシステム。  
アメリカではFedwire、日本では日銀ネットがこれに相当。

## ②ECBによる、危機対応としての異例の大規模資金供給

の2つが揃ったことで、この「隠れた救済メカニズム」が機能することに。

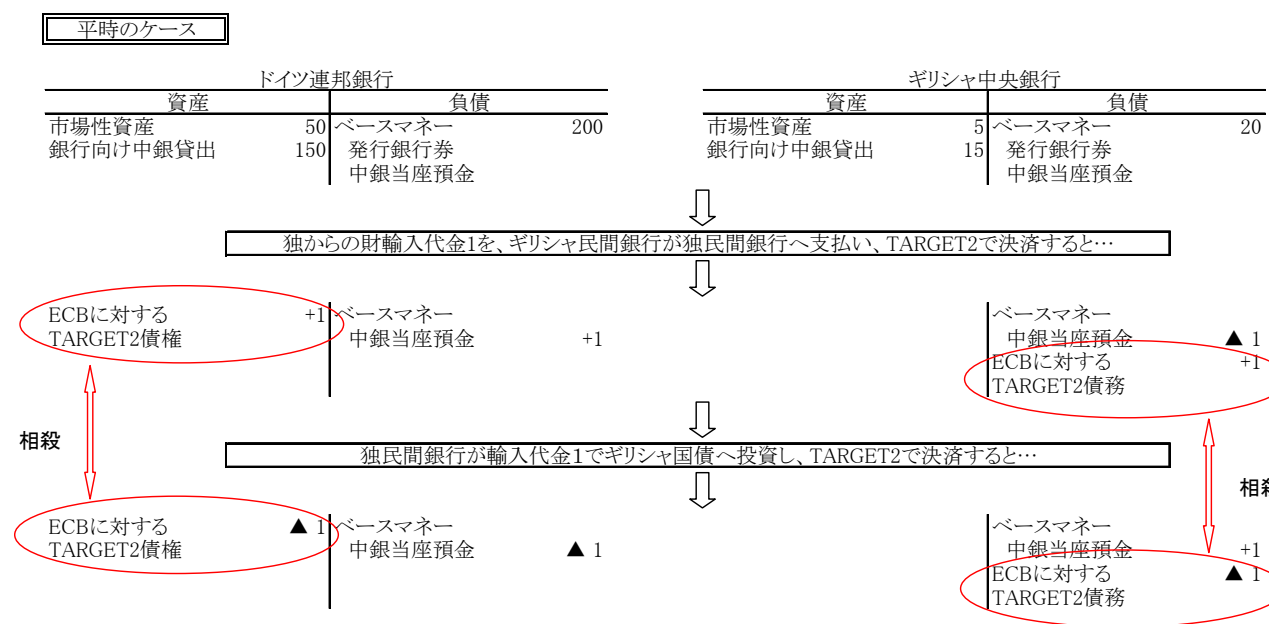
(平時の2国間取引・資金決済はどのように行われているか)

・2国の民間銀行間で、国境を跨ぐ決済が、TARGET2経由で行われる場合、当事者である各国中銀の一方に「TARGET債権」、他方に「TARGET債務」が計上されるメカニズム(図表1)。

・平時であれば、両国間の経常取引(財・サービスの輸出入)とは反対方向の資本取引(金融資産への投資等)が発生するため、TARGET2の債権・債務は相殺される筋合い。

次世代の国づくり

(図表1) ユーロ圏2カ国中央銀行間のTARGET2収支の変化の例①



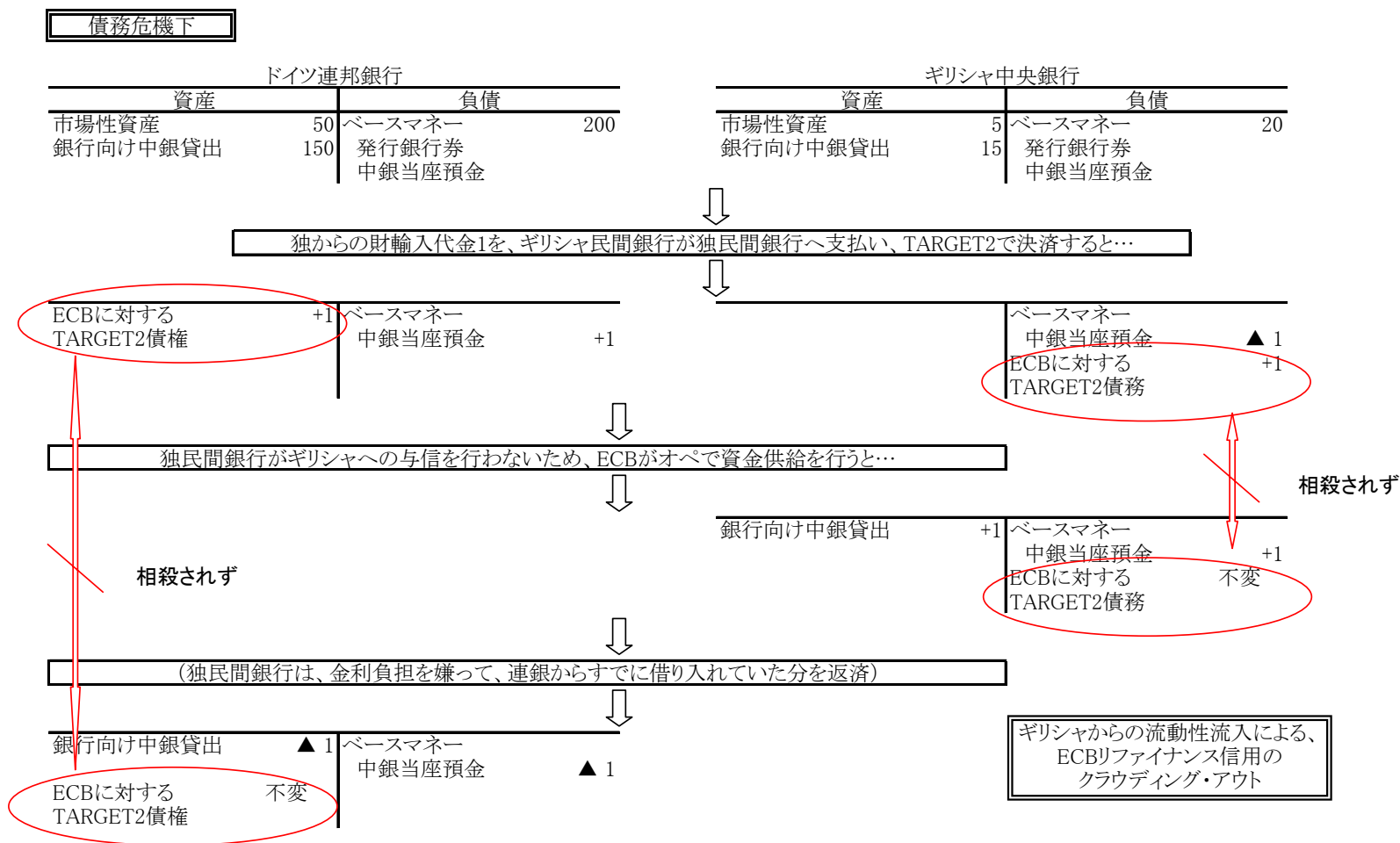
(資料) European Central Bank. "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011および Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, Springerlink. com, May 30, 2012を参考に日本総合研究所作成。

(現在の債務危機下での2国間取引・資金決済はどのように行われているか)

- 経常取引に見合うだけの資本取引を、健全国側の民間金融機関は回避する傾向。
- そのままでは、問題国側は、早晩、**国際収支上の資金ショート**に陥っていた筋合い（アジア通貨危機と同様の、国際収支上の流動性危機。図表2）。
- もっとも、ユーロ・システムにおいては、中央銀行が問題国の金融機関にオペで資金供給をする限り、資金ショートの穴は自動的に埋められ、国際収支上の流動性危機は回避できてしまうメカニズム。
  - その際、TARGET2の債権・債務は相殺されることなく残存し、累積。



(図表2) ユーロ圏2カ国中央銀行間のTARGET2収支の変化の例②

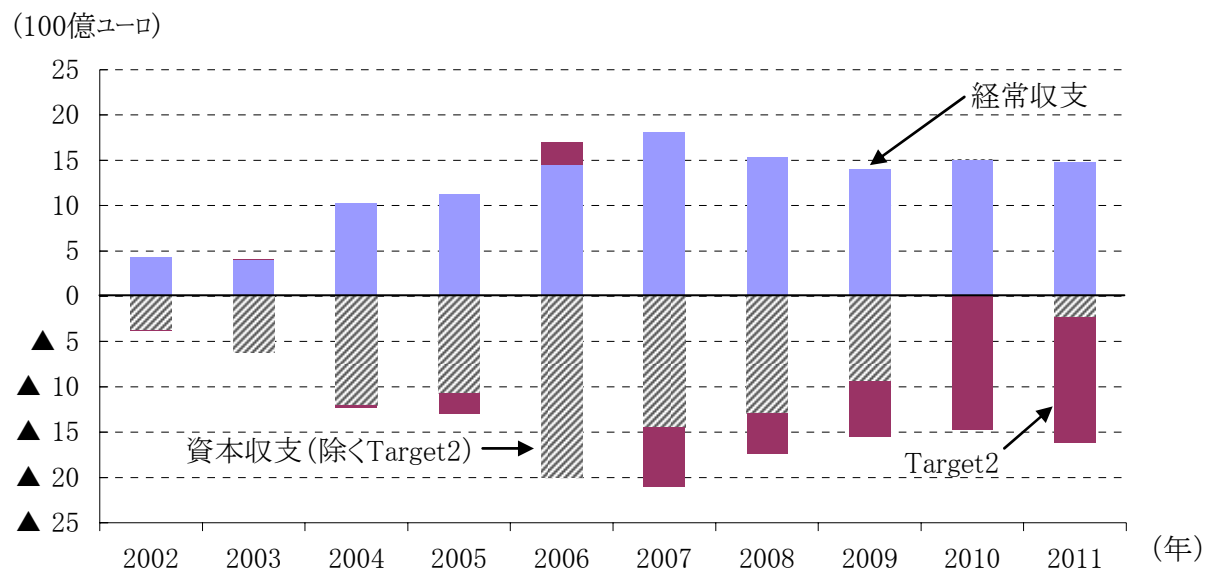


(資料) European Central Bank. “TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, October 2011および Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, Springerlink. com, May 30, 2012を参考に日本総合研究所作成。

- 次の段階として、ECBが、どこまで資金供給できるのかが問題に。
- 中央銀行によるオペ等での資金供給は、本来は、**有担保が原則**。
  - 無担保の資金供給（いわゆる「**特融**」）は、特定の民間金融機関の経営が悪化し、金融システム全体に**システムミック・リスク**が及びかねないケースに限って許容される、例外的な措置。
- 今回の危機においては、差し入れ担保の主力となる各国国債が軒並み格下げされ、信用力が悪化。  
とりわけ問題国の民間金融機関の立場では、通常であれば、差し入れ可能な担保が不足し、ECBからの資金供給を受けられなくなるどころ。
- そこで、ECBは、担保の基準を緩和し、異例のオペも導入して、資金供給を継続。  
問題国に、国際収支上の資金ショートが発生することを回避。  
**= 隠れた救済メカニズム**

- 国際収支の側面からみると、例えば、ドイツの場合、2007年以降、経常取引における黒字に見合うだけの資本輸出を、リスク回避指向の強まりにより、民間セクターが行わない状態が常態化。
- その分を、ドイツ連銀が「TARGET2債権」の形で抱え、公的セクターが資本輸出を行っている状況。

(図表3)ドイツの経常収支と資本収支の推移



(資料) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*.

(参考1 : Fedwireとの比較)

- このような通貨発行・資金決済メカニズムは、ユーロ・システム独特、というわけでもない。
- 単一通貨を、複数の地区連銀で発行する、アメリカの連邦準備制度においても存在。
  - －ただし、Fedwireの場合は、各地区連銀間の収支不均衡(TARGET2債権・債務に相当)を、毎年1回、4月に、地区連銀間の金融資産の移転によって決済するメカニズムを採用。

(参考2 : ブレトン・ウッズ体制末期とのアナロジー)

- 国際通貨制度運営上の視点からみれば、現在のユーロ・システムの状況は、ブレトン・ウッズ体制末期において、アメリカがドルの金本位制の兌換義務に応じることが不可能となった状態に、経済的に酷似。
  - －各国通貨当局が、公的な資本輸出を、飛躍的に蓄積させている、という点で共通。

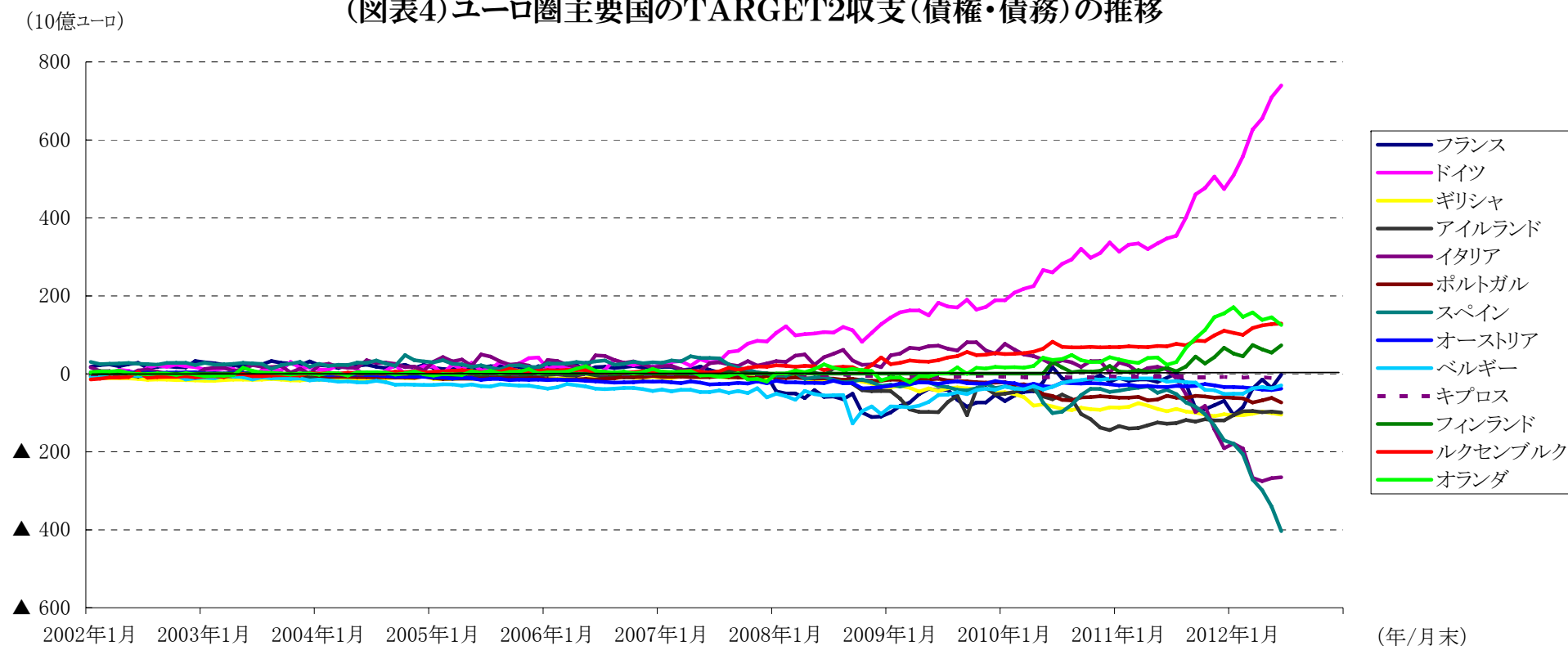
- 当時の独仏へは、アメリカの経常赤字に伴い、輸出代金としてのドル資金が流入。民間銀行や輸出業者は、このドルを、ドイツ連銀やフランス中銀で、平価に従って独マルクや仏フランに交換。各中銀にはドル資金(外貨準備)が累積。
  - 独連銀は、このドル資金を、米短期国債で運用。アメリカのベトナム戦争のファイナンスに加担した、との批判を浴びることに。
  - 仏中銀は、Fedに対して、蓄積されるドル準備を金と交換するよう要求。
  - 最終的に、アメリカは、ドルの金本位制を維持できなくなり、ブレトン・ウッズ体制は崩壊。主要国の通貨は変動相場制へ。
- 現在のユーロ・システムにおいては、健全国側の各国中央銀行に、ドル建ての外貨準備ではなく、「TARGET2債権」が累積する結果に。

## 2. なし崩し的に膨張する各国の潜在的な負担

## 各国のTARGET2債権・債務の状況

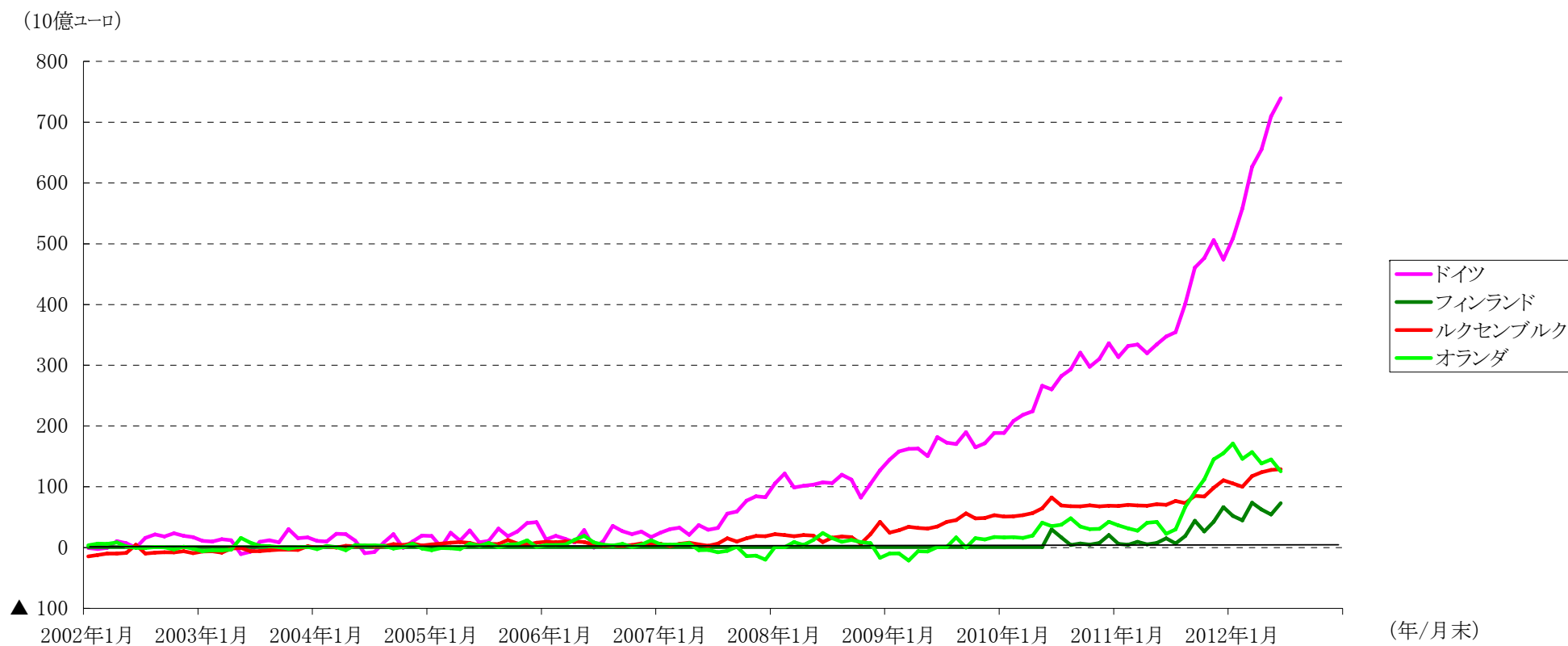
・銀行券としてのユーロの発行が開始された2002年以降の、ユーロ圏各国のTARGET2債権・債務の推移をみれば、図表4～6の通り。

(図表4) ユーロ圏主要国のTARGET2収支(債権・債務)の推移



(資料)IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, “TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成。

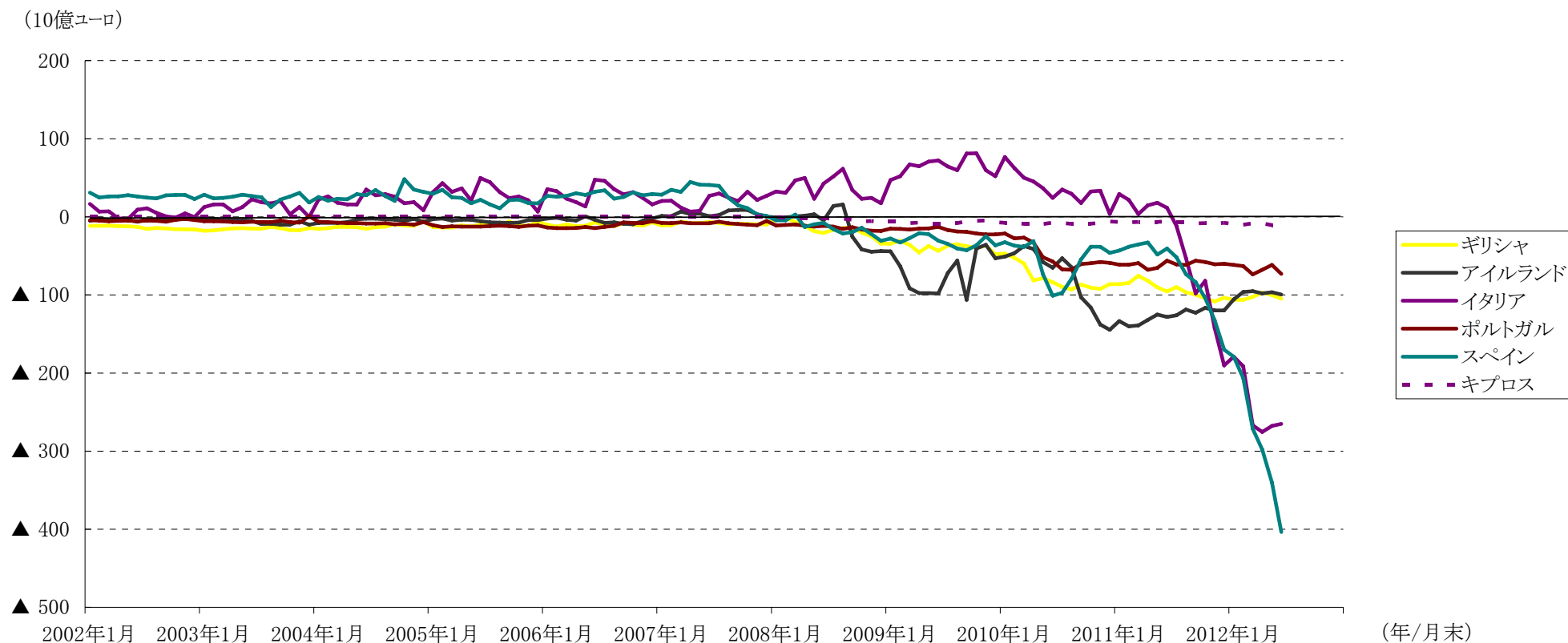
(図表5) ユーロ圏内の主な債権国側のTARGET2収支の推移



(資料)IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, “TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成。



(図表6) ユーロ圏内の主な債務国側のTARGET2収支の推移



(資料)IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, “TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成。

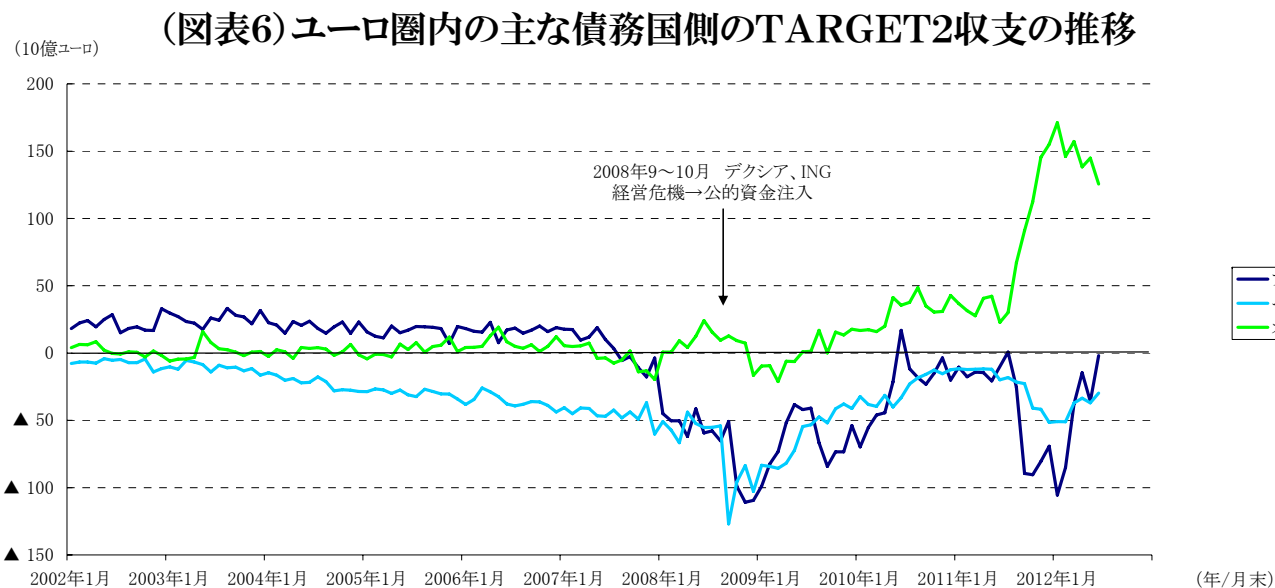
- ユーロ・システムにおいて、実際には、世界金融危機が表面化する2007年上半期頃までは、各国中銀間のTARGET2債権・債務の不均衡は、小幅にとどまっていた。
  - － 当時は、この不均衡は、特段、問題視されず、対策も検討されていなかった模様。
  - － TARGET2債権・債務の計数を公表している各国中銀はごく一部。
- もともと、2007年半ば以降、この不均衡幅は徐々に拡大。  
**2011年末頃からは、拡大ペースを急速に強めている状況。**

- 不均衡幅の決定要因2つ：**①当該国のユーロ圏内における経常収支いかん**  
**②民間部門のリスク・テイク(回避)行動いかん**
  - － 民間金融機関が、問題国に対するリスク・テイクを行うかどうか。  
**(1)当該国の財政リスクや(2)金融システムの健全性いかんが影響。**
  - － 当該国からの預金流出(リスク回避)の動きも影響。

- 不均衡幅は、実際には、上記①、②の要因がどの程度作用するかが組み合わされる形で決まる。仮に、当該国のユーロ圏内経常収支が黒字でも、②の状況によっては「TARGET2債務」状態に転落することもあり得る。

•この各国中銀間の不均衡は、現時点においては、各中央銀行の**帳簿上の債権・債務に過ぎず。**

- ユーロ圏が、仮にこのまま信用不安を沈静化させることに成功し、民間金融機関による問題国へのリスク・テイクが復活すれば、債権・債務の幅は縮小に転じる筋合いのもの。
- 実際に、リーマン・ショック直後、大手金融機関への公的資金注入を余儀なくされたフランス、ベルギー、オランダのTARGET2収支の推移をみると、信用不安で、一旦、悪化したTARGET2収支はその後、改善。



(資料)IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, “TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成。

- 他方、ユーロの枠組みが、部分的にでもほころぶような事態に追い込まれば、一気に顕在化することに。
  - －例えば、ユーロ・システムからの離脱国が発生した場合、その中銀が負っているTARGET2債務額は、他国の中銀が、ECBへの出資比率(図表7)に応じて負担することに(最終的には各国の財政負担)。

(図表7) EU各国中央銀行による、ECBへの出資比率(Capital Key)

(2011年12月28日改定)

		(%)	
国名	出資比率	国名	出資比率
ユーロ圏	69.9705	非ユーロ圏	30.0295
バルギー	2.4256	ブルガリア	0.8686
ドイツ	18.9373	チェコ	1.4472
エストニア	0.1790	デンマーク	1.4835
アイルランド	1.1107	ラトヴィア	0.2837
ギリシャ	1.9649	リトアニア	0.4256
スペイン	8.3040	ハンガリー	1.3856
フランス	14.2212	ポーランド	4.8954
イタリア	12.4966	ルーマニア	2.4645
キプロス	0.1369	スウェーデン	2.2582
ルクセンブルク	0.1747	イギリス	14.5172
マルタ	0.0632		
オランダ	3.9882		
オーストリア	1.9417		
ポルトガル	1.7504		
スロヴェニア	0.3288		
スロヴァキア	0.6934		
フィンランド	1.2539		
		合計	100.0000

(資料) ECB資料を基に日本総合研究所作成。

•ギリシャの場合、TARGET2債務額は、1,049億ユーロ(2012年6月末)と、ユーロ圏各国およびIMFによる支援融資等の規模(実行済みの第一次支援730億ユーロ、未実行の第二次支援755億ユーロ)に匹敵(図表7)。

–この債務額は、本来、ギリシャの民間銀行がギリシャ中銀に差し入れた担保によって保全されているはずであるところ、そのギリシャ自身が財政破綻の危機に瀕しており、ギリシャ国債の担保価値は大きく減殺。

•その他の問題国(PICS:ポルトガル、アイルランド、キプロス、スペイン)向けでは、TARGET2による潜在的な負担の規模は、支援融資に匹敵する状態(図表7)。

(図表7)問題国のTARGET2債務額と、支援融資等の規模との比較

	支援融資実行額			Target2における債務 (2012年6月末時点)	名目GDP (2011年)
	ユーロ圏	IMF	計		
ギリシャ 第一次	529	201	730	1,049	2,151
ギリシャ 第二次	739	16	755		
ポルトガル	520	260	780	732	1,709
アイルランド	450	225	675	995	1,564
キプロス	(検討中)			112	178
スペイン	(1,000規模?)			4,036	10,734
イタリア	-	-	-	2,652	15,802

(資料) European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs資料、IMF, International Financial Statisticsデータ、ECB, Statistics Pocket Bookデータ等を基に日本総合研究所作成。

### 3. ECBの政策運営の評価

- TARGET2債権・債務の幅が、急速に増勢を強め始めた時期は、ECBが
  - ①3年物LTROオペによる無制限資金供給に踏み切り、  
(2011年12月、2012年2月の2回実施)
  - ②一部の国々を対象に、「追加信用債権」という例外的な資金供給手段に限り、  
適格担保基準をさらに緩和した、  
時期に重なる。
  
- ECBは、危機対応として、
  - ①異例の資金供給オペの導入
    - (1)LTRO : 供給金額無制限、3年という長期オペ
    - (2)緊急流動性支援(Emergency Liquidity Assistance) :  
各国政府・中銀の裁量で適用金利・適格担保基準等を決定し、自国の責任  
で実施。透明性の確保は不十分。
  - ②有担保原則を維持するため、**適格担保基準を緩和**、  
という2側面から政策運営を行い、資金供給を継続して、問題国の資金ショートを回避。

## (適格担保基準の緩和状況)

• ECBは、今次危機の進展に合わせて、適格担保の最低格付けラインを順次引き下げ(図表8)、2008年10月の段階で、トリプルBマイナスまで許容。

• しかしながら、ユーロ圏等から支援を受けた①ギリシャ、②アイルランド、③ポルトガルの3カ国の国債に関しては、格付けがそれ以下に引き下げられたため、この3カ国の国債に関しては、「適格担保基準」の適用対象外とし、引き続き、担保として受け入れる扱いに。

(図表8) ECBの適格担保基準の変更状況

年月日	最低格付けライン もしくは 基準の変更状況
～2008年10月24日以前	A-
2008年10月25日	BBB-
2010年5月3日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2011年3月31日	アイルランドの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2011年7月7日	ポルトガルの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2012年2月28日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を一時的に停止。「緊急流動性支援(ELA)」で流動性を供給
2012年3月8日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を認め、バイバック・スキームを稼働。
2012年7月20日	7月25日のバイバック・スキームの期落ちに伴い、ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を一時的に停止。トロイカ調査団の結論を基に、適格性を再検討。流動性は、ギリシャ中銀から、「緊急流動性支援(ELA)」で供給。
2012年9月6日	ユーロシステムの流動性供給オペへの取引先のアクセスを確保するため、短・中期国債の買い切りオペ(Outright Monetary Transactions)新プログラムの適格対象国に限り、オペ全般にかかる適格担保基準の最低格付けラインを一時的に停止。ただし、ギリシャ国債については、上記7月20日付けの決定を引き続き有効とする。

(資料) ECB, press release各号を基に日本総合研究所作成。

(注) 最低格付けライン停止の対象は、各国政府が発行する負債商品および保証。



## (緊急流動性支援<ELA>)

- 欧州のインターバンク取引が機能不全に陥っている状況下では、各民間銀行の資金不足状態は継続。各国中銀(ユーロ・システム)が、各行に相対で所要資金を供給しているような状態。
- このような適格担保基準の緩和をもってしても、各民間銀行が中銀から資金供給を受けらるうえで、差し入れ可能な担保の玉は払底状態。
- そこで、一部の問題国においては、**緊急流動性支援(ELA)**の枠組みを活用。
  - －2011年夏の当初の時点では、アイルランド、ギリシャの2カ国のみが対象。適用金利や条件は非公表。各国政府の保証を得て、中銀が資金供給。適用金利はオペのレートより高水準、基本的にO/Nで、所要日数のみロール・オーバーして借り入れ、との報道も。
  - －2012年2月には、「**追加信用債権**」の適格基準を、以下の7カ国に関してECB理事会が認可する形で、対象を拡大。適格基準の公表振りは国によりまちまち。
    - ①アイルランド、②スペイン、③フランス、④イタリア、⑤キプロス、⑥オーストリア、⑦ポルトガル
  - －住宅ローンや企業向け無担保ローンの中銀担保差し入れが容認されるケースも。

- ちなみに、日銀が現在、民間金融機関から受け入れている担保の内訳は図表9の通り。  
 ユーロ・システムの足許の担保政策と、主要国中銀の担保政策との間には大きな落差。

(図表9) 日本銀行が受け入れている担保の内訳

担保種類	額面残高(A)		担保価額 (B/A)	
	額	シェア	額 (B)	(≒掛目)
総計	1,221,649	100.0	1,204,942	98.6
債券計	949,617	77.7	948,555	99.9
国債	864,809	70.8	864,619	100.0
国庫短期証券	114,726	9.4	113,535	99.0
政府保証付債券	20,915	1.7	20,914	100.0
政府保証付短期債券	0	0.0	0	-
地方債	26,219	2.1	26,130	99.7
財投機関等債券	11,289	0.9	11,231	99.5
社債	11,101	0.9	10,986	99.0
短期社債・保証付短期外債	14,984	1.2	14,385	96.0
資産担保債券	40	0.0	37	92.5
資産担保短期債券	20	0.0	19	95.0
不動産投資法人債	240	0.0	235	97.9
短期不動産投資法人債	0	0.0	0	-
外国政府・国際金融機関債券	0	0.0	0	-
手形計	7,734	0.6	7,425	96.0
一般手形	7,734	0.6	7,425	96.0
コマーシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
資産担保コマーシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
不動産投資法人コマーシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
証書貸付債権計	264,298	21.6	248,963	94.2
企業向け証書貸付債権	53,579	4.4	44,778	83.6
不動産投資法人向け証書貸付債権	0	0.0	0	-
政府(特別会計を含む)向け証書貸付債権	194,564	15.9	188,574	96.9
政府保証付証書貸付債権	14,797	1.2	14,352	97.0
地方公共団体向け証書貸付債権	1,357	0.1	1,259	92.8
うちソブリン・準ソブリンのクレジット関係(注1)	1,133,950	92.8	1,127,079	99.4
民間クレジット関係(注2)	87,698	7.2	77,865	88.8

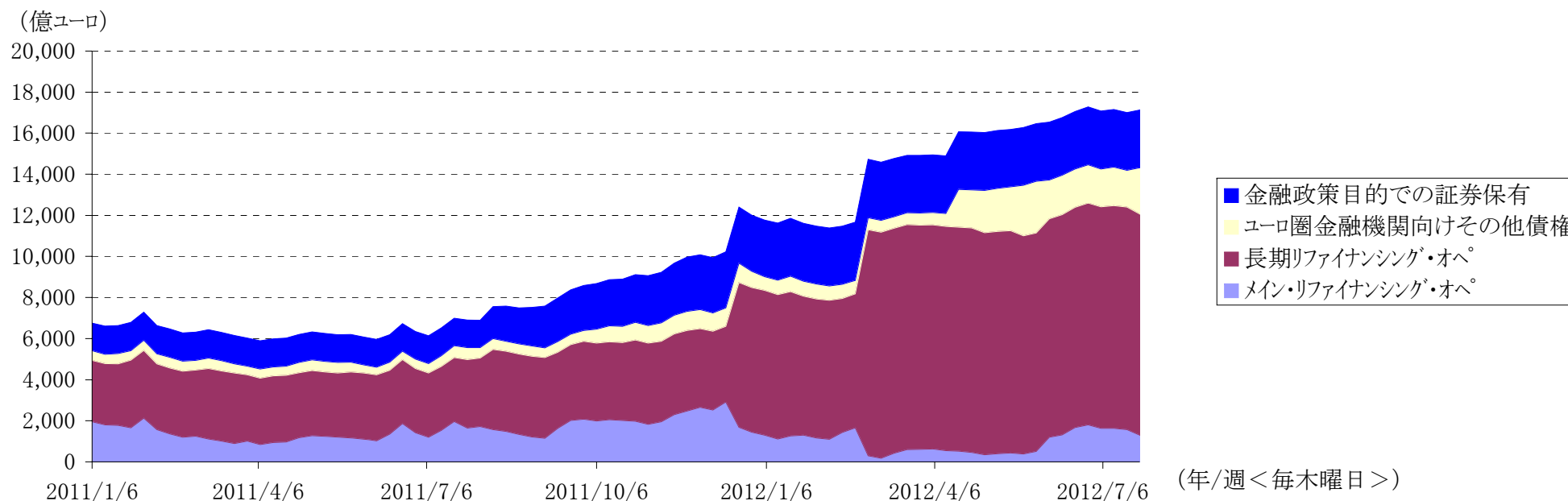
(資料)日本銀行金融市場局『日本銀行が受け入れている担保の残高(2012年8月31日現在)』、2012年9月4日、を基に日本総合研究所作成。

(注1)ここでは「ソブリン・準ソブリン」に財投機関債を含めた(明示的な政府保証はなし)。

(注2)「民間」に含めることとした企業向け証書貸付債権には、地方公共団体出資法人向けが含まれる。

- ELAの計数の公表は国によってまちまち。ユーロ・システムとしての横断的・統一的な計数の公表はなし。
- ただし、ELAを含むとみられる「ユーロ圏金融機関向けその他債権」の形での資金供給は、2011年末頃から増加傾向。

(図表10) ECBによる主な資金供給手段による供給額の内訳



(資料) ECB, *Monthly Bulletin* 各号の計数を基に日本総合研究所作成。

(短・中期国債買い切りオペ<OMT:Outright Monetary Transactions>導入)

•ECBは2012年9月6日の理事会で、「短・中期国債買い切りオペ」の導入を決定。

•そのポイントは、

①対象国がEFSF／ESMプログラムに従い財政再建を断行することを条件に、  
**満期1～3年の短・中期国債に限り、金額無制限でECBが買い入れ。**

②対象国の国債の**適格担保基準**を、ECBのオペ全般を対象に、さらに**緩和**(図表8)。

－民間格付会社の判断には左右されず、適格性はユーロ圏・IMFとして判断。

－ただし、ギリシャは例外扱い。2012年7月20日以降の担保不適格状態が継続。

(図表11) ECBによる短・中期国債買い切りオペ (OMT) の概要

条件	対象国がEFSF/ESMプログラムの適用を申請し、それに従って財政再建策を実行すること。
対象	1～3年満期の国債。イールド・カーブの短めの部分が対象。
資金供給額の上限	設定はなし。
債権者の扱い	短・中期国債を買い入れるユーロシステムの地位は、当該国に対する他の債権者と同等 (pari passu)。
不胎化	本オペによって創出される流動性は、完全に不胎化される。
透明性	本オペによる保有残高およびその市場価値は、週次で公表。デュレーション、および国別の内訳は、月次で公表。
証券市場プログラム (Securities Market Programme)	本オペ導入の決定に伴い、終了。SMPによって供給された流動性は、従来同様吸収され、SMPポートフォリオにおいて保有される証券は、満期まで保有される。

(資料) ECB, Press Release, 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactionsを基に日本総合研究所作成。

## 4. 今後をどうみるか

## (現状の評価)

- このように、現在のユーロ圏においては、大混乱こそ回避してはいるものの、その裏で、ユーロ・システムによる『隠れた救済メカニズム』が、規模を巨大化させつつ機能している状態。
- このような状態は、「ユーロ圏全体としてまとめて資金調達を行い、問題国に融通する」というメカニズムが、いわば、『見切り発車』で機能している、と評価することも可能。
  - －各国の潜在的な財政負担は、2011年末頃から急速に膨張。
  - －問題は、このような機能を発動するに際して、各国の議会等での正式な意思決定を経っていない点。
- 危機長期化の『からくり』はこの点に存在。

(今後、各国が取り組むべき課題)

【スペインを含むユーロ圏全体がとるべき政策】

- ユーロ・システム経由での各国の『潜在的な財政負担』は、それが顕在化する場合には、各国がとても負いきれないレベルにまで膨張。
- ECBが異例の資金供給オペ等により『時間稼ぎ』をするなかで、
  - ①銀行同盟や、
  - ②財政統合を着実に進展させることにより、



ユーロ統合の先行きや、問題国の財政運営や金融機関経営に対する市場の不安を払拭して、



民間セクターによるリスク・テイク活動の復活を促し、



足許のように膨らんだTARGET2債権・債務の幅を縮小させるように努める

より他に途はなし。

## 【対ギリシャ問題の取扱い】

- 2012年3月のユーロ圏各国・IMFとの合意レベルでの中・長期的な計画に基づき、ギリシャが債務返済を行うことはもはや不可能ではないか、という認識が多くなっている模様。
- 過去、財政がデフォルトした国の例をみると、事後、経済の競争力を回復するうえでは、**為替レート調整(=対外減価。External Devaluation)**を活用したケースが多い。
- ギリシャの場合、ユーロ圏内にとどまることを前提とすれば、この「**対外減価**」は活用不可能。「**対内減価(Internal Devaluation)**」のみによって、換言すれば、国内物価や賃金、ひいては生活水準を、経済の競争力が回復できるまで引き下げる、という調整を図るより他になし。
- このままでは、「ギリシャの債務返済困難化→ユーロ圏による追加融資」というサイクルが今後も繰り返され、ユーロ圏他国側の財政負担は、際限なく膨張しかねない情勢。



## (ギリシャ債務の再調整をめぐる課題・論点)

•仮に、ギリシャが抱える債務を、再度、調整しようとする場合の課題や論点を検討すると、

①2012年3月のPSI実施以降、ユーロ圏他国側の民間セクターは、ギリシャ向けで残ったエクスポージャーの処理をさらに進めた模様。

→ユーロ圏他国や国際金融市場からみれば、ギリシャ向けで残る民間セクターの主なエクスポージャーは、2012年3月に交換・発行された新ギリシャ国債の保有分に、ほぼ限られるか？

②民間国債保有者側との再度の交渉による債務調整は、法律上不可能

－2012年3月実施のPSIによって交換された新国債は、イギリス法に基づき発行。

③国際金融市場へのシステミック・リスク拡大懸念へは、すでに対処済み

－ギリシャのデフォルト→CDS取引経由での国際金融市場へのシステミックリスク拡大が懸念されていたところ。

－2012年4月、ギリシャのデフォルトに伴うCDS取引の「ペイ・アウト」を、すでに実施済み。大きな影響なく、無事に乗り切ったところ。

(ユーロ圏・IMF側の、ギリシャへの最近の対応)

•ギリシャに対する、ユーロ圏・IMF側の最近の対応を整理すれば、

①2012年6月のギリシャ再選挙で、財政緊縮派が勝利するも、ユーロ圏側は、3月合意の支援融資の実行を先延ばしに。

②ECBも7月以降、ギリシャの民間銀行向け資金供給条件を厳格化

—2012年3月以降、現先方式で一時的に買い入れていたギリシャ国債を売り戻し(ロール・オーバーせず)。これに伴い、

(1)ギリシャ政府は、8月の財政資金繰りを、支援融資でつなぐことができず、市場から高利でのTB入札に頼らざるを得ず。

(2)ギリシャの民間銀行は、もはやECBのオペ等で流動性を得ることができず、もっぱら、高利でのELA(緊急流動性支援)に頼っている模様。

•今後は、ギリシャ側が何らかの意思決定をしなくても、ユーロ圏・IMF側が支援融資を実行せず、ECBもこのまま、ギリシャの民間銀行への流動性供給を絞れば、ギリシャは国際収支上、事実上の資金ショート状態に陥りかねない可能性も。

(仮に、ギリシャの債務を再度調整する場合、何が起こるか?)

- ちなみに、ドイツの五大研の一つであるifo経済研究所は2012年7月、ギリシャがデフォルトした場合、ユーロ圏を離脱する場合と離脱しない場合の、ドイツの財政負担を比較したレポートを公表(図表12)。
- ギリシャのユーロ圏残留の是非をめぐっては、当局の内部で検討、というレベルにとどまらず、すでに世論全体として、議論が活発化している状況。

(図表12)ギリシャがデフォルトに際して、ユーロ圏に残留する場合と離脱する場合との財政負担の比較

(独ifo経済研究所試算)

		(億ユーロ)	
		負担合計	うちドイツ
(1)	ユーロ圏第一次支援パッケージ	529	152
(2)	IMF第一次支援パッケージ	201	12
(3)	EFSSF第二次支援パッケージ	739	215
(4)	IMF第二次支援パッケージ	16	1
(5)	ギリシャ国債の買入れ(ECB)	450	124
(6)	Target債務	969	270
(7)	銀行券の発行不均衡から生じる負債	174	48
ギリシャ破綻およびユーロ圏から離脱の場合の負担合計 (1)~(7)の合計 (2012年4月時点)		3,078	822
(8)	ギリシャ中央銀行の銀行システムへの債権	1,375	383
ギリシャ破綻およびユーロ圏残留の場合の負担合計 (1)~(5)および(8)の合計 (2012年6月時点)		3,310	887

(資料)ifo institut, Moegglicher Verlust des deutschen Staates bei einem Staatskonkurs Griechenlands, Juli 25, 2012を基に日本総合研究所作成。

(今後の展開をどうみるか)

- ギリシャ経済・財政運営の現状や、ユーロ圏・IMF側の最近の対応振り等に鑑み、今後、あり得る展開としては、以下のように整理して考えることが可能。

### ①現状継続

ギリシャは2012年3月合意ベースで、財政再建を継続。ユーロ圏・IMFは追加支援融資を実行。ECBはギリシャの民間銀行向けに、他国並みの条件で与信を再開。

- ーギリシャ経済は、一段と疲弊し、数年後には、再度、債務返済不能状態に陥るおそれ。
- ーユーロ・システムにおけるギリシャ中銀の「TARGET2債務」の幅はさらに拡大。
- ーユーロ圏・IMF側は、さらなる追加支援を余儀なくされることに。

### ②ギリシャの再デフォルト・資金ショート

ユーロ圏・IMF、ECB側の不作為により、ギリシャは国際収支上の資金ショート、財政デフォルト状態に陥落。ギリシャの対外取引は停止。国内では、政府がIOU(借用証書)の発行を余儀なくされ、それが実務上、「新ドラクマ」として、国内での決済手段として流通。

- ースペインをはじめとするユーロ圏他国へ、危機の火種が飛び火しかねず、場合によっては、ユーロ圏全体の枠組みに動揺も発生しかねず。
- ーギリシャ経済は、直後は大混乱に陥るものの、中長期的には、債務負担は大幅に軽減。

＜②の場合、ギリシャのユーロ圏との関係はどうなるか？＞

### ②-1 ユーロ圏離脱、ないしEU脱退の場合

- －ユーロ圏・IMFがすでに実行した支援の扱いは微妙に。
- －ECBからの流動性供給も、一切不可能に。
- －地政学的な脅威の問題も発生。ギリシャに対しては、ロシアや中国がすでに食指。

### ②-2 ユーロ圏に部分的な形で残留する場合

- －独ifo経済研究所のSinn所長らは、2012年8月、ギリシャのEUにおける今後の扱いに関する提言を公表。

ギリシャ向けに、新たに、ユーロ圏の「準加盟国」のような立場を新設し、ギリシャに為替レート調整(対外減価)の活用を許容すると同時に、これまでにユーロ圏側が実行した支援融資はそのまま活かす形で、ギリシャ経済の再生を図り、ユーロ圏への復帰を中・長期的に目指す。

- ユーロ圏各国の首脳は、こうしたアプローチも選択肢に、目下、今後の対応を大詰めで検討している可能性。最後は政治的な判断次第。