



【第6回】 2013年5月22日

市場金利が上昇したら何が起こる？ 欧州危機の経験が語るもの ——日本総合研究所主任研究員 河村小百合

連載第4回「日本の財政は持続可能か」では、安倍政権のもと、黒田日銀が多額の国債買入れによる「異次元緩和」に踏み出した一方で、わが国の財政運営がどれほど大きなリスクにさらされているのかについて述べた。

しかしながら、低金利状態が長期化している現在、「財政運営のリスク」といっても、ピンとこない読者も多だろう。そこで今回は、財政の持続可能性を市場から疑われ、市場金利が一度上昇を始めたらどうなるのかについて、欧州各国の近年の経験をたどりながらみてみよう。

■ 財政危機型のイールド・カーブとは

2012年3～4月、債務危機のただ中にあったギリシャが「P S I」^(注1)、および、それに応じなかった債権者に対しては、「集団行動条項」^(注2)適用による強制的な債務カットに踏み切り、国債のデフォルト（債務不履行）を引き起こしたことは記憶に新しい。

このようなギリシャのデフォルトは、主要通貨が変動相場制に移行し、国際金融市場がこれほどまでに大きく発展したもとの、先進国としては初めての経験であった^(注3)。なお、今回の欧州債務危機においては、ギリシャのような実際のデフォルトまでには至らずとも、市場の信認を失って金利上昇に見舞われ、自力での財政運営が困難となったり、困難となりかかったケースが何カ国も存在した。

そのきっかけは様々だ。例えばギリシャの場合は、財政指標の粉飾発覚がそもそもの発端だ。アイルランドの場合は、リーマン・ショックにより国内の不動産バブルが崩壊し、業容を巨大化させていた国内金融機関の経営が急速に悪化、これを国家財政が支えきれなくなった。イタリアは、国債残高規模が元来ギリシャに次いで大きかったところ、政治的な不安定要因から危機が伝染する結果となった。

(注3) 現在の先進国で、その財政運営が破たんした、ギリシャの直前の事例としては、1946年の日本の国内デフォルト（預金封鎖、新円切り替え）にまでさかのぼることになる。

(図表1) 岸リシャの2011年10月～12年3月の
イールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



拡大画像表示

拡大画像表示

2013/05/22

限の金利は、短い1年金利の積み重ねであることからすれば、右肩上がりの形状になるのはある意味、当然のことであろう。

これに対して、景気が過熱してインフレになると、中央銀行は自らが金融政策運営によってコントロールできる短期金利を大幅に引き上げて、企業や家計がお金を借りにくくなるように仕向け、過熱した経済活動を抑制しようとする。そうした局面は一時的なものであることが多いが、形成されるイールド・カーブは、逆に短期金利の水準が長期よりも高いという「右肩下がり」の形状になる。これが「逆イールド」だ。

これに対して、今回、欧州各国が初めて経験した財政危機においては、このどちらでもない形状のイールド・カーブが形成されることになった。これがいわば「財政危機型のイールド・カーブ」とでもいうべきもので、当該国が財政破たんする確率が最も高くなると市場が判断した年限（1年、ないし2年程度であることが多い）の金利水準がもっとも高くなる。

例えば、ギリシャ（図表1）でみると、2011年秋以降の半年間、2年の年限の金利水準が最も高くなっていた。イタリア（図表3）も、2011年11月初に一時的に、この「財政危機型」のイールド・カーブになっていたが、その時点（グラフの緑色の線）では、1年の年限の金利水準が最も高くなっていたことがみてとれよう。

名目金利の構成要素として、①実質金利、②予想物価上昇率以外に、平時であればあまり意識されることのない③財政リスク・プレミアムが、大幅に上乘せされているのだ。もっとも高い年限の金利が、どの程度の水準にまで上昇するかは、国によるが、順イールドでも逆イールドでもない変則的な形状が形成されていることが、これらのグラフからも読み取れるだろう。

■ どのように追い込まれていくのか

では、こうした形での市場金利上昇に見舞われた国の財政当局は、どのような立場に追い込まれるのか。

各国の財政当局は通常、税収では歳入が不足する分について、国債を発行して資金を調達し、それを歳出に振り向けて財政運営を行っている。どのような年限の国債を組み合わせで発行するのかは、その時々々の財政当局の判断だ。長期国債中心に発行するのであれば、順イールドのもとでは、支払う利息が多くなる半面、毎年度借り換えなければならない金額は少なくて済む。他方、短期国債が中心になれば、支払う金利は低くて済むが、毎年度借り換えなければならない金額が多くなる。

仮に市場金利が上昇し始めたとしても、イールド・カーブの形状がまだ「順イールド」の状態であれば、ことはそれほど難しくはない。なるべく年限の短い国債を発行して資金を調達し、財政運営をつなげばよいのだ。ところが、財政危機型のイールド・カーブになってしまうと、話は別だ。年限の短い国債を発行しようにも、グラフに示すような、法外な水準の金利を市場から要求されることになる。

長い年限の方が、国債流通市場の金利は相対的には低い、これとて新発債の消化は容易ではなくなっている。こうした市場金利水準の上昇が、どこまで続くのか、いつまで続くのか、当事者としては全く先が見えない状況に追い込まれる。かくして、市場の信認を失い始めた国は、国債発行による資金調達が続かなくなり、抜本的な対応策を講じられない限り、デフォルトへと追い込まれていくのである。

■ 金利上昇に歯止めをかけるには

このような市場金利の上昇に歯止めをかけるのには、何が必要か——そのためには、目先1～2年程度の間、当該国の国債残高規模（名目GDP比）の増加傾向にストップをかけるのに足るだけの規模の財政再建をやってみせるより他にない。

連載第4回でもみたように、債務残高規模の増加傾向に歯止めをかけるためには、プライマリー収支の均衡では不十分で、同収支の大幅な黒字化、最終的には利払費等を含む財政収支の均衡を目指す必要がある。図表1～3からも明らかなように、今回、財政危機に見舞われたこれらの国々は、リーマン・ショック直後、大幅に悪化した財政収支をV字型で回復させるに足るだけの厳しい財政再建策を断行した。

増税と大幅な歳出カットを組み合わせ、これだけ財政運営上の身を切る努力があつて、はじめて市場金利の上昇に歯止めがかかり、イールド・カーブの形状も元の「順イールド」に時間をかけつつ戻っていったのである。確かに、ECB（欧州中央銀行）も各国の金融システムを通じて、危機対応の政策運営を行った（後述）。しかしながら、ECBの場合、各国国債の買い入れはごく限定的な規模でしか実施していない。各国の市場金利上昇の鎮静化は、主として各国の財政再建努力等を主に反映する形で、達成されたとみるべきであろう。

そして、当然のことではあるが、これだけの財政再建策の断行を余儀なくされれば、实体经济面には相応のマイナス影響が及ばざるを得ない。グラフに示すように、各国とも経済成長率は落ち込み、失業率は急上昇を余儀なくされている。このように、いったん市場の信認を失うと、「景気へのマイナス影響」を「財政緊縮回避」の言い訳にすることは、もはや許されなくなるのである。

■ 金融危機と当局の対応

ひとたび一国の財政運営が信認を失い、危機に見舞われれば、それは同時に各国の金融システムの安定性をも大きく揺るがすことになる。なぜなら、わが国や欧州各国においてと同様、どこの国でも民間金融機関は通常、多額の国債を保有しているなかで、その価格が大幅に下落することになるためだ。では、欧州の金融当局は、今回の債務危機で、いかにしてこの事態を切り抜けてきたのだろうか。まず、欧州の金融監督当局によるブルーデンス（信用秩序維持）政策の面からみてみよう。

市場の標的にされた重債務国等のイールド・カーブの形状が、前節でみたように大きく変化したということは、裏を返せば、各国国債の時価が大幅に下落したことを意味する。

これは、各国の国債を多く保有する欧州各国の銀行の経営を維持するうえで、深刻な影響を及ぼすこととなった。

これに対して、欧州の金融当局は、「保有国債の時価評価凍結」といった措置を一切、実施していない。E B A（欧州銀行監督庁）は、欧州の主力行を対象に、2度のストレス・テスト、および1度の資本審査を実施し、いずれも各行の保有国債については時価での評価（市場価格で債券を評価し直すこと、下がれば評価損が出る）を実施した。加えてE B Aは、これらの結果を公表する際に各個別行の詳細な計数について、オン・バランスの資産（各国別国債）保有状況から、オフ・バランスでのソブリンC D S（クレジット・デフォルト・スワップ）の対象国別ポジションに至るまで、徹底的に開示するというアプローチを選択した。

その結果を受けて、各行、各国ごとに自力での増資や資産売却、ないしは公的資本注入の実施により、ごく一部の例外を除き、各行の業務継続が可能となったのである。欧州の金融当局としては、「時価評価の凍結」といった、一時的にせよルールを歪めるような対応ではなく、「テスト結果の徹底的な開示によって、市場の信認を獲得する」ことに成功したといえよう。

また、ギリシャのデフォルトを抑えた12年初前後の時期には、C D Sのペイ・アウト^(注4)実施による国際金融市場におけるシステミック・リスクの発生が深刻に懸念されていた。しかしながら、欧州当局は12年3月、ギリシャの管理デフォルトを成功裏に断行することを通じて、大きな混乱なくこれを乗り切っている。

(注4) C D S取引とは、対象となる経済主体（ここではギリシャという国家）がデフォルトするか否かに着目して「プロテクション」を売買するもの。「プロテクションの買い」側は、「プロテクションの売り」側に、約定期間中、手数料を支払い続ける代わりに、万が一、対象主体（ギリシャ）がデフォルトした場合には、保有するギリシャ国債について、ギリシャ政府から元本の償還を受けられなくても、その代わりに「プロテクションの売り」側から契約金額（元本と同額の資金）の支払いを受けることができる。対象主体が実際にデフォルトした場合、このようにC D S取引の契約が実際に履行されることを「ペイ・アウト」という。

対象主体がデフォルトすることはまずないだろうと、いわば「たかをくくる」形で「プロテクションの売り」ポジションを膨らませていた金融機関があったと仮定すると、ギリシャのデフォルトが現実のものとなれば、多額のペイ・アウトに応じなければならず、結果的にその金融機関自身の経営存続が危うくなることになる。

■ E C Bのオペレーション

欧州債務危機の緊張の一つのピークであった11年秋には、重債務国のイールド・カーブは、すでにみたとおり、いわば「財政危機型」の形状に変化した。当該国の財政当局にとっては、極めて厳しい財政運営を迫られた。

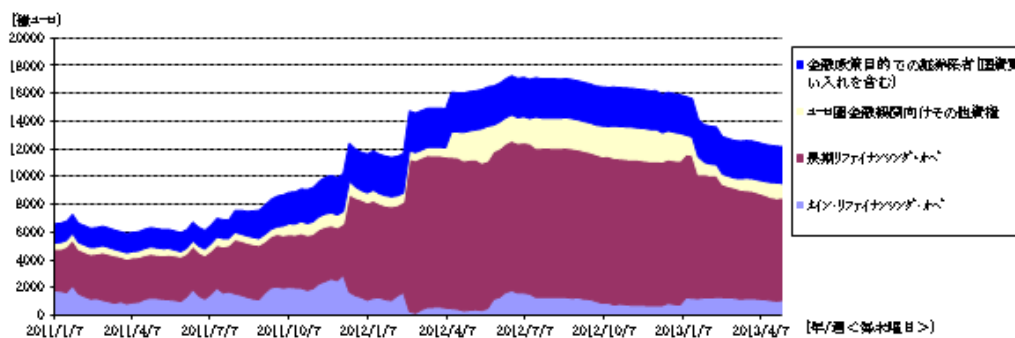
欧州では元来、ドイツをはじめとして中央銀行の「物価安定達成」というマンデート（与えられた使命）を尊重する風潮が強く、裏を返せば、このマンデートの追求と相反し

かねない国債の買い入れには慎重な見方が根強い。当時は、そうした欧州の地においてすら、ＥＣＢに対して、ギリシャ等向けに一時的な形で、限定的な規模で実施していた国債買い入れを含む証券市場プログラム（ＳＭＰ）の再開、国債買い入れ額の増額や、中には国債の直接引き受けを求めるような論調がみられた。

危機管理内閣の首相となって大幅な財政緊縮策を断行したイタリアのモンティ前首相でさえ、当時は、ＥＣＢに対してイタリアをはじめとする問題国の国債買い入れを求めている。11年秋から12年初めにかけて、イタリアの財政運営も、それほど苦しい局面に追い込まれていたのである。

しかしながら、ドラギ総裁以下のＥＣＢは、こうした要求を断固拒否する姿勢を貫いた。ギリシャをはじめとする重債務国の格付けは大幅に下落していたものの、ＳＭＰプログラムの再開を拒んだ一方、ＥＣＢとしては重債務国の民間銀行向けに、①適格担保基準をさらに緩和し、②異例のオペの導入（3年物ＬＴＲＯ等）で無制限・長期の資金を供給した。つまり、問題国の国債を中央銀行が直接買い入れるのではなく、各国の民間銀行が自国債を保有し続けられる環境を整備する形で、各国国債市場を下支えすることを企図したわけである（図表4）。

（図表4）ユーロ・システムによる主な資金供給手段による供給額の内訳



【資料】ECBの金融政策の概要を基に日本総合研究所作成。

[拡大画像表示](#)

ＥＣＢのこうした措置を受け、そして何よりも、重債務国が身を切る形での厳しい財政再建策を断行し始めたことを映じて、欧州各国の国債市場における緊張は段階的に緩和されることとなった。ギリシャのケースは特例として、冒頭に述べたようなデフォルトによる解決が選択され、民間債権者の犠牲のもとで、国際金融市場の大幅な混乱は巧みに回避しつつ、ギリシャの債務負担の軽減が図られた。

そして、ＥＣＢが短・中期国債の無制限での買い入れオペ（ＯＭＴ）のスキームを導入したのは、ようやく12年9月になってからであった。その際、対象国が、ＥＳＭ（欧州安定メカニズム）に申請したうえで、ユーロ圏として要求する厳しいレベルの財政再建を実施することが条件である。

ＥＳＭが業務運営を開始し、こうした条件を確保する環境が整うまで、ＥＣＢとしてはＯＭＴの導入を待った形であるといえよう。ちなみに、これまでユーロ圏から支援を受け

た国々が、どれほど厳しい財政再建の断行を求められているかを間近にみているせい、実際の O M T の利用申請事例は、今のところ皆無である。

このような、E C B および欧州金融当局の対応を評価すれば、あれほどの財政危機、ユーロ存続の危機に瀕しても、①国債金利は民間市場参加者が形成する、②民間銀行の保有国債の時価評価は継続する、③重債務国を含む加盟国すべてに財政再建を断行させる、という原則をいわば「死守」した、との評価が可能であろう。

■ 日銀と E C B の対応の違い

わが国の場合、今の段階で「財政危機」には至っていない状況にあるが、こうした欧州当局の対応は、わが国の今後の政策運営にとっても貴重な示唆に富むものと考えられる。E C B は、問題国が先に厳しい財政再建を身を切る形で断行しない限り、短・中期国債の無制限買い入れには応じない。これに対して、日銀は、政府が財政再建に着手するまえに、大規模な国債買い入れオペに乗り出した。その目的は、あくまで「2%の物価上昇率達成」のためだ。さはさりながら、大規模な国債購入の決断と財政再建との順番が逆になっている点が、気になるところではある。

DIAMOND, Inc. All Rights Reserved.