

金融危機後の欧州国債市場

荒木 謙一

欧州各国の国債利回り格差

08年9月15日のリーマンショックに端を発した金融危機は、予想を超えるスピードで欧州にも伝播した。危機の広がりに対応して、欧州各国政府は自国の金融システムを支えるために緊急的な公的資金投入を行ない、また金融危機により引き起こされた景気後退への対応として様々な形での財政出動をおこなったため、欧州各国の財政赤字は急拡大した。

その結果、1999年の共通通貨ユーロ導入以降はほぼ解消されていた各国の国債利回り格差が再び出現し、ギリシャ財政問題の深刻化によりその差は更に拡大した。

一般に欧州各国の国債利回りの格差を測る場合には、もっとも信用力があるとされるドイツ国債が基準とされる。図表1は、欧州諸国を 財政問題が特に深刻とされる PIIGS 諸国（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）、ユーロ圏のうち PIIGS 以外の国（フランス、オランダ、ベルギー、オーストリア、フィンラ

ンド）^(注)、非ユーロ圏諸国（イギリス、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、スイス）の3つのカテゴリーに分類したうえで、各国10年国債の利回りとドイツ10年国債利回りの差をカテゴリーごとに単純平均して示したものである。グラフの起点はリーマンショックが発生した08年9月15日とした。

グラフからは、以下の点が確認できる。

- (1) 3つのカテゴリーすべてにおいてリーマンショック以降ドイツ国債との利回り格差が拡大し、09年1~3月期末にかけて最初のピークをつけた。
- (2) PIIGS 諸国（前述）は09年末から現在にかけて再び利回り格差が拡大した。
- (3) 他のユーロ圏諸国（前述）は最初のピークをつけた後は利回り格差が縮小し、ショック前の水準程度にまで復している。
- (4) 非ユーロ圏諸国（前述）は最初のピークをつけてからの利回り格差の縮小

幅が小さい。また、当初は他のユーロ圏諸国の水準で推移していたが、09年後半以降は再び格差が拡大しており PIIGS 諸国に引き寄せられたような動きとなっている。

（注）PIIGS 諸国以外のユーロ圏の国については、10年国債利回りデータが取得できた5カ国を対象として計算した。



背景にある財政赤字問題

PIIGS 諸国の利回り格差拡大の最大の要因は、ギリシャの財政赤字問題と他国への連鎖的波及である。同国は09年10月の総選挙で政権が交替した後、09年の財政赤字の見通しが前政権により過小に欧州連合（EU）に報告されていたことが明るみになり、財政赤字をGDP比3%以内に抑えることなどとしたEUの安定・成長協定に3年連続で違反する可能性が濃厚となった。

ところで、図表1の各国の財政収支（中央政府、州政府、地方政府、社会保障基金で構成される一般政府部門の純収支）を対GDP比で見ると、財政状態が比較的良好な北欧諸国は別として、09年に3%を超える赤字となることが見込まれている国はギリシャ以外にも多数存在する（図表2）。

ただし、安定・成長協定は05年から条件が緩和され、欧州統合、経済開発、年金改革などにかかる一定の支出が財政赤字の算出から控除されることとなっている。また、09～10年の2年間については、基準値を超えることを容認する考えを欧州委員会は示している。こうしたことから、3%を超える財政赤字比率が直ちに協定違反とな

るわけではないが、同協定を通じた財政規律の遵守はユーロの通貨価値を守るうえでの要^{かなめ}と考えられている。

ギリシャは、EUに対する報告内容の信頼性について従来から指摘を受けてきた。09年4月には欧州委員会から基準を超える財政赤字存在の認定を受けていたが、その後09年の財政赤字の見通しが急拡大し、格付機関からも同国国債に対する格付けを引き下げられるに及び、同国の信用問題が顕在化するに至った。

これに対し同国は、大規模な財政赤字削減策を策定してEUの承認を取り付けたが、4月以降に予定される200億ユーロ規模の国債借換えについては消化が懸念されている。3月16日のユーロ圏財務相会合では、ユーロ圏諸国が緊急時に同国を支援することが合意されたが、具体策については示されず市場の失望を招いている。

同国はIMFへの支援要請の可能性もじませながら、EUによる具体的支援を求めて交渉を継続している。3月25・26両日に開かれるEU首脳会議の結果が注目されるが、現時点では予断を許さない状況だ。

（2010.3.24 現在）

