

ギリシャの債務再編でも残るユーロ圏の財政問題

——波乱要因として市場が注視する銀行の経営体力——

主席研究員 山口勝義

ユーロ圏の中で、その国民総生産(GDP)がわずか3%の経済小国ギリシャ。その財政問題が、昨2010年、アイルランド、ポルトガルに伝播したばかりか、今ではイタリアやスペインなどの経済規模の大きい国への波及も懸念されるに至っている。さらに、ギリシャの大幅な債務再編(国債の償還期限延長のほか、金利の引下げ、元本の削減等の条件緩和)の可能性が一層現実味を帯びてきたことを受け、財政悪化国の国債を保有する銀行の経営悪化を通じて、問題が世界に拡大する懸念が高まってきている。

国債価格の下落に伴う銀行の資本不足は、リスク資産である融資を削減する動きに結び付き、回復の足取りが鈍い経済に打撃を与える。また、銀行向けの与信が枯渇することで、資金繰りの困難化を通じ、問題が一層広範な銀行に拡大していく。こうして、これまでユーロ圏の中でもいわゆる周辺国の、しかも経済小国の問題であった財政問題が変質し、銀行問題を通じて世界中の経済に影響を及ぼす複合的な問題に発展する可能性が懸念されている。

1 銀行が主導した市場波乱

こうした問題の変化は、今夏以降の世界的な金融市場の波乱に反映している。

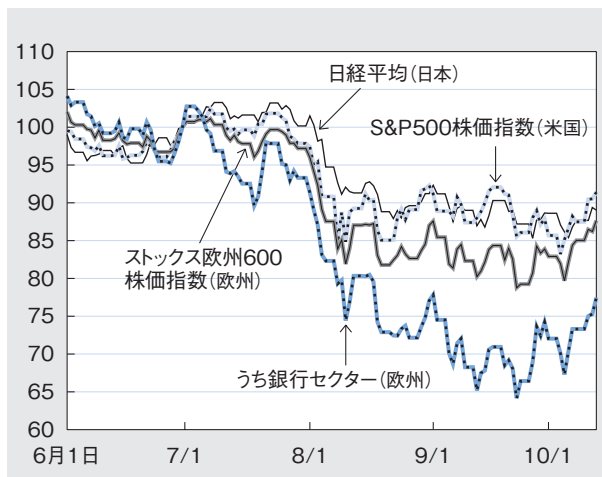
7月以降、例えば欧州では、株価が乱高下を伴いながら約20%の大幅な下落となったほか、スペインに続きイタリア10年国債利回りが一時、今後支援が必要となるひとつの目安

である6%台に乗せた。また、ドイツやフランスを含めて国家の信用度合いを示すクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率が急上昇した。さらに、市場の混乱は、株式や通貨の下落として新興国にも及び、資源価格の下落も生じた。

ここに現れた安全資産への広範な資金シフトの背景には、上述の銀行を通じた世界的な問題への拡大懸念がある。第1図のとおり、7月以降、銀行セクターの株価下落が鮮明になり、30%以上に及ぶ大幅な下落となった。このように、同セクターが今夏以降の株価下落を主導し、その他の市場も含めて混乱を拡大させたという性格が強いものであった。

2008年のリーマンショックは、銀行の経営悪化を通じて世界経済に問題が拡大した。上記の銀行にかかる懸念は、その再来かとの連想を生む。さらに、その後の銀行への公的支

第1図 株価指数の推移(11年6月30日=100)



資料 Bloombergのデータから筆者作成

(注) 11年6月30日の終値をそれぞれ100として、6月1日以降の日米欧の株価指数を示したものの。

援で財政状況を悪化させた各国政府は、当時に比べ財政支出を伴う支援対応の柔軟性を失っている。このため、市場は今回、リーマンショック時に比べ、問題が一層困難化するのではないかとの懸念を深めている。

2 ギリシャ債務再編の思惑の高まり

上記の銀行株下落の背景には、ギリシャの大幅な債務再編は回避できないだろうとの市場の観測がある。

10年5月に開始された欧州連合(EU)および国際通貨基金(IMF)による金融支援では、市場での資金調達に支障のあるギリシャに対し流動性支援を行い、時間の猶予を与えつつ財務内容の改善を促すねらいがあった。しかし、その後もその改善は進まず、ギリシャの問題は流動性の問題から、今では債務残高を削減することが困難となり債務不履行に至る債務返済能力自体の問題に拡大している。

こうしたなか、直近では9月2日、ギリシャ財務省が、今年の財政赤字がGDP対比で約8.5%に達し、目標とした7.5%の達成は困難であるとする見通しを発表した。これにより、EUやIMFによる金融支援中断の可能性も意識される状況となり、市場の債務不履行に対する思惑は一層現実味を帯びることとなった。

一方、ユーロ圏では、ギリシャによる突然の債務不履行や、さらにはユーロ圏離脱に至った場合の影響の大きさを考慮し、7月には同国に対する追加支援の実施を合意するなど、支援継続の方針を明確にしている。しかし、支援国側の足並みには乱れが生じており、追加支援の合意自体に時間を要したことに加え、合意後もフィンランドがギリシャに対し個別に担保提供を求めるなどの動きが表面化した。また、銀行を中心とする民間投資家の負担受

入れについても想定どおりの同意が得られないことなどで、追加支援内容の再検討が迫られる状況となっている。

3 終わらないユーロ圏の財政問題

7月のユーロ圏首脳会合では、銀行等民間投資家の負担として平均21%の国債元本の削減策で合意したが、想定した数の投資家の自発的な同意に至らず、またその後もギリシャの財政状況が悪化していることで、7月の合意以上に踏み込んだギリシャ国債の債務再編の実施が不可避となっている。

ギリシャ政府の対GDP比債務残高は160%を超える水準に達しており、ユーロ圏が上限とする60%をひとつの目安とすれば、6割程度的大幅な国債の元本削減が必要になることになる。一挙にこうした大幅な元本削減を実施することは、銀行への影響を勘案すれば現実的ではないものの、段階的な削減により、最終的にはこの程度の削減が不可避となろう。

これに対し、当局は危機の封じ込めを図るために、銀行の資本増強とともに、欧州金融安定ファシリティ(EFSF)の規模拡大等に取り組みつつある。当局は、ギリシャへの支援継続等を通じて時間の猶予を確保しながら、こうした対策を講じることとなる。

しかし、上記の対応にもかかわらず、ギリシャの弱い経済競争力の改善はおぼつかない。また、他の財政悪化国の高止まりした債務問題も残存する。さらに、ユーロ圏の財政分権という構造的問題も引き続き課題である。

このように、現在進行中のギリシャ対応は足元の問題への対処であり、決してユーロ圏の問題への包括的な対応策ではない点に留意が必要である。(11年10月14日現在)

(やまぐち かつよし)