

ギリシャ国債はもはや安全資産としての地位を失っている。資産選択の観点から国債は本来、最も信用力が高く、それゆえに安全資産といわれている。しかし、2008年9月リーマンショックにより悪化した世界景気を立て直すために、各国政府は過去例を見ないほど大規模な景気対策を実施した。この結果、政府債務(国債発行残高)が急拡大し、ギリシャをはじめとする一部の国で国家財政の持続性に懸念が生じている。図1はユーロ圏各国の政府債務残高(対名目GDP比率)と財政赤字(対名目GDP比率)の状況を見たものであるが、中でも財政状況の厳しいギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリア、アイルランドの5カ国(以下、問題国)の財政破綻リスク(ソブリンリスク)に市場の目が向き始め、それらの国債市場から資金流出が起り、金融市場の動揺が続いている。ここでは、今般の欧州ソブリン問題を①短期的な問題(資金繰り)と②中長期的な問題(債務返済能力)とに分けて整理することで、今後の金融市場見通しの視座としたい。

まず短期的な問題(資金繰り)について考える。国家財政運営は税金などの収入(歳入)を原資に社会保障などの支出(歳出)を賄っており、この歳入と歳出の収支尻(プライマリーバランス)が赤字となる場合には、別途国債を発行して市場から資金調達している。発行した国債が償還を迎える際には、通常は税金等により返済原資を捻出する。しかし、恒常的に支出超過の国は借り換え(国債返済のために国債を発行すること)が必要となり、このような自転車操業が続くと次第に政府債務は増加し、財政破綻リスクが高まることになる。今回問題国が直面している問題のひとつが、財政破綻リスクの高まりを背景に国債の借り換えが困難となり、資金繰りに行き詰ることである。図2は問題国の国債償還スケジュールとその累積返済金額であり、2010年だけでも相当規模の返済が必要である。この問題に対して欧州政策当局は、2010年5月2日に1100億ユーロのギリシャ救済パッケージ(IMFとEUによる協調融資)、2010年5月10日には7500億ユーロの欧州金融安定メカニズム(IMFが2500億ユーロ、EUが5000億ユーロを負担)を発表した。これを受けて一旦市場は落ち着きを取り戻すに見えたが、欧州金融安定メカニズムはあくまで見せ金であるとの見方に加

え、その実現にはユーロ加盟国の全会一致での承認が必要であるため、加盟国の足並みがまだ揃っていない状況下、資金繰りリスクを払拭するには至っていない。

次に中長期的な問題(債務返済能力)について考える。前段で述べた資金支援はあくまで一時的な生命維持装置であり、永続的に続けられるものではない。問題国が債務返済能力を向上させなければいずれまた資金繰りに行き詰る。債務返済能力を向上させるためには、まず緊縮財政によりプライマリーバランスを改善させ、それでも市場からの信認を回復できなければ、債務残高を圧縮することが必要となる。

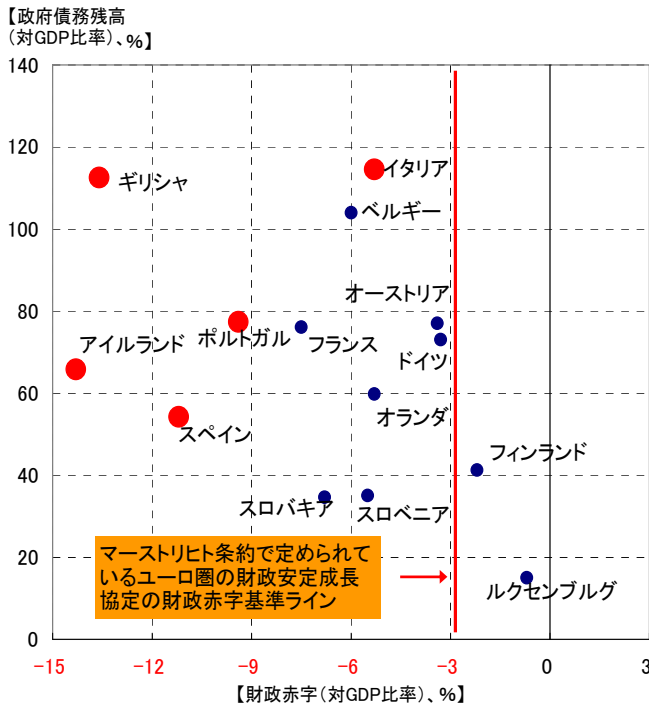
そこで始めにプライマリーバランスを改善するため、歳出の削減と歳入の増加を図ることになる。ただ、歳出削減は社会保障費引き下げなど政府が裁量でコントロールできる一方、歳入増加は景気に連動して増減する税金などが多いため、予見が難しい。このため、プライマリーバランスの改善には相当時間がかかるほか、これまで景気を下支えしてきた政府支出が減るため政策効果が剥落し、再び景気を後退させてしまうリスクも想定される。

次に債務残高の圧縮であるが、これはプライマリーバランスを黒字化するか、債務リストラ(元本減免、リスケ等)を行うか、2つの選択肢が想定される。前者はより厳しい増税等により国民への負担がますます高まり、後者は問題国の国債を多く保有している欧州大手金融機関(図3参照)の自己資本を毀損する。厳しい増税が行われれば需要がますます低迷する一方、債務リストラが行われれば金融機関が傷み、どちらにせよ景気下振れリスクが高まる。

以上から、短期の資金繰り問題については金融支援の枠組みが示されたことで(不安は抱えながらも)解決に向けて進んでいるが、より本質的な問題である債務返済能力の回復については未だ目処が立っていない状況であると言える。市場からの信認回復のために財政再建は急務であるが、選挙を控える政治家の立場から世論の反発を受ける政策は打ち出しにくい。その一方、金融システムの安定性も求められており、政策当局の舵取りは極めて困難な状況である。今後の動向に注視したい。

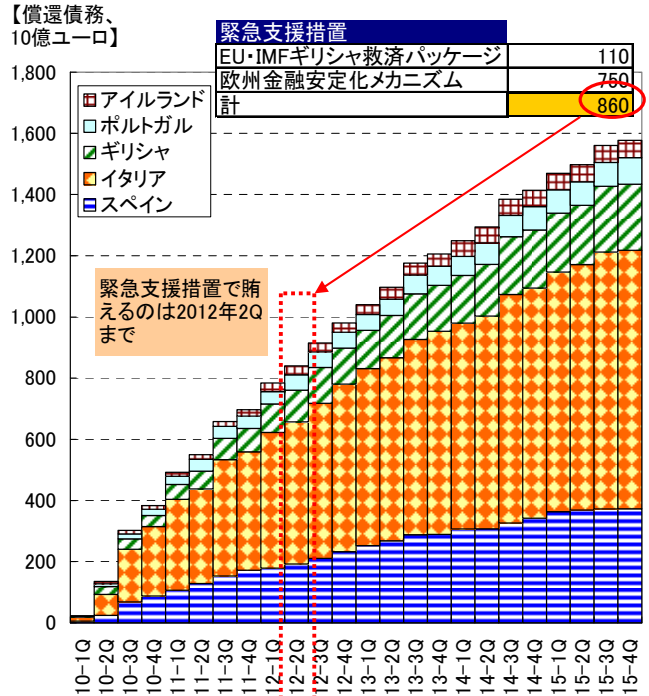
(2010年5月24日記)

図1：問題国の財政赤字と政府債務残高



出所：Datastream、より三菱UFJ信託銀行作成

図2：問題国の国債償還スケジュールと累積金額



出所：Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成

図3：欧州大手金融機関の問題国向けエクスポージャー

金融機関名	単位	Tier1比率 (%)	5か国向けエクスポージャー (下段はリスクウェイトアセットに対する比率)					時点	
			ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン		
ドイツ (注1) コメルツ銀行 (エクスポージャーは一般政府部門向け)	10億ユーロ %	10.8	26.5 9.5	3.1 1.1	1.0 0.4	10.7 3.8	1.9 0.7	9.8 3.5	10Q1
フランス ソシエテ・ジェネラル (ギリシャ子会社GENIK銀行保有40億ユーロは除く)	10億ユーロ %	10.6	3.0 1.1	3.0 0.9					10Q1
フランス BNPパリバ (ギリシャ向けエクスポージャーは企業向けが30億ユーロ、一般政府向け債権が60億ユーロ)	10億ユーロ %	10.5	8.0 2.9	8.0 1.3					10Q1
フランス クレディ・アグリコール (ギリシャ向けエクスポージャーは5/7(金)発表。ソブリンリスクが8.5億ユーロ、銀行間リスクが1.8億ユーロ、24億ユーロが管業ベース貸出、保険ビジネスが抱えるソブリンリスクが4億ユーロ。ただし、ギリシャ子会社EMPORIKI銀行250億ユーロは除く)	10億ユーロ %	9.5	3.8 1.4	3.8 1.2					09Q4
スイス UBS (ギリシャ向けエクスポージャーはCFOの5/4の発言)	10億スイスフラン	16.0		限定的					10Q1
スイス クレディ・スイス (ギリシャ向けエクスポージャーは2/11のCFOの発言)	10億スイスフラン	16.4		限定的					10Q1
オランダ ING (エクスポージャー、総資産以外、ING Bankの分、エクスポージャーは報道に基づく)	10億ユーロ %	10.2	7.9 2.8	3.0 0.9			1.9 0.6	3.0 0.9	09Q4
イタリア Intesa Sanpaolo (エクスポージャーは国債ベース、同社関係者の4/29の発言、イタリア除く)	10億ユーロ %	8.4	1.5 0.4	1.0 0.3		0.5 0.1			09Q4
英国 RBS (エクスポージャーはギリシャ関連クレジットリスク)	10億ポンド %	13.7	9.8 3.5	1.0 0.2		7.4 1.6	1.5 0.3		10Q1

(注1)独紙フランクフルター・アルゲマイネによるドイツの銀行、保険会社は400億ユーロのギリシャ国債を保有とされている。

出所：Datastream、各国銀行ウェブサイトより三菱UFJ信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）