

2010年5月のギリシャ第1次金融支援から1年と6ヶ月が経過しようとしている。その間、欧州当局から打ち出された対応策は市場の期待に届かず、また欧州当局内での足並みの乱れ（意見対立）が続いているため、欧州債務危機は収束に向かう兆しがみられない。2011年夏場以降は、ユーロ圏で3番目の経済規模を誇るイタリアに財政不安が波及したことに加え、10月上旬にベルギー大手金融機関（ギリシャ国債を大量に保有）が経営破綻するなど、ソブリン問題が金融システムリスクに波及するとの懸念が一層強まった。

そこで、本稿では欧州債務危機の連鎖メカニズムを断ち切るための条件を整理したうえで、欧州当局が打ち出している対応策がそれらの条件を満たすものかどうか考察することで、今後の欧州債務危機の視座としたい。

欧州債務危機の連鎖を断ち切るための一つの条件は、ギリシャ金融支援の拡充により、危機の震源を鎮圧することが挙げられる。これに関しては、①ギリシャ国債の秩序立った債務再編に関して民間投資家の損失負担率引き上げが実現するかどうか、また、②ギリシャの財政再建が計画通りに進捗するかどうか、以上の2点がポイントとなろう。前者に関しては、欧州当局で損失負担率を50～60%程度に引き上げる方向で議論が進んでおり、市場が期待する水準に近いものである。ただし、負担率引き上げによって欧州金融機関の信用不安拡大につながるリスクがあるため、金融機関に対する資本増強の手当てを同時に備える必要がある。後者に関しては、景気低迷により歳入が目減りする中で度重なる追加削減措置に、ギリシャ国内では緊縮疲れや反発運動（ストライキ、デモ等）が広がっており、今後も不透明感が強く残ると想定される。

二つ目の条件は、金融機関の資本増強を通じて金融システムの安定化をはかることが挙げられる。金融システムの安定化を図るにはどの程度の資本増強が必要となるか。

図1は、2011年7月のストレステストで公表されたデータ（欧州金融機関の自己資本額やソブリン債保有状況等）をもとに潜在的な損失を試算したものである。ここでは、欧州金融機関が保有するソブリン債に対して、2011年9月末時点の市場価格（時価）を適用した場合の評価損失を用いた。その結果、査定対象をギリシャ国債のみとした場合の損失

は約500億ユーロに留まるが、ギリシャを含む周辺国5か国（ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリア）に査定対象を広げると損失は約1300億ユーロに拡大する。

図2は、欧州金融機関が目標資本水準（中核自己資本比率：9%）を達成するのに必要となる資本増強額について、各種機関が試算したものである。IMFの試算や市場予想（平均）によれば、およそ2000～3000億ユーロという規模が想定されている。一方、報道によればEUは必要となる資本増強額を1000億ユーロ程度と見積もっている模様。これはIMFの試算や市場予想（平均）を下回っており、金融システムに対する市場の不安を払拭するには不十分であろう。

三つ目の条件は、債務問題の再発を防止するために、ユーロ圏の経済格差を是正し、将来的に財政統合を実現することが挙げられる。ユーロ発足時に通貨や金融政策が統合（平準化）される過程で、ギリシャ等欧州周辺国の実力以上に購買力が向上（通貨価値の増加）した結果、消費が拡大した。また、金利が低下（借入コスト低下）した結果、借入が増加した。一方、ドイツやフランス等の欧州主要国では、欧州周辺国の消費拡大を受けて当該国向けの輸出が増加した。その結果、ユーロ圏内で経常不均衡が拡大した（図3）。つまり、欧州債務問題はユーロ統合により形成された経常不均衡の問題という見方もできる。経常不均衡を解消するには、ユーロ加盟国間の競争力格差を是正する必要があるも、財政再建の過程では構造改革は見込み難しく、またユーロ離脱しない限り通貨調整による輸出競争力向上にも頼れないため、実現は非常に困難といえる。一方、（図3の通り）ユーロ圏全体では経常黒字であるので、ドイツの黒字（債権）で周辺国の赤字（債務）を賄うことが可能といえる。その意味では、欧州債務問題はユーロ圏域内で吸収できる問題といえる。

最後に、欧州金融機関は市場からの調達依存度が高いこと（図4）、預金残高以上に貸出を実施していること（図5）など、信用不安が高まった場合に資金繰りに詰まりやすい。国際的に金融規制が強まる中、ソブリンリスクによる負の連鎖も根深く残れば、欧州金融機関の体力は奪われ、深刻な信用収縮が起こる可能性も否定できない。今後は实体经济への影響にも注目していきたい。

（2011年10月24日記）

図1：欧州金融機関の潜在損失（ソプリリスク）

単位：億ユーロ

国	厳格査定対象	
	ギリシャ国債のみ	5ヶ国合計
ドイツ	51	121
フランス	61	121
イタリア	8	131
スペイン	2	345
オランダ	8	22
オーストリア	3	5
フィンランド	0	0
ベルギー	27	61
ギリシャ	331	331
アイルランド	0	23
ポルトガル	10	70
ルクセンブルグ	1	4
マルタ	0	0
スロベニア	0	0
英国	9	25
スウェーデン	1	2
ノルウェー	0	0
デンマーク	0	1
ポーランド	0	0
ハンガリー	0	0
合計	511	1,260

※ストレステスト対象90行の集計結果
出所：EBAより三菱UFJ信託銀行作成

(試算に用いた保有国債の元本毀損率)

	ギリシャ	ポルトガル	アイルランド	スペイン	イタリア
元本	100	100	100	100	100
時価 2011年9月末	30	60	80	85	90
毀損率	70%	40%	20%	15%	10%

出所：Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成

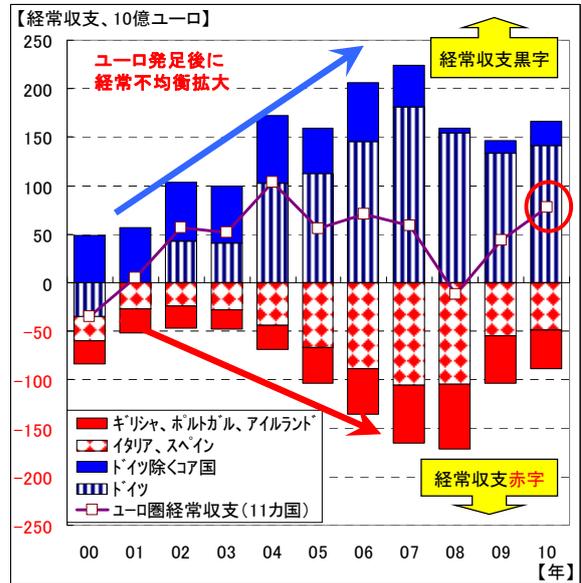
図2：欧州金融機関の必要増資額（試算）

	必要増資額※①	
	億ユーロ	対GDP比率
市場予想平均	2,600	3%
IMF試算	2,000	2%
EU見込み(報道ベース)	1,000	1%

※①中核自己資本比率9%を達成するために必要な増資額

出所：各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

図3：ユーロ圏経常収支（域内不均衡）



出所：EcoWinより三菱UFJ信託銀行作成

図4：金融機関の資金調達構造（日米欧）

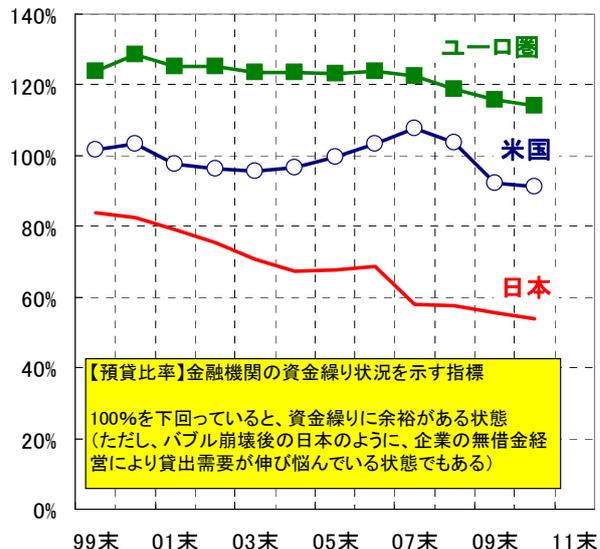
負債構成	2010年末時点				
	ドイツ	フランス	米国	日本	(参考) バブル期の日本
預金	38%	20%	58%	64%	61%
市場調達 (銀行借入、社債等)	41%	42%	24%	25%	22%
自己資本	5%	6%	11%	4%	12%
その他 (対外負債等)	16%	32%	7%	8%	5%

※非居住者からの調達(預金、借入等)は全てその他に分類

出所：IMF、日銀より三菱UFJ信託銀行作成

図5：金融機関の預貸比率（日米欧）

【預貸比率(ローン÷預金)、%】



出所：各国中央銀行より三菱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）