

ユーロ圏ソブリン・リスクに新たな展開の芽

2011年1月12日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

昨年は5月にギリシャ、11月にはアイルランドが実質的に財政破綻した。債務不履行を起こしてわけではないが第三者から資金繰りのための資金援助を受けたという意味で実質的な破綻だ。更に財政破綻は、ポルトガルなど他のユーロ加盟国に波及する兆しが出ている。債務問題を整理し、今後を展望する。

1. ラテン・アメリカ（以下、ラ米）の「失われた10年」と民主主義のコスト

今では「失われた10年 (Lost Decade)」という、日本が不良債権処理に終われた1990年代を想像する人が多いかもしれない。しかし元々は、ラ米が債務問題（累積債務問題とも呼ばれる）で世界から取り残された1980年代を意味する。「失われた10年」は、次のようなメカニズムで起きた。

まずは債務者が国であることだ。そして債務者が債務を返済できなくなる事態、債務不履行に陥った。債務不履行が債権者にとって予見の範囲内であれば、特段の問題はない。しかし、債務不履行が予見の範囲を超えると、問題は債務者から債権者にも伝播、債権者の存続にかかわる問題にまで発展する。ここにまで至る問題を、ここでは債務問題と呼んでおく。債権者は現代金融システムでは銀行なので、金融危機に至ることもある。債務危機に民主主義のコストが上乗せされたのが「失われた10年」だ。民主主義のコストは、債務者が国家であるために起きる問題で、債務問題を複雑化させる要因となる。

図表1 「失われた10年」への道のり

国家の債務不履行→債務不履行の総額が予見の範囲を超えると債権者を巻き込む債務問題へ→債務国の選挙などで民主主義のコストが顕在化することにより「失われた10年」へ

〔出所〕各種報道より筆者作成

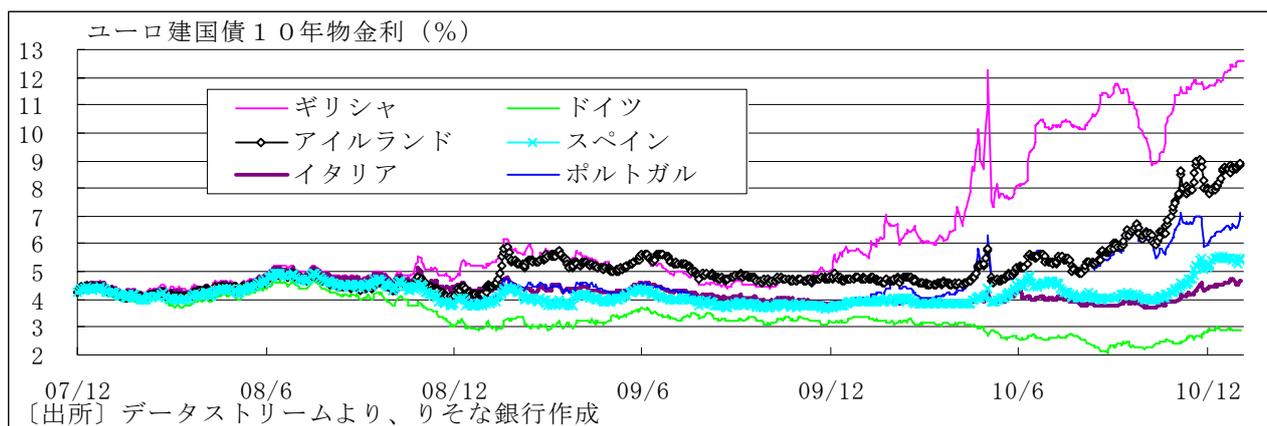
1980年代のラ米債務問題では、債務者はブラジルやメキシコなどラ米の政府（国家）、債権者は米国の大手銀行だった。問題が大きくなった背景には、当時のシティー銀行リントン頭取の「企業は倒産するが、国家に倒産は無い」という有名な発言に代表される強気の融資姿勢があった。しかし、現実に債務不履行に陥ったことで、当然のことながら米銀の経営危機にまで発展した。国内要因で起こる債務危機や金融危機は、達観すれば政府が公的資金を金融システムに注入すれば解決する。しかし、債務者が外国政府の場合は、米国政府が自国の銀行に資本注入することは、政治判断として難しい。従って、債務者であるラ米政府と債権者である米銀は、お互いが存続できるように折り合いをつけなければならない問題なのだ。ここに重くのしかかったのが民主主義のコストだ。当時ブラジルの財務大臣は「債務残高が一定規模を越えると、債権者と債務者の力関係は逆転する」という内容の発言をして物議を醸した。通常は債務者より債権者の方が力関係は上だが、事態が債権者の存亡に関わる債務問題にまで至れば、債務者が債権者の生殺与奪を握る、という意味だ。この発言に民主主義のコストが集約されている。債務者にとっては債務を返済しないことが最も安易な選択なのだが、企業や個人なら、債務不履行に必然的に伴う厳しい処罰が歯止めとなる。しかし国家の場合、先に引用したシティー銀行頭取の「企業は倒産するが、国家に倒産は無い」という有名な発言にもある通り、何が処罰なのかは明確ではない（注1）。そのため、選挙のたびに大衆迎合的な候補が対外債務の不履行を視野に入れた交渉を公約に掲げたのである。そうすると対外ファイナンスが滞りがちとなるため、当時は恒常的な経常赤字国だったラ米諸国

の場合、経済が行き詰ったのである。ラ米ではこのプロセスが概ね10年続いた。

だが結局は、米国政府の支援を受けつつ長い時間をかけて債務問題は解決した。解決手法は、米銀主導の債務再編（債務リストラ、債権放棄や貸出金利の引下げなど実現可能な返済条件への変更）や貸出債権の流動化（流動化にあたり米政府が債務保証）だった。これらの手法を具現化したのが1989年の「ブレディー債」だ。さらにその間、米当局は米銀の資産査定において、いわゆる時価会計のような厳しい資産査定は行わなかったと見られている。また、債権者と債務者の両方を支援した米国政府の対応が選挙の争点や政争の具になることは、表立ってはなかった。

2. ユーロ圏ソブリン・リスク

2008年から09年にかけてのリーマン・ショックに続く金融危機では、世界各国で金融システムへの資本注入や景気対策が実施された。しかし2010年11月に救済されたアイルランドの例では、金融システムを救済した国家が、今度は財政状況の悪化で他の国や国際機関（IMF）に救済される側に回ったのである。そして今後、ポルトガルやスペインが救済される側になるかどうかが焦点となっている。図表2はユーロ建国債10年物の金利だ。通貨は同じユーロなので、ドイツとの格差は各国の財政破綻に起因する信用リスクを表している。



債務者はこのように財政破綻懸念のあるユーロ加盟国なのだが、主な債権者はドイツやフランスの大手銀行だ。ソブリン・リスクの顕在化は、まず財政状況の悪いギリシャやアイルランドが債務不履行に陥るのではないかと、という懸念が金融市場で広がったことに始まった。格下げが財政破綻の懸念を助長した面もある。もちろん金融市場の参加者や格付け会社が思惑で動いているわけではなく、実際の財政再建に向けた取り組みや経済情勢を総合判断した上でのことだ。そして現実に金利が上昇したことで、もはや金利上昇と財政悪化がスパイラル的に深化するに至り実質的に破綻した。一般論としては、金利が名目経済成長率を上回れば、金利上昇と財政悪化がスパイラル的に深化する（注2）。アイルランドの場合、懸念が現実となった直接の引き金は、大手銀行の救済のためのコストがGDPの約1/3（日本なら約150兆円に相当）と桁違いに巨額だったということだ。しかも救済された銀行は、昨年7月のストレステストをパスして健全性にお墨付きを得たばかりだった。

ギリシャとアイルランドは、実際に債務不履行を起こしたわけではない。このことも背景となり、救済策は、債権者の債権放棄など債務再編を伴わない資金繰り中心の措置が実施された。しかも資金繰りのための貸出金利は、約6%とかなり高い水準だ。多くの債権者の帳簿上の評価においても、投資勘定

は時価ではなく簿価で評価されていると見られている。しかし、破綻の原因が資金繰りではなく債務者のソルベンシーの問題だとすると、ソブリン・リスクは債務問題へと発展し、債権者であるドイツやフランスなどの銀行問題となる可能性がある。図表2にある通り国債金利がこれだけ高いということは、市場はいずれ債務リストラが不可避な可能性が強い、と評価していることを意味する。

また今後、ギリシャやアイルランドではかなりの規模の緊縮財政が実施される。重い国民負担が発生するため、民主主義のコストが発生する可能性がある。既に民主主義のコストはスト、デモ、暴動などで日常的に発生しており、12/30にはアテネで爆破事件があった。だが、最も先鋭的な形でリスクが表面化する可能性のある選挙について、今年は以下のようなスケジュールが予定されている。

図表3 欧州での主な選挙等の日程

1/23	ポルトガル大統領選挙
1月頃	アイルランド解散総選挙（政局により1月から3月頃の見込み）
2/20	ドイツのハンブルグ州議会選挙
2月頃	銀行のストレス・テスト
3/20	ドイツのザクセン・アンハルト州議会選挙
3/27	ドイツのラインラント・プファルツ州議会選挙
5/22	ドイツのブレーメン州議会選挙
9/1	ギリシャ議会選挙
9/18	ドイツのベルリン州議会選挙
10月	アイルランド大統領選挙

出所：各種報道より筆者作成

特にアイルランドは、選挙結果によっては銀行救済や資金繰り支援のスキームが水泡に帰するリスクがなくはないと見られている。与党分裂により少数与党となったイタリアも依然として波乱含みだ。またユーロ圏の場合、最終的には破綻した国をドイツやフランスなど豊かな国の財政負担で救済する可能性もあると見られており、そうした国々の選挙で財政支援に反対の意思が示される可能性もある。

ラ米と比較すると、ユーロ各国が政治的に成熟している可能性はある。国民の反対を押し切ってでも国家にとって正しい政策を進める意思を政治的意思（Political Will）と呼ぶ。民主主義のコストは、政治的意思がユーロ加盟各国にしっかりと根付いていれば、大きなものとはならない（注3）。「失われた10年」はかなりオーバーな表現だが、どの程度のものになるか注意は必要だ。

3. もう1つのシナリオ

民主主義のコストを最小限に抑制しようとする動きもある。それは、アイルランドと全く逆の選択をすることだ。すなわち、アイルランドのように銀行を救済して国家財政が破綻するのではなく、銀行を破綻させて財政を破綻させない選択だ。一昨年に破綻したGMと類似の計画的な銀行の破綻だ。

欧米のメディアでは、救済すべきは銀行（金融システム）なのか国家財政なのか、を巡り熱い政策論争が展開されている（注4）。12/31付けFT紙では、記者陣によるQ&A形式の2011年の予想として、「欧州各国は銀行の破綻を容認しますか？はい、します。」銀行救済か財政破綻回避かの選択です。2011年の欧州では、銀行ではなく国家が救済されるでしょう」と書き、銀行破綻を予想した。但し、銀行を破綻を容認するとしても、ドミノ倒しのように次々と銀行が破綻するリーマン・ショックの再来ではな

く、周到に計画された破綻だ。昨年の GM や JAL の破綻をある意味で理想的なパターンとして想定しておけば良いだろう。だが、銀行の計画的な破綻は、前例のない未知の領域だ。GM の場合は米国政府、JAL の場合は日本政府とメイン・バンクなど取引銀行団がリーダーシップを発揮して利害関係を取りまとめたが、欧州の銀行破綻にこのスキームが当てはめられるかどうかは予断を許さないだろう。

この文脈で特に問題なのはスペインだ。スペインの国家財政は比較的健全で、もし破綻のリスクがあるとすると、銀行の不良債権が想定外に巨額な場合だとみられている。

4. 今後のシナリオと投資戦略への含意

以上の議論をベースに今後のシナリオを整理すると、大きな方向性として4つに分けられる。

1つは、全てが杞憂に終わる可能性もないわけではない。ただ、問題の根源は欧州における不良債権比率の過少推計にある（注5）。不透明感を払拭するには、精度の高い不良債権総額の推計と銀行の自己資本の過多に関する情報開示を2月頃に予定されているストレス・テストで進める必要があるだろう。

2つ目は、ユーロ圏ソブリン・リスクが債務危機に発展、さらに民主主義コストが加わるシナリオだ。

3つ目は、財政破綻を避けるべく銀行を計画的な破綻させるシナリオだ。

最後は、企業なら破綻法制に相当する、財政破綻のルール整備だ。昨年10月のドイツとフランスによる「ドーヴィル合意」では、恒久的な金融危機対応の機関としていわゆる欧州版 IMF の設立、金融危機解決手法として債務再編（債権放棄、実現可能な返済条件への変更、など）の導入で合意した。債務再編は、投資家にとって損失が表面化することを意味する。しかし2010年7月発表のストレス・テストでは、ギリシャやアイルランドの国債でさえ、銀行の投資勘定では額面で評価されていると見られる。こうした現実を踏まえれば、今年2月頃に予定されているストレス・テストで時価評価を徹底、銀行の資本不足を解消した後でなければ、「ドーヴィル合意」は実現が難しいであろう。

欧州債務問題がどの方向に向かうかは、いまだ予断を許さない。が、これまでユーロ圏ソブリン・リスクの顕在化は、ユーロ安や株安と強く連動して来た。また、市場の思惑、格下げ、選挙による民主主義のコストなどが顕在化するタイミングは、予測が難しい。正常化のための総コストは、問題が起きた後に解決策を後追いで小出しにするより、先手を打つ方が小さい。しかし、ギリシャ・ショックへの一連の対応は、問題が噴出した後、後追いかつ小出しの解決策だった。今後は2月頃のストレス・テストに向け先手を打てるかどうか、その見極めが重要となるであろう。

以上

（注1）国家が債務不履行に陥ると、多くの場合、食料やエネルギーの輸入に支障が出る。従って、こうした物財を輸入に頼る国が債務不履行を起こすと、国民生活は貧窮を強いられることになる。

（注2）マンキューなど一部経済学者は「金利>名目経済成長率」の状態を「財政ギャンブル」と呼ぶ。

（注3）たとえばラトビアは2008年に通貨暴落の危機に見舞われたが、通過をユーロとペッグすることで危機を乗り切った。しかし犠牲も大きく、実質経済成長は2008年マイナス4%、2009年マイナス19%だったが、2010年第2四半期には9四半期ぶりにプラス成長となった。2010年10月の議会選挙では、現政権が信任を受けて続投となった。民主主義のコストが表面化しなかった例と言えるだろう。

（注4）たとえば有名なハーバード大学のロゴフ教授もこのような主張をしている。詳細は以下サイト。
<http://economistsview.typepad.com/economistsview/2010/12/rogoff-the-euro-at-mid-crisis.html>

（注5）2010年4月のIMFの推計では、地域別の銀行セクターの不良債権比率（2007-10年の累計）は以下の通りとされている。米国7.0%、英国5.4%、ユーロ圏2.8%、その他欧州3.9%、アジア1.5%

- 本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- 本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- 本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。