

欧州債務問題の今後の可能性について

目次

- I. はじめに
- II. 過去の債務危機
- III. 今回の欧州債務危機と今後の可能性
- IV. おわりに～運用におけるソブリンリスク管理

債券運用部 外国債券運用 G 主任調査役 太田 頼男

I. はじめに

本稿の目的は、2010年以降のユーロ圏の国家債務危機の帰結を、過去の債務危機における要因や帰結と比較しながら考察することである。過去の債務危機の発生過程と帰結について分析し、今回の債務危機の今後の行方について示唆を得ることを試みる。また今回の危機を受けて、運用者としてソブリンリスクについてどのように管理するかについて私見を述べる。

II. 過去の債務危機

1. 過去の債務危機の概観

過去の債務危機を概観すると、先進国の国家債務がデフォルトすることはまれである。第二次世界大戦以前では、当時の先進国であった欧州諸国のデフォルトは発生したが、戦争や革命等の体制転換を原因とするものであった。一方、戦後のデフォルト件数は72件あるが、OECD加盟国でみるとデフォルトしたのは1978年のトルコのみであり、ほぼすべてが途上国におけるものであった。

途上国における債務危機の典型的なパターンは、発展途上の開発戦略に伴う対外債務の累積と経常収支の悪化が、途上国の内生的問題（放漫財政、政治混乱）や外部ショック（外貨獲得商品の価格下落や資金提供国の景気悪化）を切っ掛けにファイナンスできなくなることにより発生する。即ち、債務危機は対外ファイナンスの行き詰まりと同義であった。危機後の対応は、国際支援による短期的な資金繰り支援に加え、債務国の構造調整策の実施・債務リスケジュールやリストラ（再編）といった、支払能力の支援策が実施されることが多かった。

図1：20世紀以降のソブリンデフォルト

	先進国	新興国
1911-21	オーストリア、ブルガリア、ルーマニア、トルコ	アルゼンチン、ブラジル、エクアドル、エルサルバドル、ホンジュラス、メキシコ、ニカラグア、パラグアイ、ウルグアイ、リベリア
1931-40	オーストリア、ブルガリア、ドイツ、ハンガリー、イタリア、ポーランド、ルーマニア、セルビア、トルコ	中南米（15カ国）：アルゼンチン、ブラジル、リ等
1976-89	トルコ	欧州（3カ国）：ポーランド、ルーマニア、セルビア 中南米（17カ国）：アルゼンチン、ブラジル、メキシコ等 アフリカ（23カ国）：カメルーン、コンゴ、エジプト等
1998-04		欧州（2カ国）：ロシア、モルドバ 中南米（6カ国）：アルゼンチン、ドミニカ、エクアドル等 アフリカ（3カ国）：コートジボワール、ガボン、シエラレオネ アジア（2カ国）：インドネシア、パキスタン

（出所：「Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises」より三菱UFJ信託銀行作成）

2. 戦後の主要な債務危機

次に、戦後の2大債務危機である80年代の中南米危機と90年代のアジア危機について概観する。どちらも途上国における対外ファイナンス危機であったが、アジア危機が比較的短期で終息した一方、中南米危機は長期化した。この相違をもたらした要因は、債務拡大の前提となった条件の変化やファイナンス構造が影響していることが示唆された。

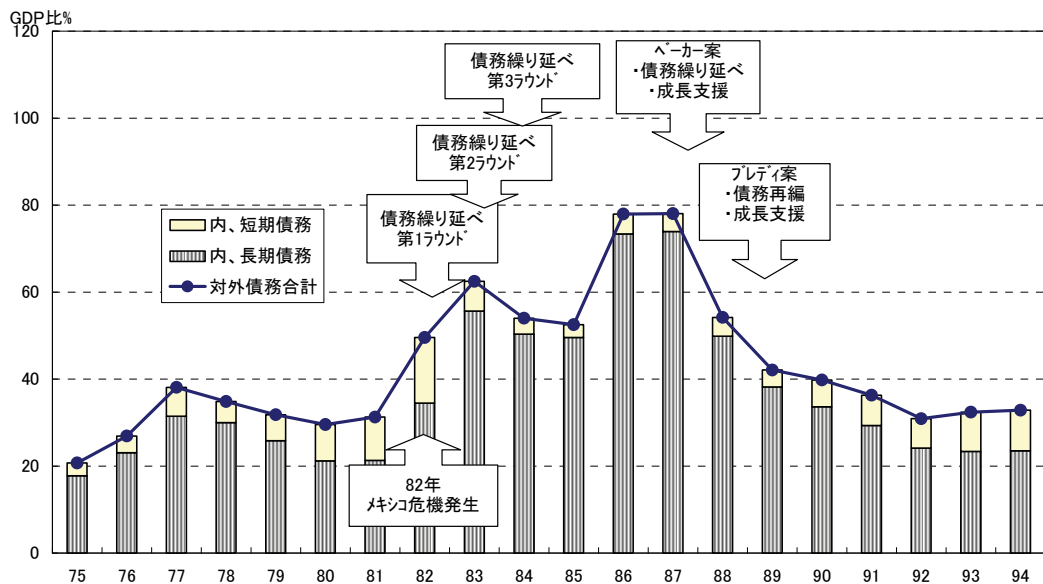
① 中南米危機

中南米諸国における債務危機は、1982年8月にメキシコ政府が外国銀行に対して公的債務の支払い猶予を要請したことに始まる。この時は、米国政府の支援やIMFの金融融資で繋ぎを行った上で、民間銀行の代表団とメキシコ政府が債務繰り延べの交渉（第1次ラウンド）を行い当面の救済案が実現した。しかし、その後も状況は改善せず、交渉は、第2ラウンド、第3ラウンドと長期に渡り繰り返され、最終的には債務再編が行われるまで問題が継続した。

本事例における債務累積の特徴としては、原油価格の高騰を背景にメキシコ政府による積極的な開発投資が行われた結果、輸入の急増と経常赤字の拡大が発生し、米銀を中心としたシンジケートローン等の長期資金がこのファイナンスを行ったことであった。しかし、石油危機が終息し、開発投資の前提であった原油価格が下落に転じ原油収入が減少した結果、対外債務の返済に行き詰まった。当初原油価格下落は緩やかで長期的な債務返済能力にそれほど疑問が高まらなかったことから、流動性不足の問題と認識され

たことや、深刻な景気後退直後の米銀が不良債権処理を積極的に進める体力を持たなかったことから、債務処理は繰り延べを中心としたものであった。しかし、通貨ペソの大幅な切り下げを行わなかったことや、原油価格低迷から経常収支の改善が継続せず、加えて金利上昇による利払い負担増加もあり、問題債権はその後も増加し、最終的には債務の株式化を含む債務再編へと繋がった。このように、メキシコ危機は、外部環境の変化（原油価格下落、金利上昇）による債務の支払い能力の低下と、資金の出し手（米銀）の体力低下が債務調整を遅らせた結果、問題が更に悪化していった事例と考えられる。

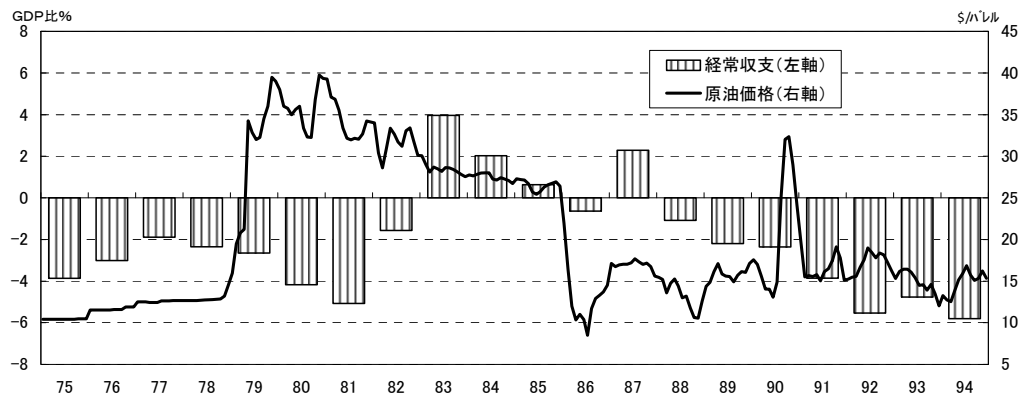
図2：メキシコ対外負債の推移（GDP比）



- ※ ベーカー案（85年）：米財務長官による債務問題の新戦略。従来の債務国の緊縮策のみでは問題が解決しないため、リスケジュールの延長に加え、債務国の経済成長を支援するアプローチ
- ※ ブレディ案（89年）：米財務長官による新債務戦略。債務国の経済再建支援に加え、債務の元本削減等の債務リストラクチャリングを含むアプローチ

（出所：世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成）

図3：メキシコの経常収支（GDP比）と原油価格



（出所：Bloomberg,世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成）

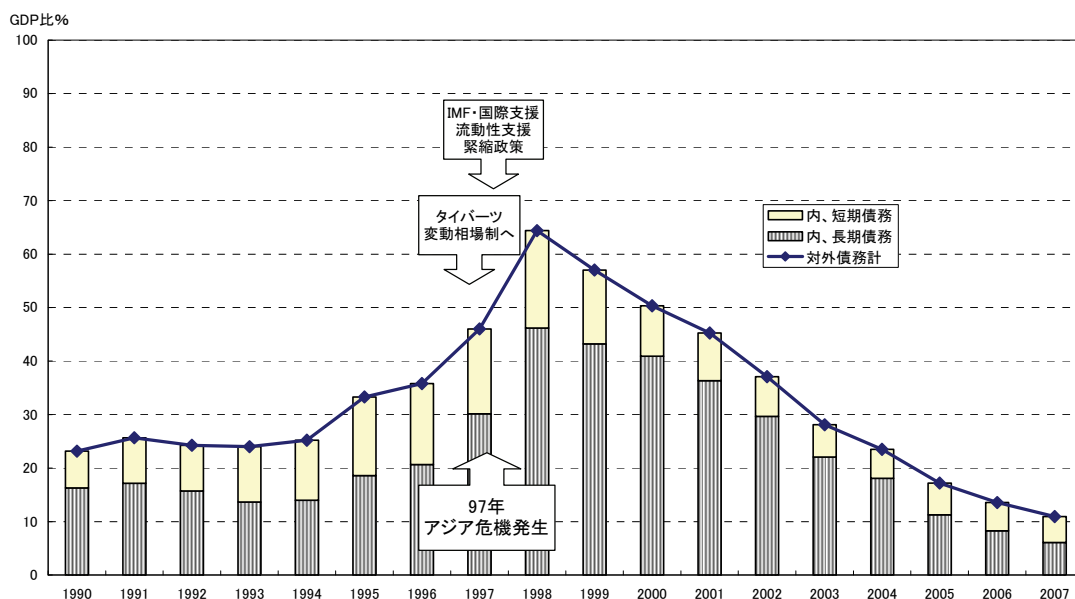
② アジア危機

一方、97年7月にタイを皮切りに発生したアジア危機は、対照的に比較的短期で終息した。アジア危機はタイからインドネシア、韓国といった近隣のアジア諸国に波及したが、ここでは、タイを例にその特徴を概観する。

債務の累積過程の特徴は、生産・輸出能力増強の為の設備投資拡大を短期資本流入によってファイナンスしたことにある。アジアにおける能力増強投資の拡大は、90年代前半のドル下落によりドルペッグを採用していたアジア諸国の輸出競争力拡大への期待が高まったことや、円高進行により日本企業のアジア進出が増加したことが背景にあった。また、短期資金によるファイナンスは、中国の台頭により直接投資が鈍った結果、超過投資のファイナンス手段として金融・資本市場の自由化を推進し、金利の低いオフショア市場や海外市場の利用が高まったためである。

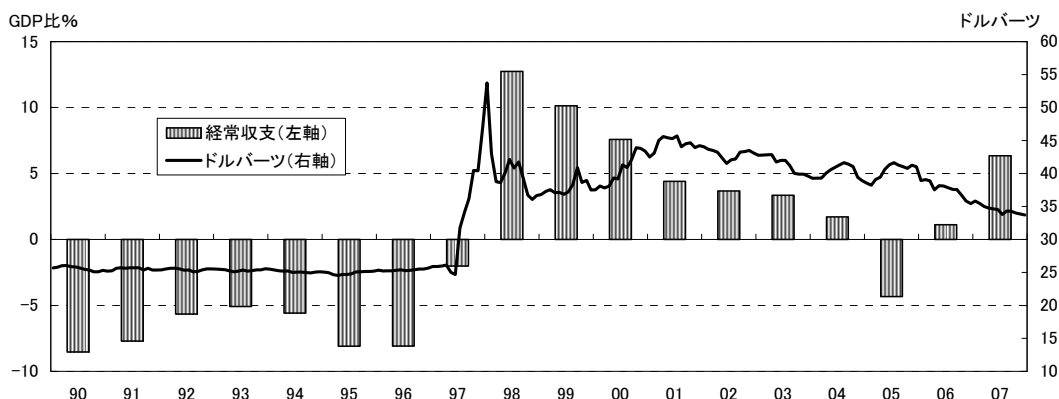
しかし、96年に世界的な輸出減速が発生したことやドルが上昇に転じたため、ドルペッグ制であったこれら諸国の支払い能力を担保していた輸出の低迷を招いた。この結果、過大評価されていた短期債務（通貨）に対して投機アタックが起こり危機発生となったのである。その後、通貨の切り下げ（変動相場制への移行）と国際支援による資金繰り支援が実施され、輸出の回復による将来的な返済能力に対する信頼が回復した。このように、アジア危機が短期に終息した要因としては、返済能力に対する懸念の要因となった通貨の過大評価が早期に修正されたことと、ファイナンス構造が短期債務であったため、市場主導での急速な調整が起こった為と考えられる。

図4：タイの対外負債の推移（GDP比）



(出所：世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成)

図5：タイの経常収支（GDP比）と為替相場



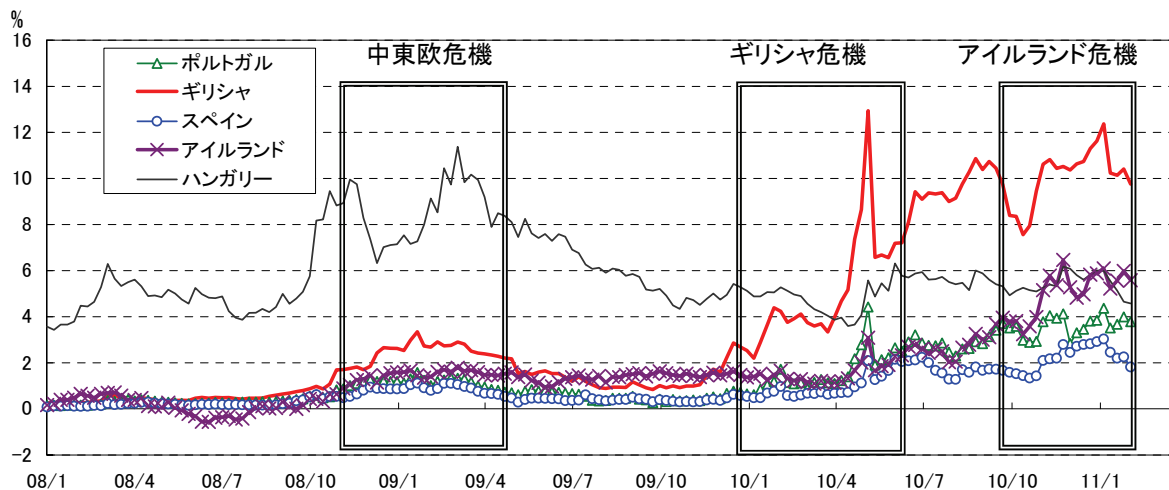
(出所：Bloomberg,世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成)

Ⅲ. 今回の欧州債務危機と今後の可能性

1. 欧州債務危機の推移

一連の欧州債務危機は、2008年9月の金融危機の影響でハンガリーやアイスランド等、欧州周辺の新興国が資金繰りに行き詰まったことに始まる（中東欧危機）。ただし、中東欧の危機はアジア危機のように比較的短期で終息している。ユーロ圏においては、金融危機後の景気低迷や金融機関に対する資金援助により財政赤字が拡大する中で、2009年10月にギリシャ政府が財政赤字見通しを大幅に下方修正したことを契機に、ギリシャ国債に対する懸念が高まり始まった。この懸念は、欧州諸国の支援の遅れから2010年5月にかけて継続した（ギリシャ危機）。その後、EUや欧州中央銀行による資金支援やストレステストの実施により2010年夏場にかけて落ち着きを取り戻すが、9月に国有化されていたアイルランドの銀行の債務超過の拡大が露呈し、銀行劣後債がヘアカットされたことから再燃した（アイルランド危機）。その後、EUやIMFによるアイルランド支援が決まり、現在は小康状態となっている。

図6： 欧州債務危機の推移（中期国債の対ドイツ国債スプレッド）



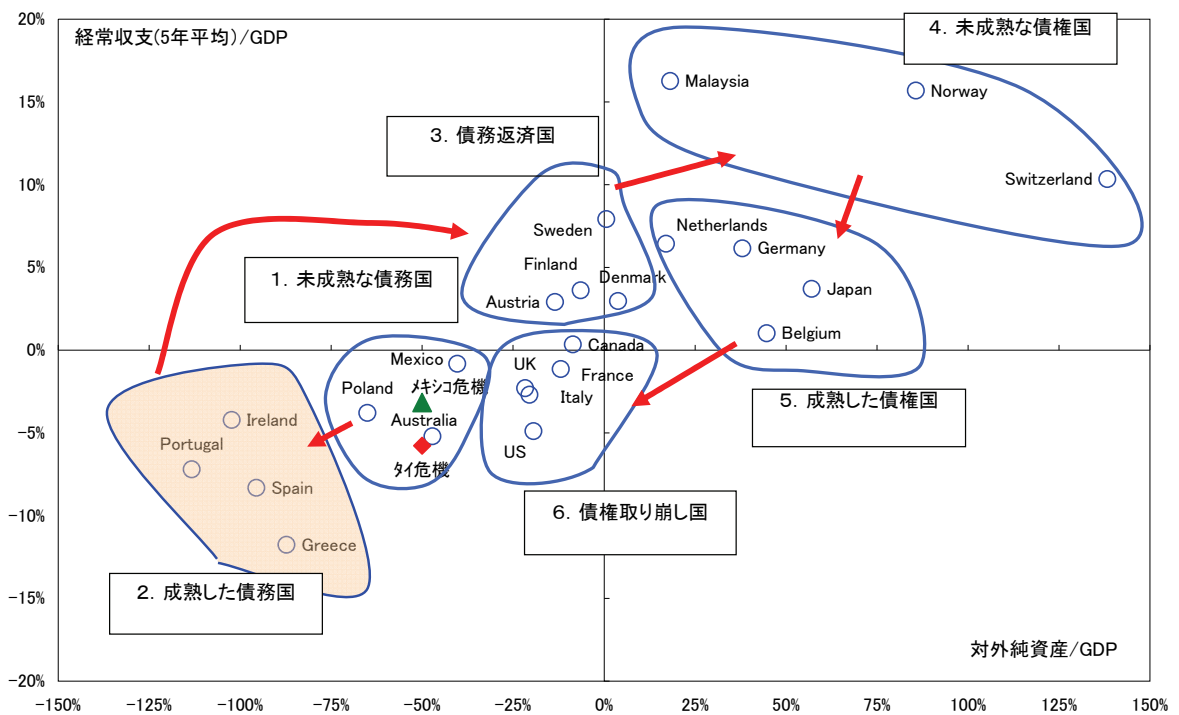
(出所：Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成)

2. 今回の債務危機の特徴

(1) 対外ポジション

過去の債務危機は、債務国における経常収支の悪化と対外債務の累積がなんらかの切っ掛けで維持不能となり、対外ファイナンスに行き詰まることにより発生した。今回のユーロ圏での問題諸国についても対外債務ポジションは同様に悪化している。ポルトガル・アイルランド・ギリシャ・スペインの所謂 PIGS 諸国では、対外ポジションは過去債務危機が発生した重債務の途上国よりも悪く、債務危機が発生しやすい状況にあった。今回の危機は、ユーロ圏という先進国で起こった初の危機ではあるが、対外ポジションで見ると、従来型の途上国型の危機と似たようなものとなっている。

図7：経常収支と対外資産



(出所：IMF,OECD より三菱UFJ信託銀行作成)

※図中の分類は、国際収支の発展段階説による。

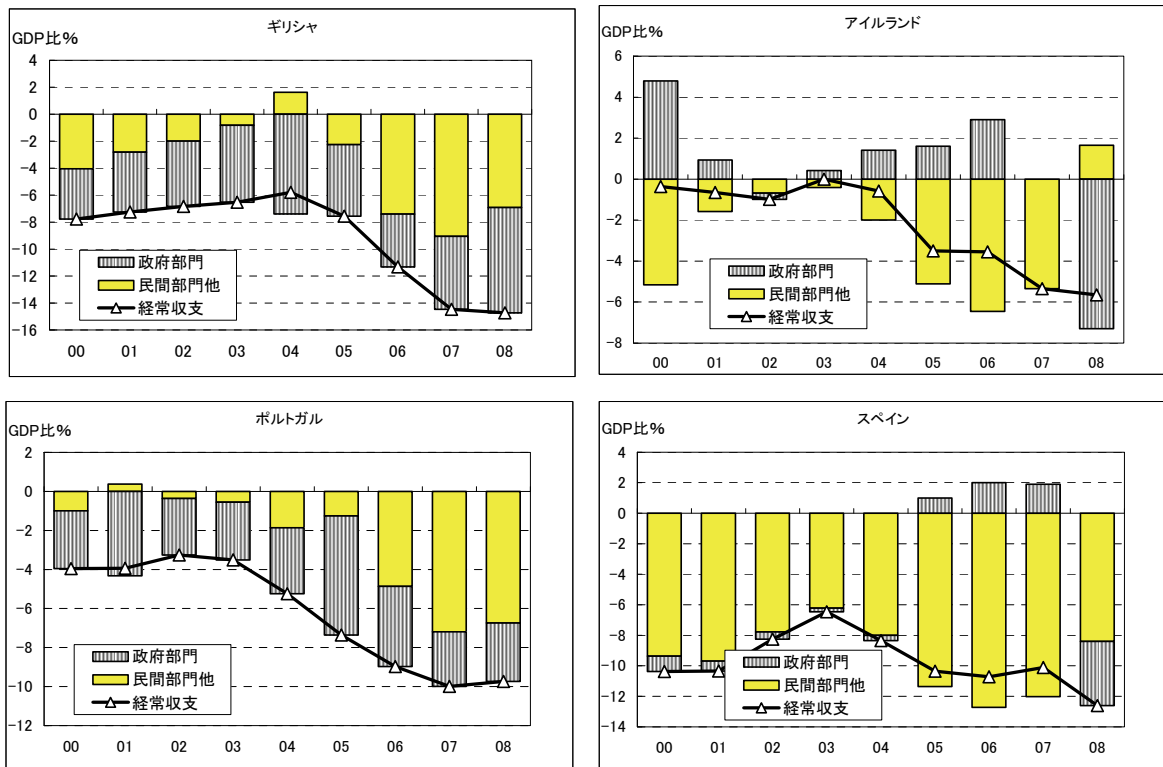
※国際収支の発展段階説：一国のISバランスが経済発展に対応して変化することに着目し、資産の蓄積過程を組み合わせることで長期的視点により国際収支構造の変化を説明する理論。

(2) 債務累積の要因とファイナンス構造

債務累積の特徴を分析するために部門別の貯蓄・投資バランスの推移をみると、ギリシャ・ポルトガルは民間部門の赤字に加え、危機前から恒常的に政府部門が赤字であり、放漫財政が赤字累積の主因であったことが伺える。一方、アイルランドとスペインは、危機前は政府部門は黒字と財政規律は維持されており、主に民間部門の赤字が債務累積の主因であることがわかる。

このような債務拡大が生じた要因は、ユーロ統合により問題諸国の金利が低下したことが大きい。高齢化による社会保障費が増大しているギリシャやポルトガルでは財政のファイナンスコストが低下し、マーストリヒト条約における財政規律も緩いものであった為、財政赤字拡大が恒常化するというモラルハザードが発生した。一方、アイルランドとスペインでは、財政規律は維持されていたが、金利低下で住宅バブルが発生したことが債務拡大の要因であったと考えられる。

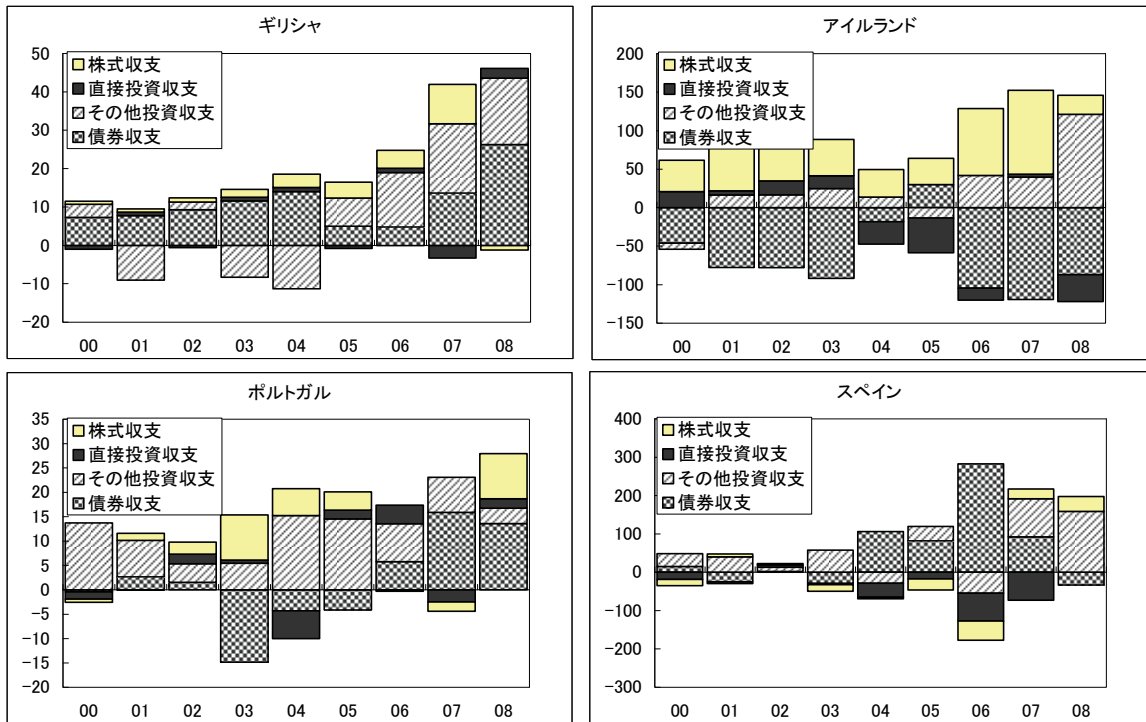
図8：問題国のISバランス



(出所：世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成)

次にPIGS諸国の債務の対外ファイナンス構造をみると、ギリシャ・ポルトガルは債券フロー中心、一方、アイルランド・スペインはローンフロー中心が特徴的である。これは海外勢がギリシャ・ポルトガルについては、債券投資により財政赤字のファイナンスを行い、アイルランド・スペインについては、ローンにより民間部門の赤字をファイナンスしてきた構図であった。

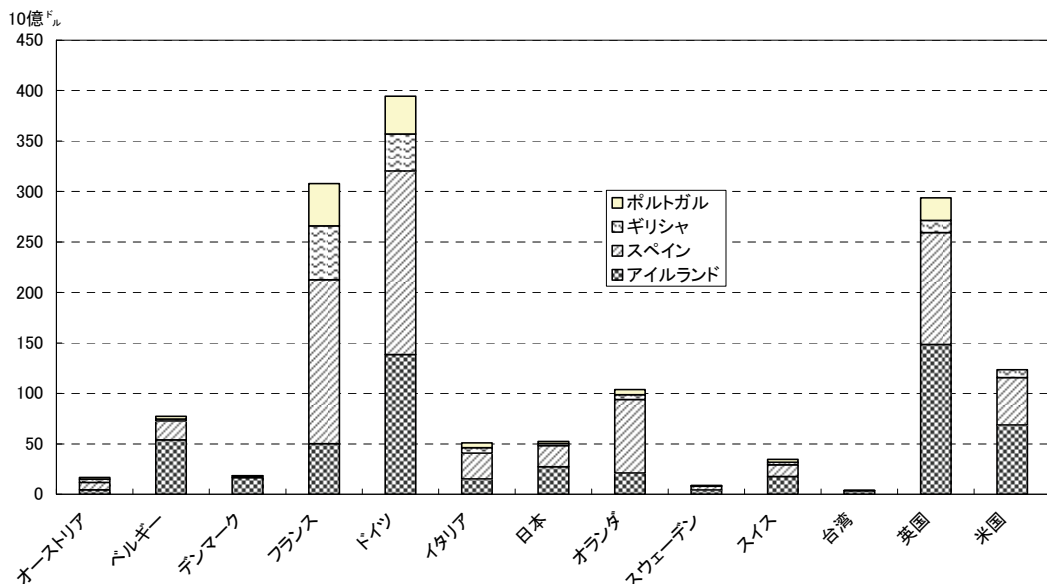
図9：PIGS 諸国の資本収支内訳（10億ドル）



(出所: IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成)

主要な貸し手を見ると、ドイツ、フランスとベネルクス等のユーロ域内の経常黒字国からの資金流入がもっとも多い。ユーロ統合による通貨リスクの消滅もありドイツやベネルクス等のユーロ域内からの資金流入が活発化した。このように今回は同一通貨圏における債権・債務関係になっており、言い換えると、国家債務問題はPIGS以外の国の欧州銀行の不良債権問題と表裏一体のものとなっている

図10：PIGS 諸国への債権残高(2010年2Q末)



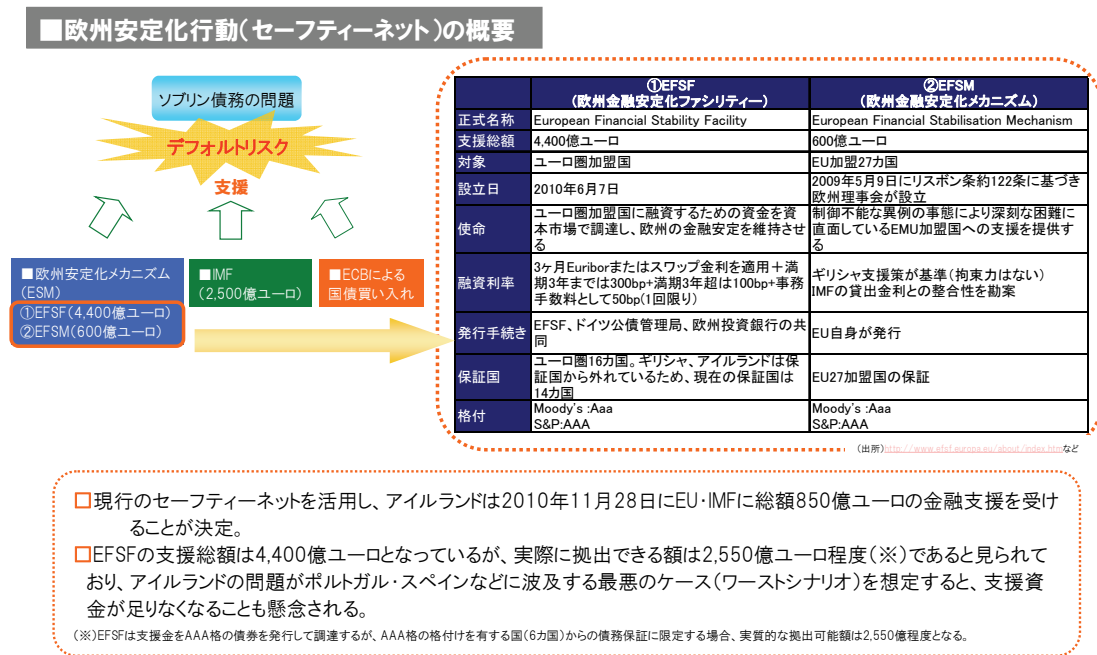
(出所：国際決済銀行(BIS)より三菱 UFJ 信託銀行作成)

3. 現在までの対応

(1) 資金繰り対応

現在までの対応は、危機発生により債務の借り換え等の資金繰りが困難に陥った問題国に対する、資金繰り支援に焦点が当てられてきている。危機発生後から現在までの危機対応を振り返ると、問題諸国のうちギリシャとアイルランドについては、自力のファイナンスが不可能であることから、欧州及びIMFによる国際支援を申請している。またポルトガルについても、早晚申請することが予想されている状況である。この国際支援により、問題国の2013年までの資金繰りについては目処がつきつつあり、市場の混乱も小康状態となっている。しかしながら、懸念の根本にあるのは、巨額の債務をどのように削減するのかという支払い能力の問題であり、この対応策は未だ不透明な状況である。

図 11：欧州安定化基金等の概要



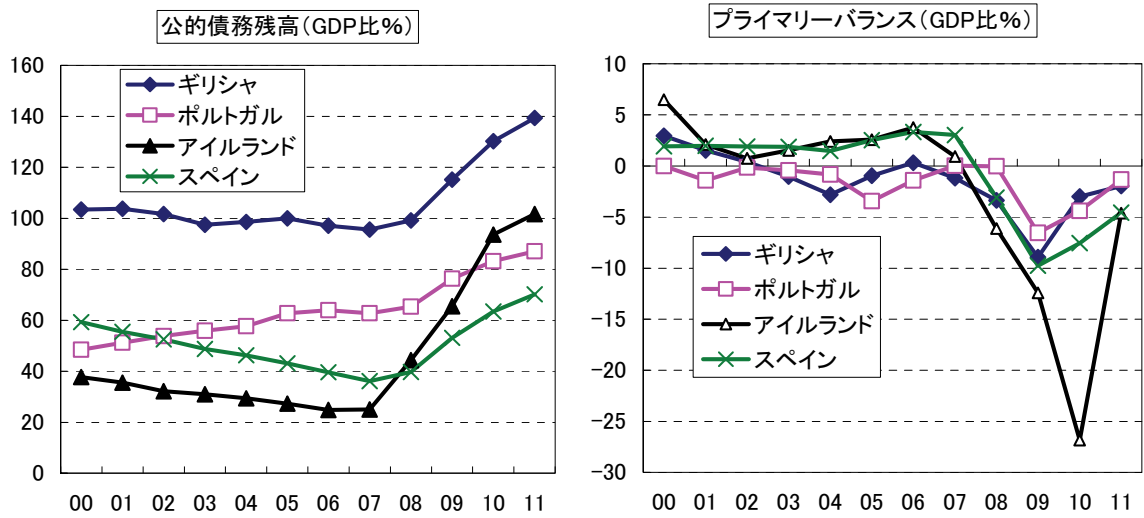
(出所：三菱UFJ信託銀行作成)

(2) 支払い能力の問題

①債務規模

問題諸国の支払い能力を考える上で、初めに、債務負担のレベルをみておきたい。現状の問題諸国の公的債務のレベルは、ギリシャとアイルランドでGDP比100%を上回っている。これを、GDP比60%程度まで引き下げるために、例えばギリシャの場合、金利が名目GDPを上回らない前提を置いて、プライマリーバランスの黒字5%を16年間続ける必要がある。厳しい緊縮財政政策を採りはじめた2010年、11年のプライマリーバランスはそれぞれ▲3%、▲2%と引き続き赤字が予想されており、現在の状況ではこれだけでも相当困難が予想される。

図 12： 公的債務残高（GDP 比）とプライマリーバランス（GDP 比）



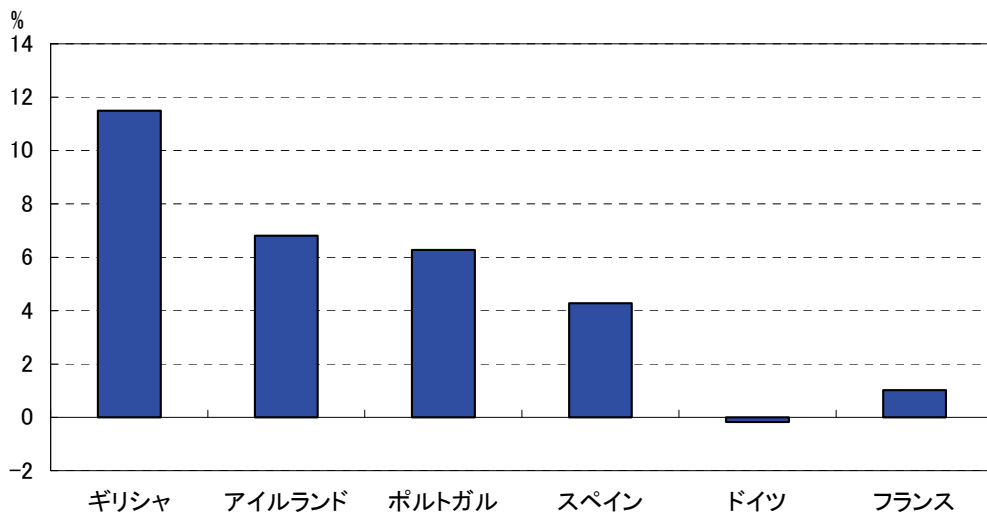
(出所：IMF、OECD より三菱 UFJ 信託銀行作成)

②支払い能力を担保した前提条件の変化

支払い能力を考える上でさらに問題となるのが、債務累積の持続を可能にしてきた前提条件が完全に変化してしまったことである。

一点目としては今回の危機の結果、問題諸国の金利が名目 GDP を大きく上回っているところまで上昇していることである。公的債務の借り入れ金利が名目 GDP を上回ると、プライマリーバランスの黒字で相殺されない限り、公的債務残高は利払い負担により増加してしまう。現状は問題国の財政は利払い面からの拡大圧力を受けていることを示しており、返済能力が更に劣化していることに等しい。

図 13： 長期金利一名目 GDP（2011年2月時点）

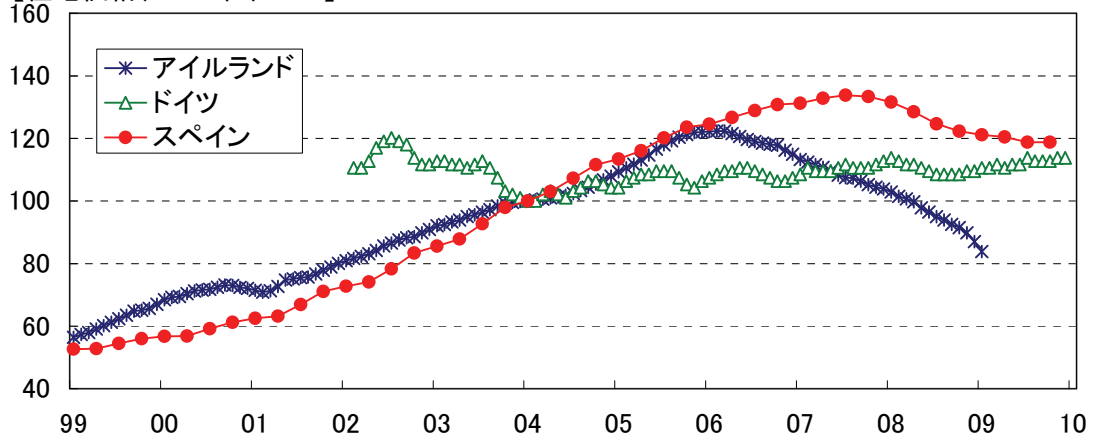


(出所：Bloomberg, IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成)

2点目としては住宅価格が下落していることである。アイルランドとスペインでは、問題は国家債務増大が公的資金を注入した銀行の不良債権問題と表裏一体になっており、いくら財政調整をおこなっても、住宅価格の下落が続けば債務は増大することである。住宅価格が回復すれば、問題は解決に向かうのだが、民間部門がレバレッジを下げる過程にあるため、住宅価格が早期に回復する可能性は低く債務増大の懸念が残る。

図 14：住宅価格の推移

【住宅価格、2004年末=100】



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

③債権者（欧州の銀行）の体力不足

債務国へのファイナンス主体が主に欧州域内の銀行であったため、金融危機後の体力低下により迅速な債務処理の障害になっている。問題国における金利上昇や住宅価格の低下が続けば債務の質が劣化している状況においては、貸し手による支援（債権放棄や引き当て）による債務負担の迅速な軽減が必要であるが、現実的には難しい状況である。

以上のように債務水準の高さに加え、債務累積の前提条件の変化による返済能力の劣化からみると、ギリシャやアイルランドのような重債務国では自力再建は不可能であると思われる。加えて債権者の体力不足も考慮にいと、今回のケースは、中南米危機におけるメキシコの事例のように、資金繰り支援や債務繰り延べが繰り返され、結局債務再編に帰着する可能性が高い。資金繰り支援のみではなく、早急に債務国の債務再編や成長支援等の返済能力の向上策や、ドイツやフランスの金融機関の資本増強等の貸し手の体力回復策がとられなければ、状況は更に悪化していく恐れがある。

図 15：戦後の3つの危機の比較

	中南米危機	アジア危機	欧州危機
債務拡大の前提	原油価格上昇	通貨安・輸出拡大	金利低下・住宅上昇
ファイナンス構造	長期資金 米国	短期資金 欧米	長期資金 欧州（非 PIGS）
対外債務の規模 （GDP 比）※	50～60%程度	50～60%程度	80～120%程度
債務返済能力の変化	原油価格下落 →返済能力劣化	通貨大幅安 →返済能力回復	金利上昇・住宅下落 →返済能力劣化
債権者の体力	米銀・体力無し	米銀・体力あり	欧銀・体力無し
帰結	長期化・債務再編	短期	長期化・債務再編？

※対外債務は中南米、アジアはグロス、欧州はネット

（出所：三菱 UFJ 信託銀行作成）

（4）今後の支援策

このような状況を受け、現在は欧州では 2011 年 3 月下旬に向けて、EFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の強化策について議論が行われている状況である。報道等で現在明らかになりつつある素案は、問題国の資金繰り支援に使用する緊急融資制度の規模拡大によりポルトガルやスペインに危機が伝染した場合のセーフティネットを強化することや、金利上昇により債務がさらに拡大する恐れのあるギリシャやアイルランドに対し、自国国債の買戻し資金を低利で融資する案が含まれている。ただし、いずれの案でも債務国の支払い能力の向上に対して直結するものではなく、債務削減や成長支援策の策定が急がれる。しかし、債権者負担の増加は銀行の信用問題に繋がるリスクもあり早期の債務処理の障害となっている。

IV. 終わりに

従来、先進国国債のベンチマーク運用では、対象国債は投資適格であり、デフォルトリスクについてはテールリスク（非常に発生の可能性が低い事象）として、事実上デフォルトリスクは無視した上で、金利リスクや通貨リスクを α の源泉としてのアロケーションを考えることが主眼であった。しかし、S&P によれば、ギリシャの格付は既に BBB（ベンチマーク除外済）、アイルランドは A-（サブタイプ）に格付けされているが、投資適格ぎりぎりの水準（BBB 格）に落ちた場合、その後 10 年のデフォルト率は 5% を上回り、もはやテールリスクとは看過できなくなることが示されている。

図 16 : 自国通貨建てソブリンの累積デフォルト率 (1993-2008)

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	0.68	1.43	2.25	3.15	4.14	5.23	5.23	5.23	5.23
BB以下	2.24	3.74	4.62	5.16	5.83	6.68	7.82	9.47	9.47	9.47

(出所 : S&P より三菱 UFJ 信託銀行作成)

戦後長らく先進国の国債デフォルトは発生しなかったが、先進国においても国債のデフォルトを考慮する必要があることが今回の危機の教訓である。今後、先進国においては高齢化による国内貯蓄の減少から対外ファイナンスへの依存が高まっていくことや、経済成長の著しい新興国が対外ファイナンスに脆弱性を抱えながらも投資対象国となることが想定される中で、各国の財政状況や対外ファイナンス状況を今まで以上に精査・峻別し、運用にあたる必要があるであろう。

(2011年2月10日記)

【参考文献】

- ・ Federico Sturzenegger , Jeromin Zettelmeyer
「Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises」 MIT Press 2007年
- ・ 細野昭雄、恒川恵市著 「ラテンアメリカ危機の構図」 有斐閣 1986年
- ・ 児玉茂監 「21世紀型金融危機とIMF」 東洋経済新報社 1999年
- ・ 岡村健司編 「国際金融危機とIMF」 大蔵省財務協会 2009年

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）