

EUの「ソブリン危機」

——国債利回りスプレッドの拡大原因を中心として——

岩 見 昭 三

目 次

- | | |
|-----------------------------------|-------------|
| I. はじめに——問題の所在—— | IV. 検 証 |
| II. ヘッジファンドの投機説
——高屋定美氏—— | V. 結論と今後の展望 |
| III. ファンダメンタルズ説
——ドイツブンデスバンク—— | |

I. はじめに——問題の所在——

2009年10月のギリシャの財政赤字統計疑惑の発覚に端を発して、その後アイルランド・ポルトガル国債にまでデフォルト不安が波及し、現在（2011年10月）上記三カ国が EU・IMF から金融支援を受けている。しかし、この金融支援は、受入国の財政状況の改善を条件に分割して実施されるために、財政状況に改善が見られなければ受入国の国債のデフォルト不安が再燃することになる。2010年夏以降ギリシャはこの問題に直面しており、財政緊縮政策を強化するとともに金融支援の一層の拡大を要請している。具体的には、EFSF（欧州金融安定基金）による金融支援規模の拡大が一つの焦点となっているが、これには支援各国の議会の承認が必要なため事態の鎮静化が遅れている。他方、財政不安国の国債が EU 各国の金融機関によって保有されているため、国債価格の下落による評価損が金融機関の経営に打撃を与えるようになれば、この「ソブリン危機」が金融危機にまで拡大することが懸念されている。この結果、金融機関に対する資本注入が具体的日程にのぼっているのが現状である。

この「ソブリン危機」悪化の指標として通常用いられるのが CDS スプレッドと並んで10年満期国債のドイツ国債（Bund）との利回りスプレッド（格差）（以下、利回りスプレッドと略称）である。当該国の財政不安が高まれば国債が売却され国債価格が下落し、それが利回りの上昇として現れるからである。実際、後述するように、上記三カ国の国債利回りのドイツ国債のそれとのスプレッドは2010年以降急拡大している。

しかし、この利回りスプレッドの拡大原因に関しては必ずしも見解が統一されていない。この見解の相違の検討は、「ソブリン危機」の基本原因、さらには今後の有効な政策の問題にも関わるため、きわめて重要である。その準備として、本稿では、主としてドイツブンデスバンクの主張を手がかりに、国債利回りスプレッドの拡大要因について基礎的事実を確認するにとどめ、最

後に、「ソブリン危機」の今後について若干の展望を試みたい。

Ⅱ. ヘッジファンドの投機説——高屋定美氏——

高屋定美氏は、『欧州危機の真実—混迷する経済・財政の行方—』で、ギリシャ国債の利回りの上昇と「ほぼ同時に、ギリシャほどではないもののポルトガル、スペインのスプレッドも高まり、金融市場はスペイン、ポルトガル国債のリスクが高いものと認識している」¹⁾として、「何が両国のリスクを高めたのか」¹⁾と、スプレッドの拡大に反映された金融市場のリスク認識の原因は何か、という問題提起をする。この問題に対して、氏は、「その背景にはおそらくヘッジファンドを主とする投機家の存在があるように思われる」¹⁾として、両国のファンダメンタルズの悪化を必ずしも反映していない、と主張する。「スペインでは……大手銀行の財務は大きく毀損していないし、また財政赤字もギリシャほど大きくはない。ポルトガルもファンダメンタルズは弱いものの、財政赤字もギリシャほどではない。そのような経済のリスクが急速にギリシャとともに上昇しているのは、通常の経済理論だけでは説明できない。金融市場特有の原理が働いたと考えるのが素直であろう。たとえば、IMF 専務理事ストロスカーンは2010年3月7日に『ポルトガル、スペインに波及する理由はない』と発言しているが、これがエコノミストの素直な反応ではないだろうか」²⁾と、ファンダメンタルズというより「金融市場特有の原理」でリスクが高いと認識され、ポルトガル、スペインの国債利回りが上昇したことになる。氏によれば、両国にもファンダメンタルズの悪化が見られるが、それが原因で利回りが上昇したというより、「金融市場特有の原理」によるリスク認識、不安拡大による結果としてファンダメンタルズが悪化したわけであり、ファンダメンタルズの悪化は原因でなく結果である。

したがって、以下に見られるように、氏にとって「ソブリン危機」に対する政策として最優先されなければならないのは、金融市場の不安定性を抑えることになる。「金融市場での怖さ・危険性が金融のグローバル化のもたらした伝染効果の現れではないだろうか。これに対処する具体的なマクロブルーデンスといわれる金融市場全体の安定性を考慮した金融安定措置が求められる」³⁾。

Ⅲ. ファンダメンタルズ説——ドイツブンデスバンク——

このような投機による国債利回り上昇を強調する「投機説」の対極に位置するのが、利回り上昇におけるファンダメンタルズの役割を強調する「ファンダメンタルズ説」である。この論争は、

1) 高屋定美『欧州危機の真実——混迷する経済・財政の行方——』東洋経済新報社、2011年7月、135ページ。

2) 前掲書、137ページ。

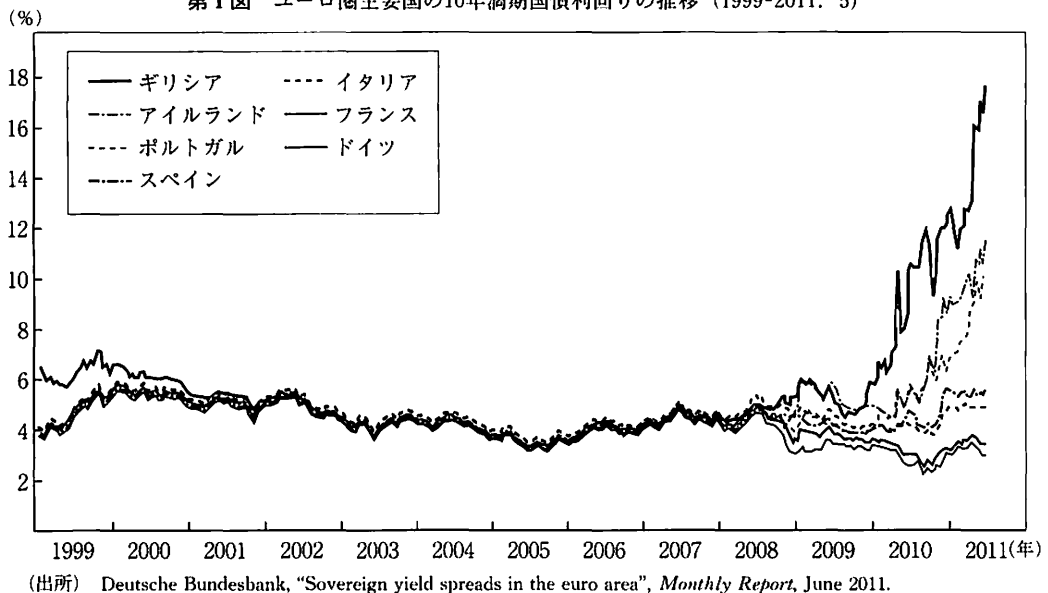
3) 前掲書、137-138ページ。

今回の「ソプリン危機」以前の時期を対象としても多くの研究を蓄積させてきており、現実の現象を解釈するさいには投機も含めて複数要因が指摘されることが多い⁴⁾。しかし、ドイツブンデスバンクは2011年6月の月報論文で「ファンダメンタルズ説」を明確に主張しており、これは今回の「ソプリン危機」に対するブンデスバンクひいてはドイツ政府の政策的対応とも深く関連している。

(1) 利回りの推移

この月報論文で、今回の「ソプリン危機」下の国債利回りスプレッド拡大の検討に入る前に、ブンデスバンクは第1図によって過去の利回りの推移を概観する。

第1図 ユーロ圏主要国の10年満期国債利回りの推移 (1999-2011. 5)



まず、第1図には含まれていないが、ユーロが発足する1999年以前からユーロ導入予定国の国債利回りは収斂が始まっていた。ブンデスバンクによれば、その原因は、通貨統合以前でも、統一的な金融政策の下でのインフレ期待の低下効果と、為替リスクの低下効果が先取りして現れたことにある。実際、当初ユーロ導入11カ国の10年満期国債の平均利回りは「1995年には6.9～12.6%と開いていたのに、1999年1月には4.5～4.8%に縮小した」⁵⁾。

その後、収斂状態が続き、2005年の「ニューエコノミーバブル」の崩壊のときに利回りスプレッドが一時的に僅かに拡大したがすぐに収束し、2007年のアメリカの「サブプライム危機」も

4) S Gerlach, A Schulz and G Wolf, "Banking and sovereign risk in the euro area", Deutsche Bundesbank Research Centre, *Discussion Paper*, Series 1, No 09/2010. に、1993年から2008年にかけての各期間の国債利回りスプレッドの原因に関する諸説が整理されている。

5) Deutsche Bundesbank, "Sovereign yield spreads in the euro area", *Monthly Report*, June 2011, p. 28.

EUの国債市場にマイナスの影響を及ぼさず、「2008年8月末時点でドイツ国債（Bunds）に対するユーロ圏諸国の利回りスプレッドは75ベースポイント以下であった」⁶⁾。

ところが、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破産以降利回りが拡大を始め、2009年当初にはギリシャ国債とアイルランド国債の利回りはドイツ国債より3%弱上回るようになる。国債価格の下落は2010年に入り一層加速したため、市場はギリシャ、アイルランド、ポルトガルへの投資を手控えるようになり、その結果利回りは2010年に急上昇し、スプレッドの拡大は現在（2011年10月）まで続いている。第1表で見られるように、2011年9月現在のギリシャ、アイルランド、ポルトガルの10年満期国債の平均利回りは、それぞれ17.78%、8.51%、11.34%まで上昇しており、ドイツのそれは1.83%である

第1表 ユーロ圏主要国の10年満期国債利回り（2009.12-2011. 9）

(%)

	2009.12	2010.3	2010.6	2010.9	2010.12	2011.6	2011.9
ギリシャ	5.49	6.24	9.10	11.34	12.01	16.69	17.78
アイルランド	4.88	4.53	5.31	6.14	8.45	11.43	8.51
ポルトガル	3.91	4.31	5.54	6.08	6.53	10.87	11.34
スペイン	3.81	3.83	4.56	4.09	5.38	5.48	5.20
イタリア	4.01	3.95	4.10	3.86	4.60	4.82	5.75
フランス	3.48	3.44	3.07	2.68	3.34	3.43	2.64
ベルギー	3.61	3.63	3.47	3.12	3.99	4.14	3.88
ドイツ	3.14	3.10	2.54	2.30	2.91	2.89	1.83

(注) 各月の平均利回り。

(出所) ECB, *Interest rate statistics*, Oct. 2011.

(2) 利回りスプレッドの規定要因

ブンデスバンクによれば、このような利回りの上昇は、「リスク回避志向の投資家が、安全かつ流動的なベンチマーク債に投資しないことの代償」⁷⁾である。この立場からブンデスバンクは利回りスプレッドの規定要因を、信用リスク、リスクプレミアム、流動性プレミアムの3グループに分け、それらが今回のスプレッドの拡大にどのように寄与したかを検討していく。

① 信用リスク要因

信用リスク要因は、債券発行者の信用リスクから生じる期待損失に対する代償として利回りを上昇させる。国債の場合の信用リスクは、当該国の政府ないし議会の支払意志によって規定され、この支払意志は信用力を構成する種々の要素に影響される。この信用力の重要な基礎的な構成要素は、財政収支・政府債務残高比率などの財政要素、金融部門の状況、経常収支、価格競争力から成る。実際には、格付け会社による評価もガイドラインとして役立つことがある。

しかし、ブンデスバンクによれば、信用リスクないし期待損失の決定的な規定要因は、「当該国の公的債務の長期的持続可能性に対する市場の評価」⁸⁾である。したがって、「財政収支予想と

6) *ibid.*, pp. 28-29.

7) *ibid.*, p. 30.

8) *ibid.*, p. 31.

債務残高水準が利回りに積極的な影響を与える」⁹⁾ことになる。これはユーロ圏において実証的にも確認できるとして、ブンデスバンクのリサーチセンターの2010年発行の論文⁹⁾の参照を求め、事例として2009年のギリシャの財政赤字の拡大修正を挙げる。この拡大修正と財政収支見通しの悪化がギリシャ国債の利回りを上昇させ、2010年4月に国際的支援を要請することになった。

金融部門の状況も国債利回り上昇に大きく影響する。金融危機によって政府が金融機関に対する救済策を発動し、これによって財政が悪化するからである。ブンデスバンクは、2010年第Ⅲ四半期のアイルランドの例を挙げ、「弱体化したアイルランドの金融部門が政府による追加支援が必要であると2010年第Ⅲ四半期に明らかになったとき、……アイルランドの利回りスプレッドが劇的に拡大した。この展開は2010年第Ⅳ四半期まで続き、アイルランド政府は2010年11月にEUとIMFに対して救済を求めるようになった」¹⁰⁾として、これは実証研究によっても裏付けられていると主張する。「実証研究によれば、金融部門が大きくかつ銀行の自己資本比率が比較的低い国においてとくに利回りスプレッドの拡大が大きい」¹⁰⁾。

さらに、経常収支と価格競争力も利回り上昇に次のように影響する。ユーロ発足後、ユーロ圏内において経常収支赤字国と黒字国に分かれ、赤字国は赤字をファイナンスするために資本輸入への依存を深めており、リーマン・ショックの金融危機以前には低金利状況がこの資本輸入を一層増大させた。しかし、これは同時に資本輸入国の価格競争力を弱めることになり、金融危機による資本流出の影響を拡大し、利回り上昇をもたらした。ブンデスバンクによれば、「経常収支赤字と価格競争力がユーロ圏の利回りスプレッドに及ぼした影響も実証的に示されている」¹¹⁾。

格付け会社による各国国債の格付けも、年金ファンドや保険会社などの機関投資家の国債投資に影響を及ぼしている。ブンデスバンクも、「2011年第Ⅰ四半期にアイルランド、ポルトガル、ギリシャ、スペインの国債が格下げされたとき、この要因だけでも国債価格への圧力を増大させた」¹¹⁾として、格付け会社による評価の影響を認めている。しかし、「格付けは短期的影響を正確には反映せず、多くの場合信用リスクの適切な尺度ではない」¹¹⁾として、利回りに及ぼす影響度合いを否定的に評価している。

② リスクプレミアム要因

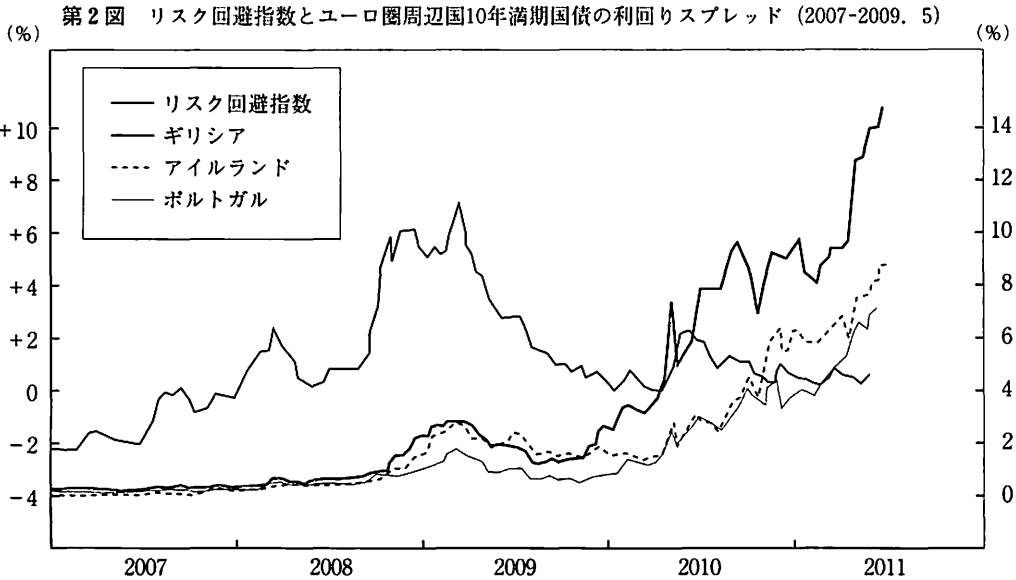
リスクプレミアムは、予期しない損失に関する不確実性に対する代償として利回りを上昇させる。つまり、ベンチマーク債への投資と比較した変動の大きさに対する補償として定義され、この変動リスク回避を計測するさい、複数の指標が用いられる。ブンデスバンクが用いるのは、株価指数の変動、ドイツ国債投資収益と株式投資収益との時系列相関関係、AAAランク社債・BBBランク社債とドイツ国債(Bunds)との利回りスプレッド、投資適格欧州企業(ItraxxEurope)・

9) S Gerlach, A Schulz and Wolf, *ibid.*

10) Deutsche Bundesbank, *ibid.*, p. 34.

11) *ibid.*, p. 35.

投資不適格欧州企業 (Itraxx Crossover) それぞれの CDS プレミアムである。これらを総合してブンデスバンクはリスク回避指数を作成し、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル各国国債とドイツ国債とのそれぞれの利回りスプレッド国債と対比したのが第2図である。



- (注) (1) 国債のスプレッドは、各国10年満期国債の対ドイツ国債 (Bunds) の利回りスプレッド。(右目盛)
 (2) リスク回避指数は、株価指数の変動、ドイツ国債投資収益と株式投資収益との時系列的相関関係、AAA ランク社債・BBB ランク債とドイツ国債 (Bunds) との利回りスプレッド、投資適格欧州企業 (Itraxx Europe)・投資不適格欧州企業 (Itraxx Crossover) それぞれの CDS プレミアム、を総合した指数。(左目盛)
 (出所) Deutsche Bundesbank, "Sovereign yield spreads in the euro area", *Monthly Report*, June 2011.

この第2図でブンデスバンクがまず着目するのが、2008年9月のリーマン・ショックを契機とするリスク回避指数の急上昇である。このとき同時に上記3か国のドイツ国債 (Bunds) に対する利回りスプレッドも拡大したからである。しかし、ブンデスバンクは、利回りスプレッドの拡大そのものよりも、リスク回避指数の上昇幅と利回りスプレッドの拡大幅との程度の違いを強調する。「金融市場全体のリスク回避の大きな増大と比較すると、利回りスプレッドの拡大は当初僅かであった」¹²⁾。リーマン・ショックに対して多くのユーロ圏各国政府は銀行救済策を採ったが、これはリスクが金融部門から国家に移転されたことを意味する。そのため、民間金融部門における全般的なリスク回避が減少する一方で、「市場はとくにユーロ圏周辺諸国の信用に焦点を移し、2010年のはじめにはギリシャ、アイルランド、ポルトガルの利回りスプレッドが急激に上昇した」¹²⁾。その後、2010年5月のギリシャの場合などのように、リスク回避指数と利回りスプレッドの相関は確認されるが、ブンデスバンクによればこの相関は一時的なものであり、リスク回避による「伝染 (contagion)」効果には否定的である。というのは、「EU と IMF の救済策が伝染のリスクの抑制にかなり効果があり、同時にリスク回避も徐々に減少して

12) *ibid.*, p. 38.

13) *ibid.*, p. 39.

いった」¹³⁾ からである。

③ 流動性プレミアム要因

流動的証券市場では、いつでも大量に均衡価格で証券を売買でき、換金可能性が高い。したがって、流動性は、具体的指標として、bid-ask スプレッドの低さ、大量取引での価格変動の小ささ、均衡価格から乖離したときの均衡価格への収束の速さで測られる。

2008年のリーマン・ショック、今回の2009年以降のソブリン危機でも流動性プレミアムが検証できたとし、ブンデスバンクは種々の実例を挙げる。第一に、ドイツ国債 (Bunds) の bid-ask スプレッドは約5 ベーシスポイントでほぼ安定的に推移していたが、ポルトガル、アイルランドのそれはすでに高水準にあったにもかかわらず2008年以降上昇し、2010年は平均してそれぞれ約85ベーシスポイント、90ベーシスポイントまで上昇した。第二に、ユーロ圏周辺国発行国債の取引量がとくに2010年5月以降急速に減少した。第三に、金融危機のとき投資家が流動資産への投資額を増大させた。しかし、ブンデスバンクは、「実証研究が示すところによれば、ユーロ圏の国債の利回りへの流動性プレミアムが果たす度合いはマチマチである」¹⁴⁾ として「いくつかの国の国債に対しては重要な役割を果たしている」¹⁴⁾ と指摘するにとどまる。

④ 総合的評価

以上、ブンデスバンクは、信用リスク要因、リスクプレミアム要因、流動性プレミアム要因を検討した結果、ファンダメンタルズ——政府債務残高、財政収支、経常収支、価格競争力、金融部門の健全性——を反映する信用リスクが利回りスプレッド拡大の主要要因であると結論づける。その理由は、第一に、政府債務残高のようなファンダメンタルズに関して、これ以上超えてはいけないと市場が認識する「境界値 (threshold value)」が存在すること、第二に、弱いファンダメンタルズの一定の組み合わせ——例えば、弱体化した金融部門と低い価格競争力、不安定経済状況下の大規模金融機関——が利回りスプレッドに積極的に影響を及ぼすことである。

ブンデスバンクによれば、信用リスク要因と比較すると、他の二要因の利回り上昇への寄与は副次的である。リスクプレミアム要因は一時的に2010年5月に利回りの上昇をもたらしたものの、リーマン・ショック後の金融危機のときと比較すると、今回の「ソブリン危機のときはあまり重要な役割を果たしていない」¹⁵⁾ し、また、「流動性プレミアム要因の及ぼす影響力は国によって異なる」¹⁵⁾ からである。

この検討の結果、ブンデスバンクは、以下のように今回のソブリン危機下の利回り上昇に対するファンダメンタルズの主導的役割を強調する。「ユーロ圏の利回りスプレッドは主としてファンダメンタルズに起因しており、リスク回避の増大や流動性プレミアムを原因とするものではない」¹⁵⁾。

14) *ibid.*, p. 40.

15) *ibid.*, p. 41.

(3) 政策的インプリケーション

このように利回りスプレッド拡大の主要原因をファンダメンタルズとすれば、政策的インプリケーションは前述の「ヘッジファンドの投機説」とは自ずと異なってくる。「投機説」では投機を抑制するための種々の金融規制による金融市場安定措置が主眼となるのに対して、「ファンダメンタルズ説」ではファンダメンタルズの改革が利回りスプレッド拡大抑制の有効な政策となるからである。ブンデスバンクによれば、それは、「厳格な財政規律」¹⁵⁾であり、さらに高度成長のための長期的前提条件を創出するための構造改革が必要である。具体的には、経常収支の改善、資本輸入依存の低下、競争力の強化、健全な金融部門を現実化させる政策が求められる。このうち、競争力強化の手段に関して、ブンデスバンクはさらに立ち入って、長期的なインフレ率の低下、それを達成するための賃金抑制、労働市場の流動性の強化、労働生産性の上昇を具体的な政策目標として挙げ、これらは短期的には経済と税収に対して負担となるが、長期的な成長力を強化させるために不可欠である、と強調する。

今回の「ソブリン危機」の期間中、ギリシャに対する金融支援に関してドイツの消極的な姿勢が際立っていたが、これは、ブンデスバンクの上述の結論と整合している。すなわち、金融支援の拡大によって一時的に事態が鎮静し、利回りスプレッドの拡大が止まっても、スプレッドの拡大の主要原因がファンダメンタルズにある以上、ファンダメンタルズの改革が進展しないかぎり、いずれスプレッドが再び上昇する、したがって、構造改革、財政状況の改善が認められない場合での金融支援は無駄である、と。

もっとも、2011年10月現在、EFSF（欧州金融安定基金）の拡充等の金融支援策にドイツも合意しているが、これは、問題がギリシャにとどまらずソブリン危機不安国の国債を保有する銀行に波及する懸念が生じてきたからであり、ソブリン危機不安国に構造改革を要求する姿勢は一貫している。

以上、今回の「ソブリン危機」における利回りスプレッド拡大要因に関して、「ヘッジファンド投機説」と「ファンダメンタルズ説」を見てきたが、両説ともその根拠を必ずしも十分に示していない。高屋氏は、利回りスプレッドの拡大を「通常の経済理論だけで説明できない」として、いわば消去法的に「投機説」を提唱されており、どのようなヘッジファンドが、どのような方法で、どのような規模で、どのようなメカニズムを通して利回りスプレッド拡大をもたらしたかを示しているわけではなく、検証が困難である。また、「ファンダメンタルズ説」を提唱するブンデスバンクも、ファンダメンタルズを一括して、また利回りスプレッドを拡大している国も一括して総括的に計量分析しているため、それぞれの国における妥当性に関してはあらためて再検討が必要である。したがって、次章では可能なかぎり生データを用いて「ファンダメンタルズ説」の妥当性を各国別に検証していきたい。

IV. 検 証

(1) 財政赤字

2010年に利回りスプレッドが急拡大したギリシャ・アイルランド・ポルトガルの財政赤字状況を第2表から見ると、財政赤字のGDP比はそれぞれ-10.6%、-31.3%、-9.8%とユーロ圏の財政赤字過大国となっており、このかぎりでは財政赤字とスプレッド拡大とのラフな相関関係が認められる。

第2表 EU 主要国の財政赤字 (1999-2010)

(GDP 比, %)

	1999	2003	2007	2008	2009	2010
ベルギー	-0.6	-0.1	-0.3	-1.3	-5.8	-4.1
ドイツ	-1.5	-4.0	0.2	-0.1	-3.2	-4.3
アイルランド	2.7	0.4	0.1	-7.3	-14.2	-31.3
ギリシャ	—	-5.6	-6.5	-9.8	-15.8	-10.6
スペイン	-1.4	-0.2	1.9	-4.5	-11.2	-9.3
フランス	-1.8	-4.1	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1
イタリア	-1.7	-3.5	-1.6	-2.7	-5.4	-4.6
キプロス	-4.3	-6.5	3.5	0.9	-6.1	-5.3
ハンガリー	-5.4	-7.2	-5.1	-3.7	-4.6	-4.2
マルタ	-7.7	-9.9	-2.4	-4.6	-3.7	-3.6
オランダ	0.4	-3.1	0.2	0.5	-5.6	-5.1
オーストリア	-2.3	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.4
ポルトガル	-2.7	-3.0	-3.1	-3.6	-10.1	-9.8
ユーロ圏平均	-1.4	-3.1	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2
イギリス	0.9	-3.4	-2.7	-5.0	-11.5	-10.3
EU 平均	-1.0	-3.1	-0.9	-2.4	-6.9	-6.6

(注) いずれの年もユーロ圏平均は17か国、EU 平均は27カ国で算出。

(出所) EUROSTAT, *Government Finance Statistics, Summary tables-1/2011*.

しかし、第1図や第1表の利回りの推移と財政赤字を対比すると、事態は単純ではない。第一に、2010年にはアイルランドの財政赤字はGDP比で-31.3%とギリシャの-10.6%の3倍以上の赤字を計上しているのに、利回りスプレッドがギリシャを下回っている、という量的対応関係の相違である。さらに、スペインの財政赤字はポルトガルのそれとほぼ同じ規模であるのに、利回りはポルトガルを大きく下回っていることや、2010年に7.1%もの財政赤字を計上していたフランスの対ドイツスプレッドが2011年9月現在0.81ポイントにとどまっている事実も、財政赤字と利回りスプレッドとは厳密な量的相関関係にないことを示している。第二に、2009年と比較して2010年にはギリシャとポルトガルの財政赤字は、それぞれ、-15.8%→-10.6%、-10.1%→-9.8%と減少しているにもかかわらず、両国とも利回りスプレッドは2010年に逆に拡大している、という傾向の逆相関関係も認められる。

したがって、財政赤字のみの単独指標を見るかぎりでは、量的にも傾向においても利回りスプレッド

レッドとの正確な相関関係にはない。ただ、2010年に利回りスプレッドが急拡大した上記三カ国の財政赤字が－9%以上の高水準でユーロ圏内の上位を占めていた、というラフな相関関係は確認できる。

(2) 政府債務残高

第3表によってユーロ圏主要国の政府債務残高のGDP比をみると、2010年はギリシャ・アイルランド・ポルトガルがそれぞれ144.9%、94.9%、93.3%と、いずれも90%を超える高水準に達している。これら3カ国の利回りスプレッドがいずれも2010年に急拡大していることから、政府債務残高のGDP比とスプレッド拡大とのラフな相関関係が一応認められる。

第3表 EU 主要国の政府債務残高 (1999-2010)

(GDP 比, %)

	1999	2003	2007	2008	2009	2010
ベルギー	113.7	98.5	84.1	89.3	95.9	96.2
ドイツ	60.9	63.9	65.2	66.7	74.4	83.2
アイルランド	48.5	30.9	24.9	44.3	65.2	94.9
ギリシャ	94.0	97.4	107.4	113.0	129.3	144.9
スペイン	62.3	48.7	36.2	40.1	53.8	61.0
フランス	58.9	62.9	64.2	68.2	79.0	82.3
イタリア	113.7	104.4	103.1	105.8	115.5	118.4
キプロス	58.9	68.9	58.8	48.9	58.5	61.5
ハンガリー	59.8	58.3	67.0	72.9	79.7	81.3
マルタ	57.1	69.3	62.1	62.2	67.8	69.0
オランダ	61.1	52.0	45.3	58.5	60.8	62.9
オーストリア	67.3	65.8	60.2	63.8	69.5	71.8
ポルトガル	49.6	55.9	68.3	71.6	83.0	93.3
ユーロ圏平均	71.6	69.0	66.3	70.1	79.8	85.4
イギリス	43.7	39.0	44.4	54.8	69.6	79.9
EU 平均	65.7	61.8	59.0	62.5	74.7	80.2

(注) いずれの年もユーロ圏平均は17か国、EU 平均は27か国で算出。

(出所) EUROSTAT, *Government Finance Statistics, Summary tables-1/2011*.

しかし、ここでも事態は単純ではなく、財政赤字の場合と同様に量的対応関係の問題がある。すなわち、2010年においてイタリアの政府債務残高のGDP比が118.4%、ベルギーのそれが96.2%と、いずれもアイルランド・ポルトガルのそれよりも高いのに、利回りスプレッドは後者2カ国より大きく下回っている（第1図、第1表参照）。この事実は、政府債務残高のGDP比水準と利回りスプレッドが厳密な量的相関関係にないことを示している。とはいえ、2010年に第3表で示されるすべての国が2010年に政府債務残高のGDP比を上昇させる一方で、対ドイツ利回りスプレッドを拡大させていることから、量的関係はともかく、政府債務残高のGDP比を上昇させている国は同時に対ドイツ利回りスプレッドを拡大させていることが確認できる。

この事実と前述の財政赤字での検討を総合すると、政府債務残高のGDP比が90%を超えて拡大過程にあり、かつ財政赤字のGDP比が高水準（2010年では－9%以上）の国が2010年に利回

りを拡大させた、との結論が導かれる。この条件を満たしているのはギリシャ・アイルランド・ポルトガルだけであり、スペイン・フランスは政府債務残高の基準を満たせず、イタリア・ベルギーは財政赤字の基準を満たしていない。

(3) 経常収支・対外競争力

次に利回りスプレッドに影響するファンダメンタルズとしてブデスバンクが挙げる経常収支の GDP 比を第 4 表からみると、2010年はギリシャ・ポルトガルがそれぞれ-10.5%、-9.9%と、ユーロ圏最大の経常赤字を計上しており、この両国に限れば、経常収支赤字の大きい国の利回りスプレッドが拡大したという相関関係が認められる。

第 4 表 ユーロ圏主要国の経常収支 (2005-2010)

(GDP 比, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ギリシャ	-6.4	-9.6	-14.2	-14.4	-11.2	-10.5
アイルランド	-3.5	-4.2	-5.3	-5.2	-3.0	0.5
ポルトガル	-9.7	-9.4	-9.4	-12.1	-10.0	-9.9
スペイン	-7.4	-8.6	-10.0	-9.6	-5.5	-4.6
イタリア	-1.5	-2.4	-2.4	-3.4	-3.2	-3.3
フランス	-1.1	-1.2	-1.0	-2.3	-1.9	-1.7
ベルギー	2.6	2.0	1.7	-2.5	0.3	1.0
ドイツ	4.6	5.0	7.5	6.4	4.9	5.7

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, various issues.

しかし、経常収支と利回りスプレッド拡大との相関関係に関しては留意すべき点が多い。第一に、アイルランドにおいては2010年に、前年の-3.0%の赤字から0.5%の黒字に転化しているのに、利回りスプレッドは逆に拡大しているという、逆相関の関係がある。つまり、利回りスプレッドが拡大した国は必ずしも経常収支が赤字でないことから、経常収支による利回りスプレッド拡大への影響が弱いことが分かる。第二に、2009-10年の経常収支赤字の推移をギリシャ・ポルトガルについてみると、それぞれ-11.2%→-10.5%、-10.0%→-9.9%とわずかながらも改善している。にもかかわらず利回りスプレッドが拡大していることから、2010年に利回りスプレッドが急拡大した3カ国のすべて（ギリシャ・ポルトガル・アイルランド）において経常収支赤字が減少、ないしは黒字に転化していた、という経常収支赤字傾向と利回りスプレッド拡大との明確な逆相関関係が確認できる。さらに一般的に言って、第三に、経常収支赤字と競争力低下とはブデスバンクが示唆するような単純な因果関係に必ずしもない。成長過程にある国が競争力強化のために原料・資本財を多く輸入して経常収支赤字を拡大させながら、同時に競争力を拡大させることは、理論的にも想定可能であり、ユーロ圏内でもスペインのように多くの例が存在する。このような経緯での経常収支赤字ならば当該国に対する投資リスクを増大させず、実際、スペインにおいても2010年に経常収支赤字の GDP 比が-4.6%とギリシャの-10.5%の半分近くに達していたのに、2010年末の対ドイツ利回りスプレッドは2.47ポイントでギリシャのその9.1ポイントを大きく下回っている。さらに、経常収支赤字と政府債務残高・財政赤字との明確

な相関関係を確認することは困難である。したがって、経常収支に関しては、単独指標としても他の指標と連動させた複合指標としても、利回りスプレッド拡大との厳格な相関関係を確認できない。

(4) 金融部門の状況

2008年9月のリーマン・ショックを契機とする金融機関の経営悪化に対して、政府が金融機関に金融支援を大規模に実施し、それが政府の財政状況を悪化させ、今回の「ソブリン危機」をまねく一因になったというシナリオは、ブンデスバンクにかぎらずよく主張される。これは、アイルランドの財政を示す第5表に如実に現れている。2010年9月に、アイルランド政府は、経営不振にあったアングロ・アイリッシュ銀行とアイリッシュ・ネイションワイド住宅金融組合等に対して GDP の約20%にもあたる約310億ユーロの資本注入を行い、それが第5表の「資本移転」額の2010年の前年比約6倍として示されている。この結果、2010年のアイルランドの GDP 比財政赤字は一気に-31.3%に急騰し、同時にそれ以降利回りスプレッドも急拡大した。

第5表 アイルランドの財政 (2000-2010)

(100万ユーロ)

	2000	2007	2008	2009	2010
歳入合計	37,856	69,706	63,834	54,115	53,284
税	27,869	49,610	43,290	35,444	34,494
その他	9,987	20,096	20,544	18,671	18,790
歳出合計	32,836	69,582	77,026	76,905	103,196
中間消費	5,396	9,594	9,967	9,348	9,175
失業保険	8,361	19,008	20,309	19,572	18,140
金利支払	2,089	1,989	2,482	3,306	5,029
補助金	760	870	939	856	1,143
社会保障	9,337	22,975	25,911	27,745	27,785
その他経常支出	2,208	4,358	4,537	4,180	3,947
資本移転	1,075	1,996	3,122	5,266	32,084
資本投資	3,611	8,793	9,759	6,632	5,893
財政収支	5,020	124	-13,192	-22,790	-49,912

(出所) EUROSTAT, *Government Finance Statistics*, Summary tables-1/2011.

しかし、ギリシャとポルトガルの財政を示した第6表、第7表で、金融支援が含まれる「資本移転」をみると、ギリシャは2010年には前年よりも減少させている。これに対して、ポルトガルは2010年にはたしかに前年よりも「資本移転」額を増大させているが、財政赤字総額は減少させており、金融機関に対する金融支援はアイルランドのように財政赤字要因にはなっていない。ギリシャ、ポルトガルに関しては、むしろ、税収が減少ないし停滞する一方で、社会保障支出が拡大し続けていることが財政赤字の主因となっており、低成長と高齢化社会の進展が問題の根底にある。したがって、金融部門の状況に関しては、アイルランド以外は利回りスプレッド拡大との相関関係は弱いことが確認できる。

第6表 ギリシャの財政 (2000-2010)

(100万ユーロ)

	2000	2007	2008	2009	2010
歳入合計	58,538	90,723	94,459	87,567	89,933
税	32,086	46,946	48,105	45,745	46,275
その他	26,452	43,777	46,354	41,822	43,658
歳出合計	63,627	105,923	117,634	124,215	113,887
中間消費	8,778	15,444	15,283	17,228	13,333
失業保険	14,270	25,213	27,668	30,559	27,183
金利支払	10,054	10,678	11,750	12,328	12,594
補助金	192	41	43	76	93
社会保障	20,155	39,949	46,765	48,844	47,400
その他経常支出	1,389	3,767	4,113	3,669	3,905
資本移転	3,604	2,838	4,121	4,048	2,802
資本投資	5,185	7,992	8,891	7,463	6,577
財政収支	-5,089	-15,220	-23,175	-36,648	-23,954

(出所) EUROSTAT, *Government Finance Statistics*, Summary tables-1/2011.

第7表 ポルトガルの財政 (2000-2010)

(100万ユーロ)

	2000	2007	2008	2009	2010
歳入合計	48,510	69,674	70,697	66,967	71,664
税	28,679	40,621	40,866	36,561	38,453
その他	19,831	29,053	29,831	30,406	33,211
歳出合計	52,237	75,113	76,901	84,038	87,493
中間消費	5,599	7,380	7,637	8,322	8,858
失業保険	17,281	20,473	20,677	21,295	21,105
金利支払	3,711	5,084	5,311	4,904	5,241
補助金	1,543	1,349	1,168	1,342	1,293
社会保障	16,571	31,311	33,184	36,950	37,707
その他経常支出	2,023	3,915	3,763	4,342	4,264
資本移転	1,110	1,091	1,873	1,715	3,354
資本投資	4,399	4,509	3,288	5,167	5,670
財政収支	-3,728	-5,439	-6,204	-17,071	-15,829

(出所) EUROSTAT, *Government Finance Statistics*, Summary tables-1/2011.

V. 結論と今後の展望

本稿では、2009年10月のギリシャの財政赤字統計疑惑に端を発したEUの「ソブリン危機」を、対ドイツ国債(Bunds)利回りスプレッドの拡大という視点から、この拡大がとくに著しいギリシャ・アイルランド・ポルトガルを主要対象とし、利回りスプレッドの拡大要因を分析した。そのさい、検証が可能なドイツブンデスバンクの「ファンダメンタルズ説」を手がかりに検討し、以下の結論を得た。

すなわち、ブンデスバンクがファンダメンタルズとして挙げる財政収支・政府債務残高比率・経常収支・対外価格競争力・金融部門の状況、のうち、第一に、経常収支・対外価格競争力・金融部門の状況に関しては、上記3カ国においても利回りスプレッド拡大との相関で例外があり、相関関係が弱い、第二に、政府債務残高と財政赤字に関しては、単独指標ではなく、政府債務残高のGDP比が90%を超えて拡大過程にあり、かつ財政赤字のGDP比が高水準（2010年では－9%以上）の国が2010年に対ドイツ国債利回りスプレッドを急拡大させた、ということが確認できた。

ブンデスバンクによる指標の選択と異なるとはいえ、ファンダメンタルズに利回りスプレッド拡大の基本原因を求める「ファンダメンタルズ説」に立つ点ではブンデスバンクと共通している。したがって、今回の「ソブリン危機」の根本的解決のためには、ファンダメンタルズの改革、つまり、「厳格な財政規律」を遵守する構造改革が必要である、という点ではブンデスバンクの主張は正しい。しかし、構造改革に関して、とくに、長期的なインフレ率の低下、そのための賃金抑制が必要であるか、といった個別的内容の妥当性に関しては本稿では検討できていないので今後の課題として残されている。

さらに、現在、「ソブリン危機」が金融危機に拡大するかどうか、が焦点となっているが、各国金融機関が保有している国債の額から見て、スペイン国債が暴落（利回りスプレッドが拡大）するか否か、がその分岐点になると思われる¹⁶⁾。本稿で導出された結論からすれば、スペインのGDP比政府債務残高が90%に近づくほど急増する事態、つまり、アイルランドの例で見たように、国内金融機関に対する大規模な資本注入が必要になった場合に、スペイン国債の暴落を通じて各国金融機関の経営不安をともなう金融危機に発展する可能性が大きくなる。しかし、現在（2010年10月）は、まだそれには至っていない。

（大学院以来やさしく御指導を賜り続けた故松岡利道先生にあらためて衷心から感謝いたしますとともに、御冥福をお祈り申し上げます。また、貴重な執筆機会を賜りました龍谷大学経済学会に深く御礼申し上げます。）

16) 拙稿「第9章 公社債市場」（相沢幸悦編『図説 ヨーロッパの証券市場 2012年版』日本証券経済研究所、2011年10月刊行予定、所収）を参照。