

ギリシャ問題の先にある危機

ー システミック・リスクの再燃はあるか

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

ESM 創設など一連の大規模な政策対応にもかかわらず、金融市場の動揺が一向に収まる気配がない。その大きな原因として、①ギリシャ以外の財政悪化国（PIIGS 諸国等）への財政危機の波及懸念、及びそれに伴う②金融システミック・リスクの再燃に対する危機感がある。ギリシャの財政危機は対外インバランス問題であり、PIIGS 諸国も同様に財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」を抱えている。さらに、米国や英国など先進国もまた双子の赤字に直面しており、国際金融市場は再びグローバル・インバランス問題を抱えることになりそうである。PIIGS 諸国向けエクスポージャーの大半はフランス、ドイツ、英国の3国が有しており、同諸国のソブリン危機が収まらない限り欧州金融機関に対する懸念は払拭できない。特に PIIGS 諸国の中でもスペインやイタリアは金融ネットワークの中でもドイツや米国に次いで重要な位置を占めており、同国に危機が波及する場合はシステミック・リスク再燃の可能性が強まるだろう。

混迷が続く金融市場

ギリシャ発の世界的な金融市場の混乱が続いている。25日の欧州株式市場では、スペインやギリシャ、ドイツなど欧州各国の株価が揃って大幅下落となった。ユーロは対円で8年半ぶりの安値を付け（図表1）、ギリシャやポルトガルなどPIIGS諸国の国債スプレッドは高止まりしたままである（図表2）。

ユーロ防衛策の効果も限定的

5月に入り、ユーロ参加国政府と国際通貨基金（IMF）はギリシャに対する総額1,100億ドルの支援を決定した。続く5月10日には、①「欧州安定化メカニズム（ESM）」創設による最大7,500億ユーロの緊急融資制度、②欧州中央銀行（ECB）による国債の買い入れ策を発表した。これを受けて金融市場は一旦落ち着きを取り戻したかに見えたが、再び下落基調を強めている。

金融危機再燃の恐れはどれだけあるか

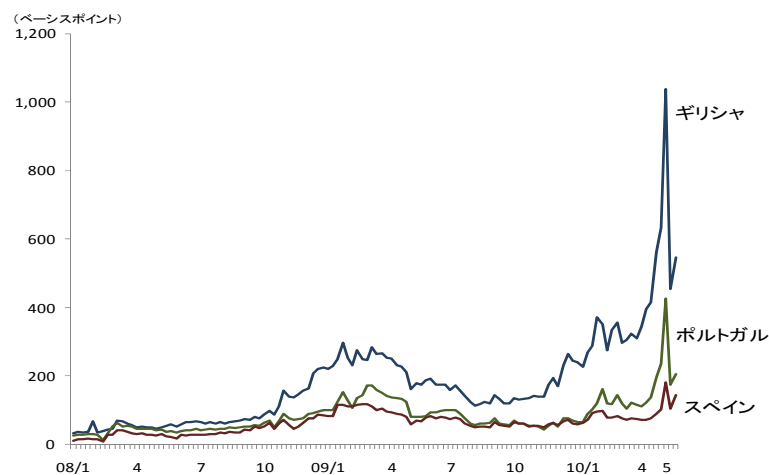
ESM 創設など一連の大規模な政策対応にもかかわらず、金融市場の動揺が一向に収まらない背景として、①ギリシャの財政再建の実現可能性を巡る不信感、②ギリシャ以外の財政悪化国（PIIGS 諸国：ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリア）の財政危機に対する懸念、及びこれに伴う③欧州金融機関の経営不安の高まりによる金融システミック・リスクに対する危機感が指摘されている。本稿では、②と③が起こる可能性はどれだけあるのか検証したい。

図表1 ユーロ（対円）の推移



(出所) Bloomberg

図表2 PIIGS 諸国の国債スプレッド（対ドイツ国債）



(出所) Bloomberg

財政危機波及の恐れ
～ギリシャ危機は対外イン
バランス問題が原因

「双子の赤字」を抱える
PIIGS 諸国

ソブリン・リスクは先進国
でも拡大
～再び拡大するグローバ
ル・インバランス

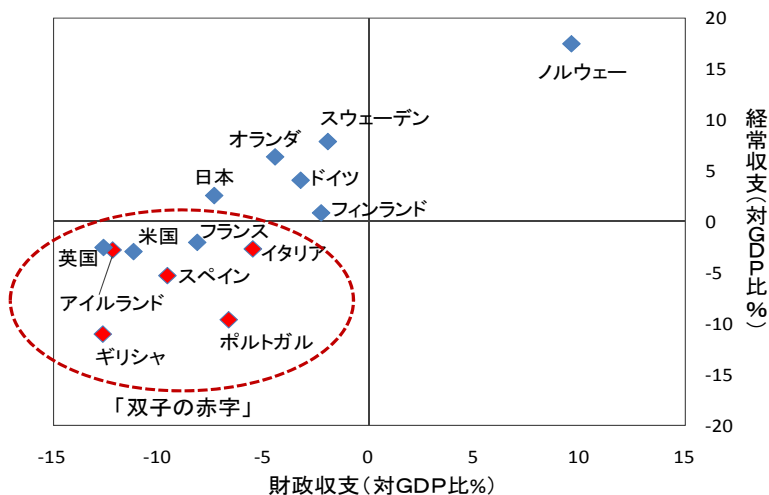
まず PIIGS 諸国を含むギリシャ以外の財政悪化国に財政危機が波及するかどうか考えてみたい。この問題を考えるには、ギリシャが危機に陥る原因となった財政赤字を対外債務問題として捉える必要がある。

そもそもギリシャの財政危機がこれだけグローバルな金融問題に発展したのは、ギリシャが財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」を抱える国である面が大きい。経常収支の赤字とは、国内投資を自国の貯蓄でまかなうことができないため、その分を海外から調達していることになる。財政赤字とは政府部門がネットの借入主体となっていることを意味するため、結果として経常収支の赤字を増加させる要因となる。一般に格付機関や投資家が投資対象国のリスク指標（ソブリン・リスク）として財政赤字を重視するのは対外インバランスを拡大させる要因になるためである。

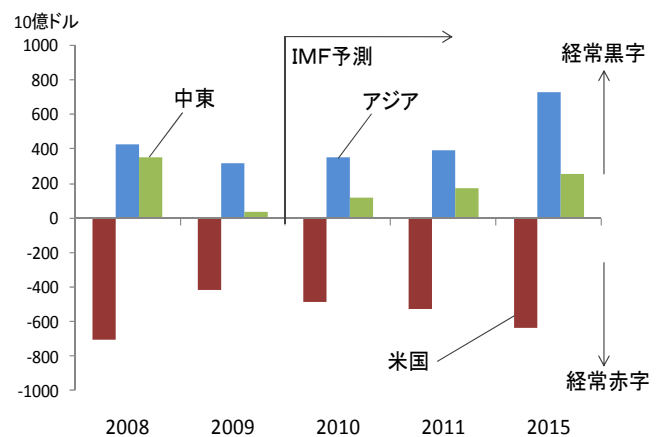
次のギリシャとして市場が懸念するポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインといった PIIGS 諸国はすべて「双子の赤字」を抱える国である（図表 3）。これらの国の国際競争力や経済・政治情勢はそれぞれ異なり、簡単にひと括りにしてはならない。しかしギリシャ同様、これら周辺国では、国内の民間投資や公的支出が自国の貯蓄を上回り、海外からの資金流入でこれをファイナンスしてきた。特に、スペインやアイルランドでは、00 年前半の低金利政策も相俟って、過剰消費と住宅バブルが生み出された。逆にドイツでは賃金コストの抑制を含む競争力の維持・強化によって対外収支の黒字を達成しており、ユーロ圏における経済不均衡を生む一因となっている。

「双子の赤字」というインバランス問題は PIIGS 諸国だけではない。図表 3 が示すように、米国、英国、フランスもまた双子の赤字に直面している。米英では、住宅バブル崩壊で積み上がった不良債権を国が肩代わりした影響もあり、財政赤字が膨らんでいる。06 年に GDP 比で 6%に拡大した米国の経常収支赤字は、09 年に同 2.9%まで縮小したものの、財政赤字の拡大は経常収支赤字の拡大要因となる。IMF の予想では、10 年は同 3.3%、11 年以降は更に増え、15 年には 3.5%に拡大する（図表 4）。

図表 3 各国の財政収支と経常収支（09/12）



図表 4 再び拡大が予想される対外インバランス



(出所) OECD 「Economic Outlook」より作成

(出所) IMF 「World Economic Outlook」より作成

金融システム危機再燃の恐れ
 ~高まる欧州金融機関の経営悪化懸念

PIIGS 諸国向けエクスポージャーが大きいフランス、ドイツ、英国の金融機関

金融システム危機の火種となるスペイン

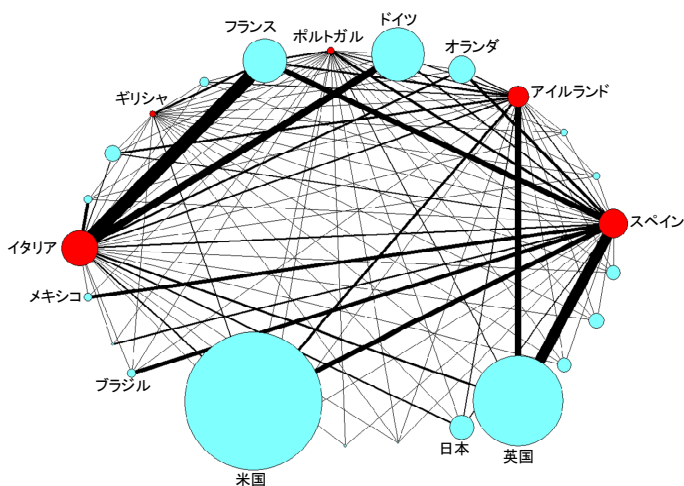
上記のように、PIIGS 諸国及び米英など先進国では、グローバル・インバランス問題が再浮上しており、国際金融市場は再び脆弱な構造を抱えることになる。

今後、仮にギリシャ以外の国で財政危機という事態が発生した場合、最大のリスク・シナリオである金融システム危機に発展する可能性はどれだけあるのだろうか。前述のように、一連のユーロ防衛策によってギリシャ以外の国の資金繰りの手当てに対する当面の枠組みが整った。それでも市場の混乱が続いているのは、財政悪化国向けエクスポージャーを大量に抱える欧州金融機関に対する不安の種がくすぶっていることが大きな背景にある。膨大な東欧向け不良債権問題も解決したわけではない。

こうした欧州金融機関の経営不安が金融システム危機に発展する可能性はどれだけあるか、PIIGS 諸国向けエクスポージャーをネットワークの視点から観察するのが有効であろう。図表 5 は、BIS 統計から各国金融機関（BIS 加盟国）の PIIGS 諸国向けエクスポージャー及び同諸国の他国向けエクスポージャーのみを抜き出してネットワーク図にしたものである。この図でまず目に付くのが、フランス、ドイツ、英国の PIIGS 諸国向けエクスポージャーの大きさである。これら 3 ヶ国の金融機関が、欧州ソブリン・リスクの大半を引き受けているといつてよい。PIIGS 諸国側からみると、ギリシャに対してはフランス、イタリア向けはフランスとドイツ、アイルランド向けは英国、スペイン向けはフランスと英国という構図になっている。スペインに関しては、同国金融機関のメキシコやブラジル向けエクスポージャーも大きいのが見て取れ、欧州以外にも影響を与える可能性を示している。この図をみるだけでも PIIGS 諸国のソブリン危機が収まらない限り、欧州金融機関に対する市場の不安感は払拭できないことがわかる。

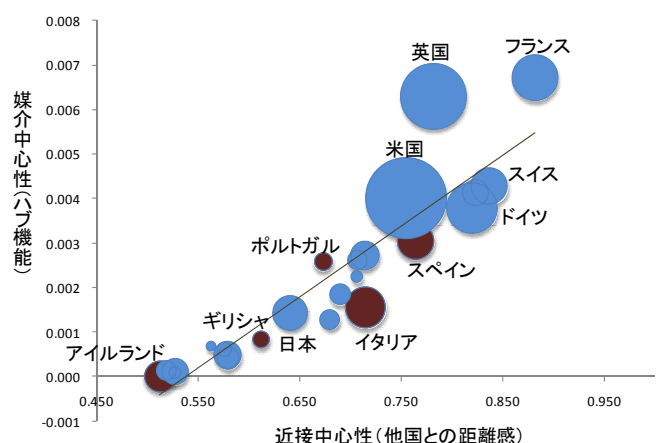
さらに、金融システムに対する PIIGS 諸国の位置づけ・重要度をネットワーク関連指標でみることにより、システミック・リスクの大きさをより具体的にイメージすることが出来る。図表 6 は、PIIGS 諸国を含む各国の金融ネットワークに関する

図表 5 PIIGS 諸国向けエクスポージャーの関係図 (09/12)



(出所) BIS「国際資金取引統計」より筆者作成
 (注) ○の大きさは各国の対外債務の規模を表す

図表 6 各国の金融ネットワーク指標の比較 (09/12)



(出所) BIS「国際資金取引統計」を基に筆者算出
 (注) ○の大きさは各国の対外債務の規模を表す

る指標をプロットしたものである。近接中心性は、ある国から目的国に対する距離の近さを表しており、媒介中心性はハブ機能としての役割を表す指標である¹。PIIGS 諸国の数値をみると、アイルランドとギリシャのネットワーク指標は相対的に低い一方、スペイン、イタリア、ポルトガルについては高い数値となっている。数値の低いアイルランドやギリシャそれ自体が危機に陥っても大きなシステム・リスクに発展する可能性は低い。ギリシャ危機によってこれだけ金融市場が動揺しているのは、同国の危機が金融ネットワークの中で重要な位置を占めるスペイン、イタリア、ポルトガルに波及することを恐れているからである。特に、スペインは、金融ネットワークにおいてドイツや米国に次いで重要な機能を担っている。そのスペインが財政危機などに陥った場合、同国との結びつきが強いフランスや英国の金融機関に対する影響は甚大である。図表6が示すように、フランスと英国は金融ネットワークの中で最大のハブ機能としての役割を担う国である。

ギリシャ危機は金融システム危機の予兆に過ぎず、同国以外の PIIGS 諸国、とりわけスペイン、イタリアに危機が波及すれば、ソブリン不安はリーマンショック時のような本格的なシステム・リスクに発展する恐れがある。

¹ 詳細は「金融経済レポート No.12」を参照