

# 海外債権を流動化するスキームの潮流に関する一考察

増山 隆(法政大学)

## I. はじめに

### 1. 問題意識

筆者は 2012 年のリサーチペーパーにおいて、「一括買取方式での海外債権の流動化に関する一考察」と題して、日本の金融機関（以下、邦銀）が、海外、特にアジア地域における企業の借入資金需要に備えて貸出余力を十分に確保するための諸策につき論じた。たとえば、融資実行済の複数の大口貸出債権を束ねて他の金融機関へ売却を行い、自らのバランスシートをスリム化するための流動化手法について論じた。今般は、海外貸出債権を流動化する主体として邦銀を取りあげるのではなく、現在の欧州金融危機の直接的な影響を受けて貸借対照表（バランスシート）のデバレッジング（deleveraging）を余儀なく強いられている欧州の銀行について取りあげる。欧州銀行にとって、外形上は自らの選択にて債権償却の意思決定を行う形態を取るものの、実態としては、債務者主導にて債権者の保有資産を流動化させられてしまう手法（集団行動条項—Collective Action Clause、以下 CAC）につき考察を行う。筆者の問題意識としては、欧州危機において、果たして欧州の銀行が被る最大損失は、いくら位に達するのだろうかということを追及することにある。最大損失額の推計の一手法を本稿にて試みる。

### 2. 本稿の目的

本稿では、まずマクロ的な背景として欧州危機と欧州の銀行が保有する南欧諸国が発行した大量の国債合計額、ならびに、欧州諸国がこれら国家としてのデフォルトの

リスクを抱える南欧の国債をお互いに保有していて財務的に依存し合っている現象（credit risk chain）について考察を行う。特に、一般的に「欧州危機」と呼ばれている状況につき、厳密には、欧州金融危機と欧州財政危機の 2 つに分けて考える必要がある点を述べる。従来の研究では、これらが一緒くたに捉えられている傾向が強かったと思われるため、欧州各国政府が抱える苦悩と、欧州の銀行が抱える苦悩を分けて捉えることが難かしかつたのではないかと筆者は考える。次に、欧州銀行が抱えるミクロ面での問題点につき述べる。即ち、銀行が投資を行う資産サイドではなく US ドルを調達する負債サイドの問題点につき述べる。最後に、欧州銀行にとって海外投資資産を流動化する、あるいは流動化せざるを得ない現状を述べる。ギリシャ政府が採用した方式の CAC が実際に南欧諸国で行われると仮定を立てると、どのような結果になるのかを分析する。一般的には、CAC はギリシャ政府による一方的な債務不履行宣言であると報じられているが、筆者はむしろ逆に、この CAC の手法が採用されたからこそ、欧州の銀行は結果として欧州金融危機から救済されたのではないかと考える。この点につき考察を行う。また、筆者が銀行の融資担当者として英国の支店、ならびに欧州の現地法人にて自動車産業への貸出を担当していたことから、欧州の自動車業界の盛衰動向の一部につき、証跡として併せて記す（但し、情報は全て公開情報を使用）。

## II. 欧州の銀行による資産負債圧縮（deleveraging）の背景

### 1. 欧州危機について

まず最初に欧州危機の定義について確認を行う。欧州危機は、ギリシャの債務過多問題で顕在化したわけではなく、EU 成立（1993 年）以前から諸問題が内在していたと考えられる。

#### 1) EU に内在する問題点

元々、EU 統合以前から、国家・経済連合という EU の基本構想に対する懐疑的な意見

がイギリスなどに存在し、欧州懐疑主義（Euro-skepticism）と呼ばれていた。しかしながら、2008年以前の安定成長期には、EU圏内での南北問題などEUに内在する本質的な問題点はあまりクローズアップされなかった。たとえば、(1) 強い輸出産業や海外投資・金融資産などをもち2008年に対外純資産残高がプラスであったのはドイツ、フランス、ベルギー、オランダだけであり（IMF統計 International Investment Position）、残りの20余ヶ国はマイナスであったこと。(2) 2004年に中・東欧諸国中心に10ヶ国がEUに参加し、物価・人件費が相対的に安いこれら中・東欧圏が欧州内の主要な生産拠点となったが、西欧では産業が空洞化<sup>注1</sup>した点、(3) EU圏外からEUへ外国移民の流入により自国内の若年失業者が増えた点、(4) 通貨Euroによる低金利ファイナンスの実現により、南欧諸国でGDP比累積債務が増え（ギリシャ、イタリア、ポルトガル）、国内不動産価格が上昇した点（スペイン、アイルランド）。特に、2003年央から2005年末まで、欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）は2%という低金利政策を実施した。(5) マーストリヒト条約で求められたEU圏内に留まるための条件、即ち、安定成長協定（Stability and Growth Pact）における財政赤字の削減や、公的債務残高の削減基準を遵守させる枠組みが足りないこと。すなわち、経済成長率が相対的に低い南欧諸国ではこれらの財政規律を遵守するモチベーションが働かないこと（モラル・ハザード）。(5) ECBの権限が強く、EU各国が独自に金融政策と通貨政策を打ち出せない点。これゆえ、イギリスやスイスなどの金融立国は、Euro圏に加盟していない。

## 2) 欧州金融危機とは何か

欧州危機には欧州金融危機と欧州財政危機の2つの要素があり、両者を合わせて欧州危機という場合が多い。この項では、欧州金融危機を取り扱う。

欧州金融危機の初期（第1段階）では、欧州の金融機関が米国サブプライム・ローンを原資産とする証券化商品への投資の失敗により、連鎖的に倒産して欧州金融システム全体が機能不全に陥る可能性があった。2007年8月にフランス大手銀行傘下の証券投資ファンドが、満期前解約に応じないと表明してファンドを凍結した。これは、パリバ・ショッ

ク（BNP Paribas shock）と呼ばれている。同様に、同年にドイツのザクセン州立銀行<sup>脚注2</sup>やイギリスのノーザンロック銀行など複数の有力地方金融機関が資金繰り悪化により預金者の取り付け騒ぎを起こしたことで、イギリスと欧州全体に信用不安が起こった。高屋（2011）や田中（2012）は、パリバ・ショックを、欧州金融危機の始まりとしている。米国の証券化商品を大量に保有していた銀行に、欧州勢が約3割存在したことが各銀行公表の四半期決算報告（2008年各期）で判明した。各銀行は証券化商品の急激かつ大幅な価格下落<sup>注3</sup>により損失を被った。これら証券化商品は主にUSドル建てであったため、欧州の銀行に対する信用不安が増幅した。すなわち、USドルを預金など本源的資金として保有しない欧州の銀行は、USドルを銀行間取引で限界的に調達せざるを得なかった。この調達が生命線であったが、世界中でドル調達ができなくなり破綻が続出した。BIS（2008）や日銀では、銀行が必要な資金調達に支障をきたすリスクを流動性リスク（liquidity risk）と呼んでいる。資金流動性リスクと呼ぶ場合もある。

資金流動性リスクが顕在化し、欧州の銀行が金融危機初期（2008年）に被った損失累計は、（図1 欧州各国の銀行損失累計）約2,450億Euroとなり、2008年時点において、ドイツやフランスの大手銀行の体力を消耗させていたことがわかる。

欧州金融危機の本格化（第2段階）は、リーマン・ショック（2008年9月）以降、金融機能不全により欧州の経済活動が大きく落ち込む経済危機を指す。銀行の資本金不足と民間への貸し渋り（資金を貸し出す余力がないために銀行が貸出を抑制すること）による深刻な信用収縮が主たる原因である。実際に銀行の貸し渋りや倒産により、製造業の生産過程へ資金が行き渡らず、失業率も上がりEUは、2009年に大きく景気後退局面となった。2008年から2009年への主な失業率増加は、フランス（7.8→9.5%）、イタリア（6.8→7.8%）、スペイン（11.3→18.0%）、ギリシャ（7.7→9.4%）であり、特に南欧で悪化した。GDPは、27ヶ国平均でマイナス4.2%と低迷した。金融政策として、ECBは2008年第3四半期に4.25%であった政策金利を2009年3月には1.5%へ大きく引下げた。自動車業界では、2008年から2009年にVW、オペル、フォード（ドイツ工場）がドイツ政府に対して

公的資金申請や政府保証を要請した。フランス政府もルノー、プジョー、シトロエンへの各々30億 Euro の融資を発表した。一方、銀行へは、独バイエルン州立銀行に30億 Euro、コメルツ銀行に182億 Euro の資本注入。2008年10月に、ドイツ政府は金融市場安定化法の成立により国内銀行支援に最大4700億 Euro の投融資計画を発表した。フランスにおいても、デクシア銀行に30億 Euro をはじめ大手6行に計105億 Euro の公的資金を投入。イギリスでは、ロイズ銀行に約65%の政府出資を実行し事実上国有化した。銀行が国有化されると、銀行のリスクは国が負うリスクに転嫁される。そして、金融危機は国レベルの財政危機へと発展した。

金融機能の低下による資金供給不足や生産の低下は深刻で、Euro 圏以外にも波及した。ハンガリー、ルーマニア、ラトビア、アイスランドが金融機能の停止状態に陥り、IMF の資金供与を受けるといふ国家危機を迎えた。自動車業界では、北欧のサーブとボルボが2009年にスウェーデン政府に公的支援を要請した。

### 3) 欧州財政危機とは何か

2012年3月、ギリシャ政府は銀行を含む民間のギリシャ国債保有者に対して、53.5%相当の債権放棄に加えて、残り46.5%相当を超長期国債（2042年満期債券等）と交換するなど骨子とする集団行動条項（Collective Action Clause）を適用した。このパッケージ取引の実現でギリシャ政府は、約1000億 Euro の国家債務削減を見込んだ。事実上、国債の元本カットと残債務の返済猶予であったため、ギリシャは債務不履行であると ISDA<sup>脚注4</sup>から判定された。すなわち、ギリシャ国債を参照債権とする金融デリバティブ商品（CDS : credit default swap）は、Credit Event（信用事由）発生と認定された。また、同時期に格付会社 S&P も、ギリシャ国債を最下位の Selective Default（ギリシャ政府が選択した債務の不履行）という格付とした。結果、世界中のギリシャ国債保有者は、現在価値に引き直すと元本の約8割を失った計算となる。

CDS は、国や企業が債務不履行（Credit Event 発生）となる可能性の大小で価格が上下するデリバティブ取引である。たとえば、買い手側は国債保有リスクをヘッジする保険目

的や投機目的で利用している。2011年6月17日付の **Financial Times** は、米国金融機関が過去に販売したギリシャの CDS は計 US327 億ドルであったと報じた。2012年3月にギリシャ CDS の清算価値は、ISDA が実施する公開オークションの結果にて決定した。最終的に CDS の売り手は、想定元本金額の約 8 割弱に相当する支払い義務が生じた。

このデリバティブ商品における損失者は、主にこの商品を売った金融機関であり、現物国債保有による損失とは別建てにて CDS の被害額が報告されている。銀行にとっては、二重苦と言えよう。

欧州財政危機とは、欧州各国の財政が悪化して複数の国家が連鎖して破綻する危機を指す。企業に限らず国家も債務（借金）が返済できないと破綻する。これが一国に留まらず、欧州内の複数国で連鎖して起こるので危機と表現している。破綻とは、国家として破産することで、国債を含む国としての借入金や保証債務を返済履行できない状態を言う。ここでも EU の銀行が抱えるリスクが、国家のリスクに大きく関係している。この状況を以下に説明する。

EU の銀行が抱えるリスクとは、貸出先が倒産するリスクに加えて、南欧の国債を大量に保有していることによる。南欧の国も相互に国債を保有しており（表 2 の網掛け表示部分）、これらの共有関係を欧州の **Credit Risk Chain**（信用リスクの輪）と筆者は呼ぶ。**Credit Risk Chain** は、筆者の造語である。

危機の発端が、仮に 1 ヶ国の債務不履行だとしても、当該国の国債を大量に保有する銀行は致命的な影響を受ける。銀行は国債（債券）を保有するだけでなく、貸出や保証という形で、国のインフラ整備や発電事業など実質的に国が支払うリスク（ソブリン・リスク）を負っている。なお、これら債券、貸出、保証を合わせて債権と呼び、債権は銀行が借主（債務者）に求める返済請求権である。一国の信用不安は、多くの銀行の信用不安に発へと同時に進展することが、**Credit Risk Chain** の特徴である。また、民間の銀行は国債を ECB や他行への差し入れ担保として準備（支払準備）するために各国の国債を大量に購入している。表 2 において、欧州主要国の銀行が南欧 3 ヶ国の国債を購入した実績を掲げた。

国債は、いざという時に売却して手持ち現金を増やして他行や預金者への支払いに充当することができる。本来は、資金流動性リスクを回避する目的である。ところが、今回はこの国債が紙切れ同然になるというリスクが生じている。S&Pなどの格付機関も同様の見方をしている。EUではフランスが長らくトリプル A (=AAA) の格付を保持していたが、2012年1月にスペインとイタリアの国債を大量に保有しているとの理由で、フランス国債は AA+へ1段階引き下げられている。スペインとイタリアのリスクがフランスに影響したと言える。国債価格が暴落すると、一国の信用リスクの顕在化が他のEU国へ波及して起こる。一国の債務不履行は、他国の歳入不足となり飛び火する。

対策として、「信用リスクの輪」を、この輪の大きさを超える「信用秩序の輪」で覆ってしまえば良いのではないか、という新たなアイデアが2011年EU内に生まれた。欧州共同債 (Eurobond) 構想である。EU問題国の国債保有額や各国財政赤字の合計など想定する損失累計を超える金額のファンドをあらかじめ準備して、世界中から浴びせられているEU全体への信用不安を払拭する目的である。仮に欧州共同債が発行されると、EUの財政政策は1つということになる。たとえば、岩田(2011)は、「ユーロの矛盾である金融政策は同一であるが財政政策はばらばら、という仕組みを抜本的に修正することが不可欠である」と述べている。2012年8月現在の信用秩序の輪、いわゆる、セーフティー・ネットは、EU27ヶ国による欧州金融安定化メカニズム (EFSM)、Euro圏諸国が資金を拠出した欧州金融安定化基金 (EFSF)、IMFの融資枠の3つを合わせて、計7,500億Euroの支援枠が用意されている<sup>注5</sup>。さらにECBは、南欧諸国の国債(年限1~3年)を金額無制限で直接買い入れる新たな国債購入プログラム構想を発表した(Reuters報道2012年9月6日付)。

2009年10月ギリシャの政権交代が起きた際に、旧政権が実施してきた会計手続の一部に不適切な処理があることをEU委員会が指摘した。ギリシャの財政赤字は、当初GDP比4%程度と発表していたものが、実態としては13%以上あることが発覚し、ギリシャへの信用不安が全世界に起きた。

格付会社によるギリシャ国債格付の大幅な引下げに起因する国債の急落に留まらず、欧州各国に不安が飛び火して、EU 各国の銀行株価や Euro の下落が起きた。これが、EU 全体の Credit Risk Chain の始まりであった。

ギリシャは、エーゲ海を中心に約 **3000** の島々で構成される人口約 **1100** 万人の国である。オリーブ、綿、葉タバコなどの農業と、観光産業であり目立った工業はない。

ギリシャでは、公務員給与支払いなど公共部門支出が GDP の約 50%（2006-2010）を占めていたことが破綻の一因であると Ioannou（2012）は分析している。ギリシャの財政破綻は、スペイン、ポルトガル、アイルランドへ波及し、実際に ECB からの公的支援や ECB による国債買取りが始まり、2012 年 9 月、まさに欧州危機の様相を呈している。国債発行額が桁違いに多いイタリア（図 2）に対する公的な資金支援が始まっていないことが唯一の救いと言える。イタリアに波及する前に Credit Risk Chain の広がりを守る必要がある。

### Ⅲ. 仮説設定と分析結果

一般的には、CAC は、国債発行体である一国家による債務棒引きの一手段と考えられるため、債権者たる銀行から捉えると到底褒められた類の話ではない。しかしながら、金融危機、特に Credit Risk Chain の広がりを回避するという目的では、一定の効果が期待できる手段ではないかとの仮説を立てる。

筆者はここで、一国の政府が CAC を採用した場合、欧州の銀行の立場から CAC に応じる場合と応じない場合の損得比較の考察を行う。

(Case1) 債権銀行が CAC に応じない場合：

2012 年 2 月当時のギリシャ国債の状況を再現する。10 年長期国債の市場価格が実態として額面の半値以下となっていた状況のもとで、CAC 制度を利用せずに全額を市場にて市場価格で売却する場合。国債発行国の政府が CAC による元本削減構想を公表した直後

は、デフォルト宣言と同等の位置付けと看做せることから、同国債の時価は限りなくゼロに近づく。

国債を購入した銀行にとっては、各国債の年限に従い3年以上先の満期日到来まで本来は長期保有することを目的としている。これゆえ、CACに应ずるということは、貸方の「投資有価証券」を売却するということになる。既に過年度までの大幅な価格下落により、バランスシート上では、額面（例えば100億ユーロ）の資産を保有しているのではなく、決算期毎の時価（たとえば、額面の2割相当の20億ユーロ）が貸借対照表上の貸方に記録されている。既に8割相当は償却済みとなっている。一般的に国際的に拠点を展開する3大監査法人の指導では、決算期内に50%を超える価格低下が起きると、当該有価証券は時価会計による決算、または減損会計制度に基づく時価洗い替えが起る。損益計算書上では借方に売買約定をした日付で「有価証券売却損」が記載される。これは、税引前の損失として計上される、この債券を、CAC発表後の時価で売却すると、20億ユーロの売却損が発生する（業者気配値は約10であったが、売却実勢値はほぼゼロであったため、時価はゼロと看做す）。

（分子の計算）20億ユーロ（実現損）⇒資本の減少要因となる

（分母の計算）20億ユーロの資産の減少

（Case2）債権銀行が政府によるCAC実施の提案に応じる場合

額面の53.5%部分が紙切れ同然の価値(=ゼロ)となることから、約11億ユーロ(=20億ユーロ×53.5%相当)の「有価証券売却損」が発生する。但し、残りの9億(=20億ユーロ×46.5%)は、超長期債と債務交換をする。(簿記起票は複雑なため本稿では省略)当初、額面100億ユーロの46.5%である46.5億ユーロの超長期国債を保有する記帳を行う。記帳する金額を公正価値(復活簿価の3~8割程度)とする考え方もあるが、ここでは簿価を使用する。即ち、46.5億の国債が復活するので、37.5億ユーロ(=46.5-9)の実現益が発生することとなる。但し、(Case2)では、バランスシートをスリム化するという効果はなく、むしろ、26.5億ユーロ(=46.5-20)相当の資産(Tier1計算上の分母)が増えることとなる。しかしながら、上述の通り、分子(資本の増加要因となり得るもの)におい

て利益が発生するため、結果は以下の通りとなる。

(分子の計算) 37.5 (実現益) - 11 (実現損) = 26.5 億ユーロ (実現益)

(分母の計算) 26.5 億ユーロの資産の増加

ここで、Tier1 計算上、どちらが好影響を与えるのかという観点から、(Case1) と (Case2) を比較する。この場合、両者共に増減した変化は分子=分母となり額は同額であるものの、元々、Tier1 では、分母の数の方が大きく分子の数が小さいことから、経済効果としては、分子が 26.5 億ユーロ増える (Case2) 方が、Tier1 計数の改善効果が大きくなり、債権銀行にとって経営が改善することとなる。これゆえ、民間の債権銀行は、経済合理性から判断して CAC に応ずるという結論になる。

各国政府の CAC に応ずる場合と応じない場合では、欧州の銀行にとって、応ずる方が 100 に対して、26.5 (すなわち、26.5%相当) の債権が消滅せずに、簿価としてバランスシート上に戻ってくる形となる。

欧州の銀行の総損失合計としては、15,716 億ユーロの 53.5%相当の金額となり、計算結果は、8,408 億ユーロを損うこととなるものの (表 2 右下合計額に 53.5%を掛ける)、一方では、15,716 億ユーロの 26.5%相当の 4,165 億ユーロの繰戻し利益が生ずることとなる。

#### IV. おわりに

今般筆者は、ギリシャ政府が 2012 年 2 月に債権者に対して提案した集団行動条項 (Collective Action Clause) につき取り扱った。この CAC が、南欧諸国政府にも広まり同様の提案が民間の銀行団に対して一律に提示されるということを仮定している。CAC は、債務放棄と超長期の債務への債務交換を組み合わせた国家リストラのパッケージ提案であり、本来は債権者たる銀行には到底受け入れられないスキームである。しかしながら、2012 年 2 月ギリシャの場合も、蓋を開けてみると、約 9 割以上の民間債権者が CAC

を受け入れている。この債務交換取引の中には、経理処理のマジックによる利益捻出という甘味料が含まれていることが一因となっていることが今回検証できた。

ここで、原債権金額の 46.5%相当は、不良債権から正常債権に復帰するという綺麗な話であるが、果たして正しい現実把握であろうか。46.5%相当は、いわば返済猶予を行った「条件緩和債権」であり、相変わらず不良債権の一種と言える。また、本当に40年以上に亘って元利返済が確実になされるなどということは全く約束されていない。さらに厳しい見方をすれば、スペイン、ポルトガル、イタリアの3国共に、国債発行済残高を減らす方策として一律にCACを採用し、かつ元本毀損率が53.5%で一定という仮定は現実性を欠いているという非難すら受けるであろう。しかしながら、筆者が敢えてこの仮説を立てた背景には、結果としてギリシャが債務放棄した53.5%は、主たる債権者たる欧州の銀行にとっては投資元本が毀損するワースト・シナリオと言えるからである。現実的には、イタリア、スペイン、ポルトガルは、ギリシャよりも低い比率の債務放棄率（例えば20~30%）に抑えられるかもしれない。今後の課題としては、南欧各国の債務放棄率を換えてシュミレーションする必要があると思われる。また、玉川（2012）記載の通り、欧州金融安定化メカニズム（EFSM）、Euro圏諸国が資金を拠出した欧州金融安定化基金（EFSF）、IMFの融資枠3つを合わせた計7,500億ユーロの支援枠を所与のものと看做して、欧州の銀行が被る損失額から控除するシュミレーションを行う必要があるだろう。今後、さらなる研究を進めていきたい。

## 参考文献

- 岩田規久雄 『ユーロ危機と超円高恐慌』 2011年 日本経済新聞社  
高屋定美 『欧州危機の真実』 2011年 東洋経済新報社  
田中俊郎 『欧州経済危機とEU統合の行方』 2012年5月号、海外事情  
玉川和夫 「欧州金融危機における銀行資本不足額推計」『札幌学院大学経営論集 No. 1』 2012年  
BIS (Bank for International Settlements), “Principles for sound liquidity Risk Management and Supervision”, *Basel Committee Document*, 2008  
BIS, “Quarterly Review” Dec. 2011, Mar. & June 2012. Basel, 2012.

Ioannou, C., 'Greek Public Service Employment Relations in the Era of Sovereign Default: A Gordian Knot?', in *The international Journal of Comparative Labour Law and Industrial Relations*. No.2, USA, 2012

図 1

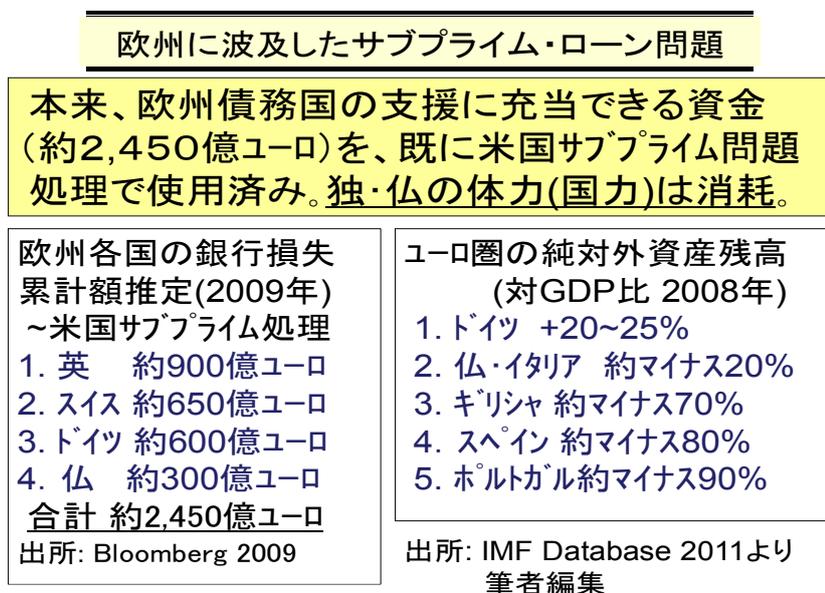


図 2

**PIGS各国(債務者)が発行する国債の保有者(債権者)一覧**

国債(累積)保有者 ⇒	非居住者保有比率 (除く、ECB)	国債累積残高 (単位: US億ドル)	国内銀行による保有比率
(1) ギリシャ	39%	1,832	19%
(2) ポルトガル	52%	1,605	22%
(3) スペイン	34%	6,414	27%
2011年度 <b>イタリアの国債残高は突出している。</b>			
(4) イタリア	43%	16,069	17%

出所: IMF Database (2011)、欧州統計局より筆者編集。  
2011年末は、1Euro=1.3USドルで算出

表1 欧州各国の公的債務残高、財政支出/GDP比他 (2011年末)

EU加盟国 (27ヶ国)	Euro 圏 17 ヶ国	名目GDP 単位 百億 米ドル	公的債 務 残高 名目 GDP 比%	財政支出 名目GDP 比%	S&P各国の 長期格付 2012年8月	国民一人あたり 名目GDP単 位千米ドル (世界の順位)
1.ギリシャ	○	30	165	▲9.1	CCC	27(30位)
2.イタリア	○	220	120	▲3.9	BBB+	36(25位)
3.アイルランド	○	22	108	▲13.1	BBB+	48(16位)
4.ポルトガル	○	24	108	▲4.2	BB	22(36位)
5.ベルギー	○	51	98	▲3.7	AA	47(17位)
6.フランス	○	278	86	▲5.2	AA+	44(19位)
7.イギリス		242	86	▲8.3	AAA	39(22位)
8.ドイツ	○	358	81	▲1.0	AAA	44(20位)
9.ハンガリー		14	81	+4.3	BB+	14(48位)
10.オーストリア	○	42	72	▲2.6	AA+	50(11位)
11.マルタ	○	1	72	▲2.7	A-	21(37位)
12.キプロス	○	2	72	▲6.3	BB	30(29位)
13.スペイン	○	149	69	▲8.5	BBB+	32(27位)
14.オランダ	○	84	65	▲4.7	AAA	50(10位)
15.ポーランド		51	56	▲5.1	A	14(51位)
16.フィンランド	○	27	49	▲0.5	AAA	49(12位)
17.スロベニア	○	5	48	▲6.4	A	25(31位)
18.デンマーク		33	47	▲1.8	AAA	60(7位)
19.スロバキア	○	10	43	▲4.8	A	18(41位)
20.ラトビア		3	43	▲3.5	BBB-	13(56位)
21.チェコ		22	41	▲3.1	AA	20(39位)
22.リトアニア		4	39	▲5.5	BBB	13(52位)
23.スウェーデン		54	38	+0.3	AAA	57(8位)
24.ルーマニア		19	33	▲5.2	BB+	9(68位)
25.ルクセンブルク	○	6	18	▲0.6	AAA	114(1位)
26.ブルガリア		5	16	▲2.1	BBB	7(75位)
27.エストニア	○	2	6	+1.0	AA-	17(43位)
EU 27ヶ国合計 ( ) 内は平均		1758	(83)	(▲4.5)	-	-

(出所) 欧州統計局、IMF World Economic Outlook Database(2011年末現在)、格付は、S&P(2012年7月末)。尚、EU以外にも、モナコ、バチカン、サンマリノ、コンソボ、アンドラ、モンテネグロが通貨 Euro を使用している。

表2 EUの銀行が抱える南欧国リスク (2012年3月末)

(単位: 億 Euro)

債権銀行 所在国 南欧 債務国	仏	独	英	イタリア	ポルトガル	スベ イ ン	合計
1. イタリア	3,339	1,335	572	2,679	N.A.	336	8,261
2. ポルトガル	205	272	196	31	360	774	1,838
3. スペイン	1,153	1,399	848	263	223	1,731	5,617
合計	4,697	3,006	1,616	2,973	583	2,841	15,716

(注) 2012年3月末 BIS 四半期統計他 ギリシャは一部債務カット済のため表から除外。

## 注

- 
- <sup>1</sup>自動車産業の例：独フォルクスワーゲン（VW）のスペイン工場から、ポーランド工場へ生産量 7 万台（2006）、同スロバキア工場へ 7 万台（2005）シフト。AUDI の独工場からハンガリー工場へ 6 万台シフト。その他、ルノー、プジョー・シトロエンも主力の小型車工場（計 30 万台相当以上）を中・東欧へシフトした。
  - <sup>2</sup>独ザクセン州は、VW、BMW、ポルシェ等の自動車工場や部品納入会社約 650 社が集結していた工業地域。現在は、中・東欧に自動車産業が移転している。
  - <sup>3</sup>銀行や年金基金など世界の主な機関投資家は、長期投資先の投資基準を定めている。たとえば、外部格付が BBB-（S&P の場合）を下回ると、適格基準外となり保有額を全額売却することが多い。この時、市場で急激かつ大幅な価格下落が起こりやすい。
  - <sup>4</sup>International Swaps and Derivatives Association：国際スワップデリバティブ協会の略。デリバティブ取引の業界標準形などを定める。本部はニューヨーク。
  - <sup>5</sup>玉川（2012）は、欧州金融危機における欧州 71 銀行の資本不足額合計を最悪ケースで 5,250 億 Euro と推定している。また、問題国（ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペイン、アイルランド）の対外債務は 1,406 兆 Euro（2011 年 12 月）と記している。