

ソブリン・デフォルトの実像

— ギリシャ危機から学ぶ —

前財政金融委員会調査室 桜井 省吾

1. はじめに

デフォルト（債務不履行）とは、企業、国家（ソブリン）などが返済すべき借金の支払を行わないことであるが、企業とは異なり、ソブリンが引き起こすデフォルト（ソブリン・デフォルト）については、明確な基準は存在しない。本稿では、近年注目を集めたギリシャ危機の事例を参考に、二つの視点からソブリン・デフォルトの実像に迫りたい。一つは、企業やソブリンなどの信用力を専門の会社が判定する格付の観点から見た場合であり、もう一つはデフォルトが発生した場合に損失を補填する金融商品であるクレジット・デフォルト・スワップ（以下「CDS」という。）の観点から見た場合である。

他方で、財政危機が深刻化したギリシャにおいては、財政再建を目的として様々な緊縮策を採用し、国民には重い負担が発生している。ギリシャ政府の採用した財政再建策が国内へ及ぼした影響を探るとともに、ギリシャ以上に債務を積み増している状況にある我が国への示唆も併せて探りたい。

2. ソブリン・デフォルトとは

(1) ソブリン・デフォルトの概念

通常、企業などが破産（破綻）する場合には、法制度に従って処理されるのが一般的だが、ソブリン・デフォルトについては、金融機関などの市場参加者がそれぞれのニーズに応じて独自に基準を定めている状況であり、定義そのものが曖昧である。このため、ソブリンの債務がデフォルトする場合と、企業などの債務がデフォルトする場合は、分けて考える必要がある。

一般に、ソブリンは立法措置等により増税などの歳入強化策、歳出抑制策、債務の強制的な削減といった権限を行使することが可能である。また、ソブリンは通常、通貨を発行する権限を有しているため、通貨の発行量の増減などの手段を用いて価値を調整することで、実質的に債務を削減することも可能である。

このようにソブリンは強大な権限を有する一方で、主な資金調達手段であるソブリン債（国債）は一般に市場で売買されるため、ソブリンは資金の多くを市場参加者（主に金融機関）に頼ることになる。しかし、市場参加者の視点に立つと、ソブリンについてその返済能力（意思）を正確に判定することは極めて難しい。そのため、彼らは金融商品としてのソブリン債について、様々な観点から返済リスクを判定すると同時に、ソブリン・デフォルトについて独自に定義付けを行い、デフォルトが発生した場合も想定して資産形成を行っている。

図表1 直近のソブリン・デフォルトの主な事例

国名	デフォルト年	デフォルト額	円換算
ギリシャ	2012年	1,000億ユーロ	14兆370億円
アルゼンチン	2001年	823億ドル	8兆4,728億円
ロシア	1998年	727億ドル	7兆4,845億円
エクアドル	1999年	66億ドル	6,795億円
ウルグアイ	2003年	57億ドル	5,868億円
ペルー	2000年	49億ドル	5,045億円

(注) 円は平成 26 年 6 月 2 日時点のレートで計算。

(出所) 『毎日新聞』(平 24. 3. 10) を基に作成

(2) 格付の視点から見るソブリン・デフォルト
ア 格付について

市場参加者の多くは格付会社が行う格付を基にして資産の形成を行っているため¹、ソブリン・デフォルトの定義を整理する上で格付は有効な指標と言える²。格付の対象となる証券の範囲は格付会社によって異なるが、特に市場への影響が大きいとされるスタンダード&プアーズ(以下「S&P」という。)、ムーディーズ(以下「MDY」という。)、フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」という。)の3社は、ソブリン債を含む公社債や株式について、幅広く格付を行っている³。

イ 格付会社3社が定めるデフォルト

S&Pは、ソブリン債の格付については信用度に応じてAAAからデフォルトに当たるSD又はDまで21段階の格付記号を付与しており⁴、また、企業とは別の観点からソブリン・デフォルトの判断を行っている(図表3)。MDYは、発行体の信用力に応じてAaa~Cまで21段

図表2 格付会社3社の格付一覧

	S&P	MDY	フィッチ
投資適格	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
投資不適格	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	-
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	-
	CC	Ca	CC
	-	C	C
SD/D		RD/D	

(出所) S&P資料、MDY資料、フィッチ資料より作成

¹ ソブリン債を含む証券は信用力が低下すると投資不適格とみなされ、市場ではジャンク債(安全性が低く、債権回収の可能性が低い証券)として取り扱われる。

² 格付はあくまで格付会社の商品であり、その手法・記号については各社判断が異なる点には注意が必要である。

³ 本稿ではこれら3社のソブリン債に対する考え方を代表的に取り上げる。

⁴ S&Pは、個々の金融債務や個々の金融プログラムについての債務者の信用力を示す一般的な格付を行っているが、ソブリンなどを対象とする発行体格付では、長期/短期の2種類の債務について、金融債務を期日どおりに履行する債務者の能力と意思に焦点を当てた判定を行っている。なお、本稿で扱っているのは、長期発行体格付である。

階の債務格付を付与している⁵。フィッチはソブリンなどを対象に発行体デフォルト格付（I D R）⁶を付与しており、用いる記号の種類はS & Pとほぼ同様であるが、C C C + 及びC C C -の記号を採用していない点、S & Pが定めるS Dに相当する格付としてR D (Restricted Default) を採用している点などが異なり、20段階で格付を行っている。格付会社3社ではデフォルトの概念について独自に整理を行っており、用いる記号も異なるが、各社のデフォルトの定義や付与される記号の意味するところはおおむね同様と言ってよいだろう。特に、既存債務の支払を拒否した場合に加えて、支払期日を延長した場合や、より経済価値が劣る債務と交換（ディストレスト・エクスチェンジ）した場合にも、デフォルトと認定される可能性がある点は、注意が必要である。

図表3 S & P、MDY、フィッチが定めるデフォルトの判定基準

格付会社	デフォルトに該当する要件(概要)	
S & P	5営業日又は猶予期間内に債務の支払が行われない場合や、債務者がディストレスト・エクスチェンジを実施する場合に、デフォルト(SD又はD)とみなす。	
	SD	債務者がある特定の債務について履行せず、その他の債務は期日どおりに支払を継続する場合(選択的債務不履行)。
	D	債務者が全面的に債務不履行に陥り、全ての債務を期日どおりに支払わない場合。
	ソブリンについては、以下に該当する場合もSD又はDとみなす。 <ul style="list-style-type: none"> ・当該ソブリンの公共部門以外で保有されている債券や証券について、期日に債務を返済しない場合や、債権者に不利な条件で新規債務との交換を申し出る場合。 ・中央銀行発行の自国通貨建て債務が、額面の等価を下回る価値で新たな通貨建てに転換される場合。 ・民間銀行からの融資を期日どおりに返済しない場合や、債権者に不利な条件で債務繰延べを実施する場合。 	
MDY	Ca	非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利の回収が見込める債務に対する格付。
	C	通常、デフォルトに陥っており、元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付。
	以下のいずれかに該当する場合は、デフォルト(Ca又はC)とみなす。 <ul style="list-style-type: none"> ・契約上義務となっている債務返済の不履行、遅延。 ・ソブリンが支払条件の変更により債務を軽減する場合や、強制的な通貨デノミや償還期限の変更などを実施する場合。 ・ディストレスト・エクスチェンジを実施する場合(a、bの条件を満たす場合)。 (a)債務者が負担を軽減する新たな証券やパッケージを債権者に提供する場合。 (b)債務交換が債務者の将来の倒産やデフォルトの回避につながる場合。 ・破産に関する法律の適用申請や債務者の法的管理を通じて、今後債務の不履行や遅延が起こると考えられる場合。 	
フィッチ	RD	以下のいずれかに該当する場合は、RD(一部債務不履行)とみなす。 <ul style="list-style-type: none"> ・特定の債務における選択的な支払不履行。 ・重要な債務(銀行融資、証券等)の支払不履行に続き、一定期間後も債務が履行されない場合。 ・重要な債務が支払不履行となった際の権利放棄又は権利行使猶予期間の延長。 ・重要な債務についてのディストレスト・エクスチェンジの実施。
		D

(出所) S & P、MDY、フィッチ資料を基に作成

⁵ MDYは、「発行体、もしくは当初の満期が1年以上の債務」を対象とした長期債務格付や、「当初の満期が13箇月を超えない債務」を対象とする短期債務格付があるが、本稿では長期債務格付に焦点を当てている。

⁶ 長期格付の尺度であるI D Rは、「格付対象先が債務不履行に陥る相対的蓋然性」を示す意見とされている(13箇月までの短期債務については、別に短期格付を付与)。

(3) CDSから見るソブリン・デフォルト

CDSとは、信用リスクを対象とする金融派生商品（クレジット・デリバティブ）の代表的な商品であり、企業やソブリンなど幅広い組織を対象とし、市場において取引が行われている。取引の外形はいわゆる保険に類似し、補償を受けるCDSの買い手は、信用リスクを補償提供者（売り手）に移転することができる。CDSの買い手は、一定の保証料相当額（プレミアム）を支払うことで、クレジット・イベント（信用事由）が発生した場合、買い手側に生じた損失を売り手に負担させることができる（図表4）。したがって、ソブリンが抱える債務について、クレジット・イベントとして認定されれば、ソブリン・デフォルトとなる⁷。

CDS市場ではクレジット・イベントの発生の有無を判定する際のグローバルスタンダードが決まっている。現在、クレジット・イベントの認定については、国際スワップデリバティブ協会（ISDA）⁸の下で構成される決定委員会（Credit Derivatives Determinations Committee）⁹においてその発生の有無が決定され¹⁰、全てのCDS取引に適用する制度が採られている。

ソブリンについては、支払不履行、リストラクチャリング、履行拒否／支払猶予という三つのクレジット・イベントが採用されている。支払不履行は、債務の支払がなされない場合に適用されるクレジット・イベントである。より詳細には、一定の猶予期間¹¹経過後も最低支払不履行額¹²以上の債務の支払を行わない場合に支払不履行として認定されることとなる。リストラクチャリングは、債務の再編を対象とするクレジット・イベントである。具体的には、最低デフォルト額¹³以上の金額について、強制的な債務の減額や支払期日の変更などの債務再編が債権者に対して適用された場合に認定される。

また、ソブリンにはいわゆる企業の倒産に相当するイベントが当てはまらないため¹⁴、バンクruptcy¹⁵の代わりに履行拒否／支払猶予がクレジット・イベントとして採用されている。履行拒否／支払猶予は、債務について履行を拒否又は支払を一定期間行わないことを宣言する（モラトリアム¹⁶）場合が該当するが、モラトリアム宣言後に支払の拒否や

⁷ CDS市場においてある証券のデフォルトリスクが高まると、当該証券のCDS保証料率は上昇するが、クレジット・イベントが認定されるのはその比率によるものではない（保証料率はいわゆる保険料に近い性質を有し、クレジット・イベントに該当しない場合には支払は行われぬ）。

⁸ International Swaps and Derivatives Association, Inc

⁹ 決定委員会は、「アメリカ（北米及び中南米）」、「欧州（中東を含む）」、「日本以外のアジア」、「日本」及び「オーストラリア・ニュージーランド」の地域ごとに組成され、投票権保有ディーラーメンバーとして10社、投票権非保有ノン・ディーラーメンバーとして5社、投票権非保有ディーラーメンバーとして2社、投票権非保有ノン・ディーラーメンバーとして1社が選任される。

¹⁰ クレジット・イベントの発生の有無に関する決議では、投票権保有メンバーの8割以上の賛成を必要とする。

¹¹ CDS契約では、3営業日が最低限の猶予期間として定められている。

¹² 実務的には、円建て取引の場合は1億円、欧米の場合は100万ドルが基準とされている。

¹³ 実務的には、円建て取引の場合は10億円、欧米の場合は1,000万ドルが基準とされている。

¹⁴ 一般的にソブリンは、債務再編をせざるを得ない場面を迎えた際、債務の一部のみについて履行を拒否する事例（S&Pの定めるSD又はフィッチの定めるRDに当たる）がほとんどであり、デフォルト後も存続する。

¹⁵ バンクruptcyは、いわゆる企業の倒産の場合に適用されるクレジット・イベントである。

¹⁶ 「債務者の破綻が経済界に大打撃を与えることが予想される場合、法令により一定期間、債務の履行を延期する措置」（『広辞苑 第六版』岩波書店、2008年）。

債務の再編が行われた場合に初めてクレジット・イベントの発生として認定されることとなる¹⁷。

図表4 一般的なクレジット・イベントの概要

項目	概要	ソブリン	企業
支払不履行	支払猶予期間経過後も、支払うべき債務が履行されない場合。	○	○
リストラクチャリング	金利の減免、債務の減額、支払期日の延期、支払順位の変更、信用力の低い通貨への変更などの債務再編が全ての債権者に対して適用される場合。	○	○
履行拒否/支払猶予	自国の債務履行について拒否をする、あるいは、支払を一定期間行わないことを宣言する場合。	○	×
パンクラプシー	組織が解散、債務支払の実行不可能状態になる、破産に関する法律が適用される等の場合。	×	○

(注) 米国の民間企業では、リストラクチャリングはクレジット・イベントとして採用されない。

(出所) 矢島剛『CDSのすべて—信用度評価の基準指標として—』を基に作成

3. ギリシャのソブリン・デフォルト

以上、ソブリン・デフォルトの定義を整理する上で重要な判断材料となる二つの視点を紹介したが、これら指標の動向はギリシャ危機において市場参加者の注目を集めた¹⁸。ギリシャ危機における格付及びCDS（クレジット・イベント）の動向を追い、ギリシャ政府が採った債務の再編手法をめぐってどのような判断が下されたのか見ていきたい。

(1) 経緯

以下では、ギリシャ危機をめぐるとの経緯について、記述したい。2009年10月、ギリシャで行われた国民議会選挙の結果、中道右派であったカラマンリス政権から左派のパパンドレウ政権へと政権が交代すると、財政統計の誤りが判明し、同年の財政赤字（対GDP比）は5.4%から12.7%へと大幅に下方修正された。この数字は、EUが定めた財政協定（財政赤字対GDP比を3%以内に抑える）に大きく違反するものであり、同国に対する財政不安が表面化したことから、ギリシャ国債の金利が急上昇するなど（図表5）、市場には動揺が広がった。ギリシャ国債に対する信用不安が拡大する中、ギリシャ政府は増税策や歳出削減策を盛り込んだ2010年予算案を提出し、その後も累次にわたる財政再建策を発表した。

しかし、ギリシャ国債の金利は上昇を続け、2010年4月には、ギリシャ政府は、IMF（International Monetary Fund）やEU等に対して金融支援を正式に要請した。翌5月にはギリシャの財政再建策の実行を条件として、1,100億ユーロ規模の支援が合意されたが、同時に、ギリシャ政府は付加価値税率（VAT）¹⁹の引上げ、年金制度の見直し等により

¹⁷ モラトリアムの宣言などにより潜在的履行拒否/支払猶予が生じた上での支払不履行、リストラクチャリングは、金額の多寡によらずクレジット・イベントとして認定される。

¹⁸ 本稿では、2009年10月のギリシャ政府による財政統計修正の発表から、2012年3月のギリシャ政府による強制措置も含めた債務削減の実施までの時期を指す。

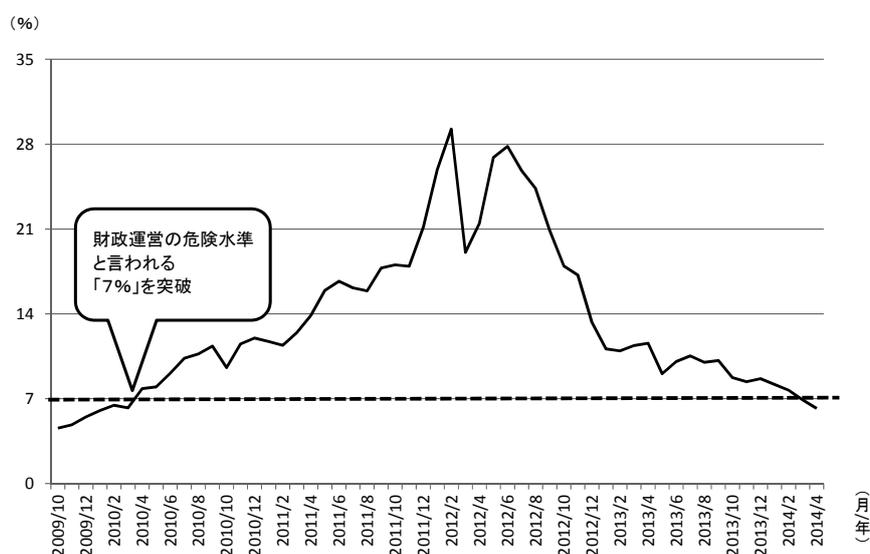
¹⁹ VATは日本における消費税に相当する。2010年3月に19%から21%、更に同年7月以降は23%に引き上げられた（標準税率）。

GDP比 11%規模の財政赤字を削減する財政健全化策①の策定に踏み切った（図表6）。2011年6月には更なる財政健全化の道筋を定めた「中期財政戦略」を策定し、財政赤字対GDP比 12%程度の改善を目指す方針が示された（財政健全化策②）。さらに同年9月には不動産税の創設や国会議員等の報酬削減、公務員の3万人削減や年金支給減額などを含む財政健全化策③が打ち出された。

しかし、財政緊縮策や金融支援の実施による財政再建にも限界があり、2012年2月には、ギリシャ政府は追加の財政緊縮法案（公務員の1万5,000人の削減、最低賃金の引下げ等）を議会で可決した上で、民間投資家が保有するギリシャ国債について実質7割超となる債権放棄を提案した²⁰。最終的には3月に95.7%の民間投資家²¹（集団行動条項²²の発動による強制措置を含む）が債権放棄に参加する形で、ギリシャ政府は近年最大となる1,000億ユーロ（14兆円規模）の債務削減を実行した。

一方で、民間投資家の債権放棄を通じた債務削減手法は、後述するように格付及びCDSのどちらの観点からもデフォルト（ソブリン・デフォルト）に該当するとみなされたが、市場参加者が既にギリシャ国債のデフォルトを織り込んで行動していたこと、結果的に金融支援と一体での秩序だったデフォルト²³という形に落ち着いたことから、ギリシャ政府が債務削減を実行した際も市場にはさほど影響はなかったとされている²⁴。

図表5 ギリシャ国債（10年債）の金利動向



（出所）ECBデータ、財務省資料を基に作成

²⁰ 元本の53.5%を削減した上で、残る46.5%分の国債についても償還期間が長い新規の国債と交換することで、実質7割超の債務を削減したとされている（『日本経済新聞』（平24.3.7））。

²¹ 自発的にギリシャ政府による債務削減の提案に応じた民間投資家は83.5%であった。

²² 既発国債の債務交換について、全体の3分の2以上の債権者が同意すれば、債権者全員が提案を受諾したものと認める措置。

²³ 債務者が国債の償還等を突然停止する「無秩序なデフォルト」は、近年ではアルゼンチンやロシアの例がある。

²⁴ 『朝日新聞』（平24.3.10）

図表6 ギリシャ危機をめぐる動き

	概略	内容
2009年10月	パパンドレウ政権の誕生 財政統計の大幅な下方修正	・国民議会選挙の結果、カラマンリス政権からパパンドレウ政権へと政権交代 ・前政権による財政統計の誤りが発覚し、財政赤字(対GDP比)が5.4%→12.7%へ大幅修正
2009年11月	2010年予算案を提出	・ギリシャ国債の金利、CDSの保証料率が上昇 ・酒税、たばこ税の増税、徴税強化、歳出削減策等を盛り込んだ2010年予算案を提出
2009年12月	累次の財政再建案を発表	社会保障費の1割カット、民間銀行の賞与に対する9割課税等による財政赤字の圧縮を表明
2010年1月		目標を1年前倒しするGDP比4%規模の財政再建計画を発表
2010年2月		公務員給与の一律凍結、燃料税の引上げ等によるGDP比0.5%規模の追加策を発表
2010年3月		48億ユーロ(GDP比2%)の追加策を発表。24億ユーロの歳入増(VAT、たばこ税・酒税の引上げ)と、24億ユーロの歳出減(公務員ボーナスの3割削減、年金支給減額)がセット
2010年4月	EU等に支援を正式要請	ギリシャ政府、金融支援をIMF及びEU等に対し正式に要請
2010年5月	第1次ギリシャ支援合意 ギリシャ政府、財政健全化策①を策定	・第1次ギリシャ支援(1,100億ユーロ)を合意 ・ギリシャ政府、追加財政再建策(年金制度の見直し、VATの引上げ等)を発表
2011年6月	ギリシャ政府、財政健全化策②を策定	・中期財政戦略(国有企業の民営化及び国有資産売却や歳出削減・税収増加を通じて2015年に財政赤字GDP比12%程度の改善を目指す)の策定
2011年7月	第2次ギリシャ支援決定	第2次ギリシャ支援(1,090億ユーロ)で合意(民間投資家による債権放棄を含む)
2011年9月	ギリシャ政府、財政健全化策③を策定	ギリシャ政府、財政赤字目標達成のための緊急措置(不動産税の創設、国会議員等の報酬削減、公務員の3万人削減、年金支給減額)を発表
2011年10月	第2次ギリシャ支援の拡充	第2次ギリシャ支援の拡充を決定(1,090億ユーロ→1,300億ユーロ)
2011年11月	パパンデモス政権誕生	パパンドレウ首相が辞任し、パパンデモス政権が誕生
2012年2月	ギリシャ、緊縮財政法案を可決 民間投資家へ債務減免提案	・財政緊縮法案(公務員の1万5,000人の削減、最低賃金の引下げ等)の可決 ・ギリシャ政府、民間投資家に対して実質7割超の債権放棄を正式に提案
2012年3月	債務削減の実施	・ギリシャ政府、集団行動条項の発動による債務削減を実施(最終的な民間投資家の参加率は95.7%) →主要格付会社、デフォルトとして認定 →ISDAの決定委員会、クレジット・イベントとして認定
2012年5月	国民議会選挙	国民議会選挙の結果、与党が過半数割れし、連立協議も失敗
2012年6月	国民議会再選挙 サマラス首相が就任	国民議会再選挙の結果、サマラス政権が誕生
2013年7月	公務員削減法案の可決	公務員削減法案の可決により、4,200人の公務員の実質リストラが決定

(出所) 財務省資料、内閣府資料、日本貿易振興機構資料、各種新聞記事を基に作成

(2) ギリシャ国債に対する評価

ア 格付の推移

2009年10月のギリシャ政府による財政統計の修正後、格付会社3社は相次いでギリシャ国債を格下げした。元々ギリシャ国債に対する格付はいずれもA格であったが、財政赤字の拡大を受け、12月には相次いで格下げを行った(図表7)。

ギリシャ政府は累次にわたる財政再建策を発表したものの、自力で市場の動揺を収めることは難しく、2010年5月には第1次ギリシャ支援策が合意を見たが、ギリシャ国債の格下げの流れは止まらず、3社それぞれが格付を更に引き下げた²⁵。

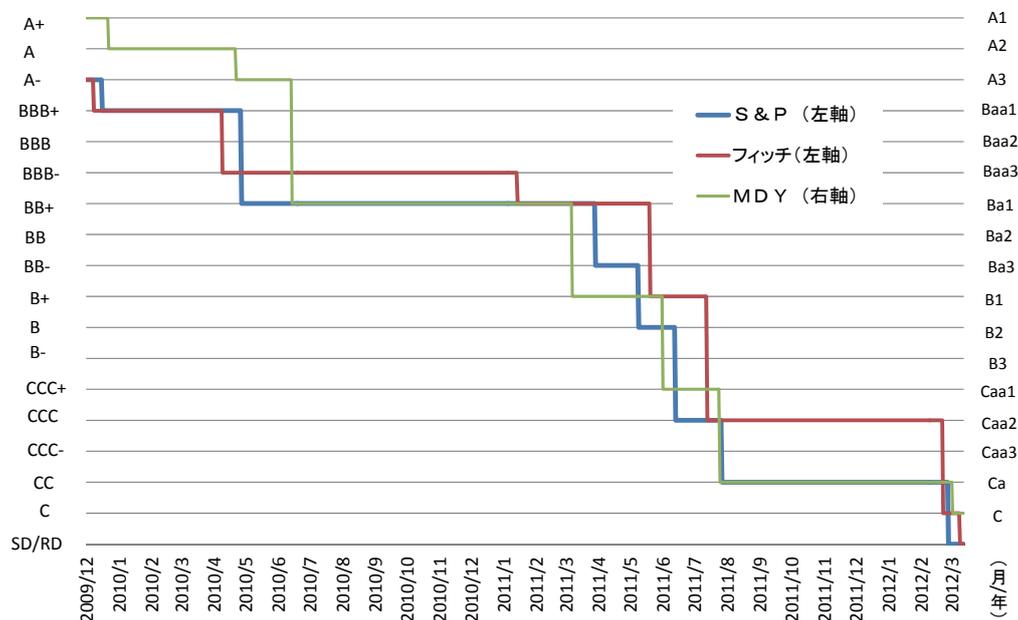
その後も、ギリシャ政府が厳しい財政緊縮策に取り組む一方で、財政赤字の改善目標について実現の不透明さや、第2次ギリシャ支援の一環として民間投資家による債権放棄の発生が懸念されたことから、各社は大幅な格下げに踏み切り、2011年末には、S&

²⁵ S&Pは、2010年4月に、3社のうち最も早くギリシャ国債を投機的水準とされるBB格と位置付け、MDYは同年6月に投機的水準のBa格までギリシャ国債を引き下げた。フィッチがギリシャ国債を投機的な水準まで引き下げたのは、2011年1月であった。

PはCC（「不履行は事実上確実と予想」される。）に、MDYはCaに格付を設定し、市場では将来的なデフォルトの発生が見込まれる状況となっていた²⁶。

2012年2月にギリシャ政府が民間投資家に債権放棄を提案すると、同手法による債務削減はディストレスト・エクステンションとみなされ、S&Pはギリシャ国債の格付をSD、MDYもデフォルトに値する最低ランクのCに格下げし、フィッチもデフォルトが不可避とされるCまで引き下げた。その後、ギリシャ政府が債務削減を実行した段階（3月）でフィッチがRDに格下げしたため、最終的に3社全てがギリシャ政府の債務削減手法に対して、デフォルトに該当するという判断を下した。

図表7 ギリシャ国債に対する格付の推移



(注1) 自国通貨建て長期債格付。

(注2) S & PはCを、フィッチはCCC+及びCCC-をそれぞれ採用していない。

(出所) 財務省資料を基に作成

イ CDSをめぐる動き

2009年のギリシャ政府による財政統計の修正後、ギリシャ国債のCDS保証料率は、200bp（ベースポイント、100bp = 1%）前後まで急上昇し、危険水準と言われる状態となった。その後、ギリシャ政府による財政再建の取組に反して、CDS市場は同国債の安定性には懐疑的な視線を送り続けた。ギリシャ政府が金融支援を正式に要請し

²⁶ 同年7月に合意された第2次ギリシャ支援の枠組みでは、民間投資家によるギリシャ国債の交換・再投資の実施が盛り込まれており、3社はこの措置をディストレスト・エクステンションに該当すると判断し、実行時にはデフォルトとして認定すると発表した。

た 2010 年 4 月には 500 b p に達し、2011 年 4 月には 1,000 b p、12 月には 10,000 b p²⁷ を突破した。その後、若干の落ち着きはあったものの継続して 3,000 b p を超える高水準で推移し、最終的に 2012 年 3 月に民間投資家への強制措置を含めた債務削減（＝デフォルト）が決定する直前には、20,403 b p という保証料率にまで至った（2012 年 3 月 9 日）。

また、民間投資家が保有する債務の削減措置への評価については、当初、ISDA の決定委員会は、民間投資家による自発的な債権放棄であり、クレジット・イベントに該当しないとする見解を示していたが²⁸、その後、集団行動条項を発動する形で債務削減が実施されると、リストラクチャリングに当たるクレジット・イベントに該当するとの認識を示した²⁹。結果的には、決定委員会は格付 3 社と同じくデフォルトという判断に至り³⁰、その後、ギリシャ国債の CDS は決済が行われ、デフォルトに伴って発生した損失の補填がなされた³¹。



²⁷ CDS 契約者間でやりとりされる保証料率は、条件が多岐にわたるため、100%である 10,000 b p を超える場合も存在する。

²⁸ ISDA, “ISDA EMEA Determinations Committee : Credit Event Has Not Occurred with Respect to Recent Questions on The Hellenic Republic Restructuring” , March 1, 2012

²⁹ ISDA, “ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to The Hellenic Republic” , March 9, 2012

³⁰ この点については、結果的にリスク・ヘッジ商品としての CDS の機能を証明したことから、ISDA の判断を評価する声がある一方で、ISDA 自体が民間団体であり、主な構成メンバーが CDS 取引の当事者である銀行等の金融機関であることから、判断の透明性に懐疑的な意見もある。

³¹ ギリシャ国債の CDS の決済に当たっては、CDS の売り手と買い手が多数重複しており、最終的に売り手が支払った額は、28 億 9,000 万ドル（ギリシャ国債発行残高の 1% 程度）となり、当初の予想を大きく下回る支払額となった。

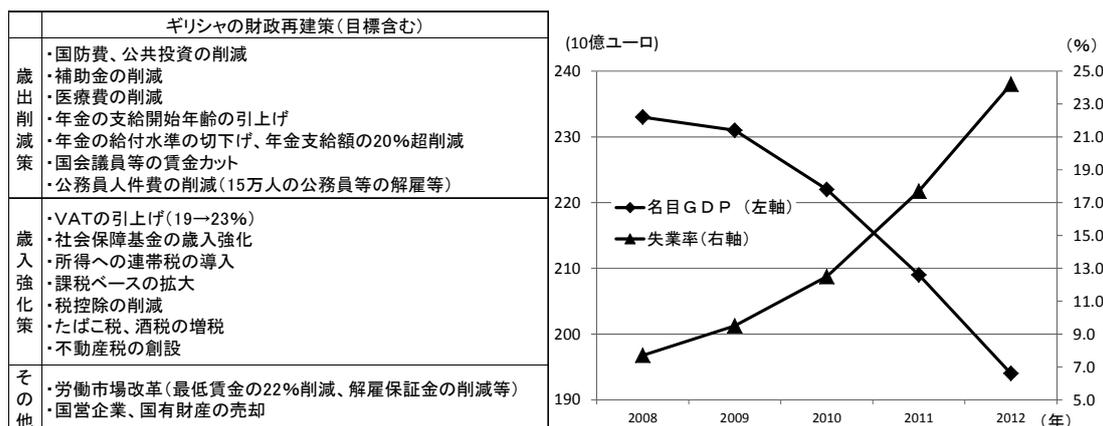
(3) ギリシャ危機が国内に与えた影響

以下では、ギリシャ危機の発生に伴いギリシャ政府が採用してきた一連の緊縮策がギリシャ国内にどのような影響を及ぼしたのか検証したい。

図表9 債務危機をめぐる国民生活への影響

①ギリシャの緊縮策の概要

②名目GDPと失業率の推移



(出所) ①は財務省資料、内閣府資料、各種新聞記事、②は総務省『世界の統計2014』を基に作成

ギリシャでは、2001年のユーロ導入以降、旧通貨ドラクマに比べて信用力の高いユーロを用いることで経済を成長させ、ユーロの恩恵に浴してきた。一方、好景気の下でギリシャの財政赤字は積み上がり、国の財政が肥大化した結果として公務員の数が人口の約1割に当たる100万人にも上る(全労働人口の20%以上)と言われていた³²。ギリシャ危機発生後には、当然の結果として、ギリシャ政府はこうした放漫な財政運営の改善を迫られ、急激な債務調整に迫られることとなった。肥大化した公的組織のリストラ、年金の給付額のカットといった歳出削減策に加えて、VATの引上げといった歳入強化策が実行されるなど、様々な種類の負担が国民に課された(図表9①)。

また、これらの構造改革の実施もあいまって2009年以降、名目GDPは急落し、失業率は跳ね上がった(図表9②)。緊縮策による不景気が失業者の増大に加えて税収の減少を招き、更なる緊縮策が要請されるという負の連鎖に陥っているとの指摘もあり、相次ぐ緊縮策に対する暴動やデモが依然として発生するなど社会不安につながっている。

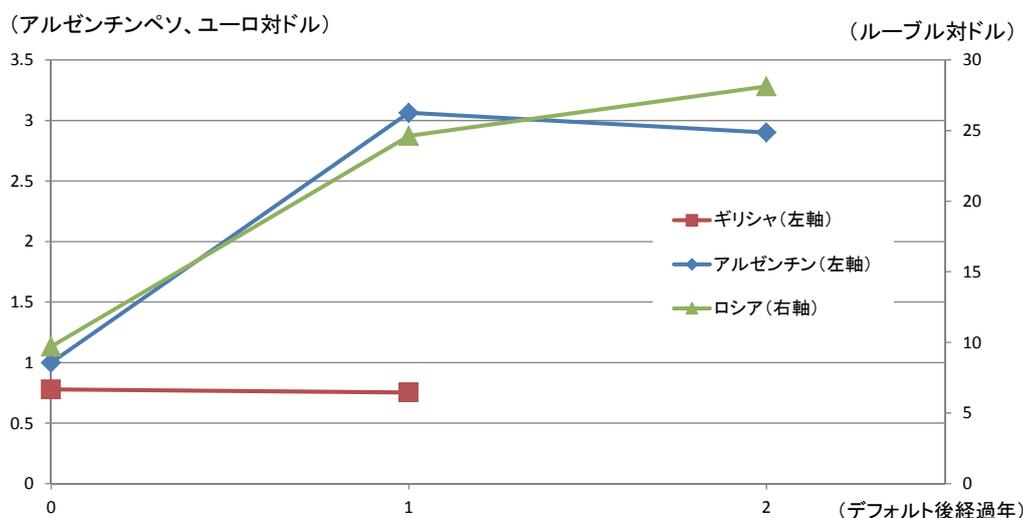
さらに、デフォルトの発生から2年を経過した現在もギリシャ国債の金利は、財政運営の危険水準と言われる7%付近を推移しており(図表5)、市場のギリシャに対する不信感はいまだ根強いと言える。このような状況の下で、既に合計で2,400億ユーロ規模のギリシャ支援が実施されているが、今後ギリシャ経済のファンダメンタルズが改善しない場合には、更なる支援が必要となる可能性もある³³。

³² 『共同通信』(平22.6.8)

³³ 『日本経済新聞』夕刊(平26.4.2)

一方で、ギリシャの特殊な通貨事情にも注目する必要がある。ギリシャを含むユーロ圏では、ECB（European Central Bank）がユーロの発行を一手に担っている。そのため、ユーロは、ギリシャ単体ではなく、ユーロ圏の国全ての信用力を反映した通貨であると言える。近年、大規模なデフォルトを経験したアルゼンチン及びロシア³⁴ではデフォルト後に通貨価値が大幅に目減りしていることから³⁵、ギリシャにおいては、ユーロ圏諸国の信用力に守られた結果、通貨の大幅な下落に伴う国内経済の混乱は回避したとも見ることができる（図表 10）。

図表 10 ギリシャ、アルゼンチン、ロシアのデフォルト後の公定為替レート



(注 1) 期間平均の数値。

(注 2) ギリシャは 2012 年、アルゼンチンは 2001 年、ロシアは 1998 年を基準年としている。

(出所) World Bank、OECD データを基に作成

4. 日本への示唆

以上、ギリシャがデフォルトに至るまでの経緯及びギリシャ国内に及ぼした影響を追ってきたが、以下では、巨額の債務を抱える我が国への示唆を探りたい。

まず、両国の経済規模から考えたい（図表 11）。我が国とギリシャの名目 GDP はそれぞれ 5.9 兆ドル、0.2 兆ドル（①）であり、その経済規模は 24 倍である。さらに、世界の GDP において両国が占める割合を換算すると、我が国の 8.2% に対してギリシャは 0.3% に過ぎず（②）、両国の世界経済におけるパフォーマンスは大きな差があると言える³⁶。

³⁴ アルゼンチンは 1990 年代より現地通貨であるアルゼンチンペソを対ドルで 1 対 1 に固定する政策（カレンシー・ボード制）を実施してきたが、2001 年に政府がデフォルトを宣言した後、変動相場制へと移行した。また、ロシアは 1998 年に民間保有の対外債務等に対して支払期限の延長を発表し、さらに独自通貨であるルーブルの実質的な切り下げを実施した。

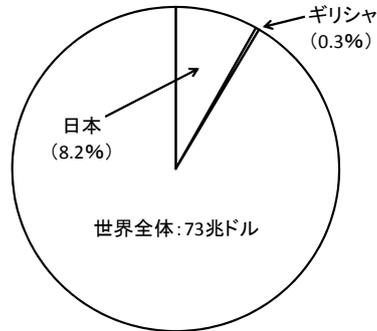
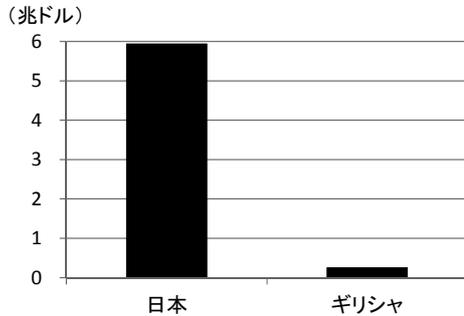
³⁵ アルゼンチンペソはデフォルト後 1 年間で約 3 割、ルーブルは 1 年間で約 4 割の価値となった。

³⁶ ギリシャにおいて行われた厳しい財政健全化策を仮に我が国の GDP 規模に置き換えた場合、単年度で 30.9 兆円という巨額の負担になるとの試算もある（財務省「財政の健全化に向けた基本的考え方」（平 25.5.27））。

図表 11 我が国とギリシャの経済規模の比較

①名目GDP比較

②世界に占める名目GDPの割合



(注) 2012年現在。

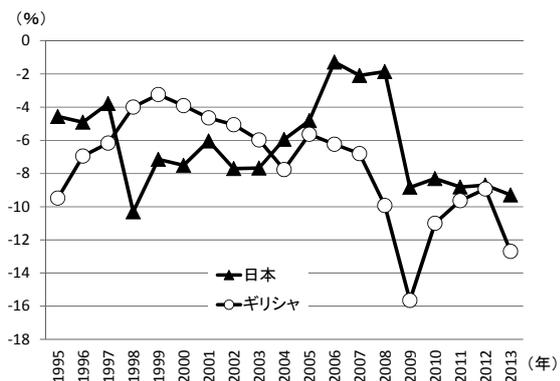
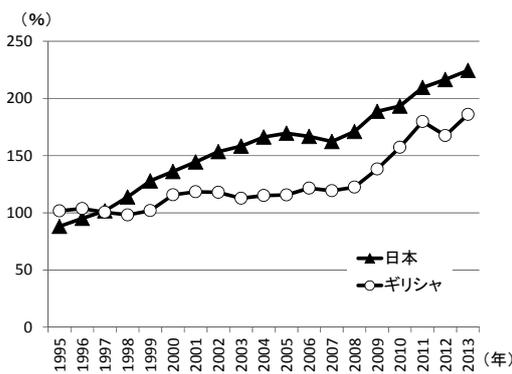
(出所) ①、②ともに総務省『世界の統計2014』を基に作成

次に、両国の債務残高（ストック）と財政赤字（フロー）の推移（ともに対GDP比）を見ていきたい（図表 12）。ストック面では、我が国、ギリシャともに債務残高（対GDP比）が積み上がっているが、1998年以降我が国が一貫してギリシャを上回っており、デフォルトに陥ったギリシャよりも財政状況は悪いと言える（①）³⁷。また、フロー面では2005年以降、我が国の財政赤字（対GDP比）はギリシャを下回っているものの、両国ともに慢性的な財政赤字に陥っている点は共通している（②）。このようにデフォルトに陥ったギリシャと比較しても、我が国の財政状況は決して良いとは言えない。

図表 12 我が国とギリシャの財政状況の比較

①一般政府総債務残高（対GDP比）

②財政収支（対GDP比）

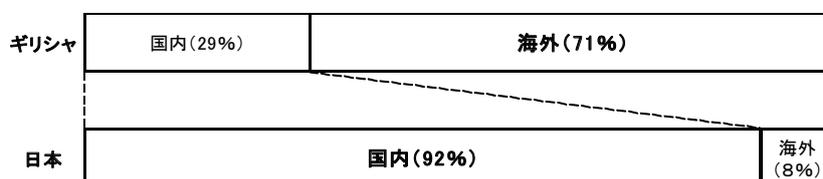


(出所) OECDデータを基に作成

³⁷ 我が国の財政状況については、我が国が巨額の対外純資産を保有していることから（2013年12月末現在で325兆円）、財政危機ではないとの主張がある一方で、野田総理大臣（当時）は、対外純資産は民間部門を含む我が国の居住者と海外との関係を取り出した評価であり、政府の信用という観点からの評価ではないことから、楽観視すべきではないと答弁している（第180回国会参議院本会議録第20号13～14頁（平24.7.13））。

また、両国の国債の保有者割合も考慮する必要がある（図表 13）。デフォルト前のギリシャ国債は7割を海外が保有しており、ギリシャ国内で保有されていた国債は3割に過ぎなかった（2005年～2010年）。このため、2012年にギリシャ政府が債務削減を実施した際も、損失を負担したのは主に海外の金融機関であり、この点でギリシャ国内への影響は比較的軽微であったと思われる。他方、我が国に視点を移すと、国債（国庫短期証券を含む）の保有者は92%が国内の債権者（平成25年12月末時点）となっており、海外の債権者は8%に過ぎない。万が一、我が国において市場の信認が失われ、ギリシャ同様の措置が採られた場合には、ほぼ全ての負担を国内の債権者含む国民全体が引き受けることとなり、国内経済への影響はギリシャよりもはるかに大きいことが想定される。

図表 13 我が国とギリシャの国債保有比率

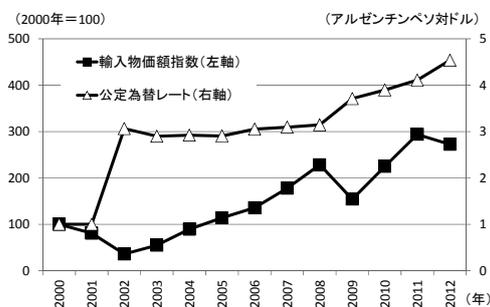


（出所）Public Debt Management Agency（ギリシャ財務省）、財務省資料を基に作成

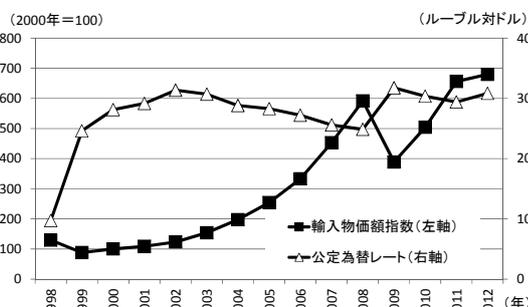
流通通貨の性質の違いにも注目する必要がある。我が国では、銀行券の発行は日本銀行が行っている。既に述べたように、ECBが発行元であるユーロはギリシャによるデフォルト後も通貨価値が維持されているが、デフォルト後のアルゼンチン、ロシアの輸入物価額指数（Import value index）に注目すると、通貨価値が大幅に目減りした結果、その後上昇傾向にあることが見て取れる（図表 14）。仮に我が国において市場の信認が失われた場合、独自通貨である円が急激に下落し、コストプッシュ型の長期的な物価の上昇につながる可能性がある。

図表 14 アルゼンチン、ロシアのデフォルト後の輸入物価額指数の推移

①アルゼンチン



②ロシア

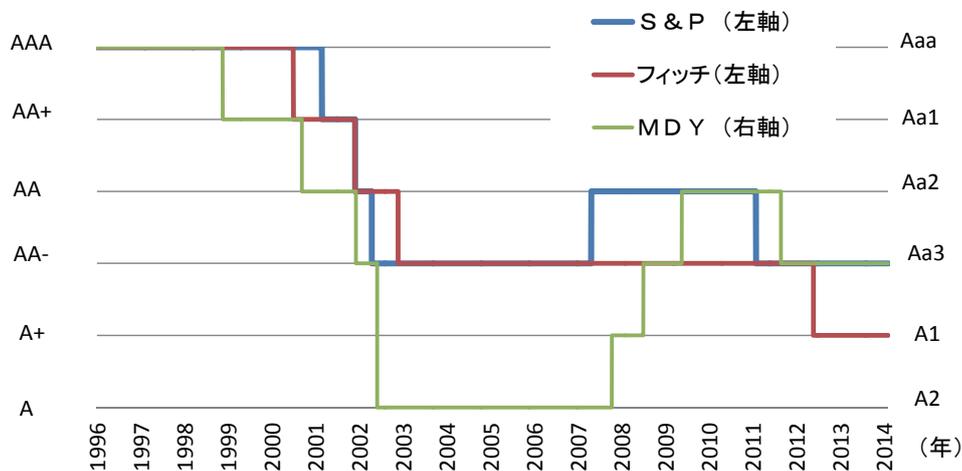


（注）公定為替レート。期間平均の数値。

（出所）World Bank データを基に作成

一方で、債務残高の累増や財政健全化に向けた努力の不透明さを懸念する声はあるものの、主要格付会社は、我が国国債について、依然としてA格以上を維持している(図表15)。また、我が国国債のCDS保証料率についても、ギリシャ危機が深刻化した2009年～2012年初めまでは上昇傾向にあり、一時は200bpに達したが、その後は低下傾向にあり、足元では100bp前後で安定して推移している(図表16)。しかし、2009年にギリシャに対する信用不安が表面化した後に、ギリシャ国債に対する格付が急激に引き下げられたことやCDS保証料率が急騰したことを勘案すると、これら指標は、問題が表面化した後に記号や数字が後追いつる傾向にあるとも言える。現時点での我が国への格付やCDS保証料率が、長期的に我が国の財政の安定性を示しているとは言い難いだろう。

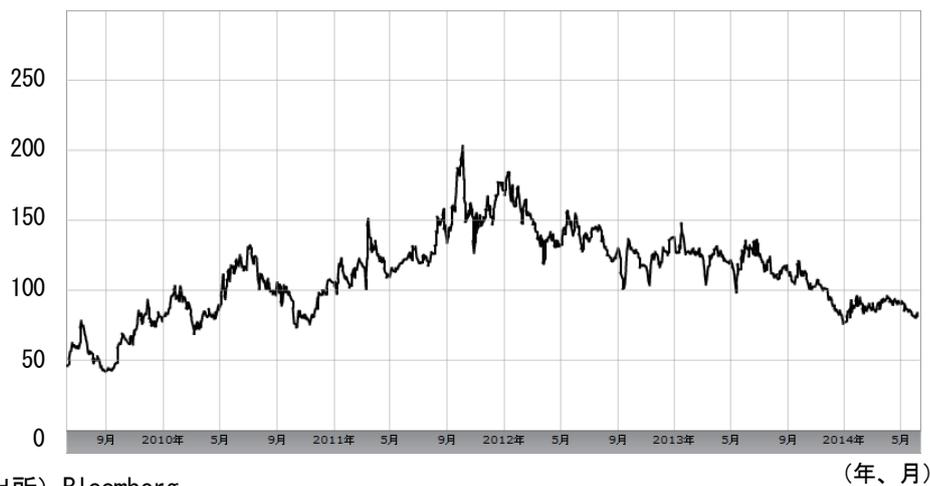
図表15 我が国国債に対する格付の推移



(注) 自国通貨建て長期債格付。

(出所) 財務省資料を基に作成

(b p) 図表16 我が国国債(10年債)のCDS保証料率の推移



(出所) Bloomberg

(年、月)

5. おわりに

本稿では、一義的な認定基準が存在しないソブリン・デフォルトについて、ギリシャ危機の事例を取り上げ、格付とCDS（クレジット・イベント）という二つの視点からその定義を整理した。また、ギリシャにおいては、最終的には秩序だったデフォルトという形態を採ったものの、緊縮策の実施により国民には重い負担が課され、ギリシャ危機の余波は世界の金融市場の混乱につながった。

我が国では本格的に赤字国債の発行が始まった昭和 50 年以来、膨大な額の国債を発行しており、今年度末には、1,000 兆円を超える長期債務を抱えると見られている。我が国の経済規模は非常に大きく、万が一、我が国財政の信認が失われた場合の世界経済・国内経済へのインパクトは、ギリシャの比ではないことが予想される。我が国においてこれまで積み上げてきた債務により市場の信認が失われないよう、政府には今後とも不断の財政健全化策が求められる。

【参考文献】

天達泰章『日本財政が破綻するとき－国際金融市場とソブリンリスク』（日本経済新聞出版社 2013 年）

勝田英紀ほか『格付の研究－信用リスク分析の評価』（中央経済社 2011 年）

河合祐子、糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて（第2版）』（財経詳報社 2007 年）

木野勇人、糸田真吾『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』（財経詳報社 2010 年）

坂野裕子「繰り返されるアルゼンチンの危機」『週刊金融財政事情』（金融財政事情研究会 2013 年 7 月）

清水克俊『国債危機と金融市場－日本の財政運営へのインパクト』（日本経済新聞出版社 2011 年）

総務省『世界の統計 2014』（平成 26 年 3 月）

総務省『日本の統計 2014』（平成 26 年 3 月）

内閣府『世界経済の潮流 2010 年 I アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政危機のコンテキスト』（平成 22 年 5 月）

内閣府『世界経済の潮流 2010 年 II 財政再建の成功と失敗：過去の教訓と未来への展望』（平成 22 年 11 月）

内閣府『世界経済の潮流 2011 年 I 歴史的転換期にある世界経済：「全球一体化」と新興国のプレゼンス拡大』（平成 23 年 5 月）

内閣府『世界経済の潮流 2011 年 II 減速する世界経済、狭まる政策余地』（平成 23 年 12 月）

内閣府『世界経済の潮流 2012 年 I 欧州政府債務危機を巡る緊張が続く世界経済』（平成 24 年 6 月）

内閣府『世界経済の潮流 2012 年 II 世界経済安定化への模索』（平成 24 年 12 月）

永濱利廣『図解 90 分でわかる! 日本で一番やさしい「財政危機」超入門』(東洋経済新報社 2013 年)

日本証券クリアリング機構「CDSとは CDS商品の詳細と具体例」(2009年1月作成、2011年1月改訂)

日本貿易振興機構「欧州債務危機をめぐる動き」(2014年1月)

藤原章生『ギリシャ危機の真実 ルポ「破綻」国家を行く』(毎日新聞社 2010年)

ムーディーズ・ジャパン「格付記号と定義」(2014年4月)

矢島剛『CDSのすべてー信用度評価の基準指標としてー』(きんざい 2013年)

Carmen. M. Reinhart and Kenneth. S. Rogoff, *This Time Is Different*, Princeton University Press, 2009, (カーメン・M・ラインハート& ケネス・S・ロゴフ、村井章子訳『国家は破綻する』、日経BP社 2011年)

Fitch Ratings「格付及びその他の形態の意見に関する定義」(2013年2月)

Moody's Investors Service「ソブリン債の格付け Sovereign Bond Ratings」(2013年10月)

Standard & Poor's Ratings Services「スタンダード&プアーズの格付け定義等」(2014年3月)

Standard & Poor's Ratings Services「ソブリンのデフォルトと格付け遷移調査 2011年版」(2012年5月)

Philip Wood (伊藤理訳)「主権国家の破綻処理とギリシャの教訓」『法律時報』86 巻 2号 (平 26. 2)

(さくらい しょうご)