

欧州ソブリン危機への対応

絹川直良

はじめに

ギリシャ危機に端を発する欧州ソブリン危機はイタリアに波及するなど拡大し、これに対するEUやECBの対応にも実効的なものがみられず、本稿執筆時点ではまだ収束の見通しが立っていない。欧州ソブリン危機の発生とその深刻化は、これまでの金融危機とは違った様々な問題を明らかにしたが、まず、この間の経済、金融をとりまく環境の大きな変化に触れる必要がある。

第一に、先進国でデフォルトが起きうということが、戦時ではなく平時の具体的な問題として大きく浮かび上がった。直近では80年代前半の中南米債務危機や97年に発生したアジア通貨危機にしても、基本的には新興国市場の問題であった。

第二に、グローバルな環境を見ると、ITや金融技術が進歩し、経済や金融のグローバル化が進んだ中で、危機が表面化し拡大した。

第三に、金融機能が肥大化し、金融機関によるリスクテイクの拡大とシャドウバンキングの拡大が進んだ段階で、金融機関の経営問題が金融危機を深刻なものにした。サブプライムローン発の米国金融危機で、欧州の金融機関が米国向けに相当のエクスポージャーを抱えていることがあきらかになったが、まだその傷が癒えないうちに、欧州ソブリン危機に直面したことは大きく、欧州の金融機関の経営懸念につながった。

第四に、先進国の多くで財政支出拡大による景気浮揚策をとることが難しくなっていることも大きい。2008年9月のリーマンショックを受けて、欧米各国をはじめ先進国はおしなべて財政支出を拡大し金融緩和も実施した。しかし、今回は、欧米諸国とも財政支出の拡大よりは財政赤字の削減に目が向いている。

欧州ソブリン危機の解決は容易ではない。本稿はそれらの諸点を概括することによって、巨視的な視点を提供することを目指したい。

1. 危機の原因

欧州ソブリン危機の原因としてどのような点が取り上げられているか。

(1) 財政赤字

危機は2009年秋にギリシャより始まったが、その後、ポルトガル、アイルランド、スペイン、

イタリアにも拡大し、これらの国々の国債金利が急上昇した。

ギリシャは、ユーロ加盟で低金利調達が可能となる中で、年金支給条件の緩和や公務員雇用の拡大を続け、一方で徴税努力を放棄していた。そのギリシャが財政赤字や経常収支赤字拡大に苦しむようになり、統計粉飾問題が明らかになったことで国債金利が急上昇した。

しかし、ギリシャ以外の国々がギリシャと全く同じような状況であったわけではない。実際に、危機前の段階ではアイルランド、スペインとも財政は黒字であり、成長と安定協定に定められた限度内にあり、むしろ、ドイツの方が2003年以降2007年まで同協定の限度を越えていたとの指摘もある。しかし、これら諸国でも、低金利通貨ユーロでの調達が可能になったことが家計部門や金融部門での債務拡大を招き、クロスボーダーでの資金調達が急増した。アイルランドやスペインでは、銀行の不良債権処理のために、結局は政府による財政支出を余儀なくされた。

これまでは投資家はユーロ圏の政府がデフォルトを起こすとは全く想像していなかったが、強硬姿勢をとるドイツ当局がギリシャデフォルトの可能性に触れ、投資家はそのコストを負担すべきとの主張を行うに至って、投資家はリスクの存在を認識した。

(2) 経常収支赤字

ドイツがユーロ圏の中では一人輸出を伸ばしており、ユーロ圏内での経常収支黒字国であるドイツと他諸国の間の不均衡が拡大した。

この点、今回の危機について国際収支赤字の拡大が原因であるとする考え方が有力になっている。⁽¹⁾ 即ち、欧州通貨制度(EMS)のような固定為替相場制を取る場合には、国際収支(経常収支)の大幅な赤字を長く続けてはいけないという規律がメンバー国に働く。固定相場制の下では自国通貨のパリティ(等価)を市場介入によって守らなければならないが、大きな赤字が続くと、必要な自国の外貨準備が枯渇する恐れがあるからである。しかし、ユーロ圏諸国には、守るべき通貨のパリティも自国通貨もなく国際収支の赤字が拡大し、それを短期資本流入で賄うこととなる。

Carney カナダ中銀総裁も、ユーロ誕生直後からクロスボーダー融資が拡大し、これが好景気を生み政府の財政ポジションや銀行のバランスシートに影響したが、他方で競争力が失われ特にドイツとの対比で人件費が上昇したことを取り上げている。特に、国際収支赤字が問題だが、これが民間部門による選択の結果であれば債権者による自己管理にゆだねてよく問題は少ないが、政府部門による浪費の結果であった点が大きいとの趣旨の指摘をしている。⁽²⁾

(3) CDS に代表される金融商品と金融市場の役割

危機拡大の過程で金融市場の参加者はどのような動きをしたか。

ヘッジファンドの多くはイタリア国債のCDS (credit default swap) を買って国債売りを仕掛け、売り抜いて儲けたといわれる。一方、CDS を売った金融機関は、国債価格が下落すると損失が出るので、価格変動に応じてある比率でヘッジのために国債を売った(デルタヘッジ)。CDS の売り手は、国債の価格が下がると損失が増加するので、国債価格の下落がすすむとさ

らに売りヘッジ比率を上げる。このように、ヘッジファンドによる国債 CDS 買いは現物の国債の売りを誘発する。ヘッジファンドの資金力には限界があるが、中央銀行も、安易なマネタイゼーションを行うことができないことから国債購入拡大に限度があり、そこを見透かされて各国国債の価格が下落した⁽³⁾。

加えて、今回の危機では、CDS 自体の持つ商品としての限界がマイナスに作用した面がある。例えばドイツ銀行は 2011 年中に、CDS によってイタリアソブリン向け exposure を 88% 減らした。しかし、後述の民間金融機関による自主的な債権カットでは、もともとイタリア国債の credit event には collective action clause が入っていないこともあって CDS の買い手は、CDS を発動して元本を請求することができない。CDS を利用したリスク管理に実効性がないと判断すれば、更に、CDS の買い手は思い切った exposure 削減に出る可能性があるとの指摘がある。すなわち、CDS の買っただけではリスクヘッジとして不十分なので、債券そのものの売却や、ソブリン系顧客との金融デリバティブ取引にあたっての追加担保差し入れ要求などに発展する可能性がある、と言われる⁽⁴⁾。このように、CDS は、リスクヘッジ手段としてその利用が急拡大したが、CDS 自体がリスクヘッジの機能を完全に果たせないケースがあり、それが金融市場の不安定を増幅している面がある。

2. 危機の深刻化

(1) 対応の遅れ

① EFSF から ESM へ

2010 年 5 月に欧州金融安定基金 (EFSF) が設けられ、欧州金融安定メカニズムからの最大 600 億ユーロの融資と、IMF が拠出する最大 2500 億ユーロの融資を組み合わせ、ユーロ圏各国よりの保証をもとに 7800 億ユーロの融資能力を備えるに至った。EFSF は、トリプル A の格付を保っていたドイツ、フランス、オランダ、オーストリア、フィンランド、ルクセンブルクの 6 カ国による保証と信用力を背景に債券を発行し、すでにこれまでにアイルランド (総額 850 億ユーロ)、ポルトガル (総額 780 億ユーロ) に融資を実行している。また、この枠組みでは、IMF と EFSF が 1 対 2 の割合で融資の基本的枠組みに合意しているのも注目される。

2011 年 7 月開催のユーロ圏財務相会議では、EFSF を拡大発展させる欧州安定メカニズム (ESM) 設立について合意をみた。規模として 5000 億ユーロとようやく複数のユーロ圏諸国への融資が可能なサイズに達するが、実際に設立するためには設立条約がユーロ圏諸国によって批准される必要がある。

その一方でユーロ圏財務相会議に加え、2011 年 12 月まで合計 15 回の首脳会議が開かれたものの、市場にプラスの影響をもたらすような成果は挙がらなかった。逆に、ギリシャやイタリアをはじめとして 7 カ国で政権交代が生じ、少なくとも危機対応の面ではこれまでの成果は極めて限られたものとの評価が多い⁽⁵⁾。

加えて、2012 年に入り、フランス、オーストリアが格下げになり、トリプル A を保ってい

るドイツ、オランダ、フィンランドの保証だけでは融資能力は 2600 億ユーロ余りに低下する。ギリシャ国ではあればともかく、イタリア、スペインに拡大すればともこの融資能力では不足する可能性が高い (イタリア一国のみで 2012 年中に約 4000 億ユーロの国債が償還期日を迎える)。

② ECB による国債購入やリファイナンス融資

欧州中央銀行 (ECB) はこれまでもギリシャ、イタリア、スペインなどの国債を流通市場で購入している。それによって国債金利の上昇に歯止めがかかった面も少なくない。この点、ECB による大規模な各国国債購入が考えられる⁽⁶⁾。しかし、ECB は慎重な姿勢を崩していない。慎重姿勢の背後には、ECB の独立性に加えて、ドイツの同意が得られないことが指摘されている。一方で、市場は、最終的には ECB が積極姿勢に転じる可能性があるとして一抹の期待を抱いている。

2011 年 12 月には、ECB は、0.25% の政策金利引き下げや預金準備率引き下げに加えて、初めての 3 年物のリファイナンス融資を民間銀行向けに実施した。予想を上回る 6390 億ユーロの応札が入り、欧州の主な銀行の多くが参加したものと見られる。また、これに先だって実施された、ECB を通じたスワップによる米ドル資金供給は米ドル資金の不足を緩和した。3 年物リファイナンス融資により、2012 年初にかけて、イタリア、スペイン等のユーロ圏諸国の国債金利も多少低下し、落ち着きを取り戻した。

但し、ECB が銀行より受け入れている預金残高は 2012 年に入っても 4890 億ユーロ余りの水準に達しており、3 年物融資の多くが ECB に滞留している。引き続き資金調達上のバッファを確保しようとして積極的な応札が期待できるにしても、ECB にそのまま預け入れたのでは、現行の金利水準による限りかなりのコストを要することとなる。かといって、この 3 年物融資からユーロ圏周辺国向けのエクスポージャーを更に拡大しようとする動きを期待するのは難しい。

③ 財政規律の強化とその実現可能性

ユーロ圏の周辺諸国が財政規律を守らないことについては、2011 年 12 月に、Six-Pack と呼ばれる新しい経済・財政サーベイランスのルールが発効した。もともと、このルールにはこれまで見られなかった制裁条項が含まれているものの、市場を納得させることはできなかった。

ドイツは、ユーロ圏各国がそれぞれの憲法に財政均衡主義を盛り込み、その上で、欧州委員会および欧州資本裁判所がこの実施を担保するというアイデアを提示している。

中長期的に財政規律の強化が必要となることについては、欧州各国当局者の間ではほぼ意見の一致を見ている。しかし、市場は、この政策が短期的に実施可能かどうかについて疑念を持っていると考えられる。現在危機に遭遇しているユーロ圏の周辺国にとって、財政バランスの回復を目指す緊縮策を取ることによって危機を封じ込めることは可能であろうか。緊縮策は、短

期的にはさらに景気の悪化を招き、国民の間から大きな不満が噴出する恐れが強い。賃金のカットや年金水準の切り下げは、反対に遭う可能性が高い。

確かに、市場よりの圧力に対して先手を打って対応することが必要であり、緊縮策については市場が懐疑的であっても、これを実行していくことでユーロ圏各国の政策の収斂が見込めるという面はあろうが、このような緊縮策が維持可能かどうかという点については、市場から疑問符を突きつけられていると言うべきだろう^⑦。

もっとも、財政規律の確保が確実になされると判断された段階で、ECBが本格的なユーロ圏各国の国債購入に踏み切るとの観測も根強い。

④ 欧州金融機関の資金調達

欧州の主要銀行についてのストレステストは2010年7月より何度か行われたが、市場の疑念を払拭するには至っていない。ストレステストの条件が甘いという批判、懸念に加えて、もし実際に個別行が資本不足に陥った場合、その本店所在地政府が十分な公的資金注入を行うことができるか。かえって政府の財政赤字拡大懸念だけが高まらないか、といった心配がある。財政赤字拡大懸念がさらにその国の国債金利にプレッシャーを与えることとなる。

また、これら在欧州の民間銀行の資金ポジションも引き続いて不安を抱えている。欧州銀行のドル需要の背景については、有価証券投資関係ではなく、中南米やアジアでの融資や、プライベート・エクイティファンドも考えられる。在欧州銀行の中には、海外での融資を中止あるいは縮小する動きを見せているところもあるが、これはリスク資産を圧縮しているだけでなく、資金繰りに余裕を持たせるためと解釈することもできる。

その意味で、②で先述したECBによる3年物の資金供給は、ECBが各国の国債を直接大量に購入することはすぐにはないものの、銀行に対する資金供給は行うことを示し、ECBがユーロ圏の大国について無秩序な崩壊を防止しようとしていることは市場に伝わったとする意見がある。これによってスペインやイタリアには多少の時間が与えられたので、この間にEU、IMFと連携した強力な手段が打たれば事態は大きく改善しよう。

(2) ギリシャの債務減免

ギリシャ再建のためには、救済融資だけでなく、膨れあがった既存債務の削減が必要である。そこで、ギリシャに対する民間債権者が自主的に相当程度の債権カット（ギリシャからみれば債務カット）を行うことで、債権者がある程度の負担を行いつつ、ギリシャの債務負担も軽減しようとの動きが具体化している。2011年中にいったん、半分程度のカットの上で、より期間の長い債券に乗り換える方式をとることで、9割程度の民間債権者が合意したと伝えられた。しかし、2012年に入って再びギリシャ側と民間債権者代表の間で、60-70%程度にまでカット率を引き上げた交渉が行われている。債権者に付与される期間30年のギリシャ国債のクーポン金利としては3-4%程度のものが提案されているが、民間債権者は5%程度のレベルを要求

している模様である。

ポイントは、このスキームに参加する民間債権者の割合がどの程度高いものになるか、ECBや各国中央銀行が保有するギリシャ国債についても同じくヘアカットが行われるかどうか、さらに、ギリシャに対する追加支援の額がどうなるか、といった点にあらう。

(3) 今後考えられるシナリオ

欧州連合あるいは欧州各国による危機への対応が遅く後手後手になっていることについては、評価が分かれる。

財政規律を求めるドイツ、フランスの姿勢については、中長期的な対応に終始し、短期的な対応、すなわち、危機の拡大防止にあたっての方策が遅れているとの批判が強い。

また、中長期的な対応といっても、これを推進するドイツとフランスが一枚岩を保てるのか、大統領選挙を控え、ドイツとフランスの協調体制に亀裂が入るようなことがあれば、EUの政策調整能力への市場の信任は損なわれる可能性がある。

ユーロが現在の形で存続するのは難しいとして、様々なありうべきシナリオも提示されている。FT Garvin Davis は図を用いて以下 a,b-1, b-2 および c の4つのケースを説明している⁽⁸⁾。

a. 周辺国がユーロを離脱し、ドイツとフランスが財政統合に進み、より小さな地域でのユーロが存続する。その場合ユーロ相場は急激に上昇する。

b. ドイツとオランダがユーロを放棄し新通貨を作る

bはさらに2つの場合に分かれる。

b-1: 残った国々もユーロを離脱しそれぞれの地場通貨を再び設定する。(この場合、ユーロそのものが存続しないことからすべてのユーロ建て契約について法的な争訟を招く)

b-2: 残った国々が、ドイツ・オランダを除外した形でユーロをより小さなユーロ圏の通貨として維持する。この場合、小さなユーロ圏でのユーロ相場は急激に下落する。

c. 短期間での財政統合についての合意が形成され、周辺国でも財政目標が達成される。ECBはその間の流動性のファイナンスを助ける。ユーロは存続する。信認が回復すればユーロ相場は上昇する。

現在、独仏を中心に進められているのはcに近い。一方、企業間では、b-1に備えた動きがみられている。

周辺国としてはギリシャを含め複数国が考えられている。ギリシャ一国にとどめることができれば混乱は限定されるが、イタリアに危機が飛び火した段階で有効な手を打てなかったことで、ギリシャ一国で危機を押さえ込めるとみる見方は少ない。そのギリシャについても、ギリシャ側がEU、ECBおよびIMFに約束した緊縮策を取ることが出来ない場合には、救済融資を行うことができなくなりデフォルトに至る可能性が高い。その場合、ギリシャのみがユーロ圏を離脱するという選択肢の可能性が高いと言われている。ユーロ圏を離脱すれば、外国為替相場を切り下げることができることに加え、独立した金融政策を実行することができる。しか

し、既存のユーロ建て取引をシフトする際の様々なコストは高く、かなりの高インフレに襲われる可能性も高い。

3. 厳しい外部環境と金融市場のパラダイム変換

(1) 9.11時代の終焉

「9.11時代の終焉(end of 9.11 era)」はユーラシアグループを率いる Ian Bremmer の表現である。彼の分析⁽⁹⁾に沿ってこれを見てみよう。2011年9月11日に米国を襲ったテロ事件よりちょうど10年が経過したが、ここで一つの時代が終了した。グローバル化が進行する元で、経済によって市場が動き、国家の安全が geopolitics を動かすものの、経済と国家が別個に動くという時代は終焉を迎えた。今なお、米国からみれば安全保障の問題は続いているものの、代わって、財政赤字の拡大、ユーロ圏の危機および中国との経済関係といった事象に例示されるような、「グローバルな経済不均衡」(Ian Bremmer)の時代を迎えた。米国のオバマ政権は、政権の前半3年間については、国内の経済問題に注力しつつも、ビン・ラーディン、イラク撤退問題およびアフガニスタン問題が頭を離れることはなかった。しかし、これら3つの問題に一応の収束が見られたことで、クリントン国務長官の下、経済に重点をおいた政策(economic statecraft)や、世界の経済成長のエンジンであるアジア地域重視政策へのシフトが勧められている。

こういった状況下で、これまでなかったようなレベルで政治が経済を動かすようになったと認識されている。むろん、グローバル経済における政治の役割の大きさは今に始まったことではないが、2008年のリーマンショックまでは政治と経済が重なり合う部分は明確でありかつ限定的であった。しかし、新興諸国がグローバルな経済成長の牽引車であること、先進国はいずれも構造的な危機にあって、第2次大戦後はじめて政治的な決定が経済の方向性を決定するようになってきていること、および、グローバルな不均衡について先進国と発展途上国の間で包括的な調整が必要になってきているが、どの程度迅速にかつ成功裏にこの調整が行われるかは政治的意思と能力の問題であることが指摘されている。更に進んで、2012年は政治と経済の完全なグローバル収斂(the full global convergence of politics and economics)を反映するとしている。また、その結果、投資家はリスク回避に動き、ユーロ圏、米国および中国については政治リスクを過大に見積もる動きにつながろうとしている。このように9.11時代が終焉を迎える中で、政治がグローバル経済を動かす、経済が地政学を支配するようになってきているが、これらすべてはグローバルなリーダーシップが欠如している”Ground Zero”の中で生じているとする。

中南米危機にしてもアジア通貨危機にしても、米国が資金負担を含めてその再生を支援したかどうかは別として、米国が相当程度これに関与している。現在のユーロ圏の危機では、米国の役割は補完的なものにとどまっている一方で、新興国の関与も十分ではない。IMFの関与もまだ限定的なものにとどまっている。

(2) 目標、政策手段、認識面等の制約

Blanchard は、以下の 4 点を挙げる⁽¹⁰⁾。

- a. 2008-2009 年の危機を見ると、悲観論、楽観論の違いはあってもその自己実現的な結果としての多面的な均衡に満ちている。銀行の信用危機が財政赤字の懸念につながっていることが例としてあげられ、金利を合理的な水準にとどめるだけの十分な流動性がない限り、政府は国債金利上昇のリスクにさらされている。
- b. 不完全なあるいは部分的な政策手段の採用は事態をさらに悪化させる。首脳会議や財務相会議で解決策が提示されても、結局のところ、その半分も実現できないケースなどを見てきた。理由としては、国の間では合意形成が出来ないということが明らかになると、投資家は、合意を伝える能力にすら疑念を抱くようになる。明らかに、失敗を恐れずに試みた方が良いといった格言は通用しない。
- c. 金融市場の投資家は財政圧縮 (fiscal consolidation) と成長は両立しないとみている。たしかに相当規模での財政圧縮は必要であり債務残高は削減する必要があるが、それは短距離走ではなくマラソンで行うべきであって、プルーデントなレベルの債務残高に戻るには 20 年以上を要しよう。遅くとも着実に進めていけば勝つのである。
- d. 良かれ悪しかれ概念的な枠組みは実際のイベントによって変化し、いったん変化すると後戻りが効かない。例えば、いったんイタリアにリスクありと認識されると、この認識を変えるのは難しく、去った投資家が戻ってくるのは困難である。ユーロ崩壊の可能性について議論が始まると、その認識を払拭するのは難しく、投資家は、実際に崩壊に備えた戦略を構築することに向かってしまう。

(3) 真のリーダーの必要性と民主政治上の正当性

欧州ソブリン危機は、民主政治の危機でもある。2011 年秋にギリシャ、イタリアで起きた政権交代は金融危機によってもたらされた。また、ギリシャでは新政権が緊縮政策について国民の支持を取り付けることは容易ではない。

この点、トマス・フリードマンは以下の様に分析する⁽¹¹⁾。政治家は、差し迫った決定をせざるを得ない場合を除いて、難しい決定を下そうとしない。欧州でも、国民を前にリーダーシップを発揮しない政治家のもとで、ギリシャもイタリアも最終的には選挙を経ていないテクノクラートに交代したが、これは 50 年間以上の歴史を持つ欧州統合が優先した結果である。しかし、ハイパーにつながった世界では、革新や新しいアイデアはボトムアップで登場するのであって、トップダウンではもたらされない。それ自体は悪いことではないが、究極のところ、こういった革新やアイデアをまとめ、国民の生活にどのような違いをもたらしていくのか、さらにどのように支持者を過半数確保するかが問題である。アイデアをビジョンに変え、人々の日常生活に違いをもたらすような複数の政策に仕上げることのできる人達こそがリーダーであり、リーダーが世論を形成していくのであって、リーダーは世論を読み取るだけでは務まらない。しかし、今日、地球を見渡しても、このようなリーダーの絶対数が不足している。

また、Goodhart 教授と Schoemaker 教授は以下のように主張する。現在の欧州委員会における ECOFIN (経済金融評議会) の委員長を財務大臣レベルに格上げするだけでは十分でなく、欧州委員会委員長を選挙で選出するという民主制の設定が必要であるとの主張である。⁽¹²⁾それは、参加国に財政節度を強い、個別国の財政支出拡大の影響がユーロ圏に及ばないようにすること、および、ユーロ圏の金融規制を監督する上でも必要なことである。

終わりにかえて

金融緩和に加えて大規模な財政支出が可能な環境であれば、今回の欧州ソブリン危機もここまで長期化することはなかったと思われる。また、金融市場と国境を越える資金の規模がここ10-20年の間に更に拡大した状況下では、市場が落ち着きを取り戻すのは容易なことではないと思われる。

希望の光があるとすれば、これまでは一顧だにされなかったトービン税が、金融取引税という形で再び検討されるようになったことである。その元を正せば、大きすぎてつぶせない (Too Big to Fail) という考え方が、欧米の多くの国で支持を失ったことが挙げられる。自己統御できなくなり、破綻したときのみ財政資金を投入して金融機関の再建を行うといった考え方が許されなくなってきている。金融取引税が実施されていく過程で、金融機関の活動内容にも新しく規制がはいる、ユニバーサルバンキングの考え方をとってきたドイツ、フランスでも大きな考え方の変容を迫られることになろう。

英国の現キャメロン政権自体は、独仏とは距離を置いているが、昨年12月にイングランド銀行から出されたペーパーの中に、グローバル化の恩恵を享受しつつ国際的な資金の移動がもたらす不安定さを押さえることが必要であるとし、英国全体のバランスシートをコントロールする必要があるとの主張が登場した。期限や通貨のミスマッチや過度のレバレッジを回避することや、政府部門のバランスシートの構造を改善することが政策上の選択肢として掲げられている。さらに、国によっては資本規制導入の選択も認められるとしている。

このような、金融経済を取りまく環境の変化は一朝一夕にはもたらされないが、その実現が具体的なものになり金融市場が信認を抱くようになれば、状況も変化しよう。そうなってはじめて、欧州ソブリン危機が収束に向かう動きが本格化するのかもしれない。しかし、経済と政治が絡み合って展開する中では、収拾は容易ではなからう。

(注)

- (1) 山下英次 (2012), 「ユーロ圏の死角」(金融財政ビジネス 2012年1月号)
- (2) <http://www.bankofcanada.ca/2011/12/speeches/growth-in-the-age-of-deleveraging/>
- (3) 2011年11月23日 NHK 総合 TV <http://www.nhk.or.jp/special/onair/111123.html> および <http://blogs.yahoo.co.jp/takenaka1221/14596460.html>
- (4) Gillian Tett, Greek bond losses put role of CDS in doubt, Financial Times, 2011-11-11 <http://www.ft.com/>

intl/cms/s/0/db50ab04-110d-11e1-a95c-00144feabdc0.html#axzz1eCuok3WJ なお、Fitch は、CDS がヘッジ手段として有効に機能するためには、現在の credit event についての規程を早急に見直す必要があると指摘している。

(5) 2011 年 12 月 28 日付各紙報道

(6) 例えば、<http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2011/12/28/what-has-the-ecb-done-in-the-crisis-the-role-of-target-balances/#axzz1ipbjlPf>

(7) こういった見方を取るものとして、例えば、Eurasia Group による Top Risk 2012 がある。

<http://eurasiagroup.net/pages/top-risks>

(8) <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2011/11/27/thinking-the-unthinkable-on-a-euro-break-up/#axzz1jbOqZwKY>

(9) <http://eurasiagroup.net/pages/top-risks-2012>

(10) Olivier Blanchard (Economic Counsellor and Chief Economist, IMF) による IMFdirect blog への寄稿。

Fund.<http://blog-imfdirect.imf.org/2011/12/21/2011-in-review-four-hard-truths/>

(11) <http://www.nytimes.com/2011/11/16/opinion/whos-the-decider.html?ref=thomaslfriedman>

(12) Charles A.E. Goodhart and Dirk Schoenmaker, The political endgame for the euro crisis, 14 December 2011 <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7420>