

～海外経済～

2011年6月28日 全4頁

ギリシャ支援は今回も時間稼ぎを選択

経済調査部

シニアエコノミスト
山崎 加津子

第2弾支援策決定の次の一手に注目

[要約]

- ギリシャ危機への対応は、ギリシャに対する第2弾の支援策を策定する方向でまとまりつつある。ギリシャ議会が追加の財政赤字削減策を承認すれば、7月3日のユーロ圏財務相会合で120億ユーロの融資にゴーサインが出され、さらに1100億ユーロ規模と目される第2弾支援策の概要が公表される見込みである。ギリシャ議会が国民の反対を押し切って財政赤字削減策を可決できるか、デフォルトに判定されない形で民間債権者に負担を求めることができるのかなど、まだ不透明な点は残るが、ギリシャの無秩序なデフォルトは回避すると欧州の基本スタンスは確認されたと判断される。
- ただし、以上の追加支援は短期的にギリシャのデフォルト懸念を後退させるものの、それ以上の効果は持たず、時間稼ぎにすぎない。時間を稼いでいる間にギリシャの財政赤字削減と経済建て直しが軌道に乗る可能性は低く、最終的に「ハードな」債務再編となる可能性はかなり高いだろう。それでも時間稼ぎをするのは、金融システム不安を通じた危機伝播への懸念が消えないためである。ギリシャのデフォルトが不可避となった場合でも、無用の混乱が生じないようにセーフティーネットを強化することが緊急の課題と考えられる。

追加支援が不可欠となったギリシャ財政問題

ギリシャの財政懸念が再燃してからすでに2ヶ月以上が経過した。問題点は明確で、2010年5月に策定された財政再建策と財政支援策が不十分であったことが明らかとなり、ギリシャ国債がデフォルト（債務不履行）となるリスクが急速に高まったことである。ギリシャ国債がデフォルトすれば、金融システムの不安定化と他の財政懸念国への伝播の可能性が高い。これを回避するにはEUとIMFが中心となって追加の財政支援策を決定するほかないはずだが、支援する側にもされる側にも財政再建疲れが蓄積してきており、それが問題解決を遅らせる原因となっている。

支援側の意見の不一致

支援側の筆頭であるドイツは、ギリシャ国債を保有する民間債権者にも負担を求めるべきと主張。一方、ECB（欧州中央銀行）とフランスは民間債権者に負担を求めた場合、ギリシャ国債の格付けが「デフォルト」となる可能性が高く、ECBがギリシャ国債を担保として受け入れられなくなることを懸念して、民間債権者には「自発的な」負担参加を求めるにとどめるべきと主張してきた。支援側の意見対立が平行線を辿る中、ユーロ安、ユーロ圏の財政懸念国の国債利回り高騰、ドイツ国債の金利低下が進展した。ただ、6月17日の独仏首脳会議で、ドイツ側が民間投資家には「自発的な」負担参加を求めると譲歩し、金利・為替市場のいったんの安心材料になった。

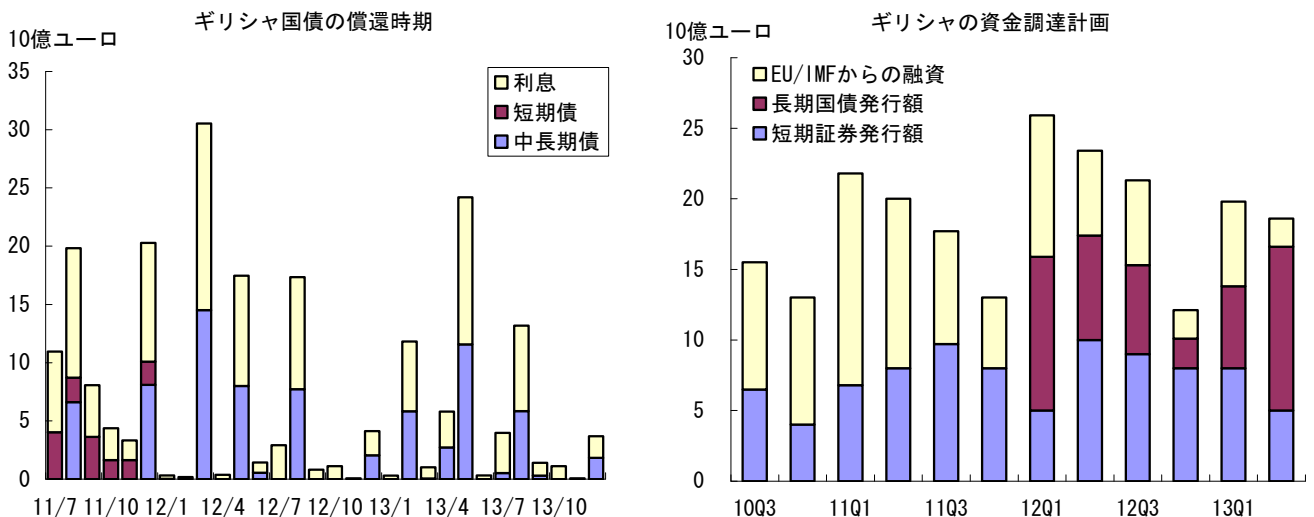
支援される側の反発

一方、支援される側のギリシャでは、追加融資の前提条件となる 5 ヶ年の財政赤字削減計画を 5 月下旬に発表した。2015 年までに増税、年金削減、公務員削減等で 285 億ユーロを削減し、さらに国有企業の民営化等で 500 億ユーロの歳入増を図る計画である。しかし、この追加的な財政赤字削減計画に対しては、野党のみならず、与党内からもすでに非常に悪化している経済状況をさらに悪化させるものと批判が高まった。ギリシャ与党の PASOK（全ギリシャ社会主義運動）は 300 議席中 155 議席と過半数は保有しているが、そのリードはさほど大きくはない。パパンドレウ首相は与党の結束を迫るべく、財務相を交代させた上で 6 月 21 日に内閣信任投票を動議し、155 議員の支持を得て信任された。懸案の財政赤字削減計画は 6 月 29 日、その関連法案は同 30 日に議会で採決される。野党が反対姿勢を維持している中で、与党の支持で僅差で議決されると予想される。

ユーロ圏諸国は2段階の支援策で合意

この間、ユーロ圏の財務相はギリシャへの支援を 2 段階で実施することで合意した。ギリシャが直面している債務不履行リスクは実は短期と中期の 2 つがある。短期的には 7 月と 8 月に償還を迎える国債の借り換え資金の不足で、7 月分は短期債 40 億ユーロ、8 月分は長期債 66 億ユーロ、短期債 21 億ユーロとなっている。これらに関しては、昨年 5 月に設立された 1100 億ユーロの支援基金から次の支払い分である 120 億ユーロが 7 月半ばまでに支払われないと、デフォルトになるとギリシャ政府は表明している。中期のリスクは 2012 年以降の資金不足問題である。EU、IMF と 2010 年に合意した資金調達計画では、2012 年からはギリシャが長期債を発行して資金調達を行う計画になっていたが、市場金利高騰でこれが困難となったことへの対処が必要となっている。

図表 ギリシャ国債の償還スケジュールと、2010 年 5 月合意に基づく資金調達計画



出所：Bloomberg、IMF 資料より大和総研作成

ギリシャが追加の財政赤字削減計画を議決することが条件

ユーロ圏財務相はギリシャが追加の赤字削減策を 6 月末に議会で可決して成立させることを条件に、7 月 3 日に臨時開催する財務相理事会で 120 億ユーロの融資を承認する方針を示した。また、2012 年以降の資金調達額の不足分に対応するために、第 2 弾のギリシャ支援策を策定することも表明した。支援策の規模はまだ正式には発表されていないが、前回と同規模とされている。その財源は、①ユー

ロ圏諸国が債務保証をつけている EFSF (欧州金融安定化ファシリティ) の活用、②ギリシャ政府の国有資産の売却益、③ギリシャ国債を保有する民間投資家の負担の3つが想定されている。

フランスの銀行は「自発的な借り換え」に前向き

このうち問題の多い③については、デフォルトと判断されないよう「自発的な借り換え」を民間投資家に求め、償還期限の延長を図る方針がユーロ圏諸国で合意されている。ギリシャ国債を保有している民間投資家でウェイトが大きいのはギリシャ、フランス、ドイツの銀行だが、ギリシャとフランスでは「自発的な借り換え」に銀行側が前向きの姿勢を示している。フランスでは6月27日に、主要銀行が2011年から2014年に償還期限がくるギリシャ国債の7割相当に関して、30年債への借り換えに応じる方針を決めたと発表。サルコジ大統領はこの方式を他国でも採用するよう働きかけるとしている。一方、ドイツでは銀行側がギリシャ支援への関与を受け入れる姿勢をみせているものの、その際に政府による保証を求め、政府側がこれを拒否していると報じられている。

デフォルト判定の回避は不透明

民間債権者がギリシャの財政再建に協力する姿勢を示してきていることは、ギリシャ支援第2弾の具体化を後押しする材料である。ただし、大手格付け会社は「自発的な」償還期限の延長であっても、民間投資家にとって損失となる場合はデフォルトと判定すると表明しており、民間債権者にも負担を求めるとのユーロ圏諸国の方針が最終的にどうなるのか、まだその着地点は明確ではない。

ギリシャ支援継続の方針は確定

以上見てきたように、ここ数ヶ月議論されてきたギリシャ問題への対処方法は、ギリシャへの追加融資という基本方針で決着したと判断される。当面の問題は、その方針をどのような方法で実現させるかに絞られてきた。万が一、ギリシャ議会が財政再建策を議決できなかった場合でも、それはギリシャ支援の停止にはつながらず、なんらかの方法でつなぎ融資を決めてから、ギリシャに財政再建の継続を改めて求めることになる可能性が高いと考えられる。

支援継続は「時間稼ぎ」にすぎない

ただ、ギリシャ支援の第2弾が決まっても、それはギリシャの資金繰りをしばらく保証するだけで、ギリシャの財政状況を改善させるものではない。言ってみれば、新たな時間稼ぎの手段にすぎない。ギリシャの継続的な財政赤字削減は、景気回復が伴わないと困難だが、ギリシャ経済持ち直しには財政赤字削減が大きな負担になっている。時間を確保したからと言って、解決が見込まれる問題ではなく、ギリシャが自力で財政再建と景気回復を達成することに対して、市場は非常に懐疑的に見ている。この問題に対してパローズ欧州委員会委員長は、EUの構造調整基金からギリシャに対して10億ユーロを拠出して、経済復興を後押しすることを検討することを提案し、EU首脳陣もこれを支持したと報じられている。資金繰り支援だけでなく、景気建て直し支援も検討されることになったのは、一歩前進である。しかし、ギリシャの景気回復の決定打とはならないと予想され、いずれ本格的なギリシャの債務再編が必要になる可能性はかなり高いだろう。

危機連鎖への懸念が 足かせに

ギリシャの財政再建負担を軽減するはずの債務再編が回避されているのは、金融システムが不安定化し、それが連鎖反応を起こして他の財政懸念国の財政状況を一段と悪化させる可能性が懸念されるためである。ギリシャがデフォルトとなればギリシャの銀行が資本不足となり、倒産の危機に直面する。資本増強をしようにも、市場からの調達には困難で、頼みのギリシャ政府には資金がない。フランスやドイツの銀行は、ギリシャ国債のデフォルトでいきなり倒産の危機に陥ることはないと思われていたものの、資金調達コストが上昇するリスクは高く、格下げのリスクも小さくない。また、ギリシャ国債がデフォルトとなれば、アイルランドやポルトガルの国債デフォルトの可能性が当然懸念され、スペインやイタリアの国債デフォルトも懸念材料となるだろう。その場合、財務状況が懸念される金融機関ははるかに多くなり、その影響も軽視できないものとなる。

リスク連鎖を回避する ために必要なのは 銀行の自己資本増強

このような「リスクの連鎖」を回避するためには、第一に金融機関の自己資本の増強が必要と考えられる。2008年のリーマンショック以降、欧州では銀行のバランスシートの脆弱性が問題となり、自己資本増強が進められてきている。しかしながら、まだそれが十分に進んでいないと懸念される銀行が、スペインの貯蓄銀行（カハ）やドイツの州立銀行（ランデスバンク）などを中心に存在している。折りしも7月半ばと予想されている欧州銀行のストレステストの結果報告では、ソブリンリスクに関する査定を強化する方針が打ち出されたと報じられた¹。欧州90銀行の最新の自己資本と資産内容を確認し、自己資本不足と判断される金融機関に対して資本増強を迫る大きなチャンスが訪れる。

EUレベルでのセーフ ティーネットの構築 も必要

これに加えて、金融システム不安が伝播したときに支えとなるセーフティーネットの拡充が必要と考える。その際、各国単位ではなく、EU単位で構築することが重要と考える。そもそもリーマンショック後に判明したことは、欧州の金融機関は相互に密接に結びついていることと、金融機関が貸し出し拡大に拍車をかけた2000年代を経て、金融機関の規模が拡大したことである。その結果、金融ショックは瞬時にして伝播する一方、銀行の規模が大きすぎて、一国ではなかなか支えきれない状況になっているのである。

6月末のEUサミットは EFSFの貸出可能金額 の増額で合意

なお、6月23、24日のEU首脳会議では、ギリシャ支援に関する新しい材料は出てこなかったが、EFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の拡充について合意された。2010年5月に設立されたEFSFはユーロ圏各国の政府保証を受けて4400億ユーロの債券発行が可能だが、最上級の格付けを維持するためには、そのうち2550億ユーロしか貸し出すことができない。今回、EFSFの融資可能金額を4400億ユーロに引き上げることを目的に、ユーロ圏各国が政府保証をつける金額が7800億ユーロに引き上げることとなった。また、2013年半ば以降、EFSFを引き継ぐことになるESM（欧州安定化メカニズム：欧州版IMF）の規模についても合意された。自己資本が800億ユーロ、政府保証分が6200億ユーロの計7000億ユーロで、5000億ユーロの貸出が可能とされている。財政懸念国の資金繰り支援に関しては支援体制が一步増強されたことになる。

¹ 大和証券CMヨーロッパ2011年6月24日付けレポート「欧州ストレステストの動向～ソブリンリスクの査定強化へ～」(作成: 瀧 文雄) 参照