

欧州財政危機の新たな火種

～アイルランド、ポルトガルは第2・第3のギリシャとなるか？～

経済調査部 田中 理

(要旨)

- ギリシャの財政危機が沈静化の兆しを見せるなか、新たな財政不安の火種となっているのがアイルランドとポルトガルの2ヶ国だ。両国のCDSの保証料率は9月末にかけて過去最高水準を更新。ギリシャ政府が4月後半に支援要請を決断した数日前と同水準にある。
- アイルランドでは国有化したアングロ・アイリッシュ銀行に対する公的資金注入が政府財政を圧迫。GDP比で2割前後にも上る銀行救済費用によって、2010年の財政赤字がGDP比で30%超、公的債務残高のGDP比が100%前後に膨れ上がる見通し。
- ポルトガルでは5月に財政再建策を打ち出したものの、財政赤字の削減が計画通りに進んでいない。信頼回復を目指して更なる緊縮措置を発表したが、競争力の低下、慢性的な低成長、政権基盤の弱さなどが不安視され、市場の疑念を払拭するには至っていない。
- EUやユーロ加盟国政府は、財政危機の再発防止や加盟国間の経済・財政運営での協調強化に向けた各種の取り組みを加速。各国の予算編成での財政・構造改革への取り組みを事前に審査する「ヨーロピアン・セメスター」、財政規律違反の対象範囲の拡大、制裁発動の早期化や自動化を通じた規律違反に対する抑止力の向上、域内不均衡の是正プロセスの導入などが検討されている。
- ギリシャの支援要請時と比べると、財政悪化国に対するセーフティーネットが整備され、財政・構造問題への中期的な取り組みも格段に強化、金融市場を取り巻く環境も改善している。だが、アイルランドが財政資金の獲得のために市場復帰が必要となる来年半にかけては、スペインやポルトガルの国債償還スケジュールやギリシャの債務再編の憶測などが意識されやすい時期と重なる。今後も折に触れて財政不安が再燃する可能性が高い。

1. ギリシャに代わる新たな財政危機の火種

今年前半に世界の金融市場を震撼させたギリシャの財政危機は、同国が5月に欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）の支援下に入り、財政・構造改革に一定の進展が見られることから、ひとまずの峠を越えたとの見方が優勢となっている。

ギリシャ国債の債務不履行（デフォルト）のリスクを表すクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の保証料率は、6月末の1,100bps超をピークに、9月末以降は800bpsを割れ込む水準に低下している（図表1）。また、過度な

財政不安の後退と米国の追加金融緩和期待から、通貨ユーロに対する一方的な売り圧力にも変化が見られる。昨年12月から本年6月までの半年間でユーロは対ドルで2割以上も減価したが、夏場以降は上昇に転じ、既に下落分の半分以上を取り戻している（図表2）。

このように市場参加者のギリシャ財政危機に対する不安心理は徐々に薄らいでいる。だが、ギリシャ以外のユーロ加盟国に目を転じると、欧州の財政・金融問題を巡る市場の不信感が払拭された訳ではない。ここにきて新たな財政不安の火種となっているのが、アイルランドとポルトガルの2ヶ国だ。

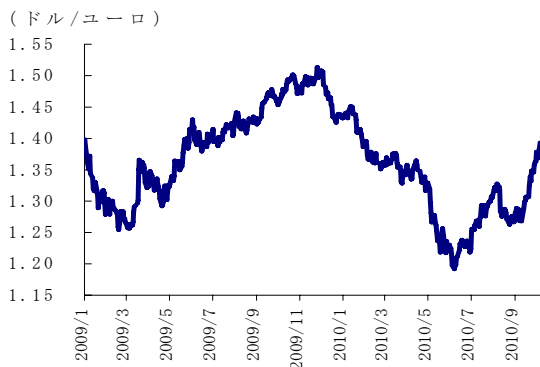
両国のCDSの保証料率は8月以降に再び上昇に転じ、9月末にかけて450～500bpsと何れも調査開始以来の過去最高圏で推移した（図表3）。これはギリシャ政府が4月後半にEUとIMFに対して支援要請を決断した数日前と同水準にある。決断当日に600bps超に上昇したギリシャのCDSの保証料率は、その前日には460bps台で推移していた。10月に入ってやや低下しているものの、少なくともCDS市場参加者の間では、両国がギリシャ同様に救済基金に駆け込む可能性があるとの認識が高まりつつあるようだ。

図表1 ギリシャ国債のCDS保証料率



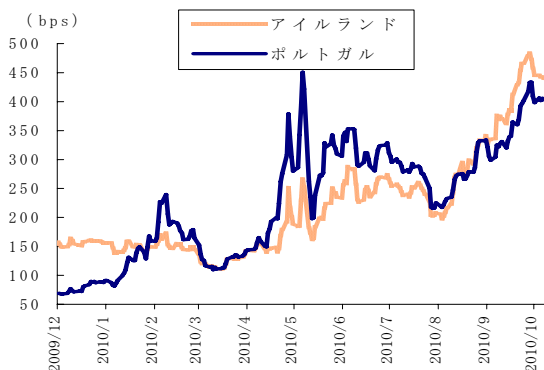
（出所）Bloomberg

図表2 ユーロドル相場



（出所）Bloomberg

図表3 アイルランド・ポルトガルのCDS保証料率



（出所）Bloomberg

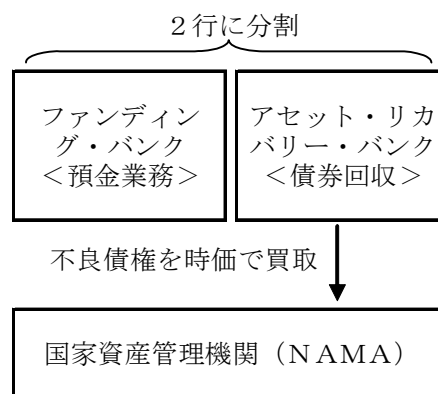
2. 不動産バブルの崩壊で金融機関の救済費用が膨れ上がるアイルランド経済

では、アイルランドとポルトガルの財政懸念が高まった背景には何があるのだろうか。まずアイルランドでは、昨年1月に国有化した国内第3位のアングロ・アイリッシュ銀行の救済費用が当初の想定よりも大幅に嵩み、政府財政に深刻な打撃を及ぼす可能性が高まっている。

アイルランド中央銀行は9月30日、アングロ・アイリッシュ銀行が最低所要資本基準を満たすために必要な追加の資本額を発表した。それによれば、政府の成長率見通しに沿ったベース・シナリオの下でも、同行の資本不足額は293億ユーロに上る見込み。不動産価格の下落率を厳しく見積もったストレス・シナリオの下では、さらに50億ユーロが上乗せされ、343億ユーロが必要となる。

政府は同行を、預金業務を引き継ぐ「ファンディング・バンク」と、貸出債権の回収を行なう「アセット・リカバリー・バンク」の2つの銀行に分割して、再建を進める計画（図表4）。資本不足額のお大半はアセット・リカバリー・バンクに関連したもので、不動産ローンを中心とした貸出債権の資産劣化に伴い、国家資産管理機関（NAMA）による不良債権の買い取り価格（簿価からの減価率）を、これまでよりも厳しく見積もったことによるものだ。

図表4 アングロ・アイリッシュ銀行の救済スキーム



（出所）アイルランド財務省

昨年の国有化以降、アイルランド政府は総額 230 億ユーロの公的資金を同行に注入してきた。したがって、差し引きの追加の資金注入額はベース・シナリオで 63 億ユーロ、ストレス・シナリオで 113 億ユーロとなる。

中銀はさらに、アングロ・アイリッシュ銀行以外の主要銀行についても、不良債権の評価額が下落したことに伴う資本不足額を公表した。同国第 2 位で 7 月の欧州版ストレステストの対象にもなったアライド・アイリッシュ銀行 (AIB) は、年末までに 30 億ユーロの資金調達が必要と査定された。同金額を公的資金で賄うとすれば、支援総額は 300 億ユーロ前後となる。

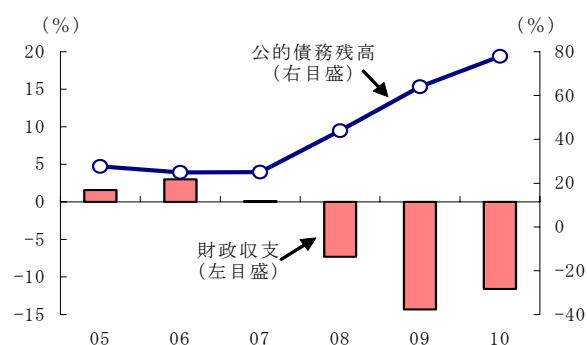
こうした金額はアイルランドの経済規模と比較して極めて大きい。同国の 2009 年の名目 GDP は約 1,600 億ユーロ。銀行救済費用の増加は、財政赤字の GDP 比を 2 割前後も悪化させる計算となる。

ちなみに、昨年 12 月時点で政府が計画していた 2010 年の財政赤字の GDP 比は 11.6%。4-6 月期の実質 GDP 成長率が再びマイナス成長に落ち込むなど、計画策定時以降の経済・金融環境の悪化を鑑みれば、財政赤字は銀行救済費用が示唆する以上に膨らむ可能性がある。

追加資本注入の試算結果の発表を受けて、政府は 2010 年の財政赤字が GDP 比で 32% 前後になるとの見通しを発表した。当社でも、2010 年の財政赤字が GDP 比で 30% 超、公的債務残高の GDP 比が 100% 近く (政府の当初計画では 77.9%) に膨れ上がる可能性があると考えている (図表 5)。

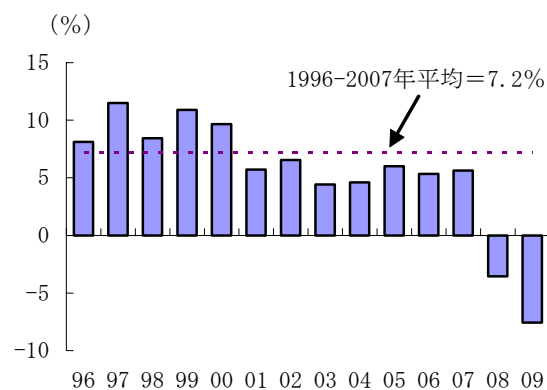
そもそも危機が起こった背景を振り返ると、アイルランド経済は 1990 年代後半から 2007 年の間に年率 +7% 以上の高成長を遂げ、一躍、最富裕国の仲間入りを果たした (図表 6)。その目覚ましい経済発展は「ケルトの虎の奇跡」と称賛された。1990 年代初頭に 40% を超えていた法人税率を 2008 年には OECD 諸国の中でも最低水準の 12.5% に引き下げ、積極的に外国企業を誘致。母国語が英語で、教育・インフラ水準が高いことも、多国籍企業の積極的な進出を後押しした。

図表 5 アイルランドの財政収支と公的債務残高 (GDP 比)



(注) 2010 年 2009 年 12 月時点の政府計画
(出所) アイルランド財務省

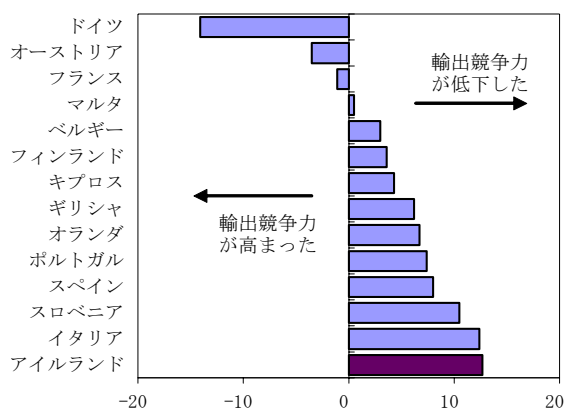
図表 6 アイルランドの実質 GDP 成長率



(出所) アイルランド統計局

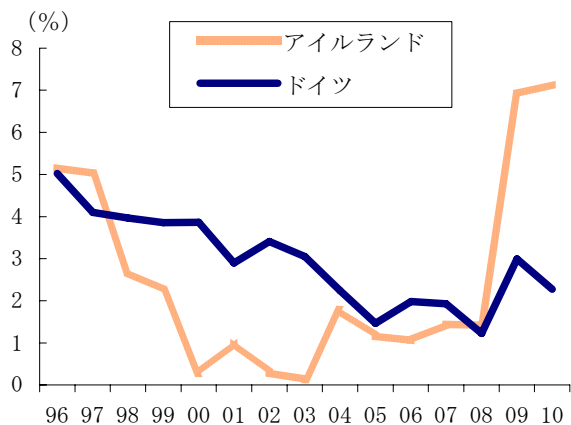
だが、所得水準が上昇し、賃金が上昇するに連れて、次第に製造業の国際競争力が失われ (図表 7)、新たな成長産業として金融・不動産業に傾倒していった。折しも 1999 年に単一通貨ユーロが導入され、物価安定の続くドイツなど中核国の経済パフォーマンスに左右される域内の政策金利水準は低位で推移。高インフレが続くアイルランド経済にとって、実質金利の水準は極めて景気刺激的に推移した (図表 8)。住宅ローンに対する税優遇も助けとなり、金融機関の過剰融資と不動産市況の高騰を招き (図表 9)、バブル発生の素地となっていったのだ。

図表7 ユーロ加盟国の域内競争力の変化
(2000→2009年)



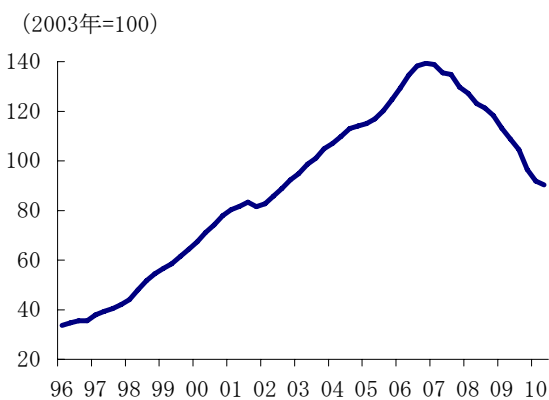
(注) 輸出競争力は実質実効為替レートの変化率 (%)
(出所) EU統計局

図表8 アイルランドとドイツの実質長期金利



(出所) EU統計局

図表9 アイルランドの住宅価格



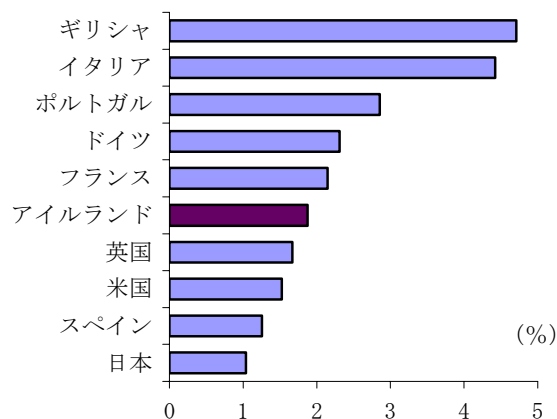
(出所) アイルランド統計局

2008年の世界的な経済・金融危機の発生により、アイルランドの高成長も終わりを迎える。不動産バブルの崩壊により、銀行は巨額の損失を抱え、実体経済にも深刻な影響が及び始める。資金繰りの悪化した銀行を救済するために、政府は2008年9月末に2年間の時限措置として、銀行預金と貸出債権の全額保護を打ち出した。2008年末には包括的な金融安定化策を発表し、大手3行に公的資金を注入。2009年4月には、銀行の不良債権の買い取り機関が設立された。今回問題となったアングロ・アイリッシュ銀行もこうして救済された銀行の1つで、旧経営陣の不正融資発覚などのスキャンダルも加わり、2009年1月に国有化された。

なお、アングロ・アイリッシュ銀行に対する追加注入に必要となる政府資金は手当て済みとみられ、アイルランド政府は今年中に予定されていた残りの国債発行計画を取り止め、来年の早い段階での市場復帰を目指している。

同国政府は11月初旬に新たな財政再建計画の公表を予定している。今回の救済費用の増加は一過性のものとし、2014年までに財政赤字のGDP比を3%未満に引き下げるとの当初計画を堅持する方針だ。だが、債務残高の膨張は利払い負担の増加に直結する。調達コストに依存するが、今回の銀行救済費用の増加に伴い、アイルランドの利払い費のGDP比は当初想定から1%以上も増加し、ギリシャやイタリアに匹敵する水準に上昇する可能性がある(図表10)。

図表10 主要国のネット利払い費のGDP比(2009年)



(出所) OECD

投資家の信頼を回復し、早期に市場復帰が出来るかは、同国政府が実現可能性のある財政健全化策を打ち出せるかどうかにかかっている。このまま市場での資金調達が出来なくなれば、ギリシャ同様にEUとIMFに駆け込まざるを得なくなる。

ギリシャに先駆けて危機に見舞われたアイルランドはいち早く財政再建に着手し、これまで財政再建のフロントランナーと見られてきた。だが、厳しい財政改革を進めるなかで、景気の悪化が不動産価格の一段の調整を招き、それが財政の悪化に拍車を掛ける事態を引き起こしたことを忘れてはならない。

アイルランドの住宅価格はまだ底打ちしていないとの見方が支配的だ。新たに公表予定の財政健全化計画が緊縮一本槍では、マクロ環境の悪化と不動産市況の調整を長引かせ、不良債権処理コストが一段と膨らむ恐れも否定できない。財政再建と景気の建て直しとの間で難しい政策ミックスが求められる。

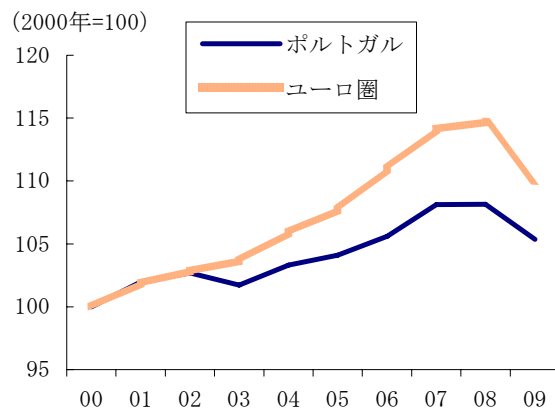
3. 競争力の低下と政権基盤の脆弱さが不安視されるポルトガル経済

財政不安のもう1つの震源地であるポルトガルは、ギリシャの次の標的を探す金融市場からの圧力に屈する形で、5月に公務員給与の削減、付加価値税率を20%から21%に引き上げ、高額所得者や高収益企業に対する税率引き上げなどを柱とする財政再建策を打ち出した。だが、1～8月の政府の財政赤字が前年同期から4.1%拡大するなど、赤字削減が計画通りに進んでいない。同じく財政再建を進めるスペインやギリシャの財政収支がこれまでのところ改善しているのとは対照的だ。2010年の財政赤字のGDP比を昨年の9.2%から7.3%に縮小するとの政府計画の実現が危ぶまれている。

政府は9月末、7月に引き上げたばかりの付加価値税率を来年からさらに23%に引き上げ、公共投資の凍結、公務員給与の削減など、追加の財政赤字削減策を発表した。信頼回復を目指して更なる緊縮措置を打ち出したが、市場の疑念を払拭するには至っていない。

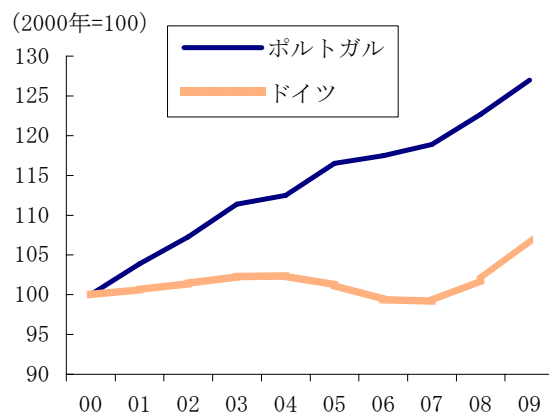
ポルトガルの場合、財政再建に対する信頼の欠如に加えて、競争力の低下や慢性的な低成長が問題視されている(図表11)。ユーロ導入以降、高賃金国へ鞘寄せする過程で、賃金上昇が生産性の改善を上回った結果、単位労働コストが持続的に上昇(図表12)。賃金上昇に見合った製品の高付加価値化に失敗したことで、低付加価値製品の生産・輸出で競合する中東欧諸国などにシェアを奪われてきた。また、主要先進国の中で最も厳しい従業員の保護規制があることも、経済効率を殺ぐ一因となっている(図表13)。こうした国際競争力の低下と所得水準の向上が続くなかで、経常収支は大幅に悪化し、対外債務の膨張を招いた(図表14)。

図表11 ポルトガルとユーロ圏の実質GDP



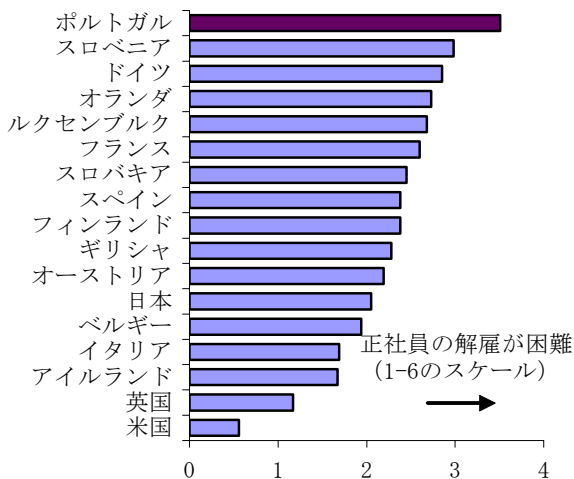
(出所) EU統計局

図表12 ポルトガルとドイツの単位労働コスト



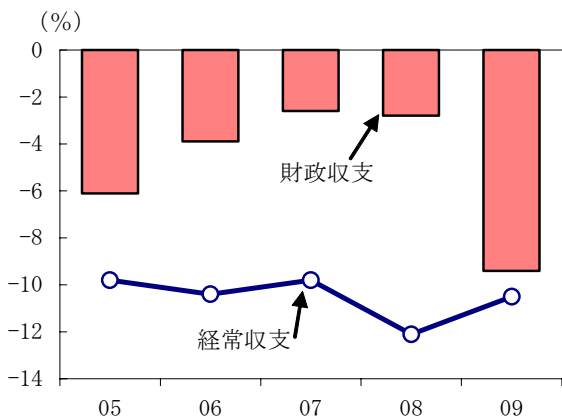
(出所) EU統計局

図表 13 OECD雇用保護指数 (2008年)



(出所) OECD

図表 14 ポルトガルの財政収支と経常収支 (GDP比)



(出所) EU統計局

政治基盤の弱さも財政再建の遂行能力に疑問符を投げ掛けている。ソクラテス首相率いる社会党政権は少数与党で、議会で過半数を掌握していない。野党の社会民主党が、来年の追加増税に反対姿勢を表明するなど、政権内でも財政健全化に向けた取り組み姿勢は一枚岩ではない。労働組合が11月後半にゼネストを予定するなど国民の反発が高まるリスクも抱えており、今後の予算審議の過程で波乱が起きる可能性も否定できない。

4. EUは財政危機の再発防止と域内の政策協調強化に向けた取り組みを加速

ギリシャ財政危機をきっかけに露呈した欧州の財政・金融問題や単一通貨ユーロ圏の抱える構造的な問題に対して、EUやユーロ加盟国政府も手をこまねいていた訳ではない。財政危機の再発防止や加盟国の経済・財政運営での協調強化に向けた各種の取り組みを加速している。

まず、ギリシャ以外のユーロ加盟国が財政難に陥った場合の時的な金融支援を提供する安全網(セーフティネット)として、「欧州金融安定化メカニズム(EFSM)」が創設された。資本市場で適正金利での資金調達に困難となった加盟国からの求めに応じ、欧州委員会、ECB、IMFとの間で協議した財政・構造改革プログラムの履行を条件に、ユーロ加盟国の財務大臣の承認に基づき融資が実行される。

同制度では最大7,500億ユーロの資金提供が可能とされ、うち600億ユーロを欧州委員会のEU予算から、4,400億ユーロを欧州金融安定化ファシリティ(EFSF)が加盟国の政府保証付き債券の発行で調達した資金から、残りの2,500億ユーロをIMFが拠出する(図表15)。

EFSFは6月に、ユーロ加盟国政府が出資する特別目的会社としてルクセンブルクに設立。8月には設立要件である出資金90%以上の加盟国の承認手続きが完了し、本格操業を開始した。9月には大手格付け機関3社の全てから最上級格付けが付与された。原則として3年間の時限措置とされ、金融支援の利用国がなければ、2013年の6月末に解散する。制度利用国があれば、債務の返済が終了するまで営業を継続する。

また、金融システムへの信頼回復を目指し、7月後半には欧州銀行監督委員会(CEBS)が中心となって、EU加盟国の主要金融機関に対するストレステスト(資産査定)が実施された。いわゆる二番底シナリオに相当するような景気の大規模な冷え込みが生じた場合や、5月のような深刻な財政不安が再燃し、銀行が保有する国債の価格が大幅に下落した際に、各国の主要銀行が十分な自己資本のバッファーを有しているかどうかの評価された。

図表 15 ユーロ加盟国と IMF による財政悪化国への支援制度

	ギリシャ支援パッケージ		欧州金融安定化メカニズム		
主体	ユーロ加盟国（スロバキアとギリシャを除く）	IMF	欧州委員会	欧州金融安定化ファシリティ	IMF
方法	二国間融資	スタンドバイ融資	EU 予算	ユーロ加盟国の政府保証付き債券を発行	スタンドバイ融資
金額	1,100億ユーロ		7,500億ユーロ		
	800億ユーロ	300億ユーロ	600億ユーロ	4,400億ユーロ	2,500億ユーロ
期間	2013年6月末までの3年間		2013年6月末までの3年間		

(出所) 欧州委員会

図表 16 欧州版ストレステストの国別結果

	対象行数 (行)	ストレステストの公表結果		
		不合格行数 (行)	自己資本比率 (平均、%)	資本不足額 (合計、億€)
オーストリア	2		7.9	
ベルギー	2		10.9	
キプロス	2		7.6	
デンマーク	3		11.9	
フィンランド	1		12.3	
フランス	4		9.3	
ドイツ	14	1	8.2	12.5
ギリシャ	6	1	7.4	2.4
ハンガリー	2		13.4	
アイルランド	2		6.8	
イタリア	5		7.2	
ルクセンブルク	2		9.8	
マルタ	1		9.3	
オランダ	4		10.4	
ポーランド	1		15.4	
ポルトガル	4		8.4	
スロベニア	1		6.3	
スペイン	27	5	7.5	20.4
スウェーデン	4		9.8	
英国	4		11.1	
計	91	7	8.6	35.3

(出所) 欧州銀行監督委員会

図表 17 EUの構造改革・財政規律・経済不均衡の一体的監視・是正プロセス

	【構造改革】	【財政規律】	【経済不均衡】
予防手段	国家改革プログラム (NRPs) の提出	安定収斂プログラム (SCPs) の提出	マクロ変数のスコアボードの作成
是正手段	加盟国間の相互監視と助言	過剰な財政赤字の是正措置 (EDP)	過剰な不均衡の是正措置 (EIP)
監視対象	なし	財政赤字、公的債務残高	経常収支、実質実効為替、民間・公的債務など
制裁発動	なし	段階的・自動的 (欧州委員会の勧告時・特定多数決)	自動的 (欧州委員会の認定時・特定多数決)
制裁措置	なし	認定されると GDP 比 0.2% の無利子積立金、是正勧告に従わないと制裁金	是正勧告に従わないと GDP 比 0.1% の制裁金

(出所) 欧州委員会

対象となった31行のうち、資本不足に陥る可能性があるとして認定されたのはギリシャ、スペイン、ドイツの7行（図表16）。試算の前提が甘すぎるとの批判はあったものの、欧州銀行の資産状況やツブリン債の保有状況が個別に開示されたことで、投資家に一定の安心感を提供することに成功した。さらに、潜在的な過小資本があると認定された銀行に対して、増資や再編を促すことで、金融システムの健全性を強化する効果も期待できる。既にスペインの貯蓄銀行やドイツの州立銀行の一部で合併や事業再編を模索する動きが加速している。

これ以外にも、ギリシャ財政危機で浮き彫りとなった財政規律の形骸化を是正し、財政・構造改革や経済不均衡分野での加盟国間の政策協調を強化する取り組みも始まっている。

EUの財務相会合は、加盟国の財政・構造改革計画の策定に際して、毎年の予算編成に先立ち、他の加盟国による事前審査や助言を受けることで合意した。来年1月の制度発足を目指し、現在、必要な法整備を進めている。「ヨーロッパ・セメスター」と名付けられた同制度は、各国の経済・財政運営への監視機能を強化することで、財政規律違反や矛盾点の早期発見を可能にする。注目すべき点は、各国の財政計画だけにとどまらず、財政悪化の背景にある国際収支上の不均衡や競争力の欠如などの構造改革も一体的に監視することである（図表17）。

主な流れは以下の通り。毎年1月に欧州委員会がEUおよびユーロ圏の取り組むべき経済課題を「年次成長調査（AGS）」にまとめ、2月末までに閣僚理事会が各分野に関する政策方針を公表する。加盟国政府は同方針に則り、来年度の財政計画をまとめた「安定収斂プログラム（SCPs）」と、構造改革計画をまとめた「国家改革プログラム（NRPs）」を4月に提出する。欧州委員会による両プログラムの評価結果を踏まえ、閣僚理事会は7月初旬に各国ごとの政策ガイダンスを公表する。秋にかけて加盟国相互の監視・助言プロセス（ピア・レビュー）を経て、各国はガイダンス結果を考慮して翌年度の予算編成を行なう。さらに翌年度の

年次成長調査では、加盟国の予算編成がガイダンス結果に基づいているかどうかを併せて評価される。

ただ、最終的な予算の決定権限は各国議会に委ねられており、事前審査制度による抑止力を確保するには、違反国への制裁強化が不可欠と言える。そこで欧州委員会は9月末に、財政規律の違反国に対する制裁強化案で基本合意した。

具体的には、域内の財政規律を定めた「安定成長協定（SGP）」を強化し、加盟国の政府歳出の年間増加率を中期的な名目GDPの伸び率以下にとどめるように求め、これに違反する国に対してはGDP比で0.2%相当の金額を有利子で積み立てることが命じられるとした。

財政規律違反の認定に当たっては、これまで財政赤字の名目GDP比が3%を上回る国に対して「過度な財政赤字の是正措置（EDP）」を発動してきたが、今後は財政赤字基準に加え、公的債務残高の名目GDP比が60%を上回る国についても同措置の適用対象とする。つまり、財政赤字比率が3%以下の国であっても、公的債務残高が60%を上回った場合には財政規律違反として認定される。債務基準に違反した国は、毎年、過去3年間の基準超過額の20分の1以上の比率の債務水準の引き下げが求められる。

また、従来 of 仕組みでは規律違反と認定されてから実際に制裁が発動されるまでには、是正勧告への違反国の対応を評価する経過観察期間が設けられていたが、今後は財政規律違反と認定された段階で、GDP比で0.2%相当の金額を無利子で積み立てることが命じられる。この積立金は規律違反の是正勧告に従わなかった場合、罰金として接收される。

制裁規定は現在も存在するが、政治的な配慮などから、これまで実際に発動されたことはなかった。今後は、欧州委員会が当該国に対して制裁が必要と勧告した段階で、人口の多い国により多くの票が割り当てられた「特定多数決」によって却下されない限り、自動的に制裁発動が決定される。

さらに、域内の経済不均衡の拡大に対処するため、従来の財政違反の是正措置に加えて、「過

度な不均衡の是正措置（EIP）」を新たに導入する。これは、経常収支、実質実効為替レート、民間・公的債務などの経済変数からなるスコアボードを作成し、これらが一定の基準値を上回り、欧州委員会が不均衡のリスクが存在すると認定した国に対して、是正勧告をするもの。不均衡の性質に応じて是正措置の種類や期限は異なるが、勧告違反を繰り返す国に対しては、是正措置が取られるまでの間、GDP比で0.1%相当の制裁金が科される。

こうした一連の改革案は、将来的な財政危機や域内不均衡の芽を摘むうえで一定の効果を発揮することが期待できる。だが、改革案が実際に導入されるには、加盟各国政府と欧州議会による承認作業が必要となる。例えば、自動的な制裁発動には一部の加盟国が反対姿勢を表明しており、最終的な決着を見るまでには紆余曲折が予想される。

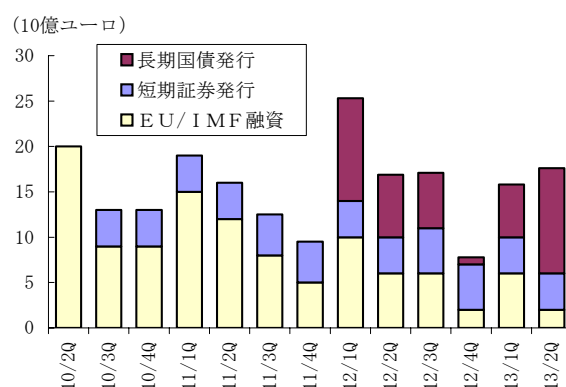
5. ギリシャの支援要請時と比べて環境は改善しているが、予断は許さない

では、アイルランドやポルトガルが、ギリシャ同様に、EUとIMFの支援下に入る事態は想定されるのだろうか。ギリシャの支援要請時と比べると、財政悪化国に対するセーフティネットが整備され、ユーロ圏各国が抱える財政・構造問題に対する中期的な取り組みも格段に強化されている。欧州中央銀行（ECB）が財政不安国の国債購入に踏み切り、資金繰り難の銀行に対して潤沢な流動性供給を続けていることも、金融市場に一定の安心感を提供しよう。危機に対するバッファは高まっている。

ギリシャ政府が支援要請に追い込まれたのは、大量の国債償還を前に市場での資金調達から締め出されたことが1つのきっかけとなった。この点、アイルランドは来年半ばまでに必要な財政資金を手当て済みで、ポルトガルも短期証券を除けば来年4月まで大型の国債償還がなく、目先については、資金繰り難を背景とした金融市場の混乱は回避される公算が大きい。逆に言えば、それまでに信頼回復に成功しなければ、金融市場は再び不安定化する恐れがある。

一方、金融支援下にあるギリシャは来年中の市場復帰を目指しているが、債務再編の憶測が絶えないなかで、その成否は予断を許さない。3年間で総額1,100億ユーロのギリシャ支援パッケージは、EUとIMFによる融資に加えて、2012年以降はギリシャが長期債を発行し、自力で資金調達することを前提に作られている（図表18）。仮に市場復帰が遅れた場合、追加の資金支援が必要となり、他のユーロ加盟国の間で再び不満が噴出する恐れも否定できない。

図表18 ギリシャの資金調達計画



(出所) ギリシャ財務省、IMF

財政問題の本質的な解決には時間がかかる。アイルランドが財政資金の獲得のために市場復帰が必要となる来年央にかけては、スペインやポルトガルの国債償還スケジュールやギリシャの債務再編の憶測などが意識されやすい時期と重なる。こうしてみると、目先の調整リスクが遠退いたとしても、今後も折に触れて財政不安が再燃する可能性が高い。財政危機の火種は今なお燻っている。

たなか おさむ (主任エコノミスト)