

ギリシャ財政危機の今後の展開

発表日：2010年3月31日(水)

～支援合意後も市場の不安心理は払拭されない～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

(要旨)

- ◇ 3月25・26日のEU首脳会議では、今後ギリシャが自力での資金調達が出来なくなった場合、IMF融資とユーロ加盟国の二国間融資を組み合わせた金融支援を行うことで基本合意した。支援合意後の金融市場の反応を見る限り、市場の不安心理が払拭されたとは言い難い。ギリシャの財政再建と救済を巡る不透明感が解消されないことに加え、今回の危機で単一通貨圏が抱える構造的な問題が改めてクローズアップされたことが心理的な重石として作用している。こうした不安要素の多くはすぐに解決できるものではないため、先行き折に触れてギリシャ財政問題が金融市場の攪乱要因となろう。その場合も、EUは即座に支援策を実行に移すことはなく、ギリシャ政府に対して更なる追加財政赤字削減策を求めたり、支援策の詳細を小出しにしたりと、まずは観測気球を上げながら事態が沈静化するのを待つ公算が大きい。
- ◇ 手持ちのカードを使い切っても市場の不安心理が解消されず、問題放置が加盟国自身の身に降りかかってくるのが“明白かつ今そこにある危機”となった段階で初めて救済実施が現実味を帯びよう。支援の実施は加盟国の全会一致が必要となるが、安易な救済に対してはドイツを中心に“拒否権”の発動が予想される。こうした支援策の実効性に市場が疑問を感じるか否かが、ギリシャ危機がこのまま収束するか、不安心理が再燃するかの分かれ目となろう。
- ◇ 仮に先行きギリシャ支援が現実となった場合、IMF融資のうち、ギリシャに適用可能と考えられるのは、短期的な外貨不足への対処を目的に、コンディショナリティーの達成を条件に融資する「スタンドバイ協定」が中心となろう。ギリシャの場合、同協定の通常の融資上限は約56.0億ユーロ。IMFが3分の1を拠出するとすれば、EUとIMFを合わせたギリシャ支援額の上限は約168億ユーロとなる。無論、個別事情に応じて上限を上回る金額の融資を受けることも出来るため、支援額がこれを上回ることも可能だ。貸出金利は2.24～4.24%程度に設定される見込みで、資本市場調達に6%程度の高金利を支払っているギリシャにとってIMF融資を受けるメリットは大きい。
- ◇ 支援策を実行に移すまでには、EU加盟国間の意見対立ばかりか、IMFとEU間の主導権争いを乗り越える必要がある。2008年10月のハンガリー支援をきっかけに、IMFとEUは協調融資に関する行動手順のガイドラインを作成している。支援に先駆けて行う現地ミッションを合同で実施する、融資実施にあたってEUとIMFが独自のコンディショナリティーを設定する場合にそれらが矛盾しないよう調整をする、プログラムの進捗監視にあたって情報を共有するなど、協力関係が期待できよう。

■ ギリシャ支援合意後も市場の不安心理が払拭されたとはいえない

3月25・26日のEU首脳会議では、ギリシャが自力での資金調達が出来なくなった場合、ユーロ加盟国の全会一致の決議に基づき、厳しいコンディショナリティーを条件に、IMF融資とユーロ加盟国の二国間融資を組み合わせた金融支援を行うことで基本合意した。支援の実施はあくまでも“最後の手段”という位置付けで、危機時の支援策を準備することで市場の不安心理を和らげ、ギリシャ政府による自力での資金調達が後押しすることに本来の狙いがある。これを受けてギリシャ政府は29日、50億ユーロ規模の7年債を発行した。ミッドスワップレートに対する上乗せ金利は約310bps（クーポンは5.9%、同年限のドイツ国債利回りに対して325bpsの上乗せ）と、発行条件は依然として厳しいものの、入札予定額を上回る60億ユーロ程度の応札を集めた。これでひとまず4月に償還を迎える借り換え債のファンディングニーズを満たしたことになる。とは言え、財政赤字の削減が計画通りに進まない可能性もあり、このままギリシャ政府が市場の信認を回復できるかどうかは予断を許さない状況にある。現に7年債に続いて実施した30日の12年債の入札では、投資家が予想しないタイミングで行われた影響もあるとは言え、10億ユーロの予定額の半分にも満たない3.9億ユーロの応札にとどまった。年内に350億ユーロ程度、来年以降も数百億ユーロ規模の追加資金調達が必要となるなか、何れかの時点でEUやIMFに金融支援を仰ぐ必要が出てきたとしてもおかしくはない。その際、支援の実施は加盟国の全会一致が必要となるが、今回の合意実現までの紆余曲折からも明らかな通り、安易な救済に対してはドイツを中心に“拒否権”の発動が予想される。こうした支援策の実効性に市場が疑問を感じるか否かが、ギリシャ危機がこのまま収束するか、不安心理が再燃するかの分かれ目となろう。

支援合意後の金融市場の反応を見る限り、市場の不安心理が払拭されたとはいえない。一方的なユーロ安には歯止めが掛かっているものの、週明け以降の対ドルでの反発は1%未満に過ぎず、年初の水準から6%以上も減価したままだ。ユーロの上値が重いのは、週末の米雇用統計で（国勢調査という特殊要因があるにせよ）労働市場の回復を示す内容が予想されるのに対し、ECBが適格担保基準の柔軟な運営を許容することを表明したことで¹、ECBの利上げ時期がFedと比べて遅くなるとの見方が改めて確認されたことが影響していると見られる。だがより根本的には、12年債入札の不調からも分かる通り、ギリシャの財政再建と救済を巡る不透明感が解消されないことに加え、今回の危機で単一通貨圏が抱える構造的な問題が改めてクローズアップされたことが心理的な重石として作用している。

■ “明白かつ今そこにある危機”となった段階で初めて救済実施が現実味を帯びよう

救済を巡る不安心理の背景にあるのは、①全会一致が発動要件となっているため、現実に救済が必要になった場合も、ドイツなどの強硬な反対姿勢により救済が暗礁に乗り上げるか、救済が行われるにしても初動が遅れる可能性があること、②救済にあたってはリスクに応じた金利が設定されることになっているが、そもそも救済が必要となるのは高い上乗せ金利を設定しても市場で資金調達が出来ない場合のため、必要以上に高いコストで資金調達を迫られる点で本質的な解決とならないこと、③金融支援はIMF融資と加盟国の二国間融資を組み合わせるとされているが、具体的な融資条件やスキームについては必ずしも明らかにされていないこと、④通貨・金融政策がユーロ圏全体の動向に左右されるなか、為替レートの減価による輸出競争力の回復が出来ないこと、⑤加盟国の財政規律を担保する有効な手段がないこと、などが挙げられよう。

¹ ECBは現在、銀行の流動性対策の一環で、オペの担保として受け入れる国債の最低格付けを時限的に緩和している。トリシェ総裁は25日、本年末に期限を迎える予定の同措置を、2011年以降も延長する方針を表明した。

こうした不安要素の多くはすぐに解決できるものではないため、先行き折に触れてギリシャ財政問題が金融市場の攪乱要因となることは想像に難くない。その場合も、EUは即座に支援策を実行に移すことはなく、ギリシャ政府に対して更なる追加財政赤字削減策を求めたり、支援策の詳細を小出しにしたりと、まずは観測気球を上げながら事態が沈静化するのを待つ公算が大きい。筆者の考えるメインシナリオは、加盟国政府が見せ球を投げ切る前にどうにか市場の動揺が収まり、結果的に支援策が実行に移されることはないと予想する。手持ちのカードを使い切っても市場の不安心理が解消されない時には、現実にEUとIMFによる救済をまとめる必要が出てこよう。こうしたサブシナリオの下では、①で述べた通り、加盟国間の利害調整が難航することで市場の混乱に拍車が掛かる恐れがある。問題の放置が加盟国自身の身に降りかかってくるのが“明白かつ今そこにある危機”となった段階で初めてEU各国は事態の収集に本腰を入れよう。より具体的かつ現実味のある救済策が実行に移されることで、市場の混乱は沈静化に向かうと見られる。どちらのケースも最終的にギリシャがユーロ圏にとどまり、資金繰り難を回避する点で変わりはないが、そこに至る混乱の度合いは大きく異なる。ギリシャがユーロ離脱を余儀なくされたり、救済策をまとめられないことでユーロが空中分解する可能性は低いと考える（サブ・サブシナリオ）。

■ IMF融資はスタนด์バイ協定が中心となろう

上記のように筆者はギリシャ政府が現実にEUとIMFに駆け込むのはあくまでサブシナリオと考えているが、支援の具体像を考えるうえで同シナリオについて事前に検討を加えておくことに意味はあろう。これまでのところ、ユーロ加盟国の二国間融資が3分の2を（加盟国内での負担割合はECBに対する資本金の拠出割合に依る）、IMFの融資が残りの3分の1を負担する方針が示された以外に、具体的な条件やスキームは明らかとなっていない。IMFの融資制度のうち、ギリシャに適用可能と考えられるのは、①最も広く利用される制度で、短期的な外貨不足への対処を目的に、コンディショナリティーの達成を条件に融資する「スタนด์バイ協定（Stand-by Arrangements：SBA）」、②慢性的な国際収支問題に対処するための制度で、SBAよりも長めの適用・返済期間を設定する「拡大信用供与ファシリティ（Extended Fund Facility：EFF）」、③今回の経済・金融危機で新たに創設された制度で、事前要件として経済ファンダメンタルズが強固で、優れた政策運営レコードを有する加盟国に対し、コンディショナリティーを課すことなく、多額の融資を前倒して提供可能な「フレキシブル信用枠（Flexible Credit Line：FCL）」、④コンディショナリティーの達成を条件に融資するSBAの一種で、FCLの事前要件を満たさない国に対しても、FCL同様に多額の融資を前倒して提供する「高次予防的スタนด์バイ協定（High Access Precautionary Stand-by Arrangements：HAPAs）」であろう。

このうちSBAとEFFについては本来、短期的ないし慢性的な外貨不足に対処するための融資制度で、厳密には今回のギリシャのように財政難に陥った国を支援するための制度ではない。だが、経常赤字国のギリシャでは財政赤字のファイナンスの大半を海外資金に依存しており、政府債務の資金繰り支援に援用することも可能とみられる。一方、FCLは、制度を利用するための事前要件として、①持続可能な対外ポジション、②民間資金中心の資本フロー、③資本市場での安定した政府債券発行のトラックレコード、④相応の外貨準備、⑤公的債務を含む健全な財政状況、⑥低く安定的なインフレ率、⑦銀行が支払い能力に問題を抱えていないこと、⑧有効な銀行監督体制、⑨データの透明性や信頼性が高いこと、が要求されている²。ギリシャの場合、⑤と⑨の条件を満たさないことは火を見るよりも明らかだ。したがって、今回のギリシャ支援ではSBAもしくはHAPAsが用いられる可能性が高い。

² IMF, “The Flexible Credit Line – Guidance on Operational Issues”, November 2009

SBAのプログラム期間は一般に12~24ヶ月で(最長36ヶ月まで)、原則として四半期毎にコンディショナリティーの達成状況が評価され、その結果に応じて分割払いで融資を受ける。返済期間は各支払い日から3年3ヶ月~5年とされている。融資金額の上限はプログラム期間に応じて設定され、12ヶ月までのプログラムではIMFへの拠出クオータの200%まで、それ以上の場合は600%までとされている。但し、個別の事情に応じて当該上限を上回る金額の融資を受けることができる。貸出金利はSDR金利に連動するIMFの通常貸出金利(basic rate of charge)に加えて超過金利(surcharge)が課せられる。超過金利として、融資額がクオータの200~300%ならば100bps、300%を超える場合には200bps、3年経過後も300%を越えている場合には300bpsが適用される。

ギリシャの場合、IMFへの拠出クオータは現在8.2億SDR(約12.5億ドル、約9.3億ユーロ)のため、通常時の融資上限は約56.0億ユーロとなる。IMFが3分の1を拠出するとすれば、EUとIMFを合わせたギリシャ支援額の上限は約168億ユーロとなる。いつの時点で支援が必要になるかによって異なるが、毎年数百億ユーロ規模の借り換えと新規国債発行を抱えるギリシャにとって、決して十分な金額とは言えない。無論、個別事情に応じて上限を越える金額の融資を受けることも出来るため、支援額がこれを上回ることも十分可能だ。例えば2008-09年の中東欧・バルト危機時のIMF融資の多くは、SDRの1000%程度の規模であった。仮に10倍の割当倍率(1000%)を想定した場合、IMFの拠出額の上限が約93.0億ユーロ、EUとIMFを合わせた上限が約279.0億ユーロとなる。現在の通常貸出金利は1.24%のため、超過金利を含めた貸出金利は2.24~4.24%となる。市場での資金調達に6%程度の高い金利を支払っているギリシャにとって、IMF融資を受けるメリットは大きい。HAPAsを利用すれば、四半期での分割払いではなく、多額の融資を前倒しで受けることも可能となる。

IMFのストラスカーン専務理事は30日にギリシャ救済に関するインタビューに答え、「仮にギリシャを救済することになれば、コンディショナリティーはIMFが独自に設定する」と発言した。24日に発表されたギリシャ支援に関するユーロ加盟国首脳の声明文では、EUが大部分(majority)を、IMFが相当規模(substantial)の資金拠出をすると述べるにとどめ、両者の役割分担については明らかにされていない。IMFの拠出部分についてはIMFが独自の、EUの拠出部分についてはEUが独自の金利とコンディショナリティーを設定することが考えられよう。ストラスカーン専務理事の発言からは、IMFとEUが必ずしも一枚岩ではなく、今後ギリシャ支援が現実の問題となった場合、EU加盟国間の意見対立ばかりか、IMFとEU間の主導権争いという新たな火種が生じる可能性も示唆される。だが、2008年10月のハンガリー支援をきっかけに、IMFとEUは協調融資に関する行動手順のガイドラインを作成しており³、支援に先駆けて行う現地ミッションを合同で実施する、融資実施にあたってEUとIMFが独自のコンディショナリティーを設定する場合にそれらが矛盾しないよう調整をする、プログラムの進捗監視にあたって情報を共有するなど、協力関係が期待できよう。

以上

³ IMF (2008), "Hungary: Request for Stand-By Arrangement – Staff Report; Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board Discussion", *IMF Country Report* No. 08/361