

EU Trends

調達金利の高止まりがギリシャ財政に及ぼす影響

発表日：2010年4月1日(木)

～財政赤字比率を毎年1%前後押し上げる～

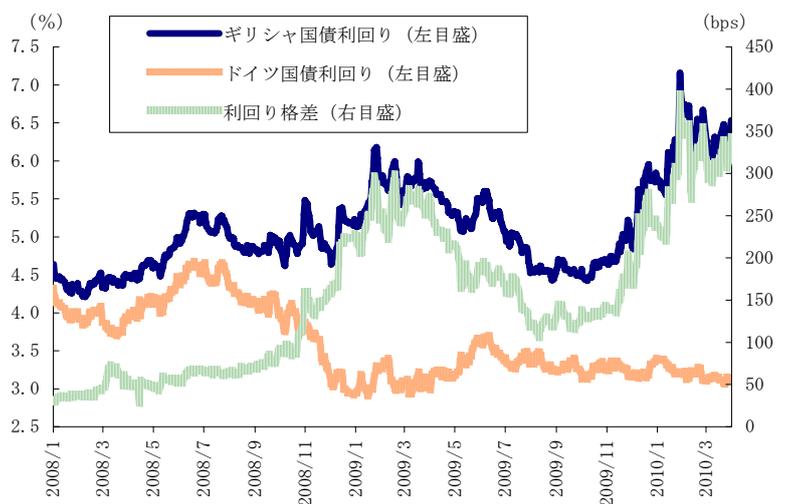
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

(要旨)

- ◇ 緊急時のギリシャ支援合意後も、ギリシャの国債利回りは高止まりしている。このまま市場から高い金利を要求され続けた場合、ギリシャ政府の利払い負担が増し、財政赤字の増加要因となりかねない。
- ◇ 当社の試算によれば、現状程度の利回りで国債発行を続けた場合、財政赤字の名目GDP比率に対し、毎年1%前後の悪化圧力が及ぶことになる。
- ◇ 2008年末のアイスランド危機時には、支援策がまとまってから市場の不安心理が落ち着くまでに半年近い月日を要した。今回のギリシャのケースでも、市場の不安心理が払拭されるまでには、なおしばらくの時間が掛かる。

ユーロ加盟国が緊急時のギリシャ支援で合意したことを受け、ギリシャ政府は3月末に国債発行に踏み切った。だが、新発債は取引初日・二日目と続落、利回りは発行時を上回って推移している。ギリシャ国債のドイツ国債とのスプレッドも支援合意を受けて一旦は300bps前後に低下したものの、足元では再び340bps超に上昇している(図表1)。市場の過度な不安心理を和らげ、調達金利を引き下げ目論見は、これまでのところ失敗に終わっている。このまま市場から高い金利を要求され続けた場合、ギリシャ政府の利払い負担が増し、新たな財政赤字の発生要因となりかねない。そこで以下では、調達金利が高止まりした場合に、ギリシャの財政赤字にどの程度の影響を及ぼすかを簡単に試算してみた。

(図表1) ギリシャ国債とドイツ国債の利回り格差



出所：EcoWin

試算の方法は、公表されている国債・政府短期証券の金額と平均利回りを元に、同年中に償還期限を迎える国債・政府短期証券を控除、同額の借り換えと当該年の財政赤字を賄うための新規の国債発行を行った場合、調達金利の想定を変えることで年度末の公的債務の平均利回りがどう変化するかを計算するものだ。平均利回りから当該年の利払い費を求め、利払い費を除く財政収支(プライマリーバランス)が政府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の計画通りになるとした場合に、財政収支がどれだけ悪化するかを計算した。

2010年中に追加調達が必要な320億ユーロを5%の利回りで発行した場合（現在までに発行した国債と政府短期証券の加重平均利回りが5%であることに鑑み、6%程度の利回りを要求される国債と、1%程度の利回りを要求される短期証券を組み合わせると想定）、2010年の利払い費は141億ユーロ（名目GDP比5.8%）と、政府の財政健全化計画が想定する127億ユーロ（名目GDP比5.2%）を上回る（図表2）。

（図表2）ギリシャ政府の利払い費の試算結果（2010年）

	金額（10億ユーロ）	平均利回り（%）
2009年末の公的債務	272.2	5.1
2010年中に償還を迎える国債・政府短期証券	21.8	3.8
2010年の既発国債・政府短期証券	14.9	5.0
2010年中に追加で必要な調達額	32.0	5.0
2010年末の公的債務	297.3	5.2

	金額（10億ユーロ）	名目GDP比（%）
2010年の利払い費（試算値）	14.1	5.8
2010年の利払い費（政府見通し）	12.7	5.2

出所：Hellenic Ministry of Finance資料より第一生命経済研究所が作成

2011年以降の借り換え債と新規国債をいずれも6%の利回りで発行すると仮定した場合（政府短期証券は1年以内に償還期限を迎えるので、既発債と借り換え債の利回りはニュートラルと考える）、利払い費は政府の想定を大きく上回って推移し、2013年には176億ユーロ（名目GDP比6.4%）に達する計算となる（図表3）。こうした厳しい条件の下で国債発行を続けた場合、財政赤字の名目GDP比率に対して、毎年1%前後の悪化圧力が及ぶこととなる（図表4）。そのうえ、これは利払い負担への直接的な影響だけを考察したもので、長期金利の上昇が長引けば、景気下振れを通じて財政収支に更なる悪化圧力が及ぶことは必至だ。

政府の財政計画に近い利払い費の水準を達成するためには、3%をやや下回る金利での国債発行が必要となる。過去のギリシャ国債の利回りを考えれば、それこそIMFの金融支援を受けない限り¹、これは非現実的な想定と言わざるを得ない。ギリシャ公債管理庁のクリストドゥル長官は3月31日に、現在340bps前後に達しているギリシャ国債とドイツ国債との利回り格差を今年の夏までに250bpsに、10-12月期までに200bps台前半に低下することを望んでいると発言した。こうした控えめな希望的観測が実現した場合でも、国債の調達金利は5%を上回る訳で、やはり利払い負担の増加は免れない。

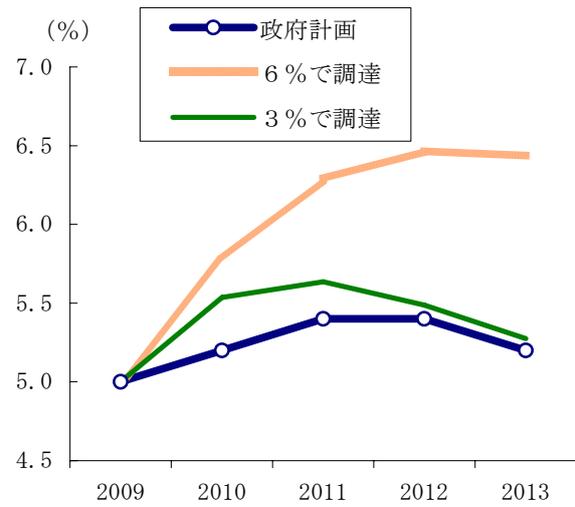
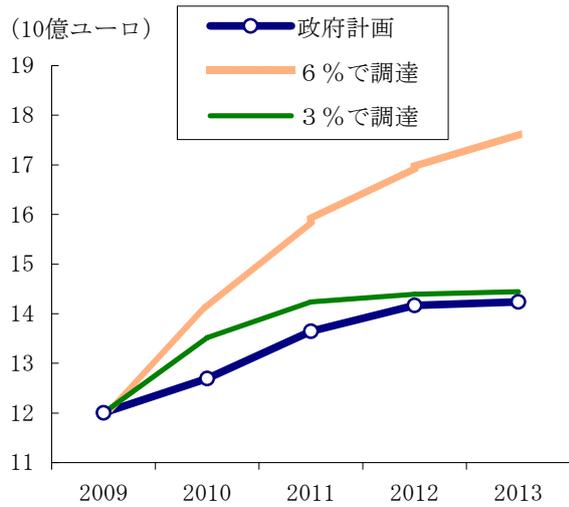
ただ1つ言えることは、ギリシャの救済スキームが合意に至ったのは僅か1週間前に過ぎない。この点で思い起こされるのはアイスランド危機時の市場の反応だ。深刻な経済・金融危機に直面していたアイスランドに対し、2008年10月末にIMFや周辺国の支援策がまとまった。1000bps超に達していた同国のCDSスプレッドは一旦は600bps前後に低下したが、僅か1週間後には再び1000bps超に上昇、低下トレンドが定着したのは半年近く経った後であった。ギリシャがアイスランドと同じ運命を辿るか、その結論はまだ出ていない。市場の不安心理が払拭されるまでには、なおしばらくの時間が掛かりそうだ。

¹ ギリシャがIMFのスタンプ協定に基づく融資を受けた場合に想定される金利は、融資金額に応じて異なるが2.24～4.24%とみられる。詳しくは3月31日付レポート「ギリシャ財政危機の今後の展開」を参照されたい。

(図表3) ギリシャ政府の利払い費の試算結果 (2010-2013年)

<実額 (10億ユーロ)>

<名目GDP比 (%)>

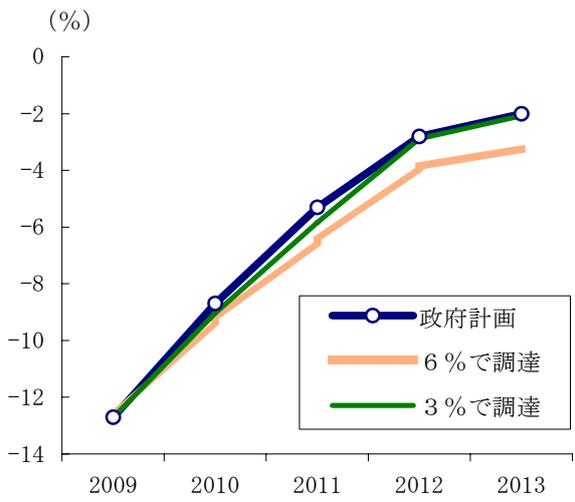
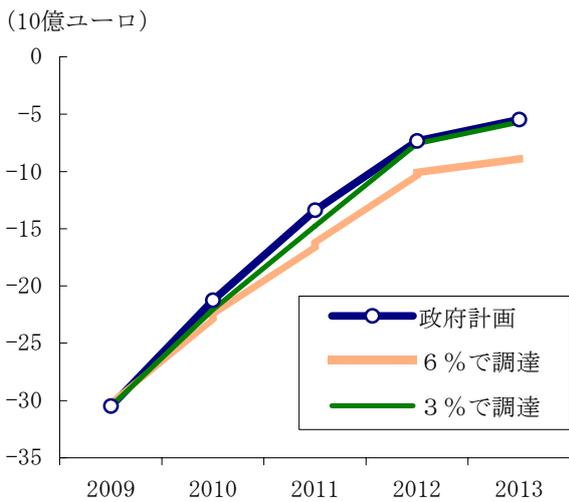


出所: Hellenic Ministry of Finance資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) ギリシャ政府の財政収支の試算結果 (2010-2013年)

<実額 (10億ユーロ)>

<名目GDP比 (%)>



出所: Hellenic Ministry of Finance資料より第一生命経済研究所が作成

以上