

ギリシャ財政危機：周辺国への伝播は止められるか？

発表日：2010年4月30日（金）

～ “怖すぎて潰せない” ギリシャ、それでも市場の不安心理は続く～

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）

- ◇ S & Pは27日、ギリシャの長期国債の格付けを投資不適格級に引き下げた。他の格付け機関が追随した場合、ギリシャ国債を担保にECBから低利で資金調達をしているギリシャの銀行破綻を招きかねない。今回の引き下げは、EUとIMFによる支援策が実行に移された場合にも、政府が財政改革を速やかに実行に移す能力があるのか、多年度にわたる財政引き締めを受け入れる政治的な決意があるのかに疑問が残り、中期的な債務返済能力へのリスクが高まったことを反映したものの。
- ◇ ポルトガルやスペインは累積債務の規模でギリシャを大きく下回っており、会計操作疑惑まであるギリシャ政府と比べて債務返済能力の信用度は数段勝っている。だが、ギリシャの財政危機が市場の不信感によって増幅され、最終的には自力での資金調達が出来なくなったのと同様に、今後ギリシャ以外の周辺国の財政運営に対する市場の圧力が高まる恐れも否定できない。その際には、周辺国の中でもギリシャと同様に構造問題や政治リスクを抱えているポルトガルが狙い打ちされやすいだろう。
- ◇ 政策当局者間の危機感共有を受け、今週末にもEU・IMF・ECBによる支援協議が終了する公算が大きい。同時にドイツ国内では反対派への説得交渉が続けられるとみられ、来週中にはドイツを含めたユーロ加盟国で支援策が議会で承認されよう。遅くとも10日に予定されるユーロ圏の首脳・財務相会合までに、それ以前に金融市場の混乱が深まれば来週中にも、ギリシャ支援策が正式に可決・公表されるとみられる。
- ◇ 支援策の実施はギリシャに息抜きをする時間を与えることになろうが、市場の不安心理が解消されるまでには相当の時間が掛かろう。今や市場の焦点はギリシャが短期的な資金繰り難を乗り切れるかではなく、ギリシャの中期的な財政再建の行方や、周辺国への危機伝播のリスクに移っている。財政危機との戦いが長期戦の様相を深めるなか、政治的混乱や追加の格下げなどを通じて、市場の不安心理は今後も折に触れて再燃するとみられる。

■ EU/IMFの支援があっても、ギリシャの長期国債格付けは投資不適格級に格下げ

既報の通り、米系格付け機関スタンダード&プアーズ（S & P）は27日にギリシャの長期ソブリン債格付けを従来の「BBB+」から投資不適格級の「BB+」に3段階引き下げ、今後6ヶ月～2年程度の格付けの方向性を示すアウトルックを「ネガティブ（格下げの可能性）」とした。投資不適格級に陥ったことによ

って直ちにデフォルトに陥る訳ではないが、機関投資家の多くは投資不適格債の保有を制限・運用対象外にしているとみられ、既に事実上不可能となっていた自力再建の道は完全に閉ざされた。S & P自身の集計によれば、1975～2007年の間にBB格付けの政府がデフォルトに陥った割合は、格下げ後1年以内が0.9%、3年以内が4.5%、5年以内が7.8%に達する(図表1)。今後、他の格付け機関が追随した場合¹(現時点のギリシャの長期ソブリン債格付けはムーディーズが「A-」相当の「A3」で先行きも「引き下げ方向」、フィッチが「BBB-」で先行きも「ネガティブ」)、緊急時対応で柔軟な運勢姿勢を続けているECBの資金供給オペの適格担保基準(3つの格付け機関のどれか1つから「BBB-」以上の格付け)を満たさなくなり、ギリシャ国債を担保にECBから低利で資金調達をしているギリシャの銀行破綻を招きかねない。

今回の格付けについてS & Pでは、①EUとIMFによる多年度にわたる支援策の実施は、短期的な資金繰り難を大幅に緩和するのに役立つが、このところの市場金利の上昇などを背景に、より大胆で包括的な財政支出の削減が必要になるとの圧力が高まっている、②ギリシャ政府は既に相当規模の財政再建策を打ち出しているが、労働組合やその他国内の強力な政治団体からの抵抗が今後も繰り返されるとみられ、政府に改革を速やかに実行に移す行政運営能力があるのか、多年度にわたる財政引き締め策を受け入れる政治的な決意があるのか、に疑問が残る、③成長ペースのさらなる下振れが予想されるもと、ギリシャ政府の政策オプションは縮小しており、中期的な債務返済能力へのリスクが高まった結果、ギリシャの長期ソブリン債格付けはもはや投資適格級に値しない、と表明した。

そのうえで、国内の政治的な抵抗やその他の理由によって、ギリシャ政府の財政・構造改革の遂行能力が弱まる場合にはさらなる格下げの可能性を示唆。アウトルックを「安定的」に見直す条件として、政府の経済財政運営に対する強い政治的なサポートが得られることや、ギリシャの経済状況が(S & Pが)想定するよりも良好であることを挙げている。同時に、債務再編やデフォルトが発生した際には、元本の30～50%の完済にとどまるであろうとの見通しを示した。

(図表1) 格付け毎のソブリン債がデフォルトに陥った割合 (%)

	1年以内	3年以内	5年以内
AAA	0.0	0.0	0.0
AA	0.0	0.0	0.0
A	0.0	0.0	0.0
BBB	0.0	1.8	4.7
BB	0.9	4.5	7.8
B	1.7	7.3	14.3
CC/CCC	38.9	52.9	52.9

注：1975～2007年間のソブリン債について集計したもの。

出所：Standard & Poor's

■ 財政危機はポルトガルやスペインなど周辺国にも波及する恐れ

S & Pは同じく27日にポルトガルの長期ソブリン債格付けを「A+」から「A-」に2段階引き下げ、翌日にはスペインの長期ソブリン債格付けを「AA+」から「AA」に1段階引き下げた。これを受けて金融市場では、ギリシャの財政危機が周辺国にも伝播するとの見方が広まり、ギリシャのみならず、ポルトガル、スペイン、アイルランド、イタリアなどでも国債利回りやCDSスプレッドが大きく拡大した。

ポルトガルの格下げについてS & Pでは、①国際競争力の欠如、低い労働生産性、投資の低迷、硬直的な財・労働市場など経済構造に問題を抱えている、②政府は財政再建策の一部を前倒しで実施する方針だが、

¹ ムーディーズは29日、財政改革への国民の反発から、ギリシャの財政赤字の遂行能力に疑問が生じた場合や、EU/IMFが支援で合意できなかった場合には、現在「A3」の格付けを数段階引き下げる可能性があることを示唆している。

与党の政権基盤が弱く、法案通過には野党の支持を獲得する必要がある、その実現可能性に疑問が残る、③近年の改革にもかかわらず財政基盤が構造的な脆弱性を抱えており、経済成長の下振れが予想されるもとで債務残高の安定に苦慮する、点を挙げている。一方、スペインについては、民間部門の債務削減圧力、硬直的な労働市場、輸出競争力の低下、金融システムの脆弱性などを背景に、中期的な経済成長の下振れが予想され、来年以降の財政収支に悪化圧力が及ぶ可能性があることを指摘している。

ポルトガルやスペインは累積債務の規模でギリシャを大きく下回っており、放漫な財政運営を繰り返し、会計操作疑惑まであるギリシャ政府と比べて、債務返済能力の信用度は数段勝っている。だが、ギリシャの財政危機が市場の不信感によって増幅され、最終的には自力での資金調達が出来なくなったのと同様に、今後ギリシャ以外の周辺国の財政運営に対する市場の圧力が高まる恐れも否定できない。その際には、周辺国の中でもギリシャ同様に構造問題や政治リスクを抱えているポルトガルが狙い打ちされやすいだろう。市場の不信感が頂点に達した27日のポルトガルのCDSスプレッドは380bps前後と、ギリシャ政府が市場での資金調達を諦めた400bps前後の半歩手前の水域にある。

■ 市場の焦点は、ギリシャの中期的な財政再建の行方や、周辺国への危機伝播のリスクに移っている

5月9日に重要な地方選挙を控え、選挙前の支援に及び腰だったドイツ政府も、さすがに危機が周辺国に伝播するリスクが高まったことを受け、ここにきて態度を軟化させている。ドイツのメルケル首相は28日、「ギリシャへの支援協議を加速させる必要がある。支援が速やかに実行されなければユーロの安定性が損なわれる恐れがある」と発言した。また、IMFのストラスカーン専務理事は「支援が1日遅れるごとに状況が悪化し、ギリシャだけでなく他の欧州諸国やそれ以外の地域にも波及する恐れがある」と発言し²、欧州委員会のバローゾ委員長、レーン経済財政担当委員も揃って「今後数日以内にギリシャの支援協議がまとまる」との見解を示した。こうした政策当局者間の危機感共有を受け、今週末にもEU・IMF・ECBによる支援協議が終了する公算が大きい。同時にドイツ国内では反対派への説得交渉が続けられるとみられ、来週中にはドイツを含めたユーロ加盟国で支援策が議会で承認されよう³。遅くとも10日に予定されるユーロ圏の首脳・財務相会合までに、それ以前に金融市場の混乱が深まれば来週中にも、ギリシャ支援策が正式に可決・公表されるとみられる。

だが、ドイツの最大野党SPD（社会民主党）は、ギリシャ支援策に銀行の関与を認めない限り、法案に賛成しないとの方針を表明しており、メルケル首相がドイツ議会を完全に掌握可能であるかはなお予断を許さない。世論調査によればドイツ国民の3分の2近くは銀行の関与を望んでおり、与党内の一部にも銀行関与に同調する見方もある。メルケル首相はこの問題について週末に銀行関係者と協議する予定だ。可能性は低いとみられるが、万が一法案が否決された場合、ギリシャは5月19日に償還期限を迎える国債の元本償還が出来なくなる。そうした事態となれば、おそらくIMFが単独でのギリシャ支援に踏み出すことになろうが、EUの財政支援の枠組みが事実上崩壊したと認識されることで、既に市場が不安視している周辺国へと危機が一気に広がることは避けられない。その場合、欧州諸国や中東欧を巻き込んだ金融危機に発展するリスクが高まろう。欧州各国は貿易・金融取引を通じて相互依存関係にあり、例えば欧州諸国が国外から受け入れる融資の80.7%は欧州の銀行を通じたものだ。また、欧州の銀行が国外に有する与信総額の56.4%が欧州諸国に対する融資で、これは欧州域外への与信割合が多い英国も含まれたもので、ドイツやフランスの銀

² 同専務理事はギリシャ支援が最大で1200億ユーロに達する可能性を示唆。これは現在予定されている初年度450億ユーロ（ユーロ加盟国が300億ユーロ、IMFが150億ユーロ）の約3倍の水準。

³ ドイツは現在、5月3日にギリシャ救済関連法案を閣議決定し、5月7日の連邦議会上院で審議する予定。同法案は先のEUが取りまとめた支援方針に従い、初年度に84億ユーロ、その後の2年間に未確定の金額をギリシャに融資するもの。

行では6割を超えている。また、ギリシャがデフォルトした場合、国債保有や銀行与信を通じて欧州諸国に打撃を及ぼすことは元より（図表2・3）、ギリシャの銀行の融資に依存している中東欧諸国の一部にも多大な影響を及ぼす可能性がある（図表4）。逆に言えば、財政危機はもはやギリシャ一国の問題ではなく、欧州全土に伝播し、ユーロの屋台骨を揺るがしかねないリスクがあり、ここでギリシャを見捨てることは出来ない。ドイツを始めEU諸国にとって、ギリシャは“大きすぎて潰せない（too big to fail）” “国ではないが、” 怖すぎて潰せない（to scary to fail） “な存在なのだ。

（図表2）ギリシャ国債の保有シェア
（2005-09年、%）

【国別】	
ギリシャ	29
英国・アイルランド	23
フランス	11
ドイツ・スイス・オーストリア	9
イタリア	6
ベネルクス諸国	6
その他	6
スカンジナビア諸国	3
米国	3
アジア	2
スペイン・ポルトガル	1

【主体別】	
銀行・信託	45
ファンド・マネージャー	19
保険・年金ファンド	14
アセット・マネジメント	10
ヘッジ・ファンド	5
中央銀行・政府	5
その他	4

出所：Hellenic Public Debt Management Agency

（図表3）ギリシャに対する外銀経由の与信残高
（2009年10-12月期末）

	金額 (100万ドル)	シェア (%)
与信残高計	216,986	100.0
フランス	78,818	36.3
ドイツ	45,003	20.7
米国	16,562	7.6
英国	15,352	7.1
オランダ	12,209	5.6
ポルトガル	9,798	4.5
アイルランド	8,574	4.0
イタリア	6,858	3.2
日本	6,665	3.1
オーストリア	4,767	2.2
ベルギー	3,750	1.7
スイス	3,725	1.7
スペイン	1,206	0.6
スウェーデン	681	0.3
オーストラリア	34	0.0

出所：Bank for International Settlements

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。

(図表4) ギリシャの銀行融資への依存度の高い国

(2009年10-12月期末)	ギリシャの銀行からの融資	
	対外与信に占める シェア (%)	金額 (億ドル)
マケドニア	71.5	17.7
ブルガリア	40.4	155.3
セルビア	28.5	68.1
アルバニア	27.2	17.9
キプロス	24.1	99.9
ルーマニア	22.1	242.2
トルコ	19.1	247.4
リベリア	10.0	26.2
マーシャル諸島	9.6	26.7

出所：Bank for International Settlements

では、EUとIMFによるギリシャ支援策が実行に移された場合に、事態は収拾に向かうのであろうか。支援策の実施はギリシャに息抜きをする時間を与えることになろうが、市場の不安心理が解消されるまでには相当の時間が掛かろう。今や市場の焦点はギリシャが短期的な資金繰り難を乗り切れるかではなく、ギリシャの中期的な財政再建の行方や、周辺国への危機伝播のリスクに移っている。まずはギリシャ政府が近く発表予定の来年度以降の財政・構造改革策が吟味され、そのうえで労働組合からの反発や景気下振れによる税収減が予想されるなかで、財政再建策の実効性が試されることになろう。さらに、市場の選別の眼は厳しくなっており、中期的な財政再建の成否がポルトガルやスペインなどユーロ圏内で相対的に財政基盤が脆弱な国々の命運も握ることになろう。財政危機との戦いが長期戦の様相を深めるなか、政治的混乱や追加の格下げなどを通じて、市場の不安心理は今後も折に触れて再燃するとみられる。財政再建が計画通りに進まず、ギリシャの支援規模が膨らむとの観測が高まった場合や、ギリシャ以外の国でも自力再建が困難になるとの見方が強まった場合、EUがどこまで支援を続けていくことができるのか、その答えはまだ出ていない。

以上