

ギリシャ支援策がギリシャを苦しめる理由

発表日：2010年5月12日(水)

～情けも過ぐれば仇となる？～

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)

- ◇ ユーロ加盟国とIMFによるギリシャ支援パッケージが正式に承認されたことを受け、ギリシャ政府は11日に第1弾となる200億ユーロの緊急融資を要請した。だが、本来ギリシャを助ける筈の金融支援が後々ギリシャを追い詰めていく可能性がある。問題は支援パッケージの返済期間が3年程度と短いことで、2013-15年にかけて600億ユーロ規模の返済負担の“大きな波”がやってくることにある。
- ◇ 実際にこうした事態となれば、返済期間の延長など様々な選択肢が検討されることになるだろうが、ギリシャ政府が財政構造改革に成功し、市場で高い信用力を回復しない限り、これだけの資金を自力で調達するのは困難と言わざるを得ない。加盟国政府とIMFは自らの融資の返済を受けるために、さらなる追い貸しをするのだろうか。やはり何れかの時点でギリシャが債務の繰り延べや一部減免という広義のデフォルトに陥る可能性も否定できない。こうしたギリシャの債務発散リスクが市場で強く意識されれば、3年を待たずに問題は噴出しよう。結局、ギリシャに残された道はただ1つ、緊急融資で時間稼ぎをしている間に財政再建を断行し、経済構造をより強固なものに変える以外にない。

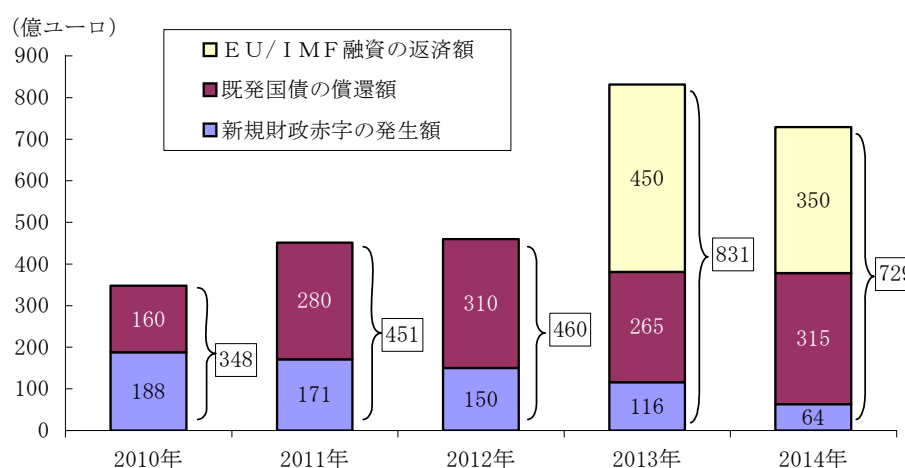
5月10日付けレポート「財政危機防止に向けたEUの“何度目かの”政策合意」で指摘した通り、週初に発表された総額7,500億ユーロの金融安定化基金はポルトガルとスペインが今後3年間に必要となる資金調達額（新規財政赤字と国債償還費の合計）をカバー可能な規模とみられ、ギリシャ発の財政危機が他国へ波及するリスクを封じ込めるのに一定の効果が期待できる。危機の連鎖が回避可能であれば、ECBによる国債購入・流動性供給策と相まって、債務焦げ付きによる欧州の金融機関の損失リスクを嫌気した流動性危機・銀行危機は自ずと沈静化する。だが、危機の根源にあるのは、各国が抱える財政再建の困難さであり、ユーロ圏の抱える構造問題だ。こうした問題の解決に道筋を付けない限り、危機は繰り返しやってくる。ここ数日でポルトガルやスペインが相次いで追加の財政赤字の削減方針を表明しているのも、危機感の裏返しに他ならない。

ユーロ加盟国とIMFによるギリシャ支援が正式に了承されたことを受け、ギリシャ政府は11日に第1弾となる200億ユーロの緊急融資を要請した。12日中には払い込みが終了する見込みで、5月19日の大量償還を含め、5～6月中に必要な資金を確保する。だが、本来ギリシャを助ける筈の金融支援が後々ギリシャを追い詰めていく可能性がある。問題は支援パッケージの返済期間が3年程度と短いことで、2013-15年にかけて返済負担の“大きな波”がやってくることにある。公表資料に明確な言及はないが、ギリシャ支援パッケージは3年程度での返済を想定している可能性がある。支援の具体策を公表した際に「3年間の固定金利で融資した場合、金利は5%程度で設定する」と説明しているうえ、IMFの通常の融資では3～5年程度の返済期限を設定するのが通例だ。

通常の資本市場調達であれば、償還年限の多様化や平均年限の長期化などを通じて、国債の安定消化を図るデュレーション管理が可能となるが、今回の支援パッケージでは多額の資金を短めの期間で借り入れすることで返済時期が集中する可能性がある。具体的な数字でみると、ギリシャ政府による最新の財政計画と既発国債の償還年限を元に、今後数年間にギリシャが必要な資金規模を計算したところ、2010年中に348億ユーロ、2011年に451億ユーロ、2012年に460億ユーロに達する（図）。市場からの調達が出来ないギリシャ政府が、これらの金額を全て加盟国とIMFからの融資で賄うとすれば、2010年中に借り入れした融資の返済が早ければ2013年に、2011年中に借り入れした融資の返済が2014年、2012年中に借り入れした融資の返済が2015年にやってくる。それまでに政府の計画通りに財政赤字の縮小に成功したとしても、過去に発行した国債の償還費に、今回借り入れる融資の返済負担と合わせ、2013～14年に700～800億ユーロ規模の資金が必要となる。既に今年に入って自力で資金調達した分もあるため、初年度分として用意した450億ユーロの全てを借り入れする可能性は低いが、今回要請した200億ユーロに加え、今年中に追加の融資要請をすることは確実だ。少なく見積もっても、600億ユーロ規模の資金が必要となろう。

実際にこうした事態となれば、返済期間の延長など様々な選択肢が検討されることになるだろうが、ギリシャ政府が財政構造改革に成功し、市場で高い信用力を回復しない限り、これだけの資金を自力で調達するのは困難と言わざるを得ない。その際に、加盟国政府とIMFは自らの融資の返済を受けるために、さらなる追い貸しをするのだろうか。こう考えると、やはり何れかの時点でギリシャが債務の繰り延べや一部減免という広義のデフォルトに陥る可能性も否定できない。仮に債務減免となった場合、さらなる問題が発生する。今回のギリシャ支援パッケージで、IMFの融資が通常の融資時と同様に低い金利を設定する見返りに優先弁済権を持つ一方、ユーロ加盟国の融資は高い金利を設定したことで優先弁済権を持たない。債権放棄をする際には、ユーロ加盟国の負担が大きくなるのだ。こうしたギリシャの債務発散リスクが市場で強く意識されれば、3年を待たずに問題は噴出しよう。いや、既に起こっているのかもしれない。結局、ギリシャに残された道はただ1つ、緊急融資で時間稼ぎをしている間に財政再建を断行し、経済構造をより強固なものに変える以外にない。だが、課題の大きさと比較して、与えられた時間は余りに少ない。

ギリシャ政府が必要な資金調達額



注：①新規財政赤字はギリシャ政府の最新（2010/5/2付）の財政再建計画を元に計算。
 ②既発国債の償還額はギリシャ公的債務管理庁による集計値（2010/4/29時点）。
 2010年は既に償還を迎えた国債は含まれていない。5億ユーロ単位で四捨五入。
 ③EU/IMF融資は3年間で返済すると仮定。融資枠の全額を借り入れるとは限らない。
 出所：ギリシャ財務省・ギリシャ公的債務管理庁資料より第一生命経済研究所が作成

以上