

Euro Trends

再考・ギリシャの財政再建の行方

発表日：2010年8月9日(月)

～2012年以降に再び訪れるギリシャの資金繰り危機～

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

- ◇ 欧州委員会、ECB、IMFの調査団はギリシャ政府の改革プログラムの進捗状況を評価し、7-9月期中に予定される90億ユーロの追加金融支援の承認に支障がないとの見解をまとめた。10-12月期中に予定される第3弾の融資実施には、2011年予算案や年金改革法案の議会承認が必要となるが、年内の金融支援継続に大きな障害はないだろう。
- ◇ だが、ギリシャの財政再建がこのまますんなりと進むかは予断を許さない。EUとIMFの金融支援下に入ったことで、ひとまず安泰とみられた資金繰りにも数年単位でみれば大きな不安が残る。筆者が要注意と考えるのは、2012～13年と2014～15年の2つの期間である。
- ◇ 2012～13年にかけては、ギリシャ政府が無事に資本市場へと復帰できるかが試されることになる。3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援パッケージは、2012年以降は長期資金の一部も資本市場で調達することを前提に作られている。仮にギリシャが計画通りに資本市場への復帰を果たせなかった場合、遅くとも2012年末までには支援枠が枯渇する。
- ◇ 2014-15年にかけては、財政赤字の穴埋めや既発国債の償還費に加えて、EUとIMFの金融支援の返済負担が重なることで、ギリシャ政府は巨額の資金不足に見舞われる。支援期間の終了する2013年央には早くも金融支援の資金返済が始まり、2014年には利払い負担を含め366億ユーロ、2015年には458億ユーロの返済が必要となる。こうした返済負担を賄うためには毎年870億ユーロ前後の巨額の資金を市場で調達しなければならない。これはギリシャのGDPの4割近い途方もない金額だ。

■ 7-9月期中に予定されるギリシャへの第2弾の追加金融支援にゴーサイン

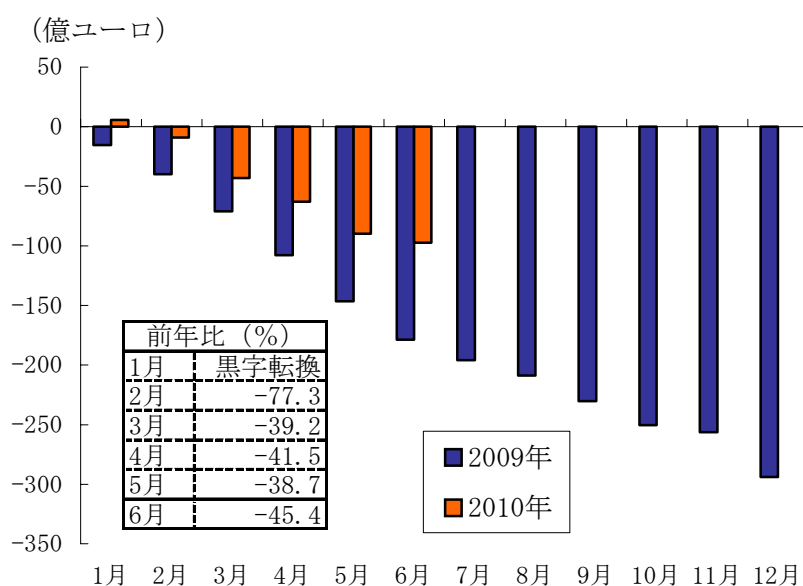
欧州委員会、ECB、IMFの調査団は7月26日から8月5日にギリシャを訪問し、ギリシャ政府が金融支援要請時に約束した各種の財政・構造改革プログラムの進捗状況を評価した。調査団の報告によれば、ギリシャ政府は6月末までに実施予定であった全ての数値目標を達成し、1～6月の財政赤字の累計値は前年同期比▲45.4%と政府の年間計画(約4割減)を上回るペースで縮小している(図表1)。こうした現状評価を踏まえ、調査団は7-9月期中に予定される90億ユーロの追加金融支援の承認に支障がないであろうとの見解をまとめた。

個別の融資条件(コンディショナリティー)の履行状況も、①財政緊縮策：VAT税率の引き上げ、燃料・タバコ・アルコール税の引き上げ、公務員給与の削減、公共投資の削減、累進税などの税制改革案を議会が承認、②金融制度改革：過小資本銀行への公的資金の注入を可能とする金融安定化基金(Financial

Stability Fund) の創設、銀行監督の強化、民間銀行の破産プロセスの見直し、③構造改革：地方自治体の再編促進、民間企業の貸金交渉や労働契約の改正に向けた関係諸団体との協議開始、新規開業手続きの簡素化、民間鉄道事業のリストラ推進、EU補助金の利用率の向上など、6月末が達成期限とされた改革プログラムは何れも順調に進んでいるとされた。

但し、一段の努力を要する分野として、①地方政府、国立病院、公的年金基金など中央政府以外の歳出コントロールの強化、②高所得者を中心とした脱税・租税回避行為の取り締まり強化、③規制業種を中心とした既得権益からの抵抗の大きい分野での構造改革の断行、④観光・小売業を中心とした参入障壁の軽減、などが挙げられた。

(図表1) ギリシャ中央政府の月次財政収支の累計値



出所：Hellenic Republic Ministry of Finance

■ ギリシャへの年内の金融支援継続に大きな障害はない

ギリシャ政府が今後もEUとIMFの金融支援を受け取るためには、今回同様に四半期毎に改革プログラムの取り組み状況が問われることになる。10-12月期中に予定される第3弾の融資実施を判断するため、調査団は10月中にギリシャを再訪問し、改革プログラムのさらなる進捗状況を評価する。

次に評価されるのは9月末までに導入予定の改革プログラムで、①財政緊縮策：公務員採用の5：1ルール（5人の退職に対して、1人の新規採用を認める）、中央政府の中間消費の削減、地方自治体の再編など行政改革の実行、年金の物価スライド制廃止、高収益企業への一時的な増税、専門職へのみなし課税、VATの課税対象をサービス消費などに拡大、贅沢品への増税、各省庁や地方政府の歳出シーリングの設定、などを2011年の予算案に盛り込む、②財政改革：税務当局の徴税能力・監視機能の強化策を議会が承認、公的年金の歳出抑制などの年金改革案を議会が承認、会計検査院の予算計画・管理機能の強化、財政関連データの信頼性と透明性の向上、③構造改革：公務員の給与体系の改正、行政事務全般の効率性・妥当性評価の導入、商業登記の整備、対外直接投資や輸出の促進、④金融規制改革：金融安定化基金の運営開始、などが対象となる。

2011年予算案に盛り込まれる改革プログラムの多くは、既に財政緊縮法案の一環で5月上旬に議会審議

を経ているうえ、懸案であった年金改革法案も7月初に議会を通過しており、上記の条件達成に大きな障害はない模様だ。したがって、年内については金融支援の継続が疑われる事態は避けられよう。

■ **ギリシャにとって第1のハードルは資本市場への復帰を果たせるか**

だが、ギリシャの財政再建がこのまますんなりと進むかは予断を許さない。今後財政・構造改革の痛みが増すなかで国民の反発の声が高まる可能性があることは言うまでもない。加えて、EUとIMFの金融支援に入ったことで、ひとまず安泰とみられた資金繰りにも数年単位でみれば大きな不安が残る。具体的なスケジュールとして、筆者が要注意と考えるのは、2012～13年と2014～15年の2つの期間である。

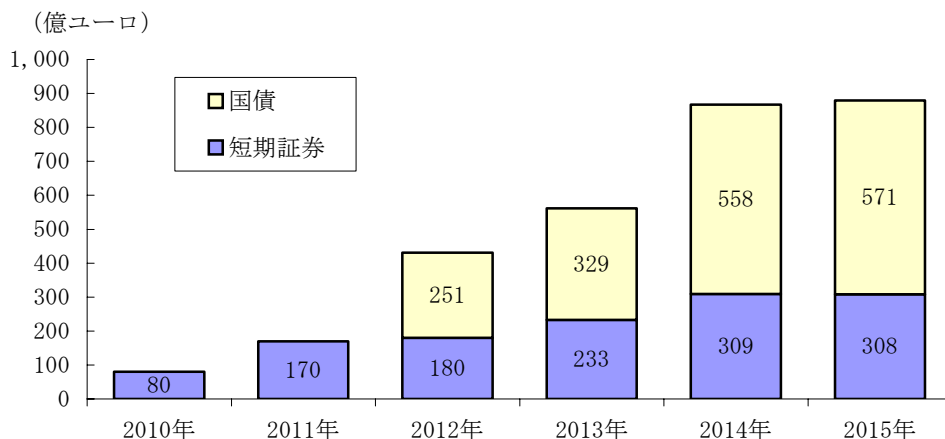
まず、2012～13年にかけては、ギリシャ政府が無事に資本市場へと復帰できるかが試されることになる。ギリシャ政府はEUとIMFからの融資を受け入れる一方で、既に一部の資金については短期の財務省証券の発行を通じて自力での資金調達を開始している。2011年末までは四半期毎に100億ユーロの金融支援と40億ユーロ程度の短期証券の発行で、政府の資金不足を賄う計画だ。さらに2012年1-3月期以降は、資本市場で長期国債の発行を開始し、四半期平均で70億ユーロ強の資金を調達する方針だ（図表2）。

3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援パッケージは、ギリシャが財政再建計画を完全に履行し、2012年以降は長期資金の一部を資本市場で調達することを前提に作られている。仮にギリシャが計画通りに資本市場への復帰を果たせなかった場合、遅くとも2012年末までには支援枠が枯渇する。財政再建が計画通りに進まなかったり、利払い負担が予想以上に膨れ上がる場合には、2012年末を待たずに支援枠の増額が必要となる。

ギリシャが現在、短期の財務省証券を市場で発行できているのは、ECBが流通市場でギリシャ国債を買い取ることを約束し、EUとIMFが金融支援を継続している以上は、少なくとも数ヶ月や半年単位でギリシャ国債がデフォルトする可能性はないとの判断が投資家の間で働いているためだ。5年先や10年先を考えれば、多くの投資家はギリシャがデフォルトに陥るとの不安を拭い去れないであろう。今から僅か1年半後に、ギリシャ政府のデフォルトの可能性が低いと投資家の判断が覆る事態は想像できない。

ユーロ加盟各国はギリシャ支援枠が足らなくなれば追加支援も辞さない姿勢を示している。だが、仮に2012年末時点で資本市場への復帰の目処が立っていないならば、単に残り半年の支援期間の不足分を穴埋めすればいい訳では無くなる。その場合、支援パッケージが終了する2013年以降もギリシャ支援を継続していく必要があり、加盟国の合意形成には紆余曲折が予想される。

（図表2）ギリシャの国債発行計画



出所：ギリシャ財務省、IMF

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。

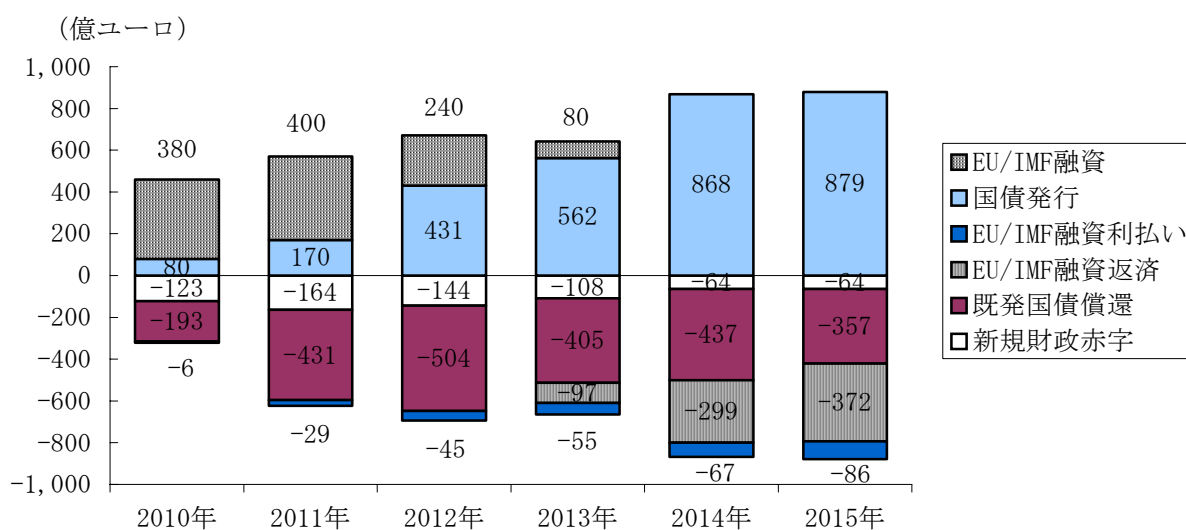
■ EUとIMFの金融支援の返済負担がギリシャを苦しめる

さらに2014-15年にかけては、財政赤字の穴埋めや既発国債の償還費に加えて、EUとIMFの金融支援の返済負担が重なることで、ギリシャ政府は巨額の資金不足に見舞われる。金融支援の返済負担がギリシャを苦しめる可能性があることは、これまでも度々指摘してきた¹。ここでは、四半期毎のギリシャ政府の資金計画に基づき、EUとIMFの資金支援を3～5年の分割払いで返済するとの現実的な仮定を置き、資金過不足を計算してみた（図表3）。それによれば、支援期間の終了する2013年央には早くも資金返済が始まり、2014年には元本だけで299億ユーロ、利払い負担を合わせれば366億ユーロの返済が必要となる。2015年の返済負担はさらに嵩み、元本で372億ユーロ、利払い負担を含めれば458億ユーロとなる。

新規の財政赤字の穴埋めや既発国債の償還費用に加えて、こうした返済負担を賄うために、ギリシャ政府は2014～15年にかけて、毎年870億ユーロ前後の巨額の資金を市場で調達しなければならない。これはギリシャのGDPの4割近い途方もない金額だ。仮に自力での資金調達が出来ずに、再びEUとIMFが支援をすれば、2013年央からの3年間で必要な金額は2,370億ユーロに達する。そして今度は3～5年後に同額の返済負担と年間120億ユーロの利払い負担（年利5%とした場合）が重く押し掛かってくる。

こうしてみると、ギリシャの財政再建はこれまでのところ順調に進んでいるが、今後数年単位でみると、やはり行き詰る可能性が高いように思える。金融市場では欧州財政危機に対する過度な不安心理が後退しているが、欧州財政危機が最悪期を脱したとみるのは早計だ。来年に入れば、スペインやポルトガルなど財政不安を抱える国の大量償還日程が控えており、中核国での財政緊縮の本格化や米景気の減速懸念から景気の先行きにも暗雲が漂う。ギリシャを始めとした欧州財政危機の火種は今も燻っている。

（図表3）ギリシャの財政収支計画



出所：ギリシャ財務省、IMF

以上

¹ 例えば5月12日付けレポート「ギリシャ支援策がギリシャを苦しめる理由」。前回の試算では、①政府の年間の財政収支計画と国債償還スケジュールに基づき、②EUとIMFの支援パッケージを3年後に一括返済すると仮定した場合の返済負担の大きさを計算した。今回の試算では、①四半期毎の財政収支計画、国債償還スケジュール、EUとIMFの支援規模、政府短期証券と国債の発行計画に基づき、②EUとIMFの金融支援の元本部分を3年後に返済を開始し、5年後までに分割払いで完済すると仮定、③元本の残額に応じた利払い負担の大きさを計算するなど、より現実的な前提を置いている。