

## アイルランド支援、投資家負担、ギリシャ返済期限延長を決定

発表日：2010年11月29日(月)

～金融市場の不安心理の解消には力不足～

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

- ◇ 28日夜のEUの財務大臣の緊急会合では、アイルランドに対する総額850億ユーロの支援プログラムが決定された（うち175億ユーロはアイルランド政府が手元資金などで拠出）。支援パッケージのうち、350億ユーロが銀行救済に、残りの500億ユーロが政府の財政不足の穴埋めに用いられる。支援の実施は財政再建プログラム、経済構造改革プログラム、銀行再建プログラムの履行が条件となる。現在の市場環境に基づけば支援パッケージの平均金利は5.8%と、ギリシャ支援時を上回る。
- ◇ 合意されたプログラムは、政府が先に発表した4カ年の財政再建・経済構造改革策から大きな変更はない模様。但し、政府計画の成長率の前提が甘すぎるとの批判を踏まえ、2011・2012年の両年の成長率見通しを下方修正。財政赤字の対GDP比率を3%以下にすると目標達成年を政府計画から1年先延ばしし、2015年までとしている。銀行再建策は政府のこれまでの方針を強化する形で行なわれ、銀行の資本基盤を強化し、銀行の市場での資金調達への復帰を支援すると同時に、銀行のリストラ・再編を促し、経済規模と比べて大きすぎる銀行セクターの縮小を計画する。
- ◇ 緊急会合では、アイルランドの支援策とは別に、2013年央以降の恒久的な財政危機克服メカニズムが想定する民間投資家負担の内容についても協議。新たな危機対応メカニズムでは民間投資家の債務再編への関与は「ケース・バイ・ケース」で判断されるとされ、ドイツ政府が当初主張していた民間投資家に対して自動的に債務再編のコスト負担を求める方針は見送られた。アイルランドの救済合意後も金融市場で財政不安が収まらず、ポルトガルやスペインなどの国債利回りの上昇が続くなか、強硬姿勢一点張りであったドイツ政府も一定の譲歩を余儀なくされた。
- ◇ また、ギリシャに対する既存の支援パッケージの支払い期限を当初の3年から7年半程度に延長する方針が発表された。債務再編を巡って市場が神経質になるなか、EUは支払い期限の延長で時間稼ぎをする道を選んだ。だが、将来的な債務再編観測が残るなか、新たにギリシャ国債を購入しようとする投資家は限られよう。さらに、投資家負担が求められる「ケース・バイ・ケース」の具体的な判断基準については必ずしも明らかでなく、アイルランドの政局動向など先行きの不透明要素も多いため、今回の一連の発表後も財政不安が早期に沈静化することは望み薄。

### ■ EUの財務閣僚会合は総額850億ユーロのアイルランド支援策を承認

EU加盟国の経済財務担当大臣は28日夜に緊急会合を開き、アイルランドに対する金融支援を実施することを全会一致で可決した。支援プログラムは事前にリークされていた通りの総額850億ユーロ。うち175

億ユーロはアイルランド政府自らが手元資金および公的年金の積立金から拠出するので、実際の支援規模としては675億ユーロ。その内訳は、①IMF、②EU予算を裏付けとする欧州金融安定化メカニズム(EFSM)、③ユーロ加盟国の政府保証付き債券を発行する欧州金融安定化ファシリティ(EFSF)と英国・デンマーク・スウェーデンの二国間融資の合計で3等分され、各々225億ユーロを拠出する。ユーロ加盟国の政府保証額は177億ユーロで、それをギリシャとアイルランドを除く14ヶ国がECBの資本金クォータに応じた割合で提供する。ドイツの保証額は50億ユーロ。以下、フランスが38億ユーロ、イタリアが33億ユーロ、スペインが22億ユーロの見込み。ユーロ非加盟国で別途支援への参加を表明した3ヶ国は、英国が38億ユーロ、スウェーデンが6億ユーロ、デンマークが4億ユーロを融資する。

850億ユーロの再建パッケージのうち、350億ユーロが銀行救済に、残りの500億ユーロが政府の財政不足の穴埋めに用いられる。350億ユーロの銀行救済費用のうち100億ユーロが直ちに銀行に資本注入され、残りの250億ユーロは2011年以降の追加資本注入など銀行システムの不測の事態への備え。先の政府発表によれば今後3年間の財政不足額は631億ユーロ。今回の支援パッケージでは財政見通しが先の政府発表対比で若干悪化している模様で、財政不足額は同数値をやや上回る公算。これは財政不足の穴埋め分とされる500億ユーロを上回る。したがって、ギリシャ支援パッケージと同様に、一部の財政不足額はアイルランド政府が自力で資金調達をすることが求められる。

支援の実施は通常のIMF融資やギリシャ支援パッケージと同様に四半期毎のトランシェの形が採られ、アイルランド政府がEU・IMFとの間で合意した財政再建プログラム、経済構造改革プログラム、銀行再建プログラムの履行が条件となる。融資金利は現在の市場金利から計算した場合、支援パッケージの平均で5.8%。うちIMFの拠出分が3.12%とされており、ここから逆算すると、EU諸国の拠出分(EFSFとEFSMと二国間融資)の平均は7.14%程度の見込み。これはギリシャ支援時のユーロ加盟国の拠出分の平均金利とされる5%程度を上回る。但し、実際の融資金利は四半期毎のトランシェ毎の市場環境に基づいて計算される。アイルランドは銀行危機に陥る以前は財政が黒字化していたこともあり、利払い負担がギリシャなどと比べてそれほど高くない。そのため、今回の金融支援での融資金利が高めに設定されたとしても、利払い負担が毎四半期の資金繰りに深刻な影響を及ぼすことは避けられる見込みだ。

## ■ 2015年までに財政健全化を達成するとともに、銀行の資本強化・規模縮小に取り組む

合意された融資プログラムは、政府が先に発表した4ヶ年の財政再建・経済構造改革策に基づいており、具体的な歳出削減策・歳入増加策・構造改革策などに大きな変更はない模様。但し、政府計画の成長率の前提が甘すぎるとの批判を踏まえ、2011・2012年の両年の成長率見通しを下方修正したほか、融資プログラムに組み込まれた銀行支援策での財政負担の増加を踏まえ、財政赤字の対GDP比率を3%以下にするとの目標達成年を政府計画の2014年から1年先延ばしし、2015年までとしている。また、財政支援を受けることに伴い、ギリシャ支援パッケージへの残りの拠出は免除される。

銀行再建策は政府のこれまでの方針を強化する形で行なわれ、銀行の資本基盤を国際的に厳格な基準に強化し、銀行の市場での資金調達への復帰を支援すると同時に、銀行のリストラ・再編を促し、経済規模と比べて大きすぎる銀行セクターの縮小を計画する。具体的には、①先にアイルランド中銀が試算した資本不足額に基づき、銀行セクターに対して100億ユーロの追加資本注入を即時に行なうことで、コアTier1比率を最低12%に引き上げる、②中銀による新たな資産査定に基づき、2011年上期中に追加の資本注入を行なう、③これまでの資本過不足の査定に加えて、新たに銀行の流動性(資金繰り)の査定を行なう、④銀行の非中核資産の売却に対して政府が資本支援、アイルランド銀行とアライド・アイリッシュ銀行の大手2行からの不良債権の買取を2011年1-3月期末まで延長、不良債権の開示、アングロ・アイリッシュ銀行と

アイリッシュ・ネーションワイド住宅金融組合のリストラを速やかに終える、などを通じて銀行のダウンサイジングを強化、⑤2011年末までにクレジット・ユニオン（消費者信用）に対する規制強化と資本安定を強化するなど。また、銀行の優先債保有者に救済コストの一部負担を求める案は、債務再編を巡る市場の緊張感を高めかねないことから、導入が見送られた。

## ■ 2013年6月以降の財政危機国の民間投資家負担はケース・バイ・ケースで判断

アイルランド政府に最長7年半の金融支援が実施されることが決定されたことに伴い、ギリシャに対する既存の支援パッケージも当初の3年から7年半程度に延長する方針が発表された。当社では来年中にもギリシャの追加支援もしくは債務再編が不可欠であると警笛を発してきたが、債務再編を巡って市場が神経質になるなか、EUは支払期限の延長で時間稼ぎをする道を選んだことになる。だが、返済期限をひとまず延長したところで、2013年以降に導入される新たな危機対応メカニズムの下で債務再編が実施される可能性が高い。その際には民間投資家が負担を求められることは容易に想像できる。こうした観測が働く下で、新たにギリシャ国債を購入しようとする投資家は限られるため、ギリシャの市場復帰への道のりは展望できない。

さらに28日の緊急会合では、アイルランド支援策とは別に、2013年以降の恒久的な財政危機克服メカニズム（European Stability Mechanism: ESM）が想定する民間投資家負担の内容についても協議され、その内容の一部が公表された。

ESMの融資実施は、現在の時限措置同様に、経済・財政改革プログラムの履行を条件に、ユーロ加盟国の経済財務担当大臣の全会一致で決定される。欧州委員会とIMFは支援対象国の債務の持続性を検証。支払い能力があると判断された場合、民間投資家は国際的なルールに基づき、当該国に対するエクスポージャーを維持することが奨励される。支払い不能と判定された場合には、債務の持続性を回復するため、当該国は民間投資家と包括的な債務再編プランを協議する。合意に達した再編策が債務の持続性を確保すると看做される場合、ESMが資金支援を行なう。

こうした債務再編交渉を可能にするため、現在の時限的な金融安定化メカニズムが終了する2013年6月以降は、ユーロ加盟国政府が新たに発行する全ての国債に「集団行動条項（Collective Action Clauses: CAC）」が盛り込まれる。これにより債務者が支払い不能に陥った際には、債権者の特定多数決の議決があれば、法的拘束力のある支払い条件の変更（支払い停止、返済期限の延長、利払い減免、元本のヘアカットなど）が可能となる。

新たな危機対応メカニズムでは民間投資家の債務再編への関与は「ケース・バイ・ケース」で判断されるとされ、ドイツ政府が当初主張していた民間投資家に対して自動的な債務再編のコスト負担を求める方針は見送られた。アイルランドの救済合意後も金融市場で財政不安が収まらず、ポルトガルやスペインなどの国債利回りの上昇が続くなか、強硬姿勢一点張りであったドイツ政府も一定の譲歩を余儀なくされた。但し、「ケース・バイ・ケース」の具体的な判断基準については必ずしも明らかでないうえ、債務の弁済順位はIMF→ESM→民間投資家の順とされ、債務リストラが行なわれる際には真っ先に民間投資家のヘアカットが行なわれることに代わりはない。今回の妥協案が投資家の不安心理を解消する起爆剤となる可能性は低い。加えて、アイルランドの政局動向など先行きの不透明要素も多いため、今回の一連の発表後も財政不安が早期に沈静化することは望み薄であろう。

以上