

ギリシャの債務再編の可能性は？

発表日：2011年4月19日（火）

～問題は債務再編の有無ではなく、いつ行なわれるか～

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

- ◇ ポルトガルの救済要請が固まったことで、市場の関心はギリシャの債務再編の可能性に移っている。2012年にも訪れる資金繰り危機を回避するため、ギリシャ政府は追加の資金支援要請や債務再編の可能性などを検討し始めており、水面下での交渉が始まっている模様。
- ◇ ギリシャの公的債務残高は2012年をピークに減少に転じる計画だが、利払い負担の上振れなどから、その実現は疑わしい。債務発散の蓋然性が高まったことを受け、もはや市場の疑問は債務再編の有無ではなく、債務再編がいつ、こういった形で行なわれるのか。
- ◇ ギリシャ政府は2012年初には再び資金繰り危機に直面する。資金不足を穴埋めするためには、追加の資金支援を要請するか、債務再編に踏み出す以外にない。だが、財政支援にはユーロ圏各国の全会一致の賛成が必要。各国の政治事情に鑑みれば、ギリシャへの追加支援のハードルは高い。追加資金支援の道を閉ざされた場合、ギリシャは年末までの間に早くも債務再編に追い込まれることになる。
- ◇ ヘアカットを伴う早期の債務再編は、ECBの保有国債やユーロ圏各国による支援融資の焦げ付き、他国への危機波及懸念の再燃につながりかねない。年末までに追加資金支援もしくは債務繰り延べで問題を先送りし、2013年7月以降の恒久的な財政救済メカニズムの下で改めて債務再編を実施する展開を予想する。但し、債務再編を求める市場の督促に抵抗し続けることが出来るかは予断を許さない。先送り策で決着する場合も、各国間の不況和音などが嫌気され、金融市場の動揺が続く恐れがある。

■ 2013年を待たずに始まったギリシャの債務再編観測

ドイツのショイブレ財務相の14日のインタビュー記事をきっかけに市場に広がったギリシャの債務再編観測は、その後のアイルランドの国債格下げ、フィンランドの総選挙でポルトガル救済やEFSFの融資機能拡充に暗雲が立ち込めたこと、ギリシャ政府がユーロ圏各国政府やIMFに対して債務の返済繰り延べを求めたとの報道も加わり、終息の兆しが見られない。ギリシャ政府は15日、2011-15年の5年間で総額760億ユーロの財政緊縮策・国有資産の売却計画を発表したが、市場の信頼を回復するには至っていない。昨年前半にかけてのギリシャ危機時と異なり、ECBの追加利上げ期待がユーロ相場の下支え要因となっているものの、ギリシャのCDSスプレッドや国債利回りはユーロ発足以来の最高水準を更新するなど、市場の動揺が続いている。

ギリシャの債務の持続可能性を巡る市場の不信感は今に始まったことではない。昨年5月にEUとIMFの救済下に入った後も国債利回りの高止まりが続き、市場では何れ債務再編が避けられないとの見方が

燦り続けてきた。ここにきて俄かにギリシャの債務再編の可能性が市場で取り沙汰されている背景には、①後述する通り、2012年初頭に訪れる資金ショート危機を回避するためには、水面下での交渉をそろそろ開始する必要がある、そうした議論が実際に始まっていること、②ポルトガルの救済要請で支援対象国がどこまで拡大するかといったテーマが一巡し、次のテーマとして債務再編に注目が集まったこと、があるのではないだろうか。

先月末のストレステスト公表後に国債利回りが低下に転じたアイルランドや、政府の財政再建の取り組みや貯蓄銀行の資本強化策が好感されて危機波及懸念が薄れつつあったスペインでも、CDSスプレッドや国債利回りに再び上昇圧力が及び始めている。一方、逃避資金の流入で国債利回りが低下したドイツやフランスなどユーロ圏内の中核国でも、ギリシャの債務再編観測の台頭を機にCDSスプレッドが上昇に転じている。ポルトガルの救済要請で一旦は下火となった危機波及懸念が再び蒸し返されつつある。

■ 追加資金支援の道が閉ざされた場合、年内中の債務再編の可能性もある

では、ギリシャの債務再編の可能性をどう見るべきか。ギリシャ政府は債務再編の可能性を表向きは否定するが、債務の持続可能性、各国の政治事情の両面から、厳しい状況に置かれていることは間違いない。債務の持続可能性について、議論の手掛かりとなるのがIMFがギリシャ支援に際して作成する評価レポートだ。昨年5月にまとめた3年間で総額1,100億ユーロのギリシャ支援パッケージは、四半期毎にギリシャ政府の財政再建や構造改革への取り組みを評価し、その履行状況に応じて約束した融資（トランシェ）を提供するかが決定される。第3回目となる本年3月央の融資実行に際しての評価レポートによれば、ギリシャの公的債務残高の名目GDP比率は2012年の159%をピークに減少に転じる見通しだ（図表1）。こうした計画が実現するためには、①プライマリーバランスが2012年以降に黒字化する、②新規負債の平均調達金利が5～6%台で推移する、③2012年以降の成長率がプラス圏に復帰する、ことが前提となる。足許の経済・金融状況から判断して、その実現は極めて困難と言わざるを得ない。

（図表1） IMFによるギリシャの公的債務残高の持続可能性の試算

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
公的債務残高のGDP比率	110	127	143	153	159	158	154	151
プライマリーバランス	-4.5	-10.1	-3.2	-0.9	1.0	3.5	6.0	6.3
実質GDP成長率	1.2	-2.3	-4.2	-3.0	1.1	2.1	2.1	2.7
新規の平均調達金利	—	—	4.5	5.0	5.6	6.3	6.5	6.7

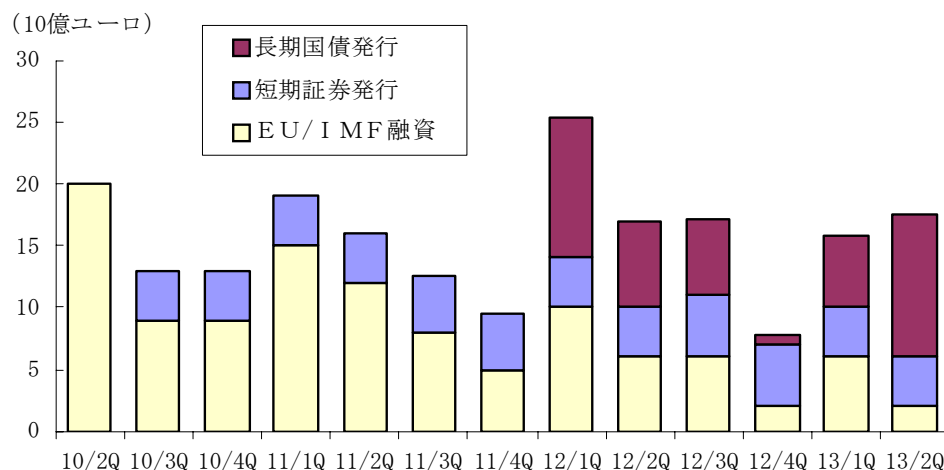
出所：IMF

こうした債務の持続可能性を検証するまでもなく、ギリシャ政府は2012年初頭にも再び資金繰り危機に直面する可能性が高い。ギリシャ支援パッケージは3年間の必要資金の全額を融資するのではなく、一部についてはギリシャ政府が資本市場から自力で調達することを前提に作られている。支援下に入った直後から政府短期証券の発行には成功しているが、2012年初頭には長期債の発行を計画している（図表2）。だが、足許の国債の金利水準をみれば、2012年中の調達市場への復帰は絶望的なことは明らかだ。ギリシャ政府は資金不足を穴埋めするために、追加の資金支援を要請するか、債務再編に踏み出す以外にない。

ギリシャの財務相も債務再編の可能性を否定したうえで、追加の資金支援要請の可能性に言及し始めた。だが、ギリシャへの追加資金支援が実現するまでのハードルも高い。資金支援にはユーロ圏の各国政府の全会一致の賛成が必要となるが、昨年5月のギリシャ支援パッケージへの参加を見送ったスロバキア、総

選挙で財政支援に否定的な政党が大躍進したフィンランド以外にも、ドイツやオランダなど複数の国が反対する恐れがある。追加資金支援の道を閉ざされた場合、ギリシャは年末までの間に早くも債務再編に追い込まれることになる。

(図表2) ギリシャの資金調達計画



出所：ギリシャ財務省、IMF

■ 追加資金支援や債務繰り延べによる問題先送りがメインシナリオ

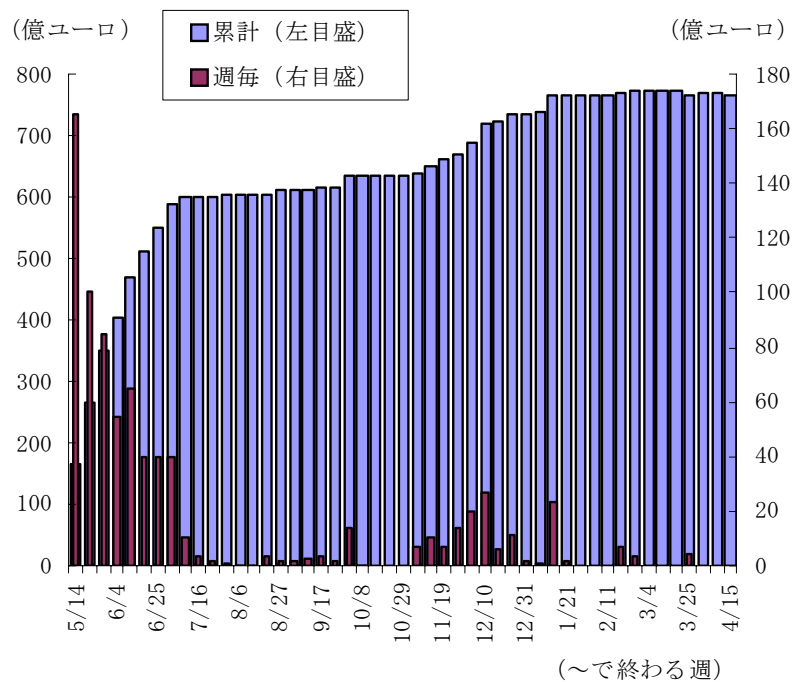
ただ、早期の債務再編にはギリシャ国債を大量に保有するECBからの反発も予想される。ECBは市場安定化策の一環でギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債を合わせて760億ユーロ程度保有している(図表3)。保有国債の内訳は公表されていないが、相当額を制度発足直後の昨年5～6月にかけて購入。足許の国債利回りは当時と比べて一段と上昇(価格は下落)しており、現時点でヘアカットを伴う債務再編が行なわれれば、ECBの資産が傷つくことになりかねないからだ。

また、ユーロ圏各国にとっても、現時点でギリシャの債務再編が行なわれれば、ギリシャ支援で抛出した二国間融資が焦げ付くことになりかねないほか、金融市場の動揺を通じて他国への財政危機の波及懸念が再燃する恐れが出てくる。したがって、追加資金支援に対する国内世論の動向と、金融市場の反応を見極めながら、少なくともヘアカットを伴う債務再編を避け、追加資金支援もしくは債務の繰り延べによって問題の先送りをする可能性が高いのではないだろうか。債務減免などのより抜本的な債務リストラは、ユーロ圏の財政支援が他の国債保有者に対して優先弁済権を持ち、集団行動条項の下で債務再編が容易になる2013年7月以降の恒久的な財政救済メカニズムの下で実施することになると予想する。

但し、ギリシャの債務再編を求める市場の督促に抵抗し続けることが出来るかは予断を許さない。また、追加支援や債務繰り延べなどの延命措置で決着する場合も、最終決着に至るまでの各国間の不況和音などが嫌気され、昨年5月のギリシャ救済に至るまでの混乱と同様に、金融市場の動揺が続く恐れがある。

なお、ギリシャの債務再編が行われた場合の損失発生先は、債務再編の時期、方法、優先弁済権の有無によって異なってくる。市中で流通しているギリシャ国債の保有主体に関する情報は、2005～10年の平均という形でしか発表されておらず(図表4)、ギリシャ財政危機の発生以降の変化は明らかでない。

(図表3) 証券市場プログラムによるECBの国債購入額



出所：European Central Bank

(図表4) ギリシャ国債の保有シェア
(2005-10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	5
その他	5
スカンジナビア諸国	4
米国	3
アジア	3
スペイン・ポルトガル	2
【主体別】	
銀行・信託	43
ファンド・マネージャー	22
保険・年金ファンド	15
アセット・マネジメント	8
中央銀行・政府	5
ヘッジ・ファンド	4
その他	4

出所：Hellenic Public Debt Management Agency

以上