

民間投資家の関与を求める新たなギリシャ支援策を検討

発表日：2011年6月6日(月)

～時間稼ぎの間に構造転換を図れるかは疑わしい～

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

- ◇ EUやIMFの合同調査団は、ギリシャ政府が約束する追加の財政緊縮策・民営化加速などで近く政治合意が達成されれば、昨年5月に開始したギリシャ支援パッケージの第5回目の融資が7月初旬にかけて実行に移されることになることと報告。
- ◇ 政府の追加緊縮策に関する与野党間の協議は決裂し、野党は議会の早期解散を求めている。また、連日数万人規模のデモが繰り広げられており、抗議行動は先鋭化。与党は議会で過半数を超える議席を獲得しており、野党勢の合意が得られない場合も追加策の議会通過に障害はない。だが、厳しい緊縮措置と景気低迷に国民の不満は高まっており、政治基盤は必ずしも磐石とは言い切れない。
- ◇ 調査団の報告結果を受けて、EUとIMFはギリシャへの追加資金支援の実施と、民間債権者の自発的な関与を求める新たな支援策の構築に動き出している。議論の余地が残るのは、借り換え債の購入といった民間投資家の関与が、格付け会社が警告する格付け定義上のデフォルトに該当するか。また、借り換え債の半強制的な購入義務付けも、ギリシャの中期的な債務返済能力を高めることにはつながらない可能性がある。であれば、今回の追加策も問題先送りを繰り返しているに過ぎない

■ 政府が約束する追加財政緊縮・民営化策で政治合意が達成できれば追加融資にゴーサイン

欧州委員会、ECB、IMFの合同調査団は3日、昨年5月に開始した3年間で総額1,100億ユーロのギリシャ向け支援パッケージの第5回目となる融資の実行の是非を判断する審査結果を公表した。公表文書によれば、①プログラムを開始してからの1年間で財政健全化は目覚ましく進展したものの、財政赤字をさらに削減し、持続的な経済成長を実現するためには、一段の財政・構造改革が必要であるとし、②ギリシャ政府が約束する財政赤字の追加削減策、国有企業の民営化加速、構造改革の実行・監視強化などで今後数週間以内に政治的な合意が達成されれば、7月初旬にかけて約120億ユーロ相当の第5段融資が実行に移されることになる、と結論づけている。

公表された声明によれば、2010年のマクロ経済環境はプログラムが想定していたよりも幾分厳しかったものの、輸出環境の大幅な持ち直しなど、足元では明るい兆しも見られる。単位労働コストは一段の低下が見込まれ、輸出環境の改善を後押ししよう。年末年始にかけて景気は安定化に向かうと予想している。

財政再建については、さらなる持続的な赤字削減には包括的な財政構造改革が必要。ギリシャ政府は2011年ならびに中期的な財政計画を達成するための大胆な財政戦略を約束。具体的には、公務員の大幅な削減、公的機関の整理・再編、社会保障給付の合理化、税控除の削減・廃止、固定資産税の引き上げ、脱税・租税回避の防止強化などを通じて、今年中に64億ユーロ規模の歳出削減、2015年までにさらに220億ユ

一〇の追加の緊縮措置を計画している。政府はさらに民営化計画の大幅な加速も約束。その一環で専門的かつ独立的に民営化を管理する機関を設立するとしている。2015年末までに500億ユーロの民営化収入を得ることを目的に、民営化の対象資産の包括的なリストを作成した。

金融システムについては、流動性は引き続きタイトだが、潤沢な流動性供給を約束する政策スキームが存在する。銀行部門は本質的には健全性を維持しており、監督当局はさらなる資本強化を促すために所要資本準備の引き上げを求めている。資本強化は自助努力による市場での増資が原則ながら、市場調達が困難な健全行に対しては金融安定基金が準備されている。

構造改革については、行政機関の近代化、医療保険制度の改革、労働市場の機能改革、新規開業の参入障壁の撤廃、輸送・エネルギー分野の自由化などに関する法制化が既に議会を通過ないし審議中。政府はこうした改革努力を継続する。とりわけ今後数ヶ月は、旅行産業の再生や輸出障壁の撤廃など成長の牽引役に重点を置く。構造改革策の実行力を確保するため、IMF、EU加盟国政府、欧州委員会の技術的な支援を受けて導入プロセスの強化を図るとともに、監視メカニズムを導入する。

■ 追加緊縮措置に対する野党や国民の反発が高まっている

事前の報道では、向こう1年間の借り換え保証の提供など、ギリシャの資金ギャップの穴埋め策をEUが提示しない限り、IMFが次回融資の提供に難色を示すとの見方も一部で取り沙汰されていた。だが、今回の調査結果の発表文によれば、政府の約束した総額784億ユーロ相当の追加の財政赤字の削減策と民営化計画の加速で政治合意が実現すれば、6月中に予定されていた次回融資は7月初旬には実行に移されることになる。ただ、この点で気掛かりなのは、政府の追加策に野党が難色を示しており、与野党協議が決裂しているほか、緊縮措置に反対したデモが活発化している点であろう。

ギリシャでは連日数万人規模のデモが繰り広げられており、4日には緊縮措置に抗議した労働組合が財務省を一時占拠するなど、抗議行動は先鋭化している。15日には民営化計画に反対した労働組合によるゼネストが予定されている。野党は首相の早期退陣と議会の解散総選挙の前倒し実施を求めており、スト参加者の間では倒閣を掲げ国民投票を呼び掛ける動きも一部で見られる。EUのレーン委員（経済・通貨担当）は調査団の報告結果を受けた3日の声明で、「ギリシャの全ての政党に対して国内の政争を止め、プログラムの主要な目的と政策を支持することを求める」と繰り返し強調した。

パパンドレウ首相が率いる政権・与党は議会で過半数を超える議席を獲得しており（定数300に対して156議席）、野党勢の合意が得られない場合も追加赤字削減策と民営化加速案の議会通過に障害はないとの見方が優勢だ。ギリシャ政府も3日の声明で、関連法案を数日以内に最終的にまとめ、閣僚の了承を得たうえで議会に提出する方針であることを明らかにしている。ただ、厳しい緊縮措置と景気低迷に国民の不満は高まっており、与党内からも慎重姿勢を求める声が増しに高まりつつあり、政治基盤は必ずしも磐石とは言い切れない。

■ ギリシャへの追加支援パッケージも問題の本質的な解決にはつながらない

欧州各国政府は、合同調査団の報告結果を待って、ギリシャへの追加支援の具体策を検討する方針であることを表明していた。今回の報告結果を受けて、ギリシャへの追加資金支援の実施と、民間の債権者の自発的な関与を求める新たな支援策の構築に動き出している。ユーログループ（ユーロ圏の財務相会合）議長を務めるルクセンブルクのユンケル首相兼財務相は3日、ギリシャのパパンドレウ首相との会談を終え、「ギリシャへの追加金融支援の提供でユーログループが合意すると期待している。支援実施には厳しい条件が付けられることになり、その条件には民間投資家の自発的な関与も含まれる」と発言した。

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。

各種報道が入り乱れているが、新たな支援策では、①600億ユーロ程度の追加の金融支援を提供、支援期間を当初の2013年半ばから1年間延長し、その間の市場での資金調達を穴埋めすること、②2009年の中東欧危機時のウィーン・イニシアティブをモデルに、民間銀行に対してギリシャ向け融資残高を維持することや、ギリシャ国債を保有する民間投資家に対して、国債の保有継続や満期償還を迎える国債の借り換えに応じるように自発的な関与を求めること、などが盛り込まれる模様。23・24日のEU首脳会合での最終合意を目指す。

議論の余地が残るのは、借り換え債の購入といった民間投資家の関与が、格付け会社が警告する選択的債務不履行(Selective Default:SD)に該当するかどうか。自発的な借り換え債の購入は、満期償還を迎える国債と同額の借り換え債を投資家が購入することを意味し、既存の国債の条件変更に対応する償還期限の延長(リプロファイリング)とは本質的に異なるとも考えられる。だが、リプロファイリングの場合も条件を変更して新たに発行される国債を既存国債との間で交換することを通じて行なわれ、両者の間に実際上の差異はない。仮に借り換え債の自発的な購入が格付けの定義上はデフォルトに該当するとされた場合、ECBが資金供給オペの担保としてギリシャ国債の受け入れを拒否する可能性もあり、ECBの流動性供給に資金繰りを依存するギリシャの国内銀行に深刻な影響を及ぼす恐れが出てくる。

また、民間関与の詳細な設計は今のところ明らかにされていないほか、どれだけの債権者が自発的な関与に応じるかも定かでない。民間関与の仕組みと参加範囲次第では必要となる追加支援規模が変わってくる。したがって、追加支援策がギリシャの当面の資金繰り難の回避や中期的な債務返済能力に与える影響の評価は、追加支援パッケージの詳細が明らかになってからでないと難しい。問題は借り換え債の半強制的な購入義務付けも、ギリシャの中期的な債務返済能力を高めることにはつながらない可能性があることだ。これらは基本的には資金繰り難を穴埋めする施策であり、債務の返済負担の軽減は、債務再編を通じて公債残高そのものを引き下げるか、利払い負担を大幅に減免するか、経済成長率を大幅に高める以外にはない。時間稼ぎの間にギリシャが構造転換に成功し、プライマリーバランスの黒字化に成功するかは極めて不透明と言わざるを得ない。であれば、今回の追加策も問題先送りを繰り返しているに過ぎない。

以上