

ギリシャ支援での民間投資家の負担拡大

発表日：2011年10月19日(水)

～首脳会議での決着は持ち越し、ギリシャの国内銀行への影響が懸念～

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

- ◇ 二次支援パッケージに盛り込まれたギリシャ国債を保有する民間投資家の債務交換・借り換え、国債の買い戻しは、ギリシャの公的債務残高の名目GDP比率を18%程度引き下げる効果がある。160～170%に達するギリシャの債務残高の大きさを考えると、支払い能力を回復するうえで力不足の感は否めない。ロス率を当初案の21%から40～60%に引き上げれば、債務残高の削減効果はGDP比の3～4割に拡大する。債務の持続可能性を高める観点からは一定の効果が期待できそうだ。
- ◇ 問題はロス率を引き上げれば金融機関の損失拡大につながることだ。金融機関に救済参加で圧力をかければ、強制参加と受け止められ、CDSのクレジットイベントに該当する恐れも出てくる。十分な自主的参加が見込めない場合、ギリシャ政府に改めて追加の財政緊縮策を求めるか、EUとIMFによる融資分の増額が必要となる。政策当局と金融機関との間のせめぎ合いが23日の首脳会議までに決着している可能性は低い。ギリシャ国債の多くを保有するのはギリシャの国内銀行だ。ロス率引き上げで損失が拡大すれば一部銀行の救済が必要になることも懸念される。ギリシャの債務負担を軽減する等の債務交換・借り換え策は、銀行の救済負担の増加を通じて、かえってギリシャの債務状況を悪化させる恐れもある。

■ ロス率引き上げはギリシャの債務負担軽減に一定の効果

23日の欧州首脳会議では、ギリシャの二次支援を巡る民間投資家の負担拡大についても何らかの決定が行なわれる見通しだ。二次支援プログラムを策定した年央と比べて、ギリシャの経済情勢は一段と悪化。民営化計画や構造改革の遅れはトロイカの調査団も認めるところで、政府の財政資金の不足額が拡大していることは間違いない。度重なる財政再建計画の逸脱に、ギリシャの債務負担を軽減し、支払い能力を確保すべきとの声も挙がっている。二次支援の見直しが必要となったことを機に、金融機関に甘過ぎるとの批判があった民間投資家の負担額を引き上げる方向で検討が進められている。負担拡大と同時に銀行の資本増強策を打ち出すことで、銀行の信用不安を一気に払拭する狙いもある。

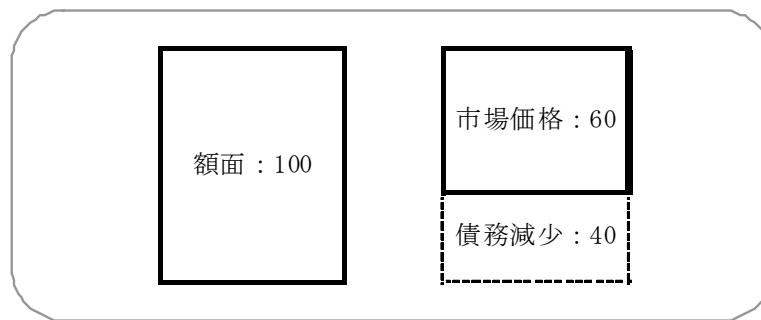
当初案を改めて確認しておく、ギリシャ国債を保有する民間投資家に対して、割引現在価値で21%減価する4種類の国債との交換や借り換えを求めている(図表1)。交換・借り換え後の国債には、ギリシャ政府が全額もしくは部分的な保証を提供する。保証の裏付けとなるトリプルAの債券の購入に、二次支援パッケージの一部を充てる計画だ。対象となるのは2011～2020年間に満期を迎える国債のうち、民間投資家が保有するもの。90%の参加率を想定した場合、ギリシャの公的債務残高の名目GDP比率を12.3%引き下げる効果が期待できる。二次支援プログラムでは、ギリシャ国債を額面の61.43%の価格で買い戻すことも検討されており、これによる債務削減効果は5.5%(図表2)。両者を合わせると、ギリシャの債務残高を17.8%程度引き下げることになる(図表3)。

(図表1) ギリシャ国債を保有する民間投資家の自発的な債務交換・借換

	保有国債の交換・借換方法	利回り	元本保証
①	保有国債を額面と等価の30年債と交換	年利4.5%相当	全額保証
②	償還を迎える国債を額面と等価の30年債で借換	年利4.5%相当	全額保証
③	保有国債を額面の80%の30年債と交換	年利6.42%相当	全額保証
④	保有国債を額面の80%の15年債と交換	年利5.9%相当	部分保証

注：90%の参加率、各スキームに1/4ずつ参加した場合、
 2011-14年に540億ユーロ、2011-20年に1,350億ユーロが債務交換・借換の対象。
 参加する民間投資家にとっては、既存の国債と比べて割引現在価値が21%減価する。
 出所：欧州銀行監督機構、欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

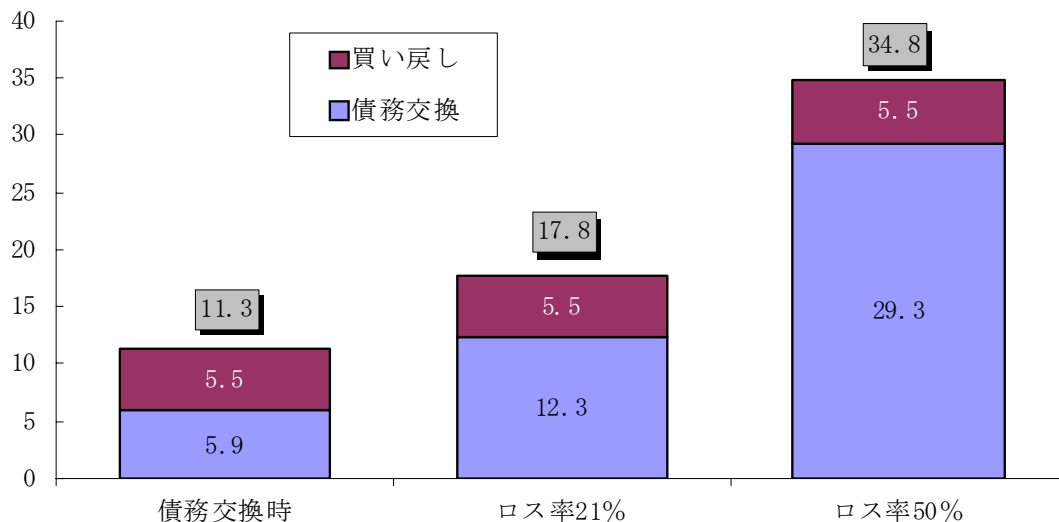
(図表2) 国債買い戻しの概念図



注：200億ユーロを用いて、額面の61.43%で買い戻し
 $200 \div 61.43 \times (100 - 61.43) \approx 126$ 億ユーロの債務削減
 出所：第一生命経済研究所が作成

(図表3) 民間投資家関与・国債買い戻しによるギリシャの債務残高の削減規模

(名目GDP比、%)



注：債務交換への参加率は90%と仮定。国債買い戻しによる利払い負担の軽減分は含めず。
 出所：欧州銀行監督機構、欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が試算

ギリシャの公的債務残高の名目GDP比率は2010年末に143%、2011年末は160~170%程度に膨れ上がる見込みだ。支払い能力を十分に回復させる観点からみて、当初案は力不足の感が否めない。負担拡大はギリシャの財政負担の軽減も視野に入れたものと言える。ロス率の引き上げは、①交換・借り換え後の国債の額面の減額、②クーポンの引き下げ、③償還期限の長期化、④2020年以降に満期を迎える国債にも対象を拡大するなどを通じて行なわれることになろう。ちなみに、当初案通りの90%の参加率を想定すれば、ロス率を40%・50%・60%に引き上げた場合、債務の軽減規模はGDP比で各々23.5%、29.3%、35.2%に拡大する(図表4)。前述の国債買い戻しの効果と合わせれば、債務残高のGDP比率を3~4割程度引き下げることにつながる。債務の持続可能性を高める観点からは一定の効果が期待できそうだ。

(図表4) 民間投資家の債務交換によるギリシャの債務負担の軽減規模(名目GDP比、%)

		債務交換への参加率(%)				
		60	70	80	90	100
NPV ロス率 (%)	21	8.2	9.6	10.9	12.3	13.7
	30	11.7	13.7	15.6	17.6	19.6
	40	15.6	18.2	20.9	23.5	26.1
	50	19.6	22.8	26.1	29.3	32.6
	60	23.5	27.4	31.3	35.2	39.1

注:対象は民間部門が保有する2011-14年に満期を迎える国債。

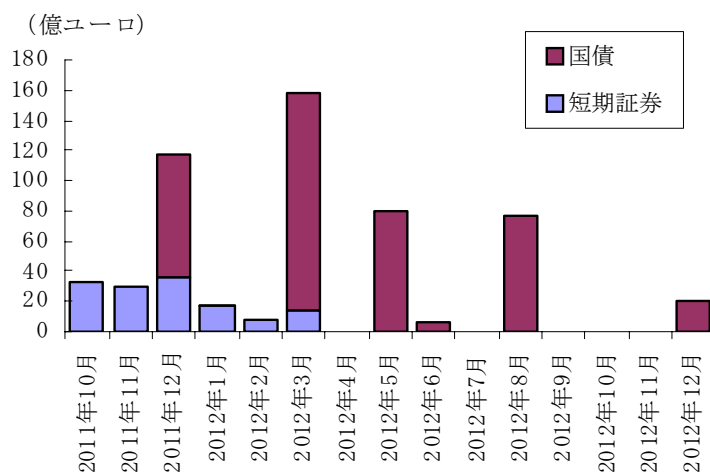
出所:欧州銀行監督機構、欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が試算

■ ギリシャの国内銀行への影響が懸念される

問題はロス率を引き上げれば金融機関の損失拡大につながることだ。銀行の資本増強策で高めの自己資本比率の達成を要求されるのと合わせて、金融機関サイドの不満は根強い。当初案通りの90%の参加率が見込めるかも定かでない。参加率が低くなれば、それだけ財政不足の穴埋め効果も債務軽減効果も小さくなる。こうした政策当局と金融機関との間のせめぎ合いが23日の首脳会議までに決着している可能性は極めて低い。自発的な参加を前提とする以上、当初案と同様に、一定の回答期限を区切って、参加の可否の決断を民間金融機関に対して求めることになろう。首脳会議後も当局と金融機関との意見対立が続く可能性があると見ておくべきであろう。債務交換・借り換えの対象となる国債には、12月中下旬に満期償還を迎える1年債・3年債も含まれる見通しだ(図表5)。民間関与への参加を巡る交渉は11月いっぱい続く可能性があるろう。

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。

(図表5) ギリシャの国債・政府証券の償還日程



出所：ギリシャ財務省

民間サイドの参加率次第では財政不足の穴埋めが十分に出来なくなる恐れがある。水面下で金融機関に救済参加で圧力をかければ、自発的という名の下での強制的な参加と受け止められ、CDSの清算事由（クレジットイベント）に該当すると認定される恐れも出てくる。一方で、金融機関の自主的な参加が十分に見込めず、強制力の行使をしない場合、ギリシャ政府に改めて追加の財政緊縮策を求めるか、EUとIMFによる融資分の増額が必要となる。ギリシャ内外の政治状況を考えれば、いずれにせよ厳しい決断となろう。

もう1つの問題は、ギリシャ国債を保有する民間投資家の多くがギリシャの国内銀行であることだ。ギリシャの国内銀行は、景気的大幅な悪化、預金流出、保有国債の評価損拡大など厳しい経営環境下にあり、ECBの資金供給によって、どうにか食いつないでいる状況にある。そうしたなか、ギリシャ国債のロス率拡大でさらに負担が増加した場合、一部の国内銀行の経営が行き詰まる懸念も否定できない。二次支援パッケージでは、銀行の資本増強費用として200億ユーロを計上済みだが、銀行救済となった場合に必要資金をカバーできるかは定かでない。つまり、ギリシャの債務負担を軽減する筈の債務交換・借り換え策は、銀行の救済負担の増加を通じて、かえってギリシャの債務状況を悪化させる恐れもある訳だ。

以上