

ギリシャのデフォルト回避までの道のり

発表日：2012年1月20日(金)

～この道はいつか来た道～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ ギリシャの自発的な債務交換案を巡る協議が難航している。2020年までに公的債務残高の対GDP比率を120%に削減するとの計画策定後にギリシャの財政状況は一段と悪化。当初計画に軌道復帰させるには、民間金融機関の負担増加、EUとIMFによる支援額の引き上げ、ギリシャ政府による追加の財政緊縮のいずれかが必要となる。
- ◇ 債務交換協議が合意に漕ぎ着けた後も、債務交換案への参加率が想定対比で大きく下触れすることが予想される。残りの財政の穴を、EUとIMFの支援額の積み増しで埋めるのか、ギリシャの追加負担で埋めるのか、負担の押し付け合いが始まる。
- ◇ 最終的にギリシャの二次支援が承認され、追加融資を受け取るのは、3月20日の国債償還の間近になるだろう。足許の金融市場では不安心理がやや後退しているものの、しばらくはギリシャのデフォルト回避に向けた綱渡りの状況にやきもきする日々が続くことになる。

■ ぎりぎりの交渉が続くギリシャの自発的な債務交換協議

昨年10月の欧州首脳会議での明け方にまで及んだ必至の説得で額面50%の債務減免で基本合意したギリシャ国債の自発的な債務交換案は、交換後の国債のクーポンなど細部の条件を巡って、現在もぎりぎりの交渉が続いている。ギリシャが3月20日の145億ユーロの国債償還までに追加の支援融資を受け取り、無秩序なデフォルトを回避するまでに残された時間は少ない。想定されるスケジュールについて改めて整理しておこう(図表1)。

13日の一時中断の後、18日に再開されたギリシャ政府と債権者の代表団との債務再編交渉は、23日のユーログループ会合(ユーロ圏の財務相会合)が始まる前までの決着を目指している。会議では債務交換の最終案を提示し、各国財務相に理解を求めることになる。民間金融機関側の仲介役を努める国際金融協会(IMF)は24日に記者会見を予定する。債務交換の最終案の公表が予想される。債権者である民間金融機関には、一定の期限を区切って債務交換案に参加するか否かの回答が求められる。回答期限はおそらく2週間程度、2月の下旬までに設定されるのではないかと見られる。回答結果を受けて、債務交換案への参加率とギリシャの債務減免額が確定する。そのうえでギリシャの二次支援プログラムの最終的な作成作業に入る。

額面50%の債務減免でギリシャの公的債務残高の対GDP比率を2020年までに120%に削減する計画は、債務再編案に90%以上の債権者が参加することを前提に作られている。計画策定後にギリシャの財政状況は一段と悪化。当初の計画に軌道修正するため、ギリシャ政府やその背後にいるトロイカは民間金融機関に一段の負担増を求めたい意向だが、金融機関側との意見の隔たりは大きい。合意に漕ぎ着けたとしても、参加率は90%超との当初想定を大きく下回ることになるだろう。

十分な自発参加が見込めない場合には、債務再編に法的拘束力を付与する集団行動条項を遡及適用し、強制的な債務交換に切り替えることも検討されている。強制的な債務交換に踏み切れば、ECBが保有するギリシャ国債も債務再編の対象になるほか、国債の損失発生時の保証商品であるCDSの支払い義務の発生事由（クレジットイベント）に該当することになる。これにはECBや米国政府（CDSの売り手には米国の金融機関が多い）からの猛反発が予想される。法の不遡及の原則に反する遡及適用を巡って、法廷闘争に発展する可能性があるほか、なりふり構わぬ姿勢に他の財政不安国の国債も必要とあらば強制的な債務交換が行われかねないとの不安が広がる可能性もある。

（図表 1）ギリシャ支援の関連日程

1月18日	債務交換協議を再開
1月23日	協議締結の目処
1月23日	ユーログループ会合で債務交換案を協議
1月24日	債権者代表 I I F が記者会見を予定
1月30日	欧州首脳会議で債務交換案を協議
2月初旬	債務交換案への回答期限
2月初旬	二次支援策の大枠を固める
2月中旬	ギリシャ議会で関連法案を可決
2月20日	ユーログループ会合で二次支援策を承認
3月1・2日	欧州首脳会議で二次支援策を承認
3月初旬	IMF理事会で二次支援策を承認
3月中旬	ギリシャ政府が追加融資を受け取る
3月20日	145億ユーロの国債償還
4・5月	ギリシャ総選挙

出所：各種報道より第一生命経済研究所が作成

■ 債務交換で合意に漕ぎ着けた後は、支援国とギリシャの間で負担の押し付け合いが始まる

強制的な債務交換を見送った場合、二次支援の財政支援額を引き上げるか、ギリシャ政府が追加の財政緊縮策を通じて自ら財政の穴を埋める必要がある。当初計画では、自発的な債務交換を通じて2012-16年のギリシャの財政資金不足を917億ユーロ穴埋めすると想定されていた（図表 2）。参加率が当初想定90%超から例えば70%程度に低下した場合、単純計算で200億ユーロ程度の資金不足が発生することになる。

ただ、ギリシャ向け追加支援額の更なる引き上げには支援を提供する側の国民の理解を得ることが困難なことは目に見えている。一方で、度重なる追加緊縮措置にギリシャ国民の反発が高まっており、大規模なデモやストが繰り返されている。暫定政権を率いるパパデモス首相自身は選挙で国民から負託された政治家ではなく、政治的なしがらみと無縁だが、議会で法案を通過させるには主要政党の支持が不可欠だ。4月に総選挙を控え、ギリシャの政治家も国民の声をそう易々と無視する訳にはいかない。誰が新たな財政の穴を埋めるかを巡って、負担の押し付け合いが続く結果、いよいよデフォルト寸前というところまで、追加支援が固まることはないだろう。

基本シナリオとしては、最終的にはギリシャが追加の財政措置を採ることを約束（或いはファストトラックで議会で関連法案を通過）し、2月20日のユーログループ会合、3月1・2日の欧州首脳会議で二次支援策が最終的に承認される。3月中旬にはギリシャ政府に追加支援の第1回目の融資が行われ、20日の国債償還を瀬戸際で乗り切るといった展開が予想される。

ECBの大量資金供給による短期金融市場の安定やIMFの財源強化を通じた安全網の強化期待もあり、足許の金融市場では不安心理がやや後退しているものの、しばらくはギリシャのデフォルト回避に向けた綱渡りの状況にやきもきする日々が続くことになろう。

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 2) ギリシャの修正資金計画 (第 6 回目融資の審査時、億ユーロ)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010-16
市場調達	285	162	62	62	62	130	101	864
中長期	193	0	0	0	0	68	39	300
短期	92	162	62	62	62	62	62	564
民営化収入	0	10	59	140	141	50	50	450
その他	9	45	0	0	0	0	0	54
一次支援	315	416	290	50	0	0	0	1,071
拠出済み	315	336	0	0	0	0	0	651
IMF	104	74	0	0	0	0	0	178
EU	211	262	0	0	0	0	0	473
残額	0	80	290	50	0	0	0	420
二次支援	0	0	1,014	237	303	182	124	1,860
債務交換	0	0	241	193	177	182	124	917
追加支援	0	0	773	44	126	0	0	943

出所：国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

以上