

ギリシャ化する国、しない国

発表日：2012年1月30日(月)

～第2のギリシャになることが懸念されるポルトガル～

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

- ◇ ポルトガルは2013年中に資本市場で国債発行の再開を計画している。このまま金利が高止まりすれば、ギリシャと同様に二次支援が必要になる。その際、支援をする側の国民を納得させるため、ポルトガル国債を保有する民間投資家にも負担共有が求められる可能性も否定できない。
- ◇ アイルランドは厳しい財政再建に取り組む一方で、人件費の抑制で競争力の回復に成功し、昨年前半には輸出主導によるプラス成長に復帰した。懸案の銀行問題でも、昨年4月に厳格なストレステストを実施し、銀行の資本強化とデレバレッジで進展が見られる点が、市場の信頼回復につながっている。
- ◇ ポルトガルはこれまでのところEUとIMFから財政再建や構造改革プログラムが概ね計画通りに進んでいるとお墨付きを得ている。だが、赤字削減の一部は、銀行の年金基金を一般政府の年金基金会計に付け替えることで達成。足許で加速する景気悪化が財政改善の足枷となる可能性が高い。

■ ポルトガルの市場復帰は難しく、二次支援や民間投資家関与が必要になる可能性

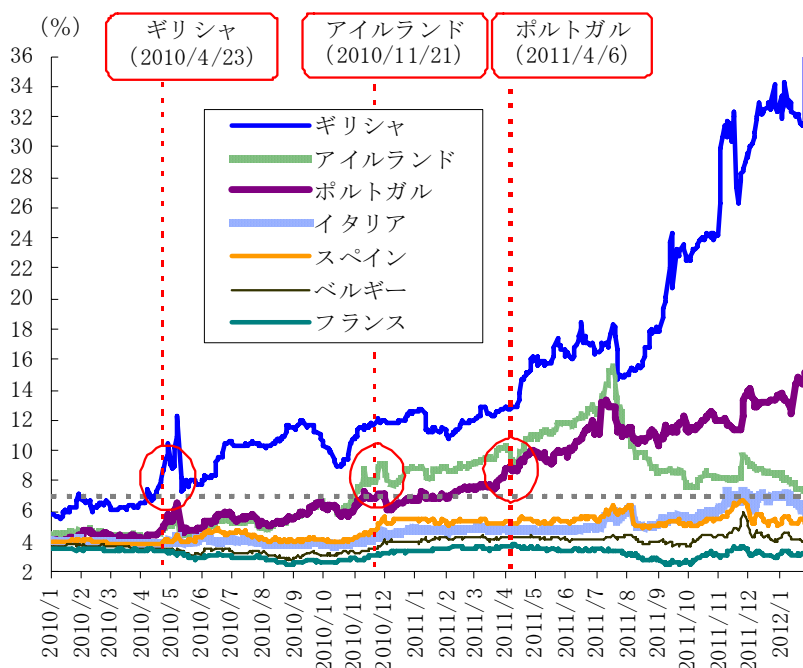
ギリシャ同様にEUとIMFの財政支援下にあるアイルランドとポルトガルの明暗が分かれている。アイルランドの長期国債利回りが昨年7月の15%台をピークに、足許で8%未満に低下してきたのに対し、ポルトガルの国債利回りは足許で15%台に乗せ、史上最高水準を更新し続けている(図表1)。両国ともに2013年中の資本市場での国債発行の再開を目指している(図表2)。アイルランド政府は市場復帰を睨んで早めに対応しており、1月25日には2014年1月償還債の約30%を、2015年2月償還債に交換するスワップ債を発行。市場復帰直後の国債償還によるリスクを軽減することに成功した。一方のポルトガルは市場の信頼回復に失敗した結果、国債利回りが一段と高騰。このまま金利が高止まりが続けば、市場復帰の道が閉ざされることになる。その場合、国債発行で調達しようと当て込んでいた資金の穴埋めが必要となり、ギリシャ同様にポルトガルも二次支援に追い込まれていく。

ギリシャでは現在、自発的な債務交換を巡って交渉が難航している。そもそも、この債務交換案は二次支援を実施するに当たって、支援を提供する側の国民の理解を得る目的があった。ギリシャ国債を保有している民間投資家にも負担を共有して貰うことで、追加の支援額を抑えることが可能になると考えた訳だ。だが、それは思わぬ副作用をもたらすことになる。国債投資家の間で、ギリシャ同様に財政不安を抱える国の国債もいずれ減免されるのではないかとの不信を招き、不安増幅の一因となってきた。しかも、この債務交換案は強制力を伴わない自発的なものであったことから、国債のデフォルト時の保証を提供するCDSの支払い事由(クレジットイベント)に該当しないと判断された。つまり、財政不安国の国債には債務減免を求められるリスクがあるうえ、本来そのリスクをカバーする筈のCDSも保証を提供しなくなった訳だ。これでは投資家が財政不安国の国債購入に及び腰になったとしてもおかしくない。慌てた欧州の

政策当局は「ギリシャは例外的なケースである」と強調した。だが、12月の欧州首脳会議で示された方針によれば、将来の自発的な債務交換への参加が求められるかどうかは、IMFの原則に則りケース・バイ・ケースで判断されるとしている。民間投資家関与の可能性がなくなった訳ではない。

したがって、ポルトガルが二次支援に追い込まれた場合、今回のギリシャと同様に、ポルトガル国債の保有者にも自発的な債務交換が求められる事態も考えられる訳だ。保険金の支払い免責事由の多いリスク資産を保有する誘因はますます薄れ、ポルトガル国債を手放す動きが加速する。足許のポルトガル国債の利回り上昇は、こうした認識が投資家の間に広がっていることを意味する。

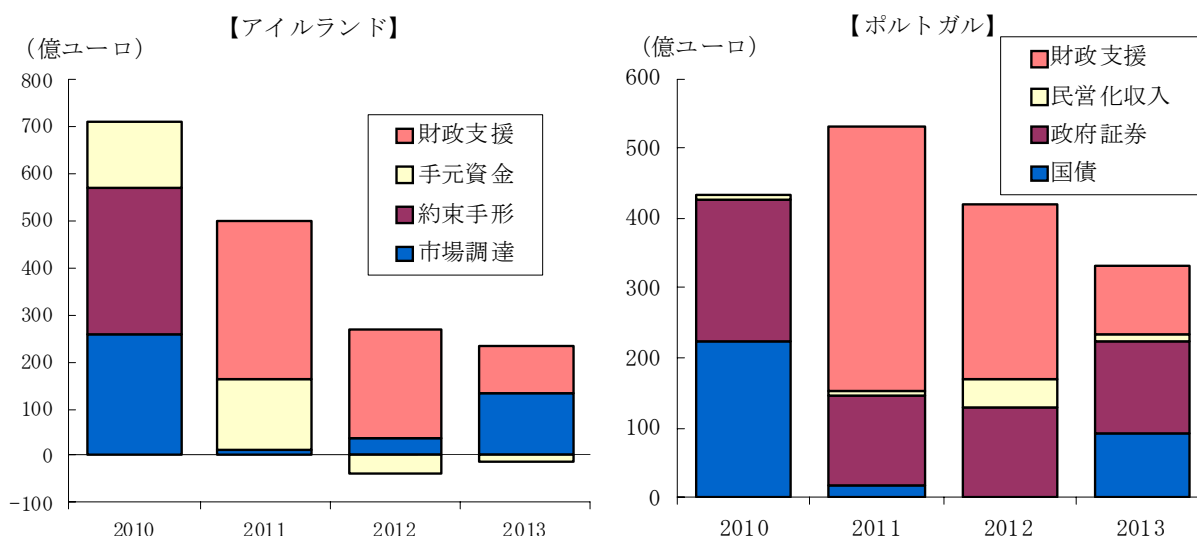
(図表1) ユーロ圏財政不安国の10年物国債利回りの推移



注：日付は支援要請を決断した日。アイルランドは9年債。

出所：Thomson Reuters

(図表2) アイルランドとポルトガルの財政資金計画



注：アイルランドは第5弾融資、ポルトガルは第3弾融資時点。

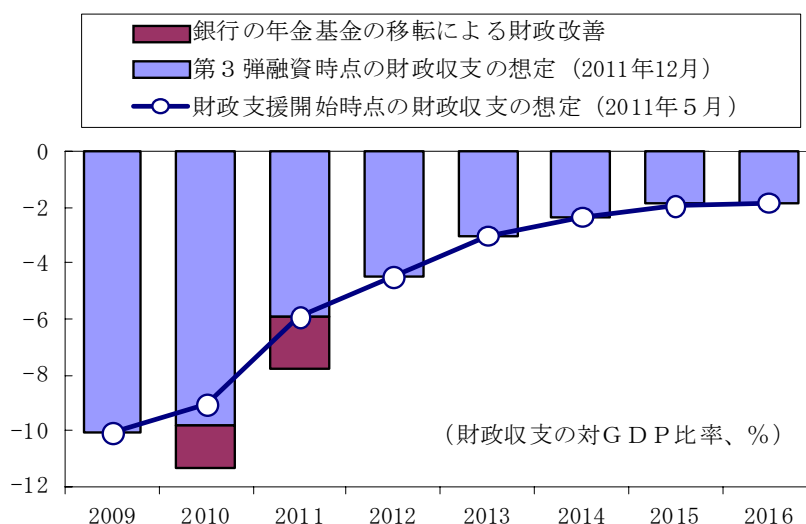
出所：国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

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。

■ 輸出競争力の回復に成功したアイルランド、会計処理で赤字削減を達成したポルトガル

では、アイルランドとポルトガルを隔てたものは何だったのだろうか。両国は昨年11～12月にかけて、EUとIMFからの追加財政支援を受けるための審査に揃って合格しており、アイルランドは第5弾目の融資を、ポルトガルは第3弾目の融資をそれぞれ受け取った。財政支援の継続にあたって度重なる追加措置を求められてきたギリシャと異なり、両国ともにEUやIMFから財政再建や構造改革プログラムが概ね計画通りに進んでいるとの一応のお墨付きを得ている訳だ。両国ともに依然として巨額の財政赤字を垂れ流しているものの、支援開始当初の想定に沿った形での赤字削減が進んでいる点は共通している。ただ、ポルトガルの赤字削減の一部は、銀行の年金基金を一般政府の年金基金会計に付け替えることで達成されたものだ。IMFの審査報告書によれば、こうした会計上の取り扱い自体に違法性はないとのことだが、数字上の赤字削減を取り繕う窮余の策であることに代わりはない。実態としては、ポルトガルの赤字削減は計画通りに進んでいない。こうした一過性の要因によって、ポルトガルの財政赤字の対GDP比率は2010年に1.6%ポイント、2011年に1.9%ポイント過小評価されている（図表3）。

（図表3） IMFによるポルトガルの財政収支見通し



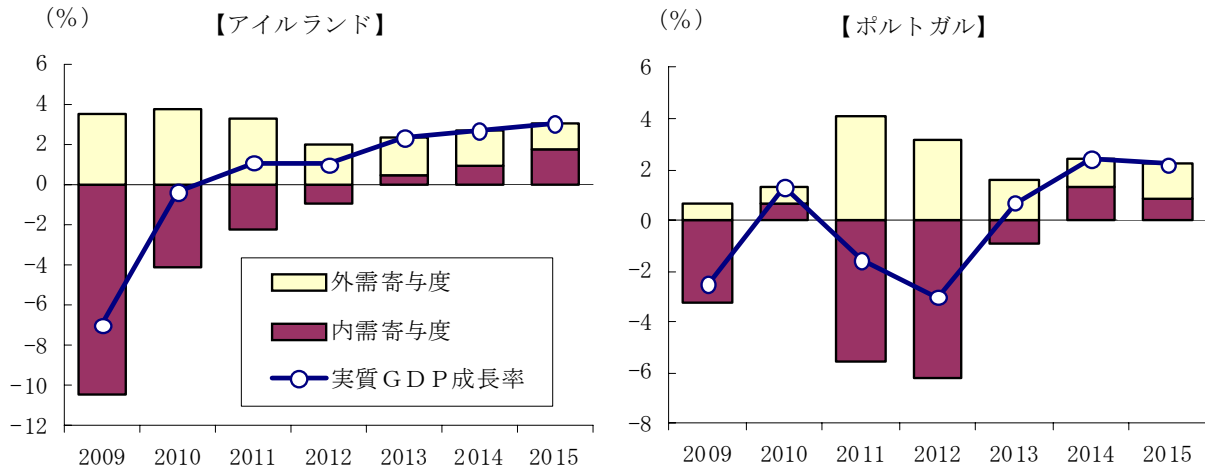
出所：国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

このようにポルトガルは、これまでの財政赤字削減での実績と政府の取り組み姿勢の双方でアイルランドよりも分が悪い。加えて、経済環境悪化への耐性の面でもアイルランドに大きく水をあけられている。アイルランドは厳しい財政再建に取り組む一方で、昨年前半には輸出主導による景気回復を達成。懸案の銀行問題でも、昨年4月にはEU全体の取り組みとは別に厳格なストレステストを実施し、銀行の資本強化とデレバレッジで一定の進展が見られる点が、市場の信頼回復につながっている。足許で景気に減速感が出ているものの、2011年の年間成長率は4年振りのプラス成長を達成した見込みだ（図表4）。輸出回復を牽引したのが、単位労働コストの引き下げによる輸出競争力の回復。ユーロ圏の発足以来、他のユーロ圏諸国よりも高い賃金上昇が続いたことで相対的な競争力を失ってきたが、過去3年の人件費の調整でユーロ発足当初の競争力を回復しつつある（図表5）。主要輸出相手国であるユーロ圏や英国の景気減速の影響は免れないが、こうした輸出競争力の回復に加えて、域外向けにはユーロ安の恩恵を享受、主要輸出品目である医薬品が景気動向に左右されにくいといった利点もあり、今後も輸出の拡大基調を維持でき

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。見通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。

る可能性が高い。一方のポルトガルは過去4四半期連続でマイナス成長が続いており、財政緊縮によるデフレ圧力と銀行の資金調達難による信用状況の悪化が加わり、景気悪化に拍車がかかっている。規制緩和や労働市場改革など構造問題で一定の進展もみられるが、改革の成果が現れるまでには長い時間が掛かる。景気悪化が財政改善の足枷となる可能性が高い。

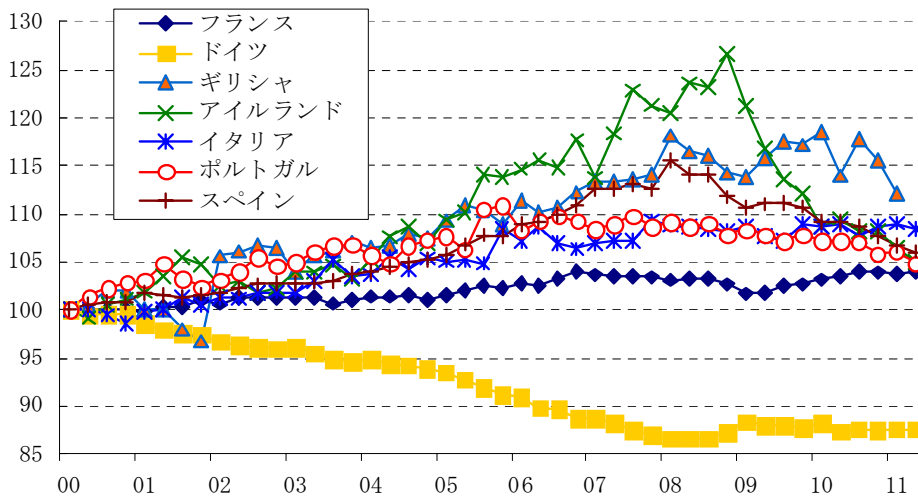
(図表4) IMFによるアイルランド・ポルトガルの経済成長率見通し



注：アイルランドは第5弾融資、ポルトガルは第3弾融資時点。
出所：国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

(図表5) ユーロ圏主要国の単位労働コスト

(ユーロ圏平均との相対比、2000年1-3月期=100)



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

以上