

ギリシャ二次支援策で合意

発表日：2012年2月21日(火)

～3月危機のリスクは後退、二次支援開始後の財政運営には不安が残る～

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

- ◇ 先送りが繰り返されてきたギリシャの二次支援策は時間切れ間近で決着した。今後3年間のEUとIMFの支援総額は1,300億ユーロで据え置かれた一方、①ギリシャ国債を保有する民間債権者に対して、当初の想定を上回る額面53.5%の借金棒引きを要求、②ECBと傘下中銀がギリシャ国債保有から生じる利益を放棄すること、③一次支援の融資金利を遡及的に引き下げることで官民が痛み分け。
- ◇ 支援が合意に至ったことで、ギリシャが3月の国債償還を乗り切れず、無秩序なデフォルトに陥るリスクは大きく後退した。残された課題は、①2月末に予定されるフィンランド、ドイツ、オランダの議会承認で二次支援策が可決されるか、②自発的な債務交換案に民間債権者の十分な参加が集まるか。前者は特にオランダの政治情勢に注意が必要。後者は十分な参加率を確保できなかった場合も、強制的な債務交換に切り替える方向で外堀が埋まりつつある。
- ◇ 自発的な債務交換に応じない一部の債権者やECBの保有する国債を除けば、ギリシャ政府は今後30年間は国債の償還義務から解放されることになる。これまでは大型の国債償還が近づく度に債務の返済能力が疑われてきたが、今後は国債償還に気を揉む必要性が低下しよう。
- ◇ 二次支援開始後の財政運営には不安が付きまとう。4月末にも予定される総選挙で次期首相への就任が有力視されるNDのサマラス党首は、これまでも支援プログラムの一部見直しを求める発言を繰り返してきた。書面での改革実行を約束したとは言え、約束を反故にする恐れもある。二大政党への批判票を集めることで、支援プログラムに批判的な少数政党が総選挙で躍進する可能性もある。
- ◇ 合意された支援プログラムでは、民営化収入やプライマリーバランスの黒字転換時期などの想定が、より現実的なものに修正された模様だ。だが、景気の後退圧力が一段と強まることで、財政赤字の削減計画に狂いが生じることや、国民の反発が一層強まることが引き続きの懸念材料となる。
- ◇ 度重なる計画逸脱にもかかわらず、ギリシャがこれまで追加支援を受けてこられたのは、連鎖の不安が拭い去れなかったからだ。危機の波及懸念が薄らぐなか、ギリシャの無秩序なデフォルトやユーロ圏からの離脱シナリオもタブー視されなくなってきた。二次支援プログラムの実行に失敗すれば、融資打ち切りとユーロ圏からの離脱を余儀なくされる公算が大きい。支援合意で目先のデフォルト危機を回避できる可能性が高まったが、ギリシャにとって本当の戦いはこれからだ。

■ 官民痛み分けで薄氷の合意、3月のデフォルト危機回避に向けた大きなハードルをクリア

20日のユーロ圏の財務相会合（ユーログループ会合）では、翌日未明にまで及んだ交渉の末、ギリシャ向け二次支援策の実施で薄氷の合意に漕ぎ着けた。EUとIMFがギリシャ政府に求めた3条件（①議会で支援プログラムの新たな覚書を可決、②残された3億2,500万ユーロの財政赤字の削減方法を特定、③連立政権を支える主要政党の党首が総選挙後も改革プログラムの履行を約束する誓約書を提出）は決着済み。交渉が長引いたのは、ギリシャの公的債務残高の対GDP比率を2020年までに120%近くに低下させ、2014年までの財政資金の不足額を穴埋めするために必要な施策を巡って、民間債権者にさらなる負担拡大を求める説得が難航したためと見られる。EUとIMFの支援総額は1,300億ユーロで据え置かれた一方、交換後の国債の額面の減免率は当初の50%から53.5%に引き上げられた。

15日の臨時電話会合でトロイカの調査団から示されたギリシャの政府債務の持続可能性の検証結果は、2020年の公的債務残高の対GDP比率が129%にしか低下しないものであったと伝えられる。これを当初計画の120%にいかにか引き下げるかが週末を通じて議論されてきたが、①交換後のギリシャ国債の額面の減免率を当初の50%から53.5%に変更し、自発的な債務交換案での民間債権者のNPVロス率を70%超から一段と引き上げる、②ECBが証券市場プログラム（SMP）を通じて購入したギリシャ国債を満期まで保有した場合に得られる利益を放棄して、傘下のユーロ圏各国中銀（NCB）に利益を分配し、さらにNCBのギリシャ国債保有から得られる利益をユーロ圏の各国政府に分配する、③ギリシャ国債をポートフォリオに保有するNCBが所在する政府は、2020年までに生じるギリシャ国債保有の将来利益と同額をギリシャ政府に分配する、④一次支援プログラムに参加したユーロ圏各国はギリシャ向けの融資金利を逡及的に引き下げる（融資金利の基準となる3年物スワップ金利への上乗せ幅を従来の3年未満で+200bps・3年超で+300bpsから、全期間を通じて+150bpsに変更する）ことを通じて、2020年時点の公的債務残高のGDP比率を120.5%まで引き下げることで決着した。当初計画された120%に引き下げることは出来なかったが、ギャップが十分に縮まったことで二次支援パッケージの合意見送りによる市場の混乱回避を優先した。ギリシャ政府、EU/IMF、ECB/傘下中銀、民間債権者が負担を分かち合う格好となった。

二次支援プログラムの規模は2014年までの3年間で1,300億ユーロと、2010年5月に開始した一次支援プログラムの1,100億ユーロを上回る。使途の内訳は、①自発的な債務交換に参加する民間債権者に提供するEFSF債の買い取り費用、②銀行システムの建て直し費用、③ギリシャ政府による国債の買い戻し資金、④国債の利払い費、⑤その他の財政資金の不足額とみられる。一時支援プログラムの未払い額（300~400億ユーロ程度）を加えた全体の支援規模は1,700億ユーロ程度に達する模様だ。

これまでギリシャ政府が財政支援と引き換えに約束した財政再建・構造改革の履行を怠ってきた事情に鑑み、新たなプログラムでは支援融資の回収可能性やプログラムの監視を強化する仕組みが盛り込まれた。ギリシャ政府は、支援した財政資金が政府の歳出増に充当されることを防ぎ、債権者への債務返済に優先的に充てられることを確保するため、元本返済や利払い資金をエスクロー勘定と呼ばれる特別口座で管理することを約束した。2ヶ月以内に必要な法的手続きをとり、債務返済を優先することを憲法規定に明文化する。また、ギリシャ政府の歳出や構造改革の実行を監視したり、技術的な支援を提供するタスクフォースをギリシャ国内に常駐させることで合意した。

なお、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対するこれまでの支援プログラムでは、IMFが全体の3分の1に相当する資金を提供してきた。今回のギリシャ向け二次支援プログラムでは、IMFの支援額は全体の10分の1程度にとどまると言われている。欧州債務危機に関連してIMFが拠出してきた金額は、過去のIMFの救済プログラムと比べて桁外れに大きい。今回IMFの支援負担割合が縮小したのは、債務危機克服での欧州自身による一段の貢献を求める米国や新興国政府の意向を反映したものと見られる。

■ 十分な参加率が確保できない場合の代替案、強制的な債務交換に向けた準備が進む

二次支援パッケージが合意に達したことで、民間債権者の代表団である国際金融協会（I I F）との間の自発的な債務交換案に関する協議も事実上終了した。ギリシャ政府は22日にも個別の債権者に対して正式な債務交換案を提案すると見られる。おそらく2週間程度の回答期限が設定され、3月上旬には債務交換への参加率が確定、3月8～11日頃に実際の債務交換を実施されるスケジュールが有力だ。十分な参加率を確保できなかった場合の代替プランも、強制的な債務交換に切り替えることで外堀が埋まりつつある。

ギリシャ政府が国内法で発行された同国債に集団行動条項（C A C条項）を遡及適用する法案を21日にも議会に提出すると複数のメディアが伝えている。これに先駆けてE C Bは既に先週末、証券市場プログラム（S M P）を通じて購入したギリシャ国債を、クーポンや額面が既存の国債と全く同じだが、集団行動条項の適用外となる新たな国債に交換済みであると伝えられる。これで強制的な債務交換にE C Bが反対する理由はなくなった。また、欧州の政策関係者の発言として、十分な参加率が確保できなかった場合、ギリシャ政府が集団行動条項を発動することを、ユーロ圏の財務相らは支持するとの談話も伝わっている。3月上旬の国債償還の直前になって十分な参加率が確保できず、二次支援プログラムが暗礁に乗り上げるといった最悪のシナリオは回避される可能性が高まった。

おそらく強制的な債務交換を行う際には、自発的な債務交換案で想定されているよりも厳しい条件が債権者に課せられることになろう。これにより債権者の自発的な参加を促す狙いがある。こうした脅しが機能せず、十分な参加率が確保できなかった場合でも、強制的な債務交換に切り替えることで、ギリシャの財政緊縮策の再強化やE U / I M Fの追加融資額の引き上げといった代替手段を検討する必要がなくなる。強制的な債務交換に切り替えた場合、C D Sの信用事由（クレジットイベント）に認定される可能性が濃厚だが、ギリシャ1国の国債支払い義務の発生であれば、サブプライム危機時のA I Gの二の舞は避けられるとの算段があるのだろう。

■ 次の焦点はドイツ、フィンランド、オランダの議会承認の行方

ギリシャ二次支援策は今後、今週後半にもフィンランド議会で、27日にはドイツとオランダ議会での採決を経て、3月1・2日のE U首脳会議と3月上旬のI M F理事会で最終承認される運びだ（図表1）。自発的な債務交換案に参加するか否かの回答期限は3月上旬に設定される見込みだ。十分な参加率が確保された場合、3月8～11日に実際の債務交換が実施される。一方、参加率が想定に満たなかった場合（見直し後のプログラムでどの程度の参加率が想定されているかは不明）、ギリシャ政府は一定の債権者の合意で全ての債権者に債務再編の法的拘束力が及ぶ集団行動条項を発動し、強制的な債務交換を実行する。

E UとI M Fによる最終的な支援金額は、債務交換への参加率が判明する3月上旬に確定する。E F S Fはギリシャ向け二次支援融資に必要な資金を調達するため、3月上旬にかけて債券を発行する。E UとI M Fは3月20日の国債償還に間に合うタイミングでギリシャ向け追加融資を実行に移し、返済不能による無秩序なデフォルトに陥る事態は瀬戸際で回避されるのが基本シナリオとなる。

ギリシャ支援に慎重論が目立つフィンランド、ドイツ、オランダの議会承認での波乱の可能性も残る。ただ、フィンランドはギリシャ支援と引き換えに担保を受け取ることで合意済み。先の大統領選挙でギリシャ支援に反対する保守政党・真のフィンランド人のソイニ党首が敗北し、反対派が勢いづく事態も避けられた。一方、ドイツではショイブレ財務相の発言に対するギリシャのパプリアス大統領の批判が、議会でのギリシャ支援の採決に悪影響を及ぼすとの見方も出ている。連立与党の一部が反対に回る可能性があるものの、メルケル首相がギリシャの無秩序なデフォルトが予測不可能な事象を引き起こすことへの警戒姿勢を崩していないため、議会承認を乗り切る公算が大きい。オランダでは2010年に行われた下院選挙で

極右・自由党（P V V）が第3党に躍進。ルッテ首相が率いる中道右派の自由民主国民党（V V D）とキリスト教民主勢力（C D A）との連立政権は、自由党の閣外協力を得て議会の過半数を確保している状況。ギリシャ支援策の一部を4月の総選挙後に先送りして改めて協議すべきと主張するなど強硬姿勢が目立つ。ギリシャ二次支援策の議会承認には、反ユーロを標榜する自由党が反対に回ることが確実で、閣外の中道左派・労働党（P v d A）の協力が必要になるとみられる。だが、中道寄り路線を採ってきた労働党は、ギリシャ支援での弱腰姿勢から左派・社会党（S P）に支持層を奪われており、20日にはコーヘン党首が辞任を表明した。労働党の左傾化でギリシャ支援の議会承認を危ぶむ声も出ている。

（図表1）ギリシャ関連の今後のスケジュール

2月	20日	ユーロ圏財務相会合、ギリシャ二次支援策で合意 ギリシャ政府と民間債権者代表が自発的な債務交換案で合意
	21日	ギリシャ議会で国債に集団行動条項を遡及適用する法案を提出
	22日	民間債権者に対して自発的な債務交換案を正式提案
	24日	フィンランド議会でギリシャ二次支援策を採決
	27日	ドイツ、オランダ議会でギリシャ二次支援策を採決
3月	1・2日	EU首脳会議でギリシャ二次支援策を最終承認
	7日	自発的な債務交換の回答期限、参加率が確定
	8-11日	ギリシャ政府が債務交換を実行
	上旬	IMF理事会でギリシャ二次支援策を最終承認
	上中旬	E F S Fがギリシャ向け融資のための債券発行 EUとIMFがギリシャ向け支援融資を実行
	20日	145億ユーロのギリシャ国債の償還
4月	27日	ギリシャ議会総選挙

出所：各種報道より第一生命経済研究所が作成

■ 国債償還に気を揉む必要はなくなったが、総選挙後の財政運営に不安が残る

今回の二次支援策では、ギリシャ政府に対して厳しい財政緊縮措置を突き付けた一方で、債務交換を通じた債務負担の大幅な減免と国債の償還スケジュールの大幅な先送り、融資金利の遡及的な引き下げによる利払い負担の軽減など、政府の債務返済負担を大幅に軽減している。また、行き過ぎた財政緊縮が景気の低迷を招き、財政悪化に拍車を掛ける事態を防ぐため、構造改革を通じた経済の潜在成長力の引き上げにも重点が置かれている。

これまでは大型の国債償還が近づく度に、ギリシャ政府の債務返済能力が疑われ、無秩序なデフォルトに陥るリスクが不安視されてきた。交換後の国債は30年物と、債務交換に応じない一部の債権者を除けば、30年間は国債の償還義務から解放される。今後は国債償還に気を揉む必要性も低下するだろう。

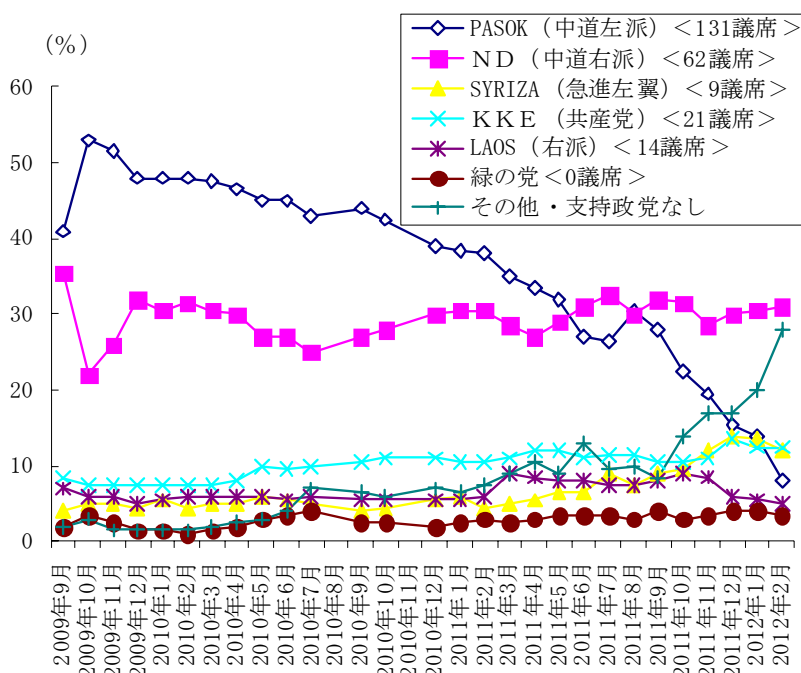
債務を減免した後も2020年時点の公的債務残高のGDP比で120.5%と高止まりする点を論拠に、ギリシャの政府債務の持続可能性が確保されていないとの論調も目立つ。だが、重要なことはプライマリーバランスを黒字に転換させ、債務残高が発散経路に陥らないように管理できるかだ。債務水準が高くとも、財政収支の赤字体質からの脱却が明確になれば市場の評価は自ずと付いてくる。問題はそれが出来るかだ。二次支援が開始された後のギリシャの財政運営に不安が付きまとう。

ECB副総裁出身のパパデモス首相が率いる現政権は、二次支援策の実行に必要な法案の議会可決と自発的な債務交換を実現するために設立された暫定的なものだ。早ければ4月末にも総選挙が行われるとの見方が大勢を占めている（4月29日や5月6日が有力視されている）。世論調査の結果によれば、暫定政権を支える二大政党のうち、前与党の全ギリシャ社会主義運動（PASOK）が支持を急速に失う一方、前野党第1党の新民主主義（ND）が今のところ有権者の支持をつなぎ止めているが、反PASOK票の取り込みに失

敗している（図表2）。二次支援の決定に際して、トロイカは主要政党のリーダーに総選挙後も改革の実行を約束する書面の提出を求めた。だが、次期首相への就任が有力視されるNDのサマラス党首は、これまでも支援プログラムの一部見直しを求める発言を繰り返してきた。書面での改革実行を約束したとはいえ、国民の反発が高まるなかで、約束を反故にしたとしても不思議ではない。

総選挙では二大政党に対する批判票を集めることで、少数政党が躍進する可能性も高まっている。第1党への返り咲きが有力視されるNDも議会で単独過半数を獲得するのは困難な情勢だ。二大政党の地盤沈下は著しいが、両党に代わって政権運営を任せられる政党が見当たらないのも事実だ。総選挙後の連立政権が、支援プログラムの見直しを志向するNDと、改革への反発を国民から付託された少数政党の組み合わせとなった場合、財政再建が計画通りに進まず、支援融資の打ち切り懸念が再浮上する恐れもある。

（図表2）ギリシャの政党別の支持率



注：<>内は現有議席。定数300議席。無所属が63議席。
出所：Public Issue、Hellenic Parliament

■ 二次支援プログラムの実行に失敗すれば、ギリシャは退陣を余儀なくされる

プログラムの詳細はまだ発表されていないが、当初計画で2015年までに500億ユーロと見積もられた国有資産の売却による民営化収入は2020年までに300億ユーロ程度に見直され、2012年中の達成が想定されていたプライマリーバランスの黒字化も2013年に先送りされるなど、新たな二次支援プログラムはより現実的な想定に修正されている模様だ。ただ、新たなプログラムの下でも、2015年までに公務員を15万人削減するといった想定が達成可能かどうかは不透明感が残る。

また、景気の後退圧力が一段と強まることで、財政赤字の削減計画に狂いが生じることや国民の反発が一層強まることも引き続き懸念される。ギリシャでは6年連続のマイナス成長が予想されており、昨年10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比▲7%、11月の失業率は20%超に達するなど、想定を上回るペースでの景気悪化が進行している。新たなプログラムでは2013年に小幅のプラス成長に復帰し、2014年以降は2%台の成長軌道に復帰すると見込まれている見込みだが、経済活性化に不可欠な各種の構造改革や規制緩和も既得権益層からの反発で実行が不安視されている。

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。

今回の二次支援を巡る協議に際して、ドイツ、オランダ、フィンランドなどユーロ圏の北部諸国からは、ギリシャの無秩序なデフォルトやユーロ圏からの離脱といった選択肢がかつてほど深刻なリスクでは無くなっており、他のユーロ圏諸国はそれらを乗り越えることが出来るとの声も挙がっていた。度重なる計画逸脱にもかかわらず、ギリシャがこれまで追加支援を受けてこられたのは、ギリシャの混乱が引き起こす危機の連鎖への不安が拭い去れなかったからに他ならない。だが、ECBの大胆な資金供給で金融市場が落ち着きを取り戻し、ESMの導入前倒しとIMFの財源強化で財政救済の安全網の強化も形を整いつつある。イタリア・スペインの改革実行で危機の波及懸念が薄らぐなか、ギリシャの無秩序なデフォルトやユーロ圏からの離脱シナリオもタブー視されなくなってきた。二次支援の合意に至るまでの支援をする側の国の苛立ちやギリシャ国内での改革への激しい反発と抵抗に鑑みれば、二次支援の開始後に新たな財政の穴が発覚した場合も、さらなる追加支援を実行に移すことは困難を極めよう。二次支援で約束した財政再建や構造改革の実行に失敗すれば、いよいよ融資の打ち切りとユーロ圏からの離脱を余儀なくされる公算が大きい。支援合意で目先のデフォルト危機を回避できる可能性が高まったが、ギリシャにとっての本当の戦いはこれからだ。

以上