

ギリシャ二次支援開始後のE F S Fの融資能力

発表日：2012年3月15日(木)

～E F S Fの拠出分は当初想定の3倍～

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

- ◇ ギリシャ二次支援の開始で新たに必要となる資金は、新規融資分1,000億ユーロ、債務交換費用300億ユーロ、銀行の担保費用350億ユーロ、一次支援の残額344億ユーロの合計で1,994億ユーロ。このうちIMFの拠出分は280億ユーロで、残りの1,714億ユーロをE F S Fが拠出する。当初2,500億ユーロ程度とされたE F S Fの融資可能残額は2,000億ユーロ未満に目減りする可能性がある。
- ◇ ギリシャ三次支援、ポルトガル二次支援の可能性が燦るなか、E F S FとE S Mを合わせた融資可能額を5,000億ユーロとする上限規定の見直しは不可欠。ただ、上限規定の見直しが実現した場合も、両者が実際に併用可能なのは今年の7月からの1年間だけ。来年7月以降の安全網の規模が心許ないと議論が蒸し返す恐れがある。

■ 一次支援の残額などを合わせた新たなギリシャ支援パッケージの総額は約2,000億ユーロ

ギリシャの債務交換が12日に無事に終了したことで（国内法以外の国債・政府保証債の債務交換は4月11日に実施予定）、ユーロ圏諸国は14日、ギリシャ向け二次支援プログラムを正式に承認した。最終的なプログラムの詳細は今のところ公表されていない。各種情報から判断する限り、総額1,300億ユーロとされる二次支援プログラムの内訳は、①債務交換に応じた債権者に提供する額面15%相当のE F S F債が300億ユーロ分（≡債務交換の対象債券2,056億ユーロ×額面15%×95%超の参加率）、②交換後の国債の利払いに相当するE F S F債が55億ユーロ分、③銀行の資本増強費用が500億ユーロ、④政府の財政不足の穴埋め費用が445億ユーロとなる見込み（図表1）。このうち180億ユーロをIMFが拠出する。この他に、⑤一次支援プログラムの未拠出分がユーロ圏とIMFで合わせて344億ユーロ（うち100億ユーロをIMFが拠出）、⑥債務交換が完了するまでの間、デフォルト格付けを付与されるギリシャ国債に代わって、ギリシャの銀行がECBに差し出す担保に供するE F S F債が350億ユーロ分必要となる。したがって、ギリシャ二次支援開始に伴って新たに拠出が必要となる金額の総額は1,994億ユーロに達する。

なお、2010年5月に開始された総額1,100億ユーロのギリシャ向け一次支援プログラムは、ユーロ圏が二国間融資を通じて800億ユーロ、IMFが300億ユーロの拠出を約束した。二国間融資への参加を拒否したスロバキア、財政支援下に入った後のアイルランドとポルトガルは融資を提供していない。昨年12月の第6弾融資までに拠出済みの金額は、ユーロ圏が529億ユーロ、IMFが200億ユーロで、一次支援の残額は各々244億ユーロ、100億ユーロとなる（図表2）。このうちユーロ圏の二国間融資の残額分の支払いは、二次支援プログラムの開始とともにE F S Fが引き継ぐことになる。E F S Fは債券発行で調達した資金を元手にギリシャに融資する。融資が焦げ付き、E F S Fの内部留保で補填が出来なかった場合、ユーロ圏の各国政府は予め定められた政府保証の割合に応じて、E F S F債の償還費用を穴埋めする。

(図表 1) ギリシャ二次支援プログラムの資金規模 (億ユーロ)

債務交換後のE F S F債	300	} 300	} 1,300 (180)	} 1,994 (280)
利払いに相当するE F S F債	55			
銀行の資本増強資金	500	} 1,000 (180)		
PS I実施時に拠出する分	230			
必要に応じて拠出する分	270			
その他政府の一般財源不足	445			
うちE F S F拠出分	265	} 344 (100)		
うちIMF拠出分	180			
一次支援プログラムの残額	344	} 350		
ユーロ圏の二国間融資	244			
IMF	100			
ECBオペの担保代わりのE F S F債	350			

注：括弧内はIMF拠出分。便宜的に「その他政府の一般財源不足」から差し引いている。

出所：欧州金融安定基金、欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 2) ギリシャ向け一次支援プログラムの残額

	総額 (億ユーロ)		
		ユーロ圏	IMF
支援総額	1,100	800	300
調整	27	27	—
拠出済み	729	529	200
残額	344	244	100

注：調整は不参加のスロバキアと財政支援下に入った以降の 아일랜드とポルトガル分

出所：欧州委員会、国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

■ ギリシャ支援が膨れ上がったことで、E F S Fが融資可能な残額は2,000億ユーロ未満に目減り

レバレッジに関する議論 (E F S Fにレバレッジをかけて融資能力4~5倍に拡大する) の過程で、欧州の政策当局は「E F S Fの融資能力の残額は2,500億ユーロ程度である」と述べてきた。この数字が出回った当初の積算根拠としては、アイルランド支援に177億ユーロ、ポルトガル支援に260億ユーロ、ギリシャ二次支援に540億ユーロ程度、銀行救済費用に1,000億ユーロ程度とされていた (図表 3)。ギリシャ二次支援の金額が小さいのは、昨年7月21日の欧州首脳会議でギリシャ向け二次支援が基本了承された際、プログラムの総額が1,090億ユーロ、うち280億ユーロを民営化収入で賄うとされていた。差額の3分の2をユーロ圏が負担すると仮定すれば (過去の支援プログラムではEUが3分の2、IMFが3分の1の割合で支援するケースが多かった)、E F S Fの拠出分は当初540億ユーロ程度と想定されていたことになる。

(図表 3) 当初想定 of E F S F の融資可能残高

(億ユーロ)	
アイルランド支援	177
ポルトガル支援	260
ギリシャ支援	約540
銀行救済費用	最大1,000
合計	約1,900
E F S Fの融資能力	4400
融資可能残高	約2,500

出所：各種資料より第一生命経済研究所が作成

では、最終的なギリシャ二次支援プログラムの開始によって、E F S Fの融資可能な残額はどの程度に目減りするのだろうか。ギリシャの二次支援プログラム、銀行がE C Bに差し出す担保費用、一次支援プログラムの残額など、E F S Fは総額1,714億ユーロを拠出する必要がある（図表4）。これは当初想定の上の3倍以上の金額だ。アイルランド・ポルトガル支援と合わせ拠出を約束した総額は2,151億ユーロに達し、E F S Fの融資可能残高は2,249億ユーロとなる。ギリシャ以外の国の銀行救済に数百億ユーロを計上しておくとするれば、E F S Fの融資可能残額は2,000億ユーロ未満と言ったところだろう。

（図表4）ギリシャ二次支援後のE F S Fの融資可能残高

（億ユーロ）	
アイルランド支援	177
ポルトガル支援	260
ギリシャ支援	1,714
債務交換後のE F S F債	300
未払い利子に充当するE F S F債	55
銀行の資本増強資金	500
その他政府の一般財源不足	265
一次支援の残額	244
E C Bオペの担保代わりのE F S F債	350
総計	2,151
E F S Fの融資能力	4,400
融資能力の残高	2,249

出所：欧州金融安定基金、欧州委員会資料より 第一生命経済研究所が作成

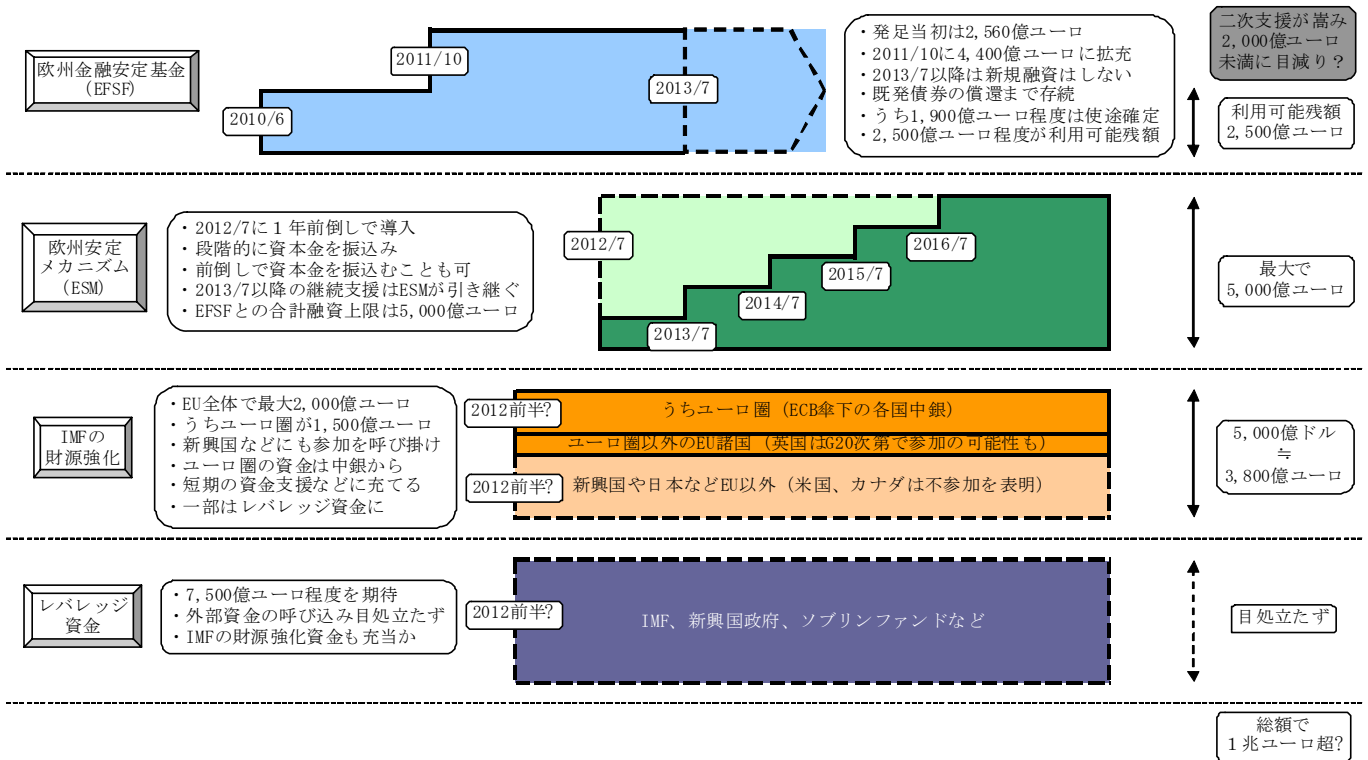
■ 融資上限の見直しに成功した場合も、2013年7月以降に融資能力が再度目減りする可能性に注意

ユーロ圏の高官の一部からは、ギリシャ向け二次支援を開始する以前の段階から、三次支援の可能性が排除できないとの発言も聞かれる。ポルトガルが2013年後半に予定する市場での国債発行の再開が出来ない場合、ギリシャ同様に二次支援が必要になる可能性も否定できない。こうしてみると、2,000億ユーロ未満の融資残高では心許ないのが実情だ。万が一、上限規定（E F S FとE S Mを合わせた融資残高が5,000億ユーロを超えない）の見直しが出来ない場合、I M Fの財源強化でのG20各国の貢献も望めず、財政救済の安全網の不十分さが改めてクローズアップされることにもなりかねない（図表5）。

仮に3月中の上限規定の見直しに成功し、I M Fの財源強化でG20各国の協力が得られた場合も、見直しの仕方次第では、来年半にかけて安全網の再強化が必要になる事態も考えられる。E S Mが1年前倒しで運営を開始する一方で、3年間の時限措置として設立されたE F S Fは来年6月末で役割を終え、新規の融資をすることが出来なくなる。つまり、両者が実際に併用可能なのは今年の7月からの1年間だけだ。そこで問題となるのが、①E F S Fの既存融資の管理と回収をE S Mが引き継ぐのか、②引き継ぐ場合、融資済みの金額をE S Mの融資能力から差し引くのか、③E F S Fは融資回収を目的に来年7月以降も存続するのかなど。こうした制度設計に応じて来年7月以降の安全網の融資能力には差が出てくる。ギリシャ三次支援やポルトガル二次支援の観測が燦るなか、来年7月以降に追加で融資可能な安全網の規模が5,000億ユーロ（E S Mの融資可能額の上限）を確保できるのか、2,500億ユーロ程度（E F S Fの既存融資をE S Mが引き継いで、E S Mの融資能力から差し引いた場合）にとどまるかでは大違いだ。上限規定の見直しの是非だけでなく、どのような見直し内容となるかに注目する必要があるだろう。

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) 欧州の財政救済資金の概要



出所：欧州金融安定基金資料などより第一生命経済研究所が作成

以上