

ギリシャ支援再開、またも決定は見送り

発表日：2012年11月21日(水)

～ギリシャ版「財政の崖」が近づく～

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

- ◇ 20日のユーロ圏財務相会合では、ギリシャ支援再開でまたもや合意が出来なかった。財政の穴埋め方法や債務削減の達成期限を巡って、ユーロ圏各国とIMFとの溝が埋まっていない。会合後に予定された記者会見がキャンセルされ、声明文でも見解の相違点について一切触れられなかったことから、前回会合から議論が平行線を辿ったものと推測される。
- ◇ ギリシャ版「財政の崖」が近づいている。12月初旬の支援再開に向けて、11月26日の臨時会合、12月3日の定期会合で最終合意に達するか、市場参加者は不安を感じ始めている。ギリシャが約束した事前措置に取り組んだことで、ユーロ圏各国政府は基本的にギリシャ支援の再開に応ずる構えだ。だが、IMFは債務の持続可能性に強い懸念を持っており、支援再開を見送る可能性もある。四半期毎のIMFの支援額は16.5億ユーロと穴埋めできない金額ではないが、支援から完全に手を引けば総額で263億ユーロを穴埋めしなければならない。

■ 支援再開に向けた議論は平行線、財政の穴埋め方法や債務削減の達成期限で溝は埋まらず

ギリシャ支援再開に向けて協議を続けているユーロ圏の財務相は、12時間近くに及んだ20日の臨時会合で再び最終合意に達することが出来なかった。会合後に発表された声明によれば、①トロイカのスタッフ・レベルでギリシャ支援に際して求める財政再建・構造改革・民営化・金融セクター改革の各分野でのコンディショナリティの見直しに合意したことを歓迎、②ギリシャが構造改革関連法案、2013年度予算案、中期財政計画など会合に先駆けて求められた全ての事前措置を満たしたことを歓迎、ギリシャ政府の支援プログラムへの強いコミットメントを確認、ギリシャ政府と国民の多大な努力を賞賛、③ギリシャの公的債務の持続可能性を確保するための信頼の置ける取り組みについて詳細な議論をし、一定の進展があったとのこと。26日に臨時会合を開き、協議を継続する。

ユーロ圏各国は、ギリシャが財政再建・構造改革の関連法案を可決したことで、支援の再開で基本的に合意している。だが、支援継続に際してギリシャ政府が求める財政健全化の達成年度の2年間の先送りを認めると、プログラムの開始当初に想定された以上の財政の穴が発生する。さらに、二次支援開始時と比べて、ギリシャの経済環境が一段と悪化し、現時点の債務水準は当初想定を上回っている模様だ。発射台が高くなったことと、健全化の達成年度を先送りすることで、債務の削減パスは当初計画よりも上振れすることが避けられない。追加措置を講じない限り、2020年時点の公的債務残高の対GDP比は140%超に達する模様で、同120%以下に削減するとの当初計画の達成は不可能な状況にある。12日の財務相会合では、ユーログループのユンケル議長が同120%以下に削減する達成目標を当初計画の2020年から2022年に先送りする方針を示唆した一方、IMFのラガルド専務理事が「2020年・120%以下」の目標を堅持することを要求した。

今回の会合でも、健全化達成年度の先送りによる財政の穴埋め方法と、債務水準の達成年度の先送りを巡って、ユーロ圏各国政府とIMFとの溝が埋まらなかった模様だ。会合後に予定された記者会見がキャンセルされ、声明文の中身も議論が紛糾している上記2点についての言及が一切なかったことから、前回会合から議論が平行線を辿ったものと推測される。一部の事前報道で、「今回の最終合意は見送られ、11月末に臨時会合を再び開き、12月3日の定例会合で最終合意、4日に新たな覚書きを交わし、5日に支援を再開する」と噂されていたこともあり、今回の合意見送りは半ば予想されたことではある。事前リークを市場参加者が信じるのであれば、最終合意までには11月26日と12月3日の2回のチャンスがある。だが、少なくとも今回の合意文書からは議論に歩み寄りの様子が全く見られないことで、市場参加者は次第に不安を感じ始めている。

■ ユーロ圏はギリシャ支援再開で基本合意、IMF抜きで支援再開の可能性も

財政の穴埋め方法と債務の削減ペースは相互に関係している。財政の穴埋めの手段として、短期証券の発行増額や支援融資の増額を選択した場合、その分、債務の水準が膨れ上がり、債務残高の目標達成はきつくなる。一方、財政の穴埋め手段として、国債の買い戻し、融資金利の引き下げ、一段の債務減免などを選択した場合、債務水準そのものを引き下げることが可能となる。この複雑な連立方程式にはさらに、債務削減の達成期限を2020年とするか、2022年とするかによって、2つの異なる制約式が加わる。

財政の穴埋め方法としては、実現可能性が高い順に、①短期証券の発行増額、②ECB保有国債の超過収益の還元、③融資金利の引き下げ、④国債の買い戻し、⑤支援融資の増額、⑥追加の財政緊縮、⑦一段の債務減免などが考えられる。

- ① ギリシャ政府は既に短期証券の発行を増額しており、今後半年で182億ユーロの借り換えが必要となる。さらなる発行増額は自転車操業になりかねず、増額可能な額には限界があるだろう。
- ② ECBが市場安定化を目的に購入したギリシャ国債を満期保有した場合の超過収益を各国政府に還元することは2月に合意済み。還元された資金をギリシャ支援に利用するかは各国政府の判断に委ねられる。ECBから還元された資金のため、新たな財政資金の投入よりはハードルが低いだろう。ただ、各国政府がECBから超過収益を受け取り、それをギリシャに最融資するまでには時間差がある。資金繰りが最もタイトな償還時にギリシャ政府の手元に当該資金が届いていることはない。
- ③ 融資金利の引き下げはこれまでも複数回行われており、実現可能性は高い。これは利払い負担の軽減を通じて、ギリシャの資金不足額を軽減する効果がある。
- ④ 国債の買い戻しも認められる可能性がある。但し、買い戻しには資金が必要なため、それをどのように賄うかは別途検討する必要がある。また、買い戻しによって需給がタイト化するため、買い戻しの債務削減効果は次第に逦減していく。当初想定した債務削減効果が得られるとは限らない。さらに、国債保有者の多くはギリシャの金融機関で、買い戻しによって損失が確定し、追加の資本増強が必要になる恐れもある。
- ⑤ 支援融資の増額は、ユーロ圏各国ともに国民の理解を得ることが難しく、ハードルが高い。
- ⑥ ギリシャの追加財政緊縮は、同国の政治的な緊張を高めかねず、今のタイミングでは難しい。先の構造改革関連法案の議会採決では連立政権の一部が棄権した結果、反対票は過半数を僅か3票上回る153にとどまった。国民の不満が高まっており、世論調査では5・6月の総選挙で躍進した急進左派連合が一段と支持を伸ばしている。追加緊縮を求めれば、議会の解散・再選挙で政権交代の可能性が高まり、ギリシャのユーロ離脱論が再燃しかねない。
- ⑦ 公的部門の債務再編は、国民の税金が焦げ付くことを意味するため、各国ともに政治的に受け入れ

ることは難しい。民間部門の一段の債務再編は、ギリシャの国内銀行の資本毀損を招くため、追加の銀行救済が必要となる。

比較的ハードルの低い①～④で、財政の穴埋めと債務削減目標の達成が可能であれば支援再開までの道のりはそれほど遠くない。だが、①～④では十分な穴埋めと債務削減が出来ない場合、交渉の難航は避けられない。財政の穴埋め方法や債務削減時期を巡って、ユーログループとIMFとの溝が埋まらない場合、IMFが支援再開を保留することや、支援から完全に手を引く事態も考えられる。IMFが各トランシェで約束した融資額は16.5億ユーロとユーロ圏の約束した融資額（4-6月期に296億ユーロ、7-9月期に34億ユーロ、10-12月期に56億ユーロ）と比べて小さく、当座の資金不足の穴埋めが出来ない金額ではない。ただ、支援から完全に手を引く場合、今後の支援で約束していた263億ユーロを穴埋めしなければならない。

債務の持続可能性を検証するうえで、公的債務残高の対GDP比を120%以下に設定することや、その達成期限を2020年に設定することは、ある意味で単なる決め事に過ぎない。債務が収束過程にあるならば、達成期限を2022年に先送りすることで債務の持続可能性が十分に確保できないとするIMFの判断基準は必ずしも明確ではない。このことは、IMFが数字以上にギリシャの債務状況に強い懸念を持っていることを意味している。仮に今回IMFが支援再開を保留した場合、将来的に支援を再開するには、ギリシャの債務の持続可能性が十分に確保されたと判断する必要がある。そのためには、何れかの時点でさらに踏み込んだ債務の削減策が必要になる公算が大きい。市場安定化という観点からは、今回は公的部門の債務再編に手を付けず、ユーロ圏だけでもギリシャ支援再開に漕ぎ着ける方が望ましいだろう。だが、それによって、ギリシャ問題が決着する訳ではない点に注意が必要だ。

以上