

- ◇ ギリシャは財政支援下に入って初の国債を発行する。昨年はプライマリー・バランスが黒字に転じるなど、当初計画を上回って財政状況が改善。構造改革や銀行再生でも一定の進展がみられ、EUとの間で追加支援の再開でも基本合意に達した。
- ◇ 計画よりも大幅に早く国債発行の再開に漕ぎ着け、このまま定期発行を続けることができれば、財政ギャップを埋めることは難しくない。これまで三次支援の可能性も取り沙汰されてきたが、夏にはEUの支援融資から卒業できる可能性が出てきた。四半期レビュー毎に融資打ち切りの不安にやきもきすることもなくなる。
- ◇ 残された大きな不安要素は政治情勢だ。連立与党内部の亀裂やスキャンダルも浮上。5月に地方議会・欧州議会選挙を控え、政党間の駆け引きが活発化している。来年初の次期大統領の選出過程では、議会の前倒し解散・総選挙が必要になる可能性が高い。有権者の支持政党の分散化が進み、何れの政党も単独での政権運営は困難な状況にある。政局流動化の可能性が高まっている。

### ■ 債務危機克服を印象づけるギリシャの市場復帰

ギリシャ政府は10日、国際的な財政支援下に入ってから初となる資本市場での国債発行を計画している。2010年4月に7年物国債をクーポン5.9%で50億ユーロ調達したのを最後に、ギリシャは資本市場での資金調達を諦め、同年5月にEUとIMFに財政支援を要請した。その後の欧州債務危機の先陣を切ったのがギリシャの市場調達からの締め出しだった。デフォルト懸念から一時30%を超えたギリシャの長期国債利回りは、足許で危機発生直後に記録した5%台に低下している。発行再開に成功すれば、債務危機の克服を印象づける象徴的な市場復帰と言えよう。

ユーロ圏の財務相会合（ユーログループ）は1日、半年余りも費やしたギリシャ向け二次支援の第5次レビューを終了し、①ギリシャの財政パフォーマンスが2013年にプログラムの目標数値を上回り（プライマリー・バランスは黒字化した模様）、2014年も目標通りに進捗していることを確認、②構造改革の取り組みや銀行の資本増強で一定の進展が見られることを評価し、③ギリシャ向け追加支援の実行と、低所得者や長期失業者に対する一過性の歳出拡大を許容することを発表した。

近くEFSFを通じた83億ユーロの次回融資の実行に必要な各国の承認手続きに入ることとし、ギリシャが融資実行に必要な事前行動を完了した段階で第1弾融資として63億ユーロを提供、追加条件を達成するのに伴い、第2弾で10億ユーロ、第3弾で10億ユーロを追加で融資する方針を明らかにした。早け

れば4月中にも第1弾が、6・7月頃に第2・3弾の融資が実行される見込みだ。これらを実行に移せば、EFSFを通じて約束したギリシャ向け二次支援は、銀行の資本増強資金や債務交換費用の予備費を除いて全て消化したことになる（図表1）。EUの支援融資は今夏にも終了する可能性が出てきた。

（図表1）EFSFによるギリシャ支援の実行状況（億ユーロ）

	実行済み	残額	融資枠
債務交換関連	346	9	355
銀行資本増強	482	18	500
財政資金不足	508	83	591
合計	1,336	110	1,446

注：2013年12月19日時点

出所：EFSF資料より第一生命経済研究所が作成

## ■ 融資打ち切りによる資金繰り危機は遠退いた

同じく二次支援に参加するIMFは、昨年7月に第4回目の融資を実行した後は追加支援を見送ってきたが、レビューの終了とEUサイドの融資再開方針を受け、こちらも支援を再開する可能性が高い。今後12ヶ月の財政資金が確保されていることを融資継続の条件とするIMFは、ギリシャが2014-15年に約110億ユーロの財政資金不足にあることを問題視してきた（図表2）。だが、1日のプレスリリースでユーログループは、計画を上回る財政再建や政府関係機関の預貯金活用などにより、今後12ヶ月の財政資金不足は生じないとしている。

（図表2）ギリシャ二次支援プログラムの資金過不足（億ユーロ）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
資金不足計	1,110	353	262	144	83
財政資金	125	69	56	37	12
返済負担	93	161	251	164	68
短期証券・国債償還	93	144	177	78	37
EU/IMF融資返済	0	17	74	86	31
その他	892	122	-45	-57	4
銀行資本増強	410	72	0	0	0
債務交換費用	345	0	0	0	0
民営化収入（逆符号）	0	-16	-35	-20	-22
SMP売却益還元（逆符号）	0	-27	-25	-20	-17
その他	137	93	15	-17	43
資金調達計	1,109	353	218	79	83
国債発行	0	0	0	0	0
財政支援	1,099	374	193	111	66
EU融資	1,082	279	85	0	0
EU利払い軽減	0	9	20	40	48
IMF融資	16	86	89	71	18
その他	11	-21	25	-32	18
資金過不足	0	0	-44	-65	0

出所：IMF資料より第一生命経済研究所が作成

IMFの支援プログラムは四半期毎に約18億ユーロずつを拠出する予定で、当初計画では2016年1-3月期に終了する予定だった（図表3）。総額280億ユーロの融資枠に対して、これまで拠出されたのは83.5億ユーロにとどまる。中断されていた間の融資を次回にまとめて拠出するのか、その間の融資はなかったものとして、残りの融資を計画通りに拠出するのかは、現時点では分からない。ただ、二次支援プログラムの当初計画では、少なくとも2016年までは市場での国債発行の再開を予定していなかった（前掲図表2）。このまま定期的な国債発行に成功すれば、財政ギャップを埋めることは難しくない。四半期レビュー毎に支援条件の進捗状況と融資打ち切りの不安にやきもきすることもなくなりそうだ。逆に市場環境の悪化などで定期的な市場調達が難しくなった場合には、三次支援を検討する必要が出てくる。

（図表3）ギリシャ二次支援の融資計画と実行状況（億ユーロ）

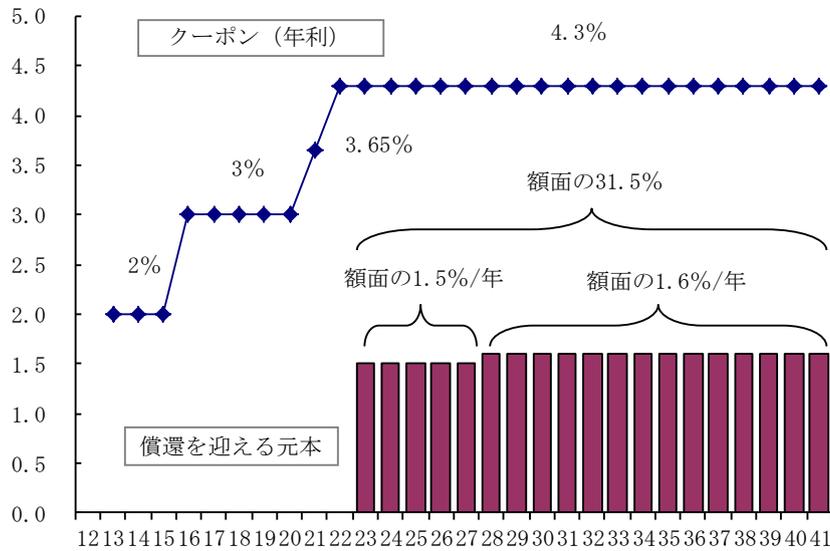
		E F S F			I M F		
		計画	実行済み		計画	実行済み	
		当期	当期	累積	当期	当期	累積
2012年	1-3月期	405	405	405	16	16.5	16.5
	4-6月期	335	335	740	0	0	16.5
	7-9月期	0	0	740	0	0	16.5
	10-12月期	491	343	1,083	33	32.4	48.9
2013年	1-3月期	42	48	1,131	18	17.4	66.3
	4-6月期	32	175	1,306	18	17.2	83.5
	7-9月期	7	25	1,331	18	0	83.5
	10-12月期	24	5	1,336	18	0	83.5
2014年	1-3月期	63	0	1,336	18	0	83.5
	4-6月期	48			18		
	7-9月期	0			18		
	10-12月期	0			18		
2015年	1-3月期	0			18		
	4-6月期	0			18		
	7-9月期	0			18		
	10-12月期	0			18		
2016年	1-3月期	0			18		
合計		1,447	1,336	—	280	83.5	—

出所：欧州委員会、E F S F、I M F 資料より第一生命経済研究所が作成

## ■ 国債発行再開で償還に怯えることもなくなる

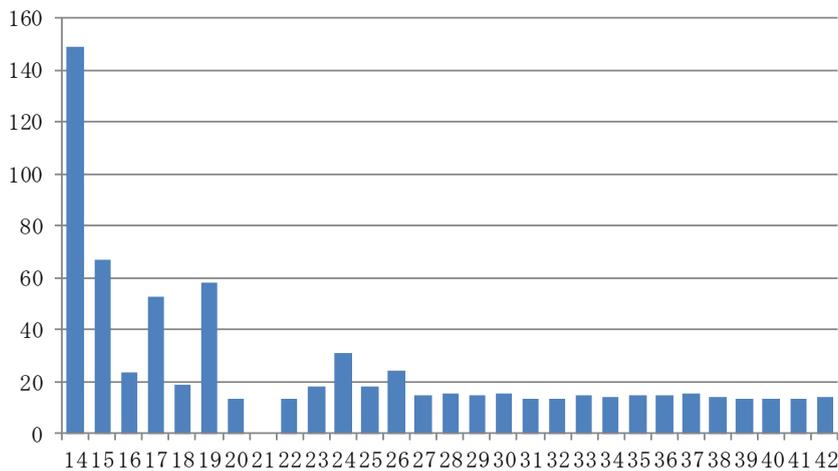
ギリシャの公的債務残高の対GDP比は2013年9月末時点で171.8%と、2012年3月の債務交換後も高止まりしている。ただ、債務交換により民間部門が保有する国債の多くは2023年まで償還が訪れない（図表4）。債務交換に参加しなかったECBや一部の民間投資家の保有国債の償還は控えているが、支援融資などで賄える今年を除けば、当面の借り換え負担はそれほど大きくない（図表5）。加えて、ユーロ圏諸国による二国間融資の利払い負担の軽減、E F S F 融資の返済期限の延期や利払いの一定期間猶予など、利払い負担や返済負担を軽減する様々な措置が採られている。債務水準の大きさは引き続き懸念材料だが、市場調達の再開に漕ぎ着ければ、当面の資金繰りへの不安は後退する。

(図表4) 交換後のギリシャ国債のクーポンと償還年限



出所：ギリシャ財務省資料より第一生命経済研究所が作成

(図表5) 償還年別のギリシャ国債残高 (億ユーロ)



注：2014年4月10時点、政府短期証券や政府保証債は含まない  
出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

### ■ 政局流動化のリスクは高まっている

ギリシャを取り巻く残された大きな不安要素は政治情勢だろう。融資再開に必要な構造改革や銀行の資本増強関連の法案採決では、パパンドレウ前首相を含む複数の与党議員が党の方針に反して反対票を投じ、一部の議員が党から除名された。支持率の低迷が続く連立与党の一角・全ギリシャ社会主義運動 (PASOK) は、影響力を持つ前首相が反対票を投じたことで、党内の亀裂が表面化している。また、最大与党・新民主主義 (ND) を率いるサマラス首相の補佐官が、犯罪行為を扇動した疑いで極右政党・黄金の夜明けの

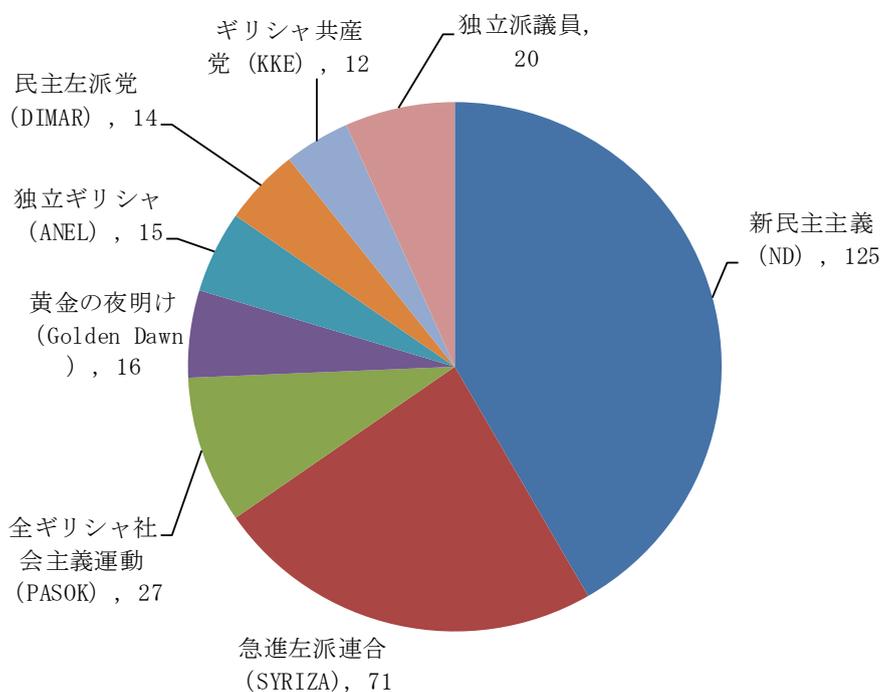
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

幹部が逮捕された問題で政治的な圧力を掛けたとの疑惑が浮上し、辞任に追い込まれた。現地メディアでは、近く内閣改造が行われるとの見方が広がっている。5月18日に地方議会選挙、5月22-25日に欧州議会選挙を控え、政党間の駆け引きが活発化している。

さらには、反緊縮・反ユーロを掲げる最大野党・急進左派連合（SYRIZA）のツィプラス党首は、2015年3月に任期切れを迎えるパプリアス大統領の後継候補の選出を阻止することで、議会の早期解散・総選挙の前倒しを目指す方針を明らかにしている。大統領の任期は5年で、現職が退陣する1ヶ月前までに、議会（定数300）による間接選挙で選出される。1回目の投票で3分の2以上の賛成票（200票）を獲得すれば大統領に選出されるが、3分の2に満たなかった場合には、5日後に再投票が行われる。2回目の投票でも賛成票が3分の2に満たなかった場合には、5日後に再々投票が行われ、その際には5分の3以上の賛成票（180票）で大統領に選出される。3回目の投票でも十分な賛成票が集まらなかった場合、10日以内に議회를解散しなければならない。

NDとPASOKによる連立政権は、議会の過半数を僅か2議席しか上回っておらず、政権基盤は決して磐石ではない（図表6）。次期大統領の選出過程で与党が議会の解散を阻止することは困難で、先手を打って年内にも議会の前倒し解散に踏み切るとの見方も一部にある。ギリシャ政局が再び流動化する恐れが高まっている。最近の支持率調査では引き続きNDとSYRIZAの支持率が拮抗している。与党からの離党議員を中心に新党の立ち上げが相次いでおり、有権者の支持政党の分散化が進んでいる。議会の解散・総選挙が行われた場合、何れの党も単独での政権運営は困難な状況にある。連立協議を巡る混乱と政権基盤の弱体化が進む恐れがある。

（図表6）ギリシャの政党別議会勢力



注：定数300、NDとPASOKの連立政権は152議席で過半数を僅かに上回る  
 出所：ギリシャ議会資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。