

## ギリシャの債務負担を軽減する方法

発表日：2015年1月30日(金)

～八方塞がりの新政権～

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

- ◇ ギリシャの新政権は民営化計画の中止を発表するなど、緊縮見直しに向けて動き出している。支援提供国側が部分的な見直しに応じる可能性はあるが、それはあくまでギリシャが改革を継続した場合。早期の合意は困難で、まずは2月末の支援プログラムの終了期限を再延長することが必要となろう。数ヶ月以内に支援協議で合意に達しなければ、ギリシャは無秩序なデフォルトに陥る恐れがある。
- ◇ ギリシャの債務負担を軽減する方法は限られる。公的債務のヘアカットはEU条約が禁止する財政ファイナンスに相当するため難しい。利払いの追加軽減は調達金利との逆ザヤにより、支援提供国側に損失が発生する恐れがある。IMFの融資を金利が低いESM融資に切り替えれば、IMFがギリシャ支援から手を引くことになり、市場の不安を高めかねない。既に大半の償還が2040年以降に先送りされているEUの支援融資の返済期間を、さらに10年程度先送りする位しか方法が見当たらない。
- ◇ ギリシャの問題が他国に波及するリスクは過去に比べて低下している。ただ、ギリシャがユーロ離脱に追い込まれれば、これまでの支援融資、ECBの保有するギリシャ国債、決済システム上に残る未決済分のギリシャ企業向け債権などが全て焦げ付く可能性がある。これはギリシャ以外のユーロ圏諸国にとってGDP比で3%程度の財政悪化要因となる。より深刻な影響としては、単一通貨圏への信頼が低下し、各国で台頭する反EUの政治ムーブメントを勢い付けさせる恐れがあることだろう。

### ■ ギリシャで緊縮見直しを求める新政権が誕生

ギリシャの議会選挙で勝利した急進左派連合（SYRIZA）は、単独過半数に僅かに届かなかったが、26日に緊縮見直しで一致する右派・独立ギリシャ人（ANEL）との間で連立政権を発足した。欧州債務危機の発生後、ユーロ圏各国で政権交代が相次いできたが、国政レベルで反主流派の政権が誕生するのは今回が初めて。急進左派連合が事前の世論調査を上回る票を獲得、議席獲得が危ぶまれた独立ギリシャ人も予想以上に健闘したことからは、緊縮策へのギリシャ国民の不満がいかに強いかが窺える（図表1）。

連立協議で他党の協力を取り付ける過程で、政策要求が穏健化するとの見方もあったが、独立ギリシャ人が連立パートナーとなったことで、その可能性は遠退いた。選挙戦での大勝と政権発足を受け、ツイブラス首相が率いる新政権は早速、緊縮見直しの公約実現に動き始めた。金融支援と引き換えに過去の政権が約束した国有企業の民営化計画や公務員の削減計画の一部を撤回することを表明。新政権の予想を上回る強硬姿勢に、支援提供国の間では警戒姿勢が、金融市場では動揺が広がっている。

(図表1) ギリシャ総選挙の結果

政党	獲得票率 (%)	今回選挙 (議席数)	改選前 (議席数)	前回選挙 (議席数)
急進左派連合 (SYRIZA)	36.34	※149	71	71
新民主主義 (ND)	27.81	76	※131	※129
黄金の夜明け (Golden Dawn)	6.28	17	16	18
ポタミ (TO POTAMI)	6.05	17	3	—
ギリシャ共産党 (KKE)	5.47	15	12	12
全ギリシャ社会主義運動 (PASOK)	4.75	13	※22	※33
独立ギリシャ人 (ANEL)	4.68	※13	12	20
民主社会運動 (TO KINIMA)	2.46	0	6	—
民主左派党 (DIMAR)	0.49	0	8	※17
無所属	—	—	19	—
定数	—	300	300	300
連立与党	—	162	153	179

注：※は連立政権に加わる政党

出所：ギリシャ内務省資料より第一生命経済研究所が作成

ギリシャの混乱が他の欧州諸国に波及するリスクは数年前と比べて低下している。波及リスクが限定的な今回の支援協議では、ギリシャの方が立場が弱い。最後はギリシャが折れざるを得ないので、支援打ち切りやギリシャのユーロ離脱は回避されるというのが大方の見立てだろう。筆者もこうしたシナリオに異論はないが、ギリシャ国民から緊縮見直しを負託された新政権が、そうたやすく公約を取り下げることが出来るとは思えない。政権発足後の首相や閣僚による強気の発言からは、このまま要求を貫き通すかもしれない、そんな不安が脳裏をかすめる。

2012年6月の再選挙後、サマラス首相（当時）が率いた連立政権は、追加緊縮の受け入れに難色を示し、支援協議が暗礁に乗り上げた。支援が再開したのは、選挙から半年近くが経過した2012年末だった。今回もギリシャ問題が早期に終息する可能性は低く、ギリギリの交渉が繰り返されることで、金融市場で徐々に動揺が広がっていく恐れがある。早期の合意は難しい情勢で、まずは2月末に設定されているEUとの支援協議の交渉期限を延長することが必要となりそうだ。既存のプログラムを延長するには、ギリシャ政府が延長を要請し、ユーロ圏の財務相が協議し、承認する必要がある。新政権の強硬姿勢を受けて支援提供国も厳しい態度で協議に臨むことが予想される。新政権が改革継続を約束しない限り、延長を認めないとの声が挙がる可能性が高い。こうした要求を新政権が受け入れるか、ギリシャの緊縮見直しや追加支援を巡る協議はのっけから厳しいものとなりそうだ。当面のスケジュールとしては、2月16日のユーログループ会合（ユーロ圏財務相会合）で支援プログラムの延長が決まるかが重要となつてこよう（図表2）。

前財務相は以前にギリシャ政府の財政資金が3月中にも底を突くと発言していたが、選挙期間中は政権交代後の税制変更への期待（不透明感）もあり、税金の滞納が増えていたとの指摘もある。政府短期証券の発行増額で当面の資金を工面したとしても、7・8月に集中する国債償還を乗り切るとは難しい（図表3）。数ヶ月以内に追加支援で合意しなければ、ギリシャは無秩序な債務不履行に陥る恐れがある。

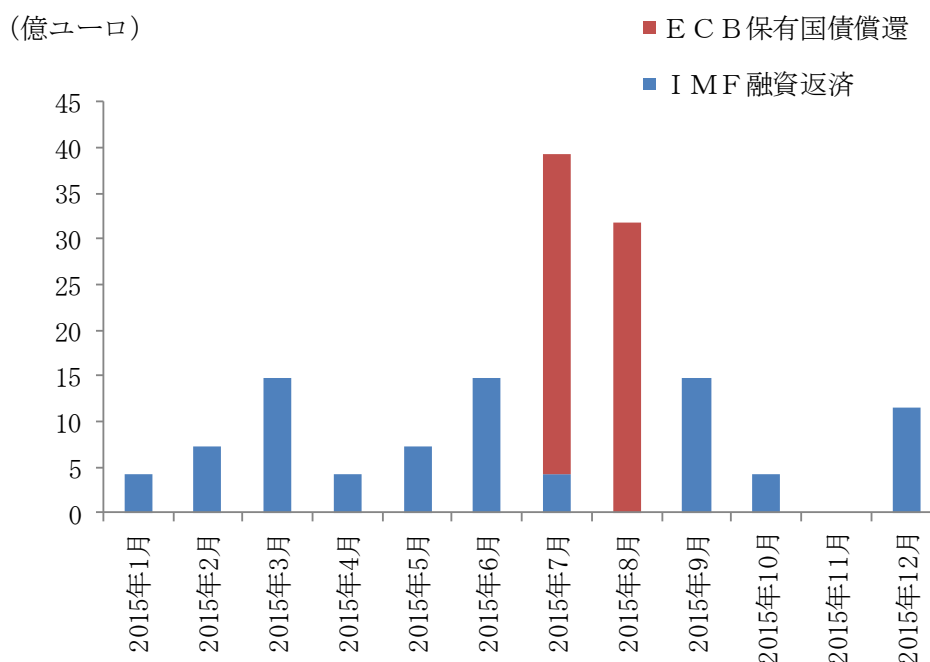
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表2) 今後のギリシャの重要日程

1月25日	ギリシャ議会選挙
1月26日	新政権発足
2月5日	新議会召集
2月6日	大統領選出投票(第4回目)
2月12日	大統領選出投票(第5回目)
2月16日	ユーロ圏財務相会合
2月18日	大統領選出投票(第6回目)
2月28日	ギリシャ二次支援プログラムの終了予定
3月9日	ユーロ圏財務相会合
3月15日	I M F 融資の返済日
3月中	ギリシャ政府の財政資金が底を突く
5月11日	ユーロ圏財務相会合
6月15日	I M F 融資の返済日
6月18日	ユーロ圏財務相会合
6月25日	E U 首脳会議
7月20日	E C B 保有国債の償還日
8月20日	E C B 保有国債の償還日

出所：各種報道より第一生命経済研究所が作成

(図表3) 2015年に返済が必要となるギリシャの政府債務



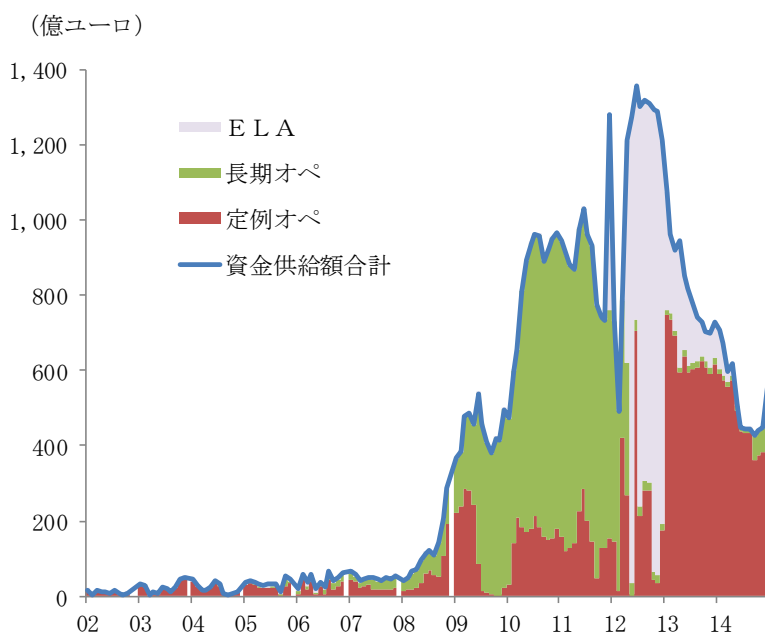
出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

3月から国債などを対象とした資産買入れを開始するE C Bは、発行体キャップ（1発行体の債券総額の33%以上をE C Bが保有することを禁止）に抵触するため、7月の国債償還まではギリシャ国債の購入を開始することが出来ないことを明言している。また、預金流出が進むギリシャの民間銀行は、自力での

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。

資金調達が出来ないうえ、担保不足でECBの資金供給オペの利用が出来ないため、ECBによる緊急流動性支援（ELA）を利用している（図表4）。ECBはギリシャ国債を量的緩和の対象とすることや、ELAを通じてギリシャの銀行に流動性供給を続けることは、ギリシャがEUの支援プログラム下にいることが大前提であるとの立場を採っている。支援の延長協議が決裂したり、追加支援協議がまとまらずに、ギリシャの支援プログラムがそのまま終了すれば、ギリシャの国債市場は一段と混乱するほか、民間銀行が流動性破綻に陥る恐れが高まる。こうしたリスクはギリシャの新政府を支援協議の場に留まらせる誘因として働くことが期待される。

（図表4）ギリシャ中銀のギリシャの金融機関への資金供給額



出所：ギリシャ中銀資料より第一生命経済研究所が作成

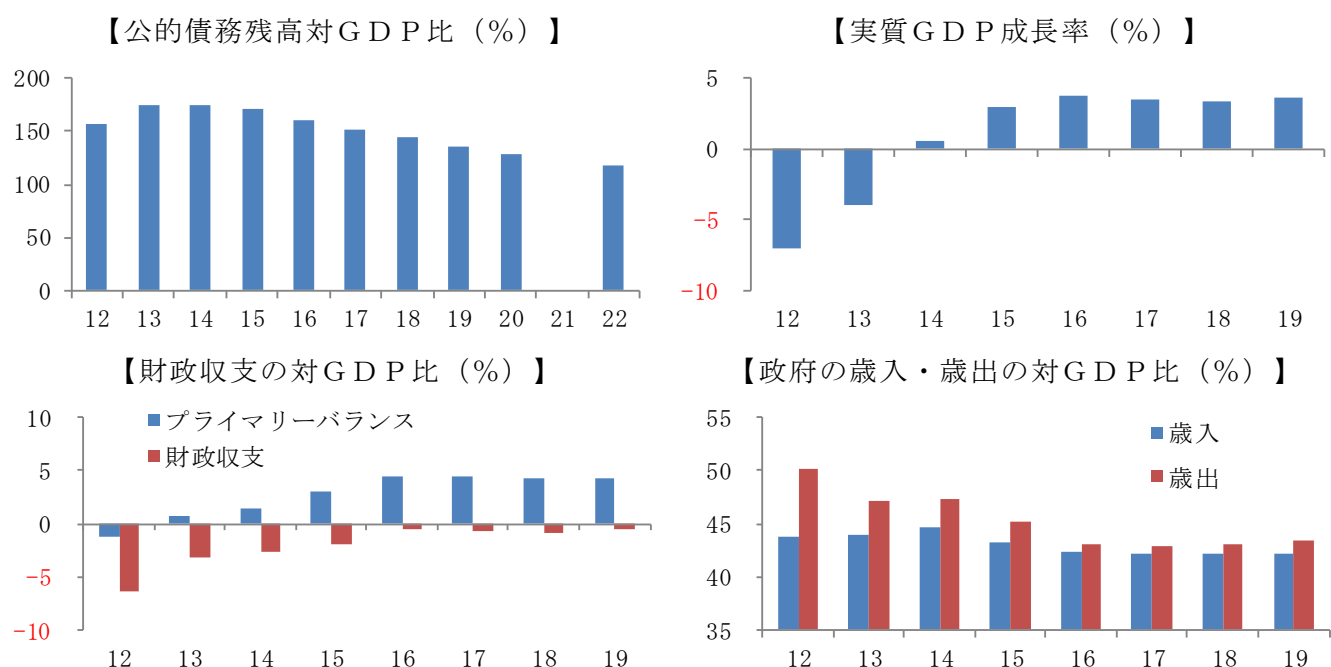
## ■ 緊縮見直しの要求が通る可能性は低い

急進左派連合は、第二次大戦後にドイツの政府債務を免除したロンドン会議に倣って、欧州債務会議を開催することを提唱している。公的債務の元本削減（ヘアカット）や利払い猶予などの大幅な債務減免に加えて、国有企業・資産の民営化計画の中止、公務員の削減計画の中止、低所得層向けの燃料費の軽減やフードスタンプの給付、所得控除の復活、固定資産税の廃止、最低賃金の引き上げなどの政策実現を目指している。欧州の支援提供国側も、これまでのギリシャの改革努力に一定の評価をしており、またギリシャの厳しい政治事情に配慮し、支援融資の追加減免に応じる可能性があることを示唆している。だが、それはあくまでギリシャが改革を継続した場合の話だ。部分的な緊縮見直しに応じたとしても、新政権が掲げる大規模な債務減免や緊縮見直しが認められる可能性は低い。特に債務の持続可能性の確保を重視するIMFは、緊縮見直しに難色を示すことが予想される。IMFは2022年までにギリシャの公的債務残高の対GDP比率を持続可能な目安となる120%以下に低下させることを求めている（図表5）。2012年にギリシャ支援を巡ってEUとIMFとの対立が露呈した際には、120%以下の達成時期を2020年から2022年に2年間先送りすることにIMFが相当抵抗した。達成期限をさらに先送りすることは難しい交渉となることが予想される。財政運営の具体的な中身についてギリシャ政府に一定の裁量を認めるにしても、財政再建

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。

のパスに大きな狂いが生じないように、代替措置による財源確保を要求する可能性が高い。例えば、現在の支援プログラムで想定されている民営化収入は2011～2020年の総額で226億ユーロに上る（図表6）。今後の民営化計画を中止するだけで、財政の穴はGDP比で約11%ポイントも膨らむことになる。この他に新政権が掲げる政策を実行すれば、財政の穴は雪だるま式に増えてゆく。新政権の緊縮見直し要求の多くは軌道修正を余儀なくされよう。

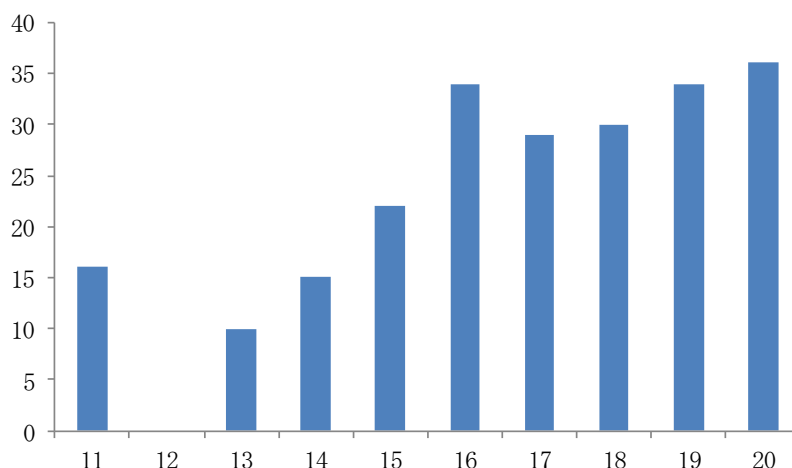
（図表5）ギリシャ支援プログラムの主要財政指標の想定



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6）ギリシャ二次支援プログラムでの民営化収入の想定

(億ユーロ)



出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

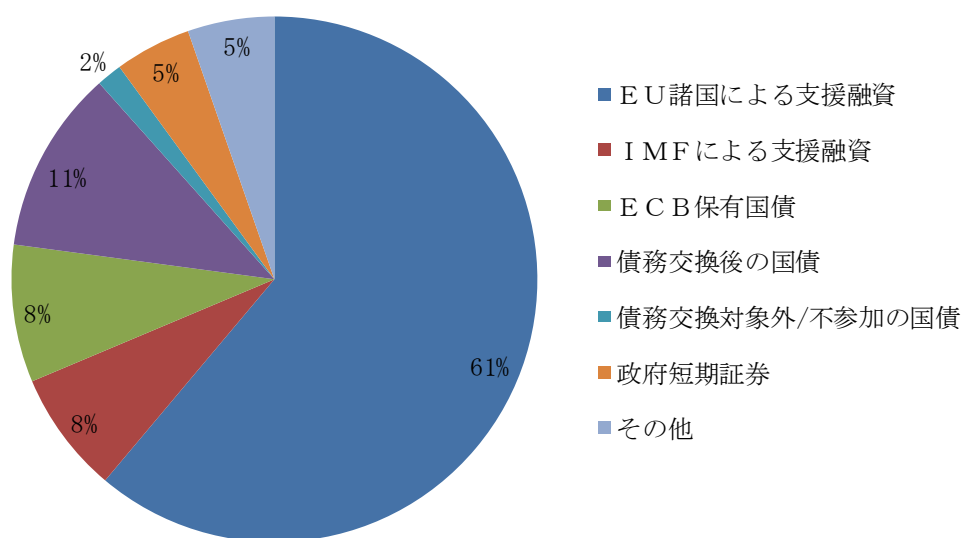
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ■ ギリシャの債務負担を軽減する方法

そもそも、欧州諸国による支援融資やECBが保有するギリシャ国債の元本削減（ヘアカット）を認めることは、EU条約が禁止する財政ファイナンスに相当するため難しい。また、支援国の間には、ギリシャに甘い顔をすれば、スペインなど各地で台頭する反緊縮派の政党をさらに勢いづかせ、欧州全土に緊縮見直しの動きが広がりかねないとの危機感もある。さらに、追加支援を実行するには、ユーロ圏の財務相による全会一致の賛成に加えて、一部の国では議会の事前承認が必要となる。ギリシャの改革継続に根強い不信感があるドイツ以外にも、支援に消極的なフィンランドは4月に議会選挙を控えている。各国の国内事情も絡み、緊縮見直しや追加支援協議の難航は避けられない。

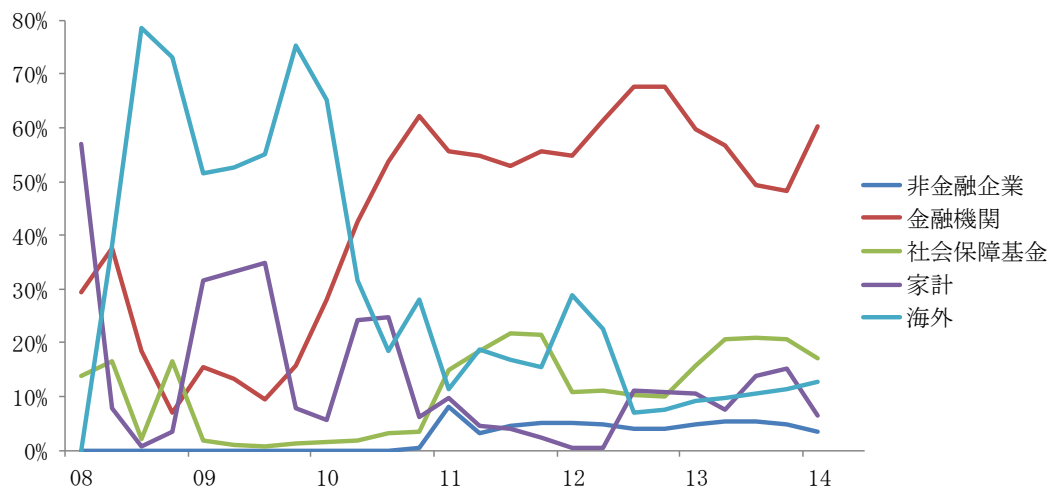
実のところ、ギリシャの債務負担を軽減する選択肢はそれほど多くない。度重なる金融支援と2012年の債務交換で、ギリシャの政府債務の8割近くは現在、EU、IMF、ECBなど公的部門が保有している（図表7）。民間保有分の6割前後はギリシャの国内金融機関が占めている（図表8）。再び自発的な債務交換をすれば、ギリシャの国内銀行に損失が発生し、結局はその穴埋めに資金支援が必要となる。2012年の債務交換時には、銀行の資本増強資金と債務交換への参加を促すための費用が嵩み、ギリシャの公的債務残高はほとんど減らなかった。また、前述の通り、EUの支援融資とECBの保有国債の元本削減は財政ファイナンスとの兼ね合いで難しい。IMFの融資は全ての債権者に対して優先的な弁済順位が設定されており、債務軽減に応じる可能性は低い。

（図表7）ギリシャの政府債務の構成比（2014年末時点）



出所：欧州委員会、国際通貨基金、ギリシャ中銀資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 8) ギリシャ国債の主体別保有割合



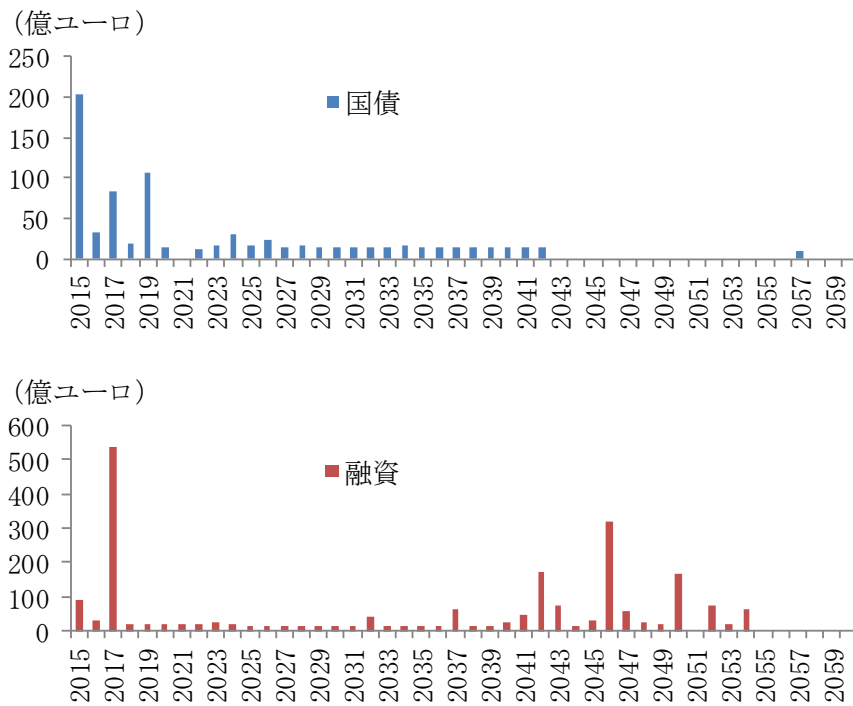
出所：Bruegel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012)

元本削減が難しいならば、利払い負担の軽減はどうだろう。一次支援時の欧州諸国による二国間融資の適用金利は、支援開始当初の「3ヶ月物Euribor+300~400bps」から、今は「3ヶ月物Euribor+50bps」に軽減されている。現在のレートでは0.6%未満に相当する。支援提供国側の調達金利も軒並み下がっているため、上乗せ金利を一段と縮小することも出来なくはない。ただ、支援提供国の信用力には差があり、融資金利を一段と下げれば逆ザヤに陥る国も出てきかねず、縮小余地は限られよう。また、二次支援での欧州諸国による融資は政府保証付きのEFSF債の発行を原資に行われ、その適用金利は「EFSF債の発行利回り+1bps+手数料」となっている。損失発生を前提とする支援融資は財政ファイナンスに相当する可能性が高く、適用金利を引き下げる余地はない。ちなみに欧州からの支援融資については、2020年まで利払いが猶予されており、金利を引き下げても目先の財政収支の改善要因とはならない。

では、ECBの保有国債やIMF融資の利払いを軽減する方法はないか。1つの方法としては、EFSFを引き継いだESMの融資を使って、ギリシャ政府がECBの保有国債を買い戻したり、IMF融資を返済することが考えられる。この場合、新たなESM融資の適用金利は「ESM債の発行利回り+1bps+手数料」と低金利のため、利払い負担の軽減につながる。ただ、ECBはSMPを通じて保有するギリシャ国債の超過収益については、資本金の拠出割合に応じて傘下中銀に分配している。分配された超過収益は各国政府を経由してギリシャ支援に再投資されている。つまり、利払いの発生時点と超過収益の再投資の間の時間のズレはあるものの、ECBの保有国債の利払いはギリシャの財政負担となっていない。他方、IMFの融資をESMの融資に切り替える場合、IMFがギリシャ支援から手を引き、欧州諸国が利払い負担の軽減分を肩代わりすることを意味する。こうした政策が欧州の支援国の中で支持されるかは疑わしい。

残された手段としては、融資の返済期限を延長することが考えられる。既に一次支援での二国間融資の返済期限は開始当初の2020-26年から2020-41年まで15年間延長されている。一部報道によれば、これを例えばさらに10年延長し、2020-51年に返済することなどが検討されているようだ。二次支援でのEFSF融資についても、2012年末に利払いの10年間猶予と返済期限の15年間延長が決まっており、大半の融資返済は2040年代以降に先送りされている(図表9)。これをさらに10年間延長することも考えられる。こうした措置は目先の財政収支の改善要因とはならないが、将来的な債務の持続可能性を高めることにつながる。

(図表9) ギリシャの国債および融資の償還別残高



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

## ■ ギリシャがユーロ離脱した際の潜在的な影響

連立を組む急進左派連合と独立ギリシャ人は何れもユーロ圏に残留しながら、緊縮見直しを求める方針を示唆している。そして、ギリシャ国民の大半もユーロ圏への残留を希望している。ギリシャが対外的な支払いを全面的に停止し、ユーロを離脱すれば、ギリシャの信用力は地に落ちる。国際資本市場から長期間締め出され、財政資金を自力で調達することが難しくなる。また、預金の目減りを恐れた国民が銀行に殺到し、銀行の取り付け騒ぎに発展する恐れがある。銀行システムの安定を確保するために、ギリシャ政府は公的資金の注入による銀行救済が必要となる。ギリシャのプライマリーバランスは既に黒字化し、ユーロを離脱しても、公務員の給与支払いなど日々の財政資金に窮することはない。ただ、新政権が主張する緊縮路線からの転換後もプライマリーバランスが黒字を続けていられるかは疑わしい。しかも、銀行救済費用など、ユーロ離脱時の社会的・経済的混乱の回避に必要な財政資金も持ち合わせていない。ユーロ離脱でEU主導の財政緊縮・構造改革の監視から逃れたとしても、再度IMFに駆け込む必要が出てきそう。この点、ロシアの駐ギリシャ大使や財務相から最近、要請があればギリシャへの金融支援も検討する趣旨の発言が飛び出している点は気懸かりな点である。連立に加わる独立ギリシャ人や第3党に躍進した極右の「黄金の夜明け」の議員の一部はロシアと良好な関係を築いており、ユーロを離脱してもロシアに接近することが可能と考える恐れがある。

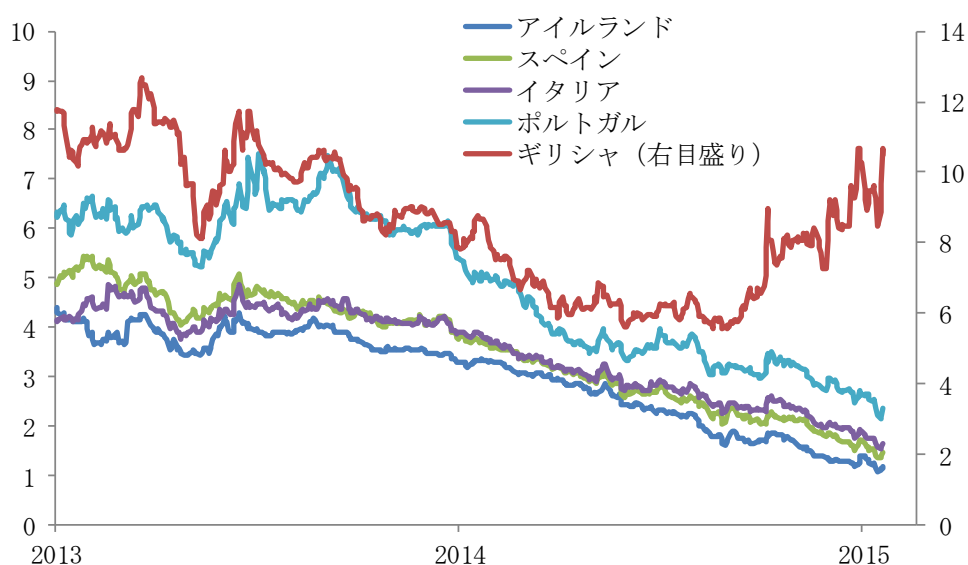
かなり緊迫した交渉となろうが、EUの支援融資の返済期限を再延長するとともに、新政権の主張する緊縮策の見直しを部分的に認め（大半は認められない）、財政再建のペースを緩やかにする（プライマリーバランスの黒字幅縮小を容認、公的債務残高の対GDP比率を120%以下にする達成期限を2022年から先送り）形で、最終的には決着すると予想する。この場合、緊縮見直しの公約から大幅に後退することで、新政権の分裂や求心力の低下により、近い将来に再選挙が必要となる可能性がある。また、公約修正を余

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。

儀なくされた新政権が、「ユーロ圏に残留して緊縮を継続するか、離脱して緊縮を大幅に見直すか」を問う国民投票の実施方針を打ち出し、国民に判断を委ねる可能性がある。さらに、新政権の政権運営能力は未知数で、交渉が平行線を辿り、そのまま支援が打ち切られてしまうリスクも完全には否定できない。何れにせよ、今後の支援協議の過程で支援打ち切りやユーロ離脱の不安が再燃することは避けられない。

ギリシャ問題が大国に波及するリスクは本当に封じ込められているのだろうか。各国が財政再建や構造改革に取り組んできたほか、危機の鎮静化や再発防止に向けた金融安全網の整備、財政規律の強化、銀行の資本増強なども進んでいる。ECBが量的緩和の開始を決定したことで、ギリシャ以外の国債利回りの上昇が抑制されていることも、危機の封じ込めに一役買っている（図表10）。数年前と比べて、ギリシャの混乱が他国に波及するリスクは低下していることは間違いない。

（図表10）欧州債務不安国の国債利回りの推移（％）



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

ただ、危機の波及を完全に遮断できている訳ではない。万が一、ギリシャが対外的な支払いを全面的に停止したり、ユーロを離脱すれば、これまでの支援融資、ECBの保有国債、決済システム（TARGET2）上に残る未決済分のギリシャ企業向け債権の回収が困難になる。一次支援の二国間融資は返済が焦げ付き、二次支援のEFSFによる融資は回収不能分が政府保証という形で各国政府の負担となる。ECBの保有国債が償還不能となった場合の損失は、ECBの資本金割合に応じて傘下の各国中銀が穴埋めすることになり、間接的に中銀の資本金を供出する各国政府の財政負担の増加要因となる。TARGET2の未決済債権は、ギリシャがユーロを離脱し、ギリシャ中銀がTARGET2の利用を停止、未決済分の債権の返済を履行しない場合、他の中銀の損失として間接的に政府の財政悪化につながる。こうした潜在的な損失の大きさはユーロ圏全体で2,638億ユーロと、決して無視できない金額となる（図表11）。ドイツやフランスなど主要4ヶ国の損失はGDP比で3%前後に達する。これ以外にも、金額はかつてに比べて大きく減少しているが、ギリシャ向けの対外与信を保有する銀行の資産が毀損する恐れもある（図表12）。無論、欧州債務危機が再燃するような事態が想定される訳ではないが、ギリシャが無秩序なデフォルトやユーロ離脱に追い込まれれば、各国の国債利回りに財政収支3%ポイント程度のリスクプレミアムが上乘せられることを意味する。

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。

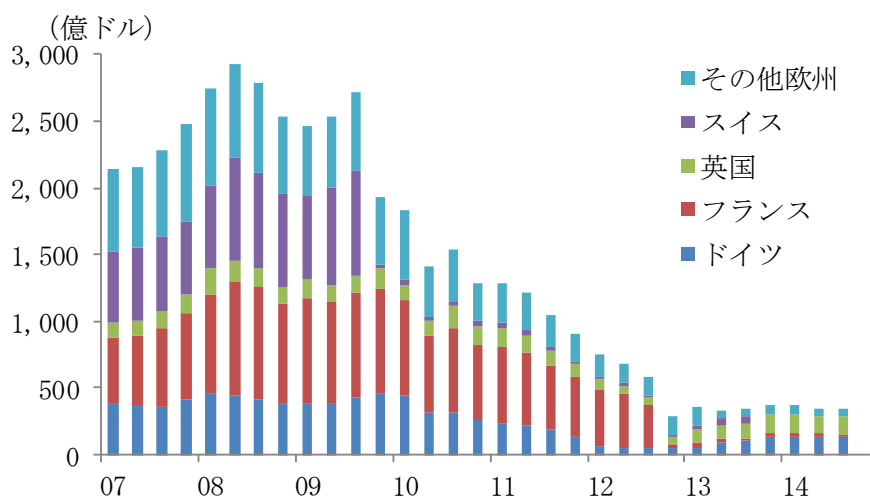
定量的に捉えることは出来ないが、恐らくより深刻な影響としては、ギリシャのユーロ離脱が通貨統合への求心力の低下につながり、各国で台頭する反EUの政治ムーブメント（スペインのポデモス、ドイツのAfD、フランスの国民戦線など）を勢いづかせる恐れがあることだろう。こうしてみると、かつて程ではないにせよ、ギリシャがユーロ離脱に追い込まれれば、やはり他の欧州諸国にとって痛手となる。

(図表11) ギリシャのユーロ離脱時の潜在的な損失額

	EUの支援融資			ECB 保有国債 SMP残高 (億ユーロ)	TARGET2 未決済債権 2014年11月末 (億ユーロ)	潜在的な損失額	
	合計額 (億ユーロ)	一次支援 二国間融資 (億ユーロ)	二次支援 政府保証 (億ユーロ)			合計 (億ユーロ)	GDP比 (%)
ユーロ圏合計	1,948	529	1,419	270	420	2,638	2.7
ドイツ	565	152	413	71	111	747	2.7
フランス	424	114	310	56	87	567	2.7
イタリア	373	100	273	49	76	497	3.1
スペイン	248	66	181	35	54	337	3.2
オランダ	119	32	87	16	25	159	2.5
ベルギー	72	19	53	10	15	97	2.5
オーストリア	58	16	42	8	12	78	2.4
ポルトガル	11	11	免除	7	11	29	1.7
フィンランド	37	10	27	5	8	50	2.5
アイルランド	3	3	免除	5	7	15	0.9
スロベニア	18	2	15	1	2	21	5.8
スロバキア	7	不参加	7	3	5	15	2.0
エストニア	4	未加盟	4	1	1	6	3.1
ルクセンブルク	5	1	4	1	1	7	1.6
キプロス	1	1	免除	1	1	3	1.4
マルタ	2	1	1	0	0	3	3.4
ラトビア	未加盟	未加盟	未加盟	1	2	3	1.2
リトアニア	未加盟	未加盟	未加盟	2	3	4	1.2
IMF	320	201	119	—	—	320	—
総計	2,268	730	1,538	270	420	2,958	—

出所：欧州委員会、IMF、EFSF、ECB、ギリシャ中銀資料より第一生命経済研究所が作成

(図表12) 欧州系銀行によるギリシャ向け対外与信残高の推移



注：BIS報告銀行、最終リスクベース

出所：国際決済銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上