

何がギリシャの融資再開を阻むのか？

発表日：2017年5月24日(水)

～来夏の支援卒業こそが鬼門～

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

- ◇ ギリシャ議会が緊縮関連法案を可決したにもかかわらず、22日のユーロ圏財務相会合は融資再開で合意できなかった。追加の債務負担軽減を巡るEUとIMFの債権者間の意見相違が続いている。次回6月15日の財務相会合でも融資再開で合意できないと、7月中旬の国債償還が危ぶまれる。
- ◇ 7月の国債償還を乗り切った場合も、来年夏に支援プログラムを卒業できるかが大きな課題となる。支援卒業には国債発行の再開が必要となるが、ギリシャの信頼回復はなお道半ば。市場復帰の呼び水として期待されるECBによるギリシャ国債の買い入れ開始も時間切れが迫りつつある。

5月22日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）では、ギリシャに対する次回融資実行に必要な二次レビューの完了に向けて大きな前進があったとしながらも、7時間に及ぶ協議の末に合意が見送られた。世論の反発や抗議デモが再燃するなか、会合に先駆けた18日にギリシャ議会は、年金支給額の追加削減や税控除の縮小を盛り込んだ緊縮関連の一括法案を可決した。ユーログループを率いるダイセルブルーム議長（オランダの財務相）は会合後の記者会見で、ギリシャが事前行動の一環で債権者と合意した措置や改革の多くを実行し、残りの措置も速やかに実行に移すと約束していることを高く評価した。このように今回はギリシャが言わば「宿題」を終えて会合に臨んでおり、それでも融資実行で合意できなかったことから、ギリシャの債務の持続可能性を巡る債権者間の意見の隔たりが依然として埋まっていないことが示唆される。ダイセルブルーム議長は、債務の持続可能性を巡って初めての踏み込んだ議論が行なわれ、追加の債務負担軽減の必要性・選択肢・限界について検討を進めたが、合意に至らなかったことを認めた。6月15日に予定される次回ユーログループでの最終合意に向け、今後も協議を重ねることを示唆した。

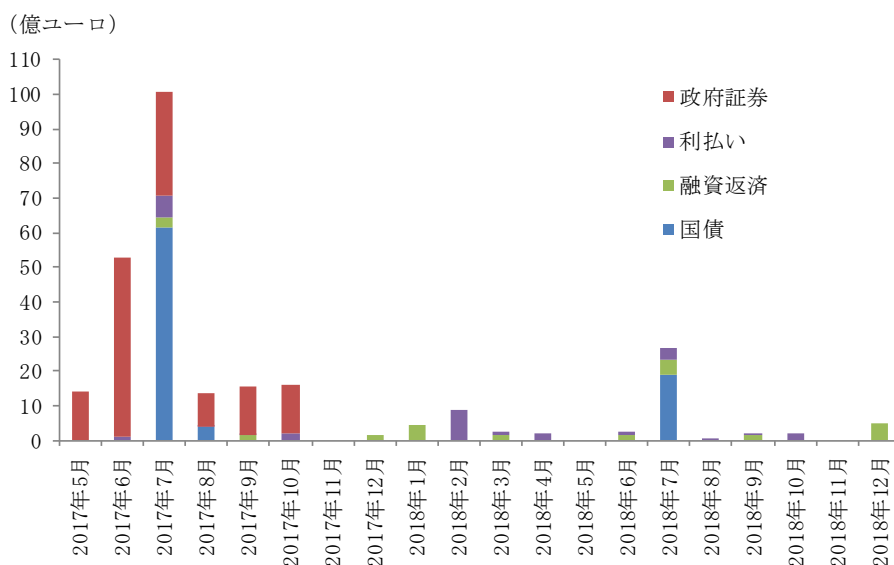
対立の構図は従来から変わっていない。三次支援への参加を見送ってきたIMFは、EUやギリシャの財政計画が楽観的すぎるとし、当該計画を前提にした場合、EU諸国がギリシャにさらに踏み込んだ債務負担軽減を認めない限り、債務の持続可能性が確保できないと主張している。EU側は二次レビューの完了時に追加の債務負担軽減に関する協議の開始を約束しているが、その具体的な内容と規模は2016年5月24日の合意内容に基づき、来年夏の三次支援プログラムの終了時に最終決定するとの立場を採る。ドイツやオランダなどの債権国の一部は、追加融資の実行にはIMFの支援参加が条件になると主張している。こうした「トリレンマ」を克服するには、①IMFが追加負担軽減でのEU側の曖昧な約束を許容するか、②EU側が現時点でより踏み込んだ追加負担軽減を約束するか、③ドイツやオランダがIMFが参加しないギリシャ支援にゴーサインを出す以外にない。何れにせよ債権者間の歩み寄りが必要となる。

ギリシャは7月中旬に総額70億ユーロ超の国債償還や融資返済を控えており（図表1）、それまでに融資が実行されない場合、債務不履行となる可能性が高い。今回はギリシャが融資実行に必要な国内手続き

を既に終え、EU側が次回ユーログループでの合意実現に前向きなメッセージを発していることもあり、今のところ合意見送りを不安視する見方はそれほど広がっていない。フランス大統領選が無難な結果に終わり、金融市場の緊張が緩んでいることや、最大の債権国ドイツで秋に議会選があることも、早期合意へのインセンティブを削いでいる。6月会合でも融資実行に合意できない場合、7月の償還までに残された時間は少なく、ギリシャのデフォルトリスクが再び意識されることになろう。ただ、債務の持続可能性を巡る意見相違が続く場合も、過去数回の融資実行がそうであったように、債務負担軽減協議の結論を先送りし、IMFが将来の支援参加に前向きな姿勢をみせれば、ドイツやオランダもIMFの参加見送りを許容する形で、当面の融資を実行することはそれほど難しくないだろう。融資が実行されずにギリシャが再び債務不履行に陥る可能性は低いと判断している。

もともと、債務負担軽減協議とIMFの参加を先送りする形で融資が再開された場合、来年夏の三次支援プログラムの卒業に黄信号が灯る。ギリシャが国際的な金融支援から独り立ちするには、資本市場調達への復帰が大前提となる。債権者との対決姿勢を強めたシリザ政権が誕生する前の2014年、ギリシャは部分的な国債発行の再開に成功した。現在のギリシャの10年物国債利回りは当時と同じ5%台にまで低下し（図表2）、一部の外国銀行がギリシャの政府短期証券をレポ取引の担保として受け入れるなど、ギリシャに対する信頼は徐々に回復しつつある。だが、2014年に発行した国債は3年債と5年債の合計で70億ユーロ弱。今後も財政資金の穴埋めや融資返済に充てるため、毎年100億ユーロ規模の資金調達が必要となる（図表3）。ギリシャが綱渡りの財政運営から解放されるには、中長期債を定期的に発行できる環境を整えなければならない。市場復帰の呼び水として期待されているのが、ECBの資産買い入れプログラムへのギリシャ国債の組み入れだ。だが、債務の持続可能性が疑わしいとしてIMFが支援参加を見送る場合、ECBがギリシャ国債を買い入れ対象に加えるかは疑わしい。ECBの資産買い入れプログラムは、EUの支援下にある国の国債を対象から除外しているが、四半期毎のレビュー完了後の2ヶ月間については例外的な買い入れを認めている。ECBは来年には資産買い入れの段階的な縮小に着手するとの見方が支配的で、ギリシャに残された時間は少ない。国債発行の再開が出来ない場合、四次支援プログラムを策定する必要があるが、債権国やギリシャを取り巻く政治環境を考えれば、その難しさは融資再開の比ではない。

(図表1) ギリシャの国債償還・融資返済スケジュール



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

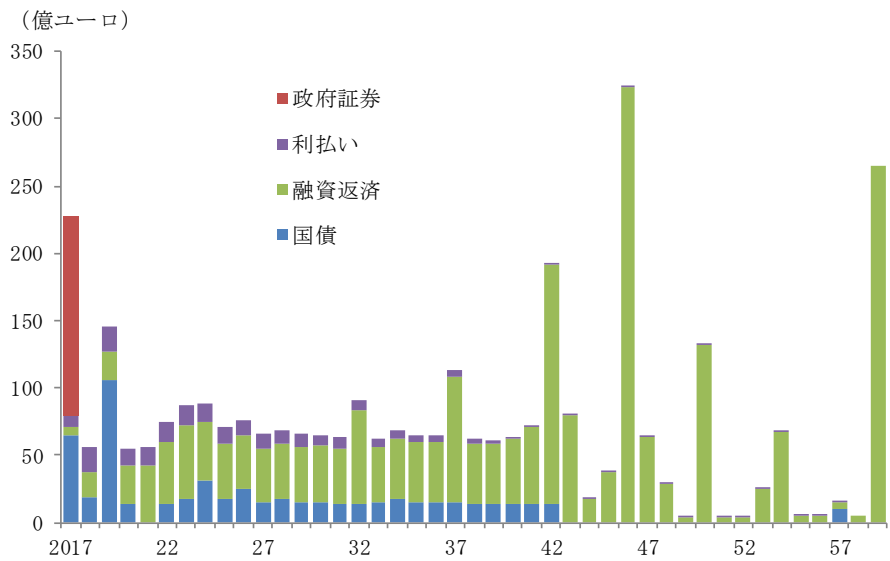
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表2) ギリシャの10年物国債利回りの推移



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表3) ギリシャの国債償還・融資返済スケジュール



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

以上