

ギリシャが市場調達に復帰

発表日：2017年7月26日(水)

～支援卒業に向けた第一歩～

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

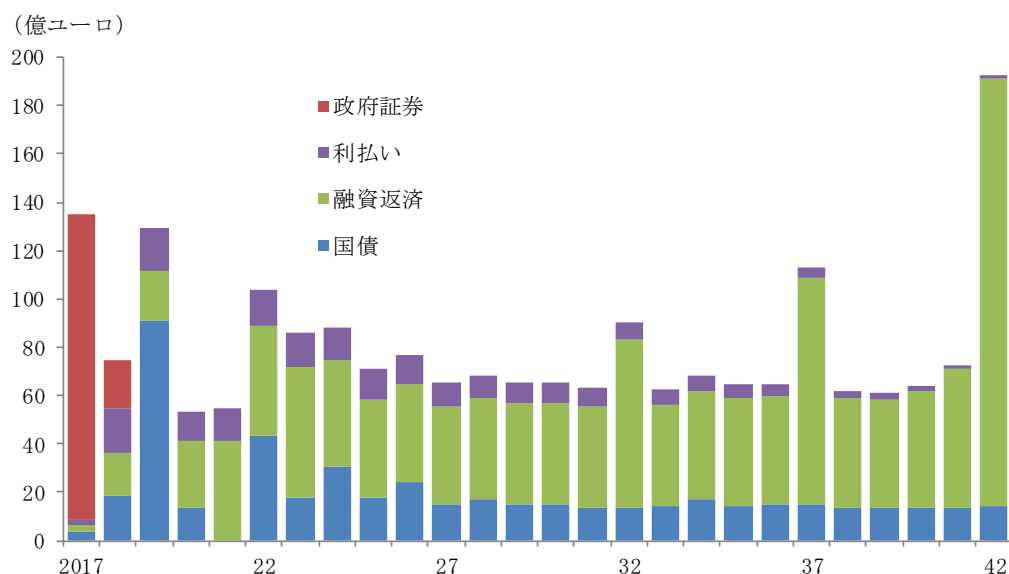
◇ ギリシャは来夏の三次支援終了を控え、4年振りの国債発行に成功。支援卒業に向けて追い風となる。当面の資金繰り難は回避可能だが、中長期的な経済活力の回復や債務の持続可能性の確保が課題。

ギリシャ政府は25日、30億ユーロの5年物国債を発行した。政府短期証券を除く国債発行は、シリザ政権が誕生する以前の2014年に3年債と5年債を3回合計で約70億ユーロ発行して以来約4年振り。発行予定額を上回る65億ユーロの応札を集め、発行利回りは4.625%（Bloomberg報道）。2010年に国際的な財政支援下に入ったギリシャは、来夏に三次支援プログラムの終了期限を控え、市場調達への段階的な復帰を目指してきた。6月15日にはユーロ圏諸国が欧州安定メカニズム（ESM）を通じた85億ユーロの融資実行で合意に達し、7月中旬に迎えた総額60億ユーロ超の国債償還を乗り越えたばかり。ギリシャの政府債務の持続可能性を疑問視し、二次支援の途中から支援参加を見送ってきた国際通貨基金（IMF）も、ユーロ圏諸国が将来的にギリシャの債務負担軽減に応じることを条件に融資に参加することを「原則承認」。20日にIMF理事会が18億ドル（約15.5億ユーロ）の融資枠設定を正式承認していた。今年に入ってから6～7%台で推移していたギリシャの10年物国債利回りは、支援合意後に5%台に低下している。市場復帰の呼び水として期待していた欧州中央銀行（ECB）の資産買い入れプログラムでのギリシャ国債の購入開始は見送られたままだが、融資実行での合意と資金繰り危機回避を受けての市場環境の改善を受け、まずは5年債の発行に成功した。

今回の債券発行の成功とユーロ圏が7月の償還費用を上回る融資実行を約束したことで、当面はギリシャが資金繰り難に直面する可能性は遠退いた。来夏の支援卒業を確実なものとするために、ギリシャ政府は今後も複数回の起債を計画している。2012年の債務交換と支援融資の元利払いの減免により、向こう25年余りのギリシャの債務返済額は概ね毎年100億ユーロ未満におさまっている（図表1）。プライマリー収支の黒字化が計画通りに続けば、年間数十億ユーロ程度の国債発行で資金不足を賄える（図表2）。2014年発行債が償還期限を迎える2019年の債務返済負担がやや大きいのが、今回の5年債の発行額の半分程度は2019年償還債の借り換え分とされる。今後の国債発行でも2019年償還債の借り換えを進め、市場復帰後の国債管理を容易にしておきたいところだ。支援卒業に向けては、今後も安定的な国債発行が可能かと、徐々に発行年限を長期化することが課題となる。ただ、向こう数十年にわたって、経済・市場環境が順風満帆であり続けることは恐らくない。市場の緊張が高まったり、ギリシャの経済・財政状況が悪化した場合に、国債の十分な買い手を確保できるかが何れ問われることになるだろう。また、ギリシャの利払い負担はこれまで、再三の支援融資の利払い減免を通じて大幅に軽減されてきた。今後、市場調達の割合が増えるにつれ、利払い負担が徐々に増してくる。IMFの調べによれば、90ヶ国を対象に第二次大戦後の期間に

において、GDP比で1.5%以上のプライマリー黒字を10年以上続けたのは13事例しかない。中期的にはギリシャの経済活力をいかに回復し、債務の持続可能性を確保するかが大きな課題となろう。

(図表1) ギリシャの国債償還・融資返済スケジュール



注：今回発行した30億ユーロを2022年に追加、2019年償還債から15億ユーロを除外。

出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

(図表2) ギリシャの財政資金計画

		2016年 見込み	2017年 計画	2018年 計画	2019年 計画	2020年 計画
グロス返済	(億ユーロ)	288	262	215	283	176
財政収支	(億ユーロ)	71	22	34	6	-1
プライマリー収支	(億ユーロ)	15	-34	-20	-45	-55
利払い	(億ユーロ)	56	56	54	51	54
債務返済	(億ユーロ)	225	268	196	284	178
短期	(億ユーロ)	150	150	150	150	127
中長期	(億ユーロ)	43	91	28	113	23
ECB保有国債	(億ユーロ)	24	53	19	58	14
融資	(億ユーロ)	33	28	18	21	28
EU	(億ユーロ)	0	20	10	0	7
IMF	(億ユーロ)	33	7	18	21	21
その他	(億ユーロ)	-8	-29	-15	-7	-1
民営化	(億ユーロ)	-4	-5	-12	-4	0
ECB超過収益	(億ユーロ)	-3	-3	-3	-3	-2
グロス借り入れ	(億ユーロ)	288	262	215	283	176
市場調達	(億ユーロ)	163	186	161	283	176
短期	(億ユーロ)	163	186	150	127	127
中長期	(億ユーロ)	0	0	12	156	49
融資	(億ユーロ)	103	135	134	0	0
EU	(億ユーロ)	103	135	134	0	0
IMF	(億ユーロ)	0	0	0	0	0
未払い金	(億ユーロ)	22	-59	-81	0	0

出所：国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

以上