

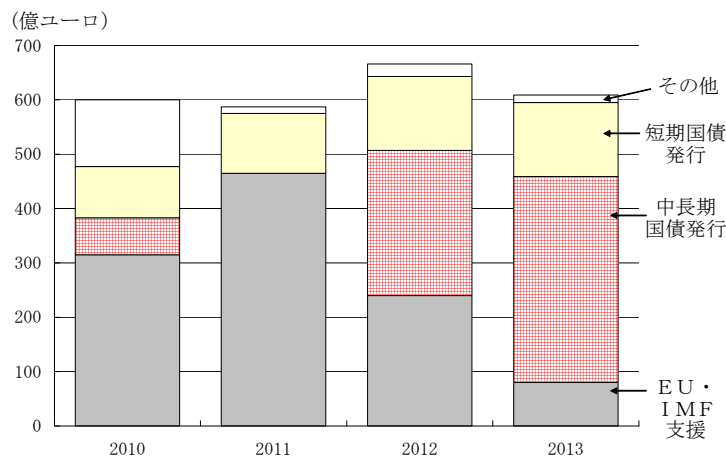
Weekly エコノミスト・ レター

ポルトガル支援は承認、ギリシャ追加支援では債務リプロファイリングも検討

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 今月 16～17 日の財務相会合でポルトガル向けの総額 780 億ユーロの支援が承認された。6 月 14～15 日の次回会合ではギリシャへの追加措置が協議される。ギリシャに国有資産の売却加速と一層の歳出削減を求めた上で、必要な場合には支援拡大とともにギリシャ国債の保有者の返済期限延長（リプロファイリング）も協議される見通しとなった。
2. ユンケル・ユーログループ議長らはリプロファイリングを元利払いは維持するソフトで「自発的」債務再編と位置づけており、2013 年半ば以降に想定される大幅な元本削減など「強制的」債務再編との線引きを試みている。
3. リプロファイリングで、2012～2013 年の資金需要のおよそ半分を占める中長期国債の償還資金償還負担は軽減されるが、どの程度の投資家が「自発的」再編に応じるかは不透明であり、支払い能力回復への効果も限定的だ。
4. ECB は例えソフトなものでも債務再編に反対する立場であり、リプロファイリング実施の場合、オペの適格担保から外す可能性を示唆している。アイルランドやポルトガルの市場復帰を阻むおそれもある。今後の議論の行方を注意深く見守る必要がある。

EU・IMF が想定していた 2012 年の中長期国債発行は絶望的 ～ギリシャの資金調達計画～



(資料) IMF

(ポルトガル支援は3年間で総額 780 億ユーロ)

16～17 日に開催されたユーロ圏財務相会合（ユーログループ）、EU財務相会合で、4月7日に欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）に支援を要請したポルトガル向けの支援が承認された。ポルトガル向けの支援については、（1）6月5日の総選挙を控えた状況で、EU・IMFの支援条件である構造調整プログラムへの超党派の合意を実現できるか、（2）4月の総選挙で反EU政党「真のフィンランド人」が大きく躍進したフィンランドで連立協議がまとまり、ポルトガル支援に賛意を示すことができるか、という2つのハードルがあった。

結果として、今月5日には財政構造改革、経済成長と競争力向上、銀行システム強化を3本柱とする「構造調整プログラム」がまとまり、フィンランドでは「真のフィンランド人」を除く主要政党がポルトガル支援で足並みを揃え、2つのハードルをクリアし、3年間で総額 780 億ユーロの支援が固まった（図表1）。

ユーロ圏からEU・IMFの支援を受ける国は3カ国目。総額 850 億ユーロとされるアイルランド向けの支援にはアイルランド政府の資金も含まれるため、外部からの支援金額としてはポルトガルがアイルランドを上回る。780 億ユーロには、必要な資本を市場で調達できない銀行のための 120 億ユーロの銀行支援スキームも含まれる。

図表1 ギリシャ、アイルランド、ポルトガル向け支援額の内訳

(単位:億ユーロ)

	ギリシャ	アイルランド	ポルトガル	資金枠
	2010年5月合意	2010年12月合意	2011年5月合意	
国際通貨基金(IMF)	300	225	260	2500
欧州連合(EU)	800	450	520	—
EFSM(欧州金融安定メカニズム)	—	225	260	600
EFSF(欧州金融安定ファシリティ)	—	177	260	4400
ユーロ未参加国二国間融資	—	48	—	—
イギリス	—	38	—	—
スウェーデン	—	6	—	—
デンマーク	—	4	—	—
アイルランド政府	—	175	—	—
総額	1100	850	780	7500

(資料) ユーログループプレスリリース等

(6月財務相会合の焦点はギリシャの追加支援)

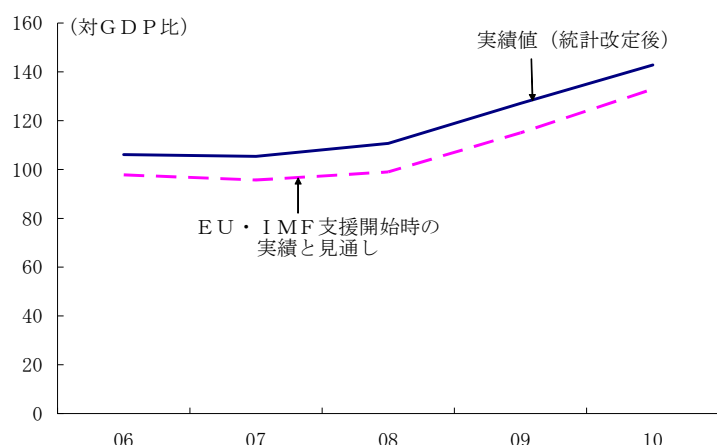
次回の財務相会合は6月14～15日に予定されており、ギリシャに対する追加措置が協議される見通しだ。昨年5月にスタートしたEU・IMFの支援は、期間3年総額 1100 億ユーロであり、継続的に支援を受けるためには、3カ月に1度の頻度で構造調整プログラムの達成状況に関する審査が行われることになっている。ギリシャは現在、5月末を期限とする4回目の審査の最中にあり、この審査の結果が追加措置のための協議の叩き台となる。

ギリシャに対するEU・IMFの構造調整プログラムは、プログラムの実行により投資家の信頼

を回復し、2012年以降はギリシャ政府が中長期国債の発行を再開、EU・IMFの支援は段階的に削減するという内容であった（表紙図表参照）。当初からこうした楽観的なシナリオの実現は危ぶまれていたが、4月公表の財政統計で2010年の財政赤字のGDP比は前回2月の審査時点の政府推定値の9.4%を大きく上回る同10.5%に修正、政府債務残高のGDP比率は142.8%となりプログラムスタート時点で想定していた133%を10%以上上回った（図表2）。1年前と比べても、ギリシャ政府の支払い能力に対する不安は拡大し、足もとでも国債利回りとソブリンCDSスプレッドの上昇や格下げの動きに歯止めが掛かっている。

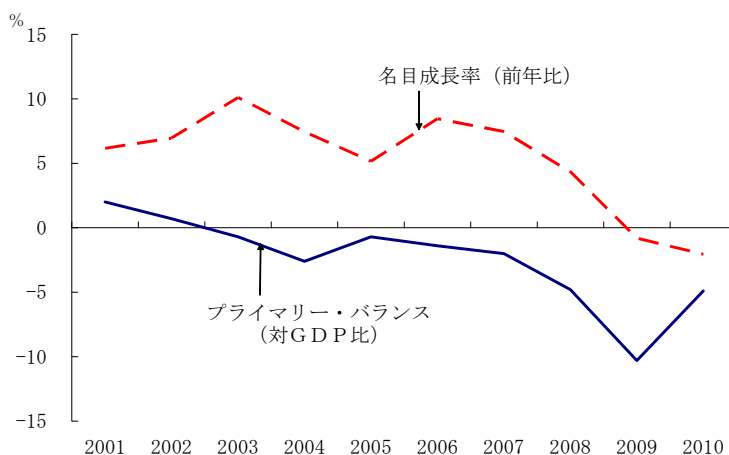
政府債務残高のGDP比率の引下げにはプライマリー・バランス（国債の発行や元利払いを除いた収支）の黒字化、国債の平均実効金利を上回る名目成長率の達成が必要だが、2010年のギリシャではプライマリー・バランスの赤字が続き、名目GDPは2年連続のマイナスであった（図表3）。2011年1～3月期は5四半期ぶりのプラス成長となったが、GDPの水準はピークをおよそ1割下回る水準で2011年もマイナス成長を抜け出せない見通しと状況は厳しい。2012年の中長期国債発行再開という楽観的シナリオの実現は絶望的な状況にある。

図表2 ギリシャの政府債務残高の対GDP比



(資料) 欧州委員会統計局、IMF

図表3 ギリシャのプライマリー・バランスと名目GDP



(資料) 欧州委員会統計局

（ 追加支援にあたってリプロファイリングの実施も ）

ギリシャに対する追加措置として、まずはギリシャ政府が予定している 500 億ユーロの国有資産の売却の加速^(注1)と一層の歳出削減を求めることになる見通しだ。その上で、EUからの支援金利の引下げや、返済開始時期（当初計画では 2013 年、図表 3）・期間の延長、さらに追加融資などが検討されることになる。こうした追加支援を検討するにあたって、16 日にはユーログループのユンケル議長、17 日には欧州委員会の経済・通貨問題担当のレーン委員がギリシャ国債の保有者に返済期限の延長を求めるリプロファイリングという形の債務再編について協議する方針を相次いで示し、民間投資家に一定の負担を求める可能性が出てきた。

（注1）Weekly エコノミスト・レター2011-4-22号「ギリシャショックから1年～「稼いだ時間」で何が変わったか？」をご参照下さい。

（ 時間の問題ではあったギリシャの債務再編 ）

EU・IMFに支援を受けた3カ国の中でもギリシャの財政の問題は特に深刻であるため、流動性の支援では問題解決にはならず、支払い能力回復のための債務再編が必要という見方は広く共有されてきた。債務再編のタイミングについても早ければ早いほどいいと主張する専門家も少なくないが、この間の経緯を考えると、このタイミングでのリプロファイリングの協議の方針表明には意外感がある。

EUは3年期限で設立した金融支援の枠組みである欧州金融安定メカニズム（EFSM）と欧州金融安定ファシリティー（EFSF）を引き継ぐ欧州安定メカニズム（ESM）が2013年半ばに始動する際には、（1）債務の持続性分析の結果次第で支援にあたって民間投資家に負担を求めること、（2）ESM始動後はユーロ圏のすべての新発国債に債券を保有する投資家の多数決で事後的に償還期限や金利などの条件を変更できるようにする集団行動条項（CAC）を付与することを決めており、民間投資家への負担はこれらの枠組みが機能し始めてからと考えられていたからだ。

ユーロ圏政府高官らが、より早いタイミングでの協議の可能性を示唆するようになったのは、ユーロ圏内でのなし崩し的な支援の拡大による「送金同盟化」を嫌うドイツやフィンランドなど支援国の民意に配慮せざるを得なくなったことにあると思われる。

（ リプロファイリングは元本削減や金利引下げは行わないソフトな債務再編 ）

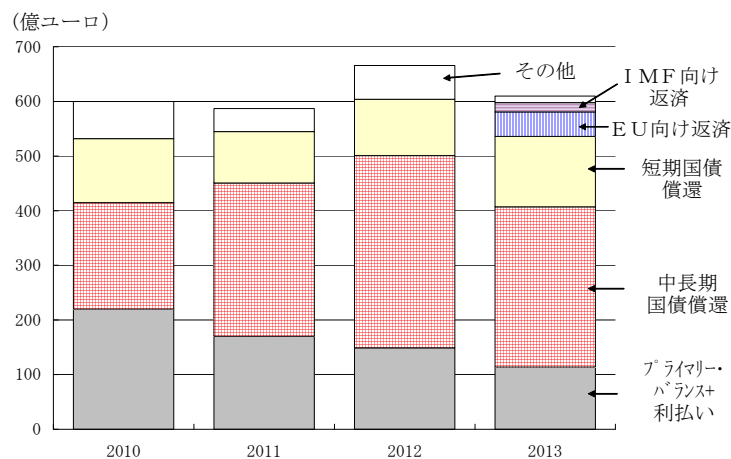
リプロファイリングの協議は、ギリシャが十分な改革を約束した上で必要と判断される場合と順序付けられている。このため、現段階では具体的にどのような手法が採られるかなど詳細は不明である。ただ、ユンケル議長やレーン委員は、リプロファイリングを「自発的」同意の下で元本削減や金利の引下げは行わずに返済期限のみを延長するソフトな債務再編と位置づけており、「強制的」に大幅な元本削減などを行う大規模な債務再編と線引きを試みている。同時に大規模な債務再編は行なう意思はないことを明言している。

2012～2013年のギリシャ政府の資金需要のおよそ半分は中長期国債の償還資金である（図表4）。追加措置としてEU・IMFに対する返済開始時期を延長しても効果は限定的だが、2012～2013年に償還期限を迎えるすべての国債投資家がリプロファイリングに応じれば、ギリシャが中長期国債を発行する必要はなくなる。

ただ、その効果は、どの程度の投資家が「自発的」にリプロファイリングに応じるかによって変わってくる。政府債務残高自体は高水準に維持されるため、ギリシャの支払い能力の回復に対する効果は限定的で、いずれは大規模な債務再編、民間投資家負担が必要になるとの観測は消えないだろう。

詳細が不明であるため、リプロファイリングが債務不履行（デフォルト）やクレジット・イベントにあたるのかについても見解は分かれる。主要格付け機関のS & Pは、元本削減がなくても返済期限が延長されれば民間投資家は不利益を被るとして「選択的債務不履行（SD）」の格付けを適用する可能性があるとしているが（注2）、リプロファイリングはソブリンCDSスプレッドの支払い対象となるクレジット・イベントにはあたらないとの見方もある（注3）。大幅な元本削減に比べて、投資家に及ぼす影響は抑えられるものの、ギリシャ国債の最大の保有者であるギリシャの銀行システムに及ぼす影響は甚大なものとなる可能性がある。欧州中央銀行（ECB）は従来から債務再編反対の立場を採ってきたが、リプロファイリングの議論が表面化した後、ビニースマギ理事やシュタルク理事らが揃って反対の意を表明、例え、ソフトな債務再編でもオペの適格担保要件を満たさなくなるとの考えを示しているからだ。

図表4 ギリシャ向けのEU・IMFプログラムにおけるギリシャの要資金調達額



(資料) IMF

(注2) 5月10日プレスリリースより

(注3) "Greek reprofiling threatens to undermine CDS", Financial Times, May 19 2011

(弊害はアイルランド、ポルトガルへの影響)

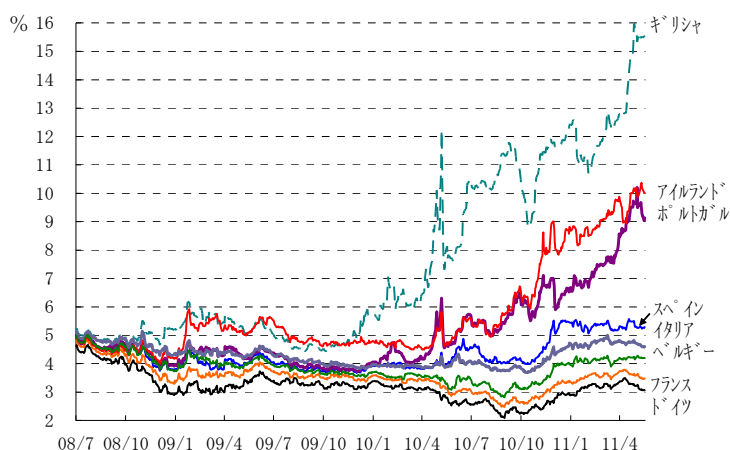
EU・IMFからの支援で先行したギリシャのリプロファイリングが実施された場合の弊害は、アイルランドやポルトガルも、構造調整プログラムの想定通りに推移しなければ、同じ道を辿るとの思惑を引き起こし、市場復帰を阻むおそれがあることだ。

昨年12月に支援が始まったアイルランドでは、今年2月の総選挙で政権が交代したため、構造調整プログラムの第1回と第2回審査がまとめて実施、合格が認められたところだ。3月末に公表した厳格な銀行特別検査（ストレス・テスト）と国内銀行の2大ユニバーサルバンク体制への集約化を目指す銀行再編計画が評価された。それでも、アイルランドの10年国債利回りは10%と持

続不可能な水準に高留まっており、市場の評価は厳しい。アイルランドの構造調整プログラムもギリシャと同様に 2012 年中に中長期国債市場に復帰することを前提としているが、現時点では市場復帰を見通せる状況にはない。

ポルトガル支援は承認されたばかりで資金調達計画などの詳細は未だ明らかになっていないが、ポルトガル支援に関するユーログループと EU 財務相会合の声明文には「ポルトガル政府が民間投資家に自発的に残高を維持するように求める」との文言が盛り込まれている。具体的にどのような措置が採られるかも注目点だ。

図表 5 ユーロ圏周辺国と高債務国とドイツの 10 年国債利回り



(資料)Datastream

(今後の議論の注視が必要)

ECBは市場で資金調達ができないギリシャの銀行に対するオペの担保として多額のギリシャ国債を受け入れており、昨年5月に創設した証券市場プログラムを通じてギリシャ国債を買入れてきた。ECBの同意なくして、リプロファイリングに踏み切るとは困難であり、市場の混乱の引き金となるリスクも大きいように思われる。

ユーロ圏の財務相の中でも、フランスのラガルド経済・財政・産業相などは反対の立場を採っている。6月の財務相理事会でギリシャ支援の追加措置として実際にリプロファイリングを実施することになるのか、実施する場合、どのような手法を用いるのか、今後の議論の行方を注意深く見守る必要がある

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。