

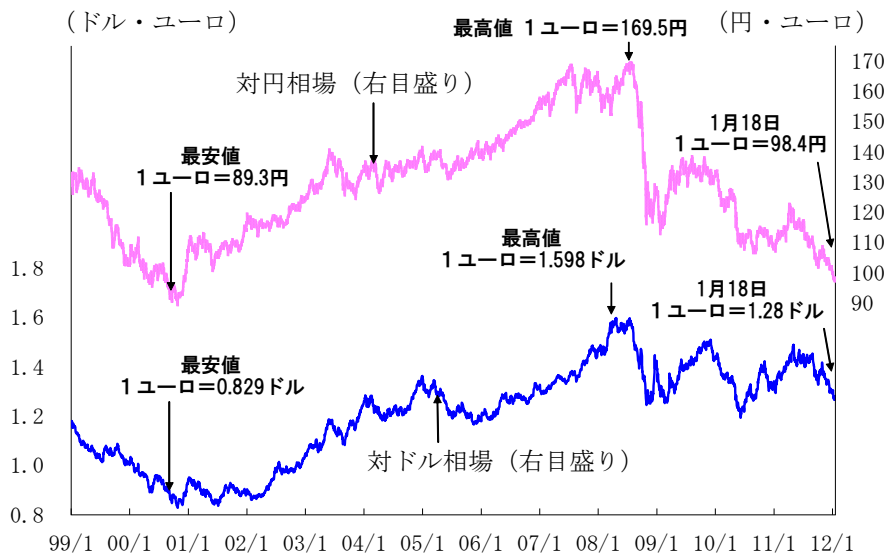
Weekly エコノミスト・ レター

防火壁への不安を残したまま大詰めを迎えるギリシャ政府債務再編問題

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. 大手格付け機関S & Pのユーロ圏9カ国と欧州金融安定ファシリティ（EFSF）格下げは財政・金融問題の解決に取り組むユーロ圏にとって逆風だが、直ちにEFSFの支援能力に影響する訳ではない。EFSFは2013年6月までの3年期限の暫定的な枠組みであり、昨年12月のEU首脳会議では常設の欧州安定メカニズム（ESM）を今年7月に従来の計画を1年前倒して創設することで合意済みだ。ESMをできる限り早く、より強固な仕組みとして立ち上げる重要性が増している。
2. 13日に一旦中断されたギリシャ政府と国際金融協会（IIF）の債務削減交渉は18日に再開したが、交渉の行方は予断を許さず、昨年10月のユーロ圏首脳会議で合意した3本柱の対策で想定した以上にギリシャ・ショックが大きくなるリスクが残っている。
3. 防火壁の強化の遅れは気掛かりだが、銀行システム対策として実施された欧州中央銀行（ECB）の3年物資金供給が安全網となり、深刻な混乱は回避できるだろう。

ユーロの対円、対ドル相場の推移



(資料) Datastream

(S & Pによる一斉格下げは逆風だが、支援能力が直ちに低下する訳ではない)

大手格付け機関S & Pが今年 13 日にユーロ圏 9 カ国の格下げ、17 日にはユーロ圏の危機国支援の枠組みである欧州金融安定ファシリティ（E F S F）の格下げを発表した。今回の格下げによって、フランスとオーストリアが最高格付けのトリプルAから1段階引き下げられてダブルAプラスで米国と並んだ。その他に今回の引下げ対象となった7カ国のうちスロベニア、スロバキア、マルタは1段階、スペイン、イタリア、キプロス、ポルトガルはそれぞれ2段階引き下げられた。キプロスの新たな格付けはダブルBプラス、ポルトガルはダブルBと投機的水準に引き下げられた。ポルトガルについては主要3社の格付けがすべて投機的水準に揃ったことになる。

S & Pは最高格付けに据え置いた国のうち、ドイツについては見通しも「安定的」としたが、その他の3カ国を含むユーロ圏の14カ国は「ネガティブ」としている。E F S Fの格下げは、フランス、オーストリアの格下げを反映したもので、見通しについては「E F S F参加国の信用力の低下による格下げの可能性」とともに「追加的な保証が実行された場合には格上げの可能性もある」として「ディベロッピング」とされた（図表1）。

図表1 ユーロ圏17カ国と日米のソブリン格付け

		S&P	ムーディーズ	フィッチ
投資適格	AAA (Aaa)	フィンランド、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、 米国 、EFSF	オーストリア、フィンランド、 フランス 、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、 米国 、EFSF
	AA+ (Aa1)	フランス 、オーストリア、 米国 、EFSF		ベルギー
	AA (Aa2)	ベルギー		
	AA- (Aa3)	エストニア、 日本	ベルギー 、 日本	スペイン 、 スロベニア 、 日本
	A+ (A1)	スロベニア	エストニア、スロバキア、 スペイン 、 スロベニア	マルタ、スロバキア、エストニア、 イタリア
	A (A2)	スロバキア、 スペイン	イタリア 、 マルタ	
	A- (A3)	マルタ		
	BBB+ (Baa1)	イタリア 、 アイルランド		アイルランド
	BBB (Baa2)			キプロス
BBB- (Baa3)		キプロス		
投機的	BB+ (Ba1)	キプロス	アイルランド	ポルトガル
	BB (Ba2)	ポルトガル	ポルトガル	
		<中略>		
	CCC (Caa2)			ギリシャ
	M: Caa3 S: CCC- F: C			
M: Ca S: CC F: RD	ギリシャ	ギリシャ		

(注) 赤字は引下げ方向で見直し、青字はネガティブ、緑字はディベロッピング

(資料) S&P、ムーディーズ、フィッチ

S & Pの今回の格付け変更は昨年 12 月 5 日の格下げ検討表明以降、広く予想されていたもので新たな悪材料ではないが、(1) 引き下げ対象となった国の資金調達コストの上昇、(2) 銀行の国債関連損失の拡大、資金調達難の深刻化、自己資本比率達成の困難化、(3) E F S Fの支援可能額の減少、資金調達コストの上昇といった影響が想定される。財政・金融問題の解決に取り組むユーロ圏にとって逆風だ。

そうは言っても3つの主要格付け機関のうちの1社の判断であり、懸念されている(3)のE F S Fの支援能力についても、直ちに影響が表れるわけではない。現時点でムーディーズはユーロ圏の最高格付け6カ国の格下げ方向で見直す意向を示していないし、フィッチはユーロ圏6カ国の格付けを「引下げ方向で見直し」しており、フランスについても昨年12月に見通しを「ネガティブ」に変更しているが、欧州政府格付け部門の代表が2012年内のフランスの格下げはないとの見方を示している(2012年1月10日ロイター)。E F S Fの支援可能額4400億ユーロのうち、ドイツの2110億ユーロに次ぐ約1600億ユーロ保証を行っているフランスを3社が揃って格下げし、それに連動してE F S Fの格付けも引き下げられる時期が間近に迫っているとまでは言えない。

(強化が必要な防火壁。今後の重点は7月稼働を目指すESMへ)

S & PはE F S Fを最上級に格上げする条件として「追加的な保証」を挙げているが、筆者は主に2つの理由から、ユーロ圏の政府がE F S Fへの「追加的な保証」に動くことはないと見ている。

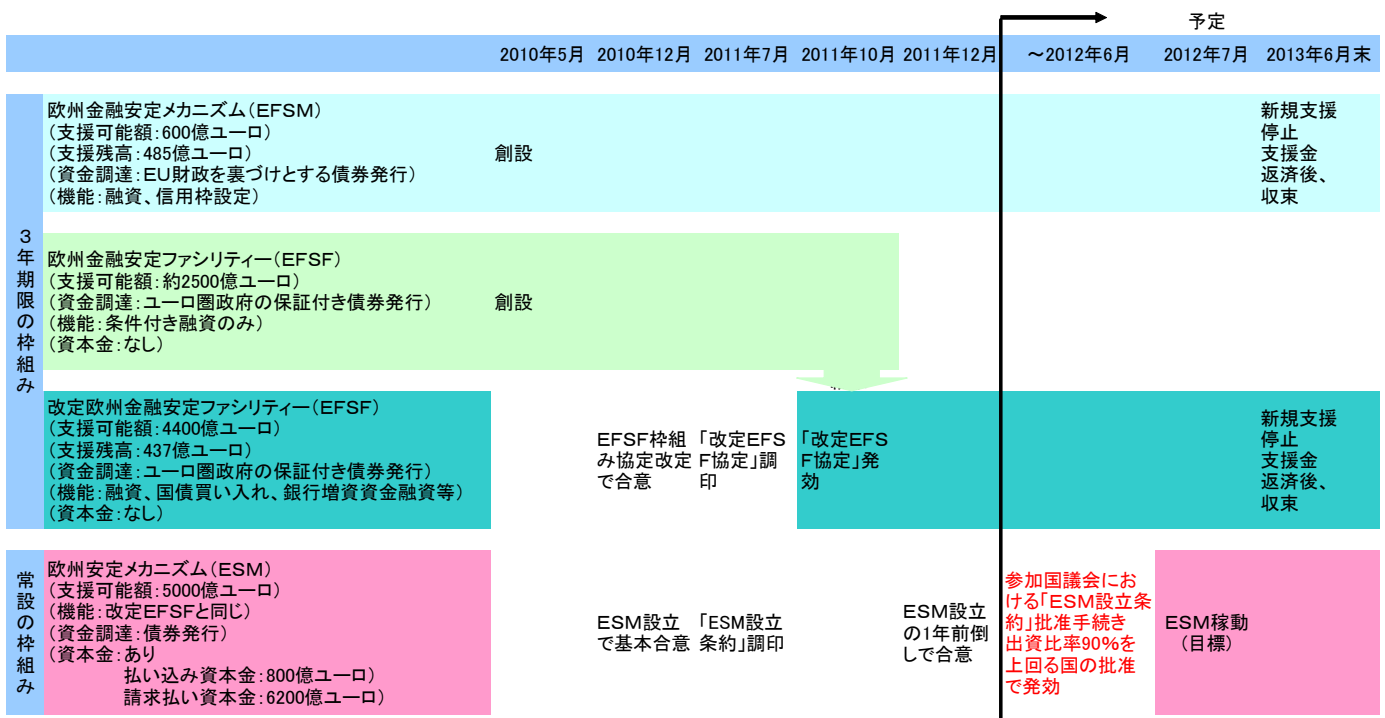
1つは、上述のとおり、近い将来にE F S Fが3社のすべてで最高格付けを失う可能性が高くないこと、もう1つは、E F S Fがそもそも2010年5月のギリシャ・ショックへの対応として3年期限で創設された危機対応の枠組みであることだ。昨年12月のEU首脳会議ではE F S Fの機能を引き継ぐ常設の危機対応枠組み・欧州安定メカニズム(E S M)を今年7月に従来の計画を1年前倒し創設することで合意済みである(図表2)。資本金により運営されるE S Mは、政府保証によって運営されるE F S Fに比べて個別国の格付け変更の影響を受けにくい利点もある。S & PがE F S Fの格下げを発表した17日に、E F S FのレグリングCEOが「1つの格付け会社の格下げによってE F S Fの4400億ユーロの支援可能額が減ることはなく、2012年7月のE S Mの稼働までの間、現在と将来の支援プログラムにおける役割を果たす十分な手段を有している」と述べている。当面はE F S Fを維持しつつ、E S Mを出来る限り早く、より強固な仕組みとして立ち上げることが、危機対応能力の向上のために重要だ。

今年7月のE S M立ち上げには、参加各国における「E S M設立条約」の承認手続きが必要である。現在の「E S M設立条約」の34条にはE F S Fが完全収束するまでのE S Mとの並存期間の支援可能額は合計で5000億ユーロという規定があるが、12月の首脳会議では合計の上限金額の引き上げについて3月1～2日に開催予定のEU首脳会議までに決定することで合意している。E S Mは、2011年10月の「改定E F S F協定」発効後のE F S Fと同様に「厳しい条件付きの融資」だけでなく、「発行市場・流通市場での国債買入れ」、経済ファンダメンタルズが健全な国の資金繰り問題に対応するための「予防的プログラム」、金融システム強化のための公的負担が財政危機を引き起こすことを未然防止するための「銀行の増資支援のための融資」などの様々な機能を持つ。しかし、これらの機能を活用して、従来、E F S Fの支援対象となってきた周辺3カ国よりも遥かに規模の大きいイタリアやスペインを支援するには能力不足であり、上限引き上げが実現すること

が望ましい。

今月 17 日に、国際通貨基金（IMF）が、12 月の EU 首脳会議で合意した 1500 億ユーロ（2000 億ドル弱）のユーロ圏から IMF への融資を原資に、新たに 5000 億ドルの支援能力の拡充に動き始めたことは朗報だ。米国が反対の姿勢を示すなど、最終的な結論はまだ見えないが、2 月 25～26 日に予定されている主要 20 カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議に向けて調整が進展すれば、安心感につながる。ユーロ圏としては、ギリシャの第二次支援受け入れの是非を問う国民投票を巡る混乱もあり新興国などの資金動員に失敗した 10 月の E F S F の「レバレッジ化」案の轍を踏まないために、財政規律と監視体制強化のための新たな「財政協定」と並行して E F S F / E S M の強化の具体的成果を挙げる必要がある。

図表 2 ユーロ危機対応の枠組み



(資料) E F S F

(ユーロ共同債は中長期的な選択肢)

ユーロ圏の政府が資金調達を一本化する「ユーロ共同債」の導入は、ユーロ圏平均の信用力で調達することになるため、各国が個別に調達する場合と異なり、必要な資金が手当てできないリスクや極端に高い調達コストを強いられるリスクを低下させることになる。E F S FあるいはE S Mと異なり、「危機国の救済負担が支援国の財政悪化要因となる悪循環」も解消するが、ドイツなど信用力が相対的に高い国にとって資金調達コストの上昇につながる。また、資金調達コストの平準化によって問題国の財政構造改革のインセンティブが削がれ、健全国から問題国への一方的な財政移転が定着してしまうおそれもある。

導入にあたっては、こうした問題解決のために設計上の工夫が必要であるし、そもそも基本条約

を本格的に改正しなければならない。将来の選択肢として排除すべきではないが、足もとの危機対策とはならない。

(危機の元凶のギリシャはいずれにせよデフォルト。問題は秩序の有無)

S & Pが9カ国の格下げを公表した13日には、ギリシャ政府の債務削減を巡るギリシャ政府と国際金融協会（I I F）との協議中断も公表された。交渉は18日に再開され、23日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）での概要の提示、2月6～10日に詳細公表を目指して調整が進められているが、交換する債券の表面利率と償還期限でなお見解に隔たりがあるとされており、交渉の行方は予断を許さない。

図表3 ユーロ危機を巡る向こう3カ月間の主な予定

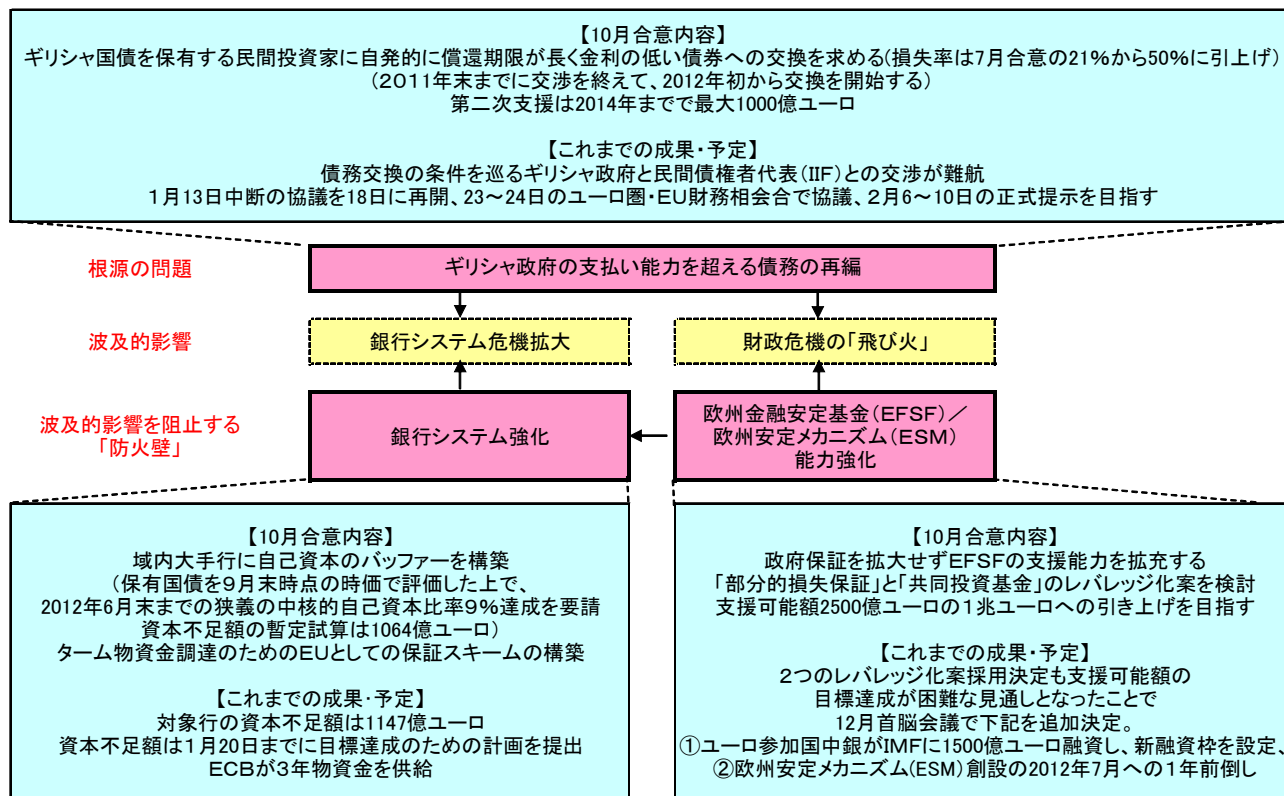
月	日	内容
1月	18日	ギリシャ政府と国際金融協会の債務削減交渉の再開
	20日	資本不足の銀行増資計画提出期限
	23日	ユーログループ(ユーロ圏財務相会合)
	24日	EU経済・財務相会合(ECOFIN)
	30日	EU首脳会議(財政協定、経済、競争力、雇用について協議)
	31日	ギリシャ、EU・IMF第一次支援第6回審査期限
2月	1日	イタリア国債償還(元本258億ユーロ)
	6日～10日	ギリシャ政府、債務交換計画の提示(予定)
	9日	ECB理事会
	20日	ユーログループ(ユーロ圏財務相会合)
	21日	EU経済・財務相会合(ECOFIN)
	25～26日	主要20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議
	28日	スペイン国債償還(元本13億ユーロ)
	29日	ECB、第2回3年物資金供給
		イタリア国債償還(元本106億ユーロ)
3月	1日	イタリア国債償還(元本合計271億ユーロ)
	1～2日	EU首脳会議(財政協定調印、EFSF+ESMの上限引き上げの是非につき決議)
	5日	アイルランド国債償還55億ユーロ
	8日	ECB理事会(経済見通し公表)
	12日	ユーログループ(ユーロ圏財務相会合)
	13日	EU経済・財務相会合(ECOFIN)
	15日	ギリシャ、EU・IMF第一次支援第7回審査/アイルランド、同第5回審査/ポルトガル、同第3回審査期限
	20日	ギリシャ国債償還(元本144億ユーロ)
4月	4日	ECB理事会
	15日	イタリア国債償還(元本151億ユーロ)
	22日	フランス、大統領選挙(第1回投票)
	30日	イタリア国債償還(元本123億ユーロ)/スペイン国債償還(元本119億ユーロ)

(資料)EU理事会、ECB、ギリシャ債務管理庁、Bloomberg ほか

債務削減を通じた民間負担(P S I)は第2次ギリシャ支援の柱であり、2010年5月に始まった第1次支援ではカバーされていない3月20日の144億ユーロの国債償還前に目処をつけなければならない。仮に、民間債権者との交渉が上手くまとまっても、ギリシャ政府は約束通り債務の元利払いを履行しないことになるため、債務不履行(デフォルト)となる。ただ、この場合、2014年までの所要資金に対する公的支援と支払い能力の回復も実現する「秩序立った」デフォルトである。2011年10月のユーロ圏首脳会議は、「秩序立ったデフォルト」というギリシャ・ショックを想定し、銀行システム対策とEFSF/ESMという防火壁を強化するという3本柱の対策で合意した

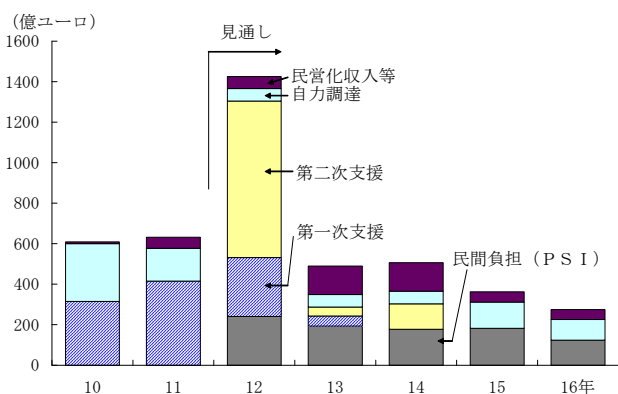
訳だが（図表4）、根源の問題であるギリシャの政府の資金繰りについては、交渉がまとまらないまま「無秩序な」デフォルトとなり、ユーロ参加国政府の信用への不安と金融システムの緊張が想定以上に高まるリスクが残ったままだ。第二次支援がまとまった後も、2012年以降のプライマリー・バランス定着、政府債務残高のGDP比率の低下（図表6）という目標が実現できなければEU・IMFからの支援金を引き出すために必要な3カ月に1度の審査を合格できず、支援が停止されるリスクは残る。

図表4 EU・IMFのギリシャ支援プログラム：ファイナンス計画



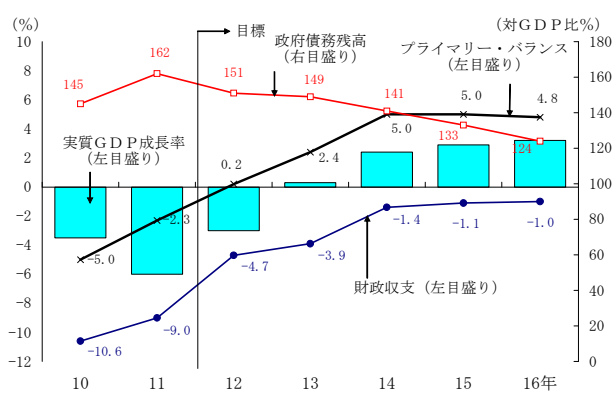
(資料) 10月ユーロ圏首脳会議声明、12月EU首脳会議声明、EBAほか

図表5 EU・IMFのギリシャ支援：資金調達計画



(資料) IMF「第5回審査報告」2011年12月

図表6 EU・IMFのギリシャ支援：財政目標



(資料) IMF「第5回審査報告」2011年12月

（ ECBの資金供給が安全網となり深刻な混乱は回避 ）

今年上半期のユーロ圏は、ギリシャ・ショックが想定以上のものとなるリスクを帯びつつ、防火壁が不十分なまま、各国の国債償還・入札ラッシュを乗り越えなければならない。ユーロ圏の銀行は、1～3月期だけで2000億ユーロという金融債の償還をこなしながら、6月末を期限とする狭義の中核的自己資本比率9%という資本バッファ構築の計画を実行しなければならない。

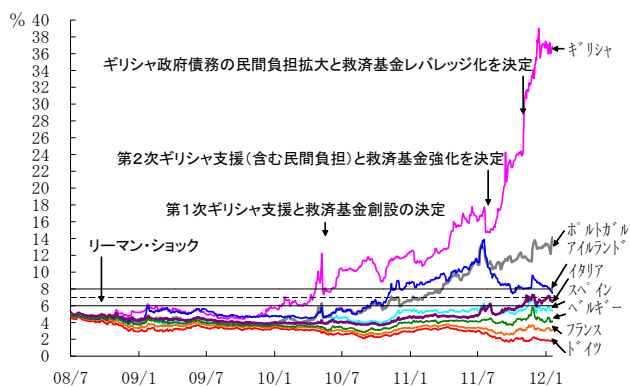
不安材料が山積する中、為替市場ではユーロ安が進んでいるが（表紙図表参照）、ユーロ圏各国の国債入札の結果は、昨年末に比べて押し並べて改善、国債利回りも3社の格付けが投機的水準に並んだポルトガルを例外として概ね低下（図表7）し、株価も持ち直している（図表8）。

こうした市場の動きは欧州中央銀行（ECB）が12月21日に実施した4892億ユーロの3年物資金供給に支えられている部分が少なからずあるように思う。1月の政策理事会後の記者会見でドラギ総裁は「（ユーロ圏の一部に見られる）信用収縮に歯止めを掛ける効果を挙げた」とする一方、国債市場への波及効果については「十分な判断材料がない」とし判断を留保したが、財政—金融—景気の悪循環に歯止めを掛ける一定の役割を果たしつつあるようだ。

ECBの3年物オペは2月29日より第2回目が予定されており、2月のオペでは、昨年11月の政策理事会で決めた新たな適格担保要件が適用されることになっている。ユーロ危機に対するECBの政策を「国債の無制限購入」を明言しない点で力不足とする声はあるが、ECBは現実にとりうる手段の中で、銀行中心のユーロ圏の金融システムに適した方法で、ユーロ圏政府の防火壁構築や銀行のリストラ、債務問題解決のため時間を稼ぐ役割を果たしている。

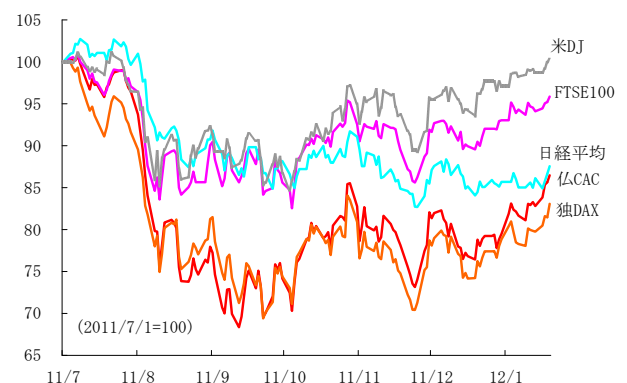
ユーロ圏の先行きは楽観を許すものではないが、ECBが安全網となることで、深刻な混乱は回避できるだろう。

図表7 ユーロ圏の10年国債利回り



（資料） Datastream

図表8 主要国株価の推移



（資料） Datastream

（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。