

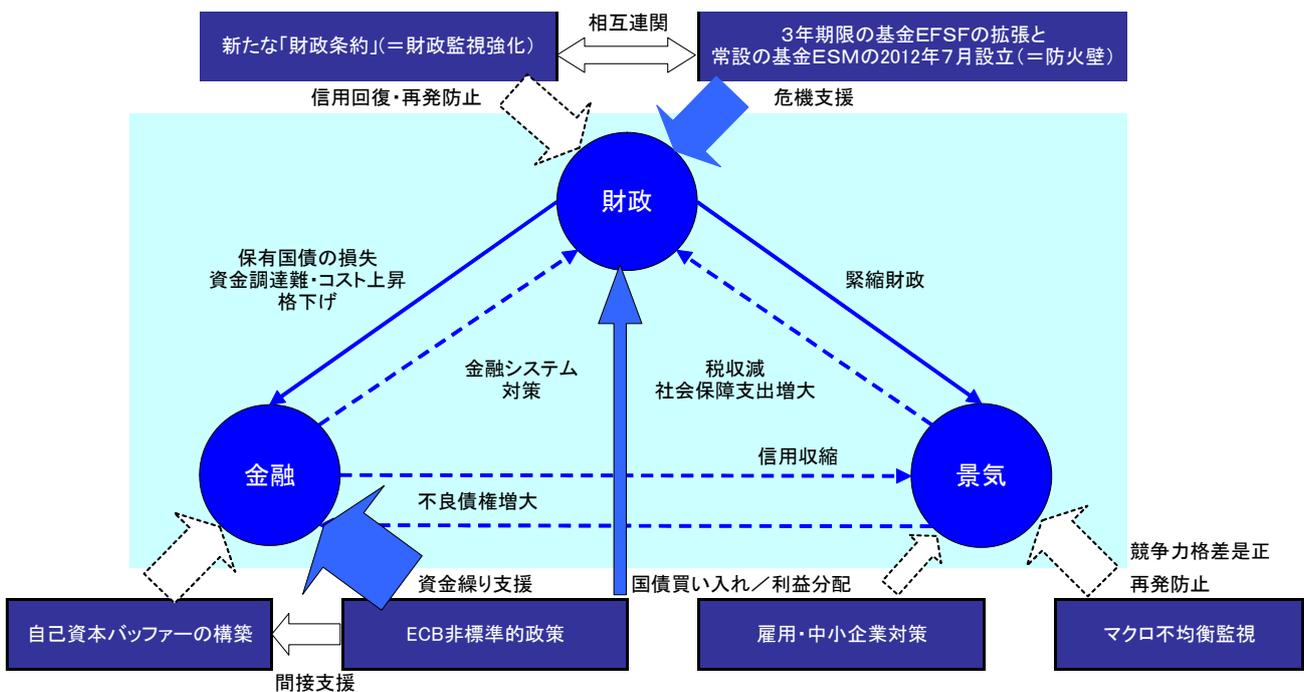
Weekly エコノミスト・ レター

ギリシャ向け第二次支援—いよいよ決着へ

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. 20 日の定例ユーロ圏財務相会合でのギリシャ向け第二次支援の承認に向けた調整が大詰めを迎えている。ギリシャは支援承認のための3条件を達成しつつあり、焦点は民間との債務再編協議と監視強化・債務返済優先の仕組みを巡る調整に移っている。
2. 公的資金の無制限な投入や交換後の国債の利払い停止を避けたい支援国側と元本償還圧力と利払いの負担の長期にわたる軽減する見返りとして財政主権の部分的放棄を迫られることに難色を示すギリシャの対立は、ギリシャの譲歩で決着するだろう。
3. 政策対応の進展（下図参照）もあり、ギリシャ・ショックへの耐性は以前よりも高まったが、ギリシャと支援国の双方にとって「無秩序なデフォルト」の回避が望ましい。

ユーロ圏内の危機の伝播と財政—金融—景気の相互作用を断ち切るための枠組み



(注) 未実行、計画段階も含む。水色の矢印はすでに効果を挙げている対策。点線は将来的に効果が期待されている対策

（ギリシャ第二次支援の承認は20日に持ち越し）

ギリシャ向け第二次支援の承認のために予定されていた2月15日のユーロ圏臨時財務相会合（ユーログループ）は電話会議で行われた。

ユーログループは9日の会合でギリシャに対して、第二次支援決定の条件として（1）政府と国際通貨基金（IMF）、EUの欧州委員会と欧州中央銀行（ECB）の支援側の3機関（＝トロイカ）との間で合意した政策パッケージについての議会承認、（2）2012年の3.25億ユーロ相当の赤字削減策、（3）政治指導者が支援条件である構造調整プログラムの実行を約束するという3つの条件を提示した。

これら3条件のうち、事務レベル会合が行われた14日の段階で達成されていたのは（1）のみであったが、15日の電話会議後のユンケル議長による声明文では、全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ党首と、4月に予定されている総選挙後、次期首相への就任が有力視される新民主主義党のサマラス党首が誓約書に署名し、（3）の条件が満たされたこと、（2）についてもギリシャとトロイカとの間で協議が進展したことを明らかにしている。

声明文では3条件の達成が近づきつつあることに加えて、トロイカによるギリシャの債務持続性に関する分析が完了したとし、「20日の定例会合ですべての必要な決定が下されると確信している」との見方を示した。

（民間に損失負担を求める第二次支援）

第二次支援は、債務交換を通じた民間負担（PSI）1000億ユーロ、公的支援1300億ユーロからなる。昨年7月21日のユーロ圏臨時首脳会合での合意に始まる「秩序立ったデフォルト（債務不履行）」を図るものだ。

昨年7月以降、時間の経過とともにギリシャの財政・経済状況が悪化したため、10月26日の首脳会議で債務削減率を、7月合意時の21%から50%に拡大し、2020年の政府債務残高120%を目指すという数値目標が設定された。

20日の第二次支援承認の鍵の1つがPSIに関する合意があるが、最終案では債務削減率はさらに拡大されるほか、EUの基本条約の救済禁止条項に抵触しない「利益分配」という範囲でのECBの関与を盛り込むなど、10月の修正案よりも、さらに踏み込んだ内容となる見通しだ。

（政府レベルの協議の焦点は監視の強化、債務返済優先の仕組みの導入）

15日のユーログループの声明文には「プログラムの監視を強化するとともに、債務返済が確実に優先される具体的な仕組みについて、さらなる検討が必要」との文言が盛り込まれており、政府レベルの協議の焦点は、監視の強化、債務返済優先の仕組みのあり方に移りつつあるようだ。

ギリシャの財政危機はそもそも財政統計の不正に始まるもので、その後の統計修正も一因となって、2011年の政府債務残高のGDP比は2010年5月の支援プログラム開始時の想定を17%ポイントも上回る結果となった（図表1）。トロイカは、議会で法案が可決されても実効が上がらない点にも不満を募らせており、EUは昨年9月には構造改革を技術的に支援するためのタスクフォースを立ち上げている。第二次支援が、公的資金の無制限な投入や、債務交換後の国債の利払い停止に至らないよう、より厳しい監視と債務返済を優先する仕組みを組み込みたい支援国側の思いは理

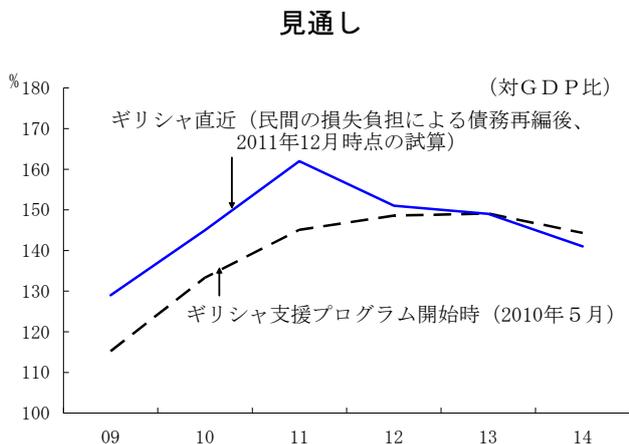
解できる^(注1)。厳しい条件は、ユーロ圏レベルでの第二次支援承認後、ドイツやフィンランドなどが進めることになる各国議会で承認手続きのハードルを低くする効果もある。

(注1) 具体的な方法として、ドイツが、予算監視強化のためギリシャの予算決定に拒否権を持つEUの特別委員を設置することや、債務再編後の国債の利払いを確実にを行う仕組みとして公的支援の一部を特別勘定(エスクロー勘定)で管理することを提案したと伝えられている。

ギリシャにとって、PSIを伴う第二次支援には、元本償還の圧力と利払いの負担が長期にわたり軽減されるというベネフィットがある。しかし、その見返りとして、3カ月に1度、財政・構造改革の進捗状況の審査に加えて、予算への介入や債務返済優先の仕組みの導入など、言わば財政主権の部分的な放棄まで迫られるのは、見返りとして大きすぎるという思いも理解できなくはない。

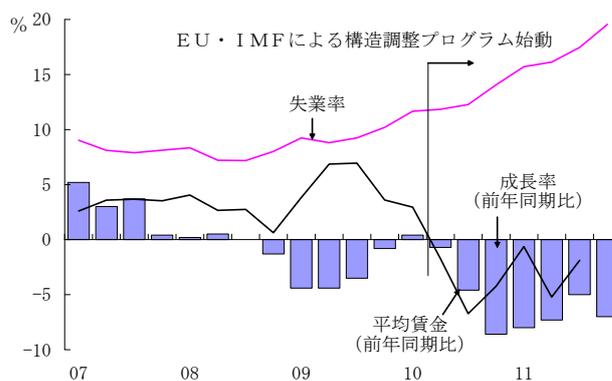
ギリシャのマイナス成長は5年目に入ろうとしており、11月には失業率が20.1%に達するなど、財政危機の雇用・所得への影響は深刻で(図表2)、国民の不満は蓄積している。

図表1 ギリシャの政府債務残高のGDP比



(資料) IMF

図表2 ギリシャ実質GDP成長率



(注) 直近の失業率は10~11月の平均

(資料) ギリシャ統計局

(対立の根底にある従来のユーロ圏の制度設計の問題)

ギリシャの問題が最初に表面化した2010年当時、ユーロ圏は財政危機に対処する仕組みを欠いていた。「安定成長協定」で定めたルールに基づく財政の相互監視のメカニズムが機能すると想定していたからだ。結果として、「ギリシャを誰がどのように助けるのか」がまとまらないまま時間が経過、事態の悪化を許した。

ギリシャの危機を引き金に2010年5月~6月にかけて3年期限の欧州金融安定メカニズム(EFSM、支援可能額600億ユーロ)と欧州金融ファシリティー(EFSF、支援可能額4400億ユーロ)という支援の枠組みが創設された。昨年7月にギリシャの「秩序立ったデフォルト」を模索し始めてからは、財政危機の「飛び火」に対処できるよう、EFSFの規模と機能拡張(2011年10月)、EFSMとEFSFを引き継ぐ常設の枠組みである欧州安定メカニズム(ESM)の創設を2012年7月に1年前倒しすることを決める(2011年12月)など「防火壁」の強化に手を打ってきた。

このように、ユーロ圏は危機に対処するための枠組みの整備が進んだが、新設の支援の枠組みに適用されるルールに関して事前の段階のコンセンサスはないことが、ギリシャと支援国間の対立の根底にある問題だ。もしも、「追加支援を要請する場合は財政主権を部分的に手放さなければならない」といったルールが予め導入されていたならば調整はスムーズであろうし、そもそも、財政危機に至る前の段階で放漫財政に歯止めをかける、あるいはユーロ導入を急がないという判断につながったかもしれない。

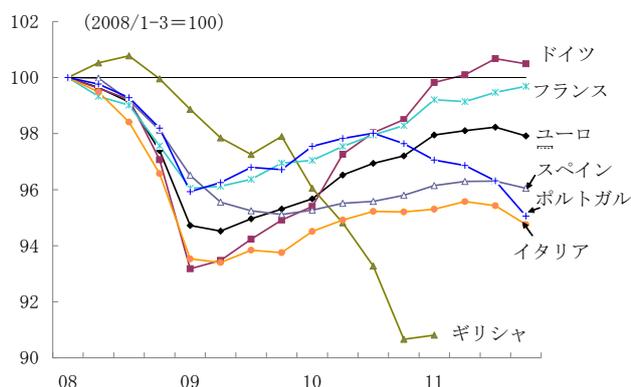
ただ、支援の枠組みもルールを欠いたままユーロを導入し、財政危機の拡大した今となつては、支援の枠組みの強化と支援にあたってのルール作りを並行して進め、妥協点を探る他に選択肢はない。

（「デカップリング(切り離し)」の兆しが見られる国債市場）

P S I を含む第二次支援がまとまらなければギリシャは3月20日の145億ユーロの国債が償還できず、「無秩序なデフォルト」に至る。支援承認の先送りが続いたこの2週間ほどは本来かなり緊迫した状況にあったと言え、正式決定に至るまでは予断を許さない。加えて、13日には米格付け機関ムーディーズによるイタリア、スペインなどユーロ圏6カ国の格下げ、15日には10～12月期のユーロ圏のGDPのマイナス成長（図表3）といった悪材料もあった。

こうした悪材料にも関わらず、ユーロ圏の国債市場はおおむね平静を保っている。ECBは、2月に入って国債買い入れを大きく減らしているにも関わらず、イタリアやスペインの10年国債利回りは危機ラインと見られる7%を大きく下回る5%台で推移、EU・IMFの支援プログラムを順調に消化しているアイルランドの国債利回りも7%近辺まで低下している。1月のS&Pの格下げで主要3社の格付けが投機的水準に揃ったことで1月末まで上昇が続いたポルトガルの国債利回りも2月に入ってからは低下に転じた（図表4）。

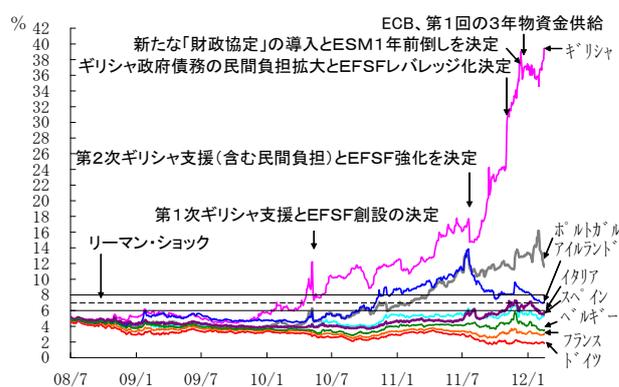
図表3 ユーロ圏と独仏、南欧の
実質GDP成長率



(注) ギリシャは2011年4～6月期以降の実質GDP季節調整値を公表していない

(資料) ユーロスタット

図表4 独仏、危機国、重債務国の
10年国債利回り



(資料) Datastream

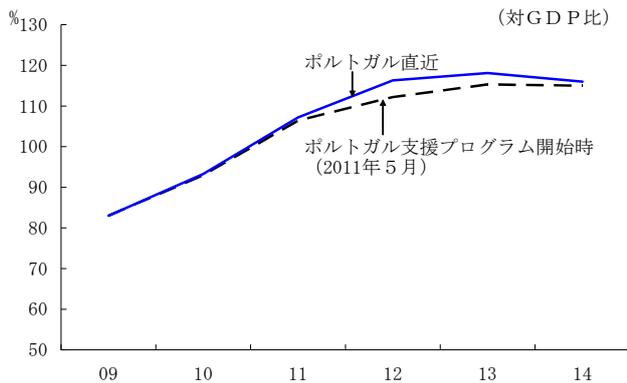
（ポルトガルは追加支援濃厚だが、調整はギリシャよりはるかに円滑に進む見通し）

ポルトガル経済は10～12月期に前期比1.3%のマイナス成長に沈み、EU・IMFに課された2011年の財政赤字のGDP比5.9%という目標は、銀行の年金基金の会計を一般政府の会計に移すことで辛うじて達成した。2012年も不況が続く中での緊縮強化という厳しい道りを歩むことになる。2012年の財政赤字GDP比の目標4.5%の達成は難航するだろう。

2011年5月とギリシャに1年遅れでスタートしたEU・IMFのポルトガル向け支援プログラムでは、「2013年の市場復帰、9月の97億ユーロの国債償還資金の自力調達」を想定している。しかし、10年国債利回りは足もと低下しているとは言っても、まだ11%台で支援要請時を遥かに上回る水準である。EU・IMFによるポルトガルの3回目の審査は3月15日が締め切りだが、早ければこのタイミングで追加支援の議論が浮上し始めるだろう。

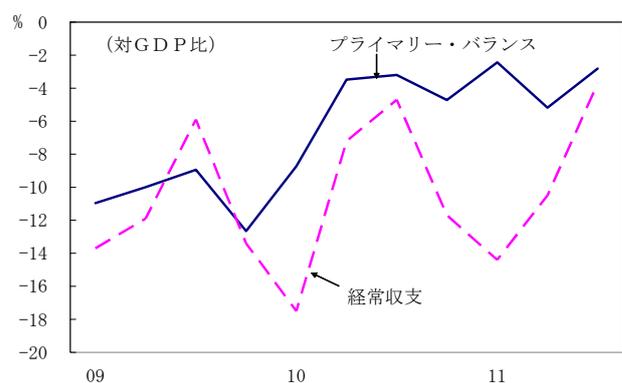
ただ、追加支援を巡る調整はギリシャほどもつれることはなく、大幅な民間負担を求めることも回避されるだろう。EU・IMFの支援プログラムとほぼ時を同じくして始動したコエリョ政権の改革への姿勢をトロイカは肯定的に評価している。政府債務残高のGDP比の水準もギリシャに比べて低く、当初の想定との乖離もギリシャほど大きい訳ではないからだ（図表6）。

**図表5 ポルトガルの政府債務残高GDP比
見通しの修正状況**



(資料) IMF

**図表6 ギリシャのプライマリー・バランスと
経常収支対GDP比**



(注) 未季節調整値

(資料) ギリシャ統計局、ユーロスタット

（防火壁を補い、問題解決の時間稼ぎに貢献するECB）

ギリシャの資金繰りへの不安が、他国の国債利回りに影響を及ぼすというこれまでのパターンを外れた「デカップリング（切り離し）」の兆候は、ECBの非標準的政策の拡充、特に3年物資金を大量に供給したことが、金融と財政の相互作用の悪循環にとりあえず歯止めを掛けることに成功したことが大きいように思われる。

政府の「防火壁」については、先述のとおり、ギリシャの財政事情の悪化に後押しされる形で強化が進んだが、イタリアのような大国の危機への対処を想定した場合には支援能力が不足するという問題は残されたままだ。EFSFによる基金創設や損失補償などによるレバレッジ化は未だ具体的な成果が挙がっていないし、ESMの前倒しだけでは、支援能力の引上げにはつながらない^(注2)。

ECBの非標準的政策は、こうした「防火壁」の不完全さを補い、急激な信用収縮の圧力を緩和

し、各国が財政や金融システムに抱える問題を修復するための時間稼ぎに大いに貢献している（表紙図表参照）。

（注2）「ESM設立条約」にEFSFとESMの併存期間の支援上限額は合計で5000億ユーロという規定があるため。

この規定については3月1日～2日のEU首脳会議での協議事項となっている。

（監視強化や債務返済優先の仕組みについてはギリシャの譲歩で決着へ）

政策対応の進展を背景に、昨年秋口までに比べると、ギリシャの問題が財政破たんの連鎖や本格的な金融危機を引き起こすリスクは大きく低下しつつあり、環境は厳しい条件を受け入れさせたい支援国側に有利になっている。監視強化や債務返済優先の仕組みについては、ギリシャが譲歩せざるを得ないだろう。

ギリシャは、大幅なプライマリー・バランスの赤字削減、経常収支赤字の削減を実現したが、黒字転化には至っておらず（図表6）、外部の資金を必要としている。トロイカからの要求を退けて「無秩序なデフォルト」に踏み切ることでは問題は解決しない。ユーロからの離脱を迫られるとすれば、ユーロ建て債務の取扱いの問題を始め、事態を一層混乱させる。追加的な構造調整プログラムの実行に加えて、財政主権の一部放棄という選択は厳しいものだが、追加支援を受けて債務を再編した上で、EUのタスクフォースによる技術支援やEU財政の構造基金の有効活用など、EUの加盟国としての立場を生かして、構造改革と同時に、成長と雇用の回復を目指す方が合理的だ。こうした点について国民の理解を取り付け、具体的な成果を示すことが、総選挙後に誕生するギリシャの次期政権が果たすべき役割だ。ギリシャがこうした転換を遂げるのであれば、EUも積極的に支援すべきだ。

（無秩序なデフォルト回避はギリシャと支援国側双方の利益）

20日に第二次支援が承認され、半年にわたり準備が進められた「秩序立ったデフォルト」に動く場合でも、その影響は昨年7月時点で想定されていたよりも、大きくなる見通しだ。まして、交渉が決裂した場合の「無秩序なデフォルト」は、ユーロ分裂の観測を引き起こすなど、想定外の影響をもたらすリスクがある。

ユーロ圏内の伝播に備えた「防火壁」あるいは「安全網」が張り巡らされたとは言っても、ギリシャと支援国側の双方にとって「無秩序なデフォルト」の回避が望ましいことには変わりはない。

（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。