

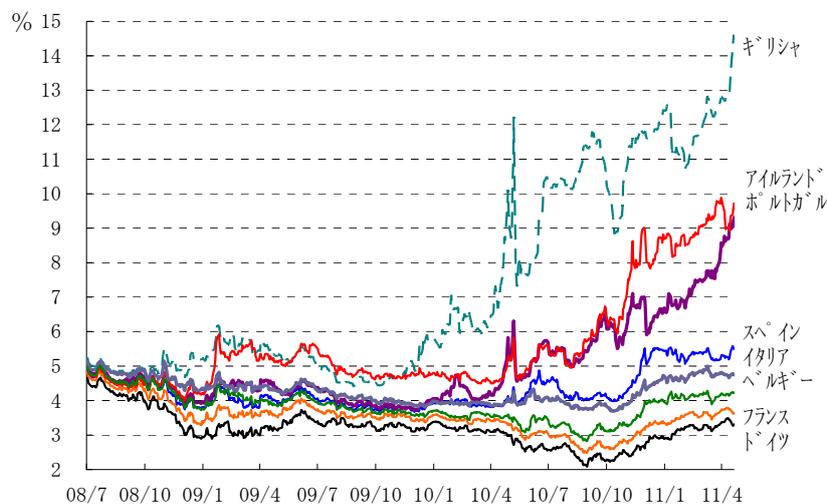
# Weekly エコノミスト・ レター

## 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？

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. ギリシャ・ショックからおよそ1年が経過したが、足もとでもギリシャ、ポルトガルの信用リスク指標は高値を更新しており、ユーロ圏周辺国の財政危機に終息の気配はない。
2. 6月に国債償還を控えるポルトガル支援の5月半ばの合意実現には、同国の超党派の合意実現の成否とフィンランドの総選挙の反EU政党の躍進が不安材料となっている。
3. ギリシャでは過去1年で財政・構造改革が進展、ユーロ圏中核国の銀行のショック吸収力も改善しつつあるが、ギリシャの政府債務残高は当初の想定よりも膨らんでいる。2013年半ばに始動するESMでの民間負担の原則導入も重石となり、EU・IMFプログラムが当初予定していた2012年の中長期国債市場への復帰の見通しは立っていない。
4. 3月にユーロ圏首脳会議が合意した支援金利引下げや返済期限延長は抜本的な問題解決には力不足と見られている。改革疲れとともに支援疲れも懸念されるが、現段階でギリシャの債務再編に踏み切るリスクもなお大きく、ギリシャ政府もEUも追加支援で時間を稼ぐ戦略を維持せざるを得ないように思われる。

独仏及びユーロ圏周辺国と高債務国の10年国債利回り



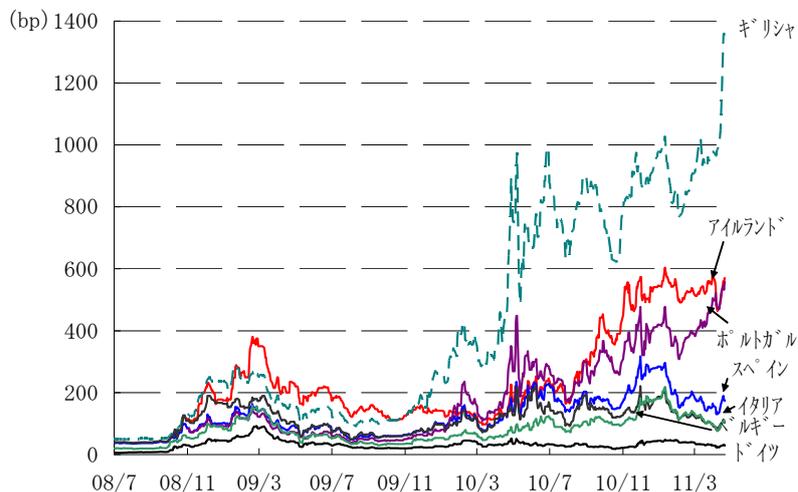
(資料) Datastream

### (ギリシャ危機から1年。周辺国財政危機に終息の気配はない)

ギリシャに対して、EUとIMFが3年間で1100億ユーロの支援を決めたのは昨年5月2日だった。この直後の5月6日～7日に世界は同時株安に見舞われた。いわゆるギリシャ・ショックから1年が経とうとしているが、ユーロ圏周辺国の財政危機に終息の気配はない。

この間、EUとIMFの支援要請国は3カ国に増え、ギリシャの国債利回り（表紙図表参照）と国債のデフォルト（債務不履行）に対する保証コストであるソブリンCDSスプレッドは過去最高の水準に達している（図表1）。4月6日にEU・IMFへの支援要請の方針を表明したポルトガルのソブリン・リスクの指標も高値更新の流れが止まらない。アイルランドも3月末に銀行特別検査（ストレス・テスト）の結果と銀行再編計画が好感され一旦は低下したものの急反発し、スペインでも、貯蓄銀行改革加速や労働市場と社会保障の一体改革に対する取り組み姿勢を評価した信用力の改善の流れに歯止めが掛かった。

図表1 ユーロ圏周辺国のソブリンCDSスプレッド（5年物）



(資料) Datastream

### (フィンランド総選挙を受けて台頭したEUによる支援への新たな不安)

ポルトガルからの正式な支援要請を受けて、4月8日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）では、EU、IMF、ECBはただちにポルトガル政府と主要政党を交えた協議を開始し、総選挙後、新政権が速やかに改革に着手できるよう5月中旬までに構造改革プログラムで合意するスケジュールを決めた。6月15日に50億ユーロの国債償還に対応するため、5月16日のユーログループでの合意がギリギリのタイミングとなるが、その実現に2つの不安材料があることが、ポルトガルの信用リスク指標を押し上げる要因となっている。

1つは、6月5日の総選挙を控えて、主要政党がEU・IMFの支援の前提となる構造改革プログラムについて超党派で合意できるのかという点である。もう1つは、4月17日のフィンランドの総選挙における反EUの愛国主義政党「真のフィンランド人」が躍進した影響である。現在のEUの支援の枠組みの中核である欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の支援決定にはユーロ圏財務相の全会一致が必要であるため、フィンランドが反対すれば、ポルトガル支援はもちろんのこ

と、6月のEU首脳会議で最終合意を目指すEFSFの強化策や後述のギリシャ向けの追加支援も実現できなくなる。今回の選挙でキビニエミ首相率いる中央党（中道右派）が政治資金スキャンダルの影響もあって議席を50から35に減らし第4党に転落したが、連立政権を担ってきた国民連合（中道右派）が第1党となった。現財務相でポルトガル支援に賛成の立場をとるカタイネン氏が首相に就任するため、基本政策は継承されると見られる。国民連合が連立協議に入っている「真のフィンランド人」はギリシャ、アイルランドへの支援反対、ポルトガル支援には参加しない方針を表明してきたし、連立政権への参加の可能性がある第2党の社会民主党（中道左派）も支援には否定的な立場である。連立協議がまとまるまでには数週間を要すると見られており、5月のユーログループまでにポルトガル支援の方針を固めることができるかも不透明である。

図表2 2011年7月初めまでの注目日程

月日		内容
4月	26日	EU加盟国の2010年財政統計公表
	28日	スペイン資本不足行の再建計画承認期限
	30日	スペイン国債償還(155億ユーロ)
	30日	EUストレステスト参加行のリストラ計画提出期限
5月	5日	ECB政策理事会
	15日または16日	アイルランド、第1回、第2回構造調整プログラム審査の報告書公表
	16日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合):ポルトガル支援計画で合意予定
	17日	EU財務相会合
	30日	ギリシャ、構造調整プログラム第4回審査期限
6月	5日	ポルトガル総選挙
	9日	ECB政策理事会(経済見通し公表/7~9月期の流動性供給方針決定/追加利上げの可能性)
	14日	ユーログループ(非公式ユーロ圏財務相会合)
	15日	ポルトガル国債償還(50億ユーロ)
	15日	EU財務相会合
	22日	ドイツ・プレーメン州議会選挙
	24日	EU首脳会議 (EFSF強化とESM設立最終合意/各国の「安定・収れん計画」、「国家改革計画」承認/ EU共通の金融機関破たん処理ルール、基金構築での合意)
	中	EU銀行特別検査(ストレステスト)の結果公表
7月	7日	ECB政策理事会(追加利上げの可能性(6月に見送られた場合))

### ( 急浮上したギリシャの債務再編観測 )

4月15日には、ギリシャが2015年までの中期財政戦略を公表し、アイルランドも総選挙～政権交代の影響で延期されていたEU・IMFの構造調整プログラムに対する第1回目の審査が「成功裏に終了した」ことを発表した。

こうした政府による改革に対する継続的なコミットメントや、改革の進展を示す材料にも関わらず、信用指標の悪化が続くのは、債務の返済可能性への不安が消えないからだ。14日付けの独紙ヴェルトでドイツのショイブレ財務相が「2013年以前でも債務者との交渉で債務再編することは可能」と述べたインタビュー記事が掲載された他、ドイツ国内さらにギリシャ国内でも、国債の利払い・元本削減、返済期限の延長といったなんらかの債務再編は止むを得ないと見方が広がって

るという報道が相次いだことも、信用リスク指標の悪化に拍車を掛けることになった。

### （ 2013 年始動の E S M の設計も影響 ）

2013 年 7 月に、財政の危機に陥ったユーロ参加国を対象とする E U の金融支援の枠組みは、3 年期限で創設した E F S F と欧州金融安定メカニズム（E F S M）から欧州安定メカニズム（E S M）に継承される。E S M の規模は E F S F と E S M の合計額である 5000 億ユーロであり、I M F と協調して、厳しい条件付きで支援を実施するなど、基本の設計は従来の枠組みと同じだが、2 つの点が大きく変わる。

1 つは、支援の際、債務の持続性分析の結果によって「ケース・バイ・ケース」で「I M F の慣行に則って」民間負担を求めることと、その際の返済順位は I M F - E S M - 民間投資家とすることである。これに対して、E F S F は民間投資家と同格に位置づけられている。もう 1 つは、新発国債に債券を保有してい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契約条項である集団行動条項（C A C）を付することである。これらの変更の目的は、投資家のモラルハザードを防ぐことと、秩序立った債務再編のための環境を作ることにある。

E U では、危機の再発防止策として金融監督・規制の見直しの他、財政の相互監視制度の強化やマクロ経済の不均衡の監視制度などを導入してきたが、これらに加えて市場の規律が適正に働くことが危機の再発防止のために重要という認識がある。こうした背景から、E S M における民間負担の導入の原則が周辺 3 カ国の債務の返済に対する不安の一因となっただけでも、方針転換は考え難く、6 月の E U 首脳会議で最終合意に至る見通しだ。

### （ 支援によって「時間を稼ぐ」選択をした E U ）

ギリシャの財政危機に対して E U が I M F とともに支援をするとともに、同様の問題に直面した他国を対象とする時限的な金融支援の枠組み（E F S F / E F S M）を創設し、それを継承する E S M では「ケース・バイ・ケース」で民間投資家の負担を求める、という選択をしたのはなぜか？

当面の流動性を供給することで、時間を稼いで、その間に、①危機国が構造改革プログラムの実行に最大限努力し、市場復帰の道筋を模索する、②E U レベルでの厳格な銀行の特別検査（ストレス・テスト）などを通じて、危機国が債務再編せざるを得なくなった場合にも、ショックが吸収できるよう銀行のバランス・シートの健全化やセーフティーネットの整備を進めることを狙ったと考えることができるだろう。

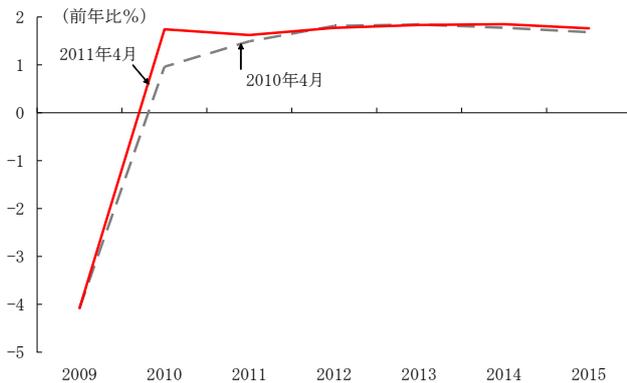
### （ 「稼いだ時間」で何が変わったか？ ）

それでは過去 1 年間の「稼いだ時間」で事態はシナリオ通りに進展したのだろうか？

まず、ギリシャは、E U と I M F による構造調整プログラムを消化し、3 カ月に 1 度の審査をすでに 3 回合格している。歳出の削減と歳入増加への取り組みも一定の成果を挙げた。

また、ユーロ圏経済は、ドイツを始めとする中核国を中心に、昨年春の時点で想定されていたよりも、遥かに早いペースで回復してきた（図表 3）。これにより、中核国の銀行の本業の収益が回復したことは、周辺国ショックの吸収力向上という点で前進といえるだろう。

図表3 ユーロ圏経済の成長率見通し



(資料) IMF, World Economic Database 各号

図表4 ギリシャ経済の成長率見通し



(資料) 図表3と同じ

銀行の健全化を促すため、EUは、今年も銀行特別検査（ストレス・テスト）を実施し、6月中に結果を公表する予定だ。欧州銀行監督庁（EBA）のこれまでの発表を見る限り（図表5）、今年のテストは、アイルランドの銀行セクターの深刻な問題を見逃した昨年の失敗を教訓として、自己資本の定義を共通化した上で、合格ラインの自己資本比率は中核的自己資本（コアTier1）で5%と昨年のTier1で6%よりも厳しい基準を適用するなど、より透明で調和がとれた厳格な手法で進められようとしている。不合格行や合格ラインぎりぎりの銀行に特別な措置を求めなかった昨年と異なり、増資を求める方針を示し、そのために必要な資金を各国当局に用意するよう求めている点も積極的に評価できよう。

2011年入り後、国内の自己資本比率規制を見直し、貯蓄銀行の健全化を急ぐことで、政府の信用力回復を狙うスペインの他、資本基盤が脆弱なイタリアの銀行もストレス・テストを控えた増資やリストラに動いており、銀行のバランス・シート健全化を促す役割を果たしつつある。

図表5 2011年EUの銀行特別検査（ストレス・テスト）の概要

【 2010年→2011年の改善点 】

- 合格ラインの変更(Tier1:6%→コアTier1:5%)と中核的自己資本の定義の明確化
- 監督機関間の相互チェックで質的な均質化を図る
- 不合格行、合格ラインぎりぎりの銀行に対しては増資を促す、必要な公的資本を用意する

【 2011年も見直されない点 】

- 政府部門向けのエクスポージャーのうち、短期売買目的の「トレーディング勘定」のみヘアカットを想定、償還まで保有する「銀行勘定」は対象外とする(国債保有額は「銀行勘定」も含めて開示する)

(資料) 欧州銀行監督庁（EBA）

（ 増大したギリシャの政府債務残高 ）

このように、稼いだ時間の中に幾つかの前進があったことは確かだが、ギリシャの債務の返済可能性に対する根本的な不安の解消には成功していない。このため、当初のEU・IMFのプログラ

ムが想定していた「2012 年の中長期国債市場への復帰」が危ぶまれる状態にあることが、ここに来て債務再編の議論が急浮上してきた背景にある。

財政構造改革の取り組みにも関わらず、ギリシャの政府債務残高の GDP 比は 2010 年に 140%と、統計の改定や想定を上回る景気落ち込み（図表 4）が影響し、1 年前の想定（133%）を上回る水準にある。信用格付けはすでに主要格付け機関が揃って投機的水準としており、見通しも「ネガティブ」である（図表 6）。

図表 6 ギリシャの信用格付けの推移

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
投資適格	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
投機的	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
見通し	ネガティブ	ネガティブ	ネガティブ

（ 民営化・国有不動産の戦略的管理で 2015 年までに 20%の政府債務残高削減効果を見込む ）

ギリシャ財務省が 15 日に公表した中期財政戦略に関する資料では、2012 年には成長率が実質、名目ともにプラスに転化し、その後、成長率の回復が続き、追加の財政緊縮措置と民営化・国有不動産の戦略的管理の効果が加わることで、早ければ 2013 年に政府債務残高が低下に転じるとのシナリオを提示している。

民営化・国有商業不動産の戦略的管理には、2015 年までで総額 500 億ユーロの歳入増効果があり、GDP 比 20%の政府債務削減効果、30 億ユーロ相当の利払い負担軽減効果、さらに成長や雇用への効果も期待されている。だが、民営化計画は社会的なコンセンサスが成立している段階にはなく、順調に進展するか不確かな面がある。国有商業不動産の戦略的管理は、未開発あるいは未統制の不動産の登記と商業的な価値の評価と開発、海外投資家への売却、不動産開発を妨げてきた法規制や手続きの煩雑さなどを見直すというものだ。政府債務残高の削減などの効果を持つことは確かだが、その大きさや顕現化のタイミングは幅を持って見る必要があると考えられる。

### （ 改革疲れ、支援疲れへの懸念はあるが、時間を稼ぐ戦略の転換も難しい ）

構造調整プログラムの進展にも関わらず、EU・IMFが当初想定した2012年の市場復帰が危ぶまれる状況に対応し、3月のユーロ圏首脳会議では、支援の金利を100bp引下げ、返済期限を3年半から7年に延長することで合意している。これにより、当面の返済負担は軽減される見通しとなったものの、市場復帰に目処が立たない状況は変わりそうにない。債務再編を回避するのであれば、追加支援を検討すべき時期が迫りつつあると言えよう。

ギリシャでは改革疲れが懸念される一方、支援要請国の拡大、さらにギリシャ支援のための追加負担で、フィンランドの総選挙結果に現れたように、支援側の支援疲れも懸念される。とは言え、現段階で元本削減に踏み切ったとしても、財政・構造改革を実施しなければならない現実が変わる訳ではないし、市場復帰の道はさらに遠のく。ギリシャ国債の最大の保有者であるギリシャの銀行が大きな影響を受け、景気の悪化はさらに深刻化する。ポルトガルやアイルランドなど、他の高債務国にも債務再編の思惑が広がり、健全化の途上にある欧州の金融システムの混乱が広がるおそれもある。

債務再編に関わるリスクはなお大きく、特にESM始動以前に実施するとすれば、その手法について十分な検討と入念な準備が必要だろう。ギリシャ政府は追加措置の実行を約束することでより有利な条件による継続的な支援をEUに求める戦略を、EU側は条件付きの支援継続で時間を稼ぐ戦略を維持せざるを得ないように思われる。

---

（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。