

# 分析レポート

## 海外経済金融

### 否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性

#### ～中長期国債発行再開を控えて高まる思惑～

山口 勝義

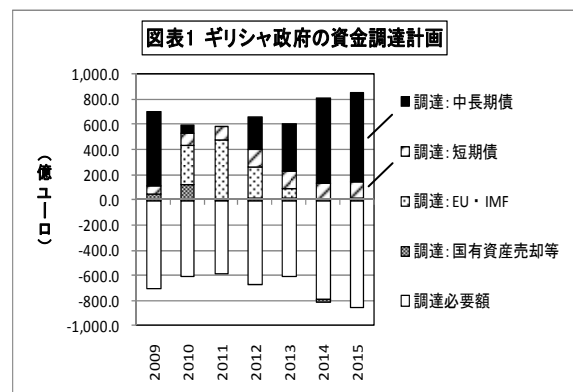
#### 要旨

4月中旬に至り、市場ではギリシャ国債の債務再編の思惑が急速に高まっている。本稿では、IMF等による検証内容を踏まえ、現実にはギリシャが債務再編に至る可能性を検証した。その結果からは、ギリシャ国債の債務再編の可能性は否定できないものと考えられる。

#### はじめに

ギリシャでは、通常の歳入・歳出のギャップを埋める資金調達計画で、2012年第1四半期から中長期国債の発行再開を予定している（図表1参照。2012年は総額267億ユーロ）。これに対し、現下の市場環境では消化難は不可避であることから、早晚、元利金減免、償還期限延長等のギリシャ国債の債務再編の思惑が浮上することが予想されていた。こうした中、4月中旬に至り債務再編の可能性を示唆する報道が相次いだことで、市場では急速にその思惑が高まっている。

一方、国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）（以下、IMF等とする）は、2010年5月に総額1,100億ユーロの支援実施決定後、ギリシャに対し支援計画に従い融資実行を行っているが、実行の都度、財政改善計画の進捗状況等を事前検証する仕組みとしている（図表2参照）。直近実施された第3回検証では、IMF等は、概ね計画どおり改善が進捗しているものの、徴税面等で一部遅延が認められるため、一層の取組み強化が必要と指摘している（参考文献⑦、⑪による）。これに対し、ギリシャでは、2010年の実質GDP成長率実績は▲4.5%と、支援計画での予測値▲4.2%に対して下振れとなり、また同



（資料）参考文献⑪から農中総研作成。なお、参考文献⑦に、中長期債の発行は2012年第1四半期に再開されることが示されている。

図表 2 ギリシャに対する融資実行スケジュール

融資実行に当たっての事前検証			融資実行				
回	検証の 基準日	検証の 実施期限	回	融資実行年月	金額(億ユーロ)		
					EU	IMF	合計
			1	2010年5月	145	55	200
1	2010年6月末	2010年8月末	2	9月	65	25	90
2	9月末	11月末	3	2011年1月	65	25	90
3	12月末	2011年2月末	4	3月	109	41	150
4	2011年3月末	5月末	5	6月	87	33	120
5	6月末	8月末	6	9月	58	22	80
6	9月末	11月末	7	12月	36	14	50
7	12月末	2012年2月末	8	2012年3月	73	27	100
8	2012年3月末	5月末	9	6月	44	16	60
9	6月末	8月末	10	9月	44	16	60
10	9月末	11月末	11	12月	15	5	20
11	12月末	2013年2月末	12	2013年3月	44	16	60
12	3月末	4月末	13	6月	15	5	20
				合計	800	300	1,100

（資料）参考文献⑦、⑪から農中総研作成（網掛け部分は実施済み）。

年第4四半期の同成長率は前期比で▲1.4%（年率換算▲5.5%）となるなど、緊縮財政の負担が顕在化しつつある。また、失業率も上昇傾向をたどっている。

本稿では、こうした事実を踏まえつつ、債務再編に至る可能性について考察する。

## IMF 等が示唆する債務再編の可能性

まず、IMF 等による事前検証結果を取り上げ、そのリスク認識、および債務の持続可能性分析結果について、注目すべき点を確認することとする。

### (IMF 等のリスク認識)

IMF は、直近の第 3 回検証では、以下の内容を最も注意が必要なリスクとして挙げている（参考文献⑩による）。

- ・ 政治面や管理面での制約により組織改革や構造改革で財政改革が遅延した結果、財政赤字が持続可能な水準を超えて継続し、また経済回復が阻害されるリスク
- ・ 計画どおりに財政改善が進捗中でも、ある程度改善実績が積み上がるまでは、調達市場へ復帰できないリスク
- ・ 銀行の債務削減が想定以上の速度で進み、経済回復等を阻害するリスク

前回の第 2 回検証でのリスク認識が、より激しい経済の落込み、組織改革遅延に伴う財政改善の遅延、市場復帰の遅延についての簡単な記述にとどまっていたこと（参考文献⑩による）に比較し、持続可能な水準を超える財政赤字の継続や調達市場への復帰の困難性をより強く認識した記述となっている点が注目される。

一方 EU による第 3 回検証では、これまでなかった事項として次の点を明記している（参考文献⑦による）。

- ・ 債務の持続可能性上の効果は限られるが、ギリシャで、国家債務の買戻し、借換えや自発的な期限延長等の債務管理策について検討が行われている点

具体的な内容は示されていないものの、これは国債管理に直接関連する記述として注目される。

## (債務の持続可能性分析結果)

IMF による直近の第 3 回検証での債務の持続可能性分析（Debt Sustainability Analysis）による主要な結論は、以下の内容となっている（参考文献⑩による）。

- ・ ベースケースでは、対 GDP 比債務残高は 2012 年にピークの 159%に達した後、減少に転じる（2020 年には約 130%へ）。
- ・ 一方、経済成長鈍化、財政改善遅延、調達コスト上昇等、より厳しい前提下でのストレスケースでは、対 GDP 比債務残高はより高い水準で推移する。
- ・ これらのストレスの中では特に経済成長の影響が大きく、実質経済成長率が想定よりも毎年 1%下回る場合には、対 GDP 比債務残高は 170%程度に留まったまま減少しない結果となる。
- ・ また、経済成長以外のストレスについても、これらが複合的に生じた場合には、対 GDP 比債務残高は 230%を超えて拡散していく。

ここでは、ベースケースにおいてさても、9 年後の 2020 年に至るまで債務残高は 159%～130%程度の非常に高い水準で推移するという極めて厳しい状況が浮き彫りにされている。しかも、IMF が債務削減を進める上で最も重要な条件とする経済成長については、実質 GDP 成長率が 2011 年には▲3.0%に改善し、2012 年にプラスに転じ、2015 年以降は 3.0%程度で安定的に推移することをベースケースの前提としているが（図表 3 参照）、これに対しては、前述のとおり 2010 年実績は既に成長率の下振れが顕在化しつつある。さらに、今後も緊縮財政による経済下押し効果のもと、十分な成長が達成されず、債務残高が高止まる可能性は小さくないものと考えられる。

## IMF が置く前提の妥当性

次に、IMF による債務の持続可能性分析の前提条件の妥当性についてさらに検討することを通じ、ギリシャの債務再編の可能性について検証することとする。

財政悪化国が市場の信認を回復するために必要な条件としては、

- A. 取り組み中の財政改革が進捗し、
- B. それらの結果、競争力を回復することを通じて経済成長が実現し、
- C. 加えて、財政問題の再発防止策等、ユーロ通貨圏における管理態勢の実効性が確認されること

と考えられるが、このうち A. において、財政赤字を縮小し債務残高を削減するためには、一般に次のいずれか（またはその組合せ）を達成する必要があるとされている<sup>(注1)</sup>。

- A-1. プライマリーバランス  $> 0$
- A-2. 名目借入金利  $<$  名目 GDP 成長率
- A-3. 債務の減免

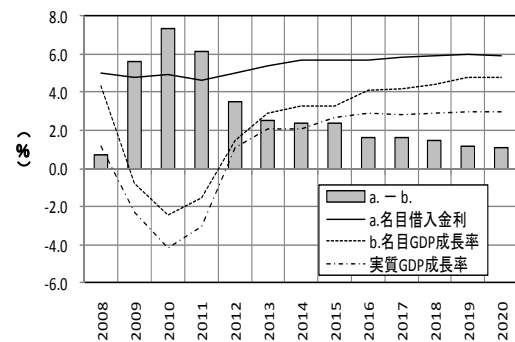
これに対し、次のとおり A-1. および A-2. の安定的な実現は困難であり、A-3. に至る可能性は否定できないと見られる。

### (プライマリーバランスのプラス化)

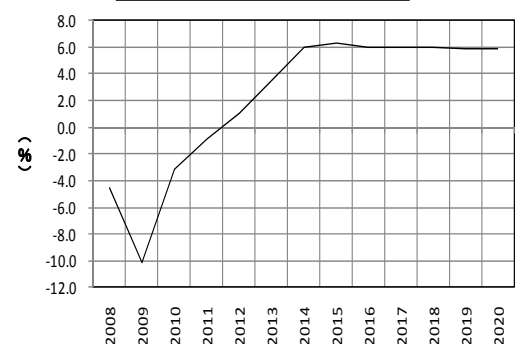
国債発行以外の税収等の歳入が国債の元利払いを除く歳出を上回れば（すなわちプライマリーバランス  $> 0$  であれば）、債務残高を削減する余地が生じる。

この点については、IMF は図表 4 のとおりプライマリーバランスの急速かつ大幅な改善をベースケースの前提としている。しかしながら、ギリシャでは税収の遺漏防止のための制度改革等、歳入改善には積年の大きな課題が残されているなどの現状からすれば、この前提達成にはかなりの困難が伴うものと考えられる。

図表3 経済成長率・借入金利



図表4 プライマリーバランス(GDP比)



(資料) 図表 3、4 とも、参考文献⑪から農中総研作成。なお、2010 年以降は予測値であり、これが IMF による債務の持続可能性分析のベースケースの前提条件とされている。

### (借入金利を上回る GDP 成長率)

名目借入金利 (a.) を上回る名目 GDP 成長率 (b.) は債務残高の負担を減殺する効果を持つが、両者の差異は債務残高全体に影響を及ぼすことから、その重要性は非常に大きい。

しかしながら、IMF が債務の持続可能性分析のベースケースの前提とする図表 3 では、両者の差異 a. - b. は傾向的に縮小傾向を示しているものの a.  $>$  b. の状況が継続している。しかも、財政改善計画策定後も、ギリシャ国債の利回りは実際に市場調達のある短期ゾーンも含め上昇・高止まりが続いており、実際の a. は図表 3 の前提を上回る水準となっている可能性が高い。一方、b. については、前提に対する下振れ傾向が現れつつある。

## まとめ

以上は IMF 等による事前検証の内容を踏まえた限られた考察ではあるが、債務残高削減に必要な前提条件達成には大きな困難が伴うことが窺われ、ギリシャが債務再編に至る可能性を否定できない。

特に、債務残高削減の軌道への復帰のためには、競争力の回復を通じ安定的な経済成長を実現することが重要であるが、現実には高止まりした労働コスト、弱い輸出力、経常収支の赤字継続等の困難な問題があり、ギリシャが官民双方のバランスシート強化とともに、こうした脆弱性からの脱却を果たすことは容易ではないと考えられる。そして、それがもたらす結果と言えば、債務残高の高止まり、更には増加方向への拡散であるが、これが意味するものは、ギリシャが資金繰りの問題のみならず、債務再編の可能性に直面している事実には他ならない。

なお、本稿で扱ったデータには 2011 年 3 月のユーロ通貨圏首脳会議で合意された EU による融資金利の引下げや融資期間の延長は織り込んではいない。しかし、これらの措置によりギリシャの資金繰りの困難性が一時的に軽減されることは事実ではあるものの、同国が抱えるより本質的な債務返済能力に与える効果は限られたものではないかと考えられる。

一方、現実にギリシャが債務再編を迫られた場合には、銀行の債権毀損を通じた問題の波及が想定され、その影響はこれまでの財政悪化国の枠を超えた広範なものになると見られる。これは債務再編策の策定という新たな課題とともに、これまでのユーロ通貨圏を中心とした取組みに止まらず、EU 横断的な一層の政治的協調が求められる点で、言わば欧州財政

問題の第 2 ステージへの展開となる。これに対し、銀行の体力には依然課題が残る中、欧州の対応としては債務再編回避を何より優先せざるを得ず、追加支援によりギリシャに対しさらに時間の猶予を与える対応も考えられるが、この場合においても政治的協調が前提となる。折から主要国の政治情勢が国内事情重視に傾きつつある中<sup>(注2)</sup>、かかる協調が問題なく図られるかどうかには注意が必要である。

(2011 年 4 月 21 日現在)

## <参考文献>

(ギリシャ財務省によるもの)

- ① (2010/07) “The economic adjustment programme for Greece”
- ② (2010/11) “The economic adjustment programme for Greece”
- ③ (2011/02) “The economic adjustment programme for Greece”

(European Commissionによるもの)

- ④ (2010/05) “The Economic Adjustment Programme for Greece”
- ⑤ (2010/08) “The Economic Adjustment Programme for Greece, First review-summer 2010”
- ⑥ (2010/12) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Second review-autumn 2010”
- ⑦ (2011/02) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011”

(IMFによるもの)

- ⑧ (2010/05) “Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement”
- ⑨ (2010/09) “Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement”
- ⑩ (2010/12) “Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement”
- ⑪ (2011/03) “Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement”

(注1) 例えば次を参照されたい。

・ European Commission(2011/2) “The Economic Adjustment Programme for Ireland” (Occasional Papers 76, pp: 30-31)

(注2) 山口「ドイツ、アイルランドの選挙結果とその注目点」『金融市場』2011 年 4 月号)を参照。