

## *BTMU Focus London*

本多 克幸  
44-20-7577-2176  
yoshiyuki.honda@uk.mufg.jp

**July 22, 2011**

### ユーロ圏：ギリシャへの追加支援策を決定

金融市場において、最も大きな課題の1つとなっていたギリシャに対する追加支援策が7月21日にまとまった。本稿ではその概要について報告する。

#### 1. 追加支援策の内容

##### (1) 総額は1,590億ユーロ

追加支援策については、昨年5月にまとまったギリシャ支援パッケージに含まれていた2012年1月からの市場への復帰がほぼ不可能になり当初の資金調達計画が破綻したことや、7月に入りギリシャ問題が他の周縁国へ波及し格付会社がポルトガルやアイルランドの格付を相次いで引き下げたことなどから、その策定が待たれていた。

追加支援策の内容をみると、①ギリシャ政府の負担軽減、②民間の関与がポイントになっている（第1表）。それら以外にも、他国への波及を阻止するための欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能拡充なども定められた。

まず、支援総額は1,590億ユーロで、そのうち、EFSF及びIMFによる融資が1,090億ユーロ、民間部門の国債切替による利率軽減や期間延長による寄与が370億ユーロ、そして、国債買戻しの寄与が130億ユーロとなっている。EFSFとIMFによる融資額1,090億ユーロは、昨年5月の支援パッケージと同規模である。

また、EFSFからギリシャ政府への貸出金利が3.5%とほぼEFSFの調達金利並の水準に引き下げられる。そのほかにも、EFSFからギリシャ政府への融資の返済期間を現行の7.5年から15～30年に延長している。

第1表：追加支援策の主な内容

支援額	◇総額1,590億ユーロ（見込み） 内訳 ➢1,090億ユーロ（EFSF及びIMFによる融資） ➢370億ユーロ（民間部門の債券切替による寄与） ➢130億ユーロ（債券買戻しによる寄与）
融資金利	◇現行の4.5～5.8%→3.5%へ引き下げ
融資の返済期間	◇最長融資期間を7.5年→15～30年に延長

（資料）EUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 民間の関与

今回の追加支援策を決めるにあたって最も交渉が難航したことの1つが民間の関与の仕方であろう。特にドイツ政府はメルケル首相をはじめ、強行に民間の関与を求めている。

最終的には各機関が提示された4つの選択肢から1つを選ぶということになった。ただし、4つの選択肢の内容については、今後も変化する可能性がありこれをもって確定したわけではない点、及び実務的には十分に詰められていない点があることには留意する必要がある。

それぞれの選択肢をみると、1つ目は、民間の既保有国債を額面で期間30年の新国債に切り替えるというものである(第1図)。クーポンレートは最初の1~5年が4%、次の6~10年が4.5%、11~30年が5.0%で、期間30年の固定金利に引き直すと4.5%相当の水準である。この新国債の担保として、ギリシャ政府はEFSFからの借入金をもとにAAA格の期間30年のゼロクーポン債を購入する。新国債の償還金には、ゼロクーポン債の償還金が充当される。

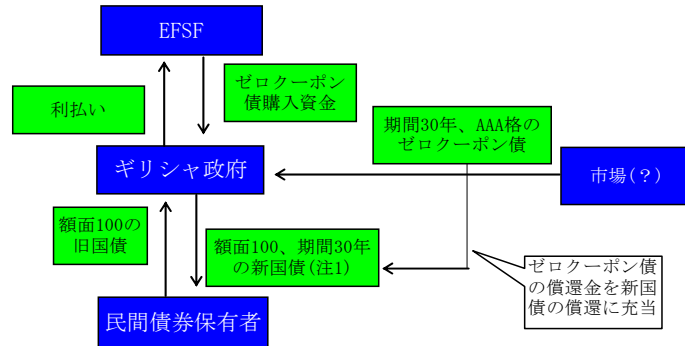
2つ目の選択肢は1つ目とほぼ同じで第1図の中には記載していないが、民間の既保有国債の満期到来とともに順次、1つ目と同様の新国債にロールオーバーするというものである。1つめの選択肢では、ある時点で満期に関わらず一斉に新国債に切り替えることが想定されていると考えられる。

3つめの選択肢は、民間の既保有国債を額面の80%で期間30年の新国債と切り替えるというものである。第1図の②がそれである。クーポンレートは最初の1~5年が6.0%、次の6~10年が6.5%、11~30年が6.8%で、30年の固定金利に引き直すと6.42%相当の水準である。1つ目及び2つ目の選択肢よりも額面の水準が低くなっている分クーポンレートが高くなっている。さらに、1つ目の選択肢と同様に、ギリシャ政府は、EFSFからの融資を受け、期間30年、AAA格のゼロクーポン債を購入し、新国債の担保とし、新国債の償還金にはゼロクーポン債の償還金を充当する。

4つ目の選択肢は、民間の既保有国債を額面の80%で期間15年の新国債に切り替えるというものである。第1図の③である。クーポンレートは固定金利で5.9%となっている。ただし、1~3つ目の選択肢では、新国債は同期間のAAA格のゼロクーポン債で担保されるが、この4つ目の選択肢では、担保で保全される部分が限定的となる。ギリシャ政府はEFSFからの借入金を第3者に預託し、第3者が市場等から新国債の担保を購入する。第3者はギリシャ政府に代わって、担保購入資金の利払いと元本返済を行う一方、ギリシャ政府は自力で新国債を償還することになる。また、損失が発生した際には、損失額の80%、かつ最大で額面の40%までしか、担保で補填されないことになっている。

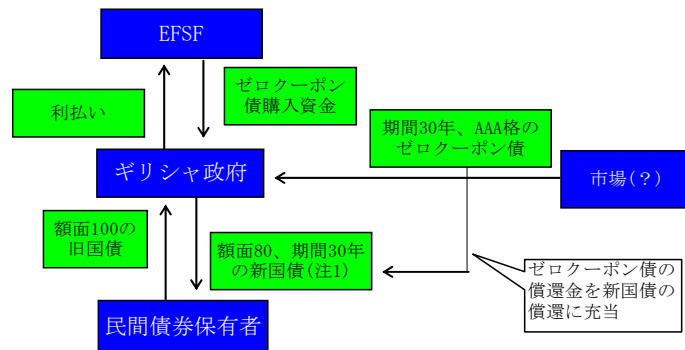
第1図：民間の関与パターン

①旧国債を額面で期間30年の新国債に切替



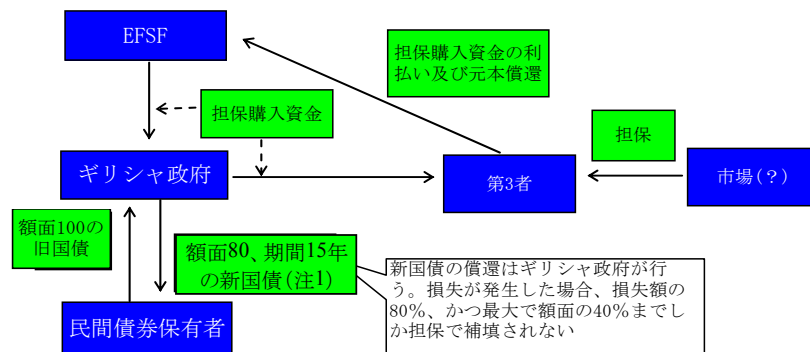
- (注)1. 新国債のクーポンは最初の1～5年が4.0%、6～10年が4.5%、11～30年が5.0%で固定金利に換算すると4.5%相当
- 2. 旧国債は満期到来前に新国債に切り替える場合、及び満期到来により新国債にロールオーバーする場合の2ケース

②旧国債を額面80で期間30年の新国債に切替（金利高め）



- (注)1. 新国債のクーポンは、最初の1～5年が6.0%、6～10年が6.5%、11～30年が6.8%で固定金利で換算すると6.42%
- 2. 旧国債は満期到来前に新国債に切替

③旧国債を額面80で期間15年の新国債に切替（金利高め、担保は限定的）



- (注)1. 新国債のクーポンは、固定金利で5.9%
- 2. 旧国債は満期到来前に新国債に切替

4つの選択肢の正味現在価値を、9%の割引率で計算すると、いずれも現状、21%相当の損失が発生する。4つの選択肢がいずれも同価値であり、損得が発生しない仕組みにはなっている。額面で切り替えられ、金利は低いものの、担保が十分にあるパターンと、額面の80%にとどまるものの、その分金利も高く、担保で保全されているパターン、さらには、額面の80%にとどまり、金利は高いが、期間が短い分、担保の保全率が低いパターンが用意されたといえよう。

### (3) その他の決定事項

直接のギリシャ支援以外にも、今回のEU首脳会議では、EFSFの機能拡充等が決まった(第2表)。まず、EFSFは、直接支援を行っている国以外のユーロ圏諸国に対し、金融機関への資本注入のための資金を融資することが可能になった。また、金融状況が厳しく、金融の安定についてリスクがあるとECBが分析の上認識し、全てのEFSF構成国が賛同した場合、EFSFは流通市場から対象国の国債を購入することが可能となった。そのほかにも、ギリシャ向けの金利の引き下げや融資期間の延長は、ギリシャ同様に支援を受けているアイルランドやポルトガルにも適用されることになった。

さらには、既に支援を受けている3カ国以外のユーロ圏諸国については、2013年までに財政赤字の対GDP比を3%以下に抑えることが求められた。

第2表：その他の決定事項

EFSFの機能拡充	・ 支援国以外のユーロ圏諸国の政府に対し、金融機関への資本注入を目的とする融資を認める
	・ 例外的に厳しい金融状況にあり金融の安定にリスクがあるとECBが分析し認めた上、EFSFメンバー国が同意した場合、他国への波及を防ぐために流通市場での国債購入を認める
	・ ギリシャへの貸出条件の変更はアイルランドやポルトガルにも適用する
その他	・ 支援国以外の全てのユーロ圏諸国は2013年までに財政赤字の対GDP比を3%以下にする

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 追加支援策の評価

今回の追加支援策は、ギリシャ政府の長期間のキャッシュフローに資するほか、実際に債務の削減につながるものであり、評価することができよう。国債の満期までの平均期間は6年から11年に延びる見込みである。ギリシャのパパンドレウ首相は2020年までの資金繰りに目処がついた旨の発言をしている。また、ドイツ政府が強く求めていた民間の関与も実現した。ただし、国債切替に伴う選択的債

務不履行は免れなくなった。ECBのトリシェ総裁は、ギリシャ国債が選択的債務不履行になっても、ECBは担保としての受け入れ継続を示唆する発言をしたものの、実際にそうした措置がとられるかどうかについては注視する必要があるだろう。

民間の関与のところでは、参加率90%を想定しており、これが実際に達成できるかどうかについては疑問が残る。ギリシャ国債への投資家1人1人に説明し、賛同を得るということが現実的なものなのか、実際にそれを成し遂げることができるのかは不明である。

今回の支援策に合わせ、EFSFの機能を拡充し、危機の連鎖に歯止めをかける措置を講じたことは、現下、イタリアにまで危機が波及しつつある状況下では好ましいものである。しかし、資金枠が十分であるかという点については、今回対処されていない。

これらを踏まえると、今回の追加支援策では、まだ、超えなければならないハードルや不十分な点が残っていることには留意しておく必要がある。

### 3. 今後の展望

今回の追加支援策により、資金繰りに関しては、ギリシャ政府は一息つけるが、為すべきことは山積している。まず、先月、議会で承認された中期財政計画を着実に実行し、財政赤字の削減に努めていかなければならないだろう。さらに、ギリシャはもともと中長期的な経済成長の姿を描けないという構造的な問題を抱えている。経済構造改革を進め、中長期的な経済成長力を高めなければ、今回の追加支援策も根本的な解決策にはなりえない。さもなければ、再び、市場の不信を買うことになるだろう。

もちろん、これらはギリシャのみならず、ユーロ圏周縁国が取り組まなければならない共通の課題である。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。