

# 経済情報

## 欧州周縁国の政府債務問題に関する IMF スタッフレポート

### <ポイント>

- ◇ 欧州周縁国のソブリンスプレッドや CDS が拡大する中、周縁国の財政問題に関する 9/1 発表の IMF スタッフレポートが注目を集めている。
- ◇ IMF はギリシャを初めとして財政改革を進めている諸国をサポートする立場にあり、その立場から来るバイアスの可能性に注意する必要があるが、過去のデフォルト事例を踏まえた有用な分析であり、以下、論文の紹介と当室の見解を述べる。
- ◇ 分析の結論はオーソドックスで、デフォルトのメリットよりデメリットが大きく、財政の建て直し以外に選択肢はないというもの。
- ◇ IMF の主要な結論は、①現在の市場が示しているデフォルトリスクは市場の過剰反応、②プライマリーバランスの黒字化達成前のデフォルトは資金調達の方策が絶たれるため、急速で大規模な財政改革を迫られるデメリットの方が大きい、③ソブリンスプレッドが拡大し限界的な借入コストが上昇しても、債務全体の借入コストが上昇するまでまだ時間があり、財政構造改革を着実に進めて市場を納得させる時間はある、といったもの。
- ◇ 当レポートは、デフォルトを織り込もうとする市場の誤解を解こうと意図したものでもなく、財政に問題を抱える国に対して地道な財政構造改革の必要性を訴えることが主な目的と思われる。
- ◇ しかしながら当部の所見としては、正論である財政構造改革だけでは時間が足らず、ギリシャの債務残高の大きさに鑑みると、少なくとも、2013 年までの期限となっている EU、IMF 支援パッケージの延長が避けられないのではないかと。

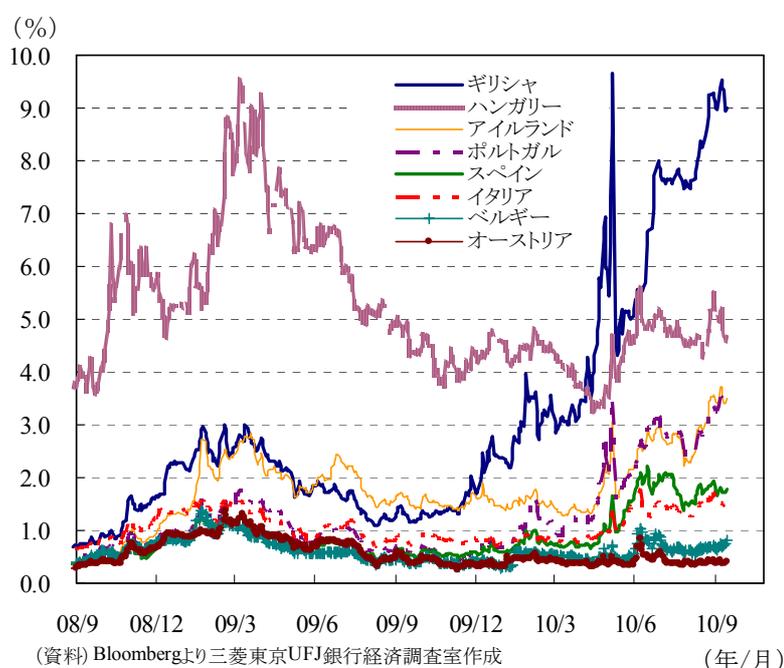
## 1. IMFによる主要な結論

- 今回の IMF スタッフペーパーの主要な結論は、以下の通り。市場の疑問に対して反論する形式となっているが、実際は問題となっている債務国へ、地道な財政再建努力を促す、という印象が強い。以下がその結論。

### 【結論】

- ☆現在の信用リスク市場(CDS、ソブリンスプレッド)が示しているデフォルトリスクは、市場の過剰反応である(第1図)。過去数十年のソブリンのデータを振り返ってみても、市場は間違った警告を発することが多々あった。

第1図：PIIGS 諸国の対ドイツ国債スプレッド



- ☆現在の欧州ソブリンの過剰債務の問題点は、過去エマージング諸国がデフォルトを起こしたときに鍵となった金利の高さ(利払い負担の増大)ではなく、プライマリーバランス(基礎収支:利払い前財政収支)における巨大な赤字である(第2図～第3図)。プライマリーバランスの黒字化は、過去デフォルトをせずに財政を再建できた事例もあり、実現可能である。

第2図：公的部門財政状態債務残高の安定化(2012年)のために必要なプライマリーバランス

(単位: GDP比、%)

	IMF Staff Projections, 2010			Country-Specific i-g, 2011-2015 Average	Debt-Stabilizing PB	Debt-Stabilizing PB after 50% haircut
	Gross Debt	Primary Balance	Cyclically Adjusted PB			
France	84.2	-6.0	-4.6	-0.1	-0.1	0.0
Greece	115.1	-8.6	-10.0	3.8	5.5	2.8
Ireland	78.8	-10.0	-6.0	0.5	0.4	0.2
Italy	118.6	-0.8	0.9	1.4	1.7	0.8
Japan	227.1	-8.3	-6.5	-0.1	-0.1	-0.1
Netherlands	64.2	-4.1	-3.4	1.1	0.8	0.4
Portugal	86.6	-5.6	-4.1	1.8	1.7	0.8
Spain	66.9	-8.7	-5.8	1.7	1.3	0.7
United Kingdom	78.2	-8.8	-5.4	-0.9	-0.7	-0.4
United States	92.6	-9.2	-7.6	0.0	0.0	0.0
Average	101.2	-7.0	-5.3	0.9	1.1	0.5

(資料) IMF, *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely*

第3図：プライマリーバランスと実質金利負担、実質成長率と債務残高

(単位: GDP比、%)

	Real Interest Bill					Real Growth Contribution (6)	Debt/GDP (2)/GDP	Nominal Interest Bill/GDP (2)/GDP
	Primary Balance (1)	Nominal Interest Bill (2)	Capital Loss due to Nominal (3)	Inflation Correction (4)	Total(Real Interest Bill) (5)=(2)+(3)+(4)			
先進諸国(2009年-2010年の平均)								
France	-5.9	2.5	-	-0.4	2.1	0.2	80.8	2.0
Greece	-5.5	5.3	-	-2.1	3.3	2.2	106.9	5.7
Ireland	-10.0	2.4	-	1.3	3.8	2.2	71.7	1.7
Italy	-0.8	4.6	-	-2.0	2.7	2.3	117.2	5.4
Japan	-8.7	2.9	-	2.8	5.7	3.3	222.4	6.4
Netherlands	-3.6	2.4	-	-0.3	2.1	0.8	61.9	1.5
Portugal	-6.1	3.1	-	-0.7	2.4	0.8	81.9	2.5
Spain	-9.4	2.1	-	0.0	2.1	0.9	61.1	1.3
United Kingdom	-9.0	2.6	-	-1.2	1.3	0.9	73.2	1.9
United States	-10.0	2.7	-	-0.7	2.0	-0.4	87.9	2.4
Median	-7.4	2.7	-	-0.6	2.3	0.9	81.4	2.2
エマージング諸国(デフォルト前2年間の平均)								
Argentina(2002)	-0.5	4.4	0.0	0.0	4.4	1.2	44.0	1.9
Ecuador(1999)	0.6	4.3	0.0	-1.3	3.0	-1.6	65.1	2.8
Indonesia(1999)	0.3	2.0	31.6	-10.5	23.1	1.9	35.0	0.7
Jamaica(2010)	0.9	9.4	7.6	-10.4	6.6	2.0	104.5	9.8
Mexico(1982)	-4.5	3.8	0.1	-4.1	-0.2	-1.7	21.4	0.8
Moldova(2002)	4.5	5.3	6.8	-14.4	-2.6	-3.7	93.9	5.0
Pakistan(1999)	-0.2	5.7	4.6	-6.9	3.4	-1.3	74.4	4.2
Russia(1998)	-9.9	5.0	3.7	-10.1	-1.4	0.5	44.2	2.2
Ukraine(1998)	-2.1	2.1	2.9	-4.0	1.0	0.8	30.6	0.6
Uruguay(2003)	-1.3	3.0	15.4	-4.0	14.3	2.9	49.7	1.5
Median	-0.4	4.4	4.2	-5.5	3.2	0.7	47.0	2.0

(資料) IMF, *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely*

☆ギリシャを含め、現在の先進諸国の政府債務調達構造を、過去にデフォルトを起こしたエマージング諸国と比較すると、自国通貨建て、固定金利での調達比率が高く、また償還期限も長めとなっている(第4図、第5図)。この構造がもたらすメリットから、ソブリンスプレッドが拡大し限界的な借入コストが上昇しても、債務全体の借入コストが上昇するまでまだ時間があり、財

政構造改革を着実に進めて市場を納得させる時間がある(これは、IMF と EU による 1100 億ユーロのギリシャ支援パッケージでは、2013 年の支援期限切れ後、ギリシャが国債で市場からのファイナンスを再開することが前提となっているが、それまでにはまだ時間があると言いたいのであろう)。

#### 第 4 図：債務の調達構造

(単位：%)

	Debt in Local Currency							Debt in Foreign Currency			
	Central Government Debt(% of GDP)	Local Currency share of Cent. Gov. Devt	Average Maturity of Debt in Local Currency	Variable Rate, Indexed and Others	Fixed Rate	Short Term	of which: Medium Term	Long Term	Foreign Currency share of Cent. Gov. Devt	Short Term	Long Term
<i>Advanced Economies (2009)</i>											
Japan	158.2	100.0	6.1	7.0	93.0	31.0	35.0	34.0	0.0	n.a.	n.a.
Greece	116.6	100.0	7.9	24.0	76.0	5.0	26.0	69.0	0.0	n.a.	n.a.
United States	48.5	100.0	4.4	8.0	92.0	41.0	34.0	24.0	0.0	n.a.	n.a.
Ireland	47.3	100.0	6.0	1.0	99.0	20.0	29.0	52.0	0.0	n.a.	n.a.
Spain	42.6	99.0	6.4	1.0	99.0	18.0	20.0	62.0	1.0	n.a.	n.a.
United Kingdom	55.5	100.0	14.1	21.0	79.0	10.0	27.0	64.0	0.0	n.a.	n.a.
France	57.0	100.0	6.7	12.0	88.0	21.0	21.0	58.0	0.0	n.a.	n.a.
Portugal	65.9	98.0	6.0	0.0	100.0	17.0	5.0	78.0	2.0	n.a.	n.a.
Netherlands	44.8	98.0	6.7	0.0	100.0	31.0	31.0	38.0	2.0	n.a.	n.a.
Italy	90.3	100.0	7.0	28.0	72.0	13.0	25.0	62.0	0.0	n.a.	n.a.
<b>Average</b>	<b>72.7</b>	<b>99.5</b>	<b>7.1</b>	<b>10.2</b>	<b>89.8</b>	<b>20.7</b>	<b>25.3</b>	<b>54.1</b>	<b>0.5</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<i>Emerging Economies (2005)</i>											
Argentina	51.8	28.0	n.a.	99.0	1.0	0.0	0.0	100.0	72.0	28.0	72.0
Brazil	67.9	81.0	n.a.	68.0	32.0	60.0	40.0	0.0	19.0	11.0	89.0
Chile	48.9	38.0	7.7	63.0	37.0	58.0	42.0	0.0	62.0	6.0	94.0
China	18.9	80.0	n.a.	0.0	100.0	5.0	43.0	52.0	20.0	52.0	48.0
Colombia	43.6	64.0	n.a.	40.0	60.0	9.0	40.0	51.0	36.0	16.0	84.0
Hungary			4.6	8.0	92.0	24.0	54.0	22.0			
India	46.1	85.0	n.a.	9.0	91.0	3.0	49.0	48.0	15.0	7.0	93.0
Indonesia	47.3	47.0	n.a.	69.0	31.0	0.0	0.0	100.0	53.0	17.0	83.0
Israel			n.a.	83.0	17.0	0.0	30.0	70.0			
Korea			3.9	0.0	100.0	0.0	72.0	28.0			
Malaysia	54.3	70.0	n.a.	0.0	100.0	2.0	45.0	53.0	30.0	25.0	75.0
Mexico	26.2	51.0	6.4	36.0	64.0	36.0	43.0	21.0	49.0	4.0	96.0
Poland	43.6	74.0	4.9	12.0	88.0	9.0	86.0	5.0	26.0	25.0	75.0
Russia	17.0	23.0	n.a.	0.0	100.0	0.0	24.0	76.0	77.0	10.0	90.0
Thailand	31.3	73.0	n.a.	3.0	97.0	25.0	23.0	52.0	27.0	30.0	70.0
The Czech Republic			n.a.	0.0	100.0	16.0	84.0	0.0			
The Philippines	75.5	52.0	n.a.	2.0	98.0	30.0	42.0	28.0	48.0	11.0	89.0
Turkey	49.0	71.0	2.0	54.0	46.0	6.0	83.0	11.0	29.0	0.0	99.0
Venezuela	32.5	33.0	n.a.	89.0	11.0	88.0	0.0	12.0	67.0	22.0	78.0
<b>Average</b>	<b>43.6</b>	<b>58.0</b>	<b>4.9</b>	<b>33.4</b>	<b>66.6</b>	<b>19.5</b>	<b>42.1</b>	<b>38.4</b>	<b>42.0</b>	<b>17.6</b>	<b>82.3</b>
<i>Default Cases (year prior to default)</i>											
Argentina(1981)	10.6	36.0	n.a.	3.0	97.0	94.0	0.0	6.0	64.0	39.0	61.0
Argentina(2001)	43.1	1.0	n.a.	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0	99.0	14.0	86.0
Brazil(1982)	17.5	35.0	n.a.	0.0	100.0	19.0	84.0	0.0	65.0	19.0	81.0
Chile(1982)	26.2	14.0	n.a.	69.0	31.0	71.0	0.0	29.0	86.0	15.0	85.0
Indonesia(1998)	63.9	13.0	n.a.	100.0	0.0				87.0	19.0	81.0
Mexico(1981)	24.2	57.0	n.a.	6.0	94.0	9.0	0.0	91.0	43.0	32.0	68.0
Russia(1997)	44.2	41.0	n.a.	13.0	87.0	65.0	0.0	35.0	59.0	14.0	86.0
The Philippines(1982)	30.2	32.0	n.a.	16.0	84.0	22.0	23.0	55.0	68.0	50.0	50.0
Venezuela(1981)	15.0	100.0	n.a.	98.0	2.0	100.0	0.0	0.0	0.0	53.0	47.0
<b>Average</b>	<b>30.5</b>	<b>36.6</b>	<b>n.a.</b>	<b>45.0</b>	<b>55.0</b>	<b>47.5</b>	<b>13.4</b>	<b>39.5</b>	<b>63.4</b>	<b>28.3</b>	<b>71.7</b>

(資料)IMF, *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely*

第5図：先進諸国のファイナンスニーズ(2010-2011)

(単位: GDP比、%)

	Average Maturity (years)	Maturing Debt(2010)	Residual Maturing Debt(2010) - as of July 2010	Maturing Debt(2011)	Deficit 2010	Deficit 2011	Gross Financing Needs 2010	Gross Financing Needs 2011
France	6.7	16.9	11.0	10.2	-8.0	-6.2	24.9	16.3
Greece	7.8	13.4	2.9	14.8	-8.1	-7.6	21.5	22.4
Ireland	7.0	7.7	2.0	5.3	-11.9	-11.2	19.6	16.5
Italy	6.9	21.2	11.8	14.4	-5.2	-4.4	26.4	18.8
Japan	5.7	13.6	10.0	9.9	-6.9	-6.2	20.5	16.1
Netherlands	5.5	54.2	33.4	31.5	-9.8	-9.2	64.0	40.7
Portugal	6.4	13.0	6.6	12.2	-7.7	-6.7	20.7	18.9
Spain	6.8	10.3	5.8	9.2	-9.3	-7.0	19.6	16.2
United Kingdom	13.3	8.6	4.6	4.3	-10.4	-8.4	19.0	12.7
United States	4.7	21.2	13.7	11.0	-10.7	-8.0	31.9	19.0
Average	7.1	18.0	10.2	12.3	-8.8	-7.5	26.8	19.8

(資料) IMF, *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely*

☆プライマリーバランスが黒字化する前のデフォルトは、新規資金調達が絶たれ、急速かつ大規模な財政改革(デフォルト即黒字化)を迫られるというデメリットの方が大きいため、デフォルトを選択せず、支援パッケージの下、財政の建て直しに努力するべきである。

☆ユーロ圏内では、問題国の国債を他国の銀行が保有しているだけでなく、自国の銀行や個人が保有していることから、デフォルトは自国の金融システムに深刻な悪影響を及ぼす。

## 2. 過去のデフォルト事例の振り返り

➤ 今回の IMF スタッフ分析を論評する前に、デフォルトに至った過去の債務危機の類型化と問題点の抽出を行っておきたい。

☆まず、ギリシャ、アイルランドのように先進国の債務危機問題と、過去の発展途上国の債務危機と同じフレームワークで比較考して良いか、という問題がある。これに対する当室の見解は、“有効である”。

☆発展途上国は、近代産業を発展させるために不可欠な生産要素、つまり資本と熟練労働に恵まれていない。そのため、資本蓄積も少なく、資本のレンタル費用(=実質金利)が高い。これは逆に低成長となった先進国からは魅力的な投資チャンスと捉えられ、先進国から発展途上国への資本流入が促進される。債務危機の大半が外国資本の逃避(=通貨危機)を伴っているが、その前段として、こうしたメカニズムで資本の流入が起きている。最近では、米国を初めとする先進国での低金利政策、過剰流動性の供給によって、利回りの高い資産へ資金が過剰に集中する問題と重なっている。

☆そうした理解の上に、過去の危機を類型化すると、①先進国の景気後退によ

る一次産品への需要の減退、価格下落による急速な交易条件の悪化、そして経常収支の危機に至る、②先進国の金融引き締め、発展途上国への貸付の大半が変動金利だったため発展途上国の金利負担も増大し、債務残高が維持不可能となった、③高成長期待から海外からの資本が潤沢に流入し、結果的に住宅バブルの発生、崩壊に到り、金融システム救済コストが膨大な政府債務となつてのしかかる、といったパターンであろう(第6図)。

第6図：過去のデフォルト事例の類型化

	危機のきっかけ・原因	危機の形態	自国通貨建て 債務が多いか	固定金利比率 が高いか
Argentina(1981)	世界不況と交易条件の悪化、経常収支悪化	通貨危機	×	△
Argentina(2001)	アジア通貨危機	通貨危機	×	○
Mexico(1981)	世界不況と交易条件の悪化、経常収支悪化	通貨危機	△	○
Brazil(2002)	通貨下落	通貨危機	×	○
Greece(2009)	経常/財政収支悪化	債務危機	○	○
Ireland(2009)	住宅バブル崩壊	債務危機	○	△
Spain(2009)	住宅バブル崩壊	債務危機	○	△～○

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- ◇①と②の場合は、インフレを抑制する必要から、ドルや旧宗主国通貨とリンク(ペッグ)している場合が多い。通貨をペッグしているために、国内景気が冷え込んでも独自に利下げを行い景気浮揚を図ることができない。経常収支が悪化し始めると、通貨切り下げに対する懸念から海外への資本逃避が発生し、通貨の大幅な下落が自己実現する。結果的に外貨建て債務負担が増大する。
- ◇最後の③は、産業の高度化に結びつかないセクターへの投資、または消費へ使われるという不適切な資源配分である。将来的な貯蓄率向上、経常収支の改善に結びつかない。
- ◇以上の分析を下に、ギリシャ、アイルランドを考えてみると、アイルランドは③に該当するが、ギリシャは過去あまり事例のないパターンだろう。しかし、2カ国ともにユーロ圏にとどまる限り、①と②で債務問題解決に資した利下げと通貨切り下げが使えない点は、過去の事例以上に不利となる。
- ◇また、ユーロ圏にとどまったまま、対域内での輸出競争力を改善するためには、生産性の上昇、賃金の下落、相対物価の下落等が必要となる。これらは

全てデフレ圧力をもたらすものであり、域内の大国、特にドイツが好景気となって ECB が政策金利の引き上げを検討せざるを得ない状況下では、デフレ圧力を緩和する緩和的な金融支援策が途切れる方向となる。

☆最適通貨圏での議論のように、域内での労働者の自由な移動、伸縮的な賃金制度、域内統一失業保険制度の導入による好況国から不況国への財政補填による需要減退の防止、等を実現する必要がある。しかし、現実的には、自助努力で実現できるのは伸縮的な賃金制度位と見込まれる。これさえも、景気後退下では国民の反発が激しいであろう。

### 3. 当室の所見

▶ 今回の IMF スタッフ分析の評価、当室の所見を述べたい。

☆ IMF の見解では、過去事例の分析では、平均としては 7%以上のプライマリーバランスの改善が実現できたから、今回もできるはず、との見解だが、現在、市場が問題にしているギリシャでは 14.1%、そしてアイルランドは 10.4%の改善幅が必要で、ヘアカットなくして実現は難しい。平均で語っても、意味が無いだろう。

☆ 過去にデフォルトに陥ったエマージング諸国の実質金利負担(GDP 成長率控除後)が平均して 7.3%だったのに対し、ギリシャは同 4.4%と低いから大丈夫、というのが IMF の見解だが、支払い能力との関係で最終的に重要なのは、GDP 対比での金利負担である。これは、ギリシャの場合、5.7%となり、デフォルトに陥ったエマージング諸国の平均 2.0%と比べて倍以上の水準である。

第7図：ユーロ圏周縁国の財政計画（安定成長プログラム）

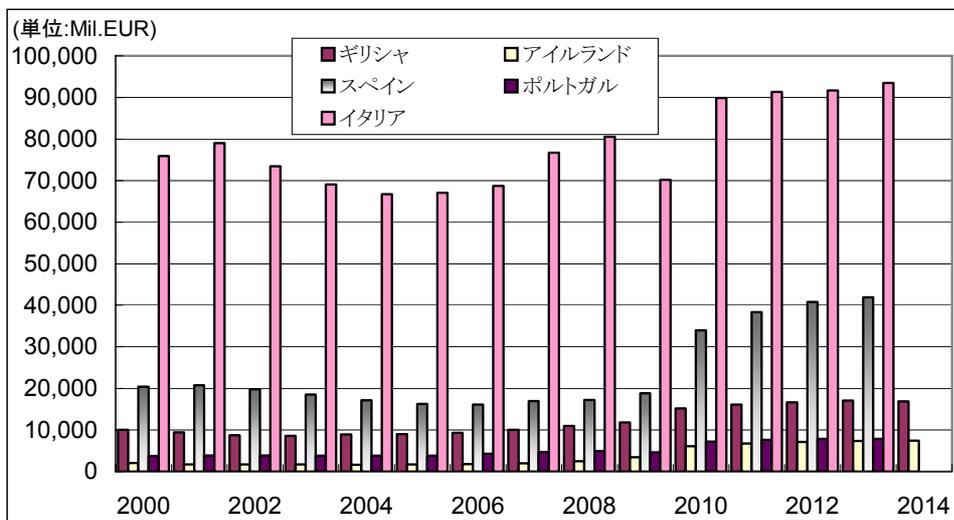
(単位:GDP比、%)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014
ギリシャ (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 2.0	▲ 4.0	▲ 2.6	1.1	2.1	2.1
	財政収支	▲ 13.6	▲ 8.1	▲ 7.6	▲ 6.5	▲ 4.9	▲ 2.6
	政府債務残高	115.1	133.3	145.1	148.6	149.1	144.3
アイルランド (2014年)	実質GDP成長率(%)	▲ 7.6	▲ 1.3	3.3	4.5	4.3	4.0
	財政収支	▲ 14.3	▲ 11.6	▲ 10.0	▲ 7.2	▲ 4.9	▲ 2.9
	政府債務残高	64.0	77.9	82.9	83.9	83.3	80.8
スペイン (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 3.6	▲ 0.3	1.8	2.9	3.1	-
	財政収支	▲ 11.2	▲ 9.3	▲ 6.0	▲ 5.3	▲ 3.0	-
	政府債務残高	53.2	64.9	71.9	74.3	74.1	-
ポルトガル (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 2.7	0.7	0.9	1.3	1.7	-
	財政収支	▲ 9.4	▲ 7.3	▲ 4.6	▲ 4.6	▲ 2.8	-
	政府債務残高	76.8	85.8	89.4	90.7	89.8	-
イタリア (2012年)	実質GDP成長率(%)	▲ 4.8	1.1	2.0	2.0	-	-
	財政収支	▲ 5.3	▲ 5.0	▲ 3.9	▲ 2.7	-	-
	政府債務残高	115.8	116.9	116.5	114.6	-	-

(注)一般政府ベース。マイナス(▲)は財政赤字。括弧内の年は過剰財政赤字是正期限。  
(資料)Eurostat、欧州委員会ウェブサイトの各国「安定成長プログラム」、各国財務省資料より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- ◇ IMFは、欧州周縁国は、借り換えのチャンスがある限り、ユーロからの脱退も債務のリストラも、デメリットの方が大きいと、その選択はないとするが、その根拠は弱い。
- ◇ その最大の根拠は、ギリシャにおいては、現状のままではGDP対比で150%まで膨らむ債務残高を減少させる手立てがないからである。
- ◇ 債務残高が巨額なため、PIIGS諸国の利払い費は各国共に2012年から2013年にかけて過去最高レベルを更新する見込み(第8図)。歳入に占める利払い費も、ギリシャとイタリア以外は過去最高水準で高止まる(第9図)。公務員給与・賞与、年金支給額の削減等、国民生活の痛みを伴う政策が続けられる計画だが、この状態をその先まで続けることは不可能であろう。さらに、EU/IMFの支援によって2013年までの調達金利は5%が上限となっているが、支援がなくなり市場から調達するとなると、ギリシャでは10%前後の金利水準に跳ね上がり、負担額は倍増する。これらに鑑みると、債務残高を大幅に減らすことが必須となるだろう。

第 8 図 : PIIGS 諸国の利払い費見通し



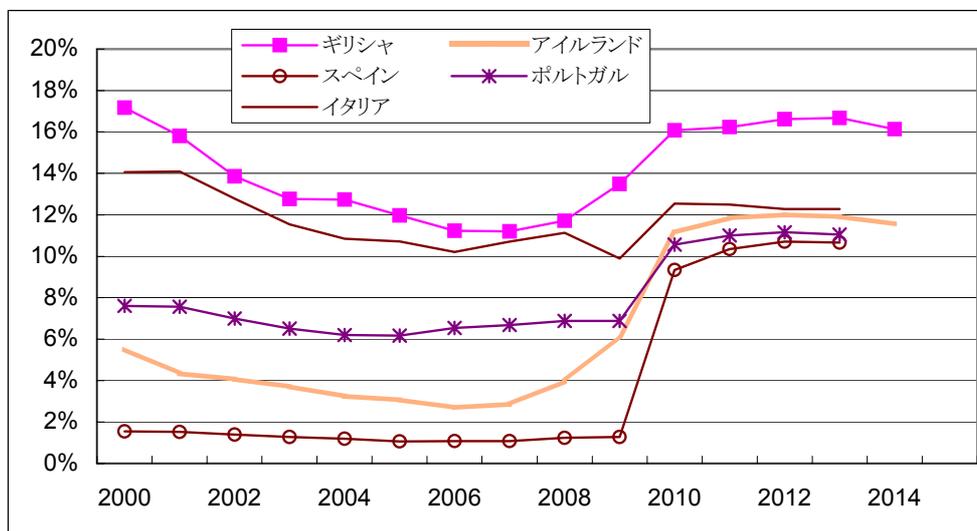
(資料) Eurostat、欧州委員会ウェブサイトの各国「安定成長プログラム」、各国財務省資料より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注)1 2010年以降の名目GDP成長率は、実質GDP成長率と同じとして計算。

(注)2 スペインの2014年名目GDP成長率は3%、ポルトガルの同成長率は2%、イタリアの2013年、2014年成長率は2%と想定。

(注)3 2010年以降の金利はEFSMのギリシャへの融資上限=適用金利となる5%と想定。

第 9 図 : PIIGS 諸国の歳入対比利払い費見通し



(資料) Eurostat、欧州委員会ウェブサイトの各国「安定成長プログラム」、各国財務省資料より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注)1 ギリシャの歳入費の伸び率は、2010年は前年比+8%、2011年は+5%と想定。

2012年以降は、名目成長率と同程度と想定。

(注)2 ギリシャ以外の国の歳入費の伸び率は、GDP成長率と同程度と想定。

☆ギリシャで GDP 対比の債務残高を引き下げるには、①GDP 対比のプライマ

リーバランスで 5~10%の黒字を実現、②実質金利を上回る実質成長率が必要となる。

☆②に関しては、ギリシャ潜在成長率が 2%程度とみられる一方、ユーロ圏の実質金利は当面 2%を超えないと考えられることから、ユーロ圏にとどまる限り、条件を満たすことは可能だろう。しかし、①の年間のプライマリーバランスの 5~10%程度黒字計上のためには、2010 年の 10%の赤字比では 15~20%point の改善が必要となる。ギリシャは名目成長率に対する歳入増加の弾性値が 0.9 程度と低い。2012 年以降の名目成長率が 2~4%程度しか期待できない中では、プライマリーバランスを 10%以上改善させることは困難だろう。つまり、GDP 対比の債務残高を大幅に低下させるのは難しい。

▶ 受入可能な解決策は、ギリシャ支援コストを民間銀行から政府へ移管することではないか。

☆結論としては、結局、以下のような軟着陸シナリオが可能だろう。EU/IMF のギリシャに対する融資枠 1100 億ユーロは、国債の償還原資と毎年の財政赤字を 2012 年春前後までカバーする。その過程で、ギリシャ国債は民間銀行のバランスシートから外れ EU/IMF へ移管されていく。IMF は返済の優先権を持っていることから、結局、EU がデフォルトリスクを負担することになる。さらにいえば、EU 内で最大の融資拠出国であるドイツが、損失を最大限引き受けることになる。

☆ギリシャの国債償還額と単年度財政赤字の補填で、2014 年までに 2 千億ユーロの資金が必要となる見込み。この資金をファイナンスするためには、EU、IMF のさらなる追加支援が必要である。枠組みとしては、欧州金融安定化メカニズム(EFSM)の 5 千億ユーロと IMF の 2500 億ユーロがある。しかし、予算化されて直ぐ使えるのはそのうちの ESM(European Stabilisation Mechanism)の 600 億ユーロのみ。残り 4400 億ユーロの EFSF(European Financial Stabilisation Facility)は、格付けを取らないと使えないことに加え、融資の決定にはユーロ圏 16 カ国の代表者による全会一致が必要である。このプロセスがすんなりと進む保証はない。

☆融資期限も当初の 3 年から伸ばしながら、国債の償還が進み民間銀行のバランスシートからギリシャの国債がある程度外れていった時点で、債務再編、一部へアカットが検討される可能性がある。その場合、ドイツが損失を最大限引き受けることは避けられず、ある程度の政治的反発をみておく必要がある。

以上

(H22.9.21 富田 潤 jiyun\_tomida@mufg.jp)

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、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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います。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。

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1