

ギリシャ債務構造の現状と展望

代田 純

一、はじめに

本稿は、二〇一一年を中心として、ギリシャ財政の現状を概観し、ギリシャの債務構造を検討し、今後の動向を分析するものである。周知のように、二〇一二年二月下旬にIMFとEUは第二次支援策（二〇一一年十一月の支援を第二次とすれば、第三次支援）として一三〇〇億ユーロを決定したが、民間の国債投資家が五三・五％の元本削減（実質はクーポン低下も含め七〇％とされ

る）に応じることが条件づけられていた。CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）との関係もあり、民間の国債投資家（銀行、ヘッジファンド等）があくまで「自発的」に債務削減に応じることが、当初求められていた。またCAC（集団行動条項）もギリシャ政府により付され、九〇％以上（目標）の投資家が自発的に債務削減に應じるならば、残りの一〇％の投資家も含めて債務が削減されるとされた。新聞報道では、九〇％には達せず、八三％となったが、集団行動条項が発動され、一〇〇億ユーロを超す債務が削減される

見通しとなった。これに伴い、「強制的」な債務削減という側面が発生し、保険としてCDSが適用され、三月一九日にCDS入札決済が実施され、清算価格は元本に対し二一・五%となった。

本稿は、こうしたギリシャ国債の最新動向を直接的に論じるものではないが、以上のような債務削減に関わる情勢がなぜ生まれたのか、二〇一一年の財政と国債を分析することで明らかにするものである。⁽¹⁾ また関連して、ECBやEFFSFの動向にも触れることとする。

二、二〇一一年ギリシャ財政の動向

先に発表された、ギリシャ政府予算執行レポートによると、二〇一〇年（暦年）の普通会計・歳入が五〇九億ユーロ（実績）に対し、二〇一一年

計画ベースで歳入は五四〇億ユーロとされたが、二〇一一年決算（実績）では四九九億九三〇〇万ユーロと四〇億ユーロ程度も下回った（図表1参照）。⁽²⁾ 他方、歳出では二〇一〇年が六六九億ユーロ（決算）に対し、二〇一一年計画ベースでは七〇二億ユーロとされ、二〇一一年決算（実績）では六八八億八一〇〇ユーロと、計画より三億ユーロほど抑制されている。したがって、二〇一一年の場合、問題は歳出面よりも、歳入面で大幅に落ち込んだことにある。この点は、後述するが、いずれにせよ普通会計（一般会計）で一八九億ユーロの赤字が発生し、利払い費が一六三億ユーロであるから、プライマリー・バランスで二五億ユーロの赤字が発生している。

ついで二〇一一年に公共投資会計（資本金計）で歳入三八億ユーロ、歳出六六億ユーロの決算であった。このため、普通会計と合わせ、二一七億

ギリシャ債務構造の現状と展望

図表1 ギリシャ 2011年決算

(100万ユーロ)

	2010年決算	2011年決算	2011年計画
普通会計			
純歳入	50857	49993	54042
歳出	66932	68881	70225
(利払い費)	13223	16348	16002
公共投資会計			
歳入	3072	3770	3925
歳出	8454	6608	7550
財政赤字	21457	21726	19808
その他歳入	0	1332	952
その他歳出	3933	8318	9045
政府歳入計	53929	55095	58919
政府歳出計	79319	83807	86820
借入必要額	25390	28712	27902
中長期債返済		28843	28950
短期債返済		33400	33500

(出所) Hellenic Republic, Ministry of Finance, *State Budget Execution 2011*から作成。

ユーロの赤字となり、計画ベース一九八億ユーロを二〇億ユーロ程度超過してしまった。

この他、その他の歳入・歳出も合わせ、二〇一年決算では、政府歳入五五一億ユーロ、歳出八三八億ユーロで、赤字（借入必要額）は二八七億ユーロに達し、計画ベースの二七九億ユーロを八億ユーロほど超過した。この赤字（借入必要額）は国債発行でファイナンスされるが、ギリシャでは、現在、中長期債の発行は中止されている。国債の入札発行はもちろん、国内外銀行団によるシリングレット引受もできないのである。このため、一三週物や二六週物等の財務省証券による調達とならざるをえない。結果として、ギリシャ債務は急速に短期化している。

財政が計画よりも悪化した背景は、歳出の落ち込みが大きかった。ギリシャの純歳入は図表1にもあるように、二〇一一年決算で四九九億九三〇

〇万ユーロである。うち、直接税は二〇二億ユーロ、間接税は二八六億ユーロと、間接税が中心である（税外収入等の関係で、合計は純歳入と一致しない）。二〇一一年計画ベースとの比較で、税目別に税収（決算）を見ると、直接税が計画二〇六億ユーロに対し、決算二〇二億ユーロ、間接税が計画三〇二億ユーロに対し、決算二八六億ユーロである。したがって、直接税の乖離幅（計画と決算）が四億ユーロに対し、間接税は一六億ユーロで、間接税が大きいことがわかる。

ギリシャの間接税は、付加価値税（VAT）と個別消費税から成る。付加価値税は計画ベースより六億ユーロ、個別消費税は同じく七億ユーロ下回っており、両者とも低迷している。国内景気が低迷し、取引が縮小し、間接税税収が減少した側面が強い。ギリシャの実質GDP成長率は、二〇〇九年にマイナス三・三％、二〇一〇年にマイナ

ス三・五％、二〇一一年にマイナス六・八％と三年連続でマイナスが続き、二〇一二年もマイナス四・四％と予想されている（EU統計局Eurostat ホームページによる）。景気悪化に伴う、間接税税収の低迷が、現在のギリシャ財政悪化の基本要因であろう。ユーロ導入により、金融政策の独自性がないのであり、為替安による輸出促進策もとれず、財政緊縮策により景気が悪化する悪循環に陥っている。

では、財政の歳出面に問題がないのか。図表1にもあるように、二〇一一年決算で普通会計の歳出は六八九億ユーロであるが、うち公務員給与・年金が二一八億ユーロ（計画ベースで二一六億ユーロ）、社会保障関係が一七一億ユーロ（同一六八億ユーロ）、その他が七〇億ユーロ（同七二億ユーロ）、利払い費が一六三億ユーロ（同一一六〇億ユーロ）である。それぞれの費目が二〜三億

ユーロではあるが、計画ベースをそれぞれ超過している。

公務員給与・年金関係では、年金が計画ベースを三億ユーロ上回り、主因となっている。しかし財政による年金関係支出の対GDP比を見ると、ギリシャは一三・四五%（二〇〇九年、Eurostat ホームページによる）であり、ユーロ圏一七カ国平均一三・三八%をやや上回る水準にあり、ずば抜けて高いわけではない。とはいえギリシャの同比率は一九九八年からGDP比で二ポイント上昇しており、年金支出の同比率が上昇したことは間違いない。年金の所得代替率（Replacement ratio、現役時代の所得に対する年金の比率）を見ると、ユーロ圏一七カ国平均で五三%と高いが、ギリシャでは四二%と決して高くはない。しかし、ギリシャでは従来、年金の早期受給に関する条件が甘く、年金関係支出増加の一因となっている。

る。⁽³⁾

社会保障関係では、給与生活者の社会保障基金（Wage Earner's Fund）に対する補助金が、四一億ユーロ（決算）で、計画ベースの二九億ユーロを大幅に上回った。これが社会保障関係支出増加の主因である。ギリシャでは、失業率が二〇一一年二月に一五%であったが、二〇一一年一月には一九・九%まで上昇した。九ヶ月間で五ポイントもの失業率上昇である。この失業率急上昇は、ユーロ圏やスペイン、ポルトガルと比べても、突出している。財政緊縮策によるデフレで、失業率が上昇し、この影響で社会保障関係の支出が、公的な失業手当中心に膨らんでしまう。結果として、財政赤字削減は計画どおり進まない。

以上のように、財政赤字の主因は歳入の落ち込みにあるにせよ、歳出にも多くの問題がある。また、さらに深刻な問題は、国債の償還関係は、図

表1の最下部にあるように、普通会計や公共投資会計とは、区分されていることである。二〇一一年の中長期償返済額として二八八億ユーロ、短期償返済額として三三四億ユーロ発生した。しかし、この返済費用には、税収等の通常の歳入では不足することは明白である。次に述べる、IMF・EUの支援融資が、主として債務返済に充当されていると見られる。

三、IMF・EUによる支援融資

IMFとEUは二〇一〇年五月に、第一次のギリシャ支援を決定した。合計一一〇億ユーロの融資である。ギリシャ向け第一次支援では、EF SF（欧州金融安定化ファシリティ）などのインフラは成立前であり、基本的に二国間資金貸与による、協調融資（EUは八〇〇億ユーロ、その

後一部をEF SFが肩代わり）である。貸与（支援）額八〇〇億ユーロの各国別内訳は、ECB（欧州中央銀行）への出資比率に準じる、と見られる。この第一次支援融資は二〇一〇年五月以降、図表2が示すように、三〃四ヶ月ごとに分割して実施されてきた。二〇一〇年五月一二日に、IMFから期間三〃五年、SDR（Special Drawing Right、複数通貨建て）、五五億ユーロ、金利はSDR金利（複数通貨のバスケット金利）プラス二〃三％である。また五月一八日に、EUから期間三〃五年、ユーロ建て、一四五億ユーロ、金利はEuribor（ユーロ銀行間金利）プラス三〃四％である。同様に、九月にIMFから二五・七億ユーロ、EUから六五億ユーロ、一二月にIMFから二五億ユーロが払い込まれた。二〇一〇年実施分で合計三一六億ユーロとなる。二〇一一年に入ってから、EUにより三一九億ユー

ギリシャ債務構造の現状と展望

図表2 EUとIMFによるギリシャ支援実施額(第一次)

	支援組織	支払期日	満期	通貨	金額(100万ユーロ)	金利
第1回	IMF	2010年5月12日	2013年8月12日 ～2015年5月12日	SDR	5549	SDR+2～3%
第1回	EU	2010年5月18日	2013年6月14日 ～2015年3月13日	ユーロ	14500	Euribor+3～4%
第2回	IMF	2010年9月14日	2013年12月14日 ～2015年9月14日	SDR	2571	SDR+2～3%
第2回	EU	2010年9月30日	2013年9月13日 ～2015年6月15日	ユーロ	6500	Euribor+3～4%
第3回	IMF	2010年12月21日	2014年3月21日 ～2015年12月21日	SDR	2505	SDR+2～3%
第3回	EU	2011年1月19日	2014年3月14日 ～2015年12月15日	ユーロ	6500	Euribor+3～4%
第4回	EU	2011年3月16日	2014年6月13日 ～2016年3月15日	ユーロ	10900	Euribor+3～4%
第4回	IMF	2011年3月16日	2014年6月16日 ～2016年3月16日	SDR	4076	SDR+2～3%
第5回	IMF	2011年7月13日	2014年10月13日 ～2016年7月13日	SDR	4076	SDR+2～3%
第5回	EU	2011年7月15日	2014年9月15日 ～2016年6月15日	ユーロ	8700	Euribor+3～4%
第6回	IMF	2011年12月7日	2015年3月7日 ～2016年12月7日	SDR	2232	SDR+2～3%
第6回	EU	2011年12月14日	2015年3月13日 ～2016年12月15日	ユーロ	5800	Euribor+3～4%
合計	IMF				21009	
	EU				52900	
	合計				73909	

(出所) Hellenic Republic, *Public Debt Bulletin* 各号から作成。

ロ、IMFから一〇四億ユーロが払い込まれた。
二〇一一年の融資実施額は合計で四二三億ユーロとなる。

しかし既に指摘したように、二〇一一年に中長期債返済額が二八八億ユーロ、短期債返済額が三三四億ユーロ、合計で六二二億ユーロ必要だったから、IMFとEUの支援融資額を全額債務返済に充当しても、返済に不足したこととなる。この不足額をどのようにファイナンスしたか、必ずしも明らかではないが、一三週物や二六週物の財務省証券(T-bill)発行によって対応した可能性が高い。中長期債発行が中止されており、資産売却も実施されていないため、である。ギリシャ財務省によると、国債のうち残存期間一年未満の残高は、二〇一〇年六月末には二七二億ユーロであったが、二〇一一年一二月末には五〇五億ユーロと急増した。残存期間一年未満の残高には、償還期

限が迫った中長期債も含まれるが、財務省証券も少なからぬ比重を占める。

ギリシャの財務省証券には、五二週物、二六週物、一三週物の三種がある。しかし五二週物については、二〇一〇年四月を最後として発行されていない。一三週物については、二〇一一年中に粗発行額で一七八億ユーロが発行され、利回りは四・五〇四・六％台が中心であった。二六週物についても、同じく二〇五億ユーロが発行され、利回りは四・八〇四・九％台が中心であった。一三週物と二六週物の合計で、二〇一一年に三八三億ユーロ（償還を差し引かない粗発行額）発行されている。債務返済に不足する資金を、財務省証券発行でファイナンスしたと見られる。

しかし一三〇二六週物の財務省証券は、あくまで短期のつなぎ資金でしかない。二〇一二年三月二〇日には、二〇〇九年二月と五月に発行された

三年債一四四億ユーロの償還が控えていた。二〇〇九年に発行されたため、金融危機後の発行であり、表面利率（クーポン）も四・三％に上昇していた。この一四四億ユーロの三年債償還資金を財務省証券発行で対応することは、実質的に不可能であったと見られ、今回のIMF・EUによる第二次支援発動の背景となった。

ギリシャ向け支援をめぐることは、金利水準に関して、議論の余地が残ろう。図表2に示したように、IMFとEUの支援は融資であり（補助金ではなく）、その金利は市場金利にスプレッドを上乗せした水準である。EUからの融資は、期限三〇五年、金利はインターバンク金利に三〇四％上乗せした水準である。IMFからの融資は、SDR（特別引出し権）で、金利は複数通貨バスケットの市場金利に二〇三％上乗せされている。ギリシャ向け第一次支援（総額一一〇〇億ユーロ）で

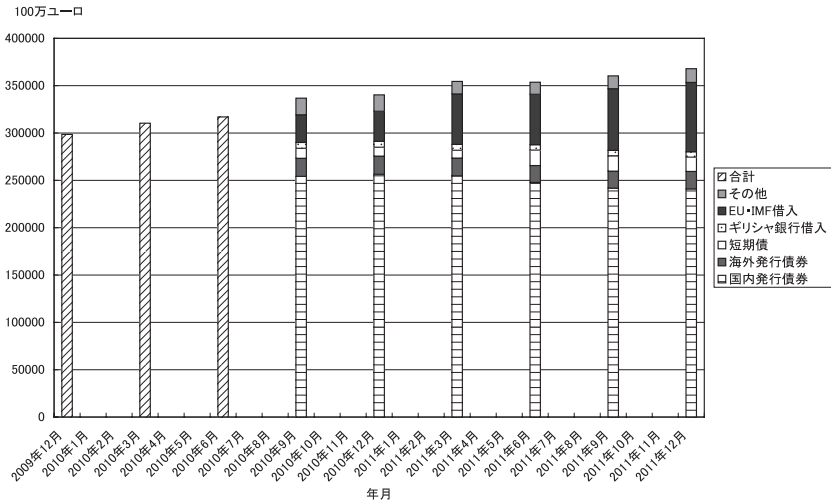
は、E F S Fなどのスキーム開始以前であり、E U負担分八〇〇億ユーロは当初、各国の拠出にもとづいた。ギリシャ向け融資が不良債権化し、資金が回収できないリスクはゼロではないが、原則として三～五年で回収し、市場金利プラスアルファも得られる。その場合、独仏などE Uの拠出国は損失を被ることはない。第一次支援の金利水準は、「支援」というにはやや高いように思われる。もともと、実質デフォルトした国に、民間銀行は貸さないで、金利水準にかかわらず、貸すこと自体が支援、といった反論はある。また二〇一〇年五月時点で、ギリシャの長期国債利回りは七～九%に上昇しており、市場金利に比べ低い、という見方もある。しかし、いずれにせよ、支援スキームには検討余地があるのではないか。アイルランドやポルトガル支援で活用された、E F S Fにおいても、E F S Fが債券を発行し、

スプレッド（第一次ギリシャ支援と同程度と言われる）を上乗せした金利で貸し出されている。ギリシャ向け融資は、主として五%台の金利で貸し出されているとみられ、ギリシャによる利払いは年間約四〇億ユーロ（E Uからの八〇〇億ユーロだけで）に達する。ギリシャ財政の年間利払い負担は、図表1に示したように一六三億ユーロであつたから、E UとI M Fの支援融資に対する利払いも、小さくない比重である。E Uの公的金融機関である、欧州投資銀行（E I B）などは、低い金利でE U加盟国に融資しており、支援スキームには再検討の余地がある。

四、ギリシャの債務構成

図表3は、ギリシャの債務構成を示す。まず合計額で見ると、二〇一〇年六月には三一七〇億

図表3 ギリシャの債務構造



(出所) Hellenic Republic, *Public Debt Bulletin* 各号から作成。

ユーロであったが、二〇一一年一二月には三六八〇億ユーロまで、五一〇億ユーロ増加した。増加した債券（債務）は、短期債（財務省証券）とEU・IMF借入である。財務省証券については、すでに言及したが、残高ベースで二〇一〇年九月には一〇五億ユーロであったが、二〇一一年三月には八三億ユーロへと減少したが、二〇一一年一二月には一五〇億ユーロへとほぼ倍増した。二〇一一年以降、ギリシャの国債発行は、短期の財務省証券に限定されている。

EUとIMFからの借入（支援融資）は、二〇一〇年九月に二九二億ユーロであったが、二〇一一年一二月には七三二億ユーロへ増加した。詳細は図表2に示した。ギリシャ国債の中心である国内発行債券は、二〇一〇年九月に二五四二億ユーロであったが、二〇一一年一二月には二四〇九億ユーロと減少した。満期償還され（EUとIMF

の支援資金により）た一方、新規の発行が中止されているためである。

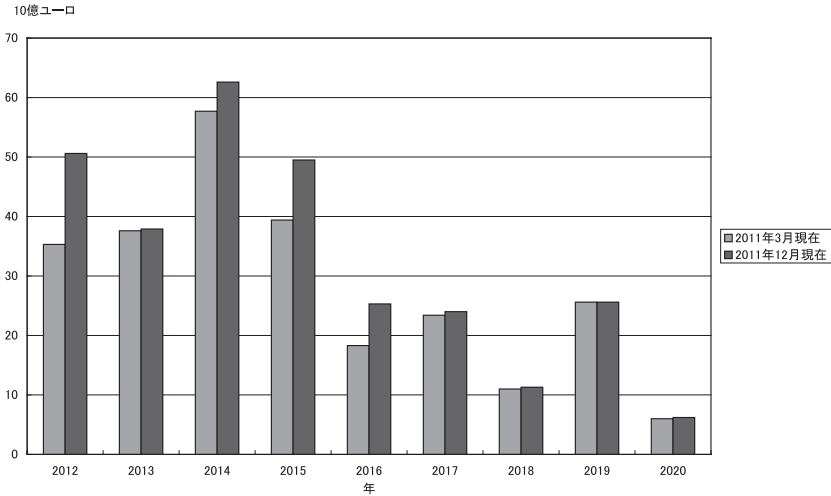
三月に集団行動条項の発動により、債務削減の対象となった部分は、主としてこの国内発行債券と見られる。ギリシャ財務省は、二月二四日に額面総額二〇六〇億ユーロのギリシャ国債を保有する民間投資家に対し、PSI（民間部門関与、実質は債務削減）を提案した。⁽⁴⁾ 図表3の国内発行債券二四〇九億ユーロとの差額分（二四〇九―二〇六〇＝三四九億ユーロ）は、主としてECB保有分と推定される。ECB保有分は、今回のPSIで対象外とされた。

PSIは、①対象国債の額面三一・五％分については、新規発行のギリシャ国債と借換え、②対象国債の一五％分については、EFFSF債券（二年以内償還）と借換え、③残りの五三・五％は債務を棒引き、という内容であった。①の新規発行

のギリシャ国債の条件は、最終満期二〇四二年、元本返済は発行後一一年後から部分的に開始（Amortization）、クーポン（利払い）は二〇一五年までは二％、二〇二一年までは三％、その後は四・三％とされた。⁽⁵⁾ すなわち、元本返済は二〇二三年から部分的に開始されるが、最大三〇年債の超長期債もあり、しかもクーポンは二％（当初三年）という条件である。実質七〇％の債務削減といわれる所以である。

今回のPSIにより、一一〇〇億ユーロ近いギリシャ国債が棒引きされ、約六五〇億ユーロの最長三〇年債が借換え発行、約三一〇億ユーロのEFFSF債（二年債）が借換え発行、ということになる。図表3の債務残高は二五八〇億ユーロまで急減し、借換え後の国内発行債券は最長三〇年債（二〇二三年以降返済開始）等となる。ギリシャ財政の元本返済と利払いは大幅に軽減されるよう

図表4 ギリシャ国債の償還予定額



(出所) Hellenic Republic, *Public Debt Bulletin*各号から作成。

に見えるが、代わりにIMFとEUによる第二次支援一三〇〇億ユーロが今後加わる。一一〇〇億ユーロの債務が棒引きされても、一三〇〇億ユーロの新規債務が加わるので、中長期的にギリシャの債務残高は増加する可能性はあっても、減少する可能性は小さい。

図表4は、ギリシャ国債の償還予定額を、二〇一一年三月現在と二〇一一年十二月現在で比較したものである(今回のPSIは反映されていない)。この三月から十二月にかけての変化として、第一に二〇一二年における償還予定額が三三三億ユーロから五〇六億ユーロに一五三億ユーロ増加したことがある。これは二〇一一年を通じて、短期の財務省証券が大幅に増加したため、である。

五〇六億ユーロ(二〇一一年十二月現在)の償還予定額のうち、一五一億ユーロは財務省証券であり、これは今回のPSIでも対象外であり、償還

が必要となる。第二に、二〇一三年から二〇一四年にかけての償還予定額は、三月現在と一二月現在で、ほとんど変化はない。同じく二〇一四年の償還予定額は、五七七億ユーロから六二六億ユーロに増加したが、EUとIMFからの第一次援助融資が二〇一一年に実行され、一四年から返済が開始されるため、であろう。EUとIMFからの第一次支援は、今回のPSIでも対象外で、二〇一〇年に融資された部分は二〇一三年から返済が始まる（この点、二〇一二年四月現在、流動的な面がある）。

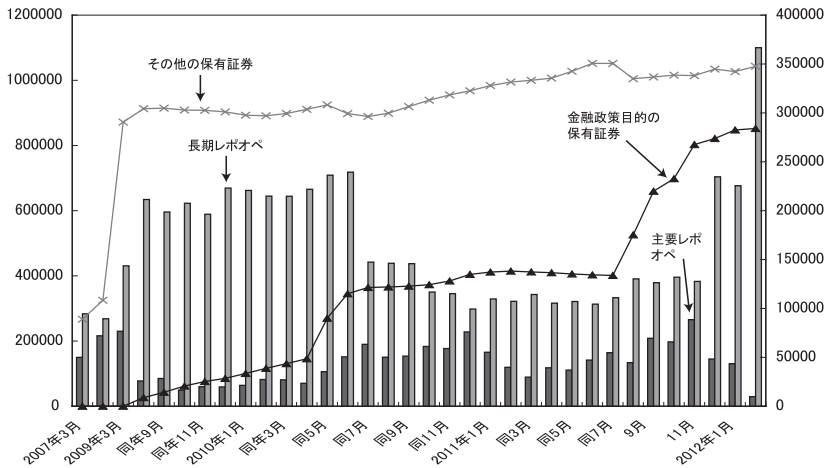
ギリシャ向けの第二次支援一三〇〇億ユーロは、二〇一二年三月二〇日の償還問題をひとつの背景としていたため、第一回目の融資が実行されたと見られる（第一次支援と同様に、複数回に分割して融資は実行される）。二〇一二年中に、どれだけEUとIMFの融資が実行されるか、また

どのような条件（期間、金利等）か詳細は未定（EFSFから一〇〇〇億ユーロが融資されることは既定）である。しかし第二次支援が第一次支援の延長だとすると、二〇一二年に三～五年満期で実行されるため、二〇一五年から二〇一七年にかけての、償還予定額は従来よりも増加する可能性もある。

五、ECBの動向

ECBの動向について触れておこう。ECBによる金融政策は、主要レポオペ（期間二週間の短期）と長期レポオペ（原則として期間三ヶ月）が基本である。図表5で、主要レポオペの残高を見ると、二〇一一年三月には八九四億ユーロであったが、同一一月には二六五億ユーロまで増加し、その後二〇一二年二月には二九五億ユーロま

図表5 ECB



(出所) ECB, Monthly Report から作成。

(注) レポオペは左目盛、保有証券は右目盛。

で減少した。二〇一一年一月までは、短期の主要レポオペで資金供給が図られたが、一二月以降は長期オペによる資金供給が中心となった。

他方、長期レポオペについては、ECBは二〇一一年一二月二一日に期間三年のレポオペを導入し、四八九〇億ユーロの資金を供給した。従来は、原則として一三週間であったが、これを三年に延長した(図表5で、二〇〇九年九月から二〇一〇年七月に期間に、長期レポオペの残高が高水準であることは、この時期に期間一年のオペを実施したことに起因すると見られる)。二〇一一年一二月のオペには、五二三の金融機関が応募したと言われており、金融機関からの入札応募にECBは全額供給した。このため、長期レポオペ残高は二〇一一年一月の三八三億ユーロから、同一二月には七〇三九億ユーロへと急増した。

さらに二〇一二年二月二九日には、ECBは第

二回目の期間三年レポオペを実施し、八〇〇の金融機関による、五二九五億ユーロの入札応募に対し、全額供給した。三年物レポオペ金利は、政策金利である一％で、三年間の固定であった。この結果、長期レポオペ残高は、二〇一二年二月末現在、一兆一〇〇〇億ユーロを超す水準に達した。

三年物長期レポオペの導入と、巨額の資金供給は、第一にはユーロ圏金融機関（主として銀行）の資金繰りを安定化させる効果を有したと見られる。ユーロ圏の銀行は、資金調達構造でホールセール市場（債券発行やインターバンク市場等）の比率が高く、リテール（預金等）の比率が低い。ギリシャなど南欧諸国の銀行が発行するカバードボンドなどは、利回りが急上昇しており、しかも二〇一二年中に借換えを迎える銀行発行債券が多かった。⁽⁶⁾このため、銀行からすれば、金利一％の固定金利で三年間のレポオペのメリットは

大きかった。

第二には、ユーロ圏銀行の資金繰りを改善することを通じて、銀行による国債保有を促進し、限定的ながら国債市況を下支えたことである。ECB月報によると、ユーロ圏金融機関による政府債保有額は、二〇一一年一〇月～十二月に一兆三八〇〇～三九〇〇億ユーロで推移していたが、二〇一二年一月末には一兆四四八億ユーロへと増加した。⁽⁷⁾ユーロ圏の銀行全体としては、ユーロ圏国債の保有が増加したことになる。スペインの長期金利 (Harmonized Long-term interest rate, ECB) は二〇一一年一月には六・二％まで上昇したが、二〇一二年二月には五・一％まで低下した。同じくイタリアの長期金利も七・〇％から五・五五％へ低下した。こうした側面を見ると、ECBの長期レポオペはユーロ危機を当面回避する一助になったと評価できる。しかし、ギリ

シヤやポルトガルでは、こうした傾向はあてはまらない。まずギリシヤでは、ECBによるレポオペにもかかわらず、銀行によるギリシヤ国債保有額は二〇一一年一二月の四五〇億ユーロから、二〇一二年一月には三九一億ユーロと激減した。⁽⁸⁾デフォルト懸念が強まったため、と見られる。このため、ギリシヤの長期金利は二〇一一年一月の一七・九二%から二〇一二年二月には二九・二四%へ急騰した。またポルトガルでも同じく一・八九%から一二・八一%へ上昇した。

二〇〇九年六月からECBによる第一次のカバードボンド買い取りプログラムが開始された。この第一次プログラムでは上限額が六〇〇億ユーロと設定されており、二〇一〇年六月に六〇〇億ユーロに達し、満期までカバードボンドが保有されている。現在、カバードボンドの第二次買い取りプログラムが二〇一一年一月から実施されて

いる。第二次プログラムでは、二〇一二年一〇月までに四〇〇億ユーロのカバードボンドを購入することになっている。また第二次プログラムでは、発行市場でも流通市場でも、ECBは買い取り可能となった。二〇一二年二月末時点で、ECBは第二次プログラムにより七九億七二〇万ユーロのカバードボンドを買い取り、その四四%が発行市場で、五六%が流通市場で買い取られている。⁽⁹⁾第一次プログラムによるカバードボンド残高が五七二億ユーロあり、第二次プログラムと合計で約六五〇億ユーロ(二〇一二年三月上旬現在)あり、これは図表5における「金融政策目的の保有証券」に含まれている。

このほか、証券市場プログラム(Securities Market Programme、SMP)による各国国債買い取りオペが二〇一〇年五月から実施されている。証券市場プログラムによる国債買い取りオペも、

図表5の「金融政策目的の保有証券」に含まれている。ECBによる国債買い切りオペは二〇一一年八月以降に急増し、SMP残高は二〇一二年三月二日現在で、二一九三億ユーロに達している。カバードボンド買い取りプログラムとSMPが図表5の「金融政策目的の保有証券」に含まれ、二〇一一年七月には一三三七億ユーロであったが、二〇一二年二月には二八四〇億ユーロまで増加した。

図表5の「その他の保有証券」とは、レポオペにおいて担保として受け入れた証券の一時的保有と見られる。ただ、この「その他の保有証券」について、レポオペ実施額が増加しているため急速に増加し、二〇一二年二月には三四七六億ユーロに達している。

六、EFFSFの経緯と課題

欧州金融ファシリティー(EFSF)をめぐる独仏の対応が注目されている。そこで最後にEFFSFをめぐる経緯を振り返り、現在の検討課題を明らかにしていこう。EFFSFは二〇一〇年六月に、ルクセンブルク法に基づき、ユーロ圏の金融安定を目的に、ユーロ圏各国の保証枠四四〇億ユーロで設立された。同年九月、S&Pなど格付け機関からEFFSFにAAA(トリプルA)格が付与されたが、これには現金準備の条件や、AAGユーロ圏諸国の保証枠という制約があり、EFFSFの実質融資枠は二五五〇億ユーロとなった。このため、EFFSFの実質融資枠を四四〇億ユーロまで引き上げる交渉が始まった。二〇一〇年十一月、EFFSFを基礎として、欧州安定メ

カニズム（ESM）を構築し、二〇一三年年央までに継承させることで合意した。

二〇一一年三月にユーロ圏諸国は、EFSFの実質融資枠を四四〇〇億ユーロに引き上げること、および例外的に発行市場での国債買入も認めた。また将来のESMの規模を五〇〇〇億ユーロとすることで合意した。同六月には、EFSF保証枠を四四〇〇億ユーロから七八〇〇億ユーロに引き上げる（実質融資能力四四〇〇億ユーロ）、超過保証を一二〇%から一六五%に引き上げ信用補完すること等を決定した。同七月には、ユーロ圏一七カ国財務省が、ESMを設立する条約に署名（EU条約一三六条の改正に基づく）し、EFSFと欧州金融安定化メカニズム（EFSM、EU加盟国が参加）を継承することとなった。また、EFSFの流通市場での国債買入、政府向け融資を通じた金融機関の資本増強も承認された。

一〇月には、バローゾ委員長が演説で、ESMを二〇一二年年央に早めることを要求した。また同委員長は、政府系ファンド等からの出資により、SPVを設立し、EFSFのレバレッジを高める方法も提案した。⁽¹⁰⁾

二〇一二年三月二十九日現在、EFSFの名目的な保証枠は七八〇〇億ユーロとなっており、ユーロ圏各国はECBへの出資比率に応じて保証しているが、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは実質的にステップアウト（脱退）した。したがって保証枠は実質的に七二六〇億ユーロである。さらに、保証国の格付けがAAA格維持を必要とするため、実質的なEFSF保証枠は四四〇〇億ユーロ程度（仏の格付けがAAA格の前提）となっている。現在のユーロ危機に対応するには、資金規模が小さすぎると考えられている。

三月三十日に開催された、ユーロ圏首脳会議で

の検討課題としては、第一に、二〇一二年一月に、S & Pにより仏とオーストリアの格付けが引き下げられたこととの関係であった。両国はA A格から、A A +格に引下げられた。同時にE F S Fの格付けもA A +格へ引き下げられた。仏はE F S F 四四〇〇億ユーロに対し、一五八四億ユーロ（三六％）を保証してきた。A A A国だけの保証を維持し（E F S F債の金利を維持）、融資可能額を縮小するか、A A +国までを含む保証に拡大し（E F S F債の金利が上昇）、融資可能額を維持するか、選択を迫られる。またE F S Fの融資可能額との関係では、欧州国債保護基金（E S B P F、ユーロ諸国が発行する国債の二〇％程度に保証を与える構想）との関係もある。

第二に、ポルトガル、アイルランド支援ですでにE F S Fから支出されたことである。アイルランド支援は総額八五〇億ユーロで、うちE F S F

は一七七億ユーロを分担した。ポルトガル支援では総額七八〇億ユーロで、I M F、E U、E F S Fがそれぞれ二六〇億ユーロ分担した。またギリシャ第二次支援でもE F S Fから一〇〇億ユーロが支出される。また、第一次支援の二国間融資のうち三二九億ユーロを肩代わりしている。これらを単純に合計するとE F S Fは一七六億ユーロとなるが、フランス保証分を差し引くと、残りはずかとなる。

第三に、E F S FとE S Mの関係である。E S Mは二〇一二年七月に発足する予定であるが、上限額は五〇〇億ユーロとされる。この五〇〇億ユーロというE S M上限額は、従来E F S Fの四四〇〇億ユーロ（仏等A A A格を前提）を含めた金額とされてきた。したがってE F S Fの四四〇〇億ユーロ + E S M五〇〇億ユーロという足し算は、三月二十九日までに合意されていない。

しかし三月二七日現在、ドイツのメルケル首相が、E F S FとE S Mの合計で七〇〇億ユーロとする発言をした。⁽¹⁾以上、検討課題とした三点は、三月三〇日からのユーロ圏財務相会合で議論されるべき課題であった。しかし、合意内容はE F S FとE S Mの合計額で七千億ユーロへ引上げる、およびE U (E F S M) からの四九〇億ユーロ(ギリシャ向け)と二国間のギリシャ向け貸付五三〇億ユーロを合計して八千億ユーロ強ということであった。⁽²⁾

七、まとめに代えて

本稿で検討したように、P S Iにより、ギリシャの債務は一〇〇億ユーロ程度が棒引きとなるが、今後E UとI M Fによる支援融資一三〇〇億ユーロが加わる。E UとI M Fの支援融資も、

金利は市場金利プラスアルファと推定されるため、利払い額が従来に比べ大幅に軽減されるわけではない。E C Bによる長期レポオペが巨額で実施されたこともあり、三月下旬現在ユーロは小康状態にある。しかし、楽観的なシナリオは描きにくい状態にあり、今後も世界経済の懸念材料であろう。

(注)

(1) 本稿と合わせて、代田 純、『ユーロと国債デフォルト危機』(税務経理協会)、二〇一二年二月、同、「ユーロ危機とインフレ率格差」、『証券経済研究』第七七号、二〇一二年三月を参照いただければ、中長期的観点からも理解が深まると思われる。

(2) Hellenic Republic, Ministry of Finance, *State Budget Execution 2011*

(3) 従来、ギリシャでは危険な職種が多数指定され、これらの職種従事者は五〇歳台で早期退職しても、満額年金を受給できた。危険な職種には、美容師、アナウンサーなどが含まれている。詳細は、前掲『ユーロと国債デフォルト危

機」、八四ページを参照されたい。

- (4) バークレイズ・キャピタル、「ギリシャ政府、サムライ債を含む債務交換に関するPSIを正式提案」、二〇一二年二月二十八日参照。当初は、サムライ債（円建て非居住者発行）のギリシャ国債等五銘柄が対象に含まれていたが、後に対象外となった。同じく、「ギリシャのCDS、入札決済」、二〇一二年三月二日も参照。

- (5) Hellenic Republic, Ministry of Finance, PSI Launch Press Release, February 21, 2012

- (6) 前掲、『ユーロと国債デフォルト危機』、pp125～154を参照されたい。

- (7) ECB, Monthly Report, March 2012参照。

- (8) <http://www.bankofgreece.gr> 参照。

- (9) バークレイズ・キャピタル、「ECBのカバード・ボンド買取プログラム（CBPP2）の続報」、二〇一二年三月二日参照。

- (10) バークレイズ・キャピタル、「EFFSF2、1…現状の再確認」、二〇一二年一月二〇日参照。

- (11) *Financial Times*, March 27, 2012

- (12) *Financial Times*, March 31/April 1, 2012 なお、ユーロ圏財務相会議声明（三月三十一日）でEFFSFのうち二千億ユーロは利用が既定とされている。内訳は公表されていない。しかし、アイルランド一次百七十七億ユーロ、ポ

ルトガル一次二百六十億ユーロ、ギリシャ二次五百四十億ユーロ、アイルランド・ポルトガル二次合計八百八億ユーロ、ギリシャ一次の肩代わり三百二十九億ユーロ、合計二千七十八億ユーロと推定される。

（参考文献）

代田 純、『ユーロと国債デフォルト危機』（税務経理協会）、二〇一二年二月。

同、『ユーロ危機とインフレ率格差』、『証券経済研究』第七七号、二〇一二年三月。

バークレイズ・キャピタル・各種レポート

（しろた じゅん・
駒澤大学経済学部教授
当研究所客員研究員）