

2021年7月9日

MURC Focus

PEPP 終了で急騰リスクが意識されるギリシャの長期金利

～PEPP 終了後の特例措置導入が視野に

調査部 副主任研究員 土田 陽介

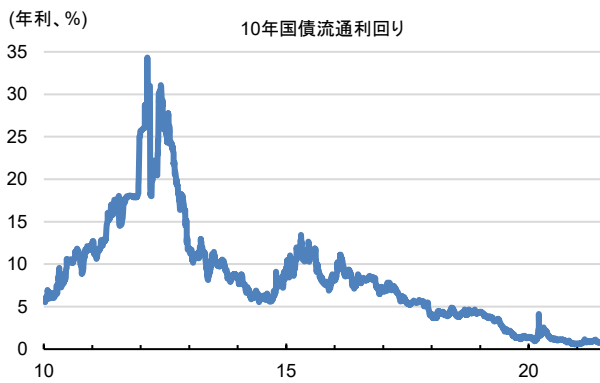
- ギリシャの金利が安定して推移している。指標となる満期10年の国債の流通利回りは2010年代前半の債務危機の際には一時30%を超えていたが、足元では1%を下回るなど劇的に低下している。
- ギリシャの長期金利が安定している理由は、ギリシャ国債が欧州中銀(ECB)のパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入対象になっているためである。
- PEPP は2022年3月に終了する予定であるが、ECB はギリシャ発の信用不安を回避すべく、ギリシャ国債の購入に関する特例的な措置を設ける可能性が高い。

(1) 中期金利まではマイナス圏で推移

ギリシャの金利が安定して推移している。指標となる満期10年の国債の流通利回り（図表1）は2010年代前半の債務危機の際、一時30%を超えていたが、足元では1%を下回るなど劇的に低下している。イールドカーブ（図表2）を見ても中期ゾーンまでは既にマイナス圏に入っており、ギリシャにも先進国で広がるマイナス金利の流れが浸透している様子が窺える。

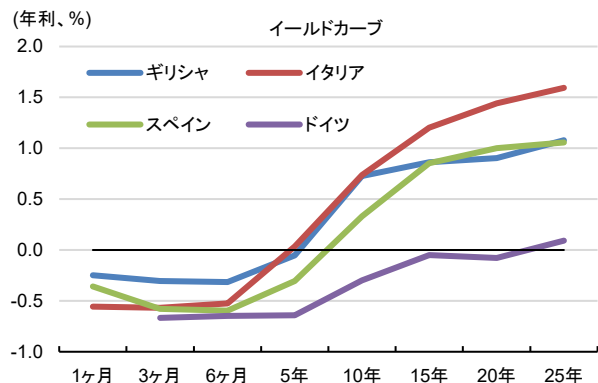
重債務国（ギリシャ、イタリア、スペイン）とドイツでイールドカーブの形を見てみると、重債務国の金利とドイツの金利の間には、いずれのゾーンでも引き続き一定の信用格差があることが確認できる。とはいえ重債務国間で比較すると、ギリシャの金利がイタリアやスペインに比べて高いわけではなく、超長期ゾーンに限ってはギリシャの方がイタリアよりも安定している。

図表1. 安定して推移するギリシャの長期金利



(出所)ギリシャ中銀

図表2. 中期ゾーンはマイナス圏入り


 (注)7月7日時点
 (出所)ギリシャ中銀

(2) ギリシャ国債を買い支える ECB の PEPP

ギリシャの財政収支は2016年から2019年まで小幅な黒字を記録していたが、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気の悪化を受けて、2020年是对 GDP 比-9.7%の大幅な赤字に転落した(図表3)。同年の公的債務残高の対 GDP 比率は205.6%と前年から25.1%ポイントも上昇したが、この間の資金調達には主に国債の発行で行われたことが図表4より確認できる。

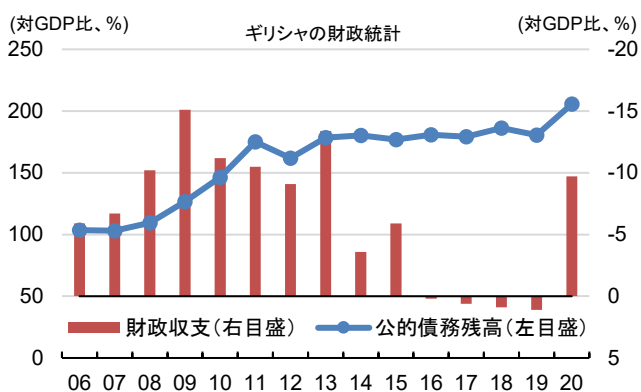
ギリシャは債務危機に伴い、欧州連合(EU)と国際金融基金(IMF)から3度にわたる金融支援を受けた。その第三弾が2018年8月に終了したことで国際金融市場に本格的に復帰し、安定・成長協定(SGP)と呼ばれるEUの財政ルールに即して国債の発行を続けてきた。そしてコロナ禍ではSGPが一時的に棚上げされたため、ギリシャ政府も起債を強化した。

とはいえ主要格付け機関によるギリシャ国債の格付けは依然として BBB 格に満たない非投資適格級であり、欧州中央銀行(ECB)の適格担保要件を満たしていない。そのため、ECBが2019年9月に景気下支えを目的に導入した月額200億ユーロの資産購入プログラム(APP)の買い入れ対象から、ギリシャ国債は外れたままの状態が続いている。

他方で、ギリシャ国債は、コロナショックを受けて2020年3月に導入されたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)による購入対象には含まれている。ECBによると、5月末時点でPEPPの下で購入されたギリシャ国債の金額は256.8億ユーロであり、ギリシャ国債の発行残高(20年末時点で671.7億ユーロ)のほぼ4割をECBがPEPPで購入していることになる。

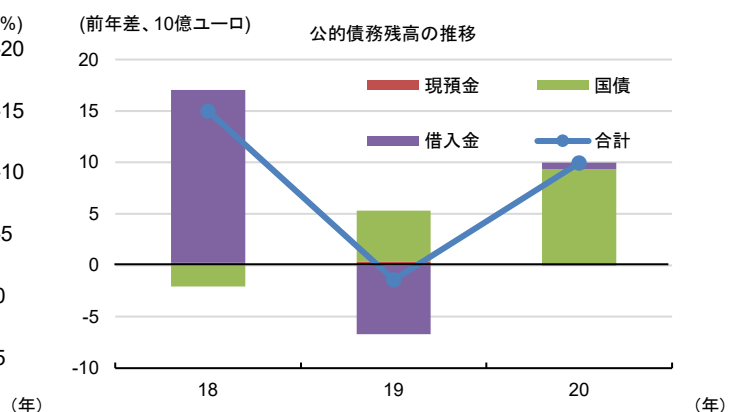
APPの実施に際してECBは「33%ルール」と呼ばれる1発行体1銘柄当たりの購入上限の自主規制を設けている。しかしパンデミックという非常事態に伴い、PEPPではAPPで定めている自主規制を設けていない。信用不安が深刻であったイタリアを救済するために機動的な設計がなされたPEPPであるが、その恩恵をギリシャも受けている。

図表3. コロナ禍で急激に悪化したギリシャ財政



(出所)ギリシャ統計局(ELSTAT)

図表4. 資金調達は主に国債の発行



(注)2018年の借入金の急増は、同年にEUからの第三次金融支援が終了するに当たり、EUがその残額を追加で融資した結果である。

(出所)ギリシャ中銀

(3) PEPP 終了後に金利が急騰するリスク

ECB の PEPP は2022年3月に終了する予定である(図表5)。新型コロナウイルスの感染動向次第ではあるものの、EU は行動制限の緩和を進める意向を示しており、景気は7~9月期以降、回復の足取りをしっかりとさせると考えられる。さらに資源価格の回復もあって物価が強含んでおり、米連銀(FRB)もテーパリング(資産購入の段階的な減額)を議論している。

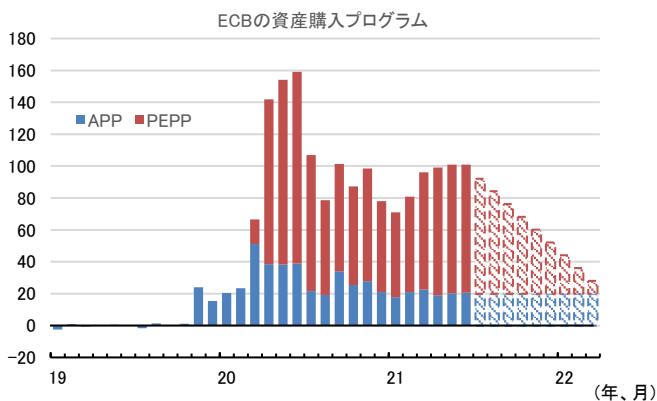
こうした中、金融市場では ECB の PEPP の出口戦略も意識されている。仮に ECB が金融市場への悪影響に配慮して PEPP の期間を延長するとしても、危機対応策としての PEPP には早晚、終わりが訪れる。この間にギリシャで財政健全化が進み、主要格付け会社によるギリシャ国債の格付けが ECB の適格担保要件を満たすことは先ずあり得ない。

したがって、このまま PEPP が終了すれば、ギリシャ国債は ECB による債券購入の対象から外れることになるため、ギリシャ国債の需給バランスが崩れて長期金利が急騰する危険性が意識される。ギリシャの長期金利が急騰すればイタリアやスペインといった他の重債務国の長期金利も「連れ高」を余儀なくされるため、欧州に信用不安の波が生じることになると警戒されるところである。

こうしたリスクは ECB 内でも意識されており、イタリア出身のパネッタ専務理事は PEPP 終了後、PEPP のような弾力的な運用方針を APP にも適用すべきだという立場を採っている。他方でドイツ出身のシュナーベル専務理事やドイツ連銀のバイトマン総裁らタカ派のメンバーは、元々 ECB による資産購入そのものに慎重なため、パネッタ専務理事の主張に対して反対の立場を貫いている。

とはいえ、ギリシャ発の信用不安の流れを ECB 自らが作り上げるわけにはいかない。そのため ECB は、PEPP の出口戦略の詳細を明らかにするタイミングで、ギリシャ国債の特例的な扱い(適格担保要件の一時的な緩和など)についても具体的なアナウンスを行うことになる公算が大きい。そのタイミングは早ければ10月28日の政策理事会、遅くとも12月16日の政策理事会になるだろう(図表6)。

図表5. 注目される ECB の出口戦略



(注)2021年7月以降の破線部はイメージ
(出所)実績値は ECB、イメージは MURC

図表6. 想定される ECB のイベントスケジュール

7月8日 ECB は戦略レビューを公表
7月22日 ECB 理事会は無風で通過
9月9日 ECB 理事会でテーパリングに言及か？
10月28日 ECB 理事会でテーパリングの内容を具体的にアナウンスか？ギリシャ債の扱いについてもアナウンスか？
12月16日 ECB 理事会がテーパリングに関するアナウンスの実質的なタイムリミット

(出所)MURC 作成

(4) 財政未統合のツケを払わされ続ける ECB

ギリシャの債務危機は2009年9月に発覚した財政統計の改ざん問題に端を発する。それから10余年が経過、ギリシャはこの間に厳しい財政緊縮を余儀なくされた。確かにそのことで公的債務残高の膨張には歯止めがかかったが、一方で景気は停滞が長期化した。そしてギリシャら重債務国向けの金融支援の是非をめぐり、ギリシャを含めた EU の各国で反 EU 運動が勃興する事態につながった。

コロナショックを受けてギリシャの財政もまた悪化し、公的債務残高の規模は債務危機の時よりも一段と膨張した。にもかかわらず、ギリシャで債務危機が再燃するリスクは今のところ意識されていない。結局パンデミック危機対応として導入された PEPP で ECB が多額のギリシャ国債を購入し、ギリシャ政府の資金繰りを支援していることが、ギリシャ財政の安定に貢献していると考えられる。

結局のところ、裁量よりも原則を重視するドイツなどタカ派の諸国が早期に理解を示していたなら、債務危機の際も ECB は超法規的措置として国債を大々的に購入することができ、ギリシャ経済のみならず欧州経済への悪影響をより軽微に留めることができたはずである。ECB の PEPP が持つ超法規性は、間違いなくこうした過去の失敗に対する反省に基づいている。

本来、財政が統合されていれば、あるいは円滑な財政支援のメカニズムが存在していれば、ギリシャの債務危機は生じなかった。その意味で、ギリシャの債務危機は本質的には財政当局の問題であり、金融当局である ECB が一義的に責めを負うべき問題ではない。PEPP の終了に伴いギリシャの長期金利が上昇しても、本来なら財政の統合を回避し続けてきた各国政府の責任で解決すべき問題である。

そうは言っても、繰り返しとなるが ECB 自らが、PEPP の終了に当たってギリシャ発の信用不安を呼び起こすような事態を引き起こすことなどできない。ECB は今後も域内各国の信用格差という問題を抱えながら、パンデミック危機対応の手仕舞いを模索することになる。EU が財政の統合を回避し続ける限り、金融当局である ECB にそのツケを負わせ続け、その政策余力を奪うことになるだろう。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。