

## ギリシャ救済を巡るEU内の不協和音

発表日：2010年3月19日(金)

～選挙を控えた政治的発言、最後はEUが支援しよう～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

### (要旨)

- ◇ 緊急時のギリシャ支援の具体策整備で基本合意した筈のEU諸国の間で、早くも救済への反対意見が挙がっている。発言元のドイツとオランダでは5・6月に選挙を控えており、今回の発言には有権者向けの政治的なメッセージという側面もあろう。
- ◇ 筆者は本当に必要となれば、最後はEUがギリシャを支援すると考えている。EU各国は国債保有や銀行融資を通じてギリシャに相当規模のエクスポージャーがあり、ギリシャがデフォルトに陥った場合の影響が大きい。また、金融市場がギリシャ救済を悲観視して、ユーロに売り圧力を仕掛ければ仕掛けるほど、加盟各国の危機感は増し、ユーロそのものの信認を守るためにも、ギリシャ支援をせざるを得なくなる。
- ◇ 今回の発言を受け、為替市場がユーロ売りで反応したのは、EUによる救済がまとめられないとの不安心理が高まったことにあると思われる。だが、資金支援の結果、ギリシャが難局を乗り切れるのであれば、資金の出し手がIMFであろうと、EUであろうと、そこに本質的な違いはない筈だ。

3月15・16日のユーロ圏およびEUの経済財務相会合において、緊急時のギリシャ支援の具体策を整備することで基本合意した筈のEU諸国の間で、早くも救済への反対意見が挙がっている。ドイツ与党CDU・CSUで金融問題の広報担当を務めるマイスター議員は17日、「ギリシャが最終的に支援を必要とするならばIMFに求めるべき」と発言。18日にはオランダのバルケネンデ首相代行が、「2月にドイツのメルケル首相に電話し、IMFがギリシャの資金需要の解決に貢献するよう望んでいると伝えた」と発言（いずれもブルームバーグニュースより）。こうしたEU内の不協和音を受け、ギリシャ支援の先行き不透明感が台頭し、外国為替市場では再びユーロ安が進んでいる。

確かに、脱税・租税回避が横行し、手厚い給付を約束する年金制度を維持するギリシャに対して、安易な資金支援をすることには、加盟各国ともに国民からの反発が大きいのは事実だ。しかも、ドイツは5月に、オランダは6月に選挙を控えている。今回のギリシャ支援に対する反対意見の表明は、有権者向けの政治的なメッセージと考えることが出来るのではなかろうか。金融市場と有権者の反応を窺いつつ、ギリシャが自力での資金調達を可能になる程度のメッセージを発信することで、ギリシャにとっての1つの山である4・5月の国債の大量償還と、自国にとっての1つの山である5・6月の総選挙を乗り切りたいとの思いがある。

果たして、そうした巧みな期待誘導が可能かどうかは別として、筆者は本当に必要となれば、やはり最後はE Uがギリシャを支援すると考えている。理由は2つある。第1に、E U各国は国債保有や銀行融資を通じてギリシャに相当規模のエクスポージャーがある（図表1・2）。ギリシャが現実的にデフォルトに陥れば、その影響はギリシャ一国にとどまらず、ユーロ圏全体に広がる恐れがあることは、加盟各国間で共有されている筈だ。第2に、これは“鶏が先か、卵が先か”のような話だが、金融市場がギリシャ救済を悲観視して、ユーロに売り圧力を仕掛ければ仕掛けるほど、加盟各国の危機感は増し、ユーロそのものの信認を守るためにも、ギリシャ支援をせざるを得なくなる。逆に、金融市場での緊張状態が緩和すれば、ギリシャは自力での資金調達が可能となり、そもそもE Uが資金支援をする必要性がなくなる。

もう1つ今回のドイツ・オランダ両政府関係者の発言と金融市場の反応がちぐはぐと感じるのは、資金支援の結果、ギリシャが難局を乗り切れるのであれば、資金の出し手がIMFであろうと、E Uであろうと、そこに本質的な違いはない筈だ。重要なことは、ギリシャが最終的には難局を乗り切ることができるかどうかである。今回の発言を受け、為替市場がユーロ売りで反応したのは、①そもそも救済プランがまとめられずに、ギリシャがデフォルトに陥るリスクや、同様の問題を抱えるギリシャ以外の国にも混乱が及ぶリスクが高まったこと、②IMFが支援をすればE U自体に問題解決能力がないことを明言しているに等しいこと、が意識されたのだろう。だが、日米欧を含む主要先進国が拠出するIMFが資金支援をした場合と、E U加盟国のみで資金拠出したファシリティーを通じて資金支援をした場合とを比較すると、ドイツを筆頭にE U加盟国の負担がより大きくなるのは後者の方だ。つい先日までは、E Uによるギリシャ支援が具体化すると観測から、加盟国の財政負担が増すことを懸念していた市場の変わり身の早さからは、首尾一貫した姿勢は見られない。市場心理が移ろいやすいのは常であるが、ギリシャ危機を巡る一連の市場の反応を見ると、どこか“ぼんやり”とした不安心理が支配しているように思われる。

（図表1）ギリシャ国債の保有シェア  
（2005-09年、%）

| 【国別】           |    |
|----------------|----|
| ギリシャ           | 29 |
| 英国・アイルランド      | 23 |
| フランス           | 11 |
| ドイツ・スイス・オーストリア | 9  |
| イタリア           | 6  |
| ベネルクス諸国        | 6  |
| その他            | 6  |
| スカンジナビア諸国      | 3  |
| 米国             | 3  |
| アジア            | 2  |
| スペイン・ポルトガル     | 1  |
| 【主体別】          |    |
| 銀行・信託          | 45 |
| ファンド・マネージャー    | 19 |
| 保険・年金ファンド      | 14 |
| アセット・マネジメント    | 10 |
| ヘッジ・ファンド       | 5  |
| 中央銀行・政府        | 5  |
| その他            | 4  |

出所：Hellenic Public Debt Management Agency

（図表2）ギリシャに対する外銀経由の与信残高  
（2009年7-9月期末）

|         | 金額<br>(100万ドル) | シェア<br>(%) |
|---------|----------------|------------|
| 与信残高計   | 302,566        | 100.0      |
| フランス    | 75,452         | 24.9       |
| スイス     | 63,966         | 21.1       |
| ドイツ     | 43,236         | 14.3       |
| 米国      | 16,411         | 5.4        |
| 英国      | 12,342         | 4.1        |
| オランダ    | 11,849         | 3.9        |
| ポルトガル   | 10,317         | 3.4        |
| アイルランド  | 8,506          | 2.8        |
| 日本      | 8,447          | 2.8        |
| イタリア    | 8,381          | 2.8        |
| ベルギー    | 7,526          | 2.5        |
| オーストリア  | 6,242          | 2.1        |
| スペイン    | 1,190          | 0.4        |
| スウェーデン  | 973            | 0.3        |
| オーストラリア | 33             | 0.0        |

出所：Bank for International Settlements

以上