

ギリシャ首相の危険な賭け

発表日：2011年11月2日(水)

～消えていなかったギリシャの無秩序なデフォルト危機～

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

- ◇ ギリシャのパパンドレウ首相は1日、先首脳会議で合意した支援策の受け入れの是非を問う国民投票を実施する方針を明らかにした。だが、国民投票での信認を追い風に改革を前進させたいとの首相の賭けはギリシャを更なる窮地に追い込みかねない。国民の信認が得られるとの読みが成功するかは微妙なところだ。国民投票の結果が出るまではIMFが融資継続の判断を保留する可能性がある。
- ◇ ギリシャへの支援融資の打ち切りを交渉カードに、国際社会はギリシャ首相に対して国民投票を断念するように様々な圧力を掛けていくことになろう。それでも、国民投票を推し進めるとすれば、ギリシャの無秩序なデフォルトの可能性も否定できない。一方、国民投票の方針撤回となれば、内閣への責任追及から早期の解散総選挙が現実味を帯びる。

■ 包括対応合意による危機解決への期待は見事に裏切られた

10月27日未明に及んだ欧州首脳会議での包括的な危機対応策の合意発表の余韻もさめやらぬ11月1日、ギリシャのパパンドレウ首相は、①包括対応に盛り込まれたギリシャ支援策の受け入れの是非と、②ギリシャがユーロ圏・EUにとどまるべきか否かを国民投票に問う計画をぶちまけた。対策合意に胸を撫で下ろしていた欧州の政策当局と金融市場参加者は虚を突かれた格好。金融市場ではギリシャが無秩序なデフォルトに陥るリスクが再び意識され、財政危機の解決がまだ遠いとの認識が改めて広がっている。

首相は4日に内閣信任投票を実施したうえで、信認が得られた場合、追加支援策の詳細が固まった後、来年1月末にかけて国民投票を実施する方針だ。国民投票を実施する計画は多くの閣僚にとっても寝耳に水であった模様。欧州の各国政府や野党ばかりか、閣内からも国民投票実施に反対の声が挙がっている。与党議員の1人が離党を決断、与党・全ギリシャ社会主義運動(PASOK)の議席は152議席に縮小、定数300の議会での過半数はさらに薄氷のものとなった。与党の有力議員6人は首相の辞任を要求するなど、首相の求心力が低下している。別の与党議員は野党に対して挙党一致の連立内閣の樹立を訴えたが、支持率調査で与党をリードする野党第1党の新民主主義(ND)は、早期の解散総選挙を求めており、連立要請に応じる構えはない。

国民投票の実施を決断するに至った首相の真意は定かでない。国内で高まる改革断行への苛立ちと抵抗、国際社会からの改革実施を求める抗し難い圧力との板挟みに合っている。ユーロ圏からの離脱観測も後を絶たない。与党の支持率は低下の一途を辿り、野党から総選挙を求める声も日増しに高まっている。こうした政治的な硬直状況を打開し、国民投票での信認を追い風に改革を前進させたいと考えたのだろうか。

だが、そうした賭けは首相とギリシャを更なる窮地に追い込みかねない。包括対応の一環でギリシャの債務負担が軽減されたことをアピールすれば、国民の信認が得られるとの読みが成功するかは分からない。

10月27日に実施された世論調査によれば、国民投票を実施した場合、46%の回答者がギリシャ支援策に反対するとの結果もある。

国民投票で支援策が否決されるかを待つまでもなく、ギリシャが無秩序なデフォルトに陥るリスクも否定できない。11月上旬にも実施が予定されているEUとIMFによる80億ユーロのギリシャ一次支援の第6弾融資が見送られる恐れがあるからだ。IMFはギリシャ支援を継続する条件として、EUからの支援融資がプログラムの全期間にわたって完全に履行されることを求めている。今回の国民投票の実施はそうした条件に抵触する恐れがあり、国民投票の結果が出るまではIMFが融資提供の判断を保留する可能性がある。その場合、ギリシャの資金繰りは早ければ11月中にも行き詰まることになりかねない。

ギリシャの無秩序なデフォルトを回避するためには、国民投票が可決され、IMFが融資継続を決断するまでの間、EUがつなぎ融資をする必要がある。だが、50%の借金棒引きにも飽き足らず、改革実行に難色を示すギリシャ国民に対して、支援を提供する側のEU圏の他国の国民が資金支援に応じるかは微妙なところだろう。また、国民投票の実施は、年内決着を目指す債務交換案での個別金融機関との交渉にも悪影響を及ぼす可能性がある。数ヶ月先の国民投票で否決されかねない債務交換案への協力要請に二の足を踏むことも考えられるためだ。

今のところ、パパンドレウ首相は国民投票の実施方針を貫く方針だ。だが、首相の危険な賭けを食い止めるべく、ギリシャへの支援融資の打ち切りを交渉カードに、欧州の各国政府を始め国際社会はギリシャ首相に対して様々な圧力を掛けていくことが予想される。それでも、国民投票を推し進めるとすれば、ギリシャの無秩序なデフォルトの可能性も否定できない。一方、国民投票の方針撤回となれば、内閣への責任追及から早期の解散総選挙が現実味を帯びる。その場合、政治的な不透明感も加わり、ギリシャ問題解決までにはなお時間が掛かるとの見方が金融市場に広がることになろう。危機はまだ終わっていない。

■ 包括対策後も消えぬ財政不安、細部の肉付けはこれから

なお、緊張の高まるギリシャの政治情勢とは別に、先週的首脳会議で打ち出された包括的な危機対応策の評価について改めて記しておく。一言で表現するならば“踏み込み不足”。当事者間の意見調整に手間取った結果、対策は大枠を提示することに手一杯であった印象が否めない。

例えば、ギリシャの債務交換案は、国債を保有する民間投資家に対して額面から50%減価した国債との自発的な交換を求めている。それにより、ギリシャの公的債務残高の対GDP比率は2020年に120%に低下、債務の持続可能性は確保できると説明している。だが、こうしたシナリオの前提条件はほとんど明かされていないのが実情だ。120%という数字が、どのような経済成長率やプライマリーバランスの想定に基づき、債務交換プログラムに何割程度の民間投資家が参加した場合に実現可能なのかも定かでない。額面比50%の減価が割引現在価値でどの程度の債務削減につながるかも明らかにされていない。

そもそも、民間投資家の債務交換は自発的な参加が建前。50%の債権放棄は交渉の窓口となった国際金融協会（IIF）との合意に過ぎない。個々の金融機関に対しては、回答期限を区切って、債務交換プログラムへの参加の是非を問うことになる。参加率が当局の想定を下回れば、財源不足をどのように穴埋めするかといった難題を抱えている。この他にも細部が不明な点を挙げればきりが無い。EFSFのレバレッジ案が十分な外部資金を集めることが出来るのか、制度設計の詳細は11月中に取りまとめられる予定だ。また、ギリシャ向け追加支援に、EUとIMFは最大1,000億ユーロを拠出するとしているが、両者の拠出割合や支援の内訳などは年内中の合意を目指すとしている。

勿論、評価すべき点もある。意見対立を乗り越え、焦点であった①ギリシャの無秩序なデフォルト阻止（ギリシャの国民投票の実施方針でぐらっているが）、②他の財政不安国への危機波及の回避、③銀行

の信用不安防止—に対して一定の答えを提供した。とりわけ、ギリシャの債務負担を軽減することで、より現実的な財政再建路線に軌道修正したことは、事態の一段の悪化を食い止めるうえで好ましい変化と言えよう。ギリシャでは財政緊縮による景気悪化が更なる財政悪化を引き起こしており、緊縮一本槍の再建プログラムの見直しが必要なことは明らかだ。また、ユーロ圏内で支え合うだけでなく、外部資金の活用を通じて、EFSFの実質的な規模を拡大する方針に改めたことも評価できる。域内の相互支援を前提とする現在の財政救済の枠組みは、周辺国から中核国への財政リスクの移転を通じて、財政危機の解決を困難にしている。

ただ、包括的な危機対応策が財政不安の払拭につながるかは予断を許さない。ギリシャの改革実行の難しさは今回の国民投票の一件で明らかな通りだ。さらに難しい問題は、仮に今回の対策が不十分と受け止められた場合、欧州の政策当局に残された選択肢が限られていることにある。

第1に、債務交換後もギリシャの支払い能力の回復が十分でないとの認識が高まった場合、将来的に追加の財政支援（三次支援）や一段の債務減免が必要になる可能性がある。だが、再三に亘る支援拡大には、提供する側の国民の反発が必至。民間投資家に更なる債務軽減を求めるにも、交換後の国債には政府保証が付与される方針だ。更なる債務減免には、EUによる財政支援の債権放棄や、ECBの保有する国債の減免が必要になるかもしれない。

第2に、EFSFのレバレッジ案が、外部資金の呼び込みに失敗した場合や、イタリア・スペインへの危機波及を食い止めるうえで不十分と受け止められた場合、政府保証額の更なる引き上げという禁じ手を迫られる恐れがある。その場合、潜在的な財政負担の増加と受け止められ、中核国の財政リスクが高まることになりかねない。仮にフランスの格下げ懸念が現実のものとなれば、レバレッジ活用で1兆ユーロ程度を確保した筈の基金の実質的な規模は大きく目減りする。

第3に、銀行の資本増強策は更なる財政悪化の危険と隣り合わせだ。政府やEFSFの資金を活用して問題行に公的資金を注入すれば、銀行救済費用の増加が財政悪化に拍車を掛けることになる。一方、公的資金の注入を回避すべく、自助努力による自己資本比率の達成を目指せば、貸出抑制を通じて景気悪化を引き起こす恐れが高まる。欧州銀行監督機構（EBA）が公表した大手70行で1,060億ユーロの資本不足額が実態を反映していないとの認識が高まった場合、銀行危機と財政悪化との負の循環が更に加速しかねない。

以上