

ギリシャのユーロ離脱の行方

発表日：2012年5月21日(月)

～運命の決断の日まで残すところ1ヶ月～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 6月17日の再選挙では単独過半数を獲得する政党が現れず、今回同様に連立協議にもつれ込もう。その場合、①反緊縮派が連立を発足し、支援プログラムの見直し協議が難航するシナリオ、②支援継続派が連立を発足し、支援プログラムの部分的な見直しで合意するシナリオ、③連立協議が難航して再々選挙に至るシナリオが考えられる。
- ◇ ギリシャ国民の大半はユーロ残留を希望している。緊縮プログラムの即時撤回を求める急進左派連合の強行姿勢がユーロ離脱につながりかねないと考えれば、再選挙の投票行動や再選挙後の支援見直し協議での世論形成を通じて、急進左派連合の暴走に歯止めを掛けることが予想される。そのため、今回はギリシャのユーロ離脱は瀬戸際で回避されると筆者は考えている。
- ◇ 欧州の政策当局は、ギリシャのユーロ離脱が他のユーロ圏諸国にどういった影響が及ぶか確信を持っていない。ギリシャがユーロを離脱すれば、ギリシャ向け支援融資、ECBのギリシャ向け債権、民間部門のギリシャ向け投融資の回収が困難となる。こうした政府の財政悪化や銀行の損失発生懸念が、他の財政不安国に対する金融市場の警戒心を高める可能性は否定できない。
- ◇ ギリシャのユーロ離脱シナリオが現実のものとなるのは、①「支援打ち切りでもユーロ残留が可能」との急進左派連合の主張にギリシャ国民が耳を傾ける時、②再選挙までの混乱激化でギリシャ国民が「ユーロ離脱も致し方なし」との意見に傾く時、③欧州の政策当局が波及懸念を封じ込める対策を整備し、離脱時の混乱回避で自信を深める時、④金融市場がユーロ離脱を規定路線と受け止め、波及リスクが限定的となった時が考えられる。
- ◇ ギリシャの政局動向を巡る不確実性は高く、再選挙後に離脱回避が決まるまでは、金融市場の不安心理が払拭されることはないだろう。懸念されるのは、ギリシャのユーロ離脱の是非が決着する再選挙までの間に、スペインの財政・金融不安が深刻化することだ。このままスペイン不安が沈静化しない場合、今のところ静観姿勢を崩していないECBも、国債購入再開やLTROの追加実施を通じて、スペインへの危機封じ込めに乗り出す必要が出てこよう。

■ 再選挙後の連立協議や支援プログラムの見直し交渉は難航が予想される

6日の総選挙後の連立交渉が物別れに終わったギリシャでは、暫定政権を率いるピクラメノス首相の下、6月17日に再選挙が実施される。世論調査の結果からは、再選挙でも単独過半数を獲得する政党は現れず、

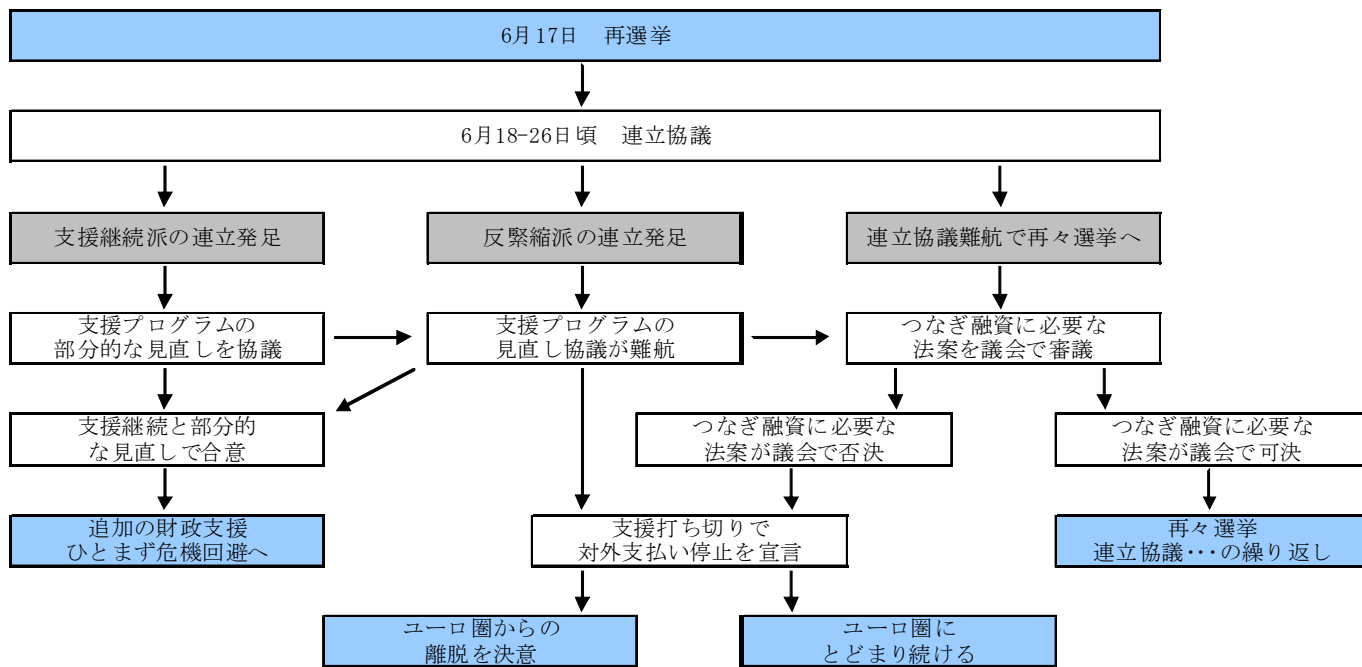
連立協議にもつれ込むことが確実視される。その場合、欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）の財政支援プログラムの撤回を求める急進左派連合（SYRIZA）と、支援プログラムの継続を前提に部分的な見直しの可能性を模索する新民主主義（ND）と全ギリシャ社会主義運動（PASOK）との意見対立が予想され、連立協議が再び難航することは避けられない（図表1）。

総選挙での勢いを追い風にSYRIZAを軸に反緊縮派が連立政権の発足に漕ぎ着けた場合、その後に待ち構える支援プログラムの見直し協議でトロイカとの意見衝突は避けられず、金融市場の動揺を誘うことになろう。一方、先の総選挙で議席獲得に必要な3%の最低得票率に満たなかった緊縮継続派との連携などで支援継続派が連立政権を発足した場合、支援プログラムの部分的な見直しでトロイカとの間で何らかの合意に達する可能性が高まる。

連立協議そのものが行き詰まり、今回同様に憲法上の定めで再々選挙となる展開も考えられる。この場合、追加の財政支援を受け取らなければ、再々選挙が予定される7月中下旬までに、ギリシャの政府資金は底を付く恐れがある。再々選挙までの間につなぎ融資などを受け取る必要があるが、融資実行には何らかの財政措置が求められる公算が大きく、再々選挙に向けた各党の思惑も加わり法案審議は難航しよう。

トロイカとの間の支援プログラムの見直し協議や、つなぎ融資に必要な法案の議会審議が行き詰まった場合、財政支援の打ち切りが現実味を帯びる。財政支援が打ち切られた後も、ギリシャがユーロ圏にとどまるという選択肢も可能だが、義務を果たさずにユーロ圏にとどまろうとするギリシャに他のユーロ圏からの反発は避けられない。財政規律違反による制裁発動、補助金停止、欧州中央銀行（ECB）によるギリシャの銀行への資金支援の打ち切りなどを通じて、最終的にはギリシャをユーロ離脱の決断に追い込んでゆくことになろう。

(図表1) ギリシャ再選挙後に想定されるシナリオ



出所：第一生命経済研究所が作成

■ ギリシャ国民の大半はユーロ圏への残留を希望している

問題は協議が難航した末にギリシャが支援プログラムが打ち切られるところまで突き進むかだ。世論調

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

査によれば、ギリシャ国民の8割前後はユーロ圏への残留を望んでいる。「支援が打ち切られた場合も、ギリシャはユーロ圏にとどまることが可能」とするSYRIZAの言葉にギリシャ国民が耳を傾ければ、ユーロ離脱に追い込まれる可能性が高い。「SYRIZAの強硬姿勢がユーロ離脱につながりかねない」と判断すれば、再選挙が近づくと連れて、支援継続派が息を吹き返すことが考えられる。総選挙後に実施された世論調査では、SYRIZAが最大得票を獲得して第1党になるとの結果が大半だが、NDがSYRIZAを抑えて第1党を確保するとの調査結果もある(図表2)。SYRIZAが再選挙で第1党となった場合も、ユーロ残留を希望する有権者の声に耳を傾けることで、交渉期限のぎりぎりのところで強硬姿勢を和らげるといった展開も考えられよう。

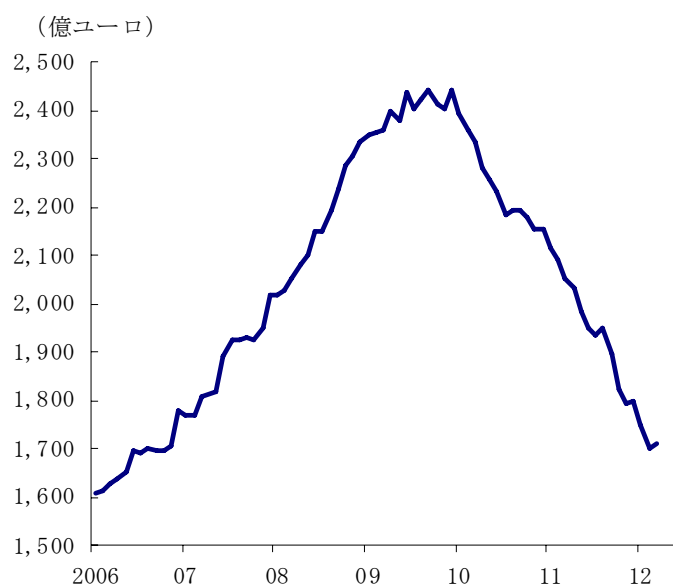
(図表2) ギリシャの政党別支持率の世論調査結果(%)

	総選挙		世論調査			
	前回 2009/6/7	今回 2012/5/6	Kappa 5/9-10	Metron 5/11	VPRC 5/10-14	Marc 5/15-17
新民主主義 (ND)	32.3	18.9	18.1	21.7	14.2	26.1
左翼進歩主義連合 (SYRIZA)	4.7	16.8	20.5	25.5	20.3	23.7
全ギリシャ社会主義運動 (PASOK)	36.6	13.2	12.2	14.6	10.9	14.9

出所：各種報道より第一生命経済研究所が作成

今回はギリシャのユーロ離脱は瀬戸際で回避されると筆者は考えている。今のところギリシャ国民の大半がユーロ残留を望んでいないことを、SYRIZAも決して無視できないと言うのが主な理由だ。ギリシャのユーロ離脱は、少なくとも短期的には経済・社会の混乱を招く(詳細は5月14日付の「高まるギリシャのユーロ離脱観測 ～最後に決めるのはギリシャ人～」を参照されたい)。既にギリシャの銀行からはピーク時対比で3割の預金が流出した(図表3・4)。

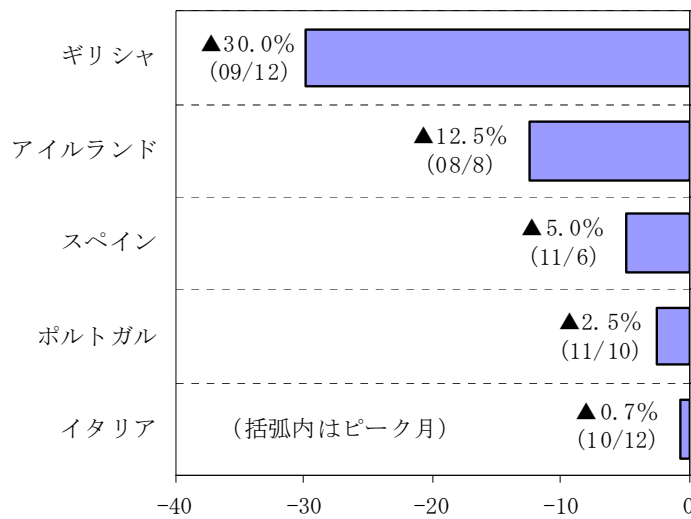
(図表3) ギリシャの銀行預金(非金融業)の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表4) 財政不安国の銀行預金のピーク比減少率 (%)



注：最新の公表値（2012年3月）と各国のピーク時との比較。
中央政府を除く非金融企業・家計の預金残高。
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

欧州の政策当局は、ギリシャのユーロ離脱で他のユーロ圏諸国にどういった影響が及ぶか確信を持たずにいる。スペイン不安の再燃など危機の火種を抱える最中で、ユーロ圏の存亡を危険な賭けに晒す訳にはいかない。しかも、プライマリーバランスが赤字のギリシャ政府は、支援を打ち切られた際に、対外支払いを全面停止する公算が大きい。その場合、EUのギリシャ向け支援融資の回収は困難となる（図表5）。また、欧州中央銀行が証券市場プログラム（SMP）を通じて保有するギリシャ国債、資金供給オペや緊急融資制度（ELA）を通じたギリシャの銀行に対する資金支援などが回収できなくなる。欧州系の銀行を中心としたギリシャ向けの投融資も全額回収することは難しい。

EU諸国がギリシャ支援にこれまで拠出した金額は1,258億ユーロで、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの各国は二国間融資（一次支援）とEFSF債の政府保証（二次支援）を通じて、GDP比で1.4～1.5%相当の潜在的な財政負担をしている（図表6）。また、ECBのギリシャ向け債権が焦げ付いた場合、資本金を拠出するユーロ圏各国政府の潜在的な財政負担と考えることも可能だ。いずれも全額回収できなかった場合、ユーロ圏各国の財政負担はGDP比で3%相当に膨れ上がる計算となる。各国の経済体力で吸収できない範囲ではないが、財政不安を抱えるスペインやイタリア、今年の初めに最上位格付けを失ったフランスにとって、財政面での痛手となることは間違えない。

こうした政府の財政悪化や銀行の損失発生懸念が、他の財政不安国に対する金融市場の警戒心を高める可能性は否定できない。ユーロ離脱のタブーが破られたことで、離脱の連鎖や銀行取り付け騒ぎの連鎖が意識され、ユーロ崩壊の序章と受け止められる恐れもある。ギリシャの政局混乱やスペインの財政・金融不安の再燃を受けた最近の金融市場の動揺からは、市場参加者がギリシャのユーロ離脱という不確定要素の高いイベントに十分な心の準備が出来ているようには思えない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表5) ギリシャのユーロ離脱で回収困難となる債権

◇ 抛済みのギリシャ向け支援融資 (2012年5月現在)	
合計	1,474 (億ユーロ)
EU	1,258 (億ユーロ)
IMF	216 (億ユーロ)
◇ ECBの対ギリシャ向け債権	
合計	約1,770 (億ユーロ)
証券市場プログラム (SMP)	約500 (億ユーロ)
資金供給オペ (MRO、LTRO)	約790 (億ユーロ)
緊急融資制度 (ELA)	約480 (億ユーロ)
◇ 外国銀行によるギリシャ向け投融資 (2011年12月末)	
主要24ヶ国所在銀行	963 (億ドル)
欧州系銀行	905 (億ドル)
フランス	444 (億ドル)
ドイツ	134 (億ドル)
英国	105 (億ドル)
ポルトガル	81 (億ドル)
米国	45 (億ドル)
日本	9 (億ドル)

出所：各種資料・報道より第一生命経済研究所が作成

(図表6) ギリシャ向け支援額の各国別の潜在的な財政負担額

	一次支援 二国間融資 (億ユーロ)	二次支援 政府保証 (億ユーロ)	支援融資 合計額 (億ユーロ)	支援額の 対GDP比 (%)
ベルギー	19.4	27.1	46.6	1.3
ドイツ	151.7	211.9	363.6	1.4
アイルランド	3.5	0.0	3.5	0.2
スペイン	66.5	92.9	159.4	1.5
フランス	113.9	159.1	273.0	1.4
イタリア	100.1	139.8	239.9	1.5
キプロス	1.1	1.5	2.6	1.5
ルクセンブルク	1.4	2.0	3.4	0.8
マルタ	0.5	0.7	1.2	1.9
オランダ	31.9	44.6	76.6	1.3
オーストリア	15.5	21.7	37.3	1.2
ポルトガル	11.0	0.0	11.0	0.6
スロベニア	2.4	3.7	6.1	1.7
スロバキア	0.0	7.8	7.8	1.1
フィンランド	10.0	14.0	24.1	1.3
エストニア	0.0	2.0	2.0	1.3
合計	529.0	729.0	1,258.0	1.4

出所：欧州委員会、欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

■ 支援打ち切り後もユーロ残留が可能とする急進左派連合の危険な誘い

こうした筆者の見立てが崩れ、ギリシャのユーロ離脱が現実となるのは、①「財政支援が打ち切られてもギリシャはユーロ圏にとどまることが可能」とのSYRIZAの主張をギリシャ国民が鵜呑みにし、同党の暴走を食い止めることが出来ない場合、②再選挙までの経済混乱や社会不安の激化で、ギリシャ国民の総意が「ユーロ離脱も致し方なし」との意見に傾く場合、③欧州の政策当局がギリシャのユーロ離脱時の危機波及懸念を封じ込める対策を整備し、離脱時の混乱を回避できると自信を深める場合、④金融市場がギリ

シャのユーロ離脱を既定路線と受け止め、危機の波及リスクが封じ込められる場合、などであろう。

今回は仮に支援継続で決着したとしても、ギリシャのユーロ離脱論は近い将来に再燃する可能性がある。とりわけ今回の支援継続とプログラムの部分的な見直し後も経済に好転の兆しが見られない場合、ギリシャ国民の間でユーロ離脱論が勢いを増す恐れがある。また、ギリシャのプライマリーバランスが一段と改善し、支援が打ち切られた場合も、債務返済（国債の償還・利払いや融資返済）を全面的に停止すれば、日々の財政資金のやりくりが出来るようになった段階では、ユーロ離脱機運が盛り上がる可能性がある。ギリシャのユーロ離脱がもはやタブー視されなくなった現在、欧州の政策当局は水面下でギリシャの秩序立った離脱に向けた準備を進めている筈だ。そうした準備が整うことも、ギリシャのユーロ離脱へのハードルを低くする。

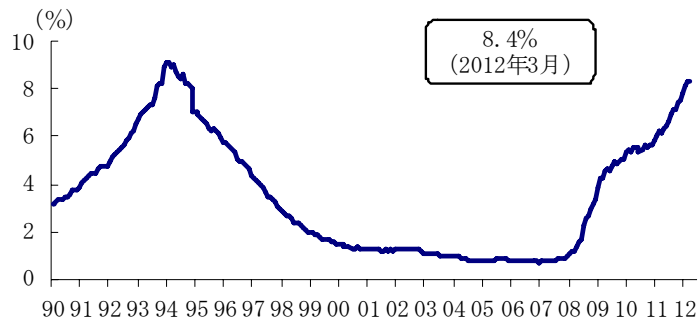
■ 再選挙までの間にスペイン不安が深刻化することに注意

連立協議や支援プログラムの見直し協議は、政府が最終的に資金繰りに行き詰まる直前までチキンゲームの様相を強める公算が大きい。ギリシャの政局動向を巡る不確実性は高く、再選挙後に離脱回避が決まるまでは、金融市場の不安心理が払拭されることはないだろう。離脱回避が固まった際には、一気にリスクオンへの巻き戻しが生じる可能性が高い。タイミング的にも、6月28・29日のEU首脳会議で「財政規律か景気配慮か」の政策論争の方向性が見えてくることや、6月末に銀行の資本増強期限を迎えること、7月1日には欧州安定メカニズム（ESM）が始動するなど、債務危機絡みのイベントが一巡する。

むしろ懸念されるのは、ギリシャのユーロ離脱の是非が決着する再選挙までの間に、スペインの財政・金融不安が深刻化することだ。足許のスペイン景気の悪化スピードは2008-09年時と比べて軽微だが、このところの不良債権比率の上昇ピッチが極めて速い点が気掛かりだ（図表7）。政府は11日、①銀行に不動産関連融資の引当金の積み増しを義務付け（図表8）、②資本不足行に政府の銀行救済基金（FROB）を通じて金融支援を行う、③銀行の不動産関連の不良資産を別会社に移管し、自身のバランスシートから切り離して管理する、④銀行の全保有資産に対して独立した外部機関が監査を行う、などの銀行の不良債権処理策を発表した。だが、市場の評価は厳しく、スペインの国債利回りは昨年11月以来の水準に上昇、財政支援要請を余儀なくされる危険水域に迫ってきた（図表9）。ギリシャのユーロ離脱が回避されれば、スペインに対する行き過ぎた不安も後退するだろう。だが、ギリシャのユーロ離脱回避が固まる前に、スペインの国債利回りの上昇に歯止めが掛からなくなった場合、残された政策選択肢は少ない。

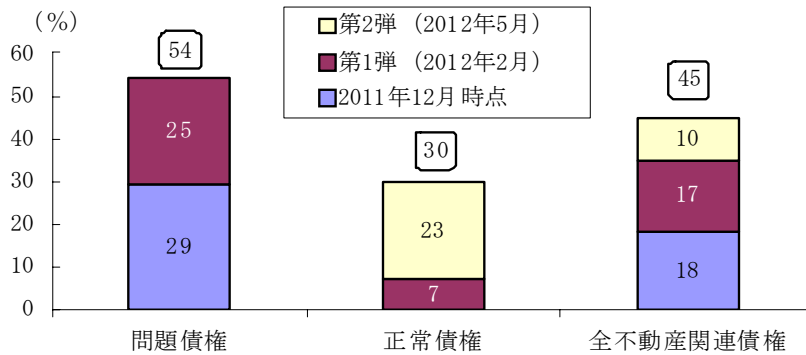
財政救済の安全網の強化は合意を実行に移す段階で、今の時点で更なる支援能力の拡充を議論するのは困難とみられる。スペイン政府による財政再建策、労働市場改革、規制改革、地方自治州の財政管理策、銀行の不良債権処理策なども市場の信頼回復には至っていない。国債利回りの上昇抑制で機動的に動けるのはECB位だろう。ECBは現在、2回のLTROの効果検証など、政策の見直し作業を行っていると言われる。6月の政策理事会で発表予定の景気見通しは、足許の景気下振れと回復時期の先送りが示される公算が大きい。このままスペイン不安が沈静化しない場合、今のところ静観姿勢を崩していないECBも、国債購入再開やLTROの追加実施を通じて、スペインへの危機封じ込めに乗り出す必要が出てこよう。

(図表7) スペインの銀行融資に占める不良債権比率



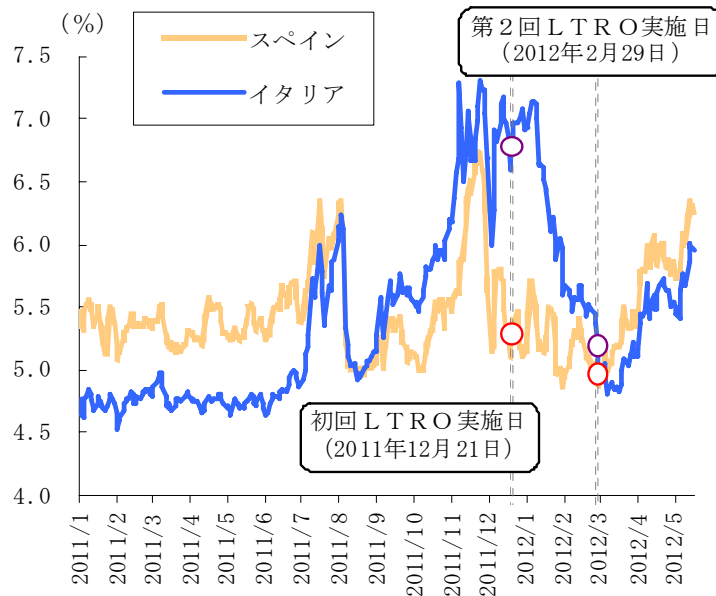
出所：スペイン中銀資料より第一生命経済研究所が作成

(図表8) スペイン金融機関の不動産関連債権の引当率目標



注：第1弾、第2弾の引当率ともに2012年12月の達成目標。
出所：スペイン財務省資料より第一生命経済研究所が作成

(図表9) スペインとイタリアの10年物国債利回り



出所：Reuters資料より第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。