

支援延長でも消えないギリシャの資金繰り危機

発表日：2015年2月23日(月)

～延長合意により融資が実行される訳ではない～

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

- ◇ 最終期限とされた20日のユーログループ会合において、ギリシャ支援の4ヶ月間の延長で合意した。支援協議の難航でギリシャの銀行から預金流出が一段と加速、銀行危機が間近に迫ってきたことで、これまで強気の交渉姿勢を崩さなかったギリシャ政府も歩み寄りを迫られた。
- ◇ ただ、最終トランシェの融資実行にはプログラムのレビューを成功裏に終える必要がある。ギリシャ政府の財政資金は3月中にも底をつくと言われており、それまでに融資が実行される可能性は低い。今回の延長合意後も、目先の資金繰り危機を回避する方法は謎のまま。
- ◇ 6月末の支援終了期限までに、改革の具体策や緊縮見直しの行方を協議し、新たな支援プログラムの合意を目指す。ギリシャ国民の間で緊縮見直し機運が高まっており、新政権が安易な妥協をすることは政治的に難しい。緊縮見直し要求が通らなかった場合、ギリシャ政局が不安定化する恐れがある。

■ 改革継続を条件に既存プログラムを延長することで基本合意

11時間に及んだ20日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）では、ギリシャ政府からの支援の延長要請に応じ、2月末に終了予定だったギリシャ向け支援プログラムを最大4ヶ月間延長することで合意した。ユーログループのプレスリリースに記された主な合意内容は以下の通り。

- ユーログループは、ギリシャとギリシャ国民が過去数年間、並外れた調整努力を行ってきたことを改めて称賛する。我々は過去数週間、関係諸機関（three institutionsまたはinstitutions：欧州委員会、IMF、ECBで構成されるトロイカの新たな呼称）とともに、ギリシャの新政権との間で集中的で建設的な対話に取り組んできたが、今日、共通の土台を見出すに至った。
- 我々は既存の合意の枠組みの中でギリシャ政府が主要な金融支援ファシリティ合意（MFFA）の延長を要請したことに留意する。延長の目的は、既存合意で課された条件に基づくレビューを無事に終了し、ギリシャ政府と関係諸機関が合同で検討する既存合意に認められる柔軟性を最大限に活用することにある。延長はまた、ユーログループ、関係諸機関、ギリシャの間で、その後に続き得る合意について議論する時間を橋渡しする。
- ギリシャ政府は23日中に既存合意に基づく改革案のリストを提出する。関係諸機関は当該リストがレビューを無事に終了するうえで有効な出発点となるだけの十分な包括性を有しているかの見解を表明する。このリストはさらに具体化したうえで、4月末までに関係諸機関と合意する。

- 既存のE F S Fプログラムの残りのトランシェの支払いとE C Bがギリシャ国債の保有を通じて2014年中に得た超過収益のギリシャ政府への還元は、延長された合意のレビューの終了が関係諸機関によって承認された場合に限って行われる。両者ともにユーログループによる承認が必要となる。
- 関係諸機関による判断を考慮して、ギリシャ金融安定基金（H F S F）にある銀行支援を目的とした予備資金（109億ユーロ）は欧州金融安定基金（E F S F）が管理することとし、支援合意の延長期間中は第三者の請求権が及ばないことにユーログループは同意する。当該予備資金は支援合意の延長期間中は利用可能だが、銀行の資本増強や破綻処理のみに用いることが可能。これらの資金は単一監督メカニズム（S S M）の下で大手行の監督権限を持つE C Bの要請に基づいてのみ拠出される。
- E U機関、国際機関、E U諸国との緊密な合意に基づいて行動するとのギリシャ政府のコミットメントを歓迎する。E C Bの独立性を再確認し、I M Fが今後も役割を果たし続けることに合意する。
- ギリシャ政府は、成長と雇用の見通しを永続的に改善させ、金融セクターの安定と回復、社会的な公平性を高めることを目的とした幅広い分野での掘り下げた構造改革プロセスへの強いコミットメントを表明している。同政府はまた、不正や脱税に取り組み、公共セクターの効率を改善する長年積み残されてきた改革に取り組む決意を表明している。これに関連して、ギリシャ政府は今後も提供される技術的な支援を最大限活用することを約束している。
- ギリシャ政府は全ての債権者に対して金融上の義務を完全に遅滞なく履行する約束を繰り返した。
- ギリシャ政府は2012年11月のユーログループの声明（公的債務残高の対G D P比が2020年に124%、2022年に110%以下）に沿った形で債務の持続可能性を確保するのに必要なプライマリーバランスや財政収入を確保することを約束している。関係諸機関は2015年のプライマリーバランスの黒字目標の設定に際し、同年中の経済環境を考慮に入れる。
- こうしたコミットメントを踏まえると、ギリシャの政策プライオリティーの多くが、既存合意を強化し、よりよく実行に移すことに貢献することを歓迎する。ギリシャ政府は、いかなる政策の後退も、関係諸機関によって財政目標、経済回復、金融安定に悪影響を及ぼすと判断される一方的な政策や構造改革の変更を行わないことを約束している。
- ギリシャ政府の要請とコミットメント、関係諸機関の助言、今日の合意に基づき、既存のE F S Fの主要な金融支援ファシリティ合意を最大4ヶ月延長するE F S F理事会による最終決定を可能にする各国の手続きを開始する。関係諸機関とギリシャ政府がレビューを無事に終えることを可能にする取り組みを再開することを要請する。
- ギリシャが合意した枠組みの中で約束を履行する限り、完全な市場アクセスを回復するまでの間、十分な支援を提供することを引き続き約束する。

■ 危機回避に向けた第一歩だが、今後の緊縮見直し協議の難航は避けられない

16日の再協議が物別れに終わり、支援延長要請の最終期限とされた20日が近づく頃から、ギリシャで預金流出が加速し、資本規制の導入が検討されているとの観測報道が相次いだ。20日の協議が再び物別れに終われば、銀行の営業が再開する24日以降（23日は通常のバンクホリデー）、預金流出が一段と加速し、銀行の取り付け騒ぎなどに発展するリスクを指摘する声も一部に出ていた。ギリシャ政府が当初否定していた支援プログラムの延長要請を決断し、改革継続を約束する既存合意を受け入れたのも、銀行の流動性破綻が間近に迫っているとの危機感が背景にあったものと思われる。

ギリシャのツィプラス首相は21日、今回の合意で緊縮との決別を勝ち取ったと宣言したが、実際にはギリシャ側が大幅な譲歩を余儀なくされた。新政権を率いる急進左派連合の重鎮は、緊縮策の象徴であった

「トロイカ」を「関係諸機関」に、「支援の覚書き（MoU）」を「支援合意」に置き換えたに過ぎないと切り捨てた。ギリシャ新政府による一方的な緊縮見直しへの着手、支援提供国側を刺激する型破りなスタイルや強気の交渉姿勢を受け、ここ数週間、支援提供国側の態度も硬化していた。今回ギリシャ側が一定の歩み寄り姿勢を見せたことで、信頼回復に向けた第一歩を踏み出し、今後の緊縮見直し交渉のテーブルに着くことが許された。今後、23日に提出予定の改革リストが関係諸機関によって好意的に受け止められれば、ユーログループは支援延長を最終承認する。ただ、支援提供国の一部からは新政権の改革リストが具体性に欠ける点に不満を表明する声も聞かれる。改革案が不十分と認定されれば、24日に再度ユーログループが召集される可能性がある。プログラムの延長には、ドイツ、オランダ、フィンランドなど、ギリシャ支援に厳しい態度で望んでいる一部の国での議会承認が必要となる。議会承認でつまづく恐れもあるが、今回は既存プログラムを延長するか判断で新たな支援を約束するものではないことや、ギリシャ側が一定の譲歩姿勢を示したこともあり、大きな問題とはならない公算が大きい。

ECBはこれまで、ギリシャが支援プログラム下にいることを条件に、投資適格外のギリシャ国債を資金供給オペの担保として受け入れる特例を認めてきた。だが、4日の理事会では、このままではプログラムの継続が見通せないとして、11日を最後に特例の適用を中止することを決定した。ギリシャの銀行は現在、2週間毎にECB理事会による利用継続の承認が必要で、資金供給オペよりも高い金利が要求される緊急流動性支援（ELA）に資金繰りを依存している。今回の支援プログラムの延長合意により、ギリシャの銀行への特例適用が再開され、通常の資金供給オペの対象に復帰する可能性も出てきた。

ただ、支援の終了時期を延長する今回の合意により、ギリシャの目先の資金繰り危機が回避された訳ではないことを多くのメディアは報じていない。合意文書にもはっきりと明記されているように、既存の支援プログラムの最終トランシェの融資実行（EUの最終融資、中断中のIMFの次回融資、ECBの国債保有に伴う2014年中の超過収益の還元額の合計72億ユーロ）には、プログラムのレビューを無事に終了しなければならない。同趣旨の発言はドイツのショイブレ財務相なども再三繰り返している。

ギリシャ政府は23日中に改革案のリストを提出し、4月末までに関係諸機関との合意を目指している。改革メニューで合意に至る以前にプログラムのレビューが完了することは考えにくい。しかも、融資実行が承認されるためには、ギリシャ議会で関連法案を可決する必要がある。次回の融資実行のタイミングは5月以降にずれ込む恐れがある。ギリシャ政府の財政資金は3月中にも底をつくと言われているが、政権交代後の税制変更を見越して税滞納が増えたことから、当初想定よりも資金ショートする時期がさらに前倒しとなっている可能性もある。今回の合意により、ギリシャ政府は財政目標の悪化につながる一方的な政策変更を行わないことや、債務を全額遅滞なく履行することを約束したほか、銀行救済の予備資金がEFFSFの管理下に置かれることが決まり、ギリシャ政府が財政資金不足の穴埋めに充当することは出来なくなった。ギリシャは過去の危機時にも、財政資金が枯渇するとされた期限を経過した後も、代替財源を捻出してきた経緯がある。今回も最終的な資金ショートのタイミングは定かでないが、目先の資金繰り危機をどう回避するかは謎のままだ。

20日の合意文書では、既存プログラムに認められる柔軟性を最大限に活用することや2015年のプライマリーバランスの目標設定を見直す可能性（既存プログラムでは2015年にGDP比で3.0%の黒字、2016年以降が同4.5%の黒字を想定）が示唆されている。今後、ギリシャ政府、ユーログループ、関係諸機関は6月末に延長された既存プログラムの終了期限までの間に、改革の具体策や緊縮見直しの可能性を協議することになるが、市場での資金調達再開は引き続き困難な状況で、同時に新たな支援プログラムの作成にも着手することになる。今のところ、支援提供国側が譲歩の可能性を示唆しているのは、追加の債務負担の軽減措置とプライマリーバランスの黒字幅縮小のみで、ギリシャ政府が掲げる緊縮見直し要求の多くは

受け入れられそうにない。しかも、プライマリーバランスの修正可能性についても、20日の合意文書では、経済環境に応じた2015年の見直しのみ言及しており、ギリシャ政府が求める緊縮見直しの財源捻出に充てることは想定されていない。延長後のプログラムの終了期限が、7月の国債償還前に設定されたことも、今後の交渉でのギリシャの立場を弱くする。ただ、ギリシャ国内では議会選挙後に緊縮見直し機運が一段と高まっており、新政権が安易な妥協を行うことは政治的に困難な状況にある。今後も厳しい交渉が続くことが予想され、資金繰り危機直前でのギリギリの妥協を模索する展開が続く可能性が高い。最終的にギリシャの緊縮見直し要求の多くが通らなかった場合や、最終トランシェの融資実行に必要な改革関連法案の議会審議が紛糾した場合、ギリシャ政局が不安定化する可能性がある。現在の連立政権は緊縮見直し以外の点では政策の相違が目立つほか、連立を主導する急進左派連合内には強硬な緊縮見直し派が存在する。今のところ表立った党批判の動きは広がっていないが、緊縮受け入れへの方針転換と受け止められれば、連立政権の崩壊や急進左派連合の分裂などの事態も想定される。

以上