

ギリシャに与えられた猶予は72時間

発表日：2015年7月13日(月)

～緊縮受け入れ以外にユーロ残留の道はない～

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

- ◇ ギリシャ支援合意の最終期限とされた12日のユーロ圏首脳会議は、日本時間の正午現在（現地時間の翌朝5時）でまだ協議が継続している。それに先立って行われたユーロ圏財務相会合では、新たな支援に向けた交渉を再開するにはギリシャ側の一段の措置が必要とされ、結論はまたも持ち越された。ギリシャ政府がさらに踏み込んだ改革法案を議会で可決するのに与えられた猶予期間は15日までの3日間。ドイツ政府はギリシャがさらなる緊縮を受け入れないのであれば、一時的なユーロ離脱を要求している。ギリシャ支援協議はいよいよ大詰めを迎えている。
- ◇ 債権者からの信頼回復、支援条件でのさらなる譲歩、ギリシャ議会での法案可決、全会一致の支援決定、一部支援国での議会承認、つなぎ資金の手法、E L Aの供給継続、銀行の破綻回避、政局流動化の封じ込めなど、早急に解決しなければならない問題が山積で、ギリシャに残された時間は少ない。何か1つの歯車が狂ってもギリシャ支援は暗礁に乗り上げる。

金融システムの崩壊とユーロ離脱の危機に直面するギリシャのツィプラス首相は、5日の国民投票後、緊縮受け入れに反対する民意を盾に債権者側に譲歩を求めるとの投票前の呼び掛けとは裏腹に、早期の融資再開に向けて歩み寄りの姿勢を見せてきた。支援協議の再開に先駆けて、主要政党の党首から今後の支援協議での政権への支持を取り付けたほか、歯に衣着せぬ発言で債権者の中で評判が悪かったバルファキス財務相を穏健派のツァカロトス外務副大臣に交代させた。さらに、6月末時点の債権者側の要求をほぼ全面的に受け入れた財政再建策を提出し、同案に基づいてツィプラス政権が債権団と交渉する権限を与える法案を議会で可決し、改革実行への決意を示した。こうしたギリシャ側の合意を模索する動きに対して、フランス政府や欧州委員会がギリシャのユーロ離脱回避に向けて関係各国の説得に動き出したこともあり、12日のユーロ圏首脳会議までの合意実現への期待感も高まっていたが、そうした期待はまたも裏切られそうだ（日本時間の正午現在<現地時間の翌朝5時>、会議はまだ続いている）。

債権者側の言い分はこうだ。6月末に債権者が提示した財政再建策は、中断していた二次支援プログラムを再開するのに当たってギリシャが必要な措置であった。ギリシャ政府が要請している今回の新たな金融支援は3年間で総額535億ユーロと当初の想定を大きく上回る。しかも、6月末からの銀行の営業停止と資本規制の導入で経済環境の前提が大幅に狂っているうえ、銀行の営業再開に向けた資本増強資金など銀行救済費用も必要となる。最終的な支援総額は820～860億ユーロに上ると見積もられている。この点、ギリシャ側が新たに提案した財政再建策は、幾つかの点で6月末時点の債権者側の要求を満たしていない。従来よりも大規模な金融支援が必要となったことで、ギリシャ側に要求される改革もさらに踏み込んだものとなる訳だ。金額の溝以上に深刻なのが、度重なる金融支援とギリシャの改革不実行、さらには新政権

が誕生した後の対決姿勢がもたらしたギリシャに対する債権者の不信感だ。債権者側が出した結論は、ギリシャが3日以内にさらに踏み込んだ改革関連法案を議会で可決しない限り支援交渉は開始しない、それが出来なければユーロ離脱の可能性も排除しないとの厳しいものだった。

20日にECBが保有する国債の償還期限が迫っており、12日に基本合意の青写真が崩れたことで、今後のスケジュールはさらにタイトとなった。15日夜までにギリシャ議会が税制変更や年金改革などの6つの法案を可決すれば、16日にドイツ議会を緊急招集して支援協議の再開を承認し、17～19日の間にユーロ圏財務相会合を再び開き、当面必要な資金支援を決定する。IMFへの滞納金の返済やECBが保有する国債の償還費用に充てるため、7月20日までに70億ユーロ程度、8月中旬までにさらに50億ユーロ程度の資金が必要となる(図表1)。ギリシャ政府が求めている債務軽減措置は当面の支援策に盛り込まれず、今後の改革の実行状況をみて判断する。その場合も、元本削減(ヘアカット)が行われることはなく、利払いの猶予期間や融資の返済期間の延長などが検討されることになる。

ギリシャ支援合意に懐疑的な国の急先鋒はドイツやフィンランドなどで見られている。ドイツではギリシャ支援に対する国内世論の反発が高まっており、メルケル政権を支える二大政党の議員からも支援継続に厳しい意見が相次いでいる。フィンランドはこれまでもギリシャ支援に懐疑的な国の1つだが(例えば同国は二次支援に参加する見返りに融資の返済を確実にする担保を要求した)、今年4月の総選挙でギリシャ支援に懐疑的なフィンランド人党が政権入りしたことも、同国の厳しい態度に影響している可能性がある。この他にも、ギリシャよりも1人当たり所得の低い中東欧やバルト諸国からは、ギリシャ支援に否定的な声が目立つ。

新たな融資の実行主体はEUの金融安全網である欧州安定メカニズム(ESM)となる。ESMによる融資決定には理事会を構成するユーロ圏財務相の全会一致の賛成が必要となる。ESMには緊急時の採決規定があり、ECBの資本金構成比に準じて各国に割り当てられた投票権で85%以上の賛成が得られれば、融資を実行することが可能となる。この場合、フィンランドなど投票権が小さい国が反対したとしても融資を実行することが出来るが、27.1%の投票権を有するドイツが反対する限り、融資を実行することはできない。また、ESMにはつなぎ融資の制度がなく、当面の資金繰り危機を回避する方法も不透明だ。

欧米メディアにリークされたドイツのショイブレ財務相が作成したとされる文書では、ギリシャがさらなる緊縮を受け入れるか、一時的にユーロ圏を離脱するかの2つの選択肢を提案している。前者は、ギリシャが議会の支持を得て改革案を迅速かつ大幅に改善させることが必要とし、具体的な改善策として、①ギリシャの優良資産を外部機関の管理下に移管して徐々に民営化する、②欧州委員会の監視下で行政の運営能力強化や非政治化などの改革を進める、③財政目標を逸脱した場合に自動的に歳出を削減する法制度を整備する、ことを挙げている。そのうえで、新たなプログラムによる最初の資金支援が開始されるまでの間、様々なつなぎの金融措置を組み合わせ対応するとしている。後者は、債務の持続可能性と信頼における実行の見通しが事前に確保されない限り、①ギリシャは一時的なユーロ離脱に関する迅速な協議の場を与えられ、②必要があれば少なくとも向こう5年間にわたってパリクラブ(主要な債権国が債務国との間で債務軽減を協議する非公式会合)のような形での債務再編を可能にする、③こうした形でなければギリシャがEUの構成国であり続けながら十分な債務削減を行うことはできない、④ギリシャは一時的なユーロ離脱時もEUにとどまり、成長を促進するための支援、人道支援、技術支援を受けられる。

ドイツが提案するギリシャの一時的なユーロ離脱がEUの法体系の下で可能かどうかは必ずしも定かでない。EU条約にはEUからの離脱規定(EU基本条約第50条)があるが、ユーロ圏からの離脱規定はない。ユーロの導入基準を満たしたEU加盟国はユーロを採用することが義務付けられている。そのため、ギリシャがユーロ圏を離脱するには、EUから離脱する必要があるとの見方が一般的だ。ただ、英国やデ

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。

ンマークのように、EU加盟国でありながらユーロの採用を免除（オプトアウト）されている国もあり、ギリシャにこうした特例を認めることも出来なくはない。これとは別に、EUの価値基準に違反した国に対する一時的な権利停止に関する規定（同第7条）を適用することも考えられる。つまり、ギリシャが財政規律に違反し、債務の返済を履行しないことをEUの価値基準に対する重大な違反と見做し、単一通貨ユーロを利用する権利を一時的に停止する。この場合もギリシャはユーロを利用することが出来なくなるが、EUにとどまることが可能となる。ただ、いずれの場合もEU条約の法的拘束力から免れる訳ではない。一時的なユーロ離脱の間に債務軽減を行うことで、財政ファイナンスを禁じた非救済条項（同第125条）を回避できるとのドイツ側の主張の根拠は明らかでない。

ギリシャでは政権交代の可能性が高まった昨年末以降、銀行の預金流出が加速している（図表2）。6月末の資本規制（預金の引き出しや海外送金の制限など）の開始により、預金の流出ペースが抑制されているものの、最低限の国民生活と企業活動を維持するためにも資本移動を完全に停止することは出来ない。ECBは通常、銀行の必要資金に30億ユーロ程度の流動性バッファを想定して、ギリシャの銀行への緊急流動性支援（ELA）の利用上限を設定してきた。だが、6月24日以来、ECBはELAの利用上限を886億ユーロに据え置いており、その後の預金流出により、銀行の流動性は枯渇寸前とみられる。7日にはELAに適用されるギリシャ国債の担保価値の評価を厳格化し（担保のヘアカット率を引き上げ）、銀行が利用可能な担保を絞り込んだ。ギリシャの銀行関係者によれば、銀行の流動性バッファは数日内にも枯渇する可能性がある。支援再開で合意できない状況下で、ECBがELAの利用上限を引き上げるのは困難だろう。そのため、当面の銀行破綻を回避するためには、預金の引き出し制限をさらに強化し（1人1日あたり60ユーロを例えば30ユーロにする）、流動性の枯渇を食い止める必要がある。

だが、財政資金が枯渇したギリシャ政府が新たな金融支援なしに、20日に予定するECBが保有する35億ユーロの国債償還に応ずる余裕はない。20日までに金融支援を受け取れなければ、ECBはギリシャの銀行へのELAの供給を打ち切る可能性が高い。ELAは健全な銀行を対象とした一時的な流動性支援の仕組みで、ギリシャが国債償還を履行しない場合、クロスデフォルト（ある債務がデフォルト事由に抵触すると、他の債務もデフォルトと見做される）条項が発動し、ギリシャの銀行が保有する国債や政府短期証券の担保価値が目減りし、銀行の資本が毀損する可能性があるためだ。その場合、ギリシャの銀行破綻は避けられず、金融システムは崩壊の危機に瀕する。20日の支払いを可能にする秘策として、ECBがELAの利用上限を引き上げ、引き上げた分の銀行への流動性供給額をユーロ圏各国政府が保証する案が一部で取り沙汰されている。政府短期証券の発行上限を同時に引き上げれば、ECBから追加で供給された資金で銀行が政府短期証券を購入し、政府はそれを原資に国債の返済に充てることが可能と言う訳だ。だが、こうした措置は事実上の財政ファイナンスに相当する恐れがあり、ECBが受け入れるのは難しい。

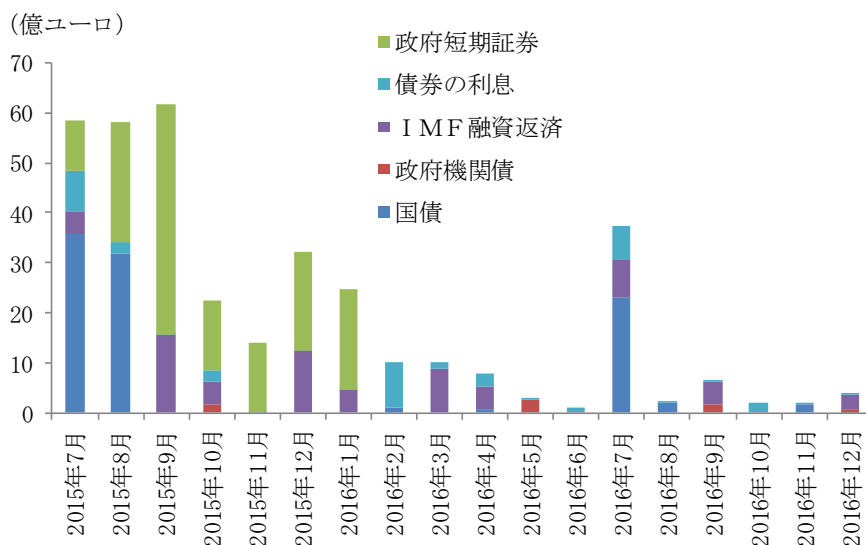
債権者側の厳しい姿勢がギリシャの政局流動化を招く恐れもある。ツィプラス政権が新たな財政再建策を債権者と協議する賛否を巡って行われた11日未明のギリシャ議会での採決は、連立与党内の強硬な緊縮見直し派の一部が政権の方針を支持しなかったが、ユーロ残留を希望する主要な野党勢が協力したことで賛成多数で可決した。ただ、債権者からの追加緊縮要求に急進左派連合内の強硬派が反発を強めることは必至だ。支援獲得を目指す国民投票後の政権の方針転換や、銀行の営業停止の長期化による国民生活への打撃を受け、ギリシャ国民の政権批判が徐々に広がる恐れもある。支援開始に先駆けてギリシャ議会では緊縮関連法案の議会採決が必要となるが、その過程で連立政権が崩壊する恐れがある。連立崩壊時に議会の解散・総選挙を行っている時間はギリシャに残されていない。連立組み替えや挙国一致内閣の発足で支援協議を早期にまとめなければ、ギリシャの銀行破綻やユーロ離脱が一段と現実味を帯びる。

中長期的な課題はさておき、債権者からの信頼回復、支援条件でのさらなる譲歩、ギリシャ議会での法

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。

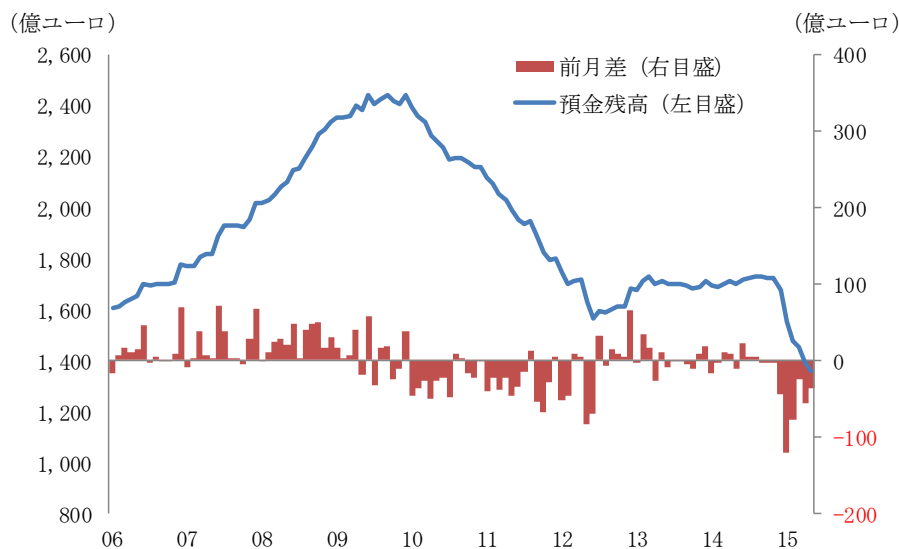
案可決、全会一致の支援決定、一部支援国での議会承認、つなぎ資金の手法、E L Aの供給継続、銀行の破綻回避、政局流動化の封じ込めなど、早急に解決しなければならない問題が山積で、ギリシャに残された時間は余りに少ない。何か1つの歯車が狂ってもギリシャ支援は暗礁に乗り上げる。古代のギリシャ悲劇の多くは、最後に登場する神が事態を收拾して閉幕すると聞く。この複雑にもつれた糸をほどく秘策はあるのか、ギリシャのユーロ圏での将来を左右する最終幕がいま始まろうとしている。

(図表1) ギリシャ政府の2015-16年中の債務返済額 (7月10日時点)



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

(図表2) ギリシャの銀行預金の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

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。