

～海外情報～

2011年10月12日 全4頁

# ギリシャ危機対応の行方

経済調査部  
シニアエコノミスト  
山崎 加津子

## 銀行の資本増強と欧州支援基金の増額が緊急課題

### [要約]

- ギリシャ危機への欧州の対応は7月に第2弾支援を決めたあと、むしろ混迷の度合いを深めていたが、当面の資金繰りのめどがようやくたった。第6次融資の80億ユーロは11月初めに支払われる見通しで、また第2弾支援の批准手続きも大詰めを迎えている。
- ただし、問題はすでにそこにはなく、より抜本的な対応策、すなわちギリシャに公務員の大幅削減等の構造改革を迫る一方で、ギリシャの「秩序的なデフォルト」の可能性を探る段階に入っている。ギリシャの債務再編を実現させるには、財政破綻懸念が他のユーロ圏諸国や銀行に大きなダメージとなることを回避する必要がある。独仏政府が10月下旬にも公表するとしている「包括的な対応策」に、その備えとしての銀行の資本増強、欧州支援基金の増額などがきちんと盛り込まれるかが最大の注目点となる。

### ギリシャの短期の資金繰り懸念は後退

#### 7月下旬以降の混乱

ギリシャの財政問題に対する欧州の支援体制は、7月21日のユーロ圏首脳会議で第2弾支援が合意されたあと、むしろ混迷の度合いを強めた。第2弾支援の中核であるEFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の拡充策の批准手続きがなかなか進展しないところに、ギリシャの経済・財政状況が想定されていたよりも悪化していることが明らかとなった。ギリシャの財政赤字削減の進捗状況は、3ヶ月ごとにEU（欧州連合）、IMF（国際通貨基金）、ECB（欧州中央銀行）の通称「トロイカ」と呼ばれる3者によって査察を受けている。この査察で「順調な進捗をみせている」との評価を得ることが、昨年5月に合意された第1弾支援による融資の前提条件となっているのである（図表1）。ところがトロイカは9月初めにギリシャの財政赤字削減は十分に進んでいないとして、査察を中断。9月末までに実施される計画であった第6次融資の80億ユーロが宙に浮いてしまった。

#### 第6次融資にゴーサイン

その後、ギリシャ政府が不動産課税強化、公務員の削減を盛り込んだ追加の財政赤字削減策を決定したことを受けて、トロイカは9月末にギリシャの査察を再開し、10月11日に「財政赤字削減計画を軌道に戻すための条件が整った」との判断を示し、第6次融資へのゴーサインを出した。このあとユーロ圏財務相会合とIMFの承認を経て、11月初めにギリシャに80億ユーロの融資が実施される見通しとなった。短期的な資金繰り困難でギリシャが突発的に債務不履行を宣言するリスクは、いったん遠のいたということが出来る。

図表 1 ギリシャに対する融資計画（2010年5月策定の第1次融資：億ユーロ）

	融資実行	EU	IMF	合計	累計	査察対象期間	査察実施期限
実施済み	1	2010年5月	145	55	200	200	—
	2	9月	65	25	90	290	2010年6月末
	3	2011年1月	65	25	90	380	9月末
	4	3月	109	41	150	530	12月末
	5	6月	87	33	120	650	2011年3月末
	6	9月	58	22	80	730	6月末
予定	7	12月	36	14	50	780	9月末
	8	2012年3月	73	27	100	880	12月末
	9	6月	44	16	60	940	2012年3月末
	10	9月	44	16	60	1000	6月末
	11	12月	15	5	20	1020	9月末
	12	2013年3月	44	16	60	1080	12月末
	13	6月	15	5	20	1100	2013年3月末

出所：IMF 資料などから大和総研作成

注：第5次融資の実行は2011年6月から7月に延期された

### 第2弾支援の批准手続きはスロバキアの否決で足踏みだが、最後は成立する見込み

一方、EFSFの批准手続きは16カ国が10月10日までに批准を終えたが、最後のスロバキアが10月11日にEFSF拡充策を否決した。昨年6月の総選挙で政権についた中道右派政権はもともとギリシャ支援に懐疑的な見方が強く、ギリシャ支援第1弾への参加を拒否した。他方でギリシャ支援第1弾と同時に設立されたEFSFには参加していたのだが、ユーロ圏の中でもっとも経済水準の低いスロバキアがなぜより経済水準の高い国を支援しなければならないのかという世論を背景に、連立与党の第2党である「自由と連帯」が採決を棄権したのである。スロバキア政府はこの採決を内閣信任投票とリンクさせたため、その否決で連立政権は瓦解することとなった。それでもEFSF拡充策の批准に関しては、数日内に改めて採決を実施する計画で、今度は野党の協力を得るべく協議すると見込まれる。野党はEFSF拡充策を支持しているが、法案支持の条件に総選挙の前倒し実施を要求しており、スロバキア政府は退陣と引き換えにEFSF拡充策を可決する公算が大きくなっている。

### EFSF拡充で財政懸念国と銀行への支援が強化される

EFSFの拡充策が批准されると、まずユーロ圏各国政府による政府保証額の上限が4,400億ユーロから7,800億ユーロに引き上げられる。これで最上級の格付けを維持しつつ、融資可能額を4,400億ユーロに拡大することができる<sup>1</sup>。また、金融機関へ直接資金を注入すること、ユーロ圏加盟国の国債を発行市場および流通市場で購入することも可能になる。また、従来は、財政支援を求めてきた国に対して、財政再建計画を策定することを条件に融資が実施されてきたが、緊急の場合、このような手続きなく「予防的に」ユーロ圏加盟国を支援することが可能となる。ここで想定されているのはスペインやイタリアが緊急に支援を必要とする事態に陥った場合の支援措置を可能とすることである。

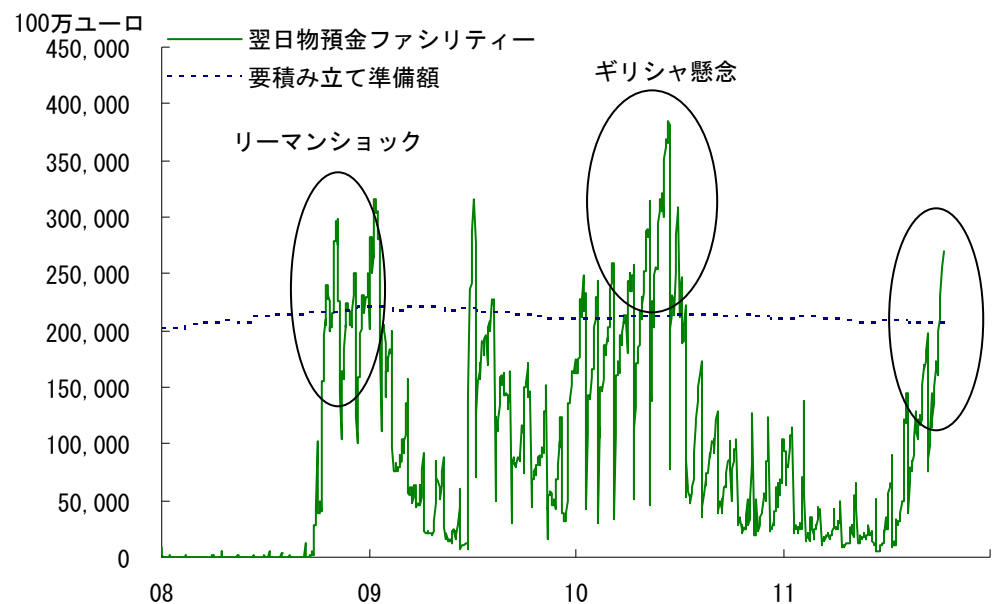
<sup>1</sup> 政府保証額と融資可能額に差があるのは、政府保証をつけるユーロ圏各国の格付けが必ずしも最上級の格付けの国ばかりではないためである。ちなみにEFSF拡充策の批准前の融資可能額は2,500億ユーロであった。

## 金融システム不安の台頭

市場の懸念はすでに  
欧州の金融システム  
に向いている

以上の2つの「ギリシャの資金繰り懸念」が7月から9月にかけて欧州のみならず、世界の金融市場で「欧州財政懸念」を加速させた直接的な材料である。ただし、これらの問題解決に手間取っている間に、欧州財政問題は金融システム不安へと拡散する兆しをみせている。インターバンク金利が上昇し、また ECB の翌日物預金ファシリティに滞留する資金も飛躍的に拡大している。この資金が増加したのは2008年9月のリーマンショック後、ギリシャの財政問題がユーロ圏全体の問題となった2011年5月について3度目である。欧州の銀行が改めて相互に疑心暗鬼になっており、他銀行への貸し出しに非常に慎重になってしまっているのである。

図表2 ECBへの預金を急速に増やしたユーロ圏金融機関



出所：ECBのデータより大和総研作成

デクシアの分割・国有  
化

このようななかで、市場からの資金調達への依存度が高いフランス・ベルギーの大手銀行デクシアが公的支援を仰ぎ、分割・国有化されることが決まった。同行は2008年の金融危機の際にも公的支援を仰いだり、それから3年で再度支援を受ける結果となった。デクシアは地方公共団体への貸付が大きく、また、ギリシャを筆頭に財政が懸念されているユーロ圏諸国の国債の保有が大きいという特徴があり、ソブリンショックに対して脆弱であったといえる。

背景に銀行の損失拡  
大懸念

ただ、欧州の財政問題が一段と深刻になると見込まれるなかで、欧州の銀行の損失もさらに大きくなる懸念される。ギリシャ支援第2弾では、民間投資家(=大半が欧州の金融機関)に自発的な債務再編に応じることを求めている。現在、9割以上の債権者が話し合いに応じているとの報道があるが、7月の段階で21%と設定された債権の削減率をもっと引き上げる必要があるとの議論が、9月末ごろから急速に高まっている。

## ギリシャのデフォルトを見据えた対策？

「時間の問題」という市場の見方を受け入れつつあるのでは

このような議論が行われるのは、ギリシャの債務残高の大きさ（2011年予想はGDP比162%）と金利の高さを考えれば、ギリシャの債務返済継続は非常に困難と判断されるためである。トロイカによる第6次融資のための査察団は一応の合格点をつけたが、2013年以降の財政赤字削減にはより抜本的な構造改革を含む対策が必要と釘をさしている。すでに市場ではここ半年、ギリシャの大規模な債務再編（デフォルト）はあるかないかの問題ではなく、タイミングの問題との見方が優勢である。これに対して、ユーロ圏政策当局は2013年半ばまでデフォルトをさせないとの公式見解を維持してきたが、そこに変化の兆しがあるかがわかる。

波及阻止に向けた動き

その変化とは、ギリシャのデフォルトを見据えた対応策具体化の動きである。ギリシャがデフォルトとなった場合の最大の懸念は、他の財政困難国への波及と、欧州の金融機関へのダメージである。ギリシャのデフォルトによるパニックの連鎖を回避するためには、少なくとも欧州の銀行の資本増強と経営危機に陥った場合のバックアップ体制の構築、さらに財政懸念が他のユーロ圏加盟国へ波及した場合の支援体制の強化が必要と考えられる。

EFSFが使える資金をいかに増額するか

支援体制強化に関しては、EFSFの拡充はそのための一歩である。ただし、広く指摘されているようにスペイン、イタリアも支援対象国となった場合には、4,400億ユーロの融資可能額ではいかにも心もとない。かといって今回のEFSF拡充策の批准作業が難航したことを思えば、さらなる政府保証額の増額は非常に難しいであろう。このため、9月末ごろから「レバレッジ」を活用してEFSFが使える資金を例えば2兆ユーロ程度へ増やすことはできないかとの議論が活発となっている。EFSFを銀行に転換してECBから資金を引き出す方法、EFSFがイタリア等の国債の買い手に損失補償をつける方法、EIB（欧州投資銀行）を活用して資金を増やす方法などが議論されているが、どれもまだ決定的な意見とはなっていない。

銀行の資本増強が緊急課題に

一方、銀行の資本増強に関してはデクシアの救済劇が背中を押したこともあり、銀行監督当局、および政府の対応がにわかに活発になってきた。実は今年7月に実施された欧州の主要90銀行のストレステストでは、デクシアは「合格」と判定されていたのである。なお、10月9日の独仏首脳会議では10月末までに「包括的な対策」を発表するとされたが、その具体策についてはほとんど明らかにされていない。唯一、言及があったのが「銀行の資本増強」を重視するということである。この「包括案」を詰めるため、10月17、18日に予定されていたEUおよびユーロ圏の首脳会議が10月23日に延期された。もう一つの重要日程は11月3、4日にフランスのカンヌで開催されるG20首脳会議である。開催国フランスはそれまでに欧州として財政と金融システム問題への対応策を固めようとしている。

最後のチャンス

「包括的な対策」がその名前にふさわしいものと判断されるためには、銀行に対する強制的な資本増強を含め、金融システム安定化をどのように実現させるのか、そのための資金をどう手当てするのが最低限明示される必要があるだろう。資金手当てに関しては、EFSFの資金をどう増強し、活用するか結論も不可欠である。ここまで後手に回ってきた欧州の政策当局者の対応は、期待を高めておいて具体策はほとんどなしということもままあった。しかし、欧州の財政懸念が金融システム不安へと波及する兆しをみせるなか、残された時間は本当に少なくなっている。市場の信頼回復のために今後1ヶ月が最後のチャンスと考えられる。