

2015年5月20日 全5頁

# ギリシャ、デフォルトへのタイムリミット

6月上旬が事実上の期限に。ギリシャ情勢の今後の見通し

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 44

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

## [要約]

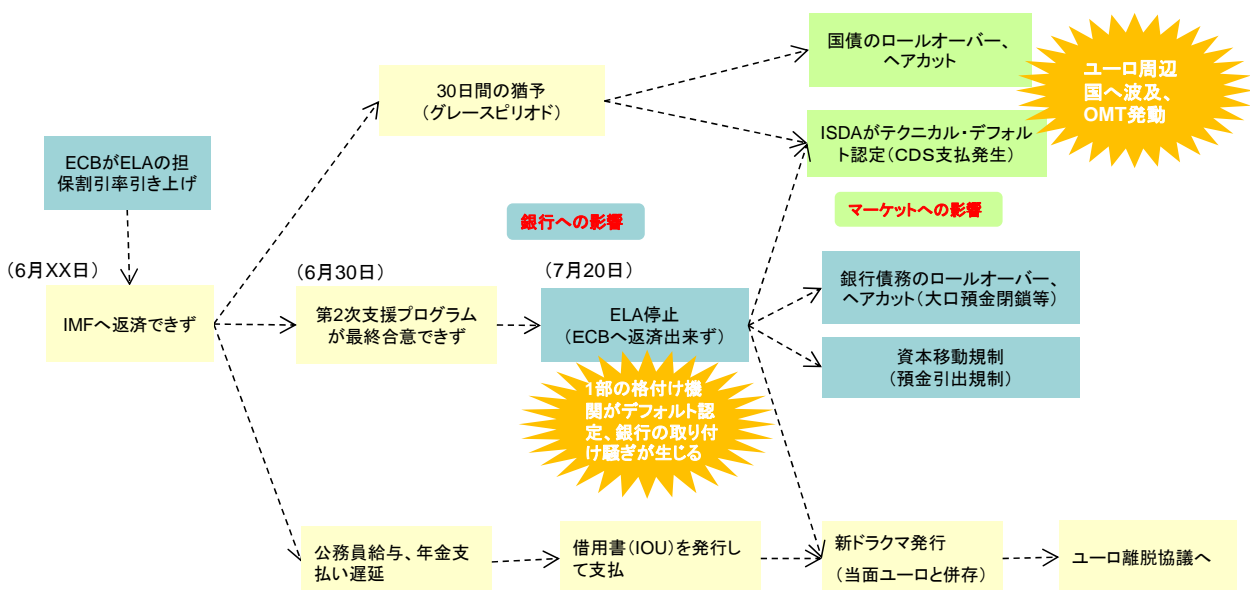
- ギリシャの債務再編問題が大詰めを迎えている。バルファキス財務相は、年金給付金のカットや退職年齢の引き上げなど、票田となる高齢有権者に影響を与える政策に関しては未だ反対を表明。現実的には5月末～6月上旬に、ユーロ圏財務相会合を緊急開催して72億ユーロの資金手当てが承認されなければ、（ドイツの議会承認等に時間を要するため）時間切れとなる。
- ギリシャ民間銀行が破綻した際に、HFSF（ギリシャ金融安定基金）の資金が活用される。ただし一旦、HFSFで救済されたとしても、その後、受け皿となるギリシャ政府にも余力は無く、銀行が再度資本を回復する手段は乏しい。政治的な決断がなければ、事実上ユーロを使用する銀行業務が成り立たず、そのまま新通貨発行に追い込まれる可能性もある。
- 2013年以降、欧州債務危機の終焉を謳う有識者が多かったことも、今回の危機を拡大させた要因といえる。僅か1～2年で不良債権処理が終了するという楽観論が、ギリシャ危機の現状認識を甘くし、投機的な資金の流入を招いた。そもそも前回のユーロ危機が生じてから、現時点までユーロの制度上の問題が何ら解決されていないことが危機を再発させたといっても過言ではない。ギリシャのみに非があると決め付ける前に、ユーロの構造上の問題をどのように解決するか考える必要があるといえよう。

## 5月末～6月上旬が事実上の最終交渉の期限に（今後のリスクシナリオのまとめ）

ギリシャの債務再編問題が大詰めを迎えている。ギリシャは、既に地方自治体や年金積立金からの資金を流用して債務返済しており、近日中に資金が枯渇することも想定される。パルファキス財務相は、年金給付金のカットや退職年齢の引き上げなど、票田となる高齢有権者に影響を及ぼす政策に関しては未だ反対を表明。民間銀行の資金繰りの困窮や、政府の IMF への支払いが遅延することでギリシャ政府が破綻に近づくことに疑いはないが、今回の支援継続交渉の行き詰りが実質的な引き金となる可能性も否定はできない。現実的には5月末～6月上旬に、ユーロ圏財務相会合を緊急開催して72億ユーロの資金手当てが承認されなければ、（ドイツの議会承認等に時間を要するため）時間切れとなる。

預金流出が続くギリシャ民間銀行の資金繰りは、ECB から供給される緊急流動性支援（ELA）に頼る構造となっている。ECB は毎週 ELA 枠を拡大し、現在の上限 800 億ユーロであれば、ギリシャ民間銀行は6月末までの資金繰りは問題ないとされる。ただし、6月上旬までに ECB が ELA の担保割引率を引き上げる可能性も指摘されており、その時点でいくつかの銀行が破綻するシナリオも予想される。また、7月に ECB への返済が滞るなどの要因で ELA が停止された際には、他の資金調達方法が見当たらないため、銀行自身が債務減免（大口預金の閉鎖等）や資本移動規制（預金引出規制）を実施し、実質的な破綻状態に陥る可能性が高い。その時点で、ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）がテクニカル・デフォルトと認定してクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の支払いトリガーが引かれることも想定される。さらに、5月12日に IMF へ返済された7億5千万ユーロの大部分（6億5千万ユーロ相当）は、ギリシャ自身の IMF の準備金を引き出すことで、その返済に充てられている。準備金の返済期限は1ヵ月であり、実際にその返済ができない時点においても、ISDA が信用事由と認定する可能性も指摘される。

図表1 IMF への返済不履行が仮に起こった時のシナリオ



(出所) 大和総研

## 無秩序なデフォルトは回避されるが、ユーロの継続使用は未知数

ギリシャは、3年前の2012年3月にCAC（集団行動条項）<sup>1</sup>の発動という形でPSI（民間金融機関による自発的な債務削減）がオファーされ、民間金融機関の保有国債等のロールオーバー（償還期限の延長）やヘアカット（元本およびクーポンの減免）が実施された。その際、ISDAによるテクニカル・デフォルトに追い込まれたが、無秩序なデフォルトでは無いとの認識のもと大きな混乱は回避された。当時、既に各国の投資家もギリシャ向けエクスポージャーの多くを減損処理した後（でのPSIオファー）であったため影響は少なかったとされる。今回も、既にギリシャ向けエクスポージャー（国債やCDS等）を保有する投資家が限定されていることや、危機が伝播することを防ぐメカニズムが十分用意されていることなどを考慮すると、ある意味マーケットへの影響は限定的とみられている。

ただし、裏を返せば、既に民間の投資家が限られる現時点では、再度PSIオファーをしても資金繰りが改善されない現実がある。また実際にIMFへの返済が滞った場合、30日間の猶予期間（グレースピリオド<sup>2</sup>）を経て、その期間が過ぎるとクロスデフォルト条項<sup>3</sup>が発動し、他のギリシャ向け融資が一斉にデフォルトするリスクを抱えている。また、仮に銀行が破綻した際、HFSF（ギリシャ金融安定基金）が準備されているが、かつてユーロ加盟国とギリシャ政府が共同管理していた109億ユーロのHFSFの運用権限は、EFSF（欧州金融安定基金）とSSM（単一監督制度）に全て移管されている。即ち、一旦、HFSFで救済されたとしても、その後受け皿となるギリシャ政府の余力は乏しく、銀行が追加的に資本を調達する手段は皆無に等しい。政治的な決断がなければ、事実上ユーロを使用しての銀行業務が成り立たず、新通貨発行に追い込まれる可能性もある。

最終的には政治的に回避されると思われていたギリシャのユーロ離脱ではあるが、ドイツの高官から容認する発言が相次ぐなど、前回の危機とは様相が異なるともいえる。通貨制度そのものへの不信感の増幅と他に離脱国が続く懸念も重なり、過去に債務問題を抱えたユーロ圏周辺国へ信用不安が一気に伝播することも想像に難くない。問題が長引く前に、早々にギリシャのユーロ使用継続に否定的な加盟国が増加しても不思議ではない。

## 支援合意後も困難が待ち受ける、そもそも、ユーロの構造上の問題解決が先？

先が見えないと思われた今回の危機であるが、一部の現地メディアからは、欧州委員会とギリシャ側の交渉が進展しているとの報道も増えつつある<sup>4</sup>。無論、ギリシャのバルファキス財務相、EUの双方から支援合意が近いとの声明文が出されていることが好感されている。ただし、たとえ危惧されていた6月中のデフォルトを回避したとしても、今後もギリシャ政府を待ち受けている資金繰りは厳しいものとなることには変わりはない。第2次支援プログラムの資金は

1 全ての債権者が合意しなくとも、多くの債権者が合意すれば、全ての債権者に対して債権放棄を強制してもよい法律。  
2 支払日を過ぎた後の猶予期間を指し、この期間で返済すれば損害遅延金が発生しない。  
3 対象案件で債務不履行となったときに、その他に借りている債務も全て債務不履行とみなされる仕組み。  
4 現地紙Vimaでは、6月中に保留中の18億ユーロ分融資実行に合意したとも伝えられた。その代替として総額50億ユーロ規模の財政措置と2015年のプライマリーバランス黒字を対GDP比で+0.75%（2016年、同+2.0%、2017年、2018年に同+3.5%）にする必要があるとされている。

72 億ユーロに過ぎず、6 月以降の資金繰りで必要な約 87 億ユーロと比較しても、すぐに底を尽きる金額であることは明白といえよう。既に相当な財政支出削減をしている中で、さらなる財源の捻出は困難とされる。

図表 2 今後のギリシャの返済スケジュール

6 月以降債務合計約 87 億ユーロ > 72 億ユーロ (支援予定金額)

	返済金額 (億ユーロ)	返済先
5月1日	2.0	IMF
5月12日	7.5	IMF
6月5日	3.0	IMF
6月12日	3.4	IMF
6月16日	5.6	IMF
6月19日	3.4	IMF
7月13日	4.5	IMF
7月20日	34.9	ECB
8月20日	31.9	ECB

(出所) IMF、ECB より大和総研作成

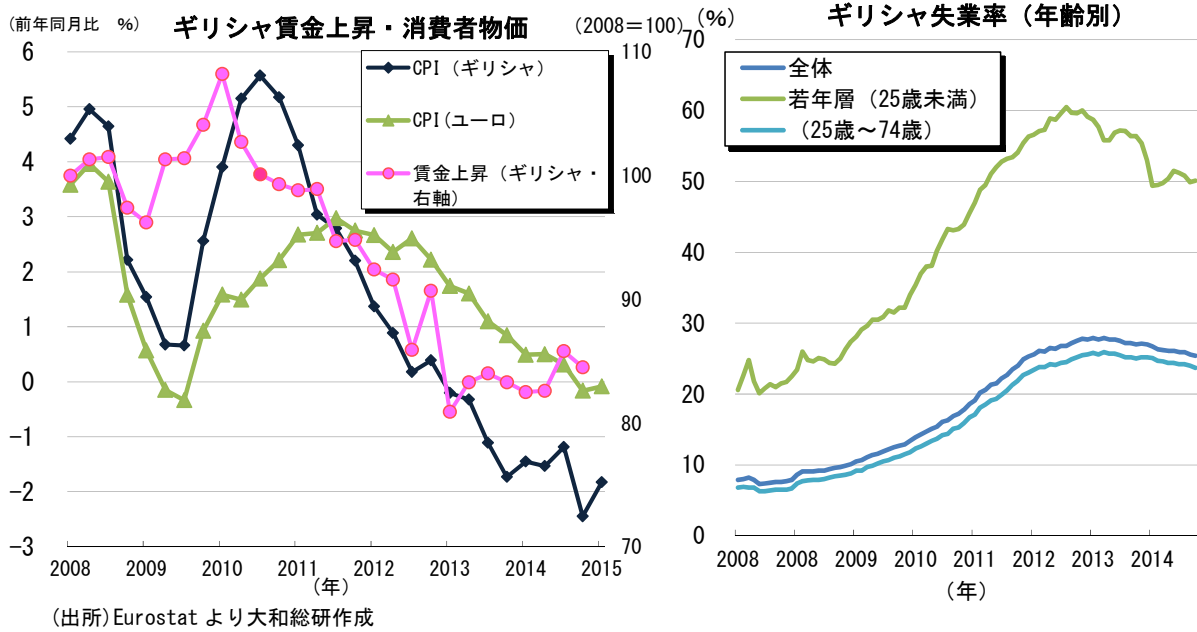
2013 年以降、欧州債務危機の終焉を謳う有識者が多かったことも、今回の危機を拡大させた要因といえる。僅か 1～2 年で不良債権処理が終了するという思い込みが、ギリシャ危機の現状認識を甘くし、投機的な資金の流入を招いた。また、そもそも前回のユーロ危機が起きてから、現時点までユーロの問題点が制度上何ら解決されていないことが危機を再発させたといっても過言ではない。これまで幾度となく指摘されているように、加盟国間での不均衡が生じた際、為替レートの調整に代わる機能が上手く働かなかったことがユーロの構造上の問題点とされている。特に加盟国間での財政移転がリスボン条約で禁止されている状況下において、唯一の頼みの綱であったユーロ共同債が政治的に頓挫していることが致命的な問題ともいえる<sup>5</sup>。また、景気低迷で失業率が高止まりする一方、実質的な為替レートの調整弁とされる物価<sup>6</sup>や賃金が、想定以上に硬直的であり（ユーロ圏内と比較してもその下落幅に大差はなく）、必要とされるまで弾力的に変化しなかったこともギリシャ国民への負担へととなった。

前回の危機から僅か 3 年足らずで同じことを繰り返したギリシャに、今後、さらなる要求をすることは難しい。たとえギリシャが、6 月までに今回の危機を乗り越え、さらに 7 月以降に第 3 次支援プログラムを獲得したとしても、数年後に同じことが繰り返されることは自明といえる。瀬戸際外交を続けるギリシャのみに非があると決め付ける前に、（単一の金融政策を続ける）現状のユーロの構造上の問題をどのように解決するか考える必要があるといえよう。

5 菅野泰夫、「欧州金融見通し ECB は国債の量的緩和に踏み込まず」、2014 年 12 月 5 日、大和総研ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場レポート Vol. 34 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20141205\\_009227.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20141205_009227.html)

6 ギリシャのビール 1 缶の値段は 1 ユーロ以上し、ドイツでの値段とさほど変わらない。

図表3 ギリシャの賃金上昇、物価、失業率



(了)