

2015年6月4日 全4頁

土壇場のギリシャ問題、最終合意ならず

QEと規制強化でポートフォリオが国債に集中 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. 45

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。難航する72億ユーロの第2次金融支援の最終合意に向け、6月1日にギリシャのチプラス首相は、新たに年金支給の抑制策を含む新改革案を債権団に提示することで譲歩を求めた。一方、債権団側もプライマリーバランスの対GDP比の黒字目標を1%未満に引き下げるなど、新たな譲歩案を提示し協議が続けられていた。
- 未だ合意に至らないことを踏まえて、6月3日の夜、ギリシャのチプラス首相と欧州委員会のユンケル委員長およびユーログループのダイセルブルーム議長の夕食会談がブリュッセルにて開催された。当初から市場関係者の間で予想されていたように、結局は合意には至らなかったが、ユーログループのダイセルブルーム議長は、会談終了後、数日中に協議を再開する方針を示している。
- ドラギ総裁は定例理事会の会見で、超低金利であるがゆえに（VaRショック等で）国債市場のボラティリティが増大することに慣れる必要があると再三繰り返し、QE下であるため現在の金利水準の変動幅は許容範囲内であると主張した。ただし、現在の欧銀のポートフォリオは、今回のQE実施以前から、ユーロ圏の国債へ過度に傾斜した投資が進み、リスク分散が効いておらず、一旦、大きなショックがあった場合には南欧諸国だけでなく、ドイツやフランス国債の利回り急騰に直面する可能性も想定される。
- 特にリーマン・ショック以降、規制強化により銀行の自己ポジションでの投資が制限されているため、欧銀はもちろんのこと投機筋でさえも、低リスクである国債でのポートフォリオに集中しているケースが多い。分散化されていない投資スタイルは平時には問題ないが、再度、危機が到来してストレスがかかったときに想定以上にボラティリティが増大する可能性が指摘される。

6月3日の会合では最終合意は持ち越し、数日後に協議を再開

ギリシャの債務再編問題が大詰めを迎えている。(デフォルトを警戒されていた)6月5日のIMFへの3億ユーロの返済を前にして、ギリシャのチプラス首相は、新たに年金支給の抑制策を含む新改革案を6月1日に債権団に提示することで譲歩を求めた。一方、債権団側もプライマリーバランスの対GDP比の黒字目標を1%未満に引き下げるなどの新たな譲歩案をギリシャ側に提示し協議が続けられていた。しかしながら、未だ合意に至らないことを踏まえて、6月3日の夜、ギリシャのチプラス首相と欧州委員会のユンケル委員長およびユーログループのダイセルブルーム議長の夕食会談がブリュッセルにて開催されている。ギリシャのデフォルトを回避すべく、直前まで難航する72億ユーロの第2次金融支援の最終合意に向けた協議がされ、結果次第ではギリシャ問題に大きな進展があると期待されたが、(市場関係者の間では当初から予想されていたように)結局は最終合意には至らなかった。ただし会談終了後、欧州委員会の声明からは一定の協議の前進を評価する声明がウェブサイトを通じて発表され、ユーログループのダイセルブルーム議長は、数日中に協議を再開する方針を示している。また、ギリシャ側からは、(自身での返済余力があり)6月5日は期限内に3億ユーロの返済を行うことが示され、とりあえずのデフォルトは回避されることになった。

いつまでも歯切れが悪い改革案詳細

未だ改革案が合意に至らない要因のひとつは、年金制度改革での折り合いがつかなかったこととされている¹。ギリシャ側は、多少の譲歩の姿勢は見せているものの年金給付の大幅カットや退職年齢の引き上げなど、選挙での票田となる高齢有権者向けの根本的な政策の変更に關しては未だ抵抗している模様だ。ギリシャ、ユーログループ側の双方から(その後の報道等でも)改革案の詳細が開示されていないため、交渉協議の進捗を明確につかむことは難しいが、過去、一部、明らかにされた財政政策におけるギリシャ側が提出した改革案を例にみても、(遡及的な税金徴収やオンライン・ゲームへの新規課税など)実行性が危ぶまれる点が多い印象を受けるのは否めない(図表1)²。この状況を見ると、今回の新改革案においてもユーログループ側を納得させるだけの実現性が高い内容であったかは疑問であったといっても過言ではない。会談終了後、チプラス首相は債権団との合意は近いと述べているが、年金等の根本的な部分が解決されなければ、次回の協議も最終合意には至らない可能性が高いといえるだろう。5月末以降、ギリシャ側から改革案の合意は間近であるとのコメントが再三出されているものの、その度にドイツをはじめユーログループ側の高官等がこれを否定していることも懸念材料とされている。ギリシャ側の情報に信憑性が乏しい状況が続く限り、6月末の最終合意期限のタイミングまで、依然、不透明な状況が続くことが想定される。

1 プライマリーバランスの対GDPの黒字目標に関しては数日中で決着する見通しが示された。

2 さらに、この改革案には汚職の改善や租税回避の摘発など、これまでその必要性が指摘されつつも現時点まで実施されずにいたことなどが含まれていることも悩みの種といえよう。

図表 1 ギリシャ財政政策の改革案詳細（抜粋）

財政政策の7つの改革案抜粋（順不同）

①税金政策について：

- ◆ 前政権によって施行された既存法によって多額の税金の滞納が起きている。現在760億ユーロの税の滞納が確認できており、そのうち235.6億ユーロは2009年以前ののものであり、（2009年以前の滞納を回収するのは困難であると思われるが）この滞納金のうち約89億ユーロが回収可能である。

→2015年3月までに元本の総額を支払う場合は課徴金のディスカウントが受けられる、5月末までに全ての税金を納めるのであれば分割払いのスキームに参加できるなどの優遇処置を設ける。

②租税回避対策について：

- ◆ 租税回避はギリシャの文化に根強く残っている。それを是正するために短期（およそ2か月間程度）の調査員を雇用し、（税務当局の基礎トレーニングを受けさせたうえで）関係者との会話を抜き打ちで録音・録画する。

→このような、予期できない調査員の抜き打ち検査により租税回避摘発を促す。

③即時的な税収増について：

- ◆ オンライン・ゲームの事業者に対する課税及びライセンスの売却により年間で約5億ユーロの歳入の増加を目指す。現在24あるオンライン・ゲーム会社に5年限定の公式ライセンスを売却することによってただちに300万ユーロの歳入が見込まれる。

④財政審議会の再設置：

- ◆ 独立機関として財政審議会を再稼働させ、政府の財政政策を監視し、それが財政政策のルールに沿っているかを判断。

⑤官僚機能の改善：

- ◆ 国民の情報管理方法に対して市民スマートカードを発行するなどとして、頻繁に必要なような書類（例えば出生証明書など）の情報を取得しやすくする。

⑥予算編成と本質的な予算法について：

- ◆ 財政運営、予算編成方法を改善する。全ての公的機関が約四半期ごとにチェックを実施することで改善を促す。

⑦貧困層対策について：

- ◆ 貧困層に対して短期間の社会保障住宅を与え、食糧配給券と最低限の電力を供給する。食糧配給券は市民スマートカードに登録され、一家族につき月100ユーロ、30万世帯まで発給するなどの対策をとる。全ての対策のコストはおよそ2億ユーロであり、その捻出のために、中央政府の管理費を6,090万ユーロ削減する。

（出所）各種報道より大和総研作成

定例理事会でのドラギ総裁のギリシャ問題への発言

2015年6月3日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会をフランクフルトで開催し、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く決定をした。さらに上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利を同様にそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。ドラギ総裁は、QEは順調に進んでおり、成長とインフレは加速するとの見通しは変更する必要がないことを強調³した。また会見の中で質問が集中したのが、ECBのギリシャ危機への対応である。ドラギ総裁は、ギリシャのユーロ残留を望みながらも、そのためにはギリシャと債権団の双方で強い合意が必要であると述べている。

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（ELA⁴）に頼る構造となっている。ECBが今回の理事会で（ELAに使用される）ギリシャ国債等の担保割引率（ヘアカット）を引き上げる可能性も指摘されていたが、結果的に変更はなく次回理事会（7月16日）での検討事項となった。会見冒頭でギリシャ問題に関するコメントを控えたい旨を示したドラギ総裁の意向にもかかわらず、繰り返し質問が続いたが、結果的に目立った進展はないまま会見は終了した。

3 ただし、2017年のGDPの見通しを2.1%から2.0%に下方修正、一方、2015年のインフレ率を0.0%から0.3%に変更。

4 ECBは毎週ELA枠を拡大し、現在、上限が約807億ユーロまで達している。

本当に今のセーフティーネットで問題ないのか～量的緩和と規制強化で欧銀の投資スタイルが似ていることが最大のリスク

一般的にギリシャへのエクスポージャーはすでに特定され、緊急時対応策も用意されているため、ギリシャのデフォルトは想定内との声が多いのも事実であろう。特に現時点ではQEによりユーロ圏の国債利回りが押し下げられ、南欧諸国全体の債券利回りが低下しているため、同様の緊縮プログラムを実施していた周辺国への危機伝播に対する懸念が小さいとされる。

ただし、OMT や ESM など危機時の安全装置を数多く設置させているが、実際に危機が発生したときに本当にそれでユーロの流動性危機を救えるかの確証はない。特にリーマン・ショック以降、規制強化により銀行の自己ポジションでの投資が制限されているため、欧銀はともかく投機筋でさえも、低リスクである国債に偏ったポートフォリオになっているケースが多い。分散化されていない投資スタイルは平時には問題ないが、再度、危機が到来してストレスがかかったときに想定以上にボラティリティが増大する可能性が指摘される。ドラギ総裁は今回の定例理事会の会見で、超低金利であるがゆえに（VaR ショック等で）国債市場のボラティリティが増大することに慣れる必要があると再三繰り返し、QE 下であるため現在の金利水準の変動幅は許容範囲内であると主張した。ただし、現在の欧銀のポートフォリオは、今回の QE 実施以前から、ユーロ圏の国債へ過度に傾斜した投資が進み、リスク分散が効いておらず、一旦、大きなショックがあった場合には南欧諸国だけでなく、ドイツやフランス国債の利回り急騰に直面する可能性も想定される。前回の危機時にフランスや英国の銀行が大量にギリシャ国債に投資した一番の理由は、ユーロという共通通貨への過信ともいえる。7、8月に予定されていたQEの前倒しに関しても、閑散期に入る夏休み時期の投資代替という理由はあくまでも公式的な見解であり、穿った見方をすると6月に山場を迎えるギリシャ危機への警戒感から、（国債価格を安定させるための）周辺国への配慮という見方もできるであろう。

ギリシャは、ユーロ加盟により実力以上に低いコストでの資金調達が可能となったことで、高い経済成長を実現したに過ぎない。この成長モデルはその国のレバレッジを増大させ、安全資産である欧州国債市場に過度のボラティリティを生み出した原因のひとつともされる。それにもかかわらず、債務危機の終焉を謳った市場関係者の増加により、早々に、2014年に国債発行市場に復帰するなど、ギリシャへの過大評価が再び危機を招いた元凶ともいえる。ギリシャ危機で生じる欧州国債のボラティリティ拡大への警戒は当面続くといえよう。

(了)