

2015年7月3日 全4頁

国民投票後のギリシャのユーロ離脱シナリオ

必要なのは緊縮財政よりも債務減免。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. 48

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]

- 今後のギリシャ情勢で注目すべきは、国民投票以降の国内の動向であろう。今回の国民投票では、ユーログループが第2次金融支援プログラムの継続条件として示した（緊縮策続行の）改革案の受け入れの賛否が問われる。
- 改革案受け入れ“No”が支持されると、自動的に債権団の支援延長を拒否することになり、結果的に国外への資本逃避がさらに加速する。これを抑制するためにも、ギリシャ政府は国民投票後すぐにも銀行預金を凍結し、対外債務の支払いを停止することが必要となる。これは自ら債務不履行（デフォルト）を宣言することと同義となり、ギリシャの真のデフォルトはこの瞬間となることが想定される。
- 頑なに債務減免（ヘアカット）に応じない債権団に対して改革案を受け入れ（Yes）、ユーロ圏に残留したとしても厳しい未来が待っている。多額の債務の前に続く無期限の資本規制、債務減免の引き換えに債権団主導の銀行再編など過酷な条件が突きつけられる追加支援が実行されたとしても、共通通貨ユーロの構造上の問題点が変わらなければ、数年後に同じ問題を引き起こす可能性は極めて高い。即ち、ユーロ圏から強制的に締め出されるリスクは残り続けることとなる。
- ギリシャへのIMFの対応のまずさを指摘する声も高まっている。7月2日にIMFから公表されたギリシャ債務に対する報告書では、IMFは従来からギリシャの債務返済は不可能であることを認識しており、今後3年の間に破綻を回避するためには、少なくとも500億ユーロ相当の債務減免が必要となる内容を示した。今回の報告書で想定された債務減免額に対しても、納税者の反対を恐れるユーロ圏の各国首脳が抵抗することは想像に難くない。そうすると、（たとえ国民投票で“Yes”が選択されたとしても）、7月以降に期待されている第3次支援プログラムなどは最初から合意できる訳がなく“絵に描いた餅”である可能性が高いといえよう。

7月5日の国民投票まではデフォルトも決められない？

ギリシャ問題が大詰めを迎えている。債権団（EU、ECB、IMF）は6月26日にチプラス首相が突如発表した7月5日の国民投票の実施に不快感を示し、翌27日のユーロ圏財務相会合にてギリシャへの金融支援の打ち切りを決定した。この結果、同30日には、IMFへの15億ユーロの返済が不可能となり、ギリシャは事実上債務不履行（デフォルト）に陥っている。その一方、IMFは今回の未返済を「延滞」とし債務不履行宣言を自ら回避している。ただし正確には、既に今回の「延滞」はデフォルトと同義であり、クロス・デフォルト条項¹に基づき、一部の債権者はクロス・アクセラレーション²を発動させ、返済期限を待たずに自身の残り債権の前倒し返済を請求できる。

そこで、今回の支援プログラムの（ユーログループの救済資金のなかでも特に）最大の資金支援先である欧州金融安定化基金（EFSF）の行方が注目されていた。もちろん、IMF融資が返済されなかった翌日（7月1日）には、（IMFの延滞を受けて）EFSFは声明を発表している。その声明では、当面、即時返済の権利は検討事項のひとつであるとの見解³に留め、直ぐに前倒し返済を求める意思が無いことを示唆した。即ち、国民投票の結果も含めてギリシャ情勢を慎重に判断することが優先されており、ユーロ周縁国へ危機が波及することを避ける観点からも巨額債務不履行による市場の混乱は回避されている。ただし、債権団からの継続支援の道を断たれたギリシャは、7月以降の他の返済に関しても軒並み債務不履行の状態に陥る可能性は依然として高いことには変わりはない。

国民投票以降の見通し

また今後のギリシャ情勢で注目すべきは、国民投票以降の国内の動向であろう。今回の国民投票では、ユーログループが第2次金融支援プログラムの継続条件として示した（緊縮策続行の）改革案の受け入れの賛否が問われる。投票用紙には、「EU、ECB、IMFが6月25日に提示した2つの合意案を受け入れるべきか？」と書かれており、反対であれば“No(OXI)”、賛成であれば“Yes(NAI)”を選択する形式となっている。チプラス首相は、再三、今回の投票がユーロ残留を問うものではないと強調し“No”を投じるよう国民に呼び掛けている（チプラス首相は“No”により、債権団との交渉が優位に進むと主張）。しかし、今回の国民投票が実質的にユーロ圏残留を問うものであることは自明であり、EU首脳はチプラス首相の主張を否定している。

さらにチプラス首相は受け入れ拒否（No）が、何を意味するか十分な説明をしないまま国民投票に向かっていることは否めない。このため“No”でも痛みを伴う結果となる認識は国民に乏しいのではないかとすら思われる。すなわち、ドラクマに戻ったとき、通貨切り下げ、ハイパーインフレ、食料品不足などが国民の生活を直撃する可能性が高いといえるだろう。無論、“No”が支持されると、自動的に債権団の支援延長を拒否することになり、結果的に国外への資

1 債務者の残り全ての借入についても返済期限が到来していなくても債務不履行したと認定して債務返済を要求できる条項

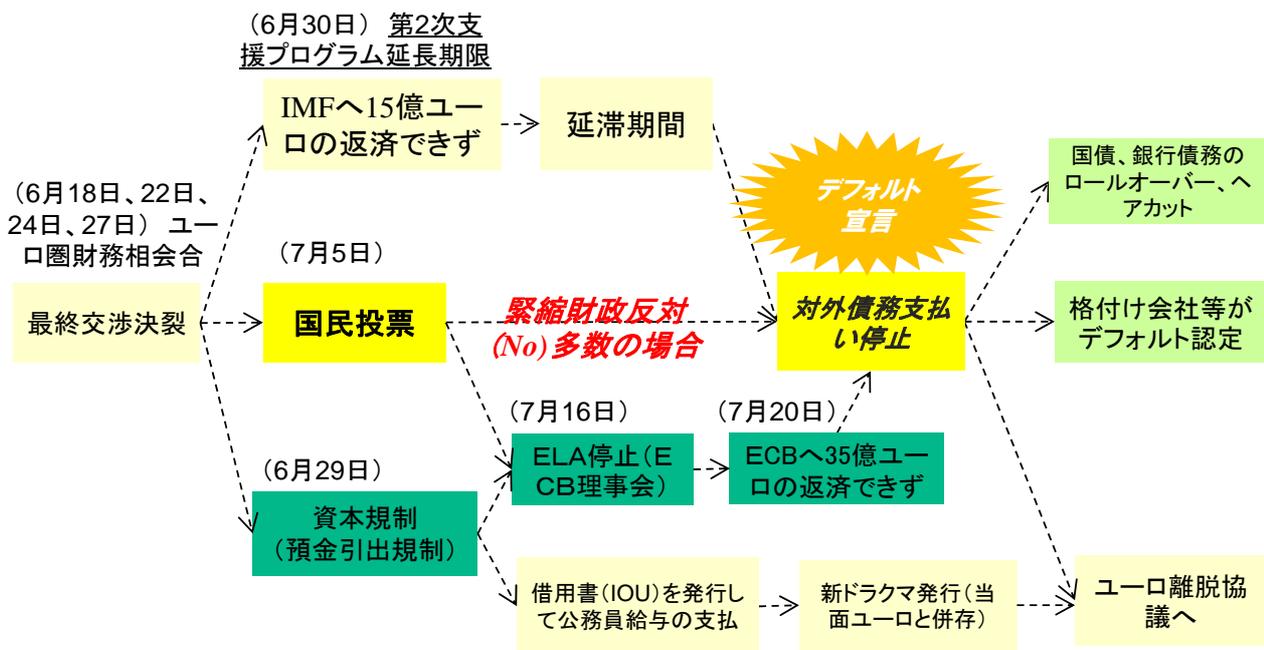
2 他の債権者が債権の残りを即時全額返還請求できる条項。発動は個々の債権者の判断に任せられている。

3 EFSFは①「全額即時返済」、②「全額債権放棄」、③「(①か②か)様子見」の3つのオプションを提示したことに留まっている。

本逃避がさらに加速する。これを抑制するためにも、ギリシャ政府は国民投票後すぐにでも銀行預金を凍結し、対外債務の支払いを停止することが必要となるであろう。これは自ら債務不履行（デフォルト）を宣言することと同義となり、ギリシャの真のデフォルトはこの瞬間となることが想定される。当然ながら、そのままユーロ離脱協議に突入することは明らかであろう。

一方、頑なに債務減免（ヘアカット）に応じない債権団に対して改革案を受け入れ（Yes）、ユーロ圏に残留したとしても同様に厳しい未来が待っている。多額の債務の前に続く無期限の資本規制、債務減免の引き換えに債権団主導の銀行再編など過酷な条件が突きつけられることになる。無論、“Yes”を選択して追加支援が実行されたとしても、共通通貨ユーロの構造上の問題点が変わらなければ、数年後に同じ問題を引き起こす可能性は極めて高い。即ち、ユーロ圏から強制的に締め出されるリスクは残り続けることとなる。

図表1 ギリシャの国民投票後のリスクシナリオ（緊縮財政受け入れ拒否：Noであったとき）



(出所) 大和総研作成

混乱するギリシャに必要なのは、緊縮財政より債務減免

ECBは、6月28日の段階でギリシャ向け緊急流動性支援(ELA)枠を890億ユーロに据え置き、その引き上げを拒否している。これ以上の資金流出を防ぐため、ギリシャ中銀は翌29日から資本規制に踏み切ることとなり、ATMからの引き出しが1日60ユーロに制限され、海外送金は禁止された。今後、注目すべきは、ECBが、事実上通貨ユーロ使用停止通告となるELAの停止をどのタイミングで実施するかであろう。7月16日の定例理事会や同20日のECBへの35億ユーロの債務返済日が、その運命の日となる可能性が高い。

一方、混乱するギリシャの銀行システムを横目に、スペイン、イタリア、ポルトガルといった南欧周縁国の国債市場は（一時的にドイツ国債とのスプレッドが拡大したが）既に安定している印象を受ける。英仏の銀行が大量にギリシャおよび周縁国の国債を保持していた前回の債務危機時とは異なり、金融システムへの波及リスクは大幅に軽減されている。その反面、むしろ気掛かりなのは政治的リスクへの波及であろう。スペインのマドリードでは左派政党やその支持者などが中心となりチプラス首相を応援するデモが大規模に開催されるなど、EU 側の（ギリシャ政府への）対応への批判も高まっている。今回の国民投票で“Yes”が選択された場合に、チプラス首相は総退陣することを宣言しているが、たとえ解散総選挙を行ったとしても、急進左派連合が再び政権を握る可能性も少なくない。そのため、いずれにせよ茨の道を歩むこととなるのであるならば、あえてギリシャ国民は”No”を選び自尊心の回復と瀬戸際外交を延長するという道も選択肢として現実味を帯びてくる。

また、ギリシャへの IMF の対応のまずさを指摘する声も高まっている。7月2日に IMF から公表されたギリシャ債務に対する報告書⁴では、IMF は従来からギリシャの債務返済は不可能であることを認識しており、今後3年の間に破綻を回避するためには、少なくとも500億ユーロ相当の債務減免が必要となる（この期に及んで実効性に乏しい）内容を示した。IMF は従来から、支援を要請した加盟国に対する経済回復プログラムでは債務減免を含めることを必須としていた。ただし、過去（2010年）に、ユーロ圏首脳の要請により IMF がギリシャ救済プログラムに参加した際に、最初にギリシャの公的債務削減をすべきであったが、ドイツ、フランスの銀行がギリシャの公的債務への大きなエクスポージャーを抱えていることから、ユーロ圏首脳の反対を受け、債務減免が忌避された事情が見え隠れする。今回の報告書で想定された債務減免額に対しても納税者の反対を恐れるユーロ圏の各国首脳が抵抗することは想像に難くない。そうになると、（たとえ国民投票で“Yes”が選択されたとしても）、7月以降に期待されている第3次支援プログラムなどは最初から合意できる訳がなく“絵に描いた餅”である可能性が高いといえよう。

既に返済の目途が立たない多重債務国に本当に必要なのは、緊縮財政や資本規制よりも債務減免や景気対策ではないであろうか。ギリシャ危機がもたらす真のリスクを見極めるには、国民投票日以降の状況を注視する必要があるだろう。

(了)

4 “Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis”, 2015年7月2日, IMF