

2015/05/13 08:15

◎【円債投資ガイド】ギリシャの「通貨剥奪」の可能性＝日本総研・河村氏（13日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝ついに「その時」が近づきつつあるのだろうか。2015年1月25日のギリシャ総選挙で、「反財政緊縮」を掲げて政権の座に就いた、チプラス首相率いる急進左派連合シリザ政権は、同国の債権者であるユーロ圏各国、IMF、ECBに対して、財政再建に向けての国民負担を軽減するために、再度の債務調整、ないしは重ねての支援融資を実行するよう要求を突き付けた。しかしながら、総選挙から3カ月以上が経過した今、5月11日に開催されたユーロ圏財務相会合においても、両者の間に目立った進展はみられていない。

今回のギリシャ危機は、ギリシャのユーロ離脱の可能性が真剣に取り沙汰されていた12年当時とは、どうも状況が異なっているようだ。3年前には、2度の総選挙を通じて、ギリシャ国民は、「厳しい財政再建路線を甘受しつつ、ユーロ圏内にとどまるか」もしくは「ユーロ圏から離脱するか」という選択肢のどちらを選ぶのかを問われた。国際金融市場のプレーヤー達は、「万が一の場合には、ユーロ崩壊か？」と身構えた。しかしながら、12年6月の2度目の総選挙でギリシャ国民が選択したのは、「ユーロ圏残留・財政緊縮強化」という路線だった。

これに対して、本年の総選挙で急進左派が掲げたのは、「ユーロ圏内には引き続きとどまるが、ギリシャの財政緊縮策の緩和を実現する」という、その内容の整合性が理解し難い政策だった。ともあれ、ギリシャ国民はこれを支持した。加えて、ギリシャ以外のユーロ圏各国の国債市況は、12年当時の状況に比較すれば、至って平穏だ。ゆえに今回は、ギリシャが自ら望んでユーロ圏を離脱する“Grexit”はまずないだろうーとの見方もあるようだが、果たしてそうなのだろうか。

現在、ギリシャをめぐる事態がどうなっているのかを理解するためには、他の18カ国中銀とともにユーロシステムに加盟し、単一通貨ユーロを採用するギリシャの国際収支上の資金繰りがどうなっているのかを理解しておく必要がある。

アジア通貨危機の経験などからも明らかになったように、外国為替相場を何らかの形で固定している中で、国際間の資本移動が自由な下にある一国の経済運営に大きな問題が生じ、当該国が経常取引（財・サービスの輸出入など）の収支に見合うだけの、反対方向の資本取引（外国民間部門による金融資産への投資等の形での当該国に対するリスク・テイク）が得られなくなると、早晩、国際収支上の資金ショートに陥る可能性が高まる。経常取引で流出した外貨に見合うだけの金額が、資本取引で流入してこないといずれ、外貨が枯渇し、輸入代金の支払いにも困窮することになる、というわけだ。

ところが、単一通貨ユーロを共有するユーロシステムに組み込まれているギリシャの場合、状況は大きく異なる。為替相場は固定、資本移動は自由という枠組みの下にありながら、ギリシャの民間銀行がユーロシステムから何らかの形で資金供給を受けられる限り、国際収支上の資金ショートに陥ることはない。ただし、その代わりに、ギリシャ

中銀が負ういわば「帳簿上の債務」であるTARGET II上の債務が大きく膨張しているのだ。その金額は14年12月末で481.4億ユーロに達した。これは、前回の債務危機時のピーク（11年11月末で1081.9億ユーロ）に比較すれば半減しているものの、ギリシャがこれまでにEU各国やIMFから受けた財政支援の総額が2149億ユーロであることからすれば、なおその4分の1に相当する、無視できない規模となっていることが分かる。年明け以降は、ギリシャからの預金流出の進展というセンシティブな状況を映じてか、最近時点でのこのTARGET IIの債務金額がどの程度に膨張しているのかは定かではない。

本年1月の政権交代を受けて、ギリシャ国債は格下げされ、ギリシャの民間銀行にとっては、もはや、それをユーロシステムに担保として差し入れて、他国の民間銀行と同様の低利のオペによる資金供給を受けることはできなくなった。それ以降は、ECBが認可する範囲内での緊急流動性支援（ELA）、いわば「特融」が、チプラス政権との交渉の推移をにらみつつ、必要最小限の規模で実行されている。ギリシャの民間銀行の資金繰りを、ひいてはギリシャの国家としての国際収支上の資金繰りを支える「命綱」となっているのだ。その規模は、報道によれば、5月初め時点で、789億ユーロに達しているもようである。

このように、ギリシャが今後、国際収支上の資金ショートに陥らずに済むか否か、といういわば「生殺与奪」はユーロシステムの資金供給が握っている。今月中旬以降は前回の危機時におけるIMFによる支援融資分への元利償還や、ユーロシステムによる国債買い入れ分への利払い期限が相次いで到来する。ギリシャは現在、地方政府が保有する流動性までギリシャ中銀にかき集めて、対外債務の支払い原資を確保しているもようであるが、今後の展開次第では、ギリシャ国民が自ら選択してユーロ圏を離脱していくような“Grexit”とはならずとも、“deprivation”（通貨の剥奪）という事態を経て、事実上のユーロ離脱に追い込まれていく可能性が高まろう。このケースでは、今後のユーロ圏各国やECB側の手綱さばき次第で、ギリシャが手持ちのユーロ資金を対外債務の支払いに優先的に充当せざるを得なくなり、政府が国内向けに本来は支払うべき給付（例えば年金や公務員給与の支払い等）はもはやユーロでは行い得ず、“IOU”（いわゆる「借用証書」）を発行して支払先に交付する形が想定される。時間の経過とともにその発行規模は増加して、その“IOU”が結果的に、ギリシャ国内では事実上の国内通貨（新ドラクマ）として機能する、という展開だ。

本年1月の総選挙の時点で、「その整合性について理解し難い政策」を掲げていたチプラス政権の最大の誤算は、「万が一、ギリシャがユーロを離脱すれば、他の加盟国にも影響がおよび、ユーロはドミノ倒し的に崩壊しかねないため、ユーロ圏各国は、絶対にギリシャのユーロ離脱を阻止しようとするだろうという“甘い読み”にあった」、と欧州大陸ではまことしやかに語られている。ギリシャ側は「ロシアや中国との関係強化」や「ドイツに対する第2次大戦時の賠償責任の再追及」という手段でもユーロ圏側を揺さぶろうとしたが、どれも不発に終わったようだ。チプラス政権側はこの期に及んでも、交渉の進展に関する楽観的な見通しを並べ立てているが、交渉の具体的な進展は何ら、伝わってはこない。

今後の情勢は、ユーロ圏、ECBとギリシャ政府側の政治的な判断次第であり、予断を許さない。仮に事態が“deprivation”に進んでいったとしても、12年当時に比較すれば、他の重債務国は懸命な財政再建努力を続けてきたうえ、ユーロ圏内の緊急時の支援メカニズム（ESM）も整ってきている。ECBも、目的はデフレ・リスクの回避であるが、ギリシャ以外の加盟各国債について、PSP（公共セクター買い入れプログラム）を開始している。他の加盟国に危機が連鎖する可能性は、12年当時よりは格段に低そうだ。その局面さえ切り抜けられれば、ここ数年、議論が封印されてきた、ユーロ共同体債の導入や財政面での統合の議論を再開できるようになる可能性もあるだろう。とはいえ、ギリシャ以外のユーロ圏各国側も全く無傷で済むわけではなく、前述のギリシャ中銀が抱えるTARGET II債務額を、他の加盟中銀が出資比率に応じて負担せざるを得なくなるかもしれない。既に実行した支援融資が焦げ付く可能性もある。今夏にかけて、情勢がどのように進むのかを注視していく必要があるだろう。

（了）

[/20150513NNN0049]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved