

2015/07/23 08:06

◎【円債投資ガイド】ユーロ圏が本当に恐れる事態＝日本総研・河村氏（２３日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝７月入り後、世界中が固唾をのんで見守っていたギリシャ危機が、ようやく小康状態となりつつある。

１２日のユーロ圏首脳会議からギリシャのチプラス首相が持ち帰ったのは、５日の国民投票で示された民意に背を向ける形での、ユーロ圏側が要求する財政緊縮策の受け入れだった。その後もギリシャ国内で紆余（うよ）曲折はあれど、ギリシャ議会は１５日、この緊縮策を直ちに実行に移す法案の第１弾を可決・成立させた。ユーロ圏はギリシャ向け第３次支援の協議に入ることを決定し、欧州中央銀行（ＥＣＢ）はギリシャの資金繰りを支える緊急流動性支援の増額を決めた。ＥＵ各国で構成される欧州金融安定化メカニズム（ＥＦＳＭ）は２０日、ギリシャ向けの「つなぎ融資」７１．６億ユーロを実行し、ギリシャはこれを元手に、期限を迎えていたＥＣＢや国際通貨基金（ＩＭＦ）向けの債務を償還した。ギリシャ国内の民間銀行も２０日、預金の引き出しや海外向け送金には引き続き、かなりの制約を伴いつつではあるが、３週間ぶりに窓口の営業を再開した。ギリシャ危機は今回もこれでやれやれか、と思いたいところだが、これから今秋にかけて、事はどうも、そのようには運びそうにない。

ギリシャが２０１２年中、３月と１２月の２度にわたり、財政破綻（デフォルト）したのは記憶に新しい。ただし今回の危機は、当時とはかなり性格が異なることに注意する必要がある。

ギリシャはもともと、その国債の過半を、外国勢が保有するという債務構造にあった。１２年中のデフォルトは、この外国の民間投資家にも、ＰＳＩ（民間セクター関与）やＣＡＣｓ（集団行動条項）の発動等の形で、債務調整に際して、債権の棒引きという相当な負担をしてもらうというものだった。国家の財政破綻には、大別して、「対外債務デフォルト」と、「国内債務デフォルト」の２通りがあるが、１２年のギリシャは主として、「対外債務デフォルト」のケースであったといえる。それはそれで、国際金融市場にとっては「一大事」だった。

何しろそれまでは、「国家、とりわけ先進国の財政は破綻することはない」が国際金融界の共通認識だったのだから。しかしながら、ギリシャのデフォルト後、この認識は１８０度転換されることになった。「国家も、先進国といえども、財政破綻することがあり得る」という認識が官民双方のプレーヤーに共有されつつあり、その新たな前提のもとで、民間債権者主導での、国家の債務調整交渉の円滑化に向けた取り組みが着々と進められている。日本は「蚊帳の外」のようだ。バーゼル委員会による、銀行の国債保有にかかるリスク管理強化を目指す動きも、同じ流れをくむものとみることができよう。

これに対して、今回のギリシャ危機の構造をみると、前回の１２年時点とは異なり、外国の民間投資家はもはや、ギリシャ国債をほとんど保有していない。１２年のデフォ

ルト時点で旧国債と交換発行された新国債のほとんどはギリシャの民間銀行が保有しているもようで、今ではヘッジ・ファンドすら、ほとんど手を出していないと報じられている。それゆえ、ギリシャ政府は6月末から、財政運営をめぐる混乱を受け、預金引き出しの大幅な制限と銀行窓口の営業停止や、海外向け送金の原則禁止を含む資本移動規制を発動せざるを得なくなった。要するに、ギリシャは現時点で、「国内債務デフォルト」に、すでに半分、足を突っ込んだような状態になっている。そのうえ、この先、ギリシャの民間銀行部門が何とか経営を継続できるようにすべく、大口の預金者等に負担を求める「ベイルイン」を実施したうえで、合併・資本注入を行う方向で検討が進められているもようだ。

ギリシャは今回の危機において、債務調整の負担を、前回のように、外国の投資家に求めることはもはやできない。ギリシャ国民自身が増税や歳出カット等の形で、場合によっては預金封鎖等の強制執行に近い手段も講じられるなかで負担するか、ユーロ圏やIMF、ECB等の外国政府や国際機関に負担してもらうよりほかに道はなくなっているのだ。

ちなみに、12年危機時には、ギリシャ経済が、民間債権者に相当な負担を求めた上で、ユーロ圏やIMFから支援を受け、数年の時間をかけて、曲がりなりにも持続可能な経済・財政を取り戻す、政府債務残高のGDP比は170%程度の水準を回復する、という再建シナリオが描かれていた。このシナリオは、市場からは楽観的に過ぎると批判され、3年が経過した今、果たして現実はその通りになった。

しかしながら今回は、そのシナリオが描けていない。仮に第3次支援融資を実施できるとしても、それだけでは、ギリシャの経済と財政が持続可能な姿を取り戻すシナリオが、どうにも描けそうにないのだ。今回の危機の焦点はここにある。

そもそも、国家が、他の国家に対して有する債権の放棄に応じるのは、これまで、パリ・クラブ等での交渉を通じて、極貧国等を対象とするケースに限られてきた。先進国が、他の先進国向けの債権放棄に応じた例は、平時では存在しない。EUも同様の前提に立脚する枠組みで、加盟国が加盟他国への財政支援を行うことは、条約で厳に禁じられている。

しかし仮に、ギリシャ向け債権の棒引きに、民間投資家ではなく各国政府が応じるという特例を作ってしまった場合、ユーロ圏各国が最も恐れているのは、「EU条約違反」とか、「ユーロ圏他国の納税者負担」が現実のものとなる、ということにとどまらない。むしろ、これが「ありの一穴」となって、ユーロ圏他国の反緊縮派を勢いづかせる、という「政治的な伝染（political contagion）」が拡大することこそを、彼らは最も恐れているようだ。仮にギリシャがユーロ離脱となっても、その市場への影響は当局の政策対応で何とか抑え込むことができるかもしれないが、この「政治的な伝染」が現実のものになってしまうと、おそらくそれを抑える手だてはなくなる。ユーロは崩壊に向かわざるを得なくなるかもしれない。

これに対してIMFは去る7月14日、このタブーを破り、「EUが、元本のカット

等を含むギリシャの債務軽減に応じなければ、ギリシャ財政は持続可能な姿を回復することはできない」という報告書を発表した。その背後には、IMFが負担を被ることを回避したい、米国の意向がちらつく。ただし、ラガルド専務理事は欧州出身であり、欧州の立場は十分に理解していることもあり、IMFはその後、スタンスをやや軟化させているようだ。

ユーロ圏による「つなぎ融資」でギリシャ経済と財政が、とりあえず一息ついている間、今回の危機の正念場ともいえる交渉がこれから始まる。ユンケル欧州委員長は「この議論の余地のある（controversial）問題が、今秋には交渉の議題に上ることになる」と明言している。危機からの立ち直りに際して、為替レート調整も使えない国、インフレによる債務調整も使えない国が、どうやって、国の経済と財政を立て直せるのか。債務の元本カットなくして、どうやって、持続可能なシナリオを描くことができるのか。描いたシナリオが楽観的に過ぎれば、また、同じ事態が繰り返されるだけだろう。ギリシャ国内でも、国民の生活に一段と重い負担と制約が課されていることもあり、政治情勢は流動性を増している。今回の危機が、最終的にどのような展開に至るか、しばらくの間、目が離せない状況が続くだろう。（了）

[\[/20150723NNN0050\]](#)

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved