

【EU債務問題の展開を読む】

ギリシャに残された選択肢にユーロ圏はどう応じるか
～再選挙を控え緊張感高まる欧州～

《要旨》

- 6月17日のギリシャ再選挙を控え、欧州では緊張が高まっている。ギリシャは極めて厳しい状況にある。EU各国およびIMFから、すでに730億ユーロの支援融資を受け、3月の「管理デフォルト」で1,070億ユーロ相当の債務減免も講じられたにもかかわらず、さらなる追加支援を受けなければ財政運営を続けられない。2012年の要支援額は1,120億ユーロと、同国のGDPの5割強にも達する。楽観的な経済見通しをもってしても、先行き債務残高規模が名目GDPを下回るのは2020年代入り以降と見込まれる。「終わりの見えない財政緊縮」への不満が、5月の最初の総選挙での与党大敗の背景だ。
- 再選挙の結果いかにかわからず、ギリシャにとって残されている選択肢は、突き詰めると、①財政緊縮路線を継続するか、②本当に財政緊縮路線を放棄しようとするのであれば、再度のデフォルトを強行し、ユーロ圏を離脱するよりほかにない。
- 通貨同盟が解消された事例は歴史的にもいくつか存在するが、混乱を抑制できたケースは93年のチェコスロヴァキアの事例に限られる。ギリシャの場合、すでに大規模な預金流出の動きも認められ、仮にユーロ圏を離脱するとしても、実務面の対応を秩序だった形で行うことができるか否か、ハードルはかなり高い状況にある。
- 他方、ドイツをはじめとするユーロ圏他国は、すでに相当な金額のギリシャ向け支援融資を実行しているほか、欧州中央銀行システム内部で各国中銀の潜在的な負担も増大している。こうした状況を受けて各国は、短期、および中長期それぞれにおいて、ギリシャに対していかなる対応をとることが、各国の国益を守ることになるのかを、水面下で真剣に検討し始めているとみられる。
- ギリシャをめぐる今後の展開は、17日の再選挙の結果もさることながら、様々な政治的な思惑と駆け引きが入り交じるため、予測は難しい。①ユーロ圏側が、ギリシャのユーロ圏離脱を容認する、ないしは、②ギリシャ側が6月末の期限までに緊縮策を策定せず、ユーロ圏側が支援融資を止め、ギリシャが資金繰りに行き詰まる、という展開もあり得る。他方、③スペイン問題を背景に、ユーロ圏側が一時的に態度を軟化させ、現状のような「宙ぶらりん」状態がもうしばらく継続する可能性もある。いずれにせよ、時間の経過によって問題が解決することは望み難しく、思い切った政治的決断が下されない限り、混乱の火種は残ることとなる。

1. はじめに

欧州債務危機は、今年3月のギリシャの「管理デフォルト」を経て、春先はいったん、小康状態ともいえる状況にあった。しかし、5月6日のギリシャ総選挙における、財政緊縮を推進してきた与党側の大敗を契機に、危機が再燃している。ギリシャの再選挙が6月17日（日）に迫るなか、これとあわせてスペインで金融不安が深刻化し、緊迫の度を増す展開となっている。

3月のギリシャの「管理デフォルト」に合わせて合意された EU と IMF による 1,300 億ユーロの追加支援は、6月末までにギリシャ側が緊縮策を具体化させることが条件であるため、いまだ実行されていない。そうしたなか、現在の最大の焦点は、①再選挙を経て成立するギリシャの新政権が、今後、いかなる政策を選択するのか、具体的には、巨額の債務をいかに取り扱うのか、ユーロ圏ないしは EU に残留するのか否かと、②スペイン問題にみられるように、ギリシャを巡る今後の情勢が、ユーロ圏他国の財政運営に伝染することはないか、の2点であろう。

本レポートでは、まず、ギリシャおよびユーロ圏が現在、置かれている状況を踏まえたうえで、この両者にとって、今後、いかなる政策的アクションの選択肢があり得るのかを、ギリシャおよびユーロ圏他国のそれぞれの立場に即して検討する。そして、短期、および中長期的な視点でそれぞれの国益を守るためには、いかなる判断が下される可能性があるのか、それによって国際金融市場や各国経済にはいかなる影響が及ぶ可能性があるのかを考えることとしたい。

2. ギリシャ経済がおかれた状況

2009 年秋に財政危機に陥って以来、混乱が長期化し、収束のめどが立たないギリシャ経済は、極めて厳しい状況に追い込まれている。実質 GDP 成長率のマイナス幅は拡大する一方で、2011 年には▲6.9%、12 年も▲5%程度のマイナスとなることが見込まれている。失業率も上昇の一途をたどり、11 年末には 21%に到達している。

この間、ギリシャは、2010 年 5 月から 11 年 12 月までの 6 次に及ぶユーロ圏各国、IMF による総額 730 億ユーロの支援融資を受け、ギリシャ自身も厳しい財政緊縮を実行している（図表 1）。

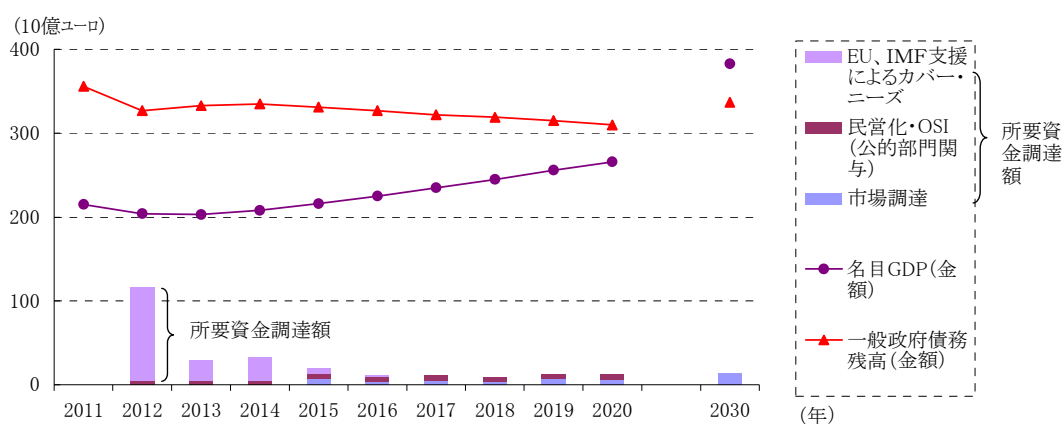
（図表 1）ギリシャ向け第一次支援策における、ユーロ圏加盟国と IMF のこれまでの融資実行額

	ユーロ圏加盟国		IMF		金額合計
	実行日	金額	実行日	金額	
第1次トランシェ	2010年5月18日	14.5	2010年5月12日	5.5	20.0
第2次トランシェ	2010年9月13日	6.5	2010年9月14日	2.5	9.0
第3次トランシェ	2011年1月19日	6.5	2010年12月21日	2.5	9.0
第4次トランシェ	2011年3月16日	10.9	2011年3月16日	4.1	15.0
第5次トランシェ	2011年7月15日	8.7	2011年7月13日	3.3	12.0
第6次トランシェ	2011年12月14日	5.8	2011年12月7日	2.2	8.0
小計		52.9		20.1	73.0

(資料) European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Occasional Papers 94, March 2012.

加えて、今年3月には、民間債権者が保有するギリシャ国債について1,070億ユーロ相当の債務減免も受けている。にもかかわらず、ギリシャ財政は、バケツの穴が開いたような状態となっており、2014年に至るまでの向こう3年間、EU各国およびIMFによる支援融資が毎年実行されなければ、財政収支の赤字を埋められない状況にある（図表2、後掲参考図表1）。しかも2012年にギリシャが単年で必要とする、EUおよびIMFからのカバー（支援融資）額は1,120億ユーロと、同国の2012年の名目GDP（2,040億ユーロの見込み）の5割強に相当する膨大な額に達している。

（図表2）ギリシャの財政再建過程でのファイナンスの見込み
（2012年3月時点のベースライン・シナリオ）

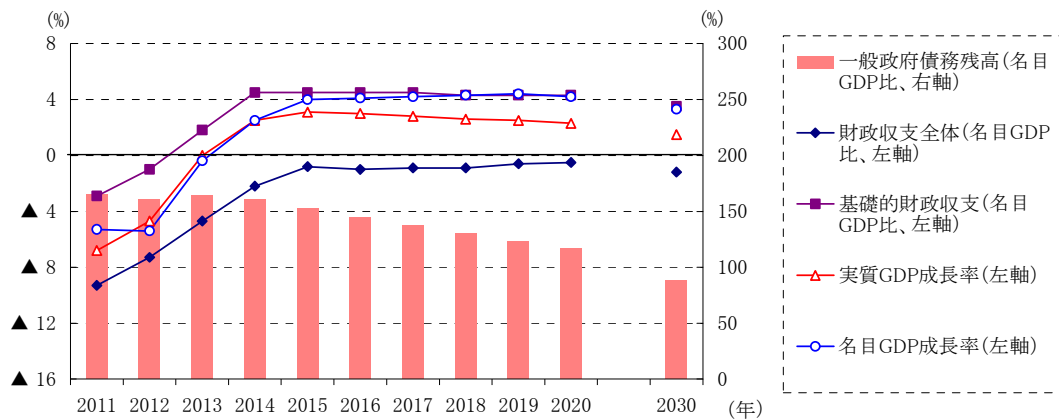


（資料）European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94, March 2012を基に日本総合研究所作成。

国際金融市場におけるギリシャの国債発行再開は2015年と見込まれており、その調達規模は76億ユーロにとどまるが、実現可能性は甚だ心許ない。2020年までの同国の資金調達源の大半は民営化収入に依存することとされており、この通りの金額の歳入が果たして確保できるかは不透明といえよう。

他方、今年3月の追加支援決定に合わせて欧州委員会が策定したギリシャ経済・財政の中長期見通しによれば（図表3）、経済成長率は足許の2012年こそ、実質・名目とも大幅マイナスが見込まれているものの、13年には実質・名目とも0%成長付近にまで回復し、その後は実質で+2~3%、名目で+4%程度の成長率を一貫して確保できる、との楽観的な見方が示されている。ギリシャの場合、名目GDP比で160%規模の巨額の政府債務を抱えているため、楽観的な経済見通しのもとで、基礎的財政収支対名目GDP比を今後ほぼ一貫して+4%強で維持させても、政府債務残高の削減は容易ではなく、名目GDP比で100%を下回るのは2020年代に入ってから、という姿になっている。欧州委員会の描くこのようなシナリオ通りに、ギリシャ経済および財政を運営していくことが、果たして実際に可能かどうかには疑問が残る。

(図表3) ギリシャ財政再建過程での経済・財政指標の推移の見込み
(2012年3月時点のベースライン・シナリオ)



(資料) European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94, March 2012を基に日本総合研究所作成。

このようにギリシャは、少なくとも2014年までEUやIMFから巨額の支援融資を受け続けなければ、財政・経済運営を継続できないという、極めて厳しい状況にある。支援融資を受け続ける以上、欧州委員会、ECB、IMFのいわゆる「トロイカ」による、ギリシャの財政運営への厳しい監視状態は続く。そうした支援が続く前提で、かつ、楽観的な欧州委員会の成長見通しが達成されたとしても、ギリシャの債務残高が名目GDPを下回るのは、2020年代に入ってからである。このような「終わりの見えない厳しい財政緊縮」への民衆の不満が、5月の総選挙で与党が大敗した背景であるといえよう。

3. ギリシャに残された選択肢

5月の総選挙で第二党に躍進した急進左派は、財政緊縮路線の放棄を掲げ、国民の支持を集めている。ただし、「財政緊縮放棄」といっても、その対案について具体的なアイデアは明らかにしておらず、持ち合わせてもいないようである。一方で、ユーロ圏には残留するとしており、ギリシャ離脱の場合には、ユーロ圏他国の側にも多大なコストが発生するため、それを避ける力が働き、残留は可能であると考えている模様である¹。

しかしながら、客観的にみれば、ギリシャ側が緊縮路線を放棄して、それによって不足する財源を、ユーロ圏他国やIMFが追加支援融資で供給するとは、極めて考えにくい。仮に再選挙後、ギリシャが本当に緊縮路線を放棄するのであれば、再度のデフォルト以外に途はないものと考えられる。

その際、今年3月のように、民間債権者側に自発的な債権放棄を求め、かつ、応じなか

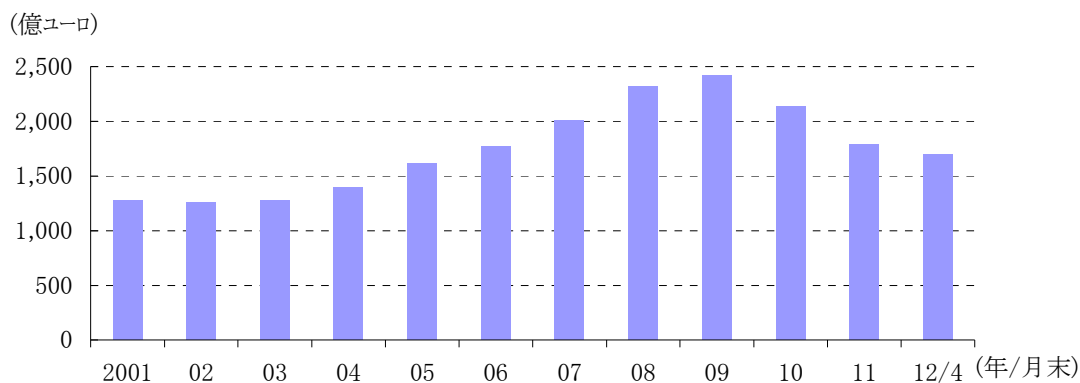
¹ ギリシャの急進左派シリザ連合のティプロス党首は、2012年6月13日付Financial Timesへの寄稿で、「シリザはギリシャをユーロ圏に残留させる」、「既得権益のしがらみのないシリザのみが、ギリシャに安定をもたらす得る」、「ギリシャ国民は、3月のEU、IMFとの合意を破棄し、『ギリシャ国家による再建設と成長プラン』に置き換えることを望んでいる」、「ギリシャ財政のシステム的な問題の大部分は、徴税率の低さにある」、「EU、IMF、ECBのローンによるギリシャの銀行への資本注入には、透明性が欠如している」などと述べている。

った債権者にも「集団行動条項」適用によって元本カットを強行する、というアプローチをとることはもはや不可能である。債権放棄によって交換されたギリシャの新国債は、再度のデフォルトで損失を被ることは回避したいという債権者側の要望に基づき、イギリス法に基づいて発行されている。イギリス法は、わが国を含む先進国の民事法制の、国民的な常識に基づく基本的な価値観を共有するもので、破産法制に債権者平等原則の定めもないギリシャ法とは異なる。3月のような、ギリシャ側の身勝手な都合による債務調整を再度行うことは事実上不可能だ。それでもなお、ギリシャが財政緊縮路線を断固として放棄するのであれば、①かつてのアルゼンチンやロシアのように、ギリシャ側が一方的に債務返済のモラトリアムを宣言するという無秩序デフォルトを断行するか、もしくは、②ギリシャが国家主権としての通貨発行権を行使してユーロ圏を離脱し、新ドラクマを制定・導入して、対外債務を実質的にデフォルトさせる、というアプローチをとるよりほかはないと考えられる。

4. 通貨同盟解消の歴史的事例

ギリシャではすでに民間銀行での預金流出の動きが強まっている（図表4）。通貨の切り替えには混乱がつきものだが、それが事前に国民に察知され、資金流出の動きが強まれば、自国の金融システムを維持できなくなるなど、通貨切り替えに際して発生する混乱はさらに大きなものとなってしまふ。

**(図表4) ギリシャ民間金融機関が受け入れる預金残高の推移
(国内非金融機関による預金・レボ残高)**



(資料)ギリシャ中央銀行.

もつとも、歴史的には、複数の国家による通貨同盟を解消した事例が、いくつも存在する（図表5）²。ただし、これらのケースはすべて、政治的な理由による通貨同盟の解消だ。「通貨同盟」そのものが解消の理由となったケース、すなわち、経済的合理性を背景とする市場の力に強制されて解消に至ったケースはなく、今回のギリシャが仮にユーロ圏離脱を余儀なくされるとすれば、歴史的にはかなり稀なケースに相当することになる。

（図表5）20世紀における通貨同盟解消の事例

通貨同盟の事例	解消時期(年)	解消の原因
【単一国家分裂のケース】		
オーストリア・ハンガリー帝国	1919～27	敗戦、複数の新国家の確立
ロシア	1918～20	複数の新国家の確立
ソヴィエト連邦	1992～94	政情不安、複数の新国家の確立
ユーゴスラヴィア	1991～94	政情不安、内戦、複数の新国家の勃興
チェコスロヴァキア	1993	政治的相異、複数の新国家の勃興
【複数国家による通貨同盟の解消のケース】		
ラテン通貨同盟	1914～27	金融政策の分離
スカンジナビア通貨同盟	1914～24	金融政策の分離

（資料）Michael D. Bordo, Lars Jonung, *The Future of EMU: What does the History of Monetary Union Tells Us?*, September 1999, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series 7365を基に日本総合研究所作成。

ちなみに、通貨同盟を解消した結果としての経済・財政の姿には、2つの典型的なパターンが存在する。一つは、財政・金融面での大混乱が発生し、解消後の新通貨圏の一部ないし全部において高インフレが発生する。図表5のチェコスロヴァキア以外の4つのケースがこれに該当する。

これに対して、チェコスロヴァキアのケースは、結果として財政赤字の大幅拡大や高インフレを伴うことなく、実務面でも、比較的短期間で通貨切り替え作業が首尾よく行われた。このケースをもう少し詳しくみてみよう。チェコスロヴァキアは1993年1月に解体し、チェコとスロヴァキアに分離したが、当初は通貨同盟を組み、通貨コルナを共有した。しかしながら、チェコの経済力がスロヴァキアを上回る状況は歴然としており、いずれ通貨同盟は解消され、スロヴァキアは通貨切り下げを迫られるとの観測が台頭し、スロヴァキアからの資金流出が加速した。こうしたなか、両国政府は秘密裏に交渉して、通貨同盟の解消を合意し、2月2日に発表、週末を含む4日～7日の短期間に切り替え作業を、大きな混乱なく、首尾よく実施することに成功した。新紙幣の印刷は間に合わないため、切り替え後は識別用の券を紙幣に添付して対応した。識別用の券は、合意発表に先立ち、極秘裏にイギリスで印刷されていた。預金封鎖も行われている。

この事例は、通貨切り替えによる混乱を最小限にとどめるには、綿密な準備とそれを極

² この部分の記述は、Bordo and Jonung, *The Future of EMU: What does History of Monetary Union Tells Us?*, September 1999, NBER Working Paper 7365 と ifo schnellendienst 2012/10 号およびそれに関する報道に基づく。

秘に進めることが不可欠であることに加え、通貨切り替えの前後で金融システムの安定性を維持するには、預金流出があまり拡大しないうちに政治的決断を下し、実行に移す必要があることを示唆している。

これらの歴史的な事例はいずれも、政治的な理由による通貨同盟の解消であり、国民にとっては事前にそれを察知しにくく、預金流出や資本逃避が生じにくいケースであったとみられる。チェコスロヴァキアの事例も、チェコとスロヴァキアに分離してからわずか1カ月で、通貨同盟解消の政治的決断がなされている。これに対して、今回のギリシャのケースは、経済的な合理性、いわば市場の力に押される形で、ユーロ圏に残留し続けられるかどうか問われる展開となっており、すでに大幅な預金流出もみられる。チェコスロヴァキアのケースのように、実務面での秩序だった対応のハードルは相当に高いといえよう。

5. ユーロ圏他国への影響—短期、および中長期的な国益の所在いかん

ギリシャにとっては、このように、現行の財政緊縮路線を堅持するか、さもなくばユーロを離脱して再度のデフォルトを強行するしかなく、選択肢は事実上かなり狭まりつつある。

他方、ギリシャの今後の政策的アクションによって、他のユーロ圏加盟国側には、どのような影響が及ぶことになるのであろうか。

仮に、ギリシャがユーロ圏を離脱した場合、残るユーロ圏の国々からみれば、すでにギリシャに対して実行済みの529億ユーロ（約5.3兆円）の支援融資（図表6）が焦げ付く可能性が高い。

（図表6）ギリシャ向け第一次支援策における、ユーロ圏加盟各国のこれまでの融資実行額

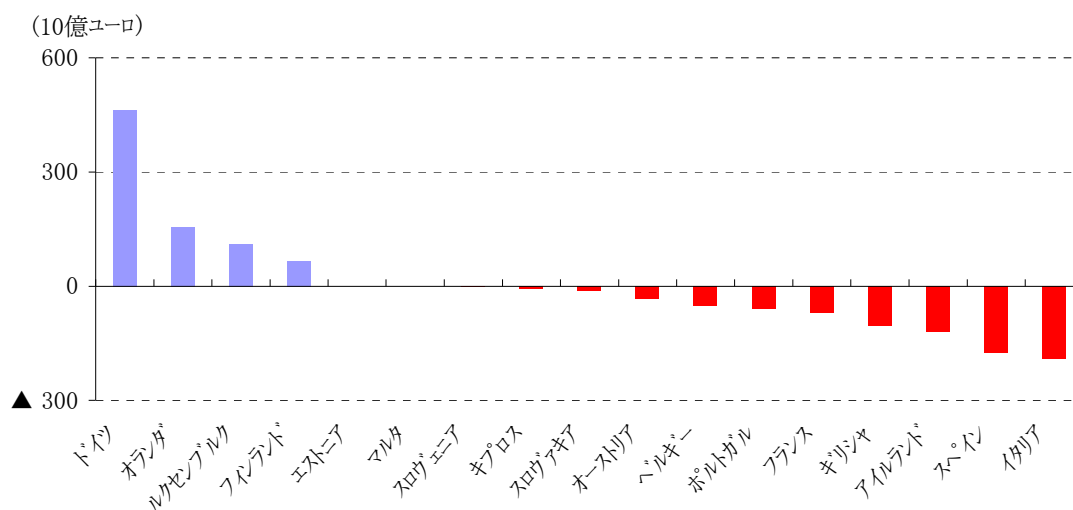
(100万ユーロ)

	実行日	ベルギー	ドイツ	アイルランド*	スペイン	フランス	イタリア	キプロス	ルクセンブルク
第1次トランシェ	2010年5月18日	0.0	4,427.9	0.0	1,941.6	3,325.2	2,921.9	32.0	40.8
第2次トランシェ	2010年9月13日	758.8	1,495.9	347.4	656.0	1,123.4	987.2	10.8	13.8
第3次トランシェ	2011年1月19日	238.8	1,864.4	-	817.5	1,400.1	1,230.3	13.5	17.2
第4次トランシェ	2011年3月16日	530.0	611.8	-	1,814.4	3,107.4	2,730.5	29.9	38.2
第5次トランシェ	2011年7月15日	195.3	5,050.5	-	668.5	1,144.8	1,006.0	11.0	14.1
第6次トランシェ	2011年12月14日	219.6	1,714.8	-	751.9	1,287.7	1,131.6	12.4	15.8
小計		1,942.5	15,165.3	347.4	6,650.0	11,388.6	10,007.5	109.6	139.9
	実行日	マルタ	オランダ	オーストリア	ポルトガル	スロヴェニア	スロヴァキア	フィンランド	合計
第1次トランシェ	2010年5月18日	14.8	932.5	454.0	409.3	0.0	-	0.0	14,500.0
第2次トランシェ	2010年9月13日	5.0	315.0	153.4	138.3	102.9	-	392.2	6,500.0
第3次トランシェ	2011年1月19日	6.2	392.6	191.2	172.3	32.4	-	123.4	6,500.0
第4次トランシェ	2011年3月16日	13.8	871.4	424.3	382.5	71.8	-	274.0	10,900.0
第5次トランシェ	2011年7月15日	5.1	321.1	156.3	-	26.5	-	100.9	8,700.0
第6次トランシェ	2011年12月14日	5.7	361.1	175.8	-	9.9	-	113.5	5,800.0
小計		50.6	3,193.8	1,554.9	1,102.3	243.5	0.0	1,004.1	52,900.0

(資料) European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Occasional Papers 94, March 2012.

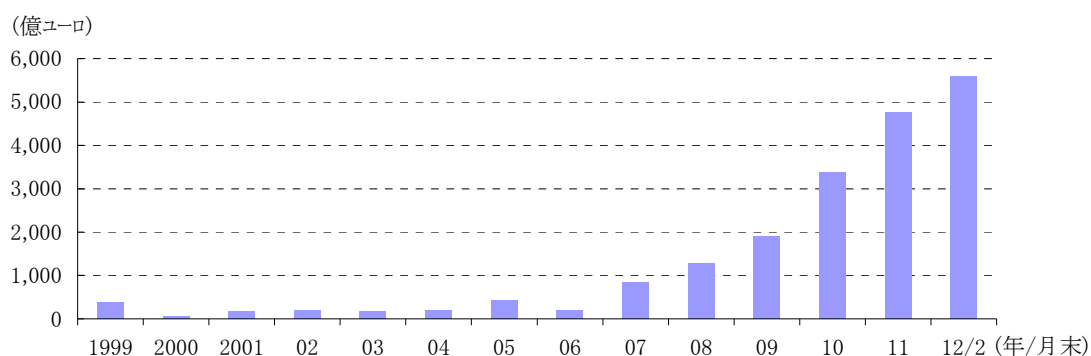
また、ユーロ圏の中央銀行である Euro System の内部で、各国中央銀行間での決済残高の不均衡が足許大きく拡大している（図表7）。ユーロ圏内最大の債権国であるドイツ連邦銀行の TARGET 債権残高の推移から明らかなように（図表8）、欧州各国中央銀行間の TARGET 経由での債権債務関係の不均衡の大幅拡大は、リーマン・ショックが発生した2008年頃から急速に拡大している。これは、ECB が適格担保基準を大幅に緩める形で資金供給を行っている（図表9）ため、いわば、民間銀行間の取引として、ギリシャ等重債務国からドイツ等への与信の引き揚げ、すなわち資本逃避が発生しているにもかかわらず、それを中央銀行システムが LTRO 等のオペレーションによって、ギリシャ等の民間銀行に自動的にファイナンスする構造となっている結果生じたものである。すでに担保として不適格となっているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債に関しては、各国中央銀行独自の判断によって、例外的に担保として受け入れることを ECB は認めており、ギリシャの民間銀行などは、そうした措置によって ECB からの長期資金供給を受け、かろうじて資金繰りをつないでいる状況にある。しかしながら、仮にギリシャがユーロ圏から離脱、となれば、ギリシャ中央銀行は Euro System から切り離され、担保として受け入れていたギリシャ国債の価値も大幅に損なわれる可能性が高く、担保として機能しないであろう。ギリシャ中央銀行の▲1,040億ユーロの借り入れ超過分を、それ以外の国の中央銀行が出資比率に応じて負担しなければならなくなるのだ。

（図表7）ユーロ圏各国中央銀行の TARGET 2のバランス（2011年末時点）



(資料) Hans- Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser, *Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, March 30, 2012, Springer
(原資料) 各国中央銀行、IMF, *International Financial Statistics*.

(図表8) ドイツ連邦銀行のユーロ・システム内での TARGET 2 債権残高の推移



(資料) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*.

(図表9) ECB の適格担保基準の変更状況

年月日	最低格付けライン
~2008年10月24日以前	A-
2008年10月25日	BBB-
2010年5月3日	ギリシャについて停止
2011年3月31日	アイルランドについて停止
2011年7月7日	ポルトガルについて停止

(資料) ECB, press release 各号。

(注) 最低格付けライン停止の対象は、各国政府が発行する負債商品および保証。

さらに、各国の民間セクターがギリシャ政府・企業等に対して保有する債権も、大幅に毀損する可能性が高い。

このように、仮にギリシャがユーロ圏離脱となれば、ユーロ圏他国の側にも大きな損害が及ばざるを得ない。ただし、これらの損害は、このままギリシャがユーロ圏にとどまり続ければギリシャが必ず弁済し、ユーロ圏他国側が負担せずに済む、という筋合いのものでもなかろう。逆に損害の規模がさらに拡大する可能性すらあるのではないか。ドイツをはじめとするユーロ圏各国はすでに、ギリシャがこのままユーロ圏に残留するか、もしくは離脱するかによって、どちらがより大きく自国の中長期的な国益を損なうことになるかを、水面下で真剣に検討し始めていると考えられる。ギリシャがユーロ圏を離脱すれば、もちろんユーロ圏他国側にも大きな損害が及ぶ。しかしながら、ギリシャがユーロ圏や EU に残留したままでは、自国が被る損害はさらに大きなものとなるかもしれない。域内の今後の安定化を図るうえで不可欠な財政統合や銀行同盟を進めにくいのも事実であろう。短期と中長期それぞれの観点で危機のさらなる拡大を防ぐためには、ユーロ圏や EU 全体にとってどういう選択が望ましいか。各国の国益は、どのような選択によって守られることになるか。ユーロ圏首脳は、まさに今、そうした真剣な検討段階に入っているものと考えられる。

6. 今後、想定される展開

ギリシャをめぐる今後の展開は、17日の再選挙の結果もさることながら、様々な政治的な思惑と駆け引きが入り交じるため、予測は難しい。ただし、同国は現在もユーロ圏の一員であり、加盟他国から多額の支援も受けている以上、いかに財政緊縮路線を放棄したいとしても、アルゼンチンやロシアの過去の例のように、支援者であるユーロ圏各国と事前に協議することなく、一方的にデフォルト（債務返済モラトリアム）宣言をすることは考えにくい。

これに対して、ユーロ圏側も、ギリシャから協議をもちかけられた場合、長期的な国益を考え、ギリシャのユーロ離脱に同意し、秘密裏に準備を進める可能性も完全には排除できないと考えられる³。ただし、実務的な面で「秩序ある離脱」ができるかどうかを考慮すると、離脱容認のハードルはかなり高い。

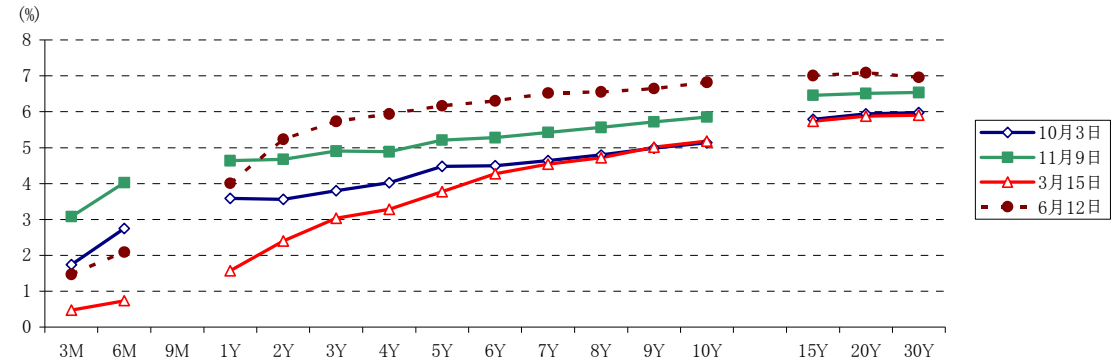
このほか、再選挙後、ギリシャが6月末が期限の緊縮策の策定を履行せず、ユーロ圏側がギリシャを見限って支援を止め、結果的にギリシャが財政運営上の資金繰りに行き詰まり、デフォルトに追い込まれるという展開もあり得よう。その場合、国際金融市場は相当な混乱を余儀なくされることになると考えられる。

他方、スペインではここへきて金融不安が高まり、同国政府はユーロ圏各国に近々対象を銀行部門に限定した1,000億ユーロ規模の支援を仰ぐ運びとなっている⁴。大手格付会社 Moody's は6月13日、この問題がスペイン財政に悪影響を及ぼすとの判断から、スペイン国債をトリプル B マイナスに3段階格下げした。国際金融市場では緊張が高まっており、問題国のイールド・カーブの変化をみると、国にもよるが、昨年11月に危機が深刻化した際に近い状況も認められる（図表10～12）。ただし足許は、ECBのLTROによる長期の大規模資金供給の効果が認められ、重債務国各国とも、短期ゾーンの金利水準は、おおむね昨年11月よりはかなり低くなっているのも事実である。

³ なお、EU、IMF側が、3月に決定した追加支援融資について、実際にはすぐには実行することはせず、ギリシャ側の財政緊縮努力を見極めたうえで、慎重に実行しようとしているなか、去る5月28日には、ギリシャ民間銀行への資本注入が完了されている。詳細は非公表のため不明ではあるが、ギリシャ政府には資本注入を行うための手持ち資金はなく、各種報道等によれば、EU側がEFSF債をギリシャ政府に譲渡し、それをギリシャ政府が民間銀行に再譲渡する形での資本注入が行われた模様である。追加融資の発動を渋るEU側が、なぜこの部分に限って支援を前倒して行ったのかは不明である。しかしながら、仮に、近々、ギリシャの通貨転換があり得るとすると、その際の金融システムの混乱を最小限にとどめるためには、転換前の時点でのギリシャの民間銀行が、3月のギリシャ国債のデフォルトで被った、バランス・シートの穴を埋めておく必要があることが関係している可能性がある。ギリシャ国内では、すでに相当程度の預金流出がみられており、本当に通貨転換を行うのであれば、早期に実施しないと、転換前後の混乱の幅がさらに拡大しかねない、との判断も働いている可能性もあろう。

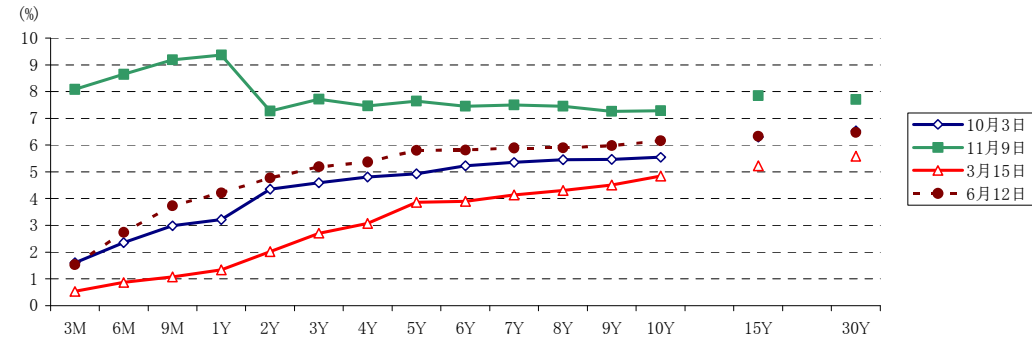
⁴ なお、ユーロ圏各国およびIMF等の当局者の間では、かねてから「各国政府の債務危機と各国の銀行部門が抱えるリスクを何とかして切り離すべきだ」との認識が高まっている。そのため、今回のスペインのケースに関しても、ESMからスペイン政府経由ではなく、直接、スペインの銀行に資本注入できるように枠組みを改めることも選択肢に入れ、現在、検討が行われている模様である。

(図表 10) 2011~12年のスペイン国債のイールド・カーブの変化



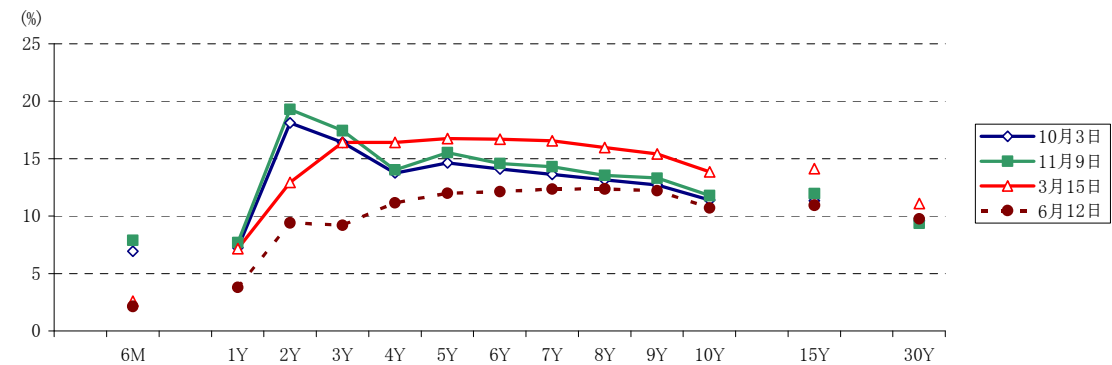
(資料)Datastreamを基に日本総研作成。
(注)2011~12年各日のスポット・レート。

(図表 11) 2011~12年のイタリア国債のイールド・カーブの変化



(資料)Datastreamを基に日本総研作成。
(注)2011~12年各日のスポット・レート。

(図表 12) 2011~12年のポルトガル国債のイールド・カーブの変化



(資料)Datastreamを基に日本総研作成。
(注)2011~12年各日のスポット・レート。

このようなスペイン問題による市場の緊張等を踏まえて、周辺への伝染を懸念するユーロ圏側が一時的に態度を軟化させ、ギリシャの緊縮策の策定の一定の遅延を容認し、現在のような「宙ぶらりん」の状態が、もうしばらく継続するケースもあり得よう。ただし、その場合も、時間の経過によって問題が解決するわけではないので、遠からず、危機が再

燃する可能性が高い。

以上を総合して、ギリシャが置かれた厳しい経済・財政状況にかんがみれば、結局、思い切った政治的決断が下されない限り、混乱の火種が消えることはないであろう。ギリシャおよびユーロ圏の情勢から、当分、眼が離せない状況が続くものと考えられる。

以 上

(参考図表 1)ギリシャの財政再建のベースライン・シナリオ (2012年3月時点)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2030
【財政資金繰り】											
所要資金											
一般政府現金収支	0.0	12.2	7.2	1.9	1.7	2.4	2.1	2.1	1.6	1.3	4.5
プライマリー赤字(▲:黒字)		2.0	▲ 3.7	▲ 9.4	▲ 9.7	▲ 10.1	▲ 10.6	▲ 10.5	▲ 11.0	▲ 11.3	▲ 13.4
利払費		10.2	10.8	11.2	11.5	12.5	12.6	12.6	12.6	12.6	17.9
その他政府の所要現金		6.9	6.3	5.9	1.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.0
満期負債	0.0	18.9	15.6	25.3	17.0	7.8	8.6	5.8	10.6	9.9	9.7
交換後の債券・ローン		12.8	10.8	18.0	8.4	4.4	6.9	3.3	6.9	2.4	3.4
EU向け返済		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.8	6.2
IMF向け返済		0.0	1.7	7.4	8.6	3.2	1.4	2.5	3.6	4.5	0.0
短期負債(公的資金による削減)		6.0	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSI(民間セクター関与)のコスト	0.0	78.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金前払い、		29.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
銀行資本増強		48.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
小計(ゼロス所要資金)	0.0	116.3	29.1	33.1	20.5	11.1	11.5	8.7	13.0	12.0	14.2
資金調達源											
民間資金調達源	0.0	3.2	4.3	4.4	13.3	8.8	11.1	8.4	12.7	11.9	14.2
市場調達		0.0	0.0	0.0	7.6	3.0	5.0	3.3	7.4	6.4	14.2
民営化		3.2	4.3	4.4	5.7	5.9	6.1	5.1	5.3	5.5	0.0
追加的なOSI(公的セクター関与)		1.2	0.6	0.5	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0
EU、IMF支援によるカバラー・ニーズ	0.0	112.0	24.2	28.3	6.6	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
【財政・経済指標】											
財政収支全体(名目GDP比)	▲ 9.3	▲ 7.3	▲ 4.7	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 1.2
基礎的財政収支(名目GDP比)	▲ 2.9	▲ 1.0	1.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3	3.5
実質GDP成長率	▲ 6.8	▲ 4.7	0.0	2.5	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3	1.5
GDPデフレーター	1.6	▲ 0.7	▲ 0.4	0.0	0.9	1.1	1.4	1.7	1.8	1.9	1.9
名目GDP成長率	▲ 5.3	▲ 5.4	▲ 0.4	2.5	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.2	3.3
名目GDP(金額)	215	204	203	208	216	225	235	245	256	266	383
一般政府債務残高(金額)	356	327	333	335	331	327	322	319	315	310	337
一般政府債務残高(名目GDP比)	165.3	160.3	164.3	161.0	152.9	145.0	137.3	130.2	123.2	116.5	88.0

(資料)European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94, March 2012.

◆『日本総研 政策観測』は、政策 이슈に研究員独自の視点で切り込むレポートです。

本資料に関するご照会は、下記までお願いいたします。

調査部 河村小百合 (Tel : 03-6833-1577、E-mail : kawamura.sayuri@jri.co.jp)