

# ギリシャ危機の波及はあるのか？

## 警戒すべき政治面での波及リスク

欧米調査部上席主任エコノミスト

吉田 健一郎

03-3591-1265

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

- ギリシャ政府は、ユーロ圏等の支援が実行されなければ早晩債務不履行に陥るだろう。しかし、もし支援が実行されたとしても同国の資金不足は続き、今後第3次支援が必要となる可能性が高い。
- 2011年～12年当時と比べると、経済・金融面におけるギリシャ危機のユーロ圏への波及リスクは低下している。国債利回りの対独スプレッドや域内資金フローの大きな変化は今のところ見られない。
- 一方で、EU懐疑派の台頭といった政治面での波及リスクは高まった。ギリシャが万が一ユーロ圏からの離脱に踏み切った場合、域内のEU懐疑派に道しるべを与えてしまうことになる。

### 1. ギリシャは追加支援が不可避の状況

ギリシャ政府と、欧州委員会、ユーロ圏各国、欧州中央銀行（ECB）、国際通貨基金（IMF）からなる債権者団（以下債権者団）の支援承認に向けた交渉が難航している。

2月20日のユーロ圏財務相会合において、第2次支援プログラムに関するギリシャ政府と債権者団との交渉期限は、6月30日まで再延期された。しかし、その後も支援条件である年金システム改革や付加価値税率といった構造改革に関する両者の溝<sup>1</sup>は埋まらず、ギリシャ政府は第2次支援プログラムやその後の合意に基づく72億ユーロの支援を受け取れないまま現在に至っている<sup>2</sup>。

この間、IMFから受けた融資の返済や公務員給与、年金支払いなどを経て、ギリシャ政府の資金繰りは厳しさを増しており、もはや同国はいつ資金が底をついてもおかしくない状況に陥っている。ギリシャの目先の政府債務返済スケジュールは、次頁図表1の通りである。2015年6月中に予定されていたIMFへの返済は6月30日の一括返済に組み替えられており、7月以降はECBが保有する大型の債券償還もある。現時点までの報道では、ギリシャ政府と債権者団の間の妥協点は見いだせないまま支払期日が近づいてきており、ユーロ圏首脳は資本規制などを含む緊急案に合意したとの報道もある<sup>3</sup>。支援が行われなければ、同国は早晩、債務不履行に陥るだろう。

しかし、6月18日に予定されるユーロ圏財務相会合など今後の交渉において、72億ユーロの支援が承認されたとしても、ギリシャは更に第3次支援が必要となる可能性が高い。

2014年10月にIMFが発表した財政モニターによれば、2015・16年にギリシャは名目GDP比で各10%、4.3%、合計で約265億ユーロの資金が必要になる。更に、財政モニターの中でIMFが前提としているギリシャのプライマリー財政黒字（2015・16年各年のGDP比3%、4.5%）の目標は、現在の交渉の過程で各1%、2%程度へと引き下げる方向で調整が進んでいる。この下方修正が示す財政黒字の減少は、ギリシャに約85億ユーロの追加的な資金不足が発生することを意味する。ギリシャ向け

第2次支援プログラムの未実行残額である、約195億ユーロの融資（ユーロ圏とIMFの合計）と、ECB、欧州各中銀からのギリシャ国債保有に伴う利益の還元約45億ユーロ（2014～2016年の合計<sup>4</sup>）が実行されるという前提で考えても、2015・16年の合計で、約110億ユーロの資金不足が生じる計算になる（ $265+85-(195+45)=110$ 億ユーロ）。

ギリシャ政府の必要資金額は、さらに膨らむ可能性もある。ギリシャ政府の長期債務返済予定は図表2の通りであり、2015～19年にECB等保有債券の償還などの支払いが多い。そのため、ギリシャ政府は、新たな債務再編案として、ECB保有債券（約270億ユーロ）とIMF融資の一部を、欧州安定メカニズム（ESM）からの融資に切り替え、返済を平準化させることを提案している。仮にECB保有債券を全額買い戻した場合、そのためのコストとして、ギリシャは新たに約270億ユーロが必要となる。上記の資金不足額110億ユーロには2015・16年のECB保有債券の償還額（約90億ユーロ）が既に含まれているため、その分を差し引いて考えても、第3次支援総額は300億ユーロ規模に膨らむ可能性がある（ $270+(110-90)=290$ 億ユーロ）。

しかし、ESM融資は最終的にユーロ圏各国の納税者負担であり、ギリシャが望むような借り換えが円滑に承認される保証はない。第3次支援交渉も簡単ではなく、交渉が決裂、ギリシャがデフォルトや解散総選挙に踏み切るケースも否定できない。筆者自身はメインシナリオとしないが、ギリシャがEUまたはユーロ圏から離脱（Grexit）するとの見方もある<sup>5</sup>。筆者がGrexitをメインシナリオにしないのは、ギリシャがEUまたはユーロ圏を離脱した場合に生じるであろう政治的・経済的コストは、現在争点となっているギリシャと債権者側の相違点と比較して、ギリシャ、ユーロ圏双方にとってあまりに大きいためである。

## 2. 経済・金融面から見たギリシャ危機のユーロ圏への波及リスクは低下

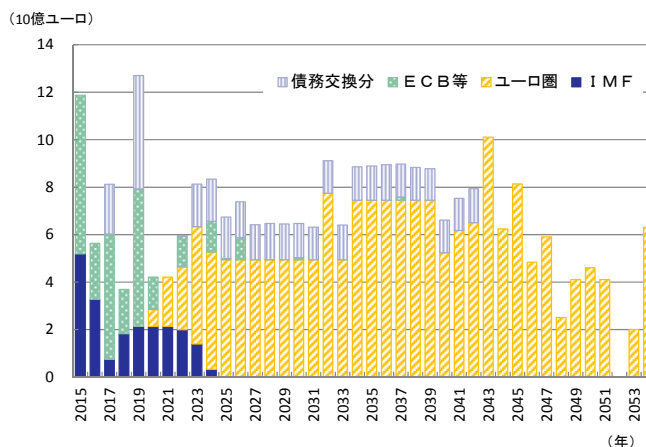
ギリシャのデフォルトやGrexitが、欧州債務危機が深刻化した2011年～12年と同じように、スペインやポルトガル、イタリアといった周辺国に波及するリスクがあるのかどうかを考察する。筆者は、

図表1 ギリシャ政府債務の短期返済予定

返済期日	返済債務	億ユーロ
6月19日	短期国債	16.0
6月30日	IMF融資	15.4
7月10日	短期国債	20.0
7月13日	IMF融資	4.5
7月17日	短期国債	10.0
7月20日	中長期国債	34.8
8月7日	短期国債	10.0
8月14日	短期国債	14.0
8月20日	中長期国債	31.9

（資料）Wall Street Journalよりみずほ総合研究所作成

図表2 ギリシャ政府債務の長期返済予定



（注）「ECB等」はECBおよび各国中銀、EIB保有の債券を含む。ユーロ圏は、第一次の二国間支援と第二次のEFSF支援の合算。EFSFからの融資については、期間別に平準化（WSJより）。短期政府証券は含まず。元本のみ。SDRは6月8日のレートにてユーロに換算。

（資料）IMF、WSJ、Bloombergよりみずほ総合研究所作成

以下の理由から、経済や金融面から判ずる限り、現時点での危機波及のリスクは、2011年～12年当時と比べて低下していると考えている。

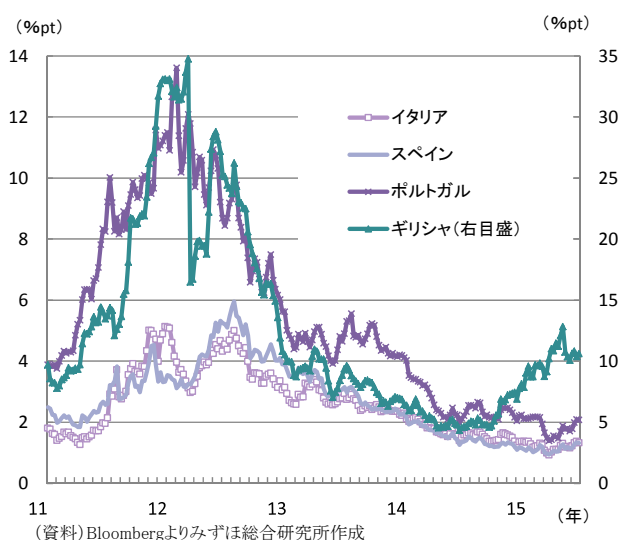
まず、最近の現象面を見ると、第一に、周辺国のリスクプレミアムは低位に留まっている。欧州債務危機の周辺国への危機波及の構図は、当時のギリシャと同じようなマクロ経済環境にある国の国債が投機的に売られたことで金利が上昇し、それが債務の拡大を招いた結果として、自己実現的に危機が顕在化してしまうという経路を辿った。その意味で、ある国の危機の深刻度を表すバロメーターとしては、国債利回り、特に各国のリスクプレミアムでもある、独国債との利回り差が注目された。

足元でイタリア、スペイン、ポルトガル10年国債のドイツ国債との利回り差をみると、大きくは拡大していない（図表3）。金利の水準だけを見れば上昇しているものの、これはECBによるQE導入前後の急速な金利低下の反動といった面が強い。ドイツ国債利回りも上昇しており、2011年ごろの南欧各国のリスクプレミアム上昇とは背景が異なる。

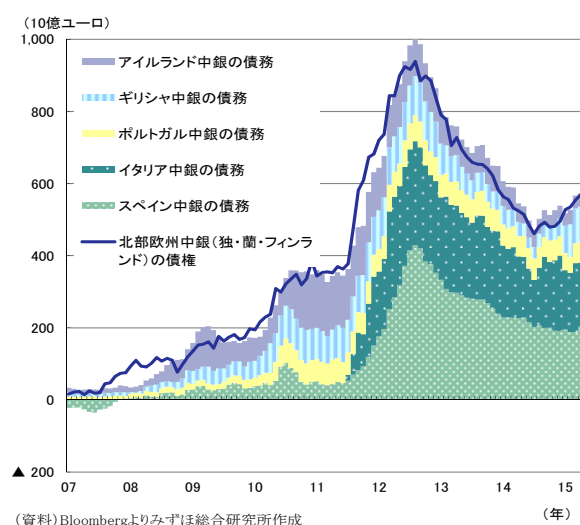
第二に、南部欧州から北部欧州への資本逃避は強まっていない。資本逃避を測る指標として、各国中銀が保有するTARGET2（汎欧州即時グロス決済システム）の資産・負債残高の推移をみると、図表4の通りとなる。TARGET2は、ユーロ圏内の資金決済の中核を担うシステムであり、そこでの欧州各中銀の資産・負債の拡大は、域内の資金移動の偏りを示している。このため、TARGET2残高の推移をみることは、域内のマネーフローを把握する上での一助となる<sup>6</sup>。債務危機後は南部欧州から北部欧州への逃避的な資金還流が強まる中で、北部欧州のTARGET2資産、南部欧州のTARGET2負債の残高は大きく拡大した。しかし、2012年以降、TARGET2の残高は縮小に転じ、資金は再び南欧に向かってきた。

足元のTARGET2の残高をみると、ギリシャでは再び中銀のTARGET2負債が増加しており、資金流出が起きていることが分かる。この背景にあるマネーフローは不明だが、例えばギリシャ銀行からの預金流出のような、国内勢による資本逃避の動きを映じている可能性がある。一方で、南欧他国のTARGET2負債の動きをみると、一時期の減少は収まっており、南欧への域内での資金回帰は停止している。しかし、現時点では、2011年頃のような急速な北部欧州への資金回帰が起きているようには見えない。

図表3 周辺国10年国債利回りの独国債利回り差



図表4 ユーロ圏各国のTARGET2資産・負債残高



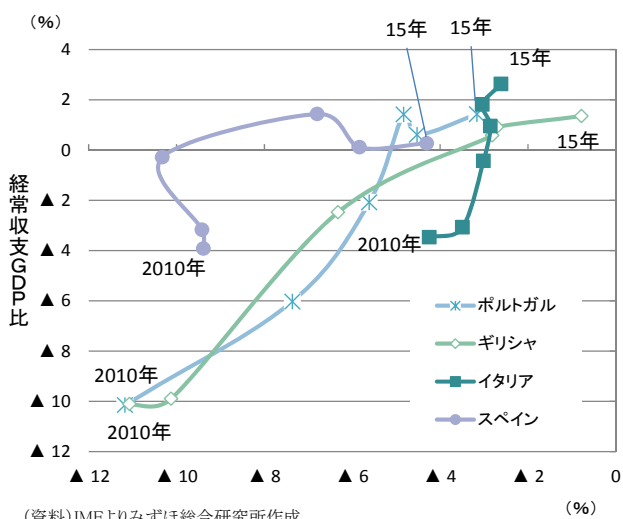
波及リスクが低下している背景には三つの理由がある。第一に、南欧諸国の財政収支、経常収支といったマクロ経済環境が改善している。図表5は、イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャの財政収支/GDP比を横軸に、経常収支/GDP比を縦軸にとり、その推移をみたものだ。4カ国いずれも、北東方向にプロットは移動しており、財政収支こそマイナスであるが、経常収支は黒字に転じている。経常黒字への転換は、債務危機やバブル崩壊によって内需が縮小した影響が大きいだが、輸出増加が寄与した面もあり、総じて危機波及の契機となったマクロ経済変数は改善していると言えよう。

第二に、ギリシャへの与信額が減少している。国際決済銀行（B I S）が発表している国際与信統計により、B I S 報告銀行のギリシャ向け与信金額の推移をみると、フランスを中心として、与信額は近年大きく減少していることが分かる（図表6）。ギリシャの危機が金融面で波及した理由のひとつには、同国への与信額が相対的に大きい国の存在があったが、現在はその点でも波及リスクは低下している。米国や英国などからのギリシャ向け与信は増加しているものの、両国の総与信規模から考えれば水準は高くは無い。

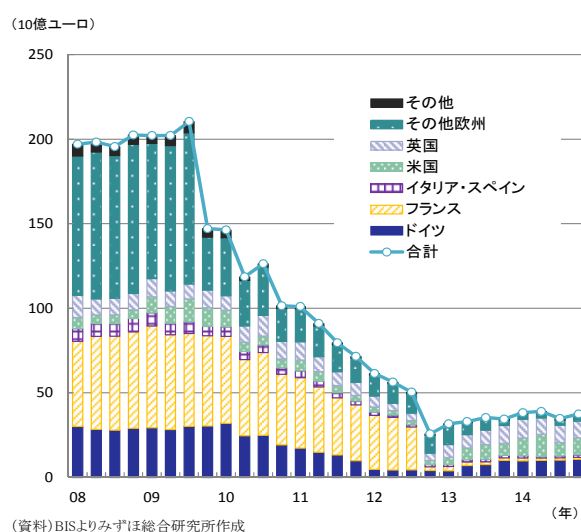
第三に、制度面でも危機対応が強まった。例えば、2012年10月には「欧州版 I M F」とも呼ばれる、E S Mが出来上がった。また、危機対応策としては、E C Bによる無制限の国債市場への介入を可能にする O M T（アウトライト・マネタリー・トランザクション）と呼ばれる仕組みが出来た。E Uは6パック、2パックと呼ばれる欧州の新指令・規則を通じて、各国財政モニタリングの仕組みを強化している。危機対応策と危機予防策が、ともに強化されたということだ。

リスクを考えるとすれば、ギリシャ政府と債権者団の間の交渉が完全に決裂し、ギリシャが無秩序なデフォルトに陥った場合に起こる、過剰な金融市場の反応であろう。足元では米国の利上げを前にした不透明感もあり、世界的に長期金利は上昇している。金融市場全体のボラティリティが高い中であって、ギリシャのデフォルトという新たなショックが加わった場合に、欧州周辺国の国債利回りが過剰な反応を示す可能性はゼロとは言えない。昨今の欧州発の金利変動が米国などとも連動している現状を併せて考えると、ギリシャ情勢の変化が米長期金利、ひいては世界の金融市場に与える影響にも警戒が必要だろう。

図表5 周辺国の財政収支と経常収支



図表6 ギリシャ向け与信額の国別推移



### 3. 警戒すべき政治面での波及リスク

経済・金融面から判じる限り、ギリシャ危機の波及リスクは弱まっている。しかし、その一方でユーロ圏の政治的な不安定性が高まっているのも事実であろう。緊縮財政による国内経済の疲弊や、高止まりする失業率といった問題が、欧州各国国民のEUや既存政党離れを引き起こし、EU懐疑的な政党が台頭している。

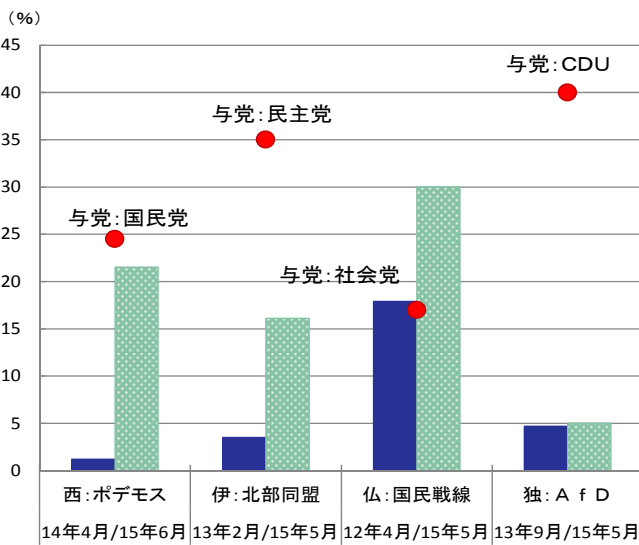
EU懐疑的な政党にとって、Grexitは「モデル・ケース」となり得るものだ。特に、万が一、ギリシャがEUを離脱してもユーロ圏に留まるといった選択肢を選び、またそれが可能であることが証明されてしまった場合、現在明確な規定がなく、不可逆的と思われていた欧州統合プロジェクトの逆行が可能であることが示されてしまう。それは、他国のEU懐疑的な政党に「ユーロ圏から離脱しても大丈夫」という道しるべを与えてしまうことにもなる。

ギリシャの現与党である急進左派連合（シリザ）だけでなく、フランスの「国民戦線」、スペインの「ポデモス」、イタリアの「北部同盟」、ドイツの「ドイツのための選択肢（AfD）」といった、EU又はユーロ懐疑的な政党の支持率は軒並み上昇している（図表7）。2014年の欧州議会選挙でも、かつてないほどEU懐疑的な政党が議席を獲得した。現在の欧州政治情勢の特徴としては、右派、左派を問わずEU懐疑派が台頭している点であろう。

2017年までの欧州の政治イベントは、図表8で示される通りだ。年内という意味では、スペイン総選挙の行方が注目される。現在支持率が高まっているポデモスは、急進的な左派政党であるという点でシリザと類似点がある。その意味で、ギリシャのデフォルトやGrexitを巡る議論の進展は、スペインの総選挙に影響を与える可能性がある。

欧州にとって、スペイン以上に危険視される政治的なリスクの波及先は、2017年大統領選挙が行われるフランスではないか。まだ先の話ながら、現時点で、フランスではEU懐疑的な右派政党である、国

図表7 EU懐疑政党と与党の支持率



(注) 仏国民戦線の支持率は大統領選挙第1回投票における12年4月のルペン党首の得票率と、15年5月の支持率調査の比較。与党はオランダ大統領の支持率。  
(資料) 各種報道等よりみずほ総合研究所作成

図表8 2017年までの主要な政治イベント

年	月	選挙等のイベント
2015年	6月	EUサミット(25・26) ギリシャ支援延長期限(30)
	10月	EUサミット(15・16)
	12月まで	スペイン議会選挙: <b>ポデモスの台頭</b> EUサミット(17・18)
	5月	スコットランド議会選挙 ロンドン市長選挙
2017年	3月	オランダ議会選挙
	4~5月	<b>フランス大統領選挙: 国民戦線の台頭</b>
	6月	フランス議会選挙
	9月まで	ドイツ連邦議会選挙
	12月まで	英国国民投票実施期限

(資料) 欧州理事会HP、各種報道等よりみずほ総合研究所作成

民戦線のルペン党首の支持率が上昇している。ユーロ圏第二の大国で、EUの推進役であり続けてきた独仏両国の一角が、万が一にも反EU路線に舵を切るようなことがあれば、それはEUの危機であろう<sup>8</sup>。EUの将来を考える上で重要な点の一つは、EUが政治的な同盟であるということだ。EUが真に危機を迎えるとすれば、政治同盟の中核をなす独仏の政治的な方向性が、決定的に相違した場合だろう。

---

<sup>1</sup> プライマリー財政収支の目標も争点の一つであったが、直近のギリシャ側提案で、ギリシャ政府は欧州委員会案に沿ったプライマリー財政収支目標（2015年は1%、2016年は2%）を提案している。しかし、債権者団側は、その裏付けとなる財政強化策の実行を疑問視している。FT報道によれば、債権者団の高官はギリシャ側の提案に対して、「次の6月までに20キロ減量すると言っておきながら、これまでと同量のチョコレートを食べ続けるようなもの」と述べたという。

<sup>2</sup> 2012年2月に合意されたギリシャ向け第二次支援プログラムのうち、現在IMFにより190億ユーロ、ユーロ圏からの融資は18億ユーロが未実行となっている。今回議論になっている支援は、IMF未実行融資（190億ユーロ）のうち第6次実行分となる35億ユーロと、ユーロ圏支援の最終融資である18億ユーロの合計53億ユーロに加えて、その後のユーロ圏財務相会合で合意された、ECB等がギリシャ国債保有により得られた2014年の利益19億ユーロの還元分（総額72億ユーロ）である。

<sup>3</sup> 6月15日付け南ドイツ新聞。

<sup>4</sup> ECB等保有国債の利益還元は、ギリシャの置かれた厳しい状況に鑑み、2012年11月のユーロ圏財務相会合において合意された特別措置。ECBによる証券市場プログラムの保有分と、各国中銀が裁量の中で投資目的で保有する部分に分かれ、総額では約270億ユーロに達する。IMFによれば、このうちギリシャ国債価格の上昇による利益は2014～16年で、各19、15、11億ユーロの合計45億ユーロあるとされている。

<sup>5</sup> ギリシャ国民のEU残留への支持率は7～8割程度と高く、EU離脱はシリザにとっても選択肢とはなりにくい。しかし、筆者が5月末に欧州に出張した際には、一部識者からギリシャは早晩ユーロ圏を離脱するとの見通しを耳にした。

<sup>6</sup> 例えば、スペインからドイツに何らかの形で資金移動が行われた場合、最終的な資金決済はドイツ連銀とスペイン中銀の間のTARGET2勘定の変化を通じて行われる。具体的には、ドイツ連銀の資産、スペイン中銀の負債がそれぞれ増加することで調整される。この収支尻は中銀間の貸し借り関係であり、ネットアウトされることはないが、リーマンショックまではこの残高は概ねゼロであった。例えば、ドイツが自動車をスペインに輸出してその決済代金がスペインからドイツに流れたとしても、その資金が今度は例えば銀行融資としてドイツからスペインに還流するため、TARGET2の残高はゼロのままだった。しかし、債務危機後はドイツからスペインへの投資が起らず、逃避的なスペインからドイツへの資金移動が起きたために、ドイツ、スペイン各中銀のTARGET2資産、負債の残高は共に拡大した。

<sup>7</sup> AfDは、EUについては賛成しているが、経済通貨同盟（ユーロ）には反対している。

<sup>8</sup> もっとも、現時点での世論調査に基づけば、ルペン党首は大統領選挙の決選投票に残ったとしても、最終的には勝利できない可能性が高い。