

交渉決裂で高まる Grexit のリスク

ギリシャ支援協議の現状と展望

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

- ギリシャ政府と債権者団の間の支援協議が決裂した。ギリシャ政府は、債権者団の提案した緊縮策の受け入れを拒絶した。ツィプラス首相は、緊縮策受け入れの是非を問う国民投票実施を発表した。
- 国民投票で緊縮策の受け入れが否決された場合、Grexitのリスクが高まる。欧州中央銀行（ECB）による流動性支援（ELA）停止の可能性が高まるためである。
- 29日の金融市場では、欧州周辺国の国債利回りが上昇したが、今のところ影響は限定的である。国民投票で支援受け入れが拒絶された場合は、金融市場の過剰反応に警戒が必要であろう。

1. ギリシャ政府と債権者団の支援協議が決裂

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）との間の支援協議が決裂し、同国のデフォルトやEU又はユーロ圏からの離脱（Grexit）の可能性が高まっている。ギリシャ政府が、債権者団が提案した緊縮策の受け入れを拒絶したためである。ユーロ圏財務相会合（6/27）の直前、ツィプラス首相は、緊縮策受け入れの是非を問う国民投票の実施を発表した（図表1）。国民投票の実施は、ギリシャ議会では多数を得て承認された。投票は、7月5日に実施される予定である。国民投票の文言は既に決まっており、要約すれば「債権者団の提案を受け入れるか否か」を問うものとなる¹。ツィプラス首相は、国民投票実施を表明することで債権者団側に妥協を迫ると同時に、緊縮策を受け入れる場合でも「国民の意思」という錦の御旗を示すことで国内の緊縮反対派を抑え込み、協議を進めることが出来ると考えたのではない。

一方、ECBはギリシャ国内銀行への緊急流動性支援（ELA）の増額を見送った（6/28）。ECBは、ELAの増額停止の理由として、ギリシャ政府による国民投票実施と交渉停止を挙げている。現在、預金流出が続く中でギリシャの国内銀行は資金繰りをELAに依存しており（次頁図表2）、ECBがELAを停止すれば、ギリシャ国内銀行は破たんのリスクが高まる。今回、ECBが

図表1 ギリシャ協議の動き（6/26～6/28）

6月26日	ツィプラス首相が国民投票の実施を表明。支援協議の国民投票終了までの延長を要請。
6月27日	ユーロ圏財務相会合で、6月30日から国民投票終了までの支援延長を拒否。 ギリシャ議会が7月5日の国民投票実施を承認。
6月28日	ECBが緊急流動性支援の増額を見送り。 ギリシャ政府が29日からの資本規制と銀行休業を発表。

（資料）各種報道等よりみずほ総合研究所作成

既存のE L A（890億ユーロ）を継続したことで、ギリシャ国内銀行は破たんを免れてはいるが、追加的な資本流出には耐えられない状況だ。そのため、ギリシャ政府は、6月29日より銀行の休業、株式市場の休場、並びに資本規制の導入を発表した。銀行休業は7月6日までとされた。株式市場については、「少なくとも1週間程度は休場になるのではないか」との報道がなされている。資本規制としては、預金引き出し制限（1日60ユーロまで）や、海外送金の禁止等が発表されている。

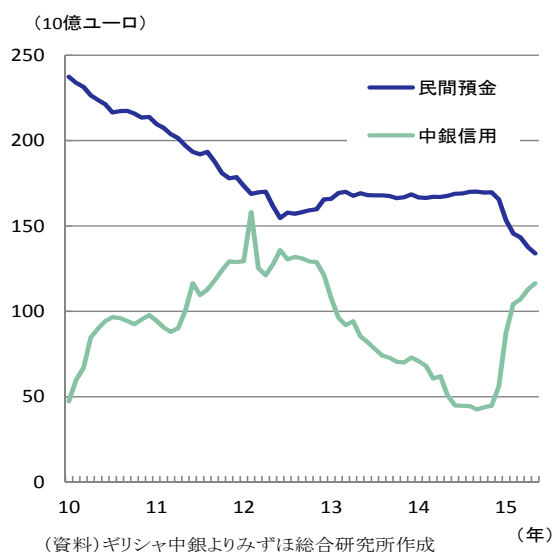
2. 国民投票の結果がNOとなれば、Grexitが現実味を帯びることに

今後のスケジュールは、図表3の通りである。目先の最大の注目点は、緊縮策受け入れの是非を問う国民投票の結果である。6月30日に予定されているIMFへの返済は、支払えないことがほぼ間違いない情勢だ。しかし、IMFへの返済遅延自体は、Grexitの引き金とはならないだろう。より重要な点は、国民投票がNO（緊縮策の拒絶）となった時に、ECBがE L Aについて如何に判断するかである。国民投票の結果、緊縮策の受け入れが拒絶された場合、Grexitのリスクが高まる。緊縮策の受け入れ拒絶は、今後の交渉を閉ざすものとなり、ECBがE L Aを停止する可能性があるためだ。

その場合、考えられるGrexitのシナリオは以下の通りだ。ECBがE L Aを停止した場合、ギリシャの国内金融機関は資金繰りが続かなくなり、ギリシャ政府、及び中央銀行は、金融機関を救済するための資金をねん出する必要がある。そのため、ギリシャ政府は政府借用証書（IOU）などを発行し、国内の年金支払いや公務員給与をIOUで行うことになる。その結果、IOUの流通市場が出来れば、国内で二つの通貨が流通する二重通貨制への第一歩となる。IOUは、発行元であるギリシャ政府の信用力が低いため、額面よりも低い価値で取引され、インフレと銀行預金の更なる流出をもたらす。金融機関の資金繰りは厳しさを増し、ギリシャ政府は、最終的にはIOUを新通貨に置き換え、ユーロ圏を離脱する方向に向かわざるを得なくなる。

一方で、国民投票で緊縮策の受け入れが決まった場合、ギリシャ政府は債権者団との新たな交渉に向かうことになる。ギリシャ紙が行った緊縮策の受け入れに関する世論調査によれば、受け入れ容

図表2 ギリシャ国内銀行の中銀信用と預金残高



図表3 今後の主要なスケジュール

期日	予定	債務返済額 (億ユーロ)
6月30日	IMF融資期日	15.0
	第2次支援プログラム終了	
7月1日	ECB定例理事会(非金融政策)	
7月5日	国民投票実施	
7月10日	短期国債償還	20.0
7月13日	IMF融資期日	4.5
7月16日	ECB定例理事会(金融政策)	
7月17日	短期国債償還	10.0
7月20日	中長期国債償還	34.8
8月5日	ECB定例理事会(非金融政策)	
8月7日	短期国債償還	10.0
8月14日	短期国債償還	14.0
8月20日	中長期国債償還	31.9

(資料) Wall Street Journal, ECB等よりみずほ総合研究所作成

認の支持率は、拒絶の支持率を上回っている模様だ²（図表4）。本調査はツイプラス首相が、国民投票の実施を表明する前に行われたものであり、状況は変わり得る。しかし、国民投票で事前調査が示すとおり結果となれば、ギリシャ政府は債権者団の要求を受け入れることになり、E L Aが継続されることになるだろう。なお、これまでの第2次支援プログラムは6月30日時点で終了しているため、その場合は、債権者団の最終提案をベースにした第3次支援プログラムが組まれる可能性がある³。

こうした最も波乱の少ない見通しにおいても、不安は燻る。緊縮策の受け入れとなった場合、シリザ内部の反対派が政権を離脱する可能性がある。その場合は、解散総選挙や、野党との大連立などによる政治的混乱が懸念される。

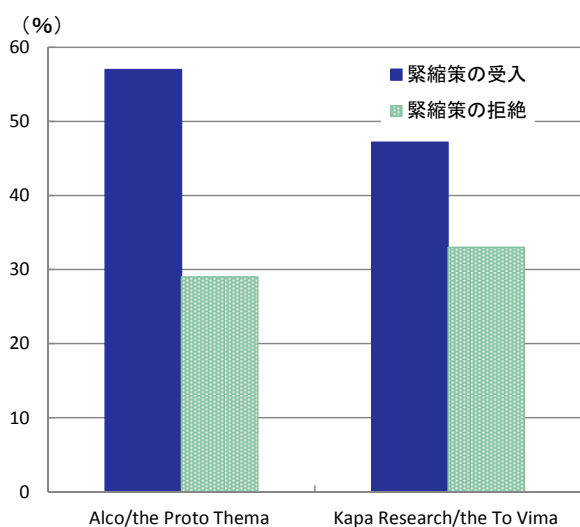
3. 金融市場への波及について

週明け29日の欧州市場は、全面的な株安、周辺国債利回りの上昇、主要国債利回りの低下となった。29日の欧州各国債利回りの前日比変化幅は、図表5に示すとおりである。為替市場ではユーロが対ドルで下落した後に反転上昇して引けている。国民投票での緊縮受け入れへの期待から、今のところ、市場の反応は限定的なものに止まっていると言えそうだ。しかし、5日の国民投票において、緊縮策の受け入れ拒否が決定した場合は、ギリシャのユーロ圏離脱が現実味を帯びたと判断され、周辺国の金利上昇と「質への逃避」による主要国の金利低下が加速する可能性がある。

2011年～2012年頃との比較において、ギリシャ危機の波及リスクは低下している。イタリア、スペイン、ポルトガルといった各国のマクロ経済環境は改善しており、金融機関のギリシャ向け与信額も減少している。EUの危機の安全網である金融安定メカニズム（E S M）やE C Bによる国債購入の仕組みを考えても、2011年～2012年のような周辺国への本格的な波及が起こるとは考えづらい。

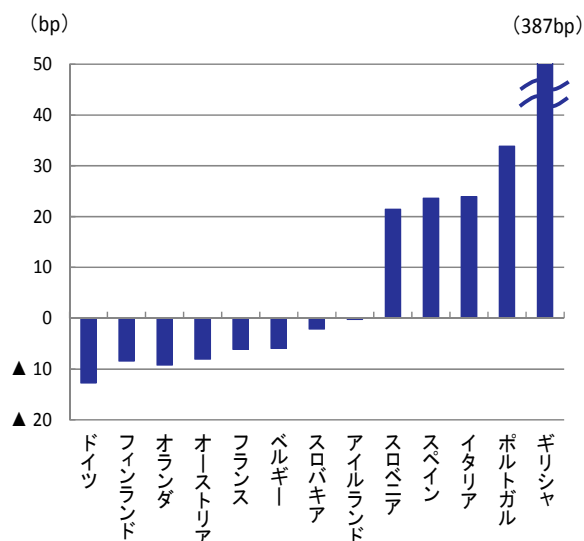
しかし、国民投票の否決に対して、金融市場が過剰に反応するリスクは残る。金融市場全体のボラティリティが高い中であって、特に欧州周辺国の国債利回りが過剰な反応を示す可能性はゼロとは言えない。ギリシャ情勢の変化が世界の金融市場に与える影響にも警戒が必要だろう。

図表4 緊縮策の受入に関する世論調査



(注) 調査はいずれも国民投票のアナウンス前に実施されている。
 (資料) AlcoKapa Research、ロイター報道よりみずほ総合研究所作成

図表5 ユーロ圏国債市場の値動き（前日差、6月29日）



(注) 10年国債利回り
 (資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

¹ 国民投票の文言には、「欧州委員会、欧州中央銀行、国際通貨基金が 2015 年 6 月 25 日のユーログループ会合で提案した合意案は受け入れられるべきか？」とある。合意案とは債権者団が提示した緊縮策を指しており、「YES」への投票は緊縮策受け入れ、「NO」への投票は緊縮策拒絶、ということになる。

² 緊縮策の受け入れにギリシャ国民が傾いている背景には、緊縮策拒絶がユーロ圏離脱に繋がると考えているためとみられる。ギリシャ国民は、ユーロ圏からの離脱には反対している。

³ ロイター報道によれば、独政府報道官は定例会見の中で、「メルケル首相は、ツイプラス首相が真に望むのであれば再協議の準備が出来ている」と述べている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。