

ギリシャ問題は信用危機から流動性危機へ

＜要旨＞

ギリシャ政府の債務不履行(デフォルト)懸念は銀行の預金流出を招き、銀行はユーロ圏の通常の資金供給手段から締め出されつつあり緊急流動性支援(ELA)に資金繰りを依存している。棚上げされている第二次金融支援の残額 72 億ユーロだけでは8月の債務償還を賄えず、さらなる追加支援策を早急にまとめデフォルト懸念を払拭して預金流出に歯止めをかけることが望まれる。

現時点では周辺国に悪影響は見られないが、万一デフォルトとなれば不確実性やリスクオフの動きが高まりユーロ安や長期金利急上昇、短期資金市場の機能不全等の悪影響が一時的にせよ周辺国に波及する懸念がある。

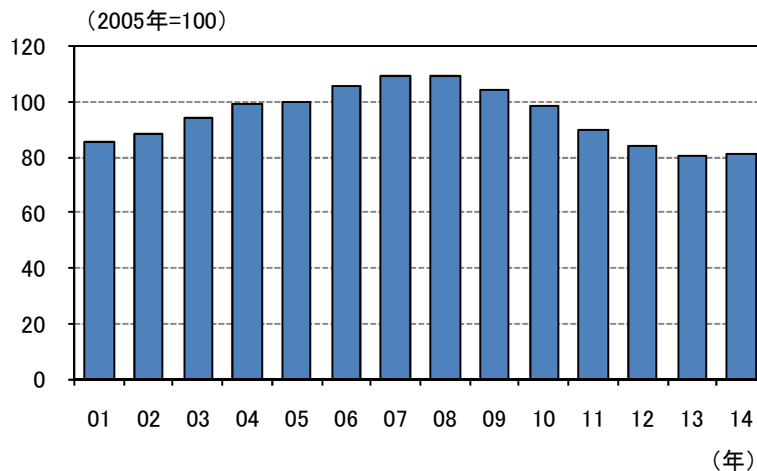
支援協議がまとまり8月の債務償還を乗り切ってもそれでギリシャの債務問題が終わるわけではなく、国債市場復帰を果たすまでは支援を巡るギリシャ政府とEU・IMF 等との間の不協和音から資金繰り不安が今後も起こり得ると覚悟する必要があるだろう。

2009 年末にギリシャの財政数値改ざんが発覚してから 6 年が経過した。その間に 2010 年の第一次金融支援、2012 年の債務再編と第二次金融支援を経たが、ギリシャの債務問題は未だ収束しない。ギリシャ債務問題は信用リスクから流動性(資金繰り)リスクに焦点が移りつつある。その経緯と現状を再整理し、今後の展望について考察する。

1. ユーロ離脱有無を問わず構造改革は必要

ギリシャ経済は実質ベースで見ると 2007 年のピーク時の4分の3まで縮小し、同国の 21 世紀初頭は「失われた 15 年」になりつつある(図表1)。

図表1 ギリシャの実質 GDP

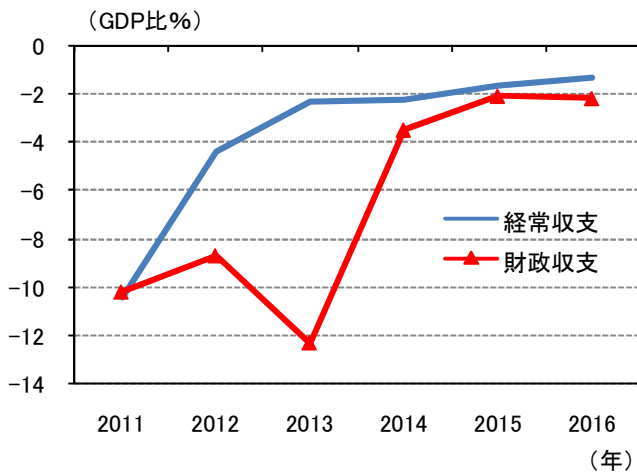


(資料)Eurostat、CEIC

金融支援の条件として課された年金削減や労働市場改革などの緊縮策に対するギリシャ国民の反発は自然だが、同国の資金繰りは海外の公的支援に依存しており、好むと好まざるとにかかわらず構造改革は続けざるを得ない。何故なら財政収支と経常収支の「双子の赤字」の資金フローの状況では名目 GDP の 1.8 倍の政府債務(ストック)を国内で消化することは不可能であるにもかかわらず、海外投資家向け国債の市場発行が出来ない状況にあるからである(図表2・3)。

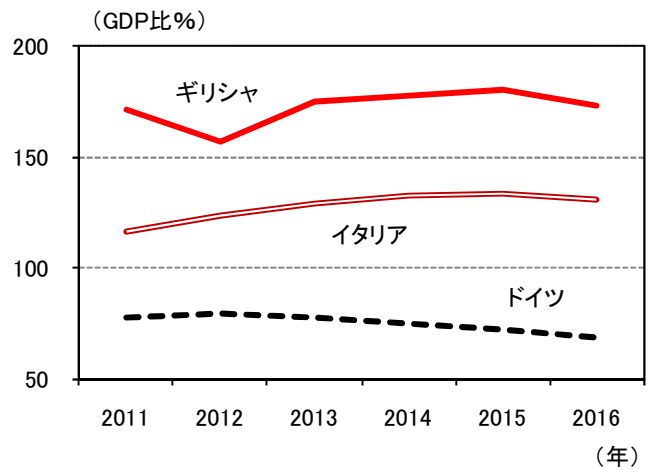
欧州委員会の春季経済予測では 2015 年のギリシャの財政赤字は名目 GDP 比▲2.1%であり 2013 年の▲12%からは大きく改善したものの、資金繰り不安が経済の足枷となり税収が落ち込み財政赤字が予測よりも拡大する可能性もある。実際に 2015 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は▲0.2%(季調済前期比)で2期連続のマイナス成長となり、ユーロ圏全体としては経済が回復基調にある中でギリシャ経済の落ち込みが目立つ。

図表2 財政収支・経常収支の実績・予測



(資料) 欧州委員会経済予測(2015年春季)

図表3 政府債務残高の実績・予測



(資料) 欧州委員会経済予測(2015年春季)

また、ギリシャの旅行収支を見る限り観光需要は健在であるが、万ユーロ離脱となり経済の混乱から治安がさらに悪化すれば、数少ない強みである観光収入すら失いかねない等、同国にとって離脱のコストははかり知れない。ギリシャのユーロ離脱を意味する「Grexit」なる造語もあるが、ギリシャ国民の大半は緊縮策には反発しつつもユーロ残留を望んでいるとされる。しかし同国政府は、国民に対して構造改革の苦労はユーロ圏内でするのが建設的との説得をせず、逆に EU・IMF 等の関係諸機関に対して選挙公約を盾に年金削減や労働市場改革の履行を拒んでおり、関係諸機関との協議がまとまる目途がたたないまま第二次金融支援期限の 2015 年6月末が迫りつつある。

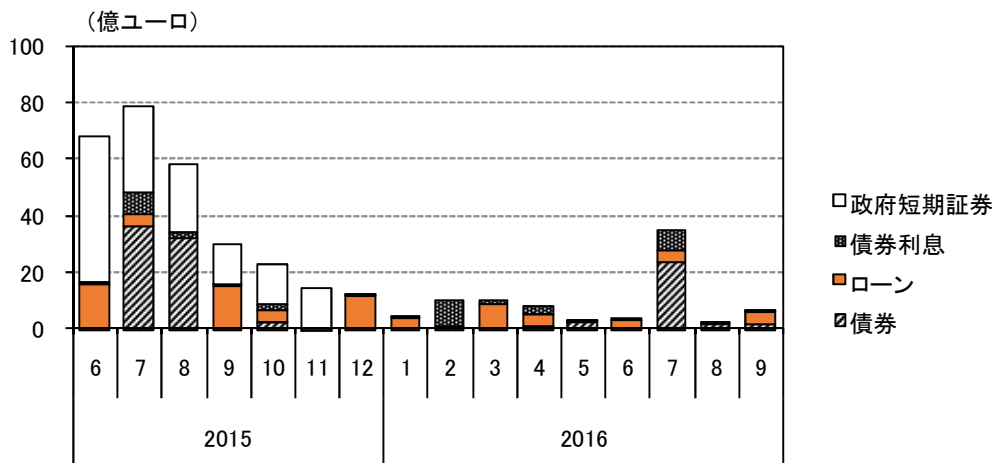
2. 資金繰り不安は夏場も続く

ギリシャ政府の資金繰りを巡り現在問題となっているのは、第二次金融支援の分割実行の最終分 72 億ユーロの実行可否であるが、資金繰り不安はそれだけでは収束しない。ギリシャ政府の資金繰り不安はギリシャ国内銀行の預金流出を招き、政府(ソブリン)の資金繰り不安と銀行の資金繰り不安の負の連鎖を引き起こしており、国内銀行はユーロ圏の通常の資金供給オペレーション

から締め出されつつある。ギリシャ政府の長期債務(ローン、債券)と短期債務(政府短期証券)各々の資金繰り状況、そして短期債務(政府短期証券)の借換えと密接に関連する国内銀行の資金繰り状況について次にみていく。

第一に長期債務(ローン、債券)であるが、2015年6～7月に65億ユーロ、8月に34億ユーロの元利償還が予定されており、第二次金融支援の最終分72億ユーロだけでは8月分の償還資金を捻出出来ないと見られる(図表4)。各種報道によれば、ギリシャ政府は5月半ばのIMFローン返済資金をIMFの特別引出権(SDR)取り崩しにて捻出したり、地方政府の予備資金を中銀に移管する法的措置をとる等、資金確保に向けあらゆる手段をとっているようである。しかし、SDRは一月以内には補填しなければならず、また地方政府の多くは予備資金の拠出に反発し中銀移管も順調ではなく、これらに公務員給与や年金等の国内支払いの存在を重ね合わせれば政府の資金繰りに余裕はないものと推定される。72億ユーロの支援実行後に速やかに追加支援の協議がまとまらなければ7月末から8月上旬にかけて再びギリシャ政府の資金繰り不安が市場の注目を浴びることとなる。なお、2012年の債務再編を経て償還期限が近い債務はIMF等の公的部門が主たる保有者であるが、一部は民間が保有しておりその中には7月に償還を迎える円建サムライ債もある。

図表4 ギリシャの債務償還スケジュール



(資料) Bloomberg (2015年5月18日時点)

第二に短期債務(政府短期証券)であるが、主たる保有者とみられるギリシャ国内銀行では預金流出が加速しており、2015年6～8月に予定される106億ユーロの借換えがスムーズに進むかどうかはギリシャ国内銀行に対する緊急流動性支援(ELA)の継続と増額を欧州中銀(ECB)が今後も認めるか次第である。ELAとは、支払い能力のある銀行が一時的な流動性の問題に直面している時に、ECB承認の下で当該國中銀のリスク負担にて実施する中銀貸出である。

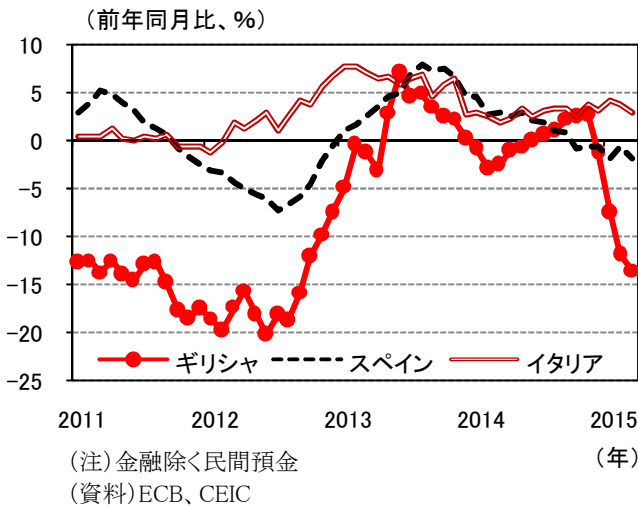
まずギリシャ国内銀行の資金繰り状況をみると、2015年3月末の民間預金残高は2014年末から213億ユーロ(14%)減少し、ギリシャ中銀への資金調達依存度が急上昇している。銀行の資金繰りも逼迫しており政府短期証券の借換えに応じるのは容易ではない(次頁図表5、6)。

次に中銀貸出の中身をみると、2015年に入り通常の資金供給オペレーション(リファイナンスングオペレーション)からELAにシフトしている。このシフトは2015年2月にECBがリファイナンス

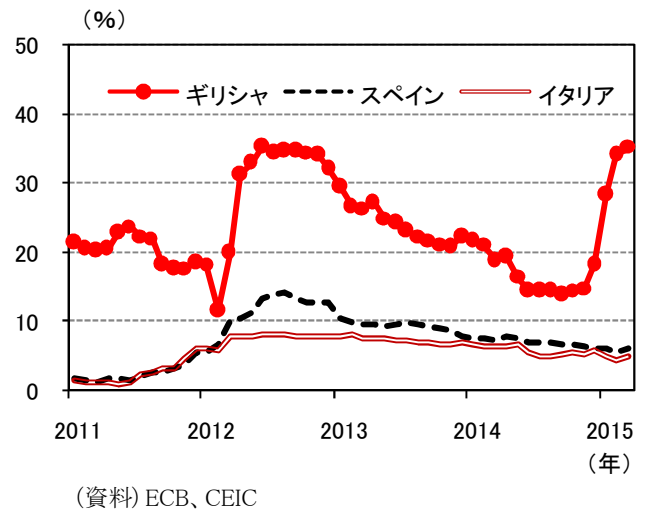
グオペレーションの適格担保要件におけるギリシャ国債の例外措置を停止し、ギリシャ国内銀行がユーロ圏の通常の資金供給オペレーションの枠組みから事実上締め出されつつあることを表している(図表7)。

なお、ギリシャ中銀の国内銀行向け資金供給が急増するに連れて、ユーロ決済システムの各国中銀間貸借勘定(ターゲット2勘定)に対するギリシャ中銀のネット債務も急増している(図表8)。

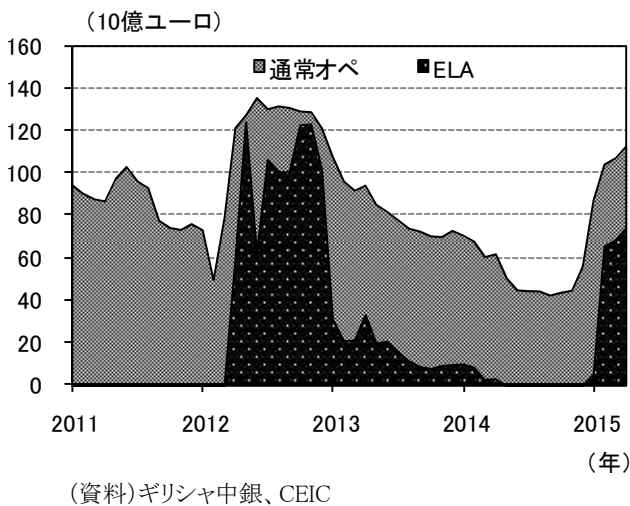
図表5 預金残高



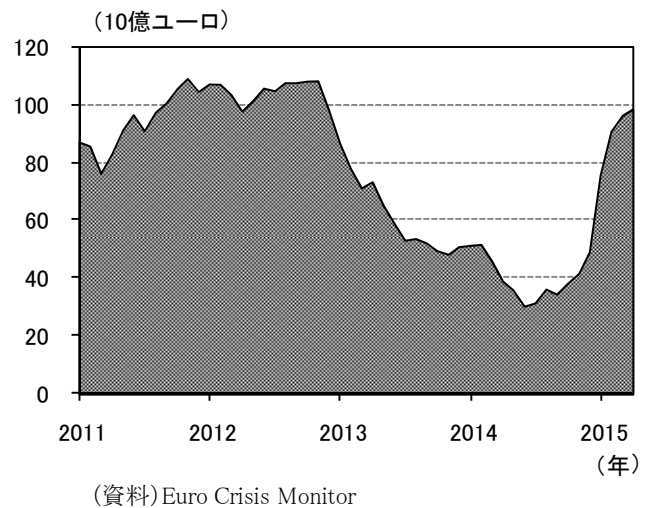
図表6 中銀調達依存度



図表7 ギリシャ中銀による資金供給



図表8 ギリシャ中銀のターゲット2勘定債務



長期債務と短期債務相互の関係は次のようにまとめられる。仮に支援協議がまとまらずギリシャ政府の長期債務が債務不履行(デフォルト)に陥れば、短期債務(政府短期証券)を担保としたELAも継続出来なくなり銀行危機が連鎖し、預金封鎖・資本規制等の措置が取られよう。逆に、支援協議の途上でECBがELAの担保要件を厳格化し短期債務(政府短期証券)が先にデフォルトする可能性は低いと見るが、預金流出がさらに加速すればELAではカバー出来ない事態もあり得ることから、早急に支援協議をまとめ長期債務償還の目途を立て資金繰り不安を払拭し、預金流

出に歯止めをかけることが望まれる。

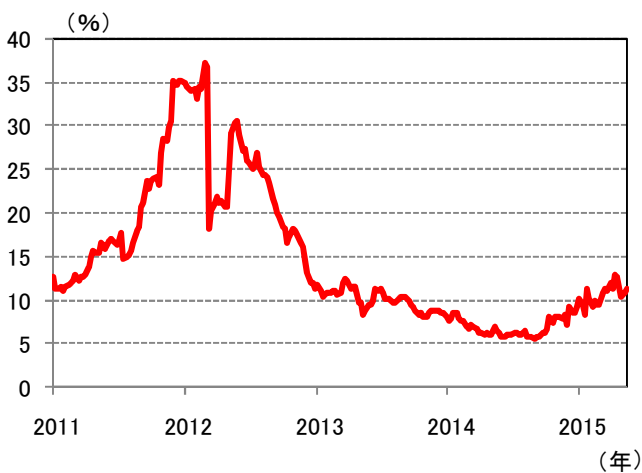
ギリシャは2012年にも国内銀行の資金繰りをELAに依存する事態を経験したが、ECBは担保に代えてギリシャ政府の保証にてELA実施を認めたとされる。しかしながら今回のELAは有担保とみられ、預金流出の規模に応じて無制限にELAを増額することは出来ないと考えられる。支援協議が長期化し預金流出がさらに加速すれば、銀行デフォルトが先に発生し政府のデフォルトに繋がるという逆方向の負の連鎖もあり得る点は注意が必要である。

3. 今後の展望

今後の展望を考える上では、仮にギリシャが債務不履行(デフォルト)に陥った時の周辺国への影響をどう見積もるかも関係してくる。一国の「個別リスク」とユーロ圏の「システミックリスク」が同時発生の際は「システミックリスク」への対応が優先し、「個別リスク」の単独発生時とはEU・IMF等の関係諸機関の対応策が異なることがあり得るからである。

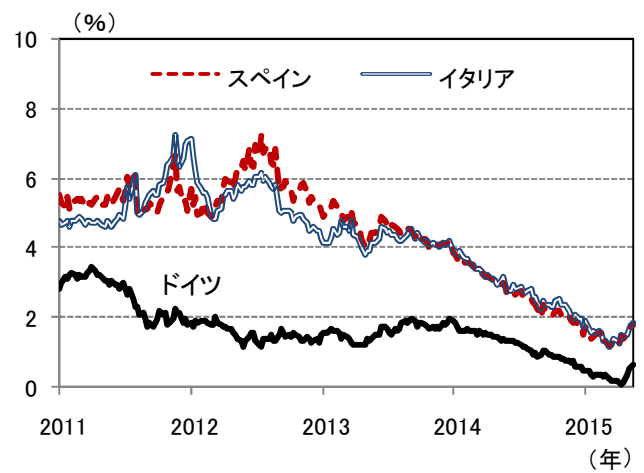
周辺国の中で財政に不安を抱えているイタリア・スペイン(ユーロ圏GDP第3・4位)をみると、現時点では悪影響の顕在化は見られない。具体的にはギリシャの銀行の資金繰りが逼迫しているのに対してイタリア・スペインの銀行預金動向や中銀調達依存度からは資金繰り逼迫の兆しは認められず(前掲図表5、6)、またギリシャの長期金利は2014年末と比較して2ポイント強上昇し11%を超える水準にあるのに対してイタリア・スペインの長期金利は最近の日米欧の長期金利上昇の流れを受け4月下旬を底に上昇しているものの2014年末比ではほぼ横ばいである(図表9、10)。

図表9 ギリシャ10年債利回り



(資料) Bloomberg

図表10 各国10年債利回り



(資料) Bloomberg

この背景としては2011～12年のユーロ債務危機時と異なり、①欧州安定メカニズム(ESM)やECBによる国債買い切りオペ(OMT)等の危機管理策が整備されたこと、②ECBの量的緩和策による国債購入(ギリシャ国債は対象外)が長期金利抑制、銀行資金繰り緩和に寄与していると考えられること、③2015年第1四半期の実質GDP成長率がギリシャの▲0.2%に対してイタリアは+0.3%、スペインは+0.9%(季調済前期比)と経済が回復基調にあることがあげられよう。

ギリシャ向け追加支援協議がまとまれば周辺国への波及はこのまま回避されよう。しかし、ギリシ

がデフォルトに陥れば、明示的な政府債務の処理に加えて図表8でみたターゲット2勘定のギリシャ中銀債務の処理問題も出ること、ユーロ圏各国の財政負担を巡り不確実性やリスクオフの動きが高まり、ユーロ安や一部諸国の長期金利急上昇、そして短期資金市場の機能不全等の悪影響が一時的にせよ顕在化する懸念もある。

係るユーロ圏の「システミックリスク」顕在化の懸念に対してEU・IMF等の関係諸機関が、ユーロ債務危機時に構築されたESMやOMT等の危機管理策にて早期に対応可能と考えるならば、ギリシャのデフォルトは現実的選択肢となり得るのではないかと。つまり関係諸機関はギリシャのデフォルト回避を目指すものの、ギリシャの債務問題という「個別リスク」に対してギリシャ政府が年金削減や労働市場改革等の争点で最後まで譲歩しなければデフォルトもやむなしという立場で、周辺国の銀行預金動向や長期金利の動きも注視しつつぎりぎりの判断をしていくこととなる。

今回、第二次金融支援の最終分72億ユーロと、さらなる追加支援の協議がまとまり夏場の債務償還を乗り切ったとしても、それでギリシャ債務問題が終わるわけではない。ギリシャが国債市場復帰を果たし支援を「卒業」するまでは、支援を巡るギリシャ政府と関係諸機関の不協和音に起因する資金繰り不安が今後も起こり得ると覚悟する必要があるだろう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。