

緊縮拒絶の国民投票、今後の行方

ギリシャ情勢アップデート

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

- ギリシャで7月5日に行われた国民投票では、債権者団が提案した緊縮策を拒絶する割合が61.31%と、緊縮策受け入れの割合（38.69%）を大きく上回った。
- 緊縮策の拒絶により、Grexitのリスクは高まった。ギリシャ政府と債権者団の交渉が再開されるが、交渉は難航が予想される。本日のECBの緊急流動性支援に関する判断が注目される。
- 債権者団、ギリシャ政府共にGrexitは望んでいない。しかし、交渉が長期化すればするほど、Grexitの蓋然性が高まってくることは避けられない。

1. ギリシャ国民は緊縮拒絶を選択

7月5日、ギリシャでは欧州委員会、欧州中央銀行（ECB）、国際通貨基金（IMF）、ユーロ圏各国からなる債権者団（以下債権者団）が提案する緊縮策受け入れの是非を問う国民投票が実施された。ギリシャ内務省によれば、NO（＝緊縮策の拒絶）が61.31%と、YES（＝同容認）38.69%を大差で上回った模様だ。ツイプラス首相が主張していた「緊縮反対の結果がギリシャ政府の交渉力を高める」といった主張を国民が支持した形だ。今回の結果を受けて、ギリシャの欧州連合（EU）又はユーロ圏からの離脱（Grexit）の可能性が高まった。

ツイプラス首相はオランダ仏大統領と電話会談を行うなど、債権者団との交渉を再開した模様だ。しかし、交渉は難航が予想される。現時点での、債権者団提案（6/26時点）とギリシャ案（7/1時点、債権者団提案への反対提案）の相違点は次頁図表1の通りである。国民投票で債権者団が提案する緊縮策への反対が可決されてしまった以上、ギリシャ側からの妥協は想定しづらい。従って、合意には債権者団が譲歩する必要があるが、今のところ債権者団も妥協の姿勢を示していない。

ギリシャ政府が要求している「既存債務の欧州安定メカニズム（ESM）融資への切り替え」などの債務再編にユーロ圏首脳がどのように回答するかも注目される。ギリシャ政府は、6月30日にESM理事会のダイセルブルーム理事長（ユーログループ議長）に宛てた書簡の中で、2年間の新たな融資プログラムにより、既存の欧州金融安定ファシリティー（EFSF）融資の再編（restructuring）と再構成（reprofiling）を要請している。IMFは最近の債務持続性分析（DSA）の中で、プライマリー・バランスの改善の遅れや、実質GDP成長率の回復が遅れた場合、500億ユーロ規模の債務削減が必要になるとの報告を行っている¹。これは債務へアカット（債務残高の削減）を意味するが、IMF分析の発表にユーロ圏各国が難色を示したとも言われている。

2. ECBの流動性支援の判断にまず注目

今後は、国民投票の結果を受けたユーロ圏首脳や当局者の対応が注目される(次頁図表2)。6日に、メルケル独首相はオランド仏大統領と緊急首脳会談を、同日ECBは臨時政策理事会を開催、ユンケル欧州委員長も各国首脳、ユーログループ議長、ECB総裁と電話会議を開催する予定だ。また、翌7日の18:00から緊急ユーロ圏サミットが開催される。

まず注目されるのは、本日のECB臨時政策理事会において、同行がギリシャ国内銀行に対する緊急流動性支援(ELA)の枠組みを変更するかどうかであろう。これまでの預金流出の結果、ギリシャの国内銀行は資金繰りをELAに依存している(次頁図表3)。ECBがELAの供給(現在890億ユーロ)を減らせば、ギリシャ国内銀行は破たんのリスクが高まる。ELAのヘアカット(担保価値の切り下げ)率が引き上げられた場合には、1ユーロの担保で中央銀行から調達できる金額が減ることになる。実質的には流動性支援の減額と同じ効果を持ち、資本規制により預金流出が抑えられたとしても国内銀行は破たんの可能性が高まることとなろう。しかし、独仏や欧州委員会の間でギリシャへのスタンスには温度差もあり、本日の独仏首脳会合や明日のユーロ圏臨時首脳会合を前に、ECBはELAの据え置きを決める可能性が高いのではないかと見られる。

国内銀行の破たんは、Grexitに繋がるリスクを秘めている。そのシナリオは以下の通りである。ECBがELA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、国内の年金給付や公務員給与の支払をIOUで行うことになる。その結果、IOUの流通市場が形成されれば、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。発行元であるギリシャ政府の信用力が低いため、IOUは額面よりも低い価値で取引

図表1 債権者団提案(6/26)とギリシャ政府の反対提案(7/1)

項目	債権者団提案の主な内容	ギリシャ政府の変更要請(6/30時点)
(1) 2015年度補正予算と2016-19年中期計画	7月1日より補正予算。2016年~18年の財政収支GDP比は、各+1、+2、+3、+3.5%へ。	なし(受け入れ)
(2) VAT改革	VATの標準税率は23%(レストラン等含む)、食品等の軽減税率13%、医薬品等の軽減税率6%。全国一律。	離島への30%軽減税率を維持
(3) 財政構造改革	法人税率を26→28%へ。所得税逃れ防止、燃料補助金等の廃止。税逃れ阻止のための立法、所得税控除手続きの簡素化など。	国防費歳出上限の削減(2016年2億ユーロ、2017年4億ユーロ)
(4) 年金改革	年金支出の削減。早期退職ペナルティの強化、法定退職年齢の67歳(40年保険料支払いなら62歳)への引き上げを2022年までに実施。補助年金(EAKS)の漸進的な撤廃。但し、上位20%の受給者は直ちに実施。その他、負担と給付の関係性を高めるような追加改革を2015年10月末までに法制化、16年1月より実施する。	年金改革の実施時期の後ずらし。上位20%受益者の早期実施は行わない。
(5) 行政、司法、腐敗対策	公務員統一賃金の導入。休暇など非賃金ベネフィットの統一。統計局のガバナンス強化。腐敗防止プランの改定。	なし(受け入れ)
(6) 税制改革	独立歳入庁の設立。給与・年金差押えの25%上限の撤廃(最低生活水準は確保)。燃料密輸、課税逃れ対策の強化。電子取引の促進。	なし(受け入れ)
(7) 金融部門	法人、個人の破産法の改定。金融機関の民営化と持続的運用モデルの構築を目指した包括的な金融システム改革。	なし(受け入れ)
(8) 労働市場	最低賃金水準、集団解雇規定、ストライキ、集団交渉など既存枠組みの検証を開始。全ての枠組みはEC/ECB/IMFの合意によってのみ変更できる。	新しい枠組みは2015年秋に法制化
(9) 生産市場	遅延しているOECD競争評価ツールキットの推奨事項を実施。官僚的しがらみの低減、電力市場改革など。	OECD提言に基づく特定分野の自由化実施
(10) 民営化	既存の民営化プロセスの完了。政府ならびにギリシャ資産開発基金(HRADF)はピレウス、テッサロニキ両港の入札日を2015年10月までに決める。	なし(受け入れ)

(資料)欧州委員会、ギリシャ政府よりみずほ総合研究所作成

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IOUを新通貨に置き換え、ユーロ圏を離脱する²方向に向かわざるを得なくなる。

6日午前の東京市場では、国民投票の結果を受け、「リスク・オフ」モードが強まった。株式市場は1%強の下落、為替市場では「質への逃避」に伴う円高と、ユーロ安が進んでいる。本日の欧州市場でも株価下落、欧州周辺国債利回りの上昇とドイツ国債利回りの低下などが予想される。

現時点で問題解決の糸口は見えておらず、ギリシャの債務危機は重大な節目を迎えている。ただ、ギリシャの政権与党であるシリザ、ユーロ圏各国、そして何よりギリシャ国民といった全ての当事者は、Grexitを望んでいるわけではない。ギリシャ、ユーロ圏双方にとって、Grexitの経済的・政治的コストは大きいからだ³。したがって、Grexit回避に向けた協議が今後も続くことになろうが、交渉が長期化するほど上述したGrexitシナリオの蓋然性が高まってくる。周辺諸国への不安の波及を避けるため、ECBが何らかの形で国債買入れを増額させるなどの対応を迫られる可能性もあろう。

¹ IMFは、例として第一次支援として2010年に行った二国間融資の残額（531億ユーロ）の全額削減を挙げている。

² 現在、EUにはEU離脱の規定はあるが、ユーロ圏離脱の規定はない。そのため、ユーロ圏離脱はそのままEU離脱とみなされる可能性がある。

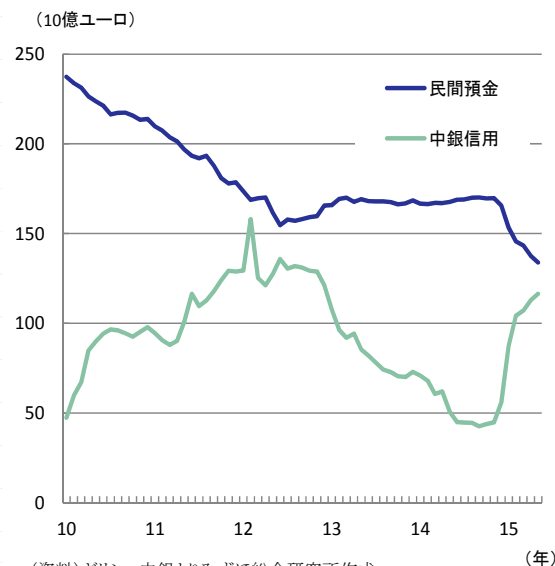
³ 米スタンダード・アンド・プアーズの分析では、Grexitが起きた場合、ベースラインと比較してギリシャの実質GDPは4年間で20%下落する。ユーロ圏への影響は限定的だが、資本市場への影響を通じて周辺国への影響は潜在的に大きいとされている。

図表2 当面のスケジュール

期日	予定	債務返済額 (億ユーロ)
7月6日	独仏首脳会合	
	ECB臨時政策理事会	
7月7日	ユーロ圏臨時首脳会合	
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14日	サムライ債償還	0.85
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

図表3 ギリシャ国内銀行の預金額と中銀信用



●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。