

Weekly  
エコノミスト・  
レターユーロ圏からの離脱の可能性を含む  
ギリシャ支援合意

～債務負担軽減のあり方を巡る調整が今後の焦点～

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 7月12日のユーロ圏首脳会議は3年間で最大860億ユーロのギリシャ向け第3次支援で合意した。15日に支援手続き開始の条件となる改革関連法案がギリシャ議会で成立、16日にはECBがギリシャ中銀への緊急流動性支援(ELA)を増額、議会承認が必要な国での手続きが進んだ。EUの「つなぎ融資」で20日のECBへの国債償還資金も手当てされ、無秩序なデフォルト、銀行システムの崩壊、事実上のユーロ離脱は回避される見通しとなった。
2. 12日の首脳会議にドイツの財務省は「厳しい条件付きの支援」と「一時的なユーロ離脱」の選択肢を用意して臨んだ。結果として、ギリシャ政府がユーロ残留を望み、フランスやイタリアなどが離脱案に反対し、厳しい条件付きの支援で落ち着いたが、ギリシャが厳しい支援条件を順調にクリアし、回復軌道に乗るイメージは描き難い。
3. 支援の条件である改革はギリシャにとって必要だが、目先の大幅な需要不足、雇用機会の不足は解消せず、短期的には一層の落ち込みも予想される。政策の自由度も厳しく制限される。終わりのない緊縮や改革への有権者の不満が募り、反EU・反ユーロの機運が高まるおそれがある。
4. IMFや米国、ECBも必要と考える元本削減など思い切った債務負担の軽減に踏み込むことが、事態の悪化を防ぐためにも必要だろう。

## ユーロ圏首脳会議で合意した第3次ギリシャ支援プログラムの概要

支援総額は820億ユーロ～860億ユーロ

7月20日迄に70億ユーロ、8月中旬迄に50億ユーロが必要(=つなぎ融資)

銀行の増資・破綻処理のための100～250億ユーロの資金枠を含む(夏以降に「包括査定」を実施)

IMFも支援に関与(16年3月以降にギリシャ政府が支援を要請)

債務の元本削減は行わない(プログラムを着実に実行し、最初の審査に合格した場合、返済猶予期間の延長や期限延長などの債務再編には応じる)

欧州委員会が、ギリシャ政府がEU財政から2020年までに350億ユーロ調達できるように支援する

(資料)2015年7月12日ユーロ圏首脳会合声明文

## （ ギリシャが支援再開の条件をクリア、当面のデフォルトとユーロ離脱は回避へ ）

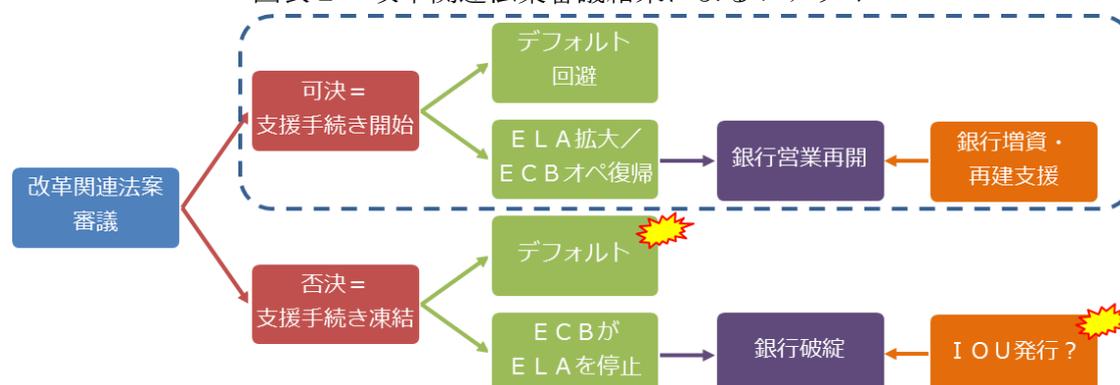
7月12日に開催されたユーロ圏首脳会議は、17時間にわたる協議の末、3年間で最大860億ユーロの第3次支援を行うことで合意した。15日には、欧州安定メカニズム（ESM）の支援手続き開始の条件とされたギリシャ議会（議席数：300）での付加価値税の増税や年金改革等の法案が229票の賛成により成立したことで、フランスやドイツなどの議会での支援手続きが始動、ECBもELAの上限を向こう1週間で9億ユーロ引き上げるなど支援の動きが加速している。ESM支援の正式な始動には数週間を要するため、7月20日予定されるECBが保有する国債の償還や、国際通貨基金（IMF）への延滞の早期解消のためにEUから「つなぎ融資」が実施される見通しだ。20日には、先月29日から休業が続いた銀行も一部営業を再開できる見通しとなりつつある（図表1）。

支援協議がまとまらないまま、ECBへの国債償還が出来ず、これを受けてECBがELAを停止、ギリシャ政府が政府借用証書（IOU）を発行せざるを得なくなる、「無秩序なデフォルト、銀行システムの崩壊、事実上のユーロ離脱」というシナリオはとりあえず回避された（図表2）。

図表1 第3次支援合意後の流れと当面のスケジュール

月日	内容
7月12~13日	ユーログループ~ユーロ圏首脳会議、条件付きの支援再開で合意
7月13日	ECB、ギリシャ中央銀行に対するELAの判断を保留
7月13日	ギリシャ、銀行の休業期間延長
7月15日	ギリシャ議会、付加価値税率、年金制度改革、統計局の独立確保、基礎的財政収支目標逸脱の際の歳出の反自動削減法の成立（賛成229。SYRIZAからの造反は39）
7月16日	ECB政策理事会、ELAの1週間で9億ユーロの上限引き上げ
7月16~17日	ドイツ、フランス、オランダ等の議会によるギリシャ支援承認手続き
7月17日	EU、ギリシャへの70億ユーロの「つなぎ融資」を決定（見込み）
7月20日	ECB保有国債償還（35億ユーロ）
7月20日	ギリシャ、銀行営業一部再開（予定）
7月20日	ギリシャ、支援機関に対する最初の行政改革提案の提示期限
7月22日	ギリシャ議会、民事訴訟法の採択、銀行破綻処理指令の置き換えの期限
8月20日	ECB保有国債償還（32億ユーロ）

図表2 改革関連法案審議結果によるシナリオ



（注）ELA＝（ギリシャ中央銀行に対する）緊急流動性支援、IOU＝政府借用証書

## （ ドイツが迫った「厳しい条件付きの支援」か「一時的なユーロ離脱」かの選択 ）

12日の首脳会議は、6月までと違う雰囲気で開催された。ギリシャ支援に参加する多くのユーロ

圏の国々は、5カ月にわたる協議の末に、EUの提案に「NO」を突きつける国民投票を実施したチプラス政権に不信感を強めた。欧州委員会のユンケル委員長は、「ギリシャのユーロ離脱の詳細なシナリオを準備している」と語り、ドイツの財務省は「厳しい条件付きの支援」か「一時的なユーロ離脱」という選択肢を用意、決断を迫ったとされる。

各種の報道によれば、ドイツが用意した「一時的なユーロの離脱」は、最低5年など一定の期間、ユーロ圏から離脱し、その間に本格的な債務再編と競争力の調整を進めるものとされる。EUの加盟国として、EUから経済成長のための支援や人道支援は受けることができる。混乱した状態のまま、偶発的にユーロ圏から切り離されることは望ましくないが、EUの支援を受けながら秩序立った形で一時的に離脱するのは好ましいようにも見える。

ギリシャのデフォルトやユーロ離脱が、市場を通じて拡大するリスクは、民間が保有するギリシャ向けの債権の残高が削減されているため、2010年、12年に比べて小さくなっている。ユーロ圏内の他国への財政危機の飛び火も、ギリシャの離脱が避けられない状況になれば、ECBが全力で阻止するだろう。

こうした変化が、政策当局者が「ユーロ離脱」という選択肢についてタブー視しなくなった背景にあるのだろう。

### （ ユーロ残留を望み、厳しい条件を受け入れたギリシャ ）

ユーロ圏から離脱国が出ることが市場の混乱を引き起こさないとしても、「いったん導入したら離脱できない」ユーロの前提が崩れることが、単一通貨から、本来得られるはずのベネフィットを大きく制限し、存在意義を低下させるおそれはある。

例えば、ギリシャほどではないにせよ、過剰債務や低い競争力という問題がある南欧の国々の資金調達条件は、急激で大規模ではないとしても、離脱がない場合に比べて、やはり不利になるのではないか。世界金融危機以降、単一通貨圏内の銀行市場では信用リスクの高まりを背景に分断が生じたが、1カ国でも離脱国が出れば、解消しないままとなるおそれもある。これらはユーロ圏経済の成長を抑制する要因となる。欧州統合の中核的プロジェクトであるユーロが痛手を負えば、EUも傷つく。

今回の首脳会議では、ドイツの「一時的離脱案」に、フランス、イタリアなどは反対したとされる。何よりも、当事国のギリシャ政府が、ユーロ圏への残留を望み、厳しい条件を受け入れたことで、支援継続で落ち着いた。

債務危機の後、ギリシャの生産・雇用水準の落ち込みはとりわけ厳しく、失業の長期化、貧困の増大など社会的危機の様相を呈している。こうしたギリシャ経済の現状を考えれば、本来、支援の条件は、ギリシャ政府と支援機関側の双方が譲歩する形で合意することが望まれた。しかし、国民投票を巡る混乱もあり、ギリシャ政府への不信感を一段と強めた債権者側と、ユーロ離脱を回避、銀行の営業停止を少しでも早く解除したいギリシャ政府との力関係で、ほぼ全面的にギリシャが譲歩する形になってしまった。

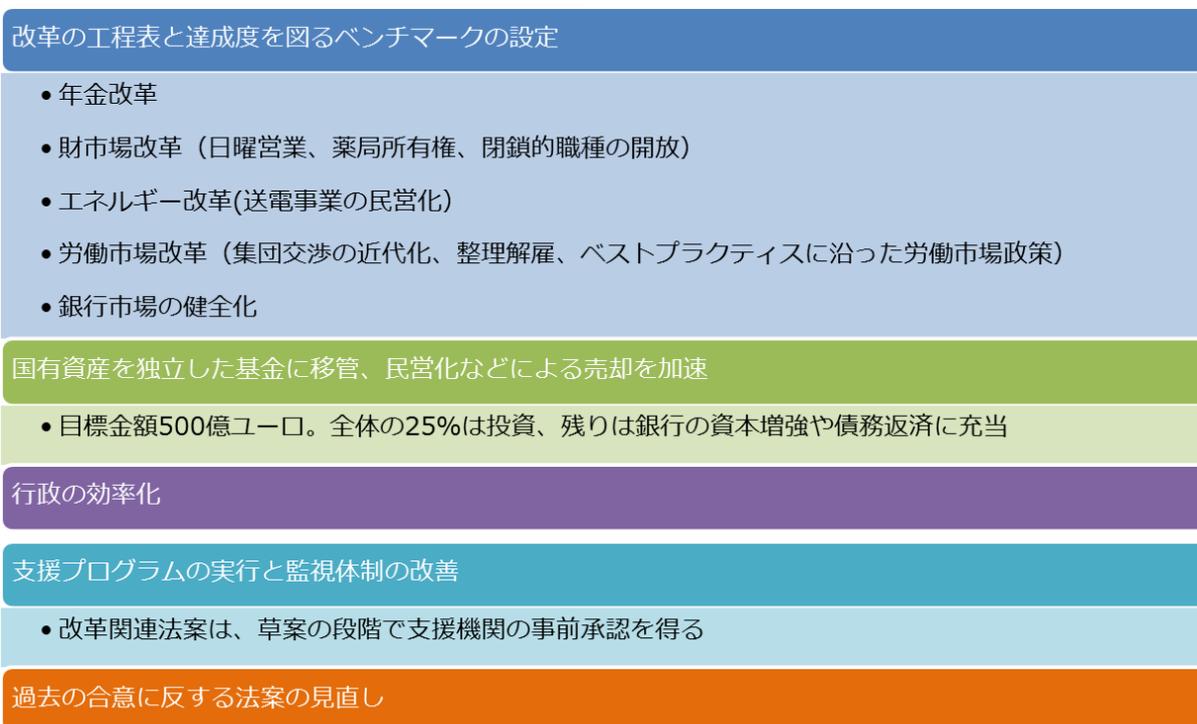
### （ 危機は遠からず再燃するおそれ ）

しかし、ギリシャがこの先、厳しい支援条件を順調にクリアし、回復軌道に乗るイメージは描き難い。今回は、無秩序なデフォルトと事実上のユーロ離脱を回避したものの、遠からず、今回と同じような状況、つまり改革が進まず、支援金を受け取れず、資金繰りに窮する状況に陥るリスクは高いと見ざるを得ない。

最大 860 億ユーロとされる金融支援を受け取るには、所定の期間内に約束した改革を実行し、支援機関の審査を「合格」しなければならない。第3次支援プログラムの条件をまとめた覚書（MOU）は作成途上だが、首脳会議で大筋合意したメニューには（図表3）、追加の年金改革のほか、財市場・労働市場の改革、500 億ユーロ規模の国有資産を独立した基金に移管、民営化などによる売却を加速し、銀行の資本増強や債務の返済にあてるなどが盛り込まれている。従来の支援プログラムの覚書にも、民営化や規制改革は、盛り込まれていたが、十分に実行されてこなかったもので、ギリシャ経済の効率性と競争力を高めるために必要だ。

だが、改革は、目先の大幅な需要不足、雇用機会の不足といった問題の解決にはつながらない。短期的には、銀行休業の後遺症や、15 日に可決された年金改革や付加価値増税の影響で、景気や雇用は一層落ち込むと予想される。

図表3 ギリシャ第3次支援プログラムの条件



（資料）2015 年 7 月 12 日ユーロ圏首脳会合声明文

### （ ギリシャが得た譲歩は、焼き直しのEUの成長資金と限定的な債務再編の可能性 ）

今回の支援合意で需要拡大、雇用創出を直接掲げているのは欧州委員会の「ギリシャ政府がEU 財政から 2020 年までに 350 億ユーロ調達できるよう支援する」プランだけだ（表紙図表参照）。350 億ユーロという金額は 14 年時点のギリシャのGDPのおよそ2割に相当する。見た目の規模の大きさに関わらず期待が高くないのは、ギリシャ経済の梃入れのために新たに設けられた資金という訳ではないからだろう。EUの財政は、予算の上限や配分が7年間固定される。350 億ユーロの調達は、2007～13年の予算枠の未利用分や、現在の2014～20年の予算を有効に活用しようというものだ。ギリシャ支援が始まった2010年頃から実施されているが、十分な効果が確認できない計画の焼き直しの感がある。

ギリシャ政府が、財政健全化目標の緩和とともに要請してきた債務の再編もごく限定的なものに留まった。「プログラムを着実に実行し、最初の審査に合格した場合、返済猶予期間の延長や期限

延長などには応じる」だが、「元本の削減は行なわない」と全面的に否定されてしまった。

#### （ 終わりのない緊縮や改革への有権者の不満が募り、反EU・反ユーロ機運が高まるおそれ ）

ユーロ圏による支援の枠内に留まる限り、ギリシャ政府・議会の政策の自由度が大きく制限される問題もある。15日には、すでに基礎的財政収支目標から逸脱した場合には半自動的に歳出が削減される法案が成立している。さらに、ESM支援が始まれば、改革関連の法案は、草案の段階で支援機関の事前承認を得ることになる。債務危機を教訓に導入された新たなユーロ圏の政策監視ルールでは、均衡財政や歳出抑制のルール、予算の事前提出などが盛り込まれているが、ギリシャの財政政策・経済政策、つまり議会の権限への制約はさすがに厳し過ぎるように感じる。

15日の段階では、銀行の営業再開、ユーロ残留などへの強い思いで法案の成立が後押しされたが、危機意識が薄らいでくれば、終わりのない緊縮や改革への有権者の不満が募るおそれがある。

支援協議が落ち着いた秋頃には総選挙が実施されるとの観測がある。チプラス政権は「反緊縮でも親EU・親ユーロ」だったが、次の政権は「反緊縮かつ反EU・反ユーロ」の性格を強めるおそれもある。ユーロとEUにとって、いよいよ望ましくない展開だ。

#### （ 債務負担軽減のあり方を巡る議論が今後の焦点に ）

元本削減など思い切った債務負担の軽減は、ユーロ圏の首脳合意では否定されたものの、ギリシャ政府だけでなく、IMFや米国、ECBも必要と考えている。ギリシャ経済・社会の情勢がさらに悪化し、反EU・反ユーロ機運が本格的に高まるような事態を防ぐためにも必要だろう。

支援合意がまとまったばかりだが、引き続きユーロ残留と抜本的な債務再編を両立する余地はないのか、債務再編のための「一時的なユーロ離脱」をユーロの存在価値を低下させることなく実行に移すことはできるのかなど、解決策を探り続けざるを得ないだろう。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。