

6月ギリシャ再選挙後の現実的対応は、引き続き当面の時間稼ぎが有力

2012年6月13日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

Koichi.kurose@resonabank.co.jp

5月13日に高名な経済学者でノーベル賞も受賞したクルーグマンが、ギリシャの6月17日再選挙後のユーロ離脱、その後のユーロ崩壊を自身のブログで予測して以来、再選挙後の政策について様々な憶測が出ている(注1)。再選挙の争点を整理して、選挙後の現実的政策を検討する。

1. 再選挙の争点

再選挙の争点は、対外債務返済計画の再交渉とユーロ圏残留の是非だと目されている。

まず対外債務返済計画の再交渉は、現行計画の修正にあたる。具体的には、債権者への債権放棄の要請とギリシャ自身の緊縮財政の修正だ。そもそも、これまで対外債務返済計画の交渉は、以下のように進展した。

- (1) 2010年5月 資金繰り支援を受けて財政再建、対外債務返済計画策定
- (2) 2011年7月 上の計画を見直し、債権者の民間金融機関にヘアカット(債権放棄)21%要請
- (3) 2011年10月 上の計画を見直し、同上50%要請
- (4) 2012年2月 上の計画を見直し、同上約70%要請(英国法に基づく新債券を交付)
- (5) 2012年6月 選挙の結果、上の計画を再度見直す可能性あり

これまで、なし崩し的に民間金融機関のヘアカット(債権放棄)率が拡大、しかも修正した財政再建、対外債務返済計画が3、4ヶ月程度しか持たない杜撰なものだったことが良くわかる。そして直近の2012年2月の財政再建、対外債務返済計画から5月6日の第一回の選挙まで3ヶ月、またぞろ債権者に債権放棄を要請するかどうか、6月の再選挙の争点となっている(注2)。しかし、今後は債権者の損失負担を巡り相当な難航が予想される。

まず第一に、これまでのように損失を民間金融機関に押し付けて済むものではない。というのも、(4)で債権者に交付された新債券は、CAC条項の発動が容易だったギリシャ法ではなく英国法に基づき交付された債券である。また、これまで債権放棄を実施したのは民間金融機関だけだったが、今後はIMF、EU、ECBなど公的機関にまで拡大する可能性が高い。特にIMFの損失負担については、90年代後半のタイバーツ暴落に始まったアジアの通貨危機において、IMFから課された非常に厳しい支援条件に耐えたアジア各国から「不公平なものであった」という強い批判が出ている。個々の債権者の損失負担を決める債権者集会に相当する場でリーダーシップを取る機関も明らかではなく、相当な難航が予想される。

もっとも、今年2月の(4)の計画の前提では、2012年のギリシャの経済成長率は-4.8%だったが、第1四半期(前年比)は-6.2%と大幅に下振れしている。経済成長率が下ぶれして計画を見直すパターンは(2)から(4)の計画修正とまったく同じだ。5月の一回目の選挙は、対外債務返済計画修正のきっかけにはなったが、いずれは債務返済の意思ではなく能力(ソルベンシー)の問題となった可能性が強いと考えられる。その意味で、再選挙に向け対外債務の返済を計画通り進めることを公約とする政党の支持が回復傾向にあるとはいえ、返済の意思だけではなく能力の問題も経済情勢から見極める必要

があるだろう（注2、注3）。

ギリシャ自身の緊縮財政の修正は、失業率が21%を超えるなど極端な景気悪化で失われた社会秩序の回復を意図するものである。緊縮財政の修正は、経済成長と財政再建のバランスを見直す試みであり、方向性は正しいと考えられる。社会秩序が維持できず公共交通がストなどで麻痺すれば、ギリシャ最大の産業である観光業が不振に陥り、極端な景気悪化に陥るのも当然と思われる。景気が極端に悪化すれば、財政が想定以上に悪くなるのも当然だ。

次にユーロ圏への残留の是非については、ギリシャの世論調査では残留希望が大半を占める。5月19日に米国で開催されたG8でも声明で「ギリシャがユーロ圏にとどまることに関心」と謳われた。このようにユーロ圏への残留そのものについては、内外で利害が一致している。しかし問題なのは、「対外債務返済計画の再交渉」と「ユーロ圏残留の是非」の組み合わせだ。

2. 今後の4つのパターン

対外債務返済計画の再交渉とユーロ圏残留の是非の組み合わせには、次の4つのパターンがある。

図表1 今後の4つのシナリオ

	債務返済計画再交渉	ユーロ残留	
1	×	○	選挙前と同じだが、いずれは債務返済能力の問題へ、成長と財政再建のバランスが重要
2	○	○	へアカット拡大、次は民間だけでなくIMFやECBなど公的機関にも損失
3	×	×	可能性はまずなし
4	○	×	無秩序で大規模なデフォルト、ドラクマ暴落に対し通貨危機拡散を阻止する政策が必要

（注）債務返済計画再交渉の○は現行計画を遵守せず再交渉、ユーロ残留の○はユーロから離脱せず

4つのシナリオのうち可能性が低いのは3と1だ。シナリオ3の、計画通り対外債務を返済する一方でユーロ圏から離脱する選択肢は、現実的にはまずありえないだろう。シナリオ1の、対外債務返済計画の再交渉をせずユーロに残留するシナリオでは、選挙前と何も変わらない。各種世論調査などでは、このシナリオに沿う政策を公約とする政党の支持率が高まりつつある。繰り返しになるが、経済成長率が計画を大幅に下回る今のギリシャにとって、問題の所在は、債務返済の意思ではなく能力（ソルベンシー）にある。ごく短期的にはともかく、長期的にはこのシナリオも排除してよいだろう。

最悪なのはシナリオ4だ。これは、対外債務返済の再交渉がまとまらないにもかかわらずギリシャが返済を一方的な形で停止し、ユーロ圏から追い出される形で離脱、新通貨ドラクマが復活するシナリオだ。これはゲーム理論の非零和ゲームの中で「囚人のジレンマ」に陥り、交渉が決裂して利害関係者全員の損失累計が最大となる最悪のシナリオである。しかし、ユーロ圏においては、非協力的ではなく協力的なゲームが基本と考えれば、逆に全利害関係者は、交渉決裂を回避すべく協力するはずである。瀬戸際戦略では、交渉決裂で被害の大きいほうが譲歩するのが鉄則であり、EU諸国や一応は先進国であるギリシャの新政権が、合理的に政治判断をすることは不可能ではないはずだ。

となると、現実的に残された選択肢は2。これは、対外債務返済の再交渉を、債権者と債務者が同意してまとめることで、ギリシャがユーロ圏から追い出されず残留するシナリオである。しかしこのパターンは昨年以來、1ページ「1. 再選挙の争点」の（1）から（4）で繰り返された計画の修正と全く同じであり、時間稼ぎの効果しかない。結局、6月の選挙後の落とし所は、へアカットの対象となる債権者とへアカット率拡大で、時間稼ぎとなる可能性が強いのではないか。ただへアカットの拡大は、相当難航すると見込まれる。明示的なへアカットではなく、ギリシャの利払い負担の軽減、足元の負担軽減

減と将来の負担増加のセット、など様々な工夫がなされることになるだろう。尚、民間金融機関のヘアカット(債権放棄)の実績がまず2011年7月に21%、その3ヶ月後に50%、その4ヶ月後に70%と増加した実績からすれば、その4ヵ月後の今年6月に80~90%となったところで、ある意味において過去のトレンド通りということになるだろう。

3. 何のために時間稼ぎか

今後の時間稼ぎは、目的がこれまでとは異なる。これまで、主にギリシャの経済が安定して財政が改善するのを待ったための時間稼ぎだった(注4)。次の時間稼ぎにも、同じ要素はある。しかし、同時に今後は、ギリシャのユーロ離脱に向けた準備も必要となるだろう。その場合、民間外国企業は、契約書の見直しとドラクマ下落に備えたヘッジ、また場合によっては、社員の国外退避も必要となるだろう。通貨当局は、通貨危機が他国に波及(感染)するリスクや銀行の取り付けへの準備、巨額の資本逃避に備えた準備、ドラクマの市場価値安定のための準備、などが必要となるだろう。ギリシャ自身も新通貨の発行や決済システムの整備、更にはギリシャ人保有のユーロとそうでないユーロを峻別するために国境封鎖なども必要となる可能性があるかもしれない。特に新通貨の発行や決済システムの整備などは、短期間にできるものではないことにも留意が必要だろう。

ギリシャは2011年以降、8ヶ月の間に3回も返済計画を修正した。こうした実績を鑑みても、稼いだ時間が長くはないことを、想定しておくのが得策だと思われる。

以上

(注1) <http://krugman.blogs.nytimes.com/> 5月13日付け「Eurodämmerung」

(注2) もともと今年2月のギリシャの財政再建、債務返済計画は、達成が可能とは思えない無理のある内容だった。詳細は同シリーズの別レポート「ギリシャ支援策は三度目の正直となるか?(2012年2月27日)」ご参照。 <http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/120227.pdf>

(注3) 選挙など様々なイベントを投資家がどう判断しているかは、「Intrade」のHPで確認できる。6月17日の再選挙では、現行計画を維持(緊縮財政維持を維持して対外債務返済の再交渉をしない)を公約とする新民主主義党(ND)が第一党となる確率が60~70%で推移している。

<http://www.intrade.com/v4/markets/?searchQuery=greek>

(注4) ギリシャ経済再建に必要な単位労働コストの引下げは、インターナル(内部)・デバリュエーションと呼ばれる。ユーロ離脱による為替相場の引下げはデバリュエーションだ。要するに手法が違うだけで、ギリシャにとっての経済効果は本質的に同じだ。ただ国際社会全体での総負担やその負担割合は大きく異なる。詳細は別途レポートを書く予定とさせて頂く。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全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情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。