

2017/07/31 08:03

◎【円債投資ガイド】「ギリシャの生命維持装置」＝日本総研・河村氏（31日）

河村小百合・日本総合研究所調査部首席主任研究員＝7月25日、ギリシャが3年ぶりに5年物国債を発行した。この世界的な超低金利のご時世に4.625%というクーポン水準で、リスクは高いとみられたが、市場から30億ユーロの資金調達に成功した。あのギリシャにも、ようやく回復の芽が見えてきた、ということなのだろうか。

かつて、欧州債務危機の緊張がピークに達し、ギリシャが1年間に2度の国債のデフォルトを強行せざるを得なくなっていた2012年ごろ、日本ではギリシャの悲惨な状況を見て「日本は国債のほとんどを国内で保有しているためギリシャのようにはない」というコメントがよく聞かれた。しかし、最近ではこうした声はほとんどない。日銀の大規模な「量的・質的金融緩和」が既に4年半近くも続き、財政運営に関する危機感や切迫感が、日本全体からすっかり失われてしまっているからか。

では、今のギリシャは果たしてどういう状況なのか。ギリシャの現状をみると、金融市場のニュースに触れるだけでは分からない厳しい財政・経済運営と国民生活の現実がそこにある。

ギリシャの近年の財政運営の経緯を簡単に振り返ってみよう。

欧州債務危機は、09年秋のギリシャの財政指標の粉飾発覚が引き金となった。ギリシャはその後、ユーロ圏各国や国際通貨基金（IMF）から支援を受けながらも、結局、自力で財政運営を継続することはままならず、12年3月には、当時、ギリシャ国債のかなりの部分を保有していた外国の民間金融機関に、元本の53%相当を減額した新国債と交換してもらおうというPSI（民間セクター・イニシアティブ）、要するに「借金の棒引き」に応じてもらった。さらに、これを拒否した民間金融機関には、「事後立法」で設けた集団行動条項を翌4月に発動し、PSIに応じた金融機関と同率で「借金の踏み倒し」を強行した。

これが12年のギリシャの一度目のデフォルトだ。それでもギリシャの財政運営は回らず、同年12月には、早くも時価が3月時点の額面の3割相当にまで下落していた新国債を、ギリシャ政府はユーロ圏の支援を受けてその安値の時価で買い戻した。これは新国債の元本の7割カットに相当し、同じ年に二度目のデフォルトが強行されたことになる。「日本はギリシャのようにはない」とよく言われていたのは、このころまでのことだろう。

しかしながら、ギリシャの「財政危機劇」は、これで幕とはなっていない。外国の民間銀行に相当な債務調整の負担をのんでもらうのと引き換えに、ユーロ圏とIMFから突き付けられたさらなる緊縮策を受け入れるか否かをめぐって、ギリシャのチプラス首相は15年7月、国民投票を実施した。「財政危機劇」の第2幕は、実はこのころから始まっている。

この国民投票の結果は、さらなる緊縮策の受け入れに「NO」を突き付けるものであった。そして、そうした結果になる可能性が高いことは、投票日のかなり前から明らかになりつつあった。しかしながら、ギリシャ国民は、そうした投票行動を取る意思を固める一方で、自国の財政運営が置かれた現実を冷静に直視してもいた。

ギリシャの場合、15年の時点でギリシャ国債を保有していたのは、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）やIMFといった国際機関、中央銀行たるユーロシステム、ギリシャ国内の銀行に

限られていた。外国勢に負担をかぶってもらう「対外債務調整」の手は12年に使い尽くし、もはや外国の民間セクターはギリシャ国債をほとんど保有していなかった。国民投票でさらなる緊縮策の受け入れを拒否することは、ユーロ圏やIMFからの支援がもう受けられなくなることを意味し、以後の債務調整の負担の矛先はもっぱら、自分たちギリシャ国民に向けられざるを得ないことになる。

国民投票日が近づくにつれ、ギリシャの民間銀行からの預金流出は急増した。ギリシャ国民は、財政運営のシビアな現実をよく理解していたのだ。そのままでは民間銀行の資金繰りはとても持たず、国にももはや、それを支える余力などない。ギリシャでは15年6月末から、預金の引き出し規制が開始され、今日もまだ継続している。

国民投票の結果は「さらなる緊縮策にNO」だったにもかかわらず、その後、ユーロ圏各国との交渉に臨んだチプラス首相は、引き続き彼らからの支援を受けるため、ユーロ圏に残留し、さらなる緊縮策を受け入れる道を選んだ。それでもギリシャの預金流出はやまず、引き出し規制は継続、国民投票後には海外送金の全面禁止といった資本移動規制にまで踏み切らざるを得なくなった。

この「財政危機の第2幕」は今もなお、継続している。預金の引き出し規制は、当初の一人当たり週420ユーロ（約5万2000円）から、その後一人につき2週当たり840ユーロ（約10万5000円）へと若干緩和された。しかしながら、今年5月のカンファレンスで講演した欧州中央銀行（ECB）のクーレ理事によれば、ギリシャの民間銀行への預金は、15年夏時点からわずか2.5%増のレベルにしか回復しておらず、これは、14年末の預金残高をなお25%も下回る水準にとどまる。これでは、預金の引き出し規制や資本移動規制の解除は、まだまだ到底おぼつかない、というのが、「第2幕」の「国内債務調整」段階に入った、厳しいギリシャの今の現実なのだ。

度重なる緊縮策断行による重い負担が、ギリシャ国民の生活にのしかかる。危機前、早ければ55歳から受給できた年金支給開始年齢は、13年には67歳にまで大幅に引き上げられた。年金支給額は総じて危機前の水準の5~6割程度がカットされている模様だ。さらに12年の緊縮法により、25歳以下の若者の最低賃金は32%引き下げられ、25歳以上については22%引き下げられた。預金の引き出し規制や資本移動規制が続く中では、企業はビジネスの拡大どころではなく、雇用の維持も容易ではないのだろう。現在のギリシャ経済が、「ようやく回復の芽が見えてきた」などどいえる状態では到底ないことは、これらの事実から明らかだろう。

この7月、ギリシャは70億ユーロの国債の満期償還を控え、その償還資金をとて自力では手当てできない状況にあった。下手をすれば再々度のデフォルトの瀬戸際でもあったが、7月7日にユーロ圏各国に、77億ユーロの追加のつなぎ融資に応じてもらうことができ、最悪の事態は免れた。ギリシャには、同じ通貨同盟に属し、当座の生命維持装置をこうやって提供してくれるユーロ圏各国という近隣国がいてくれるからこそ、厳しい中でも、何とか日々の経済と財政運営を継続し得ている。7月25日にギリシャが30億ユーロの国債を市場で発行できたのも、ユーロ圏からのこの追加のつなぎ融資があったからこそであろう。

日本では今、表面的には平穏な財政運営の裏で、先行きの財政運営の安定的な継続を脅かすリスクが、中央銀行である日銀に集中的に蓄積され、巨大に膨張しつつある。毎年度150兆円もの新発国債・借換債を発行し続けなければ、財政運営を継続できない日本では、金融市場の今の無風状況に何らかのほころびが生じ、日銀による巨額の国債買入れが持続不可能となれば、あつという間に国債の円滑な発行・償還は滞り、国庫の資金繰りに窮するのは間違いない。外国勢による国債

保有がごくわずかしかない日本の場合、いきなり「国内債務調整」局面に突入せざるを得ない。日本には、ギリシャの場合のように、同じ通貨同盟に属し、厳しいながらも当座の生命維持装置を提供してくれる近隣国も存在しない。

その先に生じる事態がいかなるものになるのか。「日本はギリシャのようにはならない」などと悠長に構えていられる場合ではなかろう。日本が学ぶべきは12年のギリシャの姿からではなく、「厳しい国内債務調整」という「財政危機劇の第2幕」に入った現在のギリシャの姿からだろう。
(了)

[/20170731NNN0055]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved