

欧州金融見通し

「ギリシャ危機が欧州分離を誘発か」

2015年7月

大和総研 ロンドンリサーチセンター
菅野 泰夫

ギリシャ問題の流れ

月日	出来事
1/26	急進左派連合と独立ギリシャ人が協議し、連立政権樹立に合意、ツイプラス党首が首相就任。
6/4	ギリシャはIMFへ6月返済期限の <u>15億ユーロを月末まで延期</u> するよう要請。
6/14	ギリシャと債権団の協議は物別れに終わり、ギリシャ側が提出した追加改革案も一蹴される。
6/22	ギリシャの新改革案が評価され、合意が近いとの楽観的な報道が続く。
6/23	ECBが、ギリシャの銀行に対する緊急性流動支援(ELA)を <u>約890億ユーロに引き上げ</u> 。
6/25	ユーロ圏財務相緊急会合で最終合意に関する協議が行われるも平行線のまま終了。
6/27	ユーロ圏緊急閣僚会合での協議、 <u>第2次支援プログラムの延長拒否を決定</u> 。
6/28	ECBがギリシャの銀行の <u>ELAの上限引き上げを停止</u> 。
6/29	銀行を閉鎖し、 <u>資本規制</u> を実施。
6/30	第2次支援プログラムの延長期限(<u>IMFへの支払い期限</u>)。
7/5	債権団が示した緊縮財政継続の受け入れを問う <u>国民投票を実施</u> 。
7/13	IMF融資4.5億ユーロの返済期限。
7/16	ECB理事会。
7/20	ECBの保有国債 <u>35億ユーロの償還期限</u> 。



予定

2015年6月25日の緊急ユーロ圏財務相会合

図表 ギリシャと債権団との改革案比較

ギリシャ新改革案	債権団の対案
付加価値税 (VAT) の見直しについて	
<ul style="list-style-type: none"> ◆三層システムを導入 (医療品と書籍は6%、食料品やエネルギー、ホテル、ケータリング等は13%、残りはすべて23%) ◆離島などを対象とした軽減税率を廃止。 	<p>(譲歩)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆当初の2層システム (13%、23%) から3層システムを受け入れ。 <p>(要求)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆税収目標を年間GDP比0.74%から1.00%に引き上げ。
年金改革について	
<ul style="list-style-type: none"> ◆2025年までに年金受給開始年齢を67歳まで引き上げる。 ◆公的員の年金拠出額の3.9%、年金生活者の医療費負担額を5%にまで引き上げる。 	<p>(譲歩)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆貧困層向けの追加年金給付 (通称、EKAS) の廃止を2019年12月末まで延長。 <p>(要求)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆年金受給開始年齢の67歳までの引き上げを2022年までに。 ◆15億ユーロの年金支給額削減。
法人税及び特別法人税について	
<ul style="list-style-type: none"> ◆法人税を26%から29%に引き上げ ◆50万ユーロ以上の利益がある企業に対し、12%の特別法人税を課税。 	<p>(要求)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆法人税は26%から28%までの引き上げ、特別法人税は却下。

(出所) 各種報道により大和総研作成

□ 債権団側は増税でなく歳出削減を軸に要求。

(ギリシャ新改革案)

- ① レストランにおけるVATの引き上げ、離島での軽減税率廃止。
- ② 2025年までに年金受給開始年齢を67歳まで段階的に引き上げ。

(債権団側の対案)

- ① 年金支給金額の削減 (15億ユーロ)。
- ② 2022年までに年金受給開始年齢の引き上げ。
- ③ VATの税収目標の引き上げ (年間GDP比0.74%から1.00%)。

資本規制と債務返済スケジュール

- ◆ 7/5までの銀行閉鎖とATMからの引き出し制限、ギリシャ証券取引所の閉鎖を発表（6月29日）。
→ATMからの引き出しは、1日60ユーロまでに制限、海外送金は禁止。
- ◆ ただし、既に預金流出が加速しており、銀行預金は1,300億ユーロまで減少（5月末時点）。
- ◆ 6月以降に返済が必要な金額は87億ユーロ。
→たとえば（第2次支援プログラムに）最終合意をしても72億ユーロしか受けとれず…

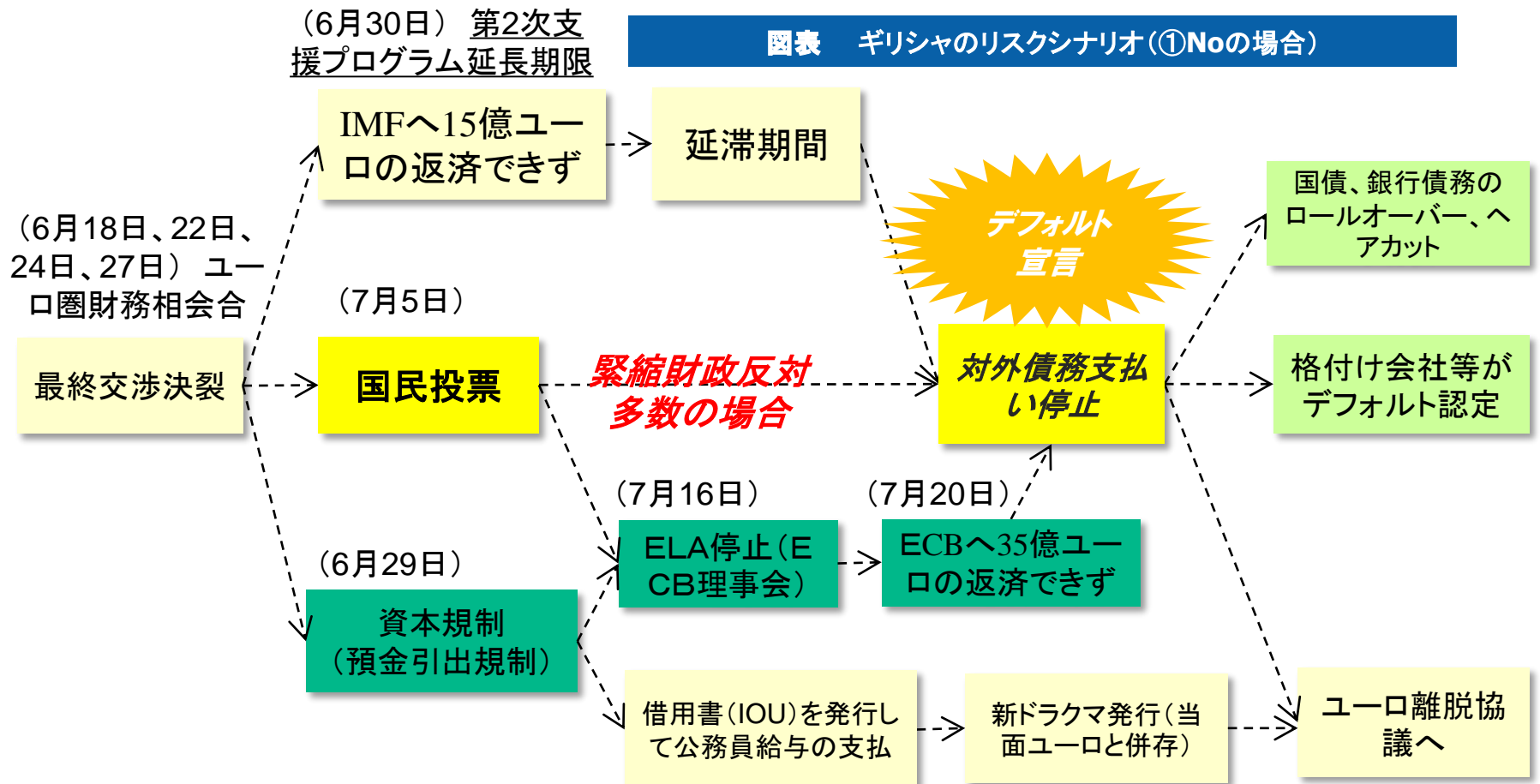
図表 2015年のギリシャの主な債務返済スケジュール

	返済金額(億ユーロ)	返済先
5月1日	2.0	IMF
5月12日	7.5	IMF
6月5日	3.0	IMF
6月12日	3.4	IMF
6月16日	5.6	IMF
6月19日	3.4	IMF
7月13日	4.5	IMF
7月20日	34.9	ECB
8月20日	31.9	ECB

6月以降債務合計約87億ユーロ > 72億ユーロ(支援予定金額)

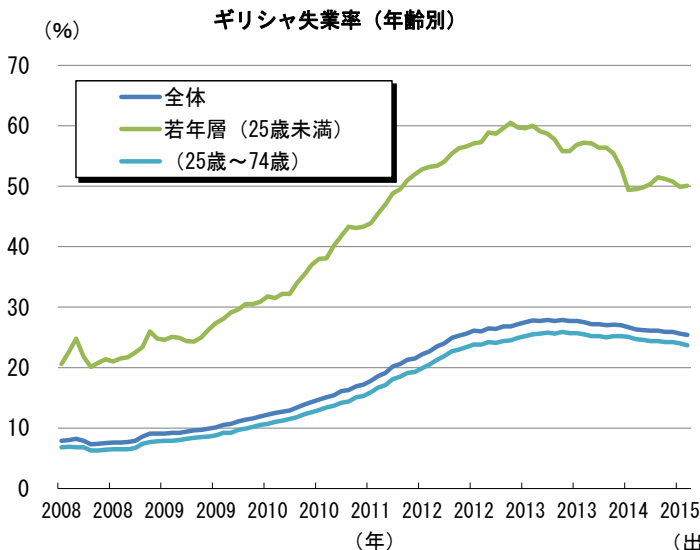
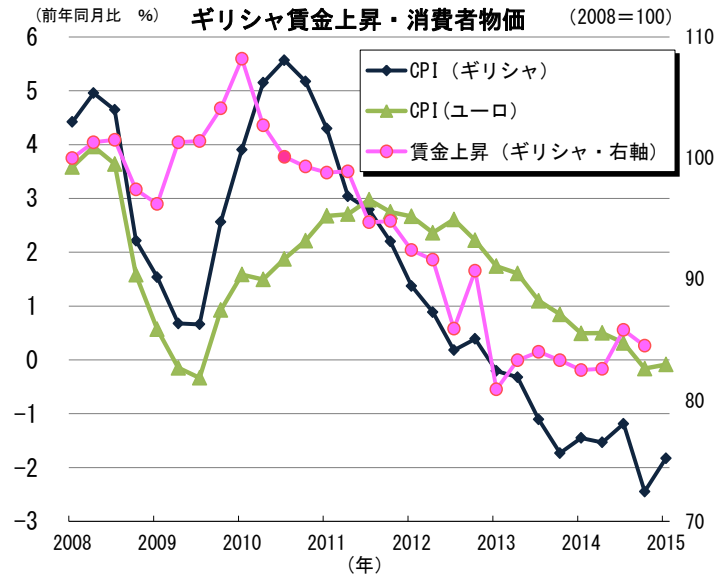
今後の予想されるリスクシナリオ（国民投票）

- ◆ 国民投票で①No→Grexit、②Yes→ユーロ圏残留への意思表示。
→②の場合、銀行の資本増強、再編（債権団と再交渉）、無期限の資本規制。
ただし、強制的にユーロから締め出される政治的判断の可能性も。



ユーロの構造的欠陥への対処不足が招いた危機①

図表 ギリシャの賃金、CPI、失業率



(出所) Eurostatより大和総研作成

□ 前回のユーロ危機が起きてから、現時点までユーロの問題点が制度上何ら解決されていないことが危機を再発。

→加盟国の不均衡が生じたときに、為替レートの変動に代わる手段が無いことが根本的な問題。

□ 実質的な為替レートの調整弁とされる賃金・物価が弾力的に変化せず、下方硬直的。

※そもそも、ギリシャのビール1缶の値段は1ユーロ以上し、ドイツでの値段とさほど変わらない...

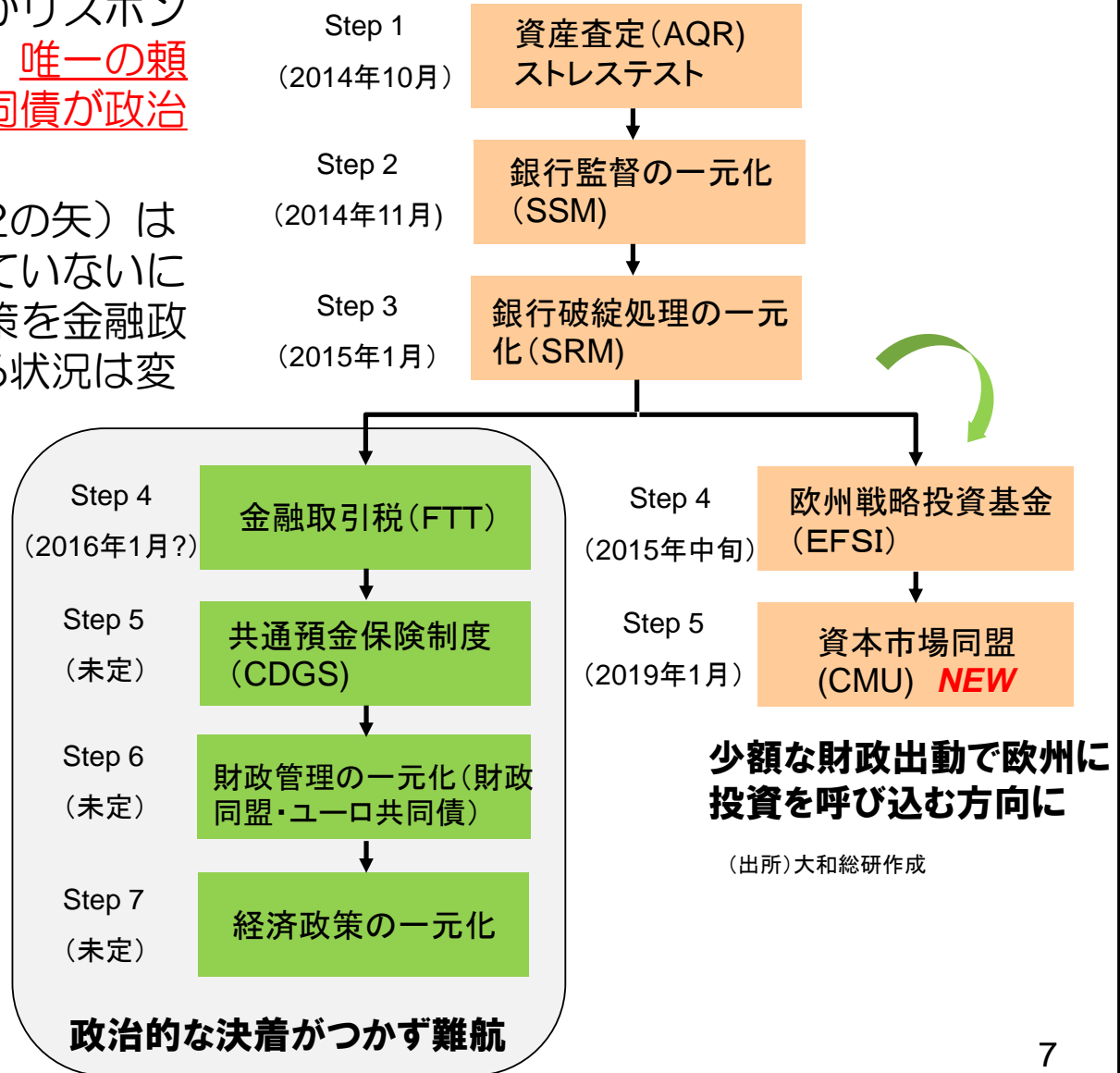
ギリシャ危機や欧州債務危機の終焉を謳う有識者が多かったことも問題を大きく。

→たった2年間で不良債権処理が早期に終了するという根拠のない楽観論がギリシャの現状認識を甘くし、投機的な資金の流入を招いた。

ユーロの構造的欠陥への対処不足が招いた危機②

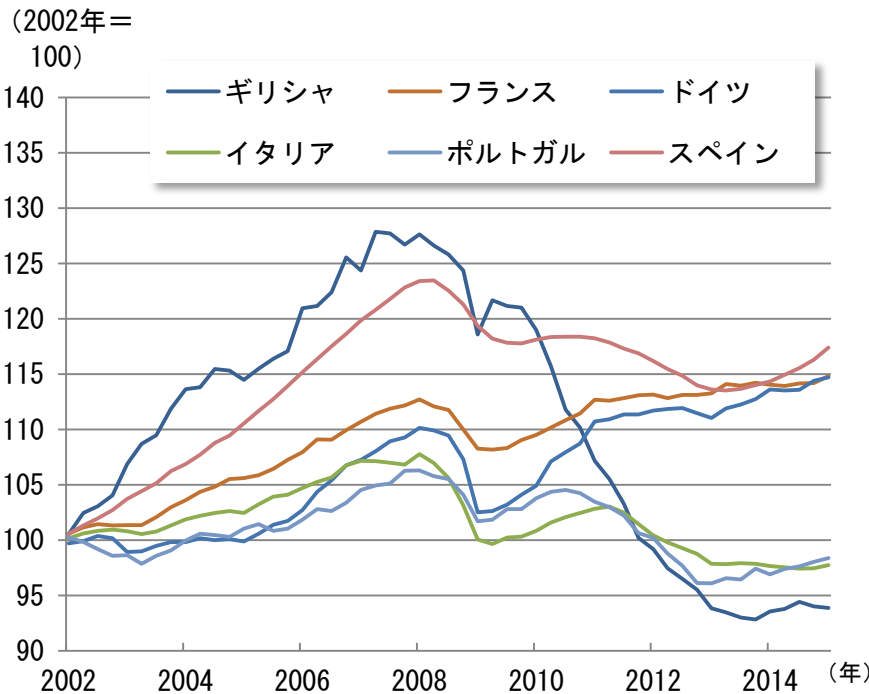
- ユーロ域内での財政移転がリスボン条約で禁止されている中、唯一の頼みの綱であったユーロ共同債が政治的に頓挫。
- ユーロ圏の財政政策（第2の矢）はほとんど何も手が打たれていないに等しい。事実上、景気対策を金融政策（第1の矢）のみに頼る状況は変わらず。

(図表) 欧州統合の予定



ギリシャ危機が欧州分離を誘発か① 次の脅威は「イタリア」や「ポルトガル」

実質GDPの推移(2002年を100)



(出所) Eurostatより大和総研作成

□ ギリシャが独自通貨へ移行し、(通貨価値が10分の1になるなど) 瞬間的なハイパーインフレに見舞われたとしても、十分すぎる観光資源によりすぐに外貨獲得に成功し、通貨価値をある程度早く回復させる可能性も。

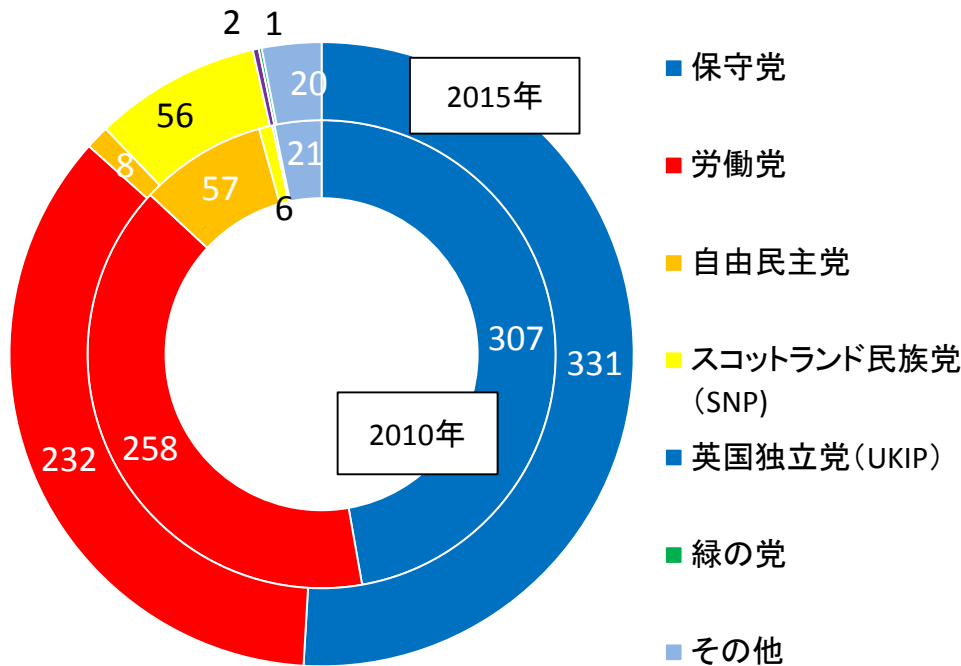
→ 通貨価値が調整されることで賃金や物価が正常に戻り、想定以上に早く景気回復を達成できるとの見方も。

□ ユーロに留まるための唯一の選択肢が、緊縮財政の継続であることへの不満が爆発し、我先にギリシャの成功モデルを追い求める可能性が高い。

□ 特にギリシャ同様、ユーロ導入以降、経済成長していないイタリア、ポルトガルなどがどのような動きを起こすかが注目。

ギリシャ危機が欧州分離を誘発か② 「英国」

図表 英国総選挙結果の比較



(出所)各党のウェブサイトから大和総研作成

□ 保守党は5年間続いた自由民主党との連立を解消し単独で政権を樹立。

→英国のEU離脱 (Brexit) を問う国民投票の実施が確実に

□ EU内でのビジネスを優先する産業界からは、今後の政権運営に対して不安視する声が増しに強まっている。

→2015年4月より銀行税の税率を0.156%から0.21%に引き上げており、英銀の本社移転検討が始まりつつある。