

2015年2月6日

三井住友アセットマネジメント
シニアマネージャー 市川 雅浩

市川レポート (No.6)

岐路に立つギリシャ

欧州中央銀行（ECB）は2月4日、ギリシャ国債を適格担保として扱う「特例措置」の撤廃を決定しました。もともとギリシャ国債は投機的格付けのため、ECBが行う定例資金供給オペの担保要件を満たしていません。ただギリシャ政府が金融支援プログラムの四半期査定を通じて財政を再建するという前提のもと、ECBは特別にギリシャ国債を担保として受け入れてきた経緯があります。

ギリシャのバロファキス財務相は4日、財政規律を緩める新政府の方針などを説明するため、フランクフルトでドラギ総裁と会談しましたが、ECBはその数時間後に今回の決定を発表し、11日から適用するとしました。これによりギリシャの銀行は、自国の国債では直接ECBから低利の資金供給を受けられなくなります。ECBは改革路線の放棄とも受け取れるギリシャのチプラス政権の姿勢に対し、極めて強い警告を発した訳です。ギリシャは資金供給を絞られ、岐路に立たされました。それでは今後、ギリシャに対する金融支援はどのような展開を迎えるのか、以下、要点を簡単にまとめておきたいと思います。

金融支援に対する考え方がギリシャとトロイカで相違

まずギリシャ向け金融支援の内容を確認します。ギリシャはこれまで2度にわたる支援を受けており、第1次支援は2010年5月に決定され、2013年までに欧州連合（EU）から800億ユーロ、国際通貨基金（IMF）から300億ユーロ、総額1,100億ユーロの融資が実行されました。第2次支援は2012年3月に承認され、欧州金融安定基金（EFSF）とIMFが共同で総額1,300億ユーロの融資を、財政赤字削減や国有資産売却などの厳しい条件付きで分割実行する内容です。EFSFの支援は2014年12月末までに終了する予定でしたが、2015年2月末まで支援期間が延長され、現在融資は未実行となっています。

延長の背景には、金融支援に対するギリシャとトロイカ（EU、IMF、ECB）の考え方の相違があります。ギリシャ政府は国民から不人気の緊縮財政政策を強いる金融支援の早期脱却を目指しており、昨年12月に数十年ぶりとなる、ほとんど赤字のない2015年の予算案を議会で承認しました。しかしながらトロイカはこの予算案に疑義を呈し、支援終了は時期尚早との立場から、金融支援を2015年2月末まで延長することを決定しました。

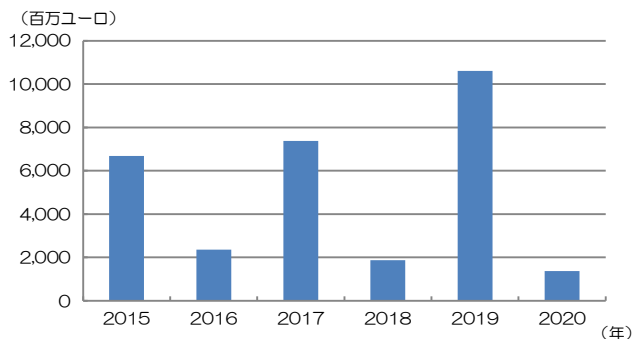
ギリシャの独自案に対し、トロイカは厳しい姿勢を示す

ギリシャは3月に約16億ユーロのIMF融資の期限、7～8月に約67億ユーロの国債償還（図表1）を迎えます。そのため金融支援を受けないと資金繰りに窮する恐れがありますが、支援を受けるには緊縮財政を継続しなければなりません。そこでギリシャは今回、現行の支援プログラムに代わる債務交換などを柱とした独自案と、財政再建の4カ年計画をトロイカに提示し、それらが合意に至るまでの間、100億ユーロ相当の短期国債発行を含む「つなぎ支援」を併せて要請したとみられます。これに対しECBはギリシャの財政再建姿勢に懸念が生じたと判断し、今回の特例措置撤廃に踏み切りました。ユーロシステムには緊急流動性支援（ELA）という制度があり、ECBが承認すれば、ギリシャの銀行はギリシャの中央銀行から流動性の供給を受けることが可能です。そのため直ちにギリシャの銀行が資金調達難に陥ることはありません。

市場の動揺リスクは残るが、金融支援は最終的に落とすどころがみつかりそう

ELAは健全な銀行向けの制度で、2週間ごとにECBによって実施の延長が検討されます。そのため預金流出などでギリシャの銀行の経営が傾いた場合や、2月末で現行の金融支援プログラムが終了となった場合、ECBはELAの継続を認めない可能性もあります。そうなってしまうとギリシャの銀行は流動性危機に直面するため、ユーロ圏を中心に広く金融市場が動揺することが予想されます。ギリシャとトロイカはこのような事態を回避すべく、金融支援に関する交渉を継続し、大幅な債務減免は難しいものの財政健全化を条件とした金利の減免や返済期限の延長に関して最終的に落とすどころをみつけると考えられます。ただしその間しばらくは、関連ニュースのヘッドラインに市場が一喜一憂する展開が続くとみられます。

【図表1：ギリシャ国債の償還年別残高】



(注) データ期間は2015年から2020年。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会