

## 緊急レポート（海外レポート第9号） ギリシャ危機～ELAとTARGET2からの視点

住宅金融支援機構 調査部海外調査担当部長（兼任） 経営企画部国際対応担当部長  
小林正宏



1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金(OECF)マニラ事務所駐在員、国際協力銀行(JBIC)副参事役、ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融支援機構調査部主席研究員等を経て、2014年4月より現職<sup>1</sup>。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年)、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年、共著)、『不動産マーケットの明日を読む』(日経BP社、2015年、共著)等がある。

### 要旨

1. 緊縮財政を求めるEU（欧州連合）に対し、緊縮策の見直しを選挙公約に掲げて当選したギリシャのチプラス政権は、支援交渉の詰め段階で「緊縮策を受け入れるかどうか国民投票を実施する」と発表した。
2. 瀬戸際外交を続けるチプラス政権に反発したEUは支援策の延長を拒否し、6月末に控えたIMF（国際通貨基金）への返済は行われず、先進国としては初めて「延滞」となった。
3. ギリシャでは2015年に入り預金の流出が加速していた。ECB（欧州中央銀行）は、ギリシャ中央銀行にELA（緊急流動性支援）を認めてきたが、6月28日にELAの上限を据え置き、これによりギリシャの民間銀行の資金繰りがいよいよ厳しくなり、6月29日からギリシャ政府は預金の引出制限等の資本規制を導入した。
4. 2015年前半からのELA増加により、ギリシャ中央銀行のECBに対する負債であるTARGET2のバランスは赤字幅が拡大し、2015年5月末時点で1千億ユーロ強となっている。
5. 7月5日に実施された国民投票の結果、緊縮策に反対する票が賛成する票を上回った。日本を含む国際金融市場への影響は限定的であると見られるが、予断を許さない。当面は、ELAの上限引上げを巡るECBの対応が注視される。

<sup>1</sup> 2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。2014年4月より早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師。2012年2月より、アジア太平洋住宅金融連合（APUHF）Advisory Board Member。2012年度日本不動産学会賞（論説賞）受賞。

## ギリシャ危機～ELA と TARGET2 からの視点

### 1. はじめに

緊縮財政を求める EU（欧州連合）に対し、緊縮策の見直しを選挙公約に掲げて当選したギリシャのチプラス政権は、支援交渉の詰め段階で「緊縮策を受け入れるかどうか国民投票を実施する」と発表、これに反発した EU からは支援策の延長が拒否され、6月末に控えた IMF（国際通貨基金）への返済は困難になるとの見方が広がり、一気に市場は緊迫化、リスク回避の動きが強まる中、6月29日の東京株式市場では日経平均株価が年初来最大の 596.20 円の下落となった。

6月30日、EUからの支援プログラムは終了し、IMFへの返済12億 SDR<sup>2</sup>は行われず、「延滞」扱いとなった<sup>3</sup>。IMFへの返済を延滞しているのはソマリア、スーダン、ジンバブエ<sup>4</sup>の3ヶ国のみ<sup>5</sup>で、これら3ヶ国の延滞総額12億9,550万 SDR（2014年4月末時点）に匹敵する金額が1回の延滞で発生した計算となる。先進国で「延滞」扱いとなったのはギリシャが初めてのケースである。しかし、国際金融市場は IMF への「延滞」を織り込み済みで、「延滞」の事実が報道された7月1日の東京株式市場は堅調な動きを示した【図表1】。

7月5日に行われた国民投票の結果、緊縮策に反対する票が賛成する票を上回っている<sup>6</sup>とされ、今後の EU、ECB の対応が注視される。今回の一連の混乱の中で、ギリシャ国民の生活に最も影響を及ぼしたと考えられるのは6月28日に発表された銀行業務の一時停止と預金の引出制限（資本規制）であろう。ATM（現金自動支払機）から預金を引き出せないという事態は、ギリシャがユーロという共通通貨圏に加盟していることに起因する。

本稿では、ギリシャ問題について、中央銀行の流動性供給に果たす役割と、ギリシャ問題におけるユーロという共通通貨の特殊性について検証する。

---

<sup>2</sup> IMF の特別引出権 (Special Drawing Rights)。2015 年 7 月 1 日時点の換算レートは、1 米ドル = SDR 0.711039 (IMF ホームページより)

<sup>3</sup> Statement by the IMF on Greece, Press Release No.15/310, June 30, 2015 では、次のとおり、今後の対応は理事会で検討されることとされている。

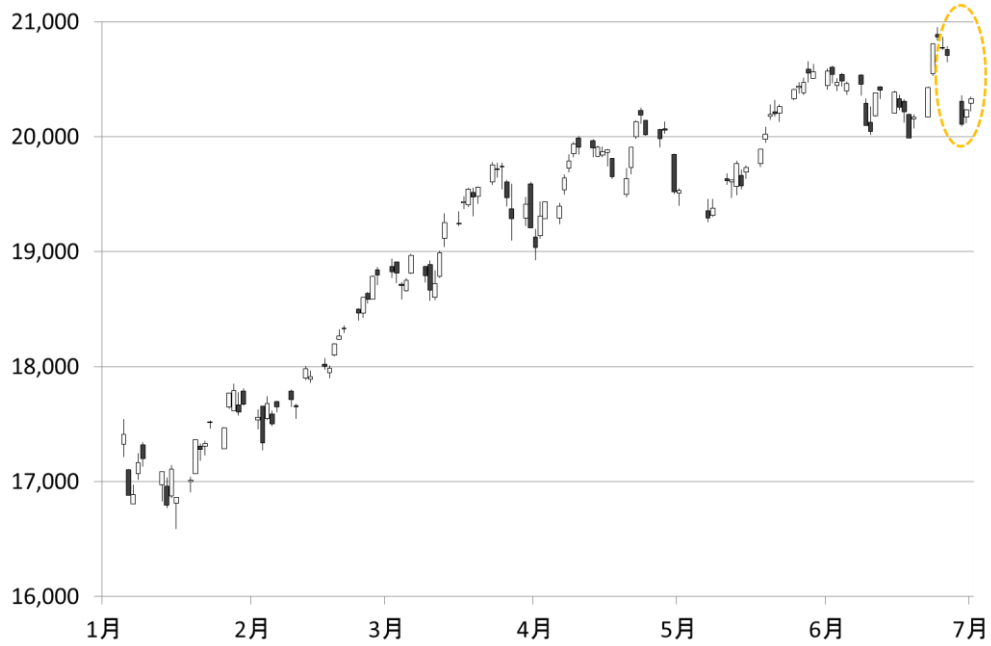
“I confirm that the SDR 1.2 billion repayment (about EUR 1.5 billion) due by Greece to the IMF today has not been received. We have informed our Executive Board that Greece is now in arrears and can only receive IMF financing once the arrears are cleared. “I can also confirm that the IMF received a request today from the Greek authorities for an extension of Greece’s repayment obligation that fell due today, which will go to the IMF’s Executive Board in due course.”

<sup>4</sup> ジンバブエではハイパーインフレが昂進し、2015 年 6 月に自国通貨を廃止している。

<sup>5</sup> International Monetary Fund Annual Report 2014: Financial Statements, Table 5.3 Arrears to the IMF of countries with obligations overdue by six months or more and by type, as of April 30, 2014 より

<sup>6</sup> 「ギリシャに関する財務大臣談話」日本国財務省、平成 27 年 7 月 6 日より

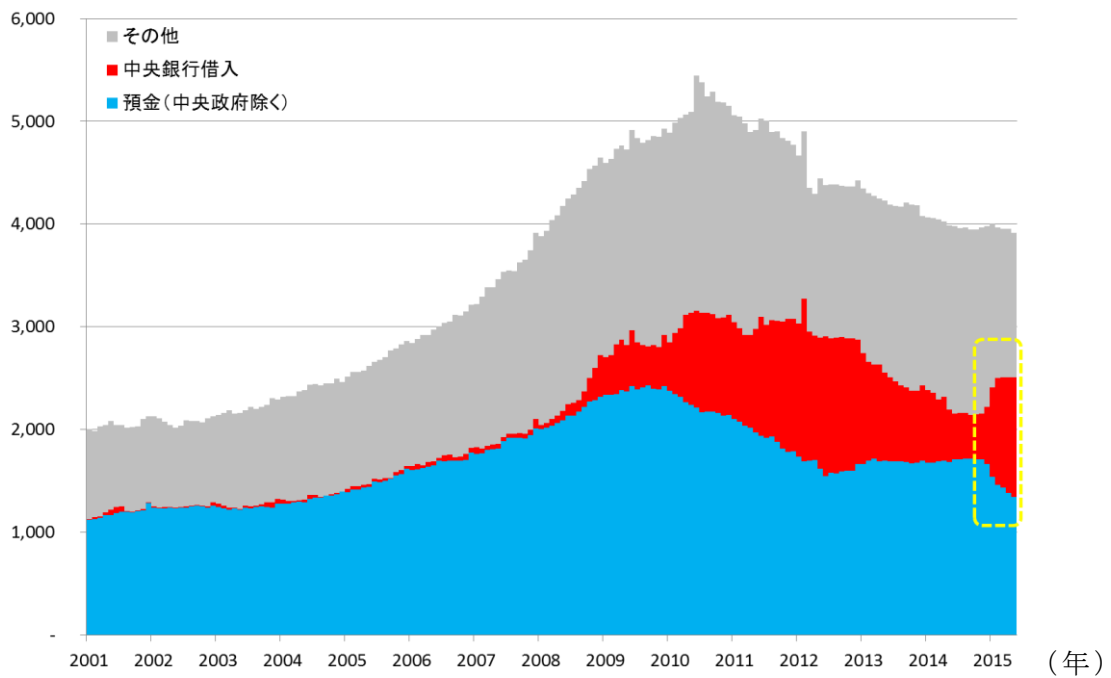
図表1 2015年の日経平均株価の推移（単位：円）



（資料）日本経済新聞社より

## 2. ギリシャの預金流出

図表2 ギリシャの民間金融機関の負債構成（単位：億ユーロ）



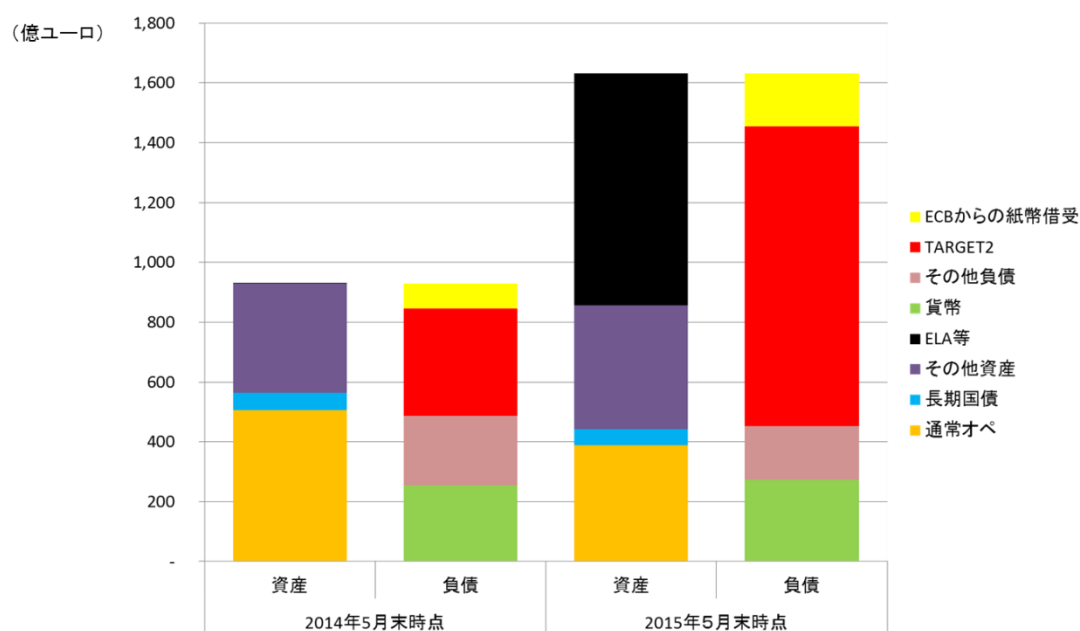
（資料）Bank of Greece より

2015年に入り、ギリシャの銀行等<sup>7</sup>からの預金流出が加速した【図表2】。

2009年末には約2,420億ユーロあった預金（中央政府分を除く）は、2010年の欧州ソブリン危機の中で流出が続いたが、2012年に第二次ギリシャ支援が決まってからは概ね横ばいで推移してきた。しかし、2015年1月に反緊縮策を掲げるチプラス政権が発足し、ユーロ離脱の可能性が意識されるようになり、預金の流出が再び始まった。2014年末の1,661億ユーロから、2015年5月末には1,341億ユーロと、320億ユーロ弱の減少となったが、これはギリシャに割り当てられたユーロの現金通貨<sup>8</sup>（多くは紙幣）の282億ユーロ（2015年5月末時点）を上回る金額である。

ECBもギリシャの預金流出を傍観していたわけではなく、本来の割当額を超えて、2015年5月末時点で177億ユーロの現金通貨をギリシャに供与<sup>9</sup>している【図表3】。しかしながら、ECBも無制限にギリシャ中央銀行を支援できるわけではなく、流動性支援の枠組みの範囲内に限定される。以下、ECBとギリシャ中央銀行、ギリシャの民間銀行の取引について、簡単に説明する。

図表3 ギリシャ中央銀行のバランスシート



（資料） Bank of Greece より

<sup>7</sup> 図表2のデータは、銀行以外の金融機関も含むが、大半は銀行である。出典は、”Aggregated Balance Sheet of Monetary Financial Institutions (MFIs) excluding Bank of Greece (BoG)”

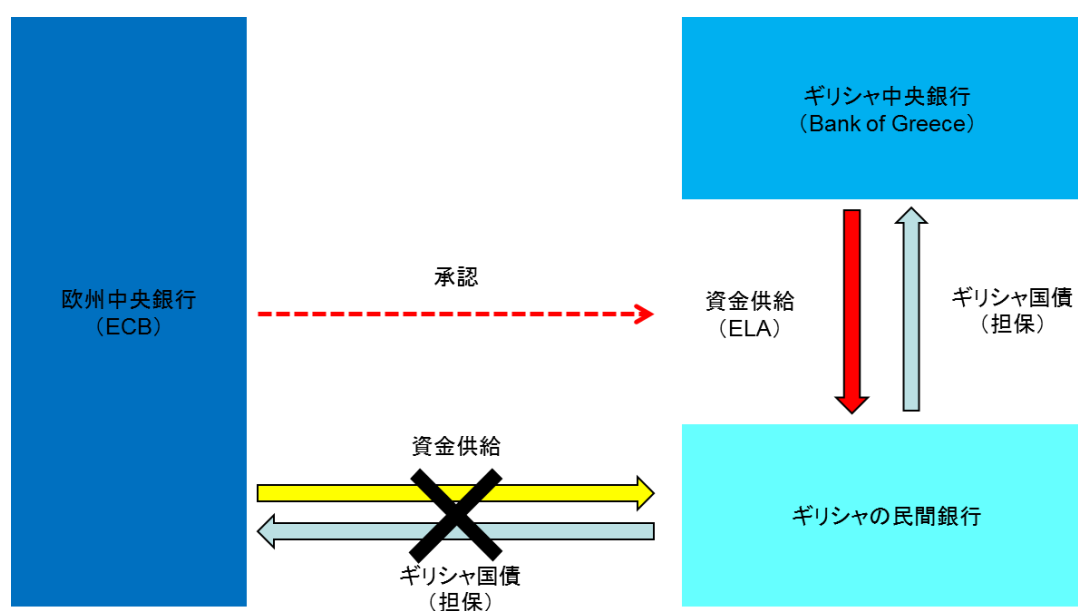
<sup>8</sup> Banknotes and coins in circulation. ユーロの現金通貨は、8%がECB、残り92%が各国中央銀行（National Central Banks : NCBs）に割り当てられる。

<sup>9</sup> Net liabilities related to the allocation of euro banknotes within the Eurosystem

### 3. ユーロシステム内の流動性供給スキーム

ギリシャの民間銀行は、通常であればギリシャ国債を担保に欧州中央銀行（ECB）からリファイナンス（レポ）を受けるが、ギリシャの緊縮策への対応への疑念から、2015年2月11日以降、ギリシャ国債が ECB のオペレーションの担保適格<sup>10</sup>でなくなったため、ECB から直接資金供給を受けることが困難となった。このため、ECB の承認のもと、ギリシャ中央銀行が自らのリスク負担により、ギリシャ国債を担保として緊急流動性支援（Emergency Liquidity Assistance : ELA）を実施してきた【図表4】。

図表4 ELA の枠組み



ギリシャ中央銀行が実施する ELA については、直接的に公表された統計はないが、ギリシャ中央銀行のバランスシート項目の中で、「国内金融機関向け貸出<sup>11</sup>」がこれに該当する<sup>12</sup>とされる。当該項目は、1年前はほぼ皆無だったのが、2015年5月時点では776億ユーロ<sup>13</sup>となっている（図表3の黒塗り部分）。

ELA は NCBs の責任において実行されるが、ELA がユーロシステムの目的と使命に抵触する場合は、ECB の理事会（Governing Council）の3分の2の投票により、制限する

<sup>10</sup> “Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations”, ECB, 4 February 2015

<sup>11</sup> Other claims on euro area credit institutions denominated in euro

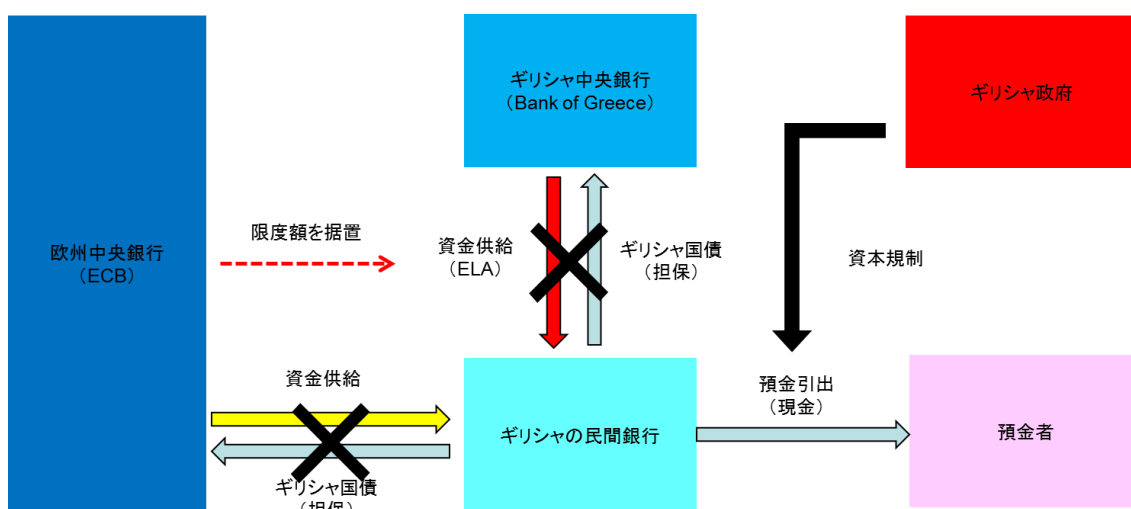
<sup>12</sup> Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 20 April 2012 より

<sup>13</sup> 776億ユーロの ELA に対し、1,562億ユーロの国債を担保として差し入れていることから、ギリシャ中央銀行は担保掛目を概ね50%に設定していると逆算される。

ことができる。そして、2015年6月28日、前日の国民投票実施の発表を受け、ELAの限度額を据え置く（引き上げない）ことを決定した<sup>14</sup>。

図表2で見たように、2015年に入って銀行からの預金流出が加速する中、民間銀行は中央銀行からの借り入れによりソルベンシー（支払い能力）を保ってきた。しかし、ELAの引上げが拒否されたことから、今後の預金引出に対していよいよ対応ができなくなった。このため、チプラス首相は銀行業務を一時停止し、預金引出を1日60ユーロとする等の資本規制を導入したが、实体经济に対しては更なる混乱を招いている【図表5】。

図表5 ELAと資本規制



#### 4. ELAとTARGET2

ELAはNCBsが各国の健全な民間金融機関に対し緊急的に行う流動性支援であり、NCBsのバランスシート上は資産として計上される。ELAの実施により、資産が膨張すれば、それに見合うよう、バランスシートの負債項目も増える必要がある。それがTARGET2バランスである。

TARGETとは、Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer systemというユーロ圏における即時決済システムの略称で、その第2世代のシステムをTARGET2と呼ぶ。2015年5月末現在、ギリシャ中央銀行の負債項目のうち、「欧州中央銀行制度との取引に係る純負債（Net liabilities related to transactions with the ESCB<sup>15</sup> (TARGET2)）」として、約1,003億ユーロが計上されている。

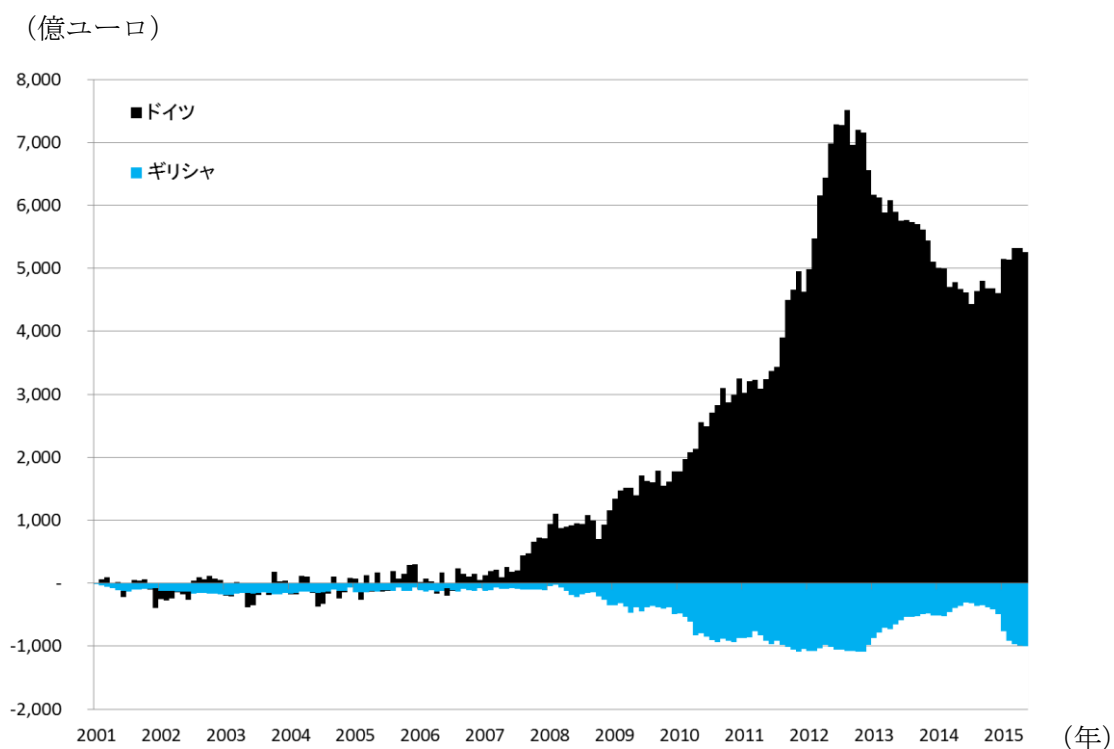
この分類項目名が示すとおり、ギリシャ中央銀行の純負債は、ECBに対するものである

<sup>14</sup> ELA to Greek banks maintained at its current level, 28 June 2015

<sup>15</sup> European System of Central Banks

が、ECBのバランスシート上には計上されていない。それは、NCBs間のTARGET2バランスを合計すればゼロになるからであるが、それはとりもなおさず、他の国の中央銀行にとっては純資産となることを意味する。言うまでもなく、そのカウンターパートの筆頭はドイツであり、ドイツのNCBに該当する独連銀（Bundesbank）のTARGET2バランスは2015年末時点で5,262億ユーロの超過（Surplus）となっている【図表6】。ユーロ圏では、スペインやイタリアもTARGET2バランスは大幅な赤字（Deficit）となっており、ギリシャの赤字が1対1でドイツの黒字に対応しているわけではない。

図表6 ドイツとギリシャのTARGET2バランスの推移



(資料) Bundesbank、Bank of Greece より

TARGET2バランスの不均衡の問題は今日に始まった話ではなく、2012年の第2次ギリシャ支援の頃から、ドイツ連銀を中心に、ギリシャがユーロ圏から離脱した場合の既存債務の扱いについて議論があった。もとより、ユーロには離脱に関する規定がなく（EUにはある）、万一、ギリシャが離脱して、TARGET2の負債を履行できなければ、残った国で損失を負担するしかないのではないかと、言われてきた。その配分については、ECBへの出資比率に応じるにせよ、TARGET2バランスに準じるにせよ、いずれにしてもドイツに相応の納税者負担が発生するのは自明の理であった。

TARGET2バランスに不均衡が存在すること自体は問題ではない。それは、国際収支において、ある国で経常収支が黒字で、ある国が赤字であったとしても、そのような不均衡

が持続可能である限り問題ないのと同じである。問題は赤字が持続可能であるかどうか、である。それはドイツ等の債権者側にとっては、将来的には緊縮財政が功を奏してギリシャの財政状況が好転し、債務を返済できるメドが立つか、最低限、その可能性が信頼に足るものであるかにかかっている。

## 5. ギリシャの今後と日本への影響

7月5日に実施された国民投票では、EUから要求されている緊縮財政について受け入れるか、拒否するか、が争点になった。一方、そのことと、ギリシャがユーロ圏に残り続けるのか、離脱へ踏み切るのかは、必ずしもリンクはしていない。市場にとって望ましかったのは、ギリシャが緊縮財政を受け入れ、ユーロ圏に残留する(①)という結果であったが、投票結果は緊縮財政については拒否となった。しかし、それがダイレクトにユーロ圏からの離脱(④)に繋がるわけではない。

		緊縮財政	
		受入	拒否
ユーロ圏	残留	①	②
	離脱	③	④

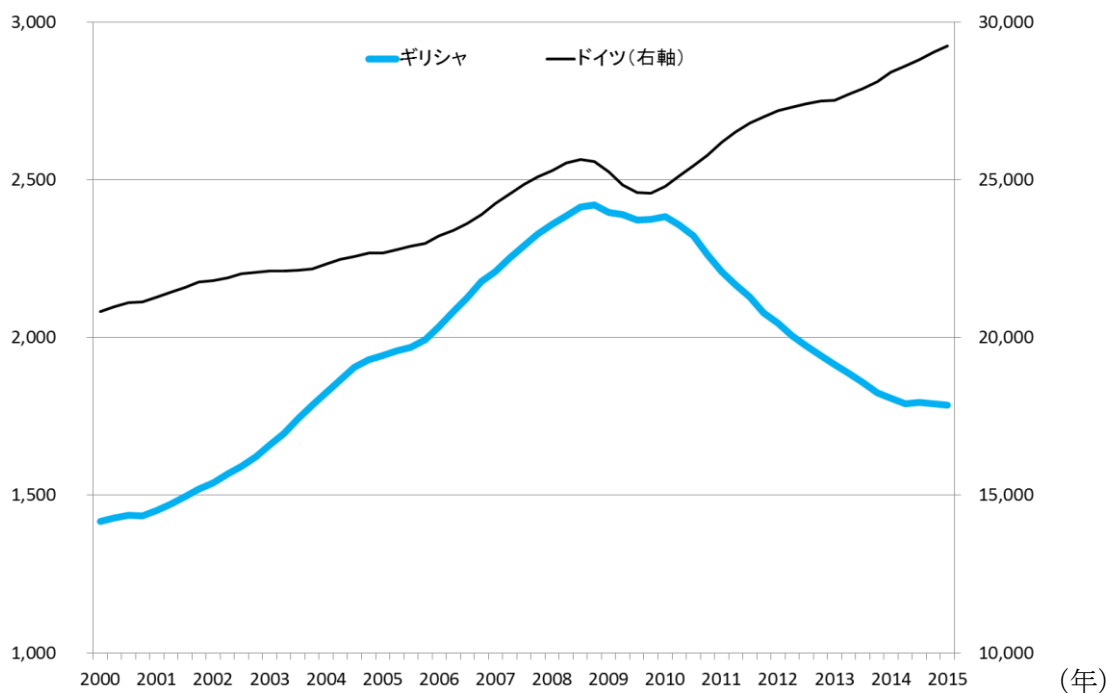
欧州統計局 (Eutostat) によれば、ギリシャの一般政府の財政赤字の対 GDP 比は、2011年の 10.2%から 2014 年は 3.5%まで縮小している。緊縮財政により、財政収支は改善してきている。支援する側としては、緊縮策の成果が一定に現れていると評価できる一方、ギリシャ経済は厳しい状況に置かれている。GDP はリーマン・ショック前のピークから約 26% 落ち込んでおり【図表 7】、失業率は 3 月時点で 25.6%と、4 人に一人が失業という状況である【図表 8】。25%という失業率は、大恐慌の際のアメリカの失業率の水準である。更に、若年層 (25 歳未満) では同月の失業率が 49.7%と、ほぼ 2 人に一人が職に就けないという状況であり、そのような厳しい現実があるからこそ、国民投票の結果も EU 側が期待したのとは違う結果となってしまった。IMF も、ギリシャの債務支払い能力の持続可能性については疑念を示している<sup>16</sup>。

緊縮財政を拒否したことで、ユーロ圏離脱の動きが加速したとしても、2010 年や 2012 年の危機を経てヨーロッパの安全網は整備されており、国際金融市場への影響は限定的であるという見方が現時点では一般的と見られる。チプラス政権は、民意を背景に、緊縮財政を拒否しつつ、ユーロ圏在留を目指そうという「虫のいい」選択肢を EU 側に突きつけるであろう。しかし、ECB が ELA の限度額引き上げを見送れば、ギリシャ政府は資本規制を継続せざるをえず、国民生活の混乱は収まらない。

<sup>16</sup> Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, IMF, June 26, 2015



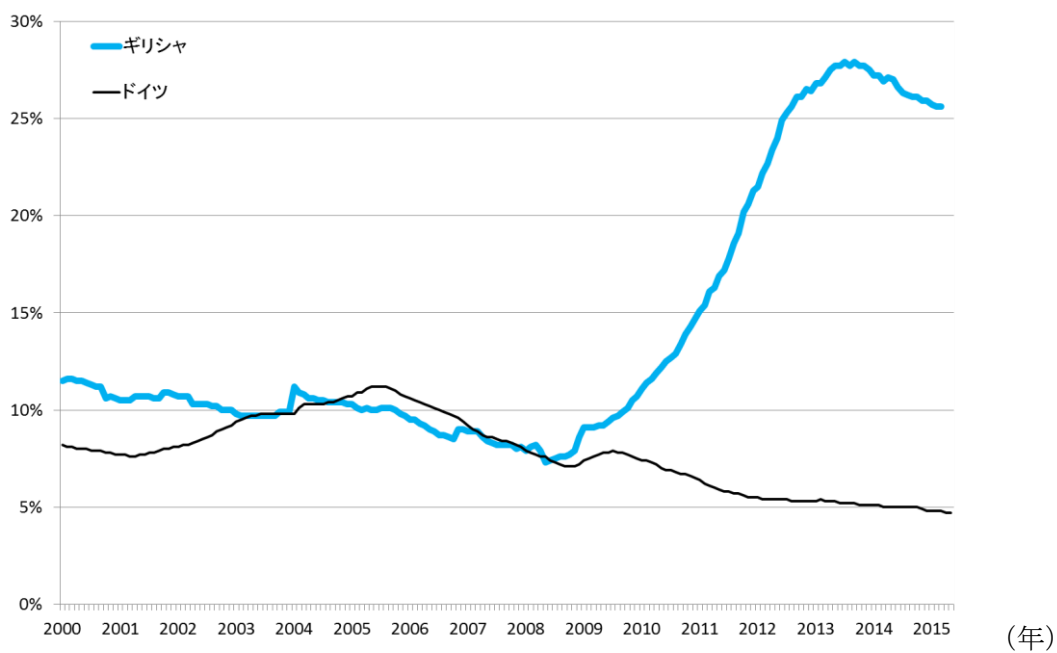
図表7 ギリシャとドイツの名目 GDP の推移 (単位: 億ユーロ)



(注) 四半期移動平均の年率換算値

(資料) Eurostat より

図表8 ギリシャとドイツの失業率 (季節調整値)



(資料) Eurostat より

国民投票の結果、予想外の大差で反緊縮派が多数となったことで、ECB も難しい対応を迫られることになる。EU 首脳会議において財政緊縮策について一定に譲歩し、ギリシャへの支援再開のメドが立たないうちは、ECB としても ELA の上限引上げには踏み切れないだろう。OMT<sup>17</sup>など、「ドラギ・マジック」という言葉で象徴されるように市場の信頼を勝ち得てきたマリオ・ドラギ総裁と言えど、現下の情勢で ECB が単独で救済に動く可能性は極めて低いだろう。中央銀行の独立性という原則とは次元が異なる。

ELA の担保掛目は 50%程度と見られる<sup>18</sup>が、現下の情勢を踏まえれば ECB の目線は厳しくならざるを得ないであろう。一方で、ELA の上限を引き上げなければ早晩、ギリシャの銀行の資金繰りは行き詰まるのは必至の情勢で、自らがギリシャの銀行の破綻の引き金を引くことになる。そうなれば、単一銀行監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism) の下でギリシャの銀行の財務健全性についても見てきた監督責任も問われかねない。また、銀行が保有する国債の金利リスクや信用リスクを巡る議論<sup>19</sup>にも影響を及ぼし兼ねない。

ギリシャ国内で反 EU 感情が高まれば、中国やロシアがギリシャに支援を差し伸べ、地政学リスクが高まるのではないかと懸念も指摘されつつある。ヨーロッパの問題はヨーロッパで解決するというのが現時点での共通認識であると見られるが、仮に中国やロシアが介入してくることになれば、もはやギリシャは「ヨーロッパの家族」の一員とはみなされなくなり、危機は新たな局面に進むかもしれない。

共通通貨ユーロは最適通貨圏の要件を満たさないという致命的な欠陥があると従来より指摘されてきたが、単なる通貨統合を超えた「平和のプロジェクト」としての政治的意味合いも強いユーロのあり方が今まさに問われている。民主主義の発祥の地であるギリシャの「民意」を踏まえた結果をどう受け止めるか、EU 側の対応が注視される。

※本稿において意見に係る部分は執筆者個人の見解であり、住宅金融支援機構の見解ではありません。

#### <参考文献>

- 小林正宏・中林伸一『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年) p112-130
- 小林正宏『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年) p161-178
- 川口有一郎・住宅金融支援機構調査部他『不動産マーケットの明日を読む 2020年に向けての不動産・住宅投資戦略の論点』(日経 BP 社、2015年) p326-330

<sup>17</sup> Outright Monetary Transactions (国債買取プログラム)

<sup>18</sup> ELA は前述のとおり明示的に金額が開示されておらず、かつては「Sundry (その他項目)」に分類されていた可能性もある。

<sup>19</sup> 金利リスクについては、バーゼル銀行監督委員会による市中協議文書「銀行勘定の金利リスク」(2015年6月8日)が出ている。