情勢判断

海外経済金融

ギリシャの債務再編と残存するユーロ圏の問題

～まだ先は長い財政問題終息への道のり～

山口　勝義

要旨

欧州では、ギリシャ国債の大幅な債務再編に向けた調整が進められている。しかし、これらはあくまで足元の問題の拡大回避をはかる対策が主であり、ユーロ圏の財政問題の根本的な解決には課題が残る。問題終息までには、まだ長い道のりが想定される。

はじめに

ユーロ圏では、10 月 23・26 日の欧州連合（EU）およびユーロ圏首脳会議に向け、以下を主要な柱とするギリシャの債務再編（国債の元本の削減等の条件緩和）へ向けた対策が準備されつつある。

① ギリシャ向け支援策の見直し
② 欧州の銀行の資本増強対策
③ 欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の再拡充策

一方、10 月 13 日、スロバキア議会での 2 回目の採決での可決により、ようやくユーロ圏全 17 ヶ国による EFSF の機能拡充の承認手続が終了した。これにより、EFSF は融資可能額が 2,550 億ユーロ（約 27 兆円）から 4,400 億ユーロ（約 46 兆円）に拡大されるとともに、新たに次の機能を付与されることとなった。

① 財政悪化国への予防的融資
② 銀行への資本注入
③ セカンダリー市場での国債購入

今後、ユーロ圏ではこれらの新たな機能を活用することになるが、当面のギリシャ対策は、あくまで足元の同国の突然の債務不履行とそれらに伴う問題の拡大を回避するための対策が主であり、財政問題終息に向けた本質的な課題対応にはまだ道のりは遠いものとみられる。

大幅な債務再編に向かうギリシャ

まず、最近のギリシャにかかる主要な動向を振り返れば次のとおりである。

1．当初支援の行詰り

9 月 2 日、ギリシャ財務省は、今年の対 GDP 比財政赤字が、目標とした 7.5%に対し、約 8.5%と大幅な上振れとなるとの見通しを発表した。これに対し、同日、国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）等による検証団がギリシャから帰国し、検証は中断する事態に至った。

同検証団は、ギリシャに対する当初金融支援での第 6 回の融資実行（図表 1）に先立ち、ギリシャの財政改善の進捗状

図表 1. 対ギリシャ　当初金融支援スケジュール

融資実行に当たっての事前検証			融資実行				
回	検証の基準日	検証の実施期限	回	融資実行年月	金額（億ユーロ）		
					EU	IMF	合計
			1	2010年5月	145	55	200
1	2010年6月末	2010年8月末	2	9月	65	25	90
2	9月末	11月末	3	2011年1月	65	25	90
3	12月末	2011年2月末	4	3月	109	41	150
4	2011年3月末	5月末（6月に延期）	5	6月（7月に延期）	87	33	120
5	6月末	8月末（延期）	6	9月（延期）	58	22	80
6	9月末	11月末	7	12月	36	14	50
7	12月末	2012年2月末	8	2012年3月	73	27	100
8	2012年3月末	5月末	9	6月	44	16	60
9	6月末	8月末	10	9月	44	16	60
10	9月末	11月末	11	12月	15	5	20
11	12月末	2013年2月末	12	2013年3月	44	16	60
12	3月末	4月末	13	6月	15	5	20
			合計		800	300	1,100

（資料）次の資料から農中総研作成（灰色の網掛け部分は実施済み）。
・European Commission (2011/02) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011”
・IMF (2011/03) “Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

況等の検証を行っていたもので、9 月中に予定されていたその融資実行が暗礁に乗り上げる懸念が高まった。

その後、ギリシャ政府が追加の不動産税の導入により税収の 20 億ユーロ（約 2 千億円）の上乗せを図るなどの案を取りまとめ、9 月 21 日には議会がこれを承認したこと等で、検証は再開され、10 月 11 日には、検証団の結論として、所定の承認手続を経たうえで、11 月初旬には予定された 80 億ユーロ（約 8 千億円）の融資実行を行う方針が示された。

これにより足元でのギリシャの債務不履行は回避される見通しとなったが、公表された声明文では、ギリシャでは、経済の想定以上の落込みや一部計画の不履行により財政改革には遅延が生じていること、民営化や規制緩和を含む構造改革にも目立った遅れが生じていること等が指摘されている。

このように、2010 年 5 月に開始された当初金融支援では、ギリシャに対し流動性支援を行い、時間の猶予を与えつつ財務内容の改善を促してきたものの、今ではギリシャの問題は債務返済能力自体が問われる段階に至り、債務再編が不可避となる状況に追いつめられている実態が明らかとなっている。

2. 追加支援の中での債務再編

他方、7 月 21 日のユーロ圏首脳会議では、ギリシャに対する追加支援として、銀行を中心とする民間投資家による平均 21%のギリシャ国債の元本削減がいったん合意された。しかし、その後、想定した数の投資家の自発的な同意に至らず、また上記の更なる財務の悪化により、より大幅な債務元本削減による民間投資家負担の増額が検討されることとなった。

（注） 2011 年 7 月時点での、IMF によるギリシャの債務の持続可能性分析による。
（資料） 次の資料から農中総研作成。
・IMF (2011/07) “Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement

現在、ギリシャ政府の対 GDP 比債務残高は 160%を超える水準に達しつつあり（図表 2）、ユーロ圏が上限とする 60%をひとつの目安とすれば、6 割程度の国債元本の削減が必要となる。

秩序ある債務不履行の必要性

こうしたなか、仮にギリシャが突然の債務不履行に陥り、さらに、ユーロ圏からの離脱に至った場合には、大規模な経済の混乱が予想される。

まず、ギリシャにおいては、銀行の連鎖的な倒産が生じる。さらに、ユーロ圏から離脱する場合には、ユーロ建等の債務額が復帰後の自国通貨ベースで暴騰し、実体経済は多大な打撃を受けることになる。また、他の財政悪化国への債務不履行の波及懸念で、これらの国々の国債利回りも急騰することになる。ドイツ等のコア国についても、ユーロ圏解体の思惑で長期金利の乱高下が生じ、通貨ユーロの波乱や銀行の経営不安等で、その影響はユーロ圏を越えて世界に拡大する可能性が高い。このため、関係当事者間で事前に十分調整したうえでの債務再編（秩序ある債務不履行）が求められている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

急がれる危機封じ込め策の構築

しかし、秩序ある債務不履行を図った場合にも、ギリシャの大幅な債務再編を機に、欧州の銀行の倒産やイタリア等への危機の波及、さらには銀行の流動性枯渇を通じた問題の世界的な拡大、リスク資産である融資削減を通じた世界経済の低迷等、危機が制御不能なレベルに拡大する懸念がある。現在、これを防止するため、次の 2 面から危機の封じ込め対策の整備が急がれている。

① 欧州の銀行の資本増強対策

② EFSF の規模再拡大等

ギリシャに対する支援継続等で時間の猶予を確保しながら、その具体化を図ることとなる。しかしながら、これらには次のとおり課題も多く、市場から対応の迅速性と実効性に対し十分な評価を得られるかどうかが当面の焦点となる。

まず①については、株価低迷による自助努力での増資の困難化や、公的資金注入に伴う財政悪化によるソブリン（国家）格付けの引下げ懸念、他の支援との兼ね合いでの EFSF による銀行資本注入額の限界等が考えられる。

また②については、中央銀行が国家財政に資金供給を行う政策運営（マネタリー・ファイナンシング）に対するドイツや ECB 等からの根強い反対、また EFSF の規模拡大に伴う政府保証の増額によるソブリン格下げのリスクがある。2013 年に資本金を有する形態で設立される欧州安定メカニズム（EMS）の設立前倒しも考えられるが、ドイツでは今回の EFSF 拡大の議会承認で、今後これ以上の負担は負わないとの姿勢であることなどからも、支援制度の更なる規模拡大には制約が課せられている。

（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

（資料） IMF、World Economic Outlook Database のデータから農中総研作成。

残存するユーロ圏の問題

一方、ギリシャでは、今回大幅な債務削減を実施しても、閉鎖的な経済構造、高止まりする単位労働コスト、乏しい輸出産品等による経済競争力の弱さ（図表 3、4）は残り、その経済成長の回復はおぼつかない。また、欧州の銀行財務への影響等を勘案し債務元本の削減額が小幅に調整された場合には、今後とも財政改革への厳しい取組みが不可欠となる。ギリシャは市場からの資金調達への復帰までにはほど遠く、引続き国際的な支援が必要になるが、経済成長の停滞により、再度財政再建の頓挫に至る可能性も高い。

また、他の財政悪化国の高止まりした債務問題も残存する。ユーロ圏の財政分権や南北格差という構造的問題も引続き課題である。新たに、支援国側の財政悪化が生じる可能性も高い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まとめ

ギリシャでは、最近ではパパンドレウ首相が側近に対し何度か辞任の意向を漏らしているとも伝えられている。また、財政改革に対する大規模なストやデモが続いており、世論調査でも与野党は拮抗している。現在のところ、ポピュリスト政権の躍進で突然の財政改革放棄やユーロ圏離脱に至るシナリオは考えにくいものの、ユーロ圏に止まることの是非を問う国民投票を求める声も出ているという。

今後のシナリオとしては、今のところその可能性は極めて低いものの、ギリシャが経済成長の停滞長期化で最終的に通貨の切り下げ以外に生きる道がなくなり、自ら選択してユーロ圏を離脱する可能性や、経済力が弱い南部と強い北部で、ユーロ圏を分離せざるを得なくなる可能性も、皆無ではないと考えられる。

一方、支援国のソブリン格付けの引下げ懸念等でユーロ圏内での支援策拡充が行き詰まり、IMF に一層の関与強化を求めざるを得なく可能性は相当高いものと考えられる。これらを含め、想定されるシナリオは図表 5 のとおりである。

10 月の EU およびユーロ圏首脳会議で包括的で実効性のある対策が示され、その後の迅速な対応によりユーロ圏の財政問題は終息に向かうなどとする楽観的な見通しに対し、現実にはここで示した「メインシナリオ」をたどる可能性が高いのではないかと考えられる。また、可能性は低いながら「リスクシナリオ」を想定する必要があり、「ワーストシナリオ」も可能性が皆無とは言い切れない。

ユーロ圏では、財政面での政策協調強化や、財政規律の管理態勢の厳格な運用、さらには経済成長の回復等、財政問題終息に向けた本質的な課題対応にはまだ道のりは遠く、その間、市場には様々な波乱が生じるものと考えられる。

（2011 年 10 月 21 日現在）

図表 5. 想定されるシナリオ

		I. メインシナリオ （可能性が高いシナリオ）	II. リスクシナリオ （可能性が低いシナリオ）	III. ワーストシナリオ （可能性が皆無ではないシナリオ）
概要	問題の拡大・経済への影響	・当面の危機の封じ込め策構築にかかる調整には手間取るものの、世界的な危機に拡大するには至らず。 ・ユーロ圏の財政問題は残存。 ・ユーロ圏の経済停滞が続く。	・ソブリン格下げ懸念等で、危機の封じ込め策の実効性に限界。 ・市場はこれを見越し、銀行株や周辺国国債をさらに売り込み。 ・銀行の破綻が複数発生。資金繰り難を通じて影響が世界に拡大。 ・ユーロ圏の経済停滞がより長期化。	・リスクシナリオで政策対応が不適切であった結果、銀行が連鎖的に破綻し、危機が世界に波及。 ・世界的に市場の混乱は拡大し、世界経済は長期停滞に。
	金融支援	・経済成長の停滞で財政改善が進まず、金融支援はイタリア、スペインに及ぶ。	・金融支援はイタリア、スペインのみならず、ベルギー等に及ぶ。	・ギリシャのユーロ圏離脱、またはユーロ圏の分裂に至る。
	債務再編	・債務再編は、ギリシャの後、ポルトガルに及ぶ。	・債務再編は、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド等に及ぶ。	
	その他	・時間をかけて、財政政策の協調へ。	・フランスや他のAAA国の格下げ。	
各国の政治情勢・支援体制		・財政悪化国支援に反対する勢力が強い国々はあるものの、国際的危機回避のためユーロ圏で協調して対応。	・主要国で、財政悪化国支援に反対する政党が台頭し、ユーロ圏の協調に支障をきたす。	
		・反対論根強く、今後のEFSFの規模再拡大には限界がある。 ・IMFを通じた新たな支援体制の構築が必要に。	・EFSFは、問題の拡大に対し対処不能に。 ・米国や新興国によるIMFを通じた新たな支援体制に大幅に依存。	

（資料）農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます