情勢判断

海外経済金融

ギリシャへの追加支援の限界と今後の懸念材料

～課題の残る「ドイツ化」と注意を要する政治情勢～

山口　勝義

要旨

改革を優先し財政規律を強化する最近の動きをユーロ圏の「ドイツ化」と捉える見方も出ているが、むしろ当事国の事情を踏まえたより柔軟な支援対応が重要である。また、ギリシャに対する債権者の構成変更で、今後政治情勢が一層大きな市場の波乱要因となり得る。

いわゆる「ドイツ化」の動き

欧州中央銀行（ECB）による2回にわたる期間 3 年の資金供給やギリシャに対する追加支援の実施により、足元では欧州市場は一応の落着きを取り戻している。しかし、ここ半年ほどを振り返れば、ギリシャのユーロ圏離脱の可能性も否定できない、極めて緊迫した展開が続いた。2011 年 7 月のユーロ圏首脳会議でギリシャに対する追加支援の実施は合意されたものの、その後も同国の財政状況の悪化は続き、2012 年 2 月のユーロ圏財務相会合に至るまで、民間投資家の負担を含め、具体的な支援策の調整は難航した。

特にドイツは、財政改革や経済構造改革が遅延するギリシャに対して、計画どおりの実行を求める立場から厳しい姿勢を維持した。例えば、ショイブレ独財務相は、改革を順調に進めるために、ギリシャの予算は欧州連合（EU）に設ける特別委員による管理に移行すべきとの見解を示し、また、ギリシャの総選挙の延期にまで言及するなど、踏み込んだ発言が目立つようになった。さらに、ギリシャの改革実行力には疑問があり、デフォルトもやむを得ないとの発言も行っている。

これらの発言は、より有利な支援条件を引き出そうとするギリシャの瀬戸際外交に対する単なる牽制とも考えられるが、オランダ、フィンランドがギリシャのデフォルトを容認するドイツに同調する一方、フランスや ECB 等はその回避を主張するなど、支援国側の見解の相違が表面化することとなった。また、当事者であるギリシャは一連の発言に強く反発し、パプリアス大統領が、ショイブレ独財務相や、オランダ、フィンランドを名指しで強く非難することなどで緊張感が高まった。この結果、一時は、様々な対立で支援策の取りまとめができず、3 月にギリシャ国債がデフォルトに至る可能性が否定できない状態ともなった。

以上の過程で改めて明確となったのは財政等の改革を最優先する支援国の姿勢であるが、12 月の EU 首脳会議でのドイツの主張に基づく財政規律強化にかかる条約締結の合意とともに、これらをユーロ圏の「ドイツ化」と捉える見方もある。こうした動きに対しては、ギリシャでは1940年代のナチスによる占領を連想させるものとして国民の抵抗を生み、また、国際通貨基金（IMF）が、ギリシャの自助努力には限界があり、むしろ財政改革等の目標緩和も検討すべきとの見解を示唆するなど、支援の有効性の観点からも懸念の声が出ている。

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

ドイツの立場と有利な環境

改革が遅延するギリシャに対いらだちを強めるドイツ自身の取組みを振り返れば、長期間にわたり単位労働コストの上昇を抑制すること等で経済の競争力を確保し、ユーロ高が続く環境下やサブプライム問題以降の経済の混乱期にも、経常収支黒字を増加させ、維持してきた経緯を確認することができる(図表1～3)。

このため、ドイツの立場からすれば、ユーロ圏ではまず財政改革等の自助努力、財政規律の強化が重要であり、財政悪化国のモラルハザードを生じかねない、安易な経済成長政策やユーロ共同債などの政策は採用すべきではないということになる。さらに、ユーロ圏の財政危機では最大の支援国であり、2013年に総選挙を控えるドイツとしては、納税者の利益に配慮し、一層こうしたスタンスを強固とせざるを得ない事情がある。

しかし、一方で、自らの財政改革を進めるに当たり、ドイツにはドイツならではの有利な環境が生じている。

ドイツ国債は、ユーロ圏の財政危機で、質への逃避（flight to quality）先として、安定的に資金の流入が見られてきた。この結果、その利回りは低位で推移し、国債利回りが消費者物価（CPI）上昇率を下回る水準にまで低下している（図表4の①と③)。また、インフレ連動債を見ると、最近ではその利回りはゼロ近辺の水準にある（図表4の②)。

このような極めて低い、あるいはマイナスの実質利回りは、緊縮財政、債務減免、経済成長等とともに財政改革の主要な手段のひとつと考えられる金融抑圧（financial repression）(注1)と同様の効果をドイツにもたらしている。ドイツの財政改革の着実な進捗は、この好環境にも支えられている点を否定することはできない。

図表1 単位労働コスト(2005年＝100)

（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

図表2 為替(ドル/ユーロ)とドイツの経常収支

（資料）IMF "World Economic Outlook Database (2011/9)"および Bloomberg のデータから農中総研作成。

図表3 対GDP比経常収支

（資料）IMF "World Economic Outlook Database (2011/9)"のデータから農中総研作成。

図表4 ドイツ国債利回り

（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。
（注）①はクーポン 3.25% 償還期日 2020/1/4 債、②はクーポン 1.75% 償還期日 2020/4/15 債。

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

柔軟な支援対応の必要性

確かに、バブル経済のリスクを軽視し、財政等の改革を怠った財政悪化国には反省すべき点はある。しかし、自らの財政改革の進捗を実質的な国債利払い負担が極めて小さい上記の好環境にも負うところがある一方で、財政悪化国の置かれた固有の環境を軽視し、ドイツの立場に立った「ドイツ化」を進めるとするならば、それは逆に、ユーロ圏を不安定化させ、長期間にわたり支援が必要になる要因ともなりかねない。

ギリシャを見れば、経済成長率が大きくマイナスに落込み、高い失業率が続いている。追加支援策は策定されたものの、債務残高の削減には時間がかかる見込みである（図表 5)。ギリシャを含む南欧諸国では、近年、賃金水準等が上昇する一方、主要な生産物は繊維製品等の伝統的な産品に限られている。しかし、グローバリゼーションのもとで、こうした製品の主産地は既に新興国にシフトしており、経済改革でこれらの国々との競争のために生産コストの低減を図る政策は妥当性を失っている。むしろ、インフラ整備、人材育成、有力企業誘致等で中期的に経済の付加価値を向上させる投資を行うことを主眼としつつ、合わせて民間企業の活力活用等で生産コストを引き下げる対応が重要となるものと考えられる。

こうしたなかで、ひとつの注目される動きは、欧州委員会が 2012 年 2 月に公表したEU加盟各国のマクロ経済の不均衡分析である。これは 2011 年 12 月に実施された財政赤字の基準等を定める「安定成長協定」の拡充を機に新たに導入された仕組みであり、EU内でマクロ経済面でのリスクの高い兆候を早期に発見し是正を

図表5 政府債務残高の対GDP比(ギリシャ)

（資料）図表中①は IMF “World Economic Outlook Database（2011/9）”のデータから、②、③は次の資料から農中総研作成。
- IMF（2012/3）“Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility”
- European Commission（2012/3）“The Second Economic Adjustment Programme for Greece”

図ることを目的としたものである。今回、経常収支を含む 10 の経済指標に基づく評価手法により検証した結果、12 ヶ国が是正を要する問題を有する国として、その内容とともに特定されている(注2)。

ここでは、現在のところ、経常収支の赤字拡大は問題と認識される一方で、ドイツ等の黒字国の取り組むべき事項については分析が行われていないなど、不均衡是正の観点からは課題も認められる。しかしながら、財政悪化国に対する支援を有効なもとのするためには、厳格な改革や規律強化ばかりではなく、こうした不均衡分析を適切に実施・活用することなどを通じ、より柔軟な対応を行うことが必要ではないかと考えられる。

財政収支と民間収支の合計から構成され、また経済競争力を反映する経常収支は改革進捗のひとつの重要なメルクマールである。現実に、12.5%の低い法人税率による有力輸出企業誘致の政策等を通じ急速に経常収支を改善しているアイルランドの例もあり（図表 3)、より柔軟な発想が望まれるところである。

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

図表6　メルケル連立政権の基盤が揺らぎつつある兆候（事例）
・ 2月27日のギリシャに対する追加支援にかかる下院審議で、これまでにない造反者が出た。
・ メルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）のほか、自由民主党（FDP）、キリスト教社会同盟（CSU）から成るドイツの3党連立政権のうち、CSUは、ユーロ圏各国やIMFからドイツの同意が期待されている危機拡大を防ぐ安全網の対応能力強化を含め、これ以上の支援負担増には強く反対している。
・ CSUに属するフリードリッヒ内務相は、ユーロ圏財務相会合での追加支援合意後の2月25日のインタビューで、「ギリシャはユーロ圏から離脱した方が経済改革や成長回復が実現する可能性が高い」と発言し、ギリシャのユーロ圏離脱を公式に求めるメルケル連立政権での初めての閣僚となった。
・ ドイツで5月に予定される財政規律強化にかかる条約の批准手続では、下院・上院の双方における議決と各3分の2以上の賛成が要件となるが、現勢力では野党の協力が不可欠である。しかし、有力野党の社会民主同盟（SPD）が協力のひとつの条件として上げる金融取引税の導入に対し、連立与党のFDPは強い反対の立場を取っている。

（資料）各種報道から農中総研作成。

大きな波乱要因となり得る政治情勢

納税者の利益をひとつの背景とした「ドイツ化」との関連では、今後、政治情勢が一層大きな市場の波乱要因となる可能性に注意が必要である。

今回、ギリシャでは、合計約 3,500 億ユーロ（約 37 兆円）の政府債務のうち、元本の 5 割強の民間投資家の負担により約 1,000 億ユーロの債務を削減し、代わりに追加支援として約 1,300 億ユーロの債務が生じることとなった。

これにより、民間および公的部門（EU、ECB、IMF 等）の債権者の間で、今後、後者の割合が約 4 割から約 7 割に増加するという大きな変動が生じることになる。つまり、ギリシャに対する債権者の太宗は公的部門となり、今後は ECB を損失負担から除外する等の特別扱いは考えにくくなる。そして、公的部門の背後に存在する最大の利害者である納税者の負担増に関して、各国で政治面の合意形成が一層困難となることが予想される。

現実に、経済成長力の乏しいギリシャが、三たび支援が必要となる可能性は高い。いわゆるトロイカ（EU、ECB、IMF）の調査団自身も、実質 GDP 成長率が 2011 年の▲6.8%から2013年には0%に回復し、以後 2%以上の成長を前提とする「基本シナリオ」（図表 5）について、より深刻な経済停滞で、財政問題が再度深刻化する可能性を認めている。

既にドイツにおいては、2 月 27 日のギリシャに対する追加支援にかかる下院審議でこれまでにない造反者が出ているほか、メルケル連立政権の基盤が揺らぎつつある様々な兆候が現れている（図表6）。

このように、ドイツ一国を取り上げてみても、納税者の負担増についての合意形成の困難さが増加しつつある。今後、4・5 月のフランス大統領選挙、4 月または5月にも見込まれるギリシャや2013年のドイツ、イタリアの総選挙等、重要な政治イベントが続く。こうしたなか、政治情勢がこれまで以上に大きな市場の波乱要因となる可能性が高まるものと考えられる。（2012 年 3 月 23 日現在）

(注 1) 金融抑圧（financial repression）は、Reinhart、Rogoff の以下の文献等によれば、政府が様々な規制措置等により民間投資家に国債投資の継続を強く促し、国債利回りをインフレ率以下に維持する政策を採ることを意味している。民間に負担を強いることで、負の実質金利により政府は大きな債務残高にも耐えられ、その間に財政改革を進めることが容易となる。

・ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff（2009）“This Time Is Different”（邦訳『国家は破綻する』）

(注 2) 次による。

・ European Commission（2012/2/14）“Alert Mechanism Report”
・ European Commission（2012/2）“Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances”

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