本質的な解決には遠い欧州財政問題

―債務返済能力を棚上げにしたギリシャ追加支援―

主席研究員　山口勝義

日本が連休中の５月６日、独誌シュピーゲルの電子版が、ギリシャがユーロ圏離脱を検討していると報道し、市場に混乱が広がった。同日夜に、ドイツなど主要国の財務相等がルクセンブルクで秘密の危機対策会議を持つということで、その情報は一層現実感を伴っていた。

その後、ユーロ圏財務相会合のユンケル議長は、いったんは否定していた会議実施の事実を認めた。しかし、同時に、そこでの議論の対象はギリシャの財政改革の進捗状況等であり、償還期限延長等の国債の債務再編(注1)や、ましてユーロ圏離脱ではなかった点を強調した。

１　焦点は流動性から債務返済能力へ

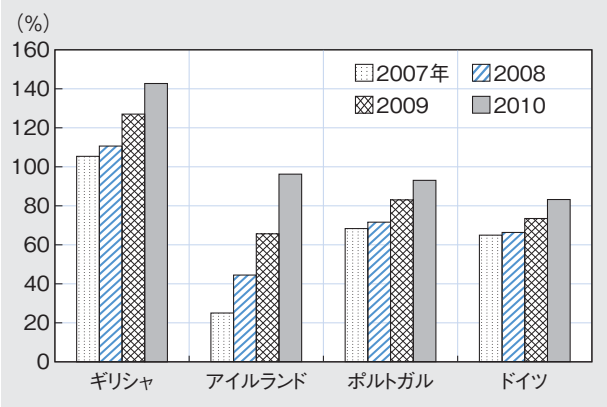
確かに、離脱がもたらす結果は、自国通貨の暴落とそれに伴う外貨建て債務額の急膨張、金融システムの機能停止と経済の疲弊等であり、ギリシャ自身が本気でこれを選択するとは考え難い。しかし一方で、同国の債務再編については、その可能性は否定できない。

2010年５月、ギリシャの財政問題に対し、欧州連合(EU)および国際通貨基金(IMF)による金融支援が合意された。これは、国債市場での資金調達に支障がある同国に対する資金繰り、つまり流動性対策としての支援であった。しかし、これにより時間の猶予を与えられたにもかかわらず、その後ギリシャでは財政改革は順調には進まず、今ではその債務返済能力自体が危惧される段階に至っている。

そうした状況は、11年１～２月に実施されたIMF等によるギリシャ債務の持続可能性分析に既に現れている。そこでは、自然体の仮定を置いたベースケースにおいてさえも、国内総生産(GDP)比政府債務残高は10年の約140％が12年に約160％に達した後、ようやく緩やかに減少に転じるという極めて厳しい状況となっている。また、経済成長率鈍化、金利上昇等のより厳しい前提下でのストレスケースでは、それが増加し続けていく可能性が示されている(注2)。

この債務残高の水準は、ユーロ圏が設定している60％以内という基準をはるかに超える高い水準である。そして、上記の債務残高の推移は、ギリシャが流動性の問題にとどまらず、債務返済能力を喪失し国債の債務再編を迫られる瀬戸際に立たされている事実を意味している。

第1図　GDP比政府債務残高推移(実績)



資料　以下により筆者作成
・Eurostat(2011/4)“Provision of deficit and debt data for 2010-first notification”

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

2　様々な困難な環境

さて、改めてギリシャが財政問題を終息させるために必要な条件を挙げれば、「①財政改革の進捗、②競争力回復を通じた経済成長の実現」であると考えられる。ここでは、一連の財政改革の進捗を通じ競争力を回復することで、経済成長を実現することが期待されている(①⇒②)。また、調達金利を上回る経済成長率を維持することが債務残高の削減に大きな効果を持つことから、逆に、経済成長が財政改革を促進することとなる(②⇒①)。つまり、財政問題の終息には、財政改革と経済成長が相互に寄与し合う好循環(①⇔②)に入ることが重要な前提と考えられるわけである。

しかしながら、ギリシャでは既得権益や硬直的な組織等が財政改革の障害となっており、高止まりした労働コスト等、競争力の脆弱性からの脱却は容易ではない。輸出産品にも乏しい。マクロ経済環境についても、緊縮財政、欧州中央銀行(ECB)の金融引締め、それに伴うユーロ高等、大変厳しいものがある。中長期金利も上昇を続けている。経済を支える銀行の体力にも不安感が強い。

現実に、同国では財政改革は遅延しており、経済成長率も計画値を下回り始めている。これは財政問題の終息から遠ざかる兆候であり、債務返済能力を喪失する方向に動き出していることを意味している。そして、こうした状況が、前述の債務の持続可能性分析の結果に反映しているわけである。

3　追加支援対応とその限界

以上の債務返済能力の問題とは別に、7月の国債償還に関連して、ギリシャの流動性の問題が再度クローズアップされ、足元、市場は混乱の度を深めている。

仮に、同国が国債償還に際し、債務不履行に該当する債務再編に至った場合には、他の被支援国への同様の再編の波及が懸念されるほか、ギリシャ国債の減価や担保不適格化等を通じて、負の影響の拡大と深刻化が予想される。このため、ユーロ圏では、こうした事態を回避するため、急遽、IMFとともにギリシャに対する追加の流動性支援策の取りまとめを進めている。

ここでは、当面の問題の緊急性もあり、債務返済能力の議論は棚上げにされている。しかし、ギリシャが債務返済能力自体が問われる瀬戸際に至っているにもかかわらず、その観点を欠いた支援にとどまることに対しては、市場は本質的な問題の先送りとして、いずれ批判的な目を向けるであろう。

これまで、政治面、財政面での一体化という困難ではあるが、財政問題終息にとっては極めて重要な取組みを回避してきたユーロ圏。しかし、市場に迫られ、これらに正面から向き合わざるを得ない時期が近づいているのではないだろうか。(11年6月20日現在)

(やまぐち　かつよし)

(注1)債務再編とは、償還期限延長のほか、金利の引下げ、償還元本の削減等の条件緩和を言う。

(注2)詳細は、拙稿「否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性」(『金融市場』2011年5月号)を参照。なお、IMF等による分析結果は、主として次による。

・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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/