

# 経済成長軽視で困難化したユーロ圏の財政危機

— 今後も景気後退と財政問題困難化の悪循環が継続する可能性 —

主席研究員 山口勝義

ユーロ圏の財政危機が、世界経済の大きな懸念材料となっている。

小国であるギリシャの財政問題がアイルランドやポルトガルを巻き込み、さらに経済規模の大きいイタリアやスペイン等への問題波及が懸念されている。また、この間、国債価格の下落等が銀行の財務悪化を招き、金融危機を通じて、影響がユーロ圏を越えて世界経済へ拡大するリスクが高まっている。

同時に、危機の発端となったギリシャの情勢は一層厳しさを増しており、これが今後、ユーロ圏の財政危機をさらに困難化する可能性をはらんでいる。

## 1 厳しさを増すギリシャ情勢

2011年7月に実施されたユーロ圏首脳会議で、ギリシャに対し追加の金融支援を行うことが合意された。10年5月に開始された欧州連合(EU)および国際通貨基金(IMF)による1,100億ユーロ(約11兆円)の当初金融支援のみでは、ギリシャ財政の破綻回避には不十分であることが明らかになったためである。

しかしながら、その後、追加支援策を巡る調整は年を越えて難航を続けた。支援の一環として、ギリシャ国債を保有する民間投資家が負担する損失も、交渉の結果、10月時点で想定された元本の50%から増額される方向にある。

こうした背景には、一層悪化しつつあるギリシャの経済情勢がある。税収は計画どおり確保できず、財政改革が大幅に遅延している。

11年12月、IMFはギリシャの財政改革計画の進捗状況等について、直近の検証結果を発表した。10年5月の当初金融支援開始後、IMFはEUとともに四半期ごとに検証を実施しており、発表されたのは第5回めの検証結果になる。

ここでは、財政改革の計画比未達が指摘されているほか、ギリシャの実質GDP成長率予測値の下方修正が行われている。第1表のとおり、例えば2011年の予測値は△3.9%から△6.0%に、また2012年の予測値は0.6%から△3.0%に大幅に下方修正された。加えて注目されるのは、最近ではこのような下方修正が短期間に引続いて行われている点であり(網掛け部分)、ギリシャ経済の急速な悪化が明確になり

**第1表** IMFによるギリシャの実質GDP成長率予測 (単位 %)

	2011	2012	2013	2014	2015
当初金融支援開始時 (2010年5月)	△2.6	1.1	2.1	2.1	2.7
第1回検証時 (2010年9月)	△2.6	1.1	2.1	2.1	2.7
第2回検証時 (2010年12月)	△3.0	1.1	2.1	2.1	2.7
第3回検証時 (2011年3月)	△3.0	1.1	2.1	2.1	2.7
第4回検証時 (2011年7月)	△3.9	0.6	2.1	2.3	2.7
第5回検証時 (2011年12月)	△6.0	△3.0	0.3	2.4	2.9

資料 ・ IMF(2010/5)“Greece: Request for Stand-By Arrangement”  
 ・ IMF(2010/9)“Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement”  
 ・ IMF(2010/12)“Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement”  
 ・ IMF(2011/3)“Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement”  
 ・ IMF(2011/7)“Greece: Forth Review Under the Stand-By Arrangement”  
 ・ IMF(2011/12)“Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement”

つつある。

## 2 ギリシャ支援での経済成長の軽視

経済成長は、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ため、財政改革に大変重要な意味を持っている。

一方、これまで支援側のIMFやEUは、ギリシャに対し、短期間での厳しい財政改革で財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待で経済成長の底打ちを図るというアプローチを採ってきた。これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの期待により、緊縮財政の負の効果は相殺されるとするいわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

しかしながら、現実にはギリシャでは、国民が財政改革に疲弊し、大規模なデモやストが相次いでいるように、こうした期待は有効には機能しなかった。

もともと、開放度合いの低い経済、競争力のある輸出産業に乏しい産業構造、小さい欧州中央銀行(ECB)による追加的な金融緩和余地等、特にギリシャを取り巻く諸環境は「財政政策の非ケインズ効果」発現のためには適合的とは言えなかった。また、世界経済がまだサブプライム問題以降の景気回復過程にあることや、世界的な規模で財政健全化への取り組みが求められることで、世界経済の成長を力強く牽引できる主体が不在であった点も、同効果を期待するには困難な環境のひとつであった。

つまり、ギリシャ支援では、財政改革を急ぐ一方で、緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価することになり、財政改革の遅延、長期金利の更なる上昇等を通じ、景気後退と財政問題悪化の悪循環を招いてしまったとみることができる。

## 3 低成長下での財政問題の一層の困難化

これに対し、IMFは11年9月改訂の世界経済見通し等で「11年には、世界経済は大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った」と指摘するとともに、市場の圧迫を受けている国では財政改革を進めることが最優先の課題ながら、財政改革に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には景気刺激に配慮すべきであるとの考え方を示した。また、12年1月の改訂の際には、こうした考え方を一層明確化した。

一方、12年1月のEU首脳会議でも、経済の構造改革や労働市場改革を通じた経済成長の促進について、今後、検討を開始する方針を明らかにした。

しかしながら、ユーロ圏では、今やAAA格付けを有する国も含め格下げリスクに晒されており、緊縮財政を何より優先せざるを得ない状況にある。また、上記の手段を通じた経済成長については、その効果発現までには相応の時間を要するものと考えられる。

このため、ユーロ圏では経済成長の牽引力に乏しいまま、今後もギリシャ等の財政改革は順調には進まず、景気後退と財政問題悪化の悪循環で、問題解決が一層困難化する可能性が高くなっている。(12年2月13日現在)

(やまぐち かつよし)