

## 情勢判断

### 海外経済金融

## ギリシャ支援策の失敗

### ～ 楽観的な前提と中長期的視点が弱い対応 ～

山口 勝義

#### 要旨

ユーロ圏では、ギリシャの 2012 年の国債市場復帰が困難なことから、同国への追加支援の取りまとめを余儀なくされている。当初の金融支援は楽観的な前提で見通しを誤り、その後も協調体制に課題があるなか、中長期的視点が弱い対応に止まっている。

#### はじめに

2010 年 5 月に合意された国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）による金融支援プログラムでは、ギリシャは 2012 年に中長期国債発行再開を予定している。投資家の買い手控え感が強いなか、償還期限延長、元利金減免等、既発国債の債務再編の思惑がいずれ表面化するものと見られていたが、足元、次のとおり相次ぐ材料により、矢継ぎ早の展開となった。

- 4 月 14 日、ショイブレ独財務相が会見で、ギリシャに対する追加支援の必要性を示唆。これを契機に、市場ではギリシャの債務再編の思惑がにわかに高まった。
- 5 月 6 日、独誌が、ギリシャがユーロ圏離脱を検討していると報道。離脱は現実的ではないものの、同国の債務再編についてはその可能性は否定できず、市場は神経質な動きを続けた。
- 5 月 26 日、ユーロ圏財務相会合のユンケル議長が、IMF が金融支援の次回分割融資の実行を見合わせる可能性があると指摘。今後 12 ヶ月間の資金繰り確保が IMF の融資実行の前提条件であると述べ、ギリシャの 2012 年の中長期国債発行再開の困難性が IMF により問題視されていることが明らかになった。

IMF による次回分割融資の実行は、7 月初めまでに予定されている。万一 IMF がその実行を見合わせた場合は、ギリシャは 7 月中にも債務再編に追い込まれる可能性が高い。

これに対し、ドイツ等は既発ギリシャ国債の、投資家の合意のもとでの償還期限延長を主張したものの、欧州中央銀行（ECB）がこれに強く反対し、結局のところ、ユーロ圏では、ギリシャの国営企業民営化への取組み強化やその第三者による監視の仕組みの導入、加えて何らかの既往投資家による国債保有継続策を抱き合わせにした上で、追加支援を取りまとめる方向にある。

以上の動きを含め、ユーロ圏におけるこの約 1 年間のギリシャ支援の経緯を振り返れば、以下の問題点を指摘することができる。本稿ではこれらについて考察することとする。

そもそも 2010 年 5 月以降の当初のギリシャ支援プログラムで、同国の 2012 年の市場復帰のシナリオに無理があったこと

その後も、ユーロ圏では協調体制が不十分で中長期的視点での取組みが弱いまま、各種対応に対し市場の信認が得られていないこと

## 財政政策の非ケインズ効果？

緊縮財政を採用した場合に、経済主体の将来への期待感等を通じ、それが景気刺激的な効果を有するとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」に基づく論調がECBの文書で目立つことから、筆者は昨年、ユーロ圏では緊縮財政が景気に及ぼす負の影響が過小評価されている可能性が否定できず、今後ギリシャの財政再建計画の頓挫、長期金利の更なる上昇等を通じ、財政問題悪化と景気後退の負のスパイラルに陥るリスクが存在する点を指摘した<sup>(注1)</sup>。また、その際、財政再建は、歳出削減を淡々と進める初期段階から今後歳入面に一層焦点が当たる段階に入っていくにつれ、税収下振れ等により計画頓挫に至る可能性がより増大するため、それまでの順調な進捗をもって楽観視することはできない点を指摘した。

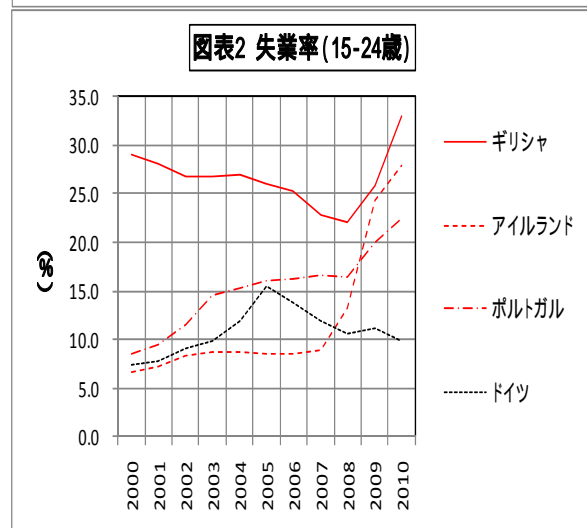
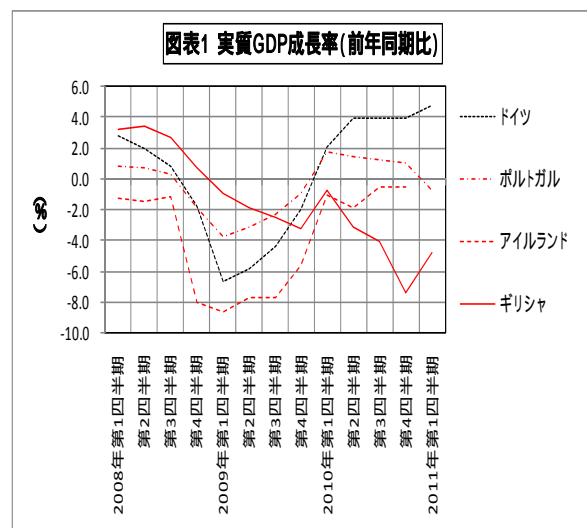
実際のところ、2010年5月に金融支援が開始された後、ギリシャの経済成長率は大きくマイナスに沈み(図表1)、計画を下振れ、経常収支赤字にも改善の兆しは見られていない。失業率は2010年12月末に約14%に達しているが、特に15~24歳層の失業率は約33%にまで上昇しており(図表2)国民に強いられた緊縮財政の負担の大きさを示している。また、徴税面等での財政改善計画の遅延も、現実に顕在化している。

上記の別稿では、競争力のある輸出産業を持たないギリシャの産業構造、既に政策金利は低く金融緩和のポリシーミックスを採用し得ないECB、リーマンショックの影響が未だ払拭できない世界経済情勢等のギリシャを取り巻く諸環境を踏まえ、これらが非ケインズ効果発現にはけっして適格的ではないことを示したが、

実際にこうした懸念が具体化したものと考えられる。

別途検証したIMFによるギリシャ債務の持続可能性分析においても、その前提条件に甘さが認められたが<sup>(注2)</sup>、経済の成長性に劣るギリシャに対して、IMFおよびEUによる金融支援プログラムは十分保守的な前提に立っているとは言い難い。

こうしたなかで、2012年の同国の中期国債市場への復帰というシナリオには根本的な判断の誤りがあったと言わざるを得ない。



(資料) 図表1、2、3ともEurostatのデータから農中総研作成。なお、アイルランドの2011年第1四半期のGDPデータは未公表。

## 不十分な協調体制と中長期的視点

5月6日に実施されたギリシャ対策会議では、報道によれば、ギリシャ国債の償還期限延長を行う案に対してトリシェ ECB 総裁は強く反発し、席を蹴り途中退席したとのことである。

確かに、こうした償還期限延長は債務不履行につながる可能性が高く、この案が採用された場合には、他の被支援国へのそ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。つまり、市中銀行のみならず、ユーロシステム（ECB および各国中央銀行）のバランスシートの毀損に加え、流動性供与にかかる金融当局の政策にも制約が生じることになる。

ユーロ圏では、サブプライム問題以降、周辺国の財政問題の表面化を経て、バランスシートの悪化が民間部門から政府部門に、そして更にユーロシステムに及びつつある。ユーロシステムでは、ECBによる周辺国の国債の買取りや流動性供与オペレーションにおけるギリシャ国債の継続的担保受入れ等により、2010年5月以降、大量の財政悪化国の国債等を保有するに至っている<sup>(注3)</sup>。このため、同総裁としては、償還期限延長案に対し強く反対する正当な理由があったわけである。

一方、ドイツは、納税者のみならず投資家も負担を負うべきとの政治上の観点から、上記の会議後も、引続きギリシャ国債の償還期限延長を強く主張し、両者の意見対立が、今回のギリシャ対応での市場混乱の主要な要因のひとつとなった。

以上の経緯においては、関係当局者間での事前の情報共有が十分ではない点を含め、会議での実質的な協議の前提とな

る相互の協調体制が認め難い。そうした実態は以下の事例にも現れており、ユーロ圏では、立場の対立が、健全な牽制関係の維持以上に、中長期的視点での検討を阻害し、意思決定の遅延や市場の混乱をもたらしているように考えられる。

- 2009年10月にギリシャで財政問題が表面化した後、主としてドイツとフランス間の対立が表面化し、支援にかかる交渉は紛糾。翌年5月、ギリシャの債務不履行を目前にするまで、支援策の合意は得られなかった。
- ドイツは、財政悪化国に対する恒久的な支援制度（ESM）の創設に当たり、国債の秩序ある債務再編手順の導入を強く主張し、これに伴う市場混乱が2010年11月にアイルランドを国際的支援要請に追い込むきっかけとなった。

ユーロ圏では中長期的視点での対応として、経済・財政にかかる各国の協調や相互監視の仕組み、ESMの具体化などにも取り組んできた。しかし、これらは全体の中での限られた対応でしかなく、また、交渉の過程で、政治的な裁量余地を残す方向で調整され、その実効性が弱められるような事例も認められる<sup>(注4)</sup>。

このように、ユーロ圏での財政問題への対応が、中長期的視点が弱く主として目先の危機回避策に止まっている背景として<sup>(注5)</sup>、ユーロ圏における財政分権のもと各国を統括する司令塔が不在で、協調体制が不十分である点を否定できない。

その結果、これらの対応を市場は周辺国債の利回り上昇の形で評価し、主要国の政治情勢の国内事情重視への傾斜も加わり、ユーロ圏は徐々に袋小路に追い詰められつつあるように考えられる。

## おわりに

2011年2月、独中央銀行のウエーバー総裁（当時）は突然の辞任を表明した。トリシェ ECB 総裁の最有力後継候補と目されていた同総裁の辞任はメルケル独首相の信認を裏切るものであり、関係者からは大きな驚きをもって受け止められた。しかし、中央銀行の独立性の観点から ECB による財政悪化国の国債買取りに一貫して強く反対した同総裁にとっては、現在の ECB が追い込まれた状況は当然の帰結であり、その総裁就任という選択はあり得なかったのであろう。

一方、トリシェ ECB 総裁は、6月2日、欧州の連携に貢献した人物に贈られるカール大帝賞の受賞式の講演で、「ユーロ圏財務省」創設の検討を提案した。常々“quantum leap”（一大飛躍）の必要性を強調してきた同総裁であるが、10月末の任期終了を控え、この場を最適の機会と捉え、本心を伝えたものと見られる。

こうした財政の一体化へ向けた取組みは、主要な国家主権の移譲を意味するものであり、EUの条約改正を必要とする根本的な改革となる。このため、同総裁が自ら指摘するように、これは長期的な検討課題とせざるを得ないものである。

しかしながら、ユーロ圏は単一通貨・単一金融政策の一方で財政分権を維持した結果、通貨統合の前提としたマクロ経済情勢の収斂を進めることができないばかりか、いわゆるコア国と周辺国の間で経済情勢の二極分化が助長され、財政問題の解決を一層困難なものとしている。このため、こうした「ユーロ圏の構造的な問題」に取り組むことこそ、財政問題解決に向けた真に必要な対応と考えられ、計画的な取組みが求められるものである。

トリシェ総裁は、上記の講演を締めくくるに当たって、欧州首脳会議議長、欧州委員会委員長、財務相会合議長およびドイツ財務相がそれぞれこの課題に対し問題意識を持っている旨付言し、自らの退任後の取組みにも含みを持たせた。欧州の財政問題は、ギリシャが単に資金繰りが問題である段階から、今ではその債務返済能力自体が危惧される段階に至るなど<sup>(注6)</sup>、同国への支援の失敗の中で、問題終息に向けた困難性が高まっている。トリシェ総裁の問題提起に対し、今後これらの関係当局がどのような判断を示すのか、注目されることである。

（2011年6月23日現在）

(注1) 山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？」（『金融市場』2010年11月号）を参照されたい。

(注2) 山口「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）を参照されたい。

(注3) ユーロシステムによる財政悪化国の国債保有高は、ECBの国債買取りプログラムでの749億ユーロに加え、流動性供与政策での担保玉としての受入れがある。ユーロシステムはこれらについての詳細は開示していないが、ロンドンのシンクタンク Open Europe は、ユーロシステムの財政悪化5ヶ国（いわゆる PIIGS）に対する現時点でのエクスポージャー合計を約4,440億ユーロ、うち対ギリシャを約1,900億ユーロと推定している。これらのデータは以下による（なお、ECBおよびユーロシステムの資本金は、各53億ユーロ、794億ユーロ（2010年末））。

・Financial Times (2011/6/7) “ECB’s firefight leaves it exposed to Greek shock”

・Open Europe (2011/6) “A House Built on Sand? The ECB and the hidden cost of saving the euro”

(注4) 例えば、2011年3月のEU首脳会議で、ユーロ圏の包括的な安定対策の一環として、税制、賃金、雇用、年金など、ユーロ圏加盟国が権限を持つ分野で各国が政策協調する「ユーロ圏プラス協定」等のガバナンス強化が合意されたが、当初構想された自動的な罰則適用は見送られ、政治的裁量の余地が確保される方向にある。

(注5) 山口「欧州の財政問題を巡る最近の動向とその評価」（『金融市場』2011年3月号）を参照されたい。

(注6) (注2)に同じ。