

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 足元のギリシャ情勢と今後の政策に関する注目点

### ～ユーロ圏の新たな段階に向けて～

山口 勝義

#### 要旨

ユーロ圏では、足元、ギリシャの債務不履行の懸念が高まり、市場は神経質な動きを続けている。一方、最近の動向の中には、今後、ユーロ圏の中期的な情勢に影響するとみられる注目すべき動きも認められる。ユーロ圏は、新たな段階に向けて動きつつある。

#### はじめに

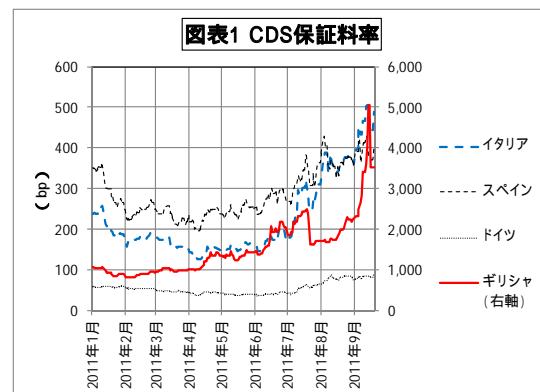
ユーロ圏の金融市場は、ギリシャの債務不履行の可能性が再度材料となり、波乱の展開となった（図表1）。

9月2日、ギリシャ政府は、2011年に対GDP比財政赤字を前年の10%台から7.5%まで減少させる計画が達成困難であると発表した。これに対し、同日、国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）による当初金融支援にかかる検証団が一旦ギリシャから帰国する事態に至ったことで、9月中に予定された次回の融資実行が暗礁に乗り上げる懸念が高まった。

一方、7月に合意された追加金融支援についても、フィンランドによる担保提供の要求について支援国間での調整が難航したほか、スロバキアで議会の承認手続を12月まで先送りする動きが表面化し、また、民間投資家によるギリシャ国債への再投資スキームへの参加率が当初想定した90%に達しない見込みとなるなど、不透明感が高まった。

この間、銀行の経営不安や金融システム問題への拡大懸念で、広く銀行株が売り込まれることになった<sup>（注1）</sup>。

合わせて、イタリアの新たな財政改善案で、一時、富裕層への増税案を撤回するなどの迷走が生じたことにより政治へ



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

の不信感が高まったことや、欧州中央銀行（ECB）による国債買取りの継続性への市場の疑いが根強いことで、同国国債の利回りがスペイン国債を上回る水準が継続した。政府債務残高の格段に大きいイタリア（図表2）が金融支援の対象になった場合の影響は甚だしく、市場は同国の動向に注意を向けている。

一方、2011年第2四半期実質GDP成長率で、いわゆるコア国をも含めた経済成長の鈍化が明らかとなり、今後の財政改善の進捗にも懸念が生じた。特にギリシャでは、同成長率は前年同期比で7.3%と落ち込み、通年では、2010年の前年比4.5%に対し、IMFでは2011年には同5.5%に悪化すると予測している。

このため、市場では政策の手詰まり感が漂うことともなり、市場の悲観的な見方を助長する結果ともなっている。

図表2 政府債務残高

(単位:10 億ユーロ)

	政府債務残高	対GDP比(%)
ユーロ圏	7,861	86
イタリア	1,843	119
スペイン	639	60
ギリシャ	329	143
ポルトガル	160	93
アイルランド	148	95

(資料)IMF “World Economic Outlook 2011/9”から  
農中総研作成。

## 足元のギリシャ懸念の高まり

ギリシャに対する懸念は、9月10日、ドイツ財務省がギリシャの債務不履行のシナリオを具体的に想定し準備に着手していると独誌が報道したことで<sup>(注2)</sup>で、一層現実味を帯びるものとなった。また、これに先立つ8日には、オランダ首相および財務相が連名で英紙に寄稿し<sup>(注3)</sup>、ユーロ圏からの離脱の手続を整備すべきことを主張したことも注目を集めた。

一方、ギリシャは11日、不動産税の増税等の追加的な財政改善策を発表し、財政赤字の20億ユーロ(約2,100億円)の削減で当初の赤字削減目標の達成を目指すこととした。しかしながら、その後再開された当初金融支援の検証では、容易に次の融資実行について結論が出ない状況が続いている<sup>(注4)</sup>。今回分の融資実行は確保されたとしても、3ヶ月後に巡ってくる次回検証ではギリシャの立場は一層厳しくなると予想され、市場の懸念が払拭されることにはなりそうもない。

ギリシャ情勢については、これまでも本誌で継続的にレポートしてきたが<sup>(注5)</sup>、上記の一連の動きのなか、今ではギリシャの債務不履行(債務再編を含む)は、いつ起きてもおかしくない問題として、市場で認識されるに至っている。

## 中期的に注目される3つの動き

一方、足元のギリシャ情勢から目を転じれば、ユーロ圏では、中期的に、今後の政策に影響するとみられる注目すべき動きが認められる。

### 1. 中期の財政改善と短期の景気刺激

8月16日、IMFのラガルド専務理事は、政策の手詰まり感の打開を意図し、英紙への寄稿で次の提言を行った<sup>(注6)</sup>。

まず財政の持続可能性を維持することが最優先課題であるが、財政改革に余裕がある国では、緊縮財政を急速に進め過ぎ経済成長を阻害してはならない。つまり、財政改善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。

しかしながら、従来、ユーロ圏の財政改革においては、家計や企業の消費や投資にかかる意思決定は将来の期待に影響されるため、緊縮財政にも景気刺激効果があるとする「財政政策の非ケインズ効果」を前提としてきたとみられる<sup>(注7)</sup>。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将来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、将来は減税に転じる」などの期待感で、緊縮財政の負の効果は相殺されるとするものである。

これからすれば、本提言は一層経済成長を重視するスタンスへの転換であり、IMFで経済成長への懸念が高まっていることの反映とみられる。債務残高の削減のためには調達金利を上回る経済成長率を維持することが有効であるため、今回の転換は重要な動きと考えられる。

しかし、ここで求められている「短期：景気刺激、中期：財政改善」を満たす政策は、現実に実行可能なのだろうか。

具体的な政策例として、IMFではその後

9 月に公表した「Fiscal Monitor」<sup>(注 8)</sup>で、課税の重点を給与税から消費税へとシフトすること（フィスカル・デバリュエーション）や民営化を推進することを挙げている。ただし、こうした政策が実現可能かどうか、また現実に意図された効果を有するかどうかについては、各国ごとにその事情を踏まえた検証が必要と考えられる。

一方、本ラガルド提言に関する別の注目点はドイツのスタンスである。9 月 6 日、ショイブレ独財務相が、同じ英紙への寄稿で、改めて次の主張を行った<sup>(注 9)</sup>。

- 現在は債務の増加が長期的な経済成長を脅かしつつあり、財政支出は景気刺激効果を持たない。
- 財政改善のみが持続可能な経済成長をもたらすものであり、これが短期的に需要を縮小させる恐れがあるとする見方は必ずしも正しくはない。

これは、財政悪化国への支援に慎重なドイツの従来からの考え方を示すものであり、ラガルド提言とは異なった内容となっている。

## 2. 「経済政府」の役割

財政政策に関しては、8 月 16 日の独仏首脳会談での「経済政府」設立の提案が注目される。これはユーロ圏首脳会議を定例化し経済問題協議の場とすることを意図したものであるが、その具体的な役割等については言及されていない<sup>(注 10)</sup>。

ユーロ圏の構造的な課題を振り返ると、各国の経済情勢に応じた政策金利の変更や通貨価値の変動を通じて行われる調整機能が存在しないために、経済成長の潜在性が高いいわゆる周辺国では、相対的に低い政策金利のもと強い内需でインフレ気味となり、相対的に高いユーロによ

り経常赤字の改善が困難となっている。一方コア国では、これと逆の現象が現れている。こうしたことから、通貨統合が前提とした各国間の経済状況の収斂は進んでいない。

このため、「経済政府」には、単に財政規律強化のみならず経済面での不均衡是正を図る狙いがあるものと考えられる。つまり、経常収支赤字国ではより緊縮的な財政政策を行う一方で、黒字国では減税等を通じ内需の喚起に努める、などの各国間調整の役割が期待され、より質的に高度な財政協調が意図されているのではないかと考えられる。またこれは、折から G20 主導で検討されている、経常収支を通じた各国間の不均衡評価の仕組みとも関連付けがなされる可能性もある。

加えて、「経済政府」の議論を通じて、ドイツの多額の経常黒字の背景には相対的なユーロ安があるとの認識が深まれば、財政協調を通じた財政悪化国支援に対するドイツ国民の合意形成に繋がる効果も期待される。

## 3. ドイツ憲法裁判所が示した道筋

一方、ユーロ圏での財政協調については、9 月 7 日のドイツ連邦憲法裁判所（最高裁）による判決がひとつの道筋を示すことになった。

本判決については、一般的には、

- 欧州金融安定ファシリティ（EFSF）や決定済みの金融支援をドイツ基本法（憲法）や EU 条約違反とする訴えを退け、これまでの財政悪化国支援が根底から覆される懸念が払拭された点
- 今後は 1 件ごとにドイツ連邦議会（下院）予算委員会の事前承認を得る必要があるとされ、機動的な支援実施への制約となる懸念があるものの、議会本

体による承認の場合に比べ手続上は簡素であり、議会の関与をより尊重すべきとするメルケル首相の意向とも整合性がある点

が指摘されているが、こうした点以上に注目されるのは、ドイツ議会は「他国による任意の決定に伴う法的義務をドイツが継承すること (an assumption of liability for other states voluntary decisions) となる恒久的な仕組みを作ることはできない」とした点である<sup>(注11)</sup>。

これは、ユーロ圏共同債の導入を含め、今後のより緊密な財政協調の仕組みの構築に当たって、制約条件となるものである。しかし逆の視点からは、ある範囲を越えた財政協調には、国民投票の実施、ドイツ基本法の改正、EU 条約改正という一連の手順が必要となるということが明らかとなり、法的手続の不透明感が払拭された点は評価されるべきと考えられる。

## おわりに

ユーロ圏では、新たな段階に向けた準備が進んでいる。その進捗は遅々としたものであるとして、政治的なリーダーシップの弱さに対する批判もあるが、目指す政治面・財政面での協調強化の前段階では、国内や各国間の調整に時間を要することにはやむを得ない側面もある。

10月末に任期終了を迎える ECB のトリシェ総裁は、しばしば、「欧州ではこれまでの統合に向けた 90 年近くに及ぶ歴史のなかで、様々な危機に直面し、むしろそれを契機として進歩を遂げてきた。今後もそれは変わらない」という趣旨の発言を行っている。確かに、“Quantum Leap” (一大飛躍) を遂げるチャンスは危機時にしか巡ってこない。

足元では、ギリシャの債務不履行懸念等がユーロ圏ばかりか世界的な市場波乱の要因となっている。この波乱がユーロ圏の将来への飛躍に結び付くことになるのかどうか、今後の推移を注視していきたい。(2011 年 9 月 22 日現在)

(注 1) 山口「改めて問われる欧州の銀行の経営体力」(『金融市場』2011 年 10 月号)を参照されたい。

(注 2) 独 Spiegel 誌の次の記事による。

• “German Finance Minister Prepares for Possible Greek Bankruptcy” (2011/9/10)

(注 3) 英 Financial Times 紙への次の寄稿による。

• Mark Rutte (オランダ首相) および Jan Kees de Jager (同財務相) (2011/9/8) “Expulsion from the eurozone has to be the final penalty”

(注 4) 検証団の厳格なスタンスについては、例えば英 Financial Times 紙の次の記事を参照されたい。

• “Lagarde warns IMF will hold back loan if Athens fails to act” (2011/9/16)

(注 5) 本誌による最近の分析レポートとしては、例えば次を参照されたい。

• 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)

• 山口「ギリシャ支援策の失敗」(『金融市場』2011 年 7 月号)

• 山口「実質的に始まったユーロ圏の財政統合への動き」(『金融市場』2011 年 8 月号)

• 山口「注目されるギリシャの国有資産売却への取り組み」(『金融市場』2011 年 9 月号)

(注 6) 英 Financial Times 紙への次の寄稿による。

• Christine Lagarde (2011/8/16) “Don’t let fiscal brakes stall the global recovery”

(注 7) 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 8) IMF (2011/9) “Fiscal Monitor: Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks”

(注 9) 英 Financial Times 紙への次の寄稿による。

• Wolfgang Schäuble (2011/9/6) “Austerity is the only cure for the eurozone”

(注 10) 従来、「経済政府」はフランスが主唱してきた経緯があるが、歴史的にはフランスにとっては主要国有企業等を通じた政府の経済への介入を意味し、一方、ドイツの立場からはユーロ圏諸国が安定成長協定 (Stability and Growth Pact) の遵守を確保する仕組みと理解されてきた。

(注 11) ドイツ連邦憲法裁判所

(Bundesverfassungsgericht) による次のプレスリリース資料による。

• Press release no. 55/2011 (2011/9/7)