

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

ユーロに影を落とすギリシャ財政危機

(財) 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- ギリシャでは 2009 年 10 月に政権交代が行われ、旧政権下での財政統計の操作が明らかとなり、財政赤字が大きく上方修正された。このため市場ではギリシャ国債の債務不履行懸念が高まり、価格が急落（利回りは上昇）した。
- 財政赤字拡大の背景には、景気後退による循環要因に加え、非効率な公的部門の肥大化・高齢化という構造問題があった。
- ギリシャ支援をめぐってのユーロ域内主要国の足並みの乱れが市場の不安をよび、ユーロ圏内の他の財政赤字国の国債にも影響が及んだ。ギリシャ政府は追加財政再建策を打ち出すとともに、EU と IMF に支援を要請、5 月初旬にようやく総額 1,100 億ユーロの支援策が決定した。
- 支援策により当面の資金繰りの目途はついたが、根本的解決ではない。ギリシャ政府は今後厳しい財政緊縮策をとりつつ、競争力回復、景気回復という困難な問題に立ち向かわねばならない。
- ギリシャ危機は、財政統合なき通貨統合の脆弱性を明らかにした。ギリシャ、ユーロ圏全体双方にとり、ギリシャのユーロ離脱という選択肢はとりえない。今後もユーロ域内の粘り強い交渉によるシステム強化の努力が望まれる。

<本文>

GDP規模でみてユーロ圏の3%程度にすぎない小国ギリシャの財政赤字問題が、欧州のみならず、国際金融市場を揺るがすほどのインパクトを与えている。今回のギリシャ危機は、財政統合なき通貨統合が非常に脆弱なことを示した。本稿ではギリシャ危機の経緯とその支援策についてまとめ、今後をフォローしていくうえでのポイントを考えてみたい。

ギリシャの財政危機の経緯

ギリシャでは2009年10月の総選挙で政権交代が行われ、全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ党首が首相に就任した。新政権下での精査により、旧政権下での財政統計の操作が明らかになり、2008年の財政赤字は当初推計されていたGDP比5%から7.7%に、2009年の赤字見込みについては、3.7%から12.5%に上方修正された。2009年については、その後の景気悪化なども加わり、13.6%へとさらに上方修正されている。このように財政赤字が当初予想から大きく上方修正されたことで、市場ではギリシャ国債に対する懸念が高まった。

(図表1)S&P社によるギリシャの長期格付けの変化

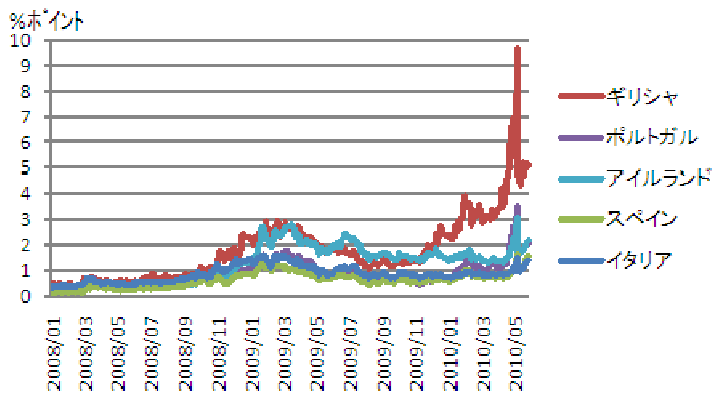
2009/1/9	Aからクレジットウォッチ。
2009/1/14	AからA-に。見通しは安定的。
2009/12/7	A-からクレジットウォッチ。
2009/12/16	BBB+に引き下げ。クレジットウォッチ継続。
2010/3/16	クレジットウォッチ解除。見通しはネガティブのまま。
2010/4/27	BB+に引き下げ。見通しはネガティブのまま。

(資料) S&P社HPより作成

財政赤字の大幅な上方修正を受けて、格付け会社によるギリシャ国債の格下げが相次いだ(図表1)。S&P社は、今年4月にギリシャの長期格付けを投資適格水準からはずし、「投機的」水準とした。他の大手各社も格下げの方向で見直しを行っていると伝えられ、ギリシャ国債のソブリンスプレッド(ベンチマークとなるドイツ国債との利回り格差)は急拡大した。5月中旬の欧州中央銀行(ECB)による国債購入に伴い、若干縮小したものの、高止まりしている(図表2)。

またギリシャの財政赤字問題は、市場参加者の間にユーロ圏の財政安定・成長協定の運用への懸念をよび、ギリシャのみならず、財政赤字をかかえるポルトガル、スペイン、アイルランド、イタリア(所謂PIIGS諸国)などの国債のソブリンスプレッド拡大につながった(次ページ図表2、3)。

(図表2) 各国10年国債のドイツ国債との利回りスプレッド



(資料) Bloombergデータより作成

(図表3) 主要先進国の財政状況

	GDP比%	
	財政赤字 2010	債務残高 2009
ギリシャ	-8.1	115.1
アイルランド	-12.2	64.5
イタリア	-5.2	115.8
ポルトガル	-8.8	77.1
スペイン	-10.4	55.2
(参考)		
ドイツ	-5.7	72.5
フランス	-8.2	77.4
英国	-11.4	68.2
米国	-11.0	83.2
日本	-9.8	217.7

(資料) IMF推計により作成

なぜギリシャの財政赤字はここまで拡大してしまったのか？

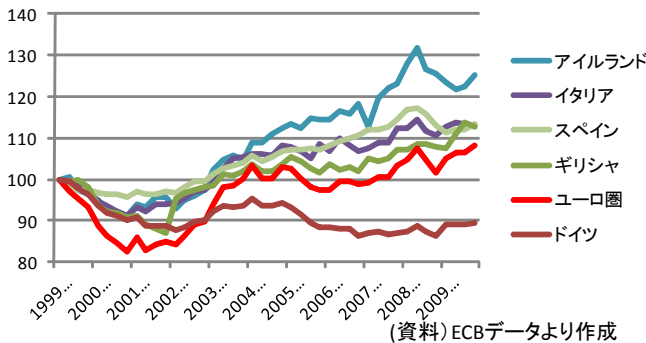
ギリシャは他国より遅れて2001年にユーロに参加した。2000年から2008年に平均4%と高めの成長を達成するなか、拡張的な財政政策がとられたため、財政赤字は2000年のGDP比3.7%から2008年には7.7%まで拡大した。EUの中でも高齢化の進展が早いギリシャにとっては年金・医療費負担の増大も財政赤字拡大要因となった。

さらに経済成長率が低下しマイナス成長に陥ったことで、税収の減少や経済対策による支出拡大から財政赤字が拡大した。実際、実質経済成長率は2007年4.5%、2008年2.0%、2009年-2.0%と大きく低下した。財政赤字の対GDP比は2008年7.7%から2009年13.6%と、5.9%ポイント拡大したが、そのうち4.1%は景気後退という循環的要因によるものである (IMF推計)。

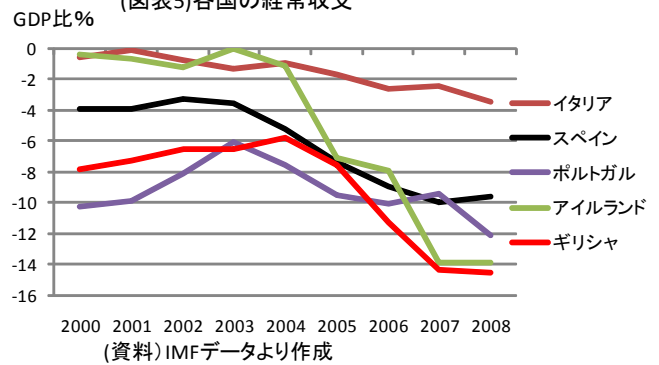
これらの結果、政府債務の対GDP比は、2004年の99%から2009年末で115%にまで拡大した。

この財政赤字の拡大は他方で経常収支赤字の拡大につながった。この間、経常収支赤字は2000年のGDP比7.8%から2008年には14.6%と、双子の赤字が拡大した。国内に競争力のある輸出産業がないことに加え、賃金上昇率が生産性の伸びと比べ高めであるギリシャにとっては、ユーロに参加したことで通貨が割高になり、経常収支赤字拡大をもたらした (次ページ図表4,5)。こうした経常収支赤字の累積により、ギリシャのネット対外投資ポジションの赤字は2000年末の495億ドルから2009年末には2,855億ドルとなり、対GDP比では2000年の39%から、2009年には86%まで拡大した。

(図表4)ユニット・レーバー・コストに基づく実効為替相場



(図表5)各国の経常収支



財政赤字拡大と経常収支赤字拡大が並行して進んだことからわかるように、こうした財政赤字の拡大は、主に外国からの資金によってファイナンスされた。ギリシャのような小国は、もしユーロに参加していなければ、経常収支がこれほどの赤字となれば、外国資本の順調な流入は期待できず、為替相場が下落して通貨危機がおこってもおかしくない。ユーロ圏の国債は、①ユーロ建てで為替リスクが小さいこと、②安定・成長協定について懸念はあるものの、協定の存在が歯止めになり一定の財政規律が守られているとみられていたことから、欧州の銀行を中心とした投資家が購入を続けた。このためギリシャ国債はベンチマークであるドイツ国債よりは利回りは高かったものの、大幅な財政赤字・経常赤字という双子の赤字から想定される水準より低い金利で国債消化が可能であった。そのため双子の赤字拡大に歯止めがかからなかったとみられる。

加えて、2008年に始まる非伝統的金融緩和策を伴った思い切った市場への流動性供給が、利鞘狙いでユーロ圏内で相対的に格付けの低いギリシャ国債の購入に向かったことも、間接的ながら財政赤字拡大を支援した。

こうして持続不能と思われる規模にまで拡大した財政赤字が、既述の統計操作の問題によって明らかになるに及んで、金融緩和で積み上がった金融機関や投資家の国債買いポジションを取り崩す動きも加わり、財政危機に発展したとみられる。

ギリシャ政府の財政再建計画

こうした事態に対応すべく、2009年11月、パパンドレウ政権は財政赤字をGDP比9.1%まで削減する計画を盛り込んだ2010年予算を作成したが、市場では赤字削減が不十分と評価され、スプレッドは拡大を続けた。欧州委員会による「ギリシャはさらなる赤字削減策が必要」とのコメントを受けて、3月にも付加価値税（VAT）増税(19%→21%)、公務員賞与減額などを含む48億ユーロ

の追加赤字削減策を発表したが、それでも市場は納得しなかった。5月には、さらなる VAT 増税 (21%→23%)、公務員賞与・年金減額などさまざまな措置を含む総額 300 億ユーロの赤字削減策を発表した (図表 6)。この計画は EU および IMF による支援パッケージの前提ともなる計画であった。

(図表 6) ギリシャの財政再建対策

	単位: 100万ユーロ					
	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2014
歳入						
VAT引き上げ	800	1,000				1,800
VAT課税ベース拡大		1,000	300			1,300
燃料税	200	250				450
たばこ税・酒税	250	350				600
企業に対する特別課税		600			-600	0
グリーン税		300				300
その他		3,100	1,225	-625	-450	3,250
歳出						
公務員給与(ボーナスカットなど)	1,100	500	600	500		2,700
年金	1,850	750	250	200		3,050
公共投資	500	500	500			1,500
補助金			800			800
その他	1,100	800	1,000	500		3,400
その他(内訳不明分)			900	4,200	5,750	10,850
合計	5,800	9,150	5,575	4,775	4,700	30,000
(GDP比)	2.5	4.1	2.4	2.0	1.9	13.0

(注) 歳入がマイナスになっているのは時限措置の終了によるもの
(資料) ギリシャ財務省資料より作成

こうした厳しい法案に対し、抗議行動、ゼネストがおこり、死者まで出る社会的混乱となったが、この財政赤字削減法案は5月6日ギリシャ議会で成立した。この計画では、VAT や燃料税、たばこ税、酒税引き上げや、企業に対する特別課税 (2013 年までの時限措置) により、5 年間で 77 億ユーロの歳入増を図り、公務員賞与の削減、年金給付開始年齢引き上げ、公共投資削減、補助金削減などにより、歳出を 223 億ユーロ減らすことで、合計 300 億ユーロの財政改善を見込んでいる。5 年間合計で GDP 比 13%もの引き締めになるが、特に 2010-2012 年の 3 年間に同 9%と前倒しで財政再建を図る計画になっている。もっとも 2013-2014 年については、歳入、歳出とも計画のほとんどに具体的な内訳が盛り込まれておらず、実現にむけては困難が予想される。

なお、景気後退に伴う国内金融機関の経営悪化に対する資本支援機関として、金融安定基金 (The Financial Stability Fund) が創設される。この基金には IMF 融資のなかから 100 億ユーロがあてられる。

こうした歳入・歳出両面での措置により、プライマリーバランスの赤字を縮小させ、2012 年からは黒字に転換することをめざしている。2014-2015 年には GDP 比 6%程度のプライマリーバランスの黒字を図る。この結果、直近で GDP 比 115%の債務残高は 2013 年に 149%でピークをうち、その後は徐々に縮小する見込みとなっている(次ページ図表 7)。

(図表7) ギリシャの財政見通し

(単位:特記なき限りGDP比%)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
歳入	36.9	40.0	39.0	38.5	38.2	37.2	36.3
歳出(除く利払い費)	45.4	44.9	46.6	46.5	46.0	43.9	42.5
対策(各年)		2.5	4.1	2.4	2.0	1.9	0.0
対策(累計)		2.5	6.7	9.0	11.0	12.6	12.2
プライマリーバランス	-8.6	-2.4	-0.9	1.0	3.1	5.9	6.0
利払い費	5.0	5.6	6.6	7.5	8.1	8.4	8.1
財政収支	-13.6	-8.1	-7.6	-6.5	-4.9	-2.6	-2.0
債務残高	115.1	133.2	145.2	148.7	149.2	146.1	140.4
(マクロ経済指標)							
実質GDP成長率	-2.0	-4.0	-2.6	1.1	2.1	2.1	2.7
経常収支	-11.2	-8.4	-7.1	-5.6	-4.0	-2.8	-1.9
対外純債務残高	83.4	92.7	101.5	103.1	102.2	99.7	95.8
失業率(%)	9.4	11.8	14.6	14.8	14.3	14.1	13.4
消費者物価上昇率(%)	1.3	1.9	-0.4	1.2	0.7	0.9	1.0

(資料)ギリシャ財務省、IMF見通しより作成

欧州連合 (EU) と国際通貨基金 (IMF) の共同支援計画

ギリシャ政府の財政赤字削減策を受けて、5月2日 EUとIMFによるギリシャ支援策が発表された。今後3年間合計で、IMFによるスタンドバイ融資300億ユーロ、ユーロ圏各国による2国間融資800億ユーロ、合計1,100億ユーロの協調融資計画である。IMFは今後3カ月ごとに財政赤字削減計画の実施状況についてのレビューを行い、それとともに、融資を実行する。

さらに5月10日には、欧州委員会から欧州安定メカニズム (European stabilization mechanism) の計画が発表された。この計画はEUとIMFで最大7,500億ユーロの緊急融資枠を設定するもの。内訳は、EUによる国際収支ファシリティ(現行500億ユーロ)の600億ユーロへの増額とユーロ構成国による4,400億ユーロの特別目的基金 (SPV) 創設。SPVはユーロ参加国政府による保証に基づき資本を調達し、加盟国の緊急支援にあてることとなる。ギリシャだけでなく、今後ポルトガルやスペイン、アイルランドなどのソブリンスプレッドが拡大し、自力で国債発行ができなくなった場合に備えるものである。IMFによる最大2,500億ユーロの補完を受ける。

一方、欧州中央銀行 (ECB) は、格下げとなったギリシャ国債を資金供給オペの適格担保として認めることを発表し、市場の混乱を和らげた。しかし、5月6日のECB定例理事会後には総裁が「国債買い入れについては、議論もされなかった」とコメントし、ギリシャをはじめとした財政について懸念のあるユーロ諸国の国債が大きく売られた。これを受けて10日には総裁がユーロ圏各国の国債を買入れることを発表した。17日の発表によれば、すでに165億ユーロ相当の国債を購入したとのことである。このようなECBの買い入れの効果もあ

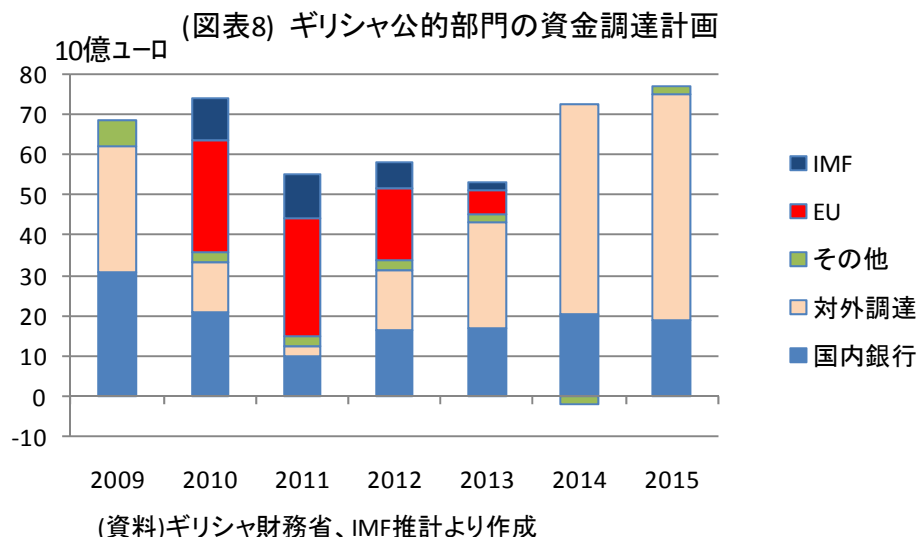
り、ソブリンスプレッドは5月初旬をピークに縮小に向かった(前掲図表2)。

こうして、ギリシャ向け融資がようやく実現。5月19日に予定されていた約90億ユーロのギリシャ国債償還は無事実行された模様だ。

支援策の評価およびギリシャの課題：構造改革の必要性

3年間で1,100億ユーロというEUとIMFの支援策はギリシャの政府債務残高2,734億ユーロ(2009年末現在)から考えると手厚い額と言える。

今後2年間については、必要調達額1,287億ユーロに対し、780億ユーロをIMFとEUから、160億ユーロを短期国債の借り換え、298億ユーロを中長期債でまかなう計画になっている。一方、2012-2013年については、必要調達額1,110億ユーロに対し、IMFとEUからは320億ユーロ、短期国債160億ユーロ、中長期債583億ユーロとの計画である。2012年以降にはギリシャ政府の市場へのアクセスが改善することが前提とされている。さらにIMFのスタンプバイ融資の期限が切れる2014-2015年には各年700億ユーロを超える資金を政府は自力で調達する必要がある(図表8)。その多くを対外調達する計画となっている。その実現のためには財政再建計画の着実な実行と景気回復によって、市場の信認を一日も早く回復することが不可欠である。厳しい緊縮財政と景気回復を両立させることができるのか、楽観は許されない。



緊急融資によって当面の資金繰り問題はクリアされても、根本的な解決にはならない。地道な財政赤字削減と構造改革が必要である。通常、経常収支赤字の拡大に起因する通貨危機に陥った国の処方箋としては、財政引き締めによる内需抑制、為替相場切り下げにより、経常収支赤字の縮小と輸出主導での景気

回復をめざすことが一般的である。

ギリシャの場合はユーロに参加しているため、為替相場の切り下げによる輸出競争力回復にはあまり期待ができない。歳出削減による財政赤字削減に加え、賃金引き下げなどデフレ的な政策による国際競争力回復を図る必要がある。危機に伴いユーロ為替相場がドルや円に対し全面安となっていることが救いではあるが、ギリシャの場合、輸出の43%(2008年)をユーロ圏向けが占めており、ユーロと連動性の強い為替相場制度をとる東欧を含めるとこの割合は7割近くとなる。このため、ユーロ安による輸出競争力上昇の恩恵も限定的なものにとどまる。最大の輸出相手国であるドイツをはじめとしたユーロ圏域内国向けの輸出を拡大するには、生産性向上、賃金引き下げ、雇用カットなどによる競争力回復が不可欠である。また非効率な公営企業、労働市場などの構造改革を進めることでコストを削減することも必要である。

ユーロ圏の課題：財政・政治統合なき通貨統合を機能させる方法の模索

当面の手厚い支援策が決まったことで、ギリシャが債務不履行(デフォルト)もしくは債務再編に陥るリスクは一旦遠のいたといえる。しかし、支援の前提ともなっている厳しい財政緊縮策が行き過ぎると、景気・金融システムを損ない、債務負担をさらに増大させるというデットデフレーションのリスクもある。支援が一巡する2-3年後に再び債務返済の危機に陥る可能性も否定できない。

ギリシャ国債は欧州銀行の多くが投資目的で保有しているため、仮にデフォルトすれば、欧州銀行の収益悪化が懸念される。欧州銀は他の先進国銀行と比べ、国際的な債権額が大きいいため、欧州銀の経営悪化は、対外債権の引き上げという形で、国際的に影響を与えるおそれがあることに注意が必要であろう。ギリシャ1国では大きな問題とはならないとしても、スペインなどの経済規模の大きい国に波及すると、国際金融システムを揺るがす問題になる可能性がある。それを防止するものとして欧州安定メカニズムに期待がかかる。

今回のギリシャ危機は、財政統合なき通貨統合が非常に脆弱なことを示した。ユーロ導入に伴い、金融政策がECBに一元化される一方で、財政は各国政府の政策に委ねられている。財政規律を保ち、ユーロの安定を図るために、現行制度でも安定・成長協定により財政赤字はGDP比3%、政府債務残高はGDP比60%(もしくは満足いくペースで同比率に近づいていること)を上限とするという基準が設けられている。財政赤字が3%を上回る国については、赤字是正勧告が行われ、勧告をうけてから1年以内に3%まで削減しなければならない。是正できない場合には罰則も設けられている。しかし、これまでは景気が大きく悪化した場合には単年度の赤字拡大は認めるといふ、運用面での柔軟化が進

められてきた。この結果、足元ではグローバル経済金融危機の影響を受け、財政赤字はユーロ圏平均で GDP 比 7%、債務は 80%となっている。安定・成長協定については、これまでもその弾力的運営について懸念の声がみられたが、今回のギリシャ危機を契機に、その遵守の強化策が検討されている。

さらにまた、今回のギリシャ危機は、政治統合なき通貨統合の不安定性を示した。危機への対応をめぐるドイツ・フランスの 2 大国の足並みの乱れ、各国の金融機関の不良債権をめぐる監督体制への懸念、ドイツ政府による規制導入への批判¹などユーロ圏内の意見の不一致が改めて注目された。

理論上、ギリシャの選択肢は 3 つある。①現状の財政再建策を続け、財政の持続可能性の回復に努力する、②その回復が難しいのであれば債務削減もしくは追加支援要請を行う、③ユーロから離脱し自国通貨の大幅下落と債務削減交渉を通じて正常化への復帰を図る、——である。③の選択肢はギリシャにとってもユーロ圏全体にとっても悪影響が大きく、おそらくとりえないであろう。①か②の選択肢のなかで、財政規律に関するモラルハザードおよびファンダメンタルズの弱い他の国々への不安の波及を回避しつつ、ギリシャの問題をどのように正常化させるかが問われている。

こうしたなかで、欧州委員会は 5 月 12 日、加盟国の財政危機再発防止策を提案した。各国予算案の事前評価・相互監視、安定・成長協定違反の罰則強化などがその概要とされる。これまで各国の裁量に任されていた財政についても、事前評価・相互監視を行うことで財政規律を強めることをめざすものであり、財政統合にむけての前向きな一歩といえよう。究極の財政・政治統合は非現実的としても、今後も域内で粘り強い交渉を続け、IMF を巻き込んだ金融安定化策、危機をばねにしたシステム強化の努力が期待される。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp URL: <http://www.iima.or.jp>

¹ 5 月 18 日ドイツ政府は、欧州の国債やドイツの金融株を対象に、現物の裏付けのない空売りの禁止を発表した。他国との事前の相談もなく、突然の規制発表ただけに、国際的な取引をゆがめるとして各国からの批判が高まった。