

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース



テーマ：ギリシャ財政危機の影響について

執筆者：㈱日本総合研究所 調査部 金融ビジネス調査グループ 副主任研究員 李立栄氏

要旨（以下の要旨は1分50秒でお読みいただけます。）

今年7月に幕を閉じたサッカーワールドカップ南アフリカ大会は、欧州勢のスペイン対オランダの優勝決定戦となり、スペインが初優勝を遂げました。この大会では、計8試合の勝敗を全体的中させた水族館の予言タコ「パオル」を擁するドイツも3位決定戦でウルグアイに勝利するなど、欧州勢の強さが目を引きました。

このようにスポーツの世界では大いに気を吐く欧州ですが、経済の面では、2年前のリーマンショック後の国際金融市場で、欧州が新たな世界金融不安の火種を撒いています。

この欧州発の新たな経済危機は、ユーロ加盟国ギリシャが昨年（2009年）の政権交代で、前政権が財政赤字を過小評価していたと公表し、財政当局への信託を失墜したことに端を発しました。こうしたソブリンリスク（国の信用リスク）は、ギリシャやスペインのほかポルトガル、イタリア、アイルランドなどのPIIGS諸国（頭文字）で顕著です。

今回は、主に欧米の国際金融問題を研究されている李立栄・日本総合研究所副主任研究員に解説していただきます。

李研究員によれば、リーマンショック後の危機対応でEU各国（27カ国）では財政赤字が拡大していました。中でもギリシャは観光位しか産業がなく歳入が乏しい一方で、過度の公務員給与や年金給付等で国の歳出が増加していましたが、ヘッジファンドが投資チャンスを求めてギリシャの国債に投機していました。しかし、政権交代で実際の財政状態が明るみに出ると同時に、同国は信用危機に直面することになりました。ギリシャ自体はユーロ圏（16カ国）の小国ですが、同様の問題を抱えるPIIGS諸国など経済構造の脆弱性が表面化した国を基点に、欧州の経済危機が発生しました。

ギリシャの財政再建は実際には難しいと見られ、このようなソブリンリスクがユーロ圏全体の35%の比重を持つPIIGS諸国にも飛び火すれば、欧州全体の問題に発展する可能性があります。単一通貨ユーロを使用し欧州中央銀行（ECB）が金融政策を実行しても、財政政策は各国の自由に任されて強制する仕組みがないため、不安定性が拭えない訳です。本文では、これらの現象が計数に裏づけられた図表で説明されています。

世界経済・金融市場はネットワーク化が進み、危機がグローバルに伝播し易くなりました。ギリシャ財政危機に始まる欧州危機は、過去の米国危機より複雑であり、現代的な経済・金融システムの不確実性に対応した改革が必要だ、と主張されています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

ギリシャ財政危機の影響について

株式会社日本総合研究所 調査部
金融ビジネス調査グループ 副主任研究員 李立栄

1. はじめに

2008年のグローバル金融危機で急速に冷え込んだ世界経済も、各国政府が財政・金融政策を総動員したことによって、最悪期を脱して回復へ向かい、金融システムの機能不全への懸念は薄れつつある。しかしながら、ここに来て公的債務の急速な拡大や財政状態の悪化が新たな世界金融不安の火種となりつつある。すなわち、政府債務の履行に係るソブリンリスク（国の信用リスク）に対する懸念である。とりわけ、2010年春以降、ギリシャの財政危機が、欧州を中心に世界の経済と金融市場を揺るがしている。

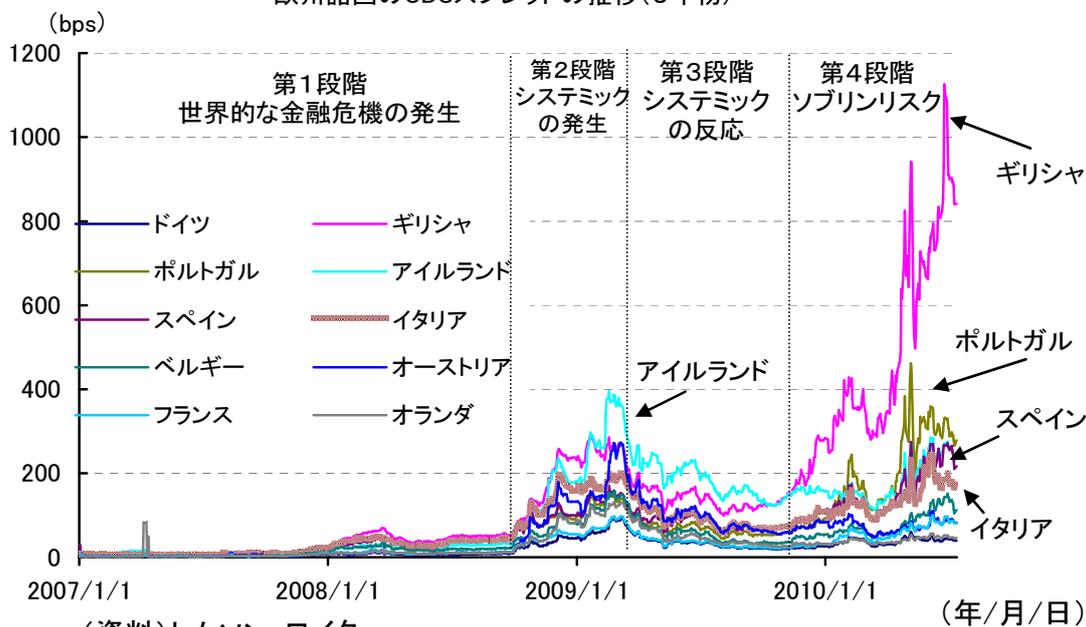
なぜ欧州はこのような事態に陥ったのだろうか。ギリシャは人口約1,100万人程度で、ユーロ圏（16カ国）の（注1）GDPに占める割合も2.6%、一人当たり年間所得が280万円、主な産業は観光業・海運業という南欧の小国である。なぜこのような小国の問題が欧州全体を揺るがし、さらに2008年9月のリーマンショックに匹敵するほど金融市場に波及したのか。以下ではこれらの問題について解説する。

2. ソブリンリスク波及の4つの段階と欧州の構造問題

最近、ギリシャのソブリンリスクが注目されているが、この問題は2008年のリーマンショックの時点から浮上していた。ユーロ圏主要国の国債の信用度を示すソブリンCDS（クレジット・デフォルト・スワップ：信用リスク対象の金融取引）の水準の推移をみると、現在まで4つの段階に整理できる（図表1＜次頁＞）。

（注1）ユーロ圏とは、欧州連合に加盟し、ユーロを導入している諸国で形成される経済圏。現在、オーストリア、ベルギー、キプロス、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポルトガル、スロベニア、スロバキア、スペインの16カ国が加盟している。

図表1 欧州危機の4つの段階
欧州諸国のCDSスプレッドの推移(5年物)



第1段階は、世界的金融危機発生までの段階（2007年7月～2008年9月）で、ドイツとフランスというユーロ圏のコア国では、投資家がいつ起こるかもしれない危機に備えて、予め資産を安全なものへ移す質への逃避によるリスク回避の動きを強めた。

第2段階は、システミックリスクの発生段階（2008年10月～2009年3月）で、リーマンショック後に、自国金融システムが深刻な打撃を受けた諸国（オーストリア、ベルギー、アイルランド、オランダ）のソブリンリスクも顕在化した。

第3段階は、システミックな対応段階（2009年4月～2009年10月）である。金融危機への対応のため、各国で巨額の財政支出がなされ、一時的にソブリンリスクは低下した。

第4段階は最近のソブリンリスクの発生段階（2009年11月～現在）で、ギリシャをはじめとして財政問題が懸念される国のソブリンリスクが再び問題となった（図表1）。

今般のギリシャ問題が欧州全体に広がったのは、ユーロ圏における長期にわたる景気拡大の裏で、域内の不均衡と、金融・財政面の構造問題が拡大していたことを背景として指摘できる。具体的には、①域内の経済格差、②巨大な財政赤字、③持続不可能な公的債務の急増、④政府の長期的な支払能力への懸念、などの構造問題である。

一方、金融面では、ギリシャ問題の影響はリーマンショックに比べれば大きくないものの、①過剰レバレッジ（注2）、②先行きの不透明性、③資金の流出、④他国への波及、といったリーマン発世界金融危機と同様の要因や現象を観察することができる。これらの事態が生じた背景について考察すると以下の通りである。

（注2）過剰レバレッジとは、自己資本に対して外部借入れの割合が通常よりも高いことを指す。収益性は高くなるが、倒産リスクも高まる。

欧州の構造問題

第1に、グローバル化、情報技術の進展、規制緩和、金融のイノベーションなどに支えられて、長期にわたる高成長を欧州各国が享受していたことである。金融危機の発生前の数年間にわたり、世界的なカネ余りが生じており、それまで先進国において相対的に低金利・低インフレが続いていたが、欧州においても、経済の好調と金融緩和を背景に、住宅などの不動産価格の上昇が見られた。

第2に、金融の肥大化による世界経済の不確実性の増大である。例えば、欧州では、近年のクレジット市場の規制緩和、金融技術の発展、資金調達手段の多様化によって信用創造が活発化し、欧州では経済成長を大きく上回るペースで銀行資金が拡大した国も多い。また、規制緩和や税制改革などによって積極的に金融業を育成し、「金融立国」を目指した国（アイルランド、英国など）の金融資産の伸びは米国を上回った。

第3に、銀行によるクロスボーダー取引の拡大である。欧州では1999年のユーロ導入や金融サービスの域内自由化などを背景に、銀行の国際取引が活発化した。対外銀行債務は2000年から2007年末までに3.6倍となった。新興国の中でも最も高い伸びを示しているのが欧州の新興国（ハンガリーやルーマニアなど）であり、同時期に対外銀行債務は6.8倍に増加した。ただし、2008年のリーマンショック以降、資金は逆流をはじめ、新興国の対外銀行債務はピークの2008年6月末から2009年3月末にかけて16%減少に転じた。

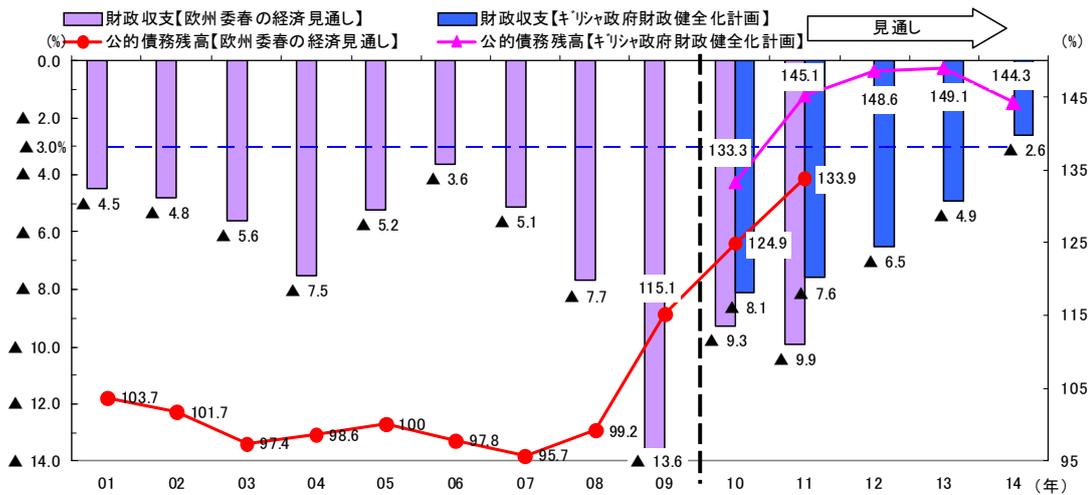
こうした中、米国発の金融危機をきっかけに、これまで過大評価されていた欧州における一部の国の経済構造の脆弱性やファンダメンタルズの問題がクローズアップされた。ギリシャをはじめとする欧州の財政・金融問題は、通貨ユーロの誕生から11年間の歴史の中で最大の危機となった。

3. ギリシャ財政危機の顛末とその原因

世界金融危機への対応によって2008年にEU各国の財政赤字が拡大した。ギリシャは自国の銀行への資本注入50億ユーロ、新規融資への政府保証150億ユーロ、銀行への流動性供給80億ユーロで総計280億ユーロ（対GDPの12%）に上る財政負担が発生し、EU（欧州連合）27カ国（注3）の中で最悪の水準を記録した。

ギリシャ財政危機の直接の契機は、2009年10月の政権交代（注4）と新政権による財政統計データの大幅修正であった。新政権は成立直後、前政権が財政赤字を過少評価していたとして、財政赤字対GDP比率について、2008年が5.0%を7.7%へ、09年が同3.7%を12.7%へ、その後13.6%まで大幅に修正したほか、公的債務対GDP比率も2009年末の99.2%から115.1%に修正した（図表2）。この結果、財政赤字の数字そのものだけではなく、財政当局への信認が失墜したという意味で、市場ではギリシャに対して一層不信の念が高まった。こうした中、2009年11月から2010年3月までの5ヵ月間で、ギリシャ政府は5回に亘って財政再建策を発表したが、市場では、赤字削減規模が不十分であるとして財政の持続可能性への懸念が払拭されず、混乱は終息しなかった。ギリシャ国債が格下げされたことを契機に、ユーロが売られ、世界の株式市場でも株価下落が相次いだ。

図表2 ギリシャの財政収支と公的債務残高



(資料)Eurosta, 欧州委員会「10年春の経済見通し(10年5月5日)」、ギリシャ政府「財政健全化計画(ユーログループ・IMFと合意、10年5月2日)。

(注3) EU加盟国はオーストリア、ベルギー、ブルガリア、キプロス、チェコ、ドイツ、デンマーク、スペイン、エストニア、フィンランド、フランス、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、イタリア、リトアニア、ラトビア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、スロベニア、スウェーデン、イギリスの27カ国である。

(注4) 新民主主義党のカラマンリス政権から全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ政権へ移行。

このため、2010年3月下旬から4月にかけて、ユーロ圏各国、国際通貨基金（IMF）、欧州中央銀行（ECB）を中心としたギリシャ支援プログラムが次々打ち出されたが、当事国のギリシャでは厳しい財政再建策に反対する労働組合によるストライキや国民によるデモが激化し、財政再建の実現可能性に対する懸念が広がった。その結果、市場での不信が一層高まり、ギリシャ国債の利回りは一時10%超の水準まで上昇した。こうしたことを背景に、同年5月2日にIMFとEUは支援プログラムを発表し、3年間に1,100億ユーロの協調融資（IMFは300億ユーロ、ユーロ圏800億ユーロ）を行うことと合意し、更に5月9日には、EU財務大臣会議で5,000億ユーロ（4,400億ユーロ圏諸国に対する債務保証と600億ユーロの欧州委員会の中期融資）の支援策を発表した。その後、ユーロ導入国が財政危機に陥った場合には、EUで7,500億ユーロの緊急融資を行う制度の創設も発表された。これらの一連の緊急資金支援措置の決定を受けて、市場はひとまず平静を取り戻しつつあるようにみえるものの、依然として不安定さを残している。

ギリシャ危機の原因

ギリシャの財政危機が生じた顛末は以上述べた通りであるが、その原因は何であろうか。実は、ギリシャの財政問題には100年の長い歴史がある。インフラコストが高く、観光業以外に目ぼしい産業が存在しないという構造的な問題は以前から指摘されていた。しかし、今次の世界金融危機の発生は、過去とは違っていた。世界金融危機発生後、それまでサブプライム関連の証券化商品に投資してきたヘッジファンドが、2009年春以降新たな投資チャンスを求め、政府のバックアップが付与されたユーロ圏の小国の国債を狙いはじめたからである。つまり、市場でギリシャという国がクローズアップされ、投機の対象となったのである。

投機対象から外れたギリシャ財政危機の原因としては、①政府の財政データに対する信認が低下したこと（大幅修正、公的債務の過少報告）、②ユーロ導入以来、「財政赤字の対国内総生産比で3%以内」のEU基準に違反していたこと、③ユーロ導入前から「公的債務のGDP比60%以内基準または満足のいくペースで下げること」のEU基準に達していなかったこと、④身の丈に合わない公務員給与や年金給付など歳出拡大が持続し、脱税や過少所得申告が横行していたこと、⑤世界金融危機対応のための景気刺激策の実行により、更に財政赤字が悪化したこと、⑥通貨ユーロの信頼性が揺らいだこと、などが指摘できる。

4. ギリシャの財政再建は可能なのか

ギリシャ政府は2009年の財政赤字対GDP比率13.6%から2014年には3%基準以内を達成するという財政再建策を発表しているが、実現は難しいと考えられる。財政再建策は景気上昇局面では実現の可能性もあるが、2009年のギリシャの実質経済成長率は▲2.0%となったほか、2010、2011年はそれぞれ同▲4.0%、▲2.6%との見通しであるため、景気悪化の中で緊縮財政を断行すると、景気がさらに悪化し、財政赤字も拡大するというスパイラル的な結果を招くからである。今後財政再建の挫折によるソブリンリスクの拡大懸念が依然として残っていると云わざるを得ない。

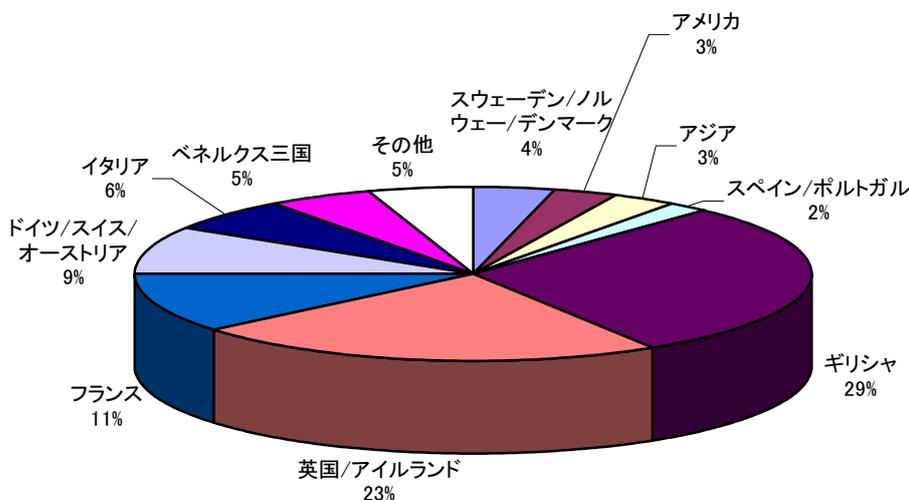
5. 欧州諸国への危機波及

最後に、ギリシャ問題の欧州への波及について、①高まるソブリンリスク、②欧州金融機関の損失拡大リスク、③通貨ユーロの信認低下リスク、の3つの懸念材料について触れておきたい。

第1は、ソブリンリスクが高まり、PIIGS諸国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）へ波及する可能性である。2009年ギリシャの名目GDPは3,308億ドルと、ユーロ圏全体の2.6%にすぎない。もし、ギリシャ一国の財政危機という問題にとどまるのであれば、その重要性は世界全体から見れば小さい。しかし、ギリシャの財政危機問題が、財政赤字と公的債務残高の大きなPIIGSと呼ばれる他の諸国に飛び火すると、これらの国のGDPの合計はユーロ圏全体の35%に達することから、ユーロ圏全体の問題に発展するリスクが高い。PIIGS諸国の中で、国債残高世界3位のイタリアの財政問題も浮上しており、イタリア発のソブリンリスクへの波及も懸念される。蜘蛛の巣のように絡まり合ったPIIGS諸国の負債状況は、単一通貨圏でありながら財政政策については、各国の分権となっていることが通貨ユーロ創設以来の経済政策運営の弱点として表れている。

第2は、欧州金融機関の損失拡大リスクである。今回のギリシャ財政危機は、主要国の株価が急落し、欧州銀行間取引金利が上昇するなど、欧州を中心とした国際金融市場が大きく動揺した。ギリシャ国債の保有主体は欧州での3割（英国、フランス、ドイツの順）に対して、米国やアジア（日本を含む）の投資家がそれぞれ3%と比較的小さい（図表3<次頁>）。

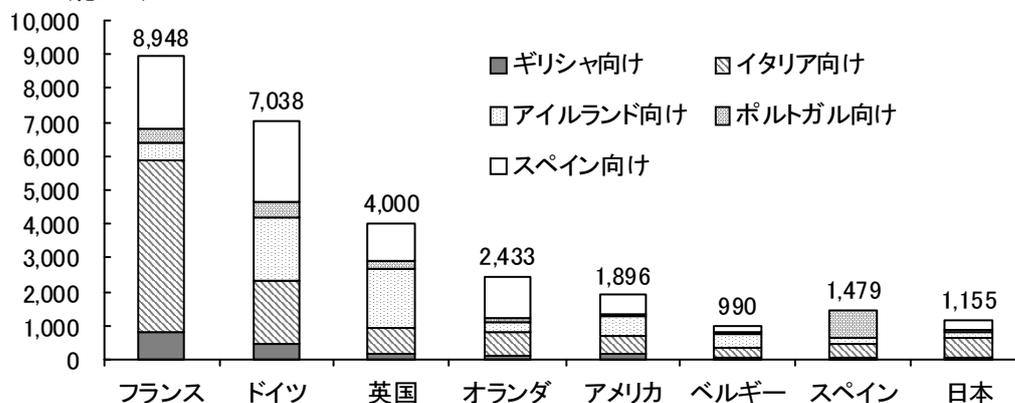
図表3 ギリシャ国債の保有主体(10年4月)



(備考)ベネルクス三国とは、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクのこと。
 (資料)ギリシャ国債管理庁

一方、銀行貸出については、ギリシャ向けの与信はフランス(36.8%)、ドイツ(21.0%)の金融機関に集中しているほか、PIIGS 諸国向け与信の合計もフランス(8,948 億ドル)、ドイツ(7,038 億ドル)の銀行が際立っている(図表4)。

図表4 各国銀行のPIIGS諸国向け対外与信残高
 (億ドル)



2009年12月以降のギリシャをはじめとするPIIGS諸国の国債価格の下落により、これらの資産を保有するPIIGS諸国の金融機関に加え、フランスやドイツなどの金融機関も保有資産の劣化により損失が拡大する可能性がある。2010年5月に発表されたECBの金融安定化レポートでは、ユーロ圏の銀行は不良債権処理のために、2011年に最大1,050億ユーロの追加損失の計上を迫られる恐れがあると発表した。こうした中、EUの財務理事会では、2010年7月23日に公表するEU域内の銀行の健全性をテストする資産査定(ストレステスト)の結果次第で、資本不足の金融機関に対して公的資金注入する可能性が大きい。

第3は、通貨ユーロの信認低下リスクである。ギリシャは2001年によりやくユーロに加盟した。ギリシャにとって、ユーロへの加入は自国の利益となった。ユーロの導入によって、①高インフレや債券市場における価格下落の懸念が小さくなったこと、②1995年以降の10年間、政府は従来より有利な条件で借り換えることができたこと、などからである。ユーロ加入以降、ギリシャは2008年まで年平均4%台の高成長が続いた。しかし、今般の財政危機は通貨ユーロの信認問題にまで発展した。2009年12月以降ユーロが対ドルで急落する中、ギリシャは統一通貨の導入により自国通貨の調整ができないデメリットが生じた。ギリシャ危機による今回のユーロ急落局面においても、競争力の強い国々はユーロ安によって輸出増加と採算改善による企業業績好転の恩恵を受けているのに対し、輸出型産業をあまり持っていないPIIGS諸国はユーロ安による輸入インフレと緊縮財政によるデフレのダブルパンチで悲惨な状況に陥っている。

6. おわりに —欧州危機の複雑性と解決の重要性—

世界が一丸となって危機に対処した2009年が「結束の年」(a year of unity)だとすれば、2010年は「変革の年」(a year of transformation)と位置づけられる。2009年春以降の世界経済・金融市場の回復の背後には、様々な不確実性(uncertainty)が隠れている。欧州危機の構造は米国の金融危機より複雑、不透明であり、不確実性が高い。

世界経済・金融市場はかつてないほど相互依存・相互連結の度合いが高まっている。金融の肥大化は経済のネットワーク化(Network Economy)を深化させ、危機がグローバルに伝播するリスク(Network crisis)が高まっている。すなわち、複雑に絡み合い、相互依存関係が強い現在の金融システムには、危機が急速かつ広範に広がる新型の金融危機を誘発し易い弱点がある。ギリシャ財政危機のように、巨大化した金融は、場合によって、一つの国を崩壊させる力を持つまでに至っている。

今般のギリシャ財政危機を踏まえて、欧州、ユーロ圏の従来のシステムに対して上述した現代の経済・金融システムの問題点に対処した改革が必要である。ヨーロッパは変化が必要である。その根本的な解決はギリシャ問題によって提案された銀行救済よりはるかに重要であろう。

(以上の論考は、2010年7月15日までの情報に基づいたものである)

以 上

執筆者紹介

李 立栄 (リ リつえい)

株式会社日本総合研究所 調査部 金融ビジネス調査グループ 副主任研究員

<学歴・職歴>

英国ケンブリッジ大学交換留学

北京大学経済学部卒業

米国スタンフォード大学(MBA)卒業

2001年 日本・文部科学省国費留学生認定

2003年 早稲田大学大学院アジア太平洋研究科修了

2003年 日本総合研究所入社

2004年~05年 日本経済研究センター出向

2007年10月 現職



<学会> 証券経済学会

<主要著作>『金融システムの将来像』(共著)(<2010年9月出版予定>金融財政事情研究会)、
『グローバル金融危機後の金融システムの構図』(共著)(金融財政事情研究会)、『オバマのアメリカ』
(共著)(東洋経済新報社)