

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：なぜギリシャ危機は終息しないのか？

執筆者：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部研究員 土田 陽介氏

要旨（以下の要旨は2分20秒でお読みいただけます。）

今年（2015年）の6月から7月にかけて、連日の様にギリシャの債務危機に関する報道が新聞の一面を飾りました。ギリシャの債務問題は、2009年の政権交代時に財政赤字の隠蔽が露呈したことに端を発します。ユーロ圏の経済規模では2%程度の同国ですが、ユーロ脱退の先鞭を切る恐れとロシアに近くEUにとって地政学的なリスクを内包するため、ギリシャ債務危機はユーロとEUの制度と深く係わる問題となっています。

今回は、三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部で欧州経済の調査分析をご担当の研究員・土田陽介氏に、ギリシャ危機について解説して頂きます。

これまでにギリシャは、EUとIMFから2度に亘り金融支援を受けてきました。同様に金融支援を受けた国としては、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロスがありますが、これらの諸国は既に金融支援を卒業しているか、いずれ卒業できる国ばかりです。では、なぜギリシャだけが債務危機から脱することが出来ないのでしょうか？それは他の国の経済危機が銀行の不良債権問題等に起因していた一方、政府の財政状態はギリシャに比べ健全であったので、信用不安が落ち着きやすい状況にあったためです。言うなれば流動性（リクイディティ）の問題でした。これに対しギリシャの場合は、公的債務残高が対GDP比で100%を超えるなど他の諸国に比べて突出しており、経済力以上に債務を抱え込んだ国の支払能力（ソルベンシー）の問題を抱えていたと言えます。

EUは金融支援要請の国に対し緊縮財政と構造改革の遂行を義務付けました。緊縮財政については各国とも相応の成果を果たしましたが、構造改革は政府部門の役割の効率化と労働部門の弾力化など広い範囲に亘るため、計画通りには中々進みません。こうした中で、ギリシャでは国有資産の売却収入で公的債務残高を20%圧縮する計画を打ち出し、資産管理会社（HRADF）を設立して実行して来ましたが、実績は計画比で3割を下回り、今年1月成立の急進左派連合SYRIZAは民営化自体を凍結する戦略を採りました。EUが課した緊縮財政はギリシャの経済成長力を弱め、ユーロ圏から脱退する可能性もあって経済は依然として不安定なままです。また、中長期の時間を要する構造改革をソルベンシーが低下しているギリシャに強いることもナンセンスと考えられます。

ギリシャは経済危機の中で政治的にも混迷を深めており、2009年以降では政権が右派、左派、連立・中道、極左へと大きく振れ、それがまた経済の危機をもたらしています。ギリシャに対しては、緊縮財政と構造改革ではなく、債務削減と返済期間繰り延べの債務再編の容認が必要と判断されます。ただ、どれだけの規模の削減が適正か、どれだけの期間が適当か、明確な答えは無く、またモラルハザードに陥る危険性もあります。新たな第三次金融支援プログラムでは追加の資金提供に加えて、利払いの減免と融資期間延長が行われる見込みです。第二次大戦後の欧州の政治・経済は対立と妥協の中で構築されて来ましたが、EU制度への不協和音も強まっている中で、EUはギリシャに対する支援戦略を抜本的に修正する時期に来ていると感じられる、と結んでいます。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/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: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

テーマ：なぜギリシャ危機は終息しないのか？

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員 土田陽介

はじめに

今年（2015年）の年明けに再燃したギリシャの経済危機は、世界経済を大きく揺るがした。反緊縮を唱える急進左派連合（SYRIZA）が1月の総選挙で勝利し、新たに成立したツィプラス政権は、ブリュッセルグループ（旧トロイカ、つまり欧州連合<EU>、国際通貨基金<IMF>、欧州中央銀行<ECB>の3者連合）に対して、緊縮財政の緩和をめぐる条件闘争を仕掛けた。こうした中で、ギリシャ政府がユーロ圏から脱退（グリグジット<Greece グリースと exit イグジットの混成語>）する可能性が徐々に高まる事態となった。

このような事態の中で、今年6月に予定されていたIMF向け債務の返済は不履行となり、ギリシャはテクニカルな意味でのデフォルトに陥った。6月末時点でEUとギリシャは新たな金融支援と追加緊縮策の実施で合意していた模様だが、ツィプラス首相は、7月5日に緊縮の是非を問う国民投票を実施するという奇策に打って出た。投票の結果、緊縮を退ける声が大差で勝利したが、こうした民意があるにもかかわらずツィプラス首相はEUに対して追加緊縮策を受け入る代わりに新たな金融支援を要請するなど、一貫性に欠けた対応をみせた。情勢が混乱度合いを増すなかで開催された7月12日のユーロ圏首脳会議では協議が極めて難航したものの、欧州安定メカニズム（ESM）による新たな金融支援と追加緊縮策の実施で双方が合意に達し、グリグジットはようやく回避されることになった。

ギリシャの経済危機は、2009年秋に露呈した財政統計の改ざん問題に端を発するものである。ギリシャは10年5月にEUとIMFから最初の金融支援プログラムを、さらに12年11月には二度目の金融支援プログラムを受けている。ギリシャと同様に、経済危機を受けてEUとIMFから金融支援を受けた国は、15年6月時点で、同国の他に4ヶ国存在する。もっとも、このうちアイルランドは13年12月に、スペインは14年1月に、ポルトガルは同年5月に、それぞれ金融支援を卒業し、自力で国債を発行できるようになっている。キプロスに関しては、金融支援プログラム自体が16年までを予定しているなかで、情勢は安定しているため、このまま金融支援を卒業できる公算が大きい。

言い換えれば、ギリシャの経済危機だけが長期化している。それでは、なぜギリシャ危機は終息しないのか？この問題は、一見単純であるが、欧州債務問題の本質を突いた深い疑問である。この疑問に対する筆者なりの見解を、本稿で示してみたい。

1. 支払能力問題としてのギリシャ経済危機

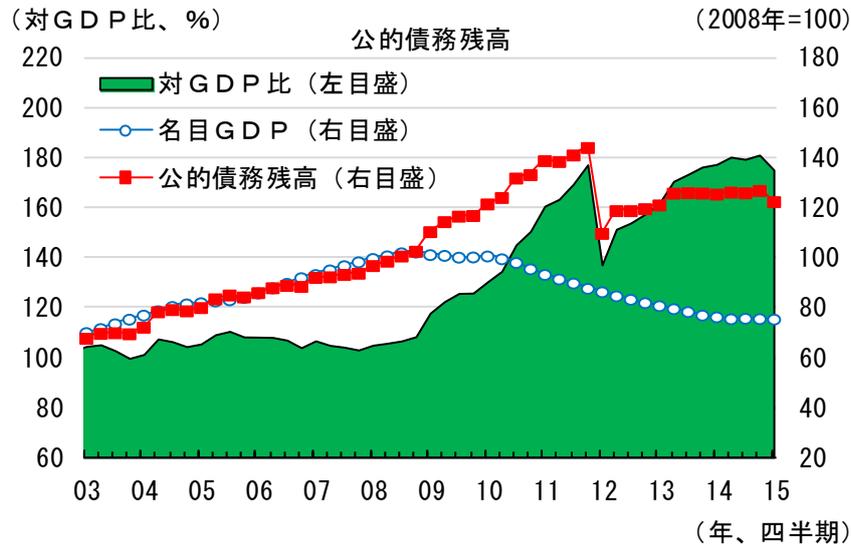
筆者は、ギリシャの経済危機を、本質的に支払能力（ソルベンシー）問題であると考えている。言い換えれば、同様に金融支援を仰いだその他の国の経済危機は、基本的には流動性（リクイディティ）問題であると評価している。

ソルベンシー問題に陥るということは一体どのような状態を指すのか。これは、その経済が自らの返済能力（つまり経済の産出力）以上の債務を抱えることを意味する。こうした経済が債務の返済を最優先すれば、本来、通常の経済活動に用いられるべき資源が債務の返済に費やされるため、経済の成長力が極めて弱まることになる。その結果、

経済との規模でみた実質的な債務規模が減少しないばかりか、むしろ膨らむという悪循環、いわば債務の「自己増殖プロセス」に突入してしまうことになる。

実際、名目ベースでみたギリシャの公的債務残高は、2008年を基準（100）とする指数でみると、13年以降126前後でほぼ横ばいとなっている（図表1）。

図表1 ギリシャの公的債務残高の推移



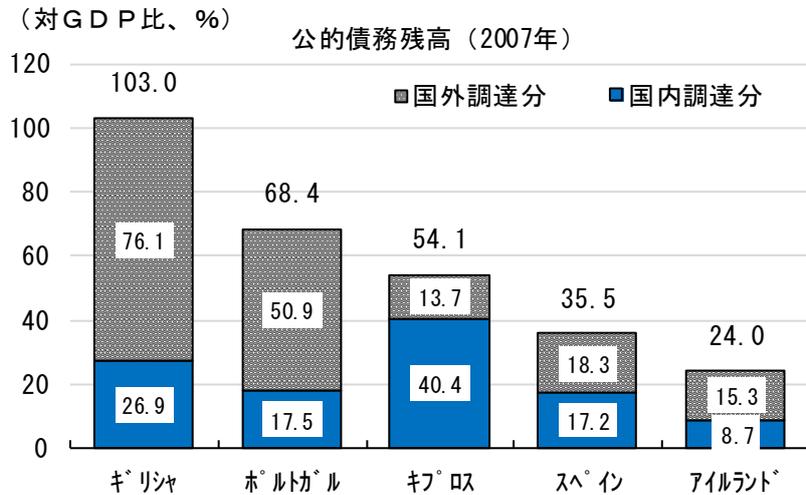
(出所) ギリシャ国立統計局、財務省

一方で、本来債務を吸収すべき名目 GDP は、76 前後まで減少している。そのため、結果的に GDP との対比でみた公的債務残高は、最新 15 年第 1 四半期時点で 175・0 と、ギリシャが債務削減を受ける直前の 11 年第 4 四半期の水準（177・1）近くまで戻ってしまっている。つまり、ギリシャは典型的な債務の「自己増殖プロセス」に陥ったわけである。

それではなぜ、ギリシャはソルベンシー問題に陥ったのであろうか。最大の理由は、ギリシャ政府が抱える元々の債務規模が大きかったことと、その約 7 割を対外資金で賄っていたことがあると考えられる。ギリシャの経済危機が顕在化する前の 2007 年における公的債務残高の調達構造をみたものが図表 2<次頁>である。



図表2 各国政府の資金調達構造



(出所) IMF

一見して分かるように、当時、ギリシャの公的債務残高は対GDP比103.0%と、金融支援を仰いだ他の4ヶ国と比べても突出していた。そのうち、同76.1%ポイントが対外資金で調達されていた。ギリシャはどの経済よりも政府の借金が多く、さらにその対外依存度も高かったのである。加えて、EUが義務付けた緊縮財政も、結果的にギリシャのソルベンシーを弱める方向に働いたと考えられる。

他の4ヶ国のうち、少なくともポルトガルを除く3ヶ国に関しては、そもそも銀行の不良債権問題が経済危機の引き金になっている。アイルランドやスペインでは国内の不動産バブルが弾けたことが、またキプロスでは隣国ギリシャ向けの貸し出しが焦げ付いたことが、銀行の不良債権問題の深刻化につながった。金融危機前まで、アイルランドやキプロスの銀行は、対外負債による借入れ（つまり海外からの借金）によって手元資金を増やし、それで身の丈以上の投融資を行った。スペインでは、対外負債による直接的な借入れは少なかったが、貯蓄銀行（カハ<Caja>）による起債を通じた市場からの資金調達が盛んであり、それが国内の住宅・不動産向け貸出の急増と、バブルの膨張につながった。

銀行の不良債権問題自体は、今後中長期に渡って各国の経済成長の重荷となる可能性が警戒される深刻な問題である。ただし、金融危機以前のアイルランド、スペイン、キプロスの公的債務の規模は小さく、政府の財政状態はギリシャに比べて健全であった。政府財政が銀行の不良債権処理のコストを肩代わりできるか、市場が疑念を強めるなかで、各国の国債が売られて信用不安に陥ったわけであるが、その目途さえ付けば、信用不安は落ち着きやすい状況にあったといえるだろう。

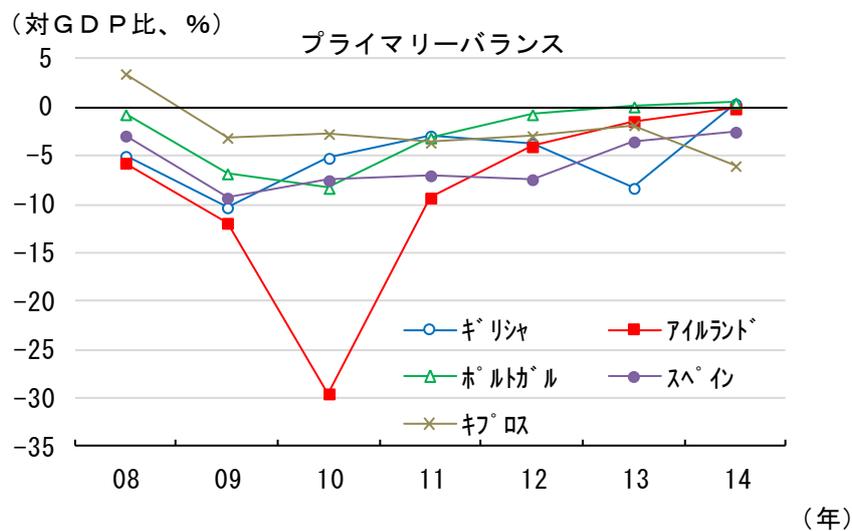
これに対して、ポルトガルに関しては、確かに公的債務の規模はギリシャに次いで膨らんでおり、またその対外資金への依存度も高かった。一方でポルトガルの場合、金融危機前に不動産バブルは生じておらず、また経済もユーロ圏のなかでは低成長（2000～08年までの年平均成長率はユーロ圏全体で約2%のところ、ポルトガルは約1%）であったため、調整圧力がそもそも弱かったと考えられる。

2. 改めて問われるEUの支援戦略アプローチの妥当性

EUは金融支援を要請した5ヶ国に対して、緊縮財政と構造改革の遂行を義務付けた。ギリシャとキプロスを除く3ヶ国に関しては、金融支援を「卒業」しており、国際金融市場への復帰を果たしている。またキプロスに関しても、2016年に「卒業」する公算が大きい。こうした中で、この戦略アプローチが効かなかったのは、ギリシャだけといえる。その理由は、先に示したように、ギリシャとその他4ヶ国の経済危機の性質の違いに起因していると考えられる。

5ヶ国のうち、不良債権処理に伴うコスト増に苛まれているキプロスを除く4ヶ国では、足元にかけて財政収支（プライマリーバランス）の健全化が進んでいる（図表3）。

図表3 改善する各国の財政収支



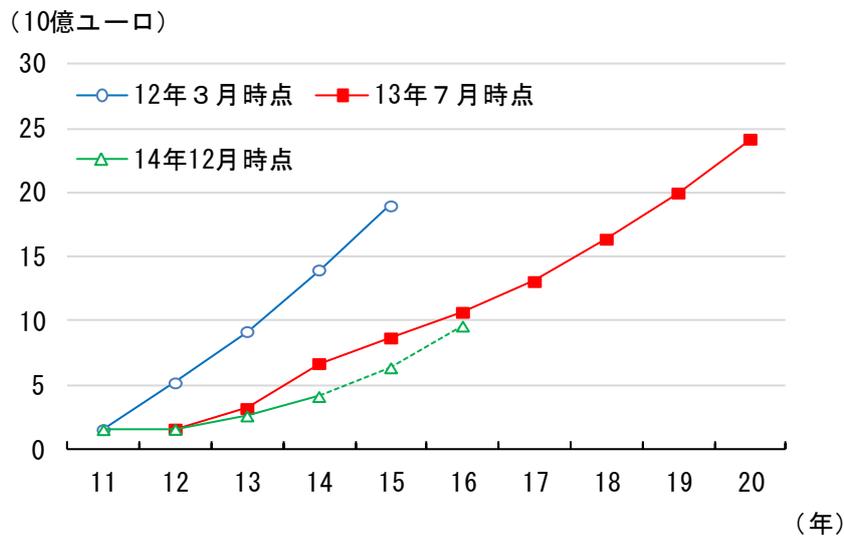
(注) プライマリーバランス＝財政収支－利払い費
(出所) 欧州連合統計局

このことが示すように、緊縮財政に関しては、問題を抱えつつも、相応の成果が表れている。反面で、より困難なのは、構造改革の推進である。ここで求められている構造改革とは、供給力を高める観点から経済の構造を改革することを意味する。具体的には、行財政制度改革、年金制度改革、国有企業改革、労働市場改革、各種規制緩和など多岐にわたるが、大別すれば、政府部門の役割の効率化と、労働部門の調整の弾力化を目指す方向で経済構造の改革に取り組むことを意味するものである。

先述(2頁)のブリュッセルグループとギリシャとの間で常に争点となるのが、この構造改革の推進の遅れである。一例として、国有財産(企業)の民営化の遅れについてみてみよう。ギリシャ政府がEUに対して民営化計画を提出したのは、2011年3月に受けた第一次金融支援の第4回目の査察の時である。その際、ギリシャ政府は53の国有資産を5年間で売却し、その収入500億ユーロを持って公的債務残高を対GDP比で20%圧縮するという野心的なプログラムを提示した。その後、同年6月に策定した「中期財政戦略2012-15」に基づき、民営化を担う執行機関「資産管理会社(HRADF)」を設立し、同時に民営化対象資産を同社に移管して、民営化プログラムに着手した。

しかしながら、民営化は計画通りには順調にいかず、目標収入額も徐々に引き下げられている(図表4<次頁>)。

図表4 停滞する民営化プログラム - 民営化収入の予定累積額



(注) 破線部は予定額
 (出所) 欧州委員会、HRADF

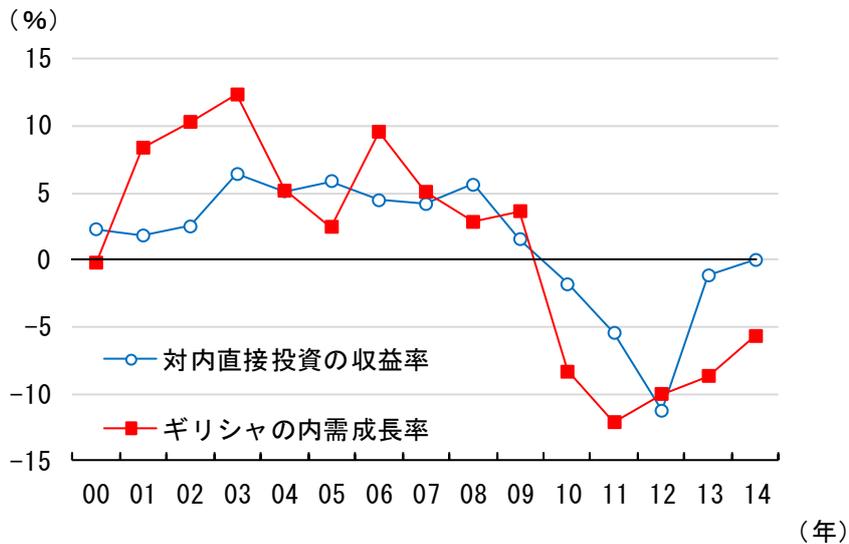
HRADFの資料によると、2014年末の累計収入額は41.4億ユーロと、政府が第二次金融支援（12年3月）の際に示した修正計画値との対比でもわずかに29.5%に留まっている。15年1月に成立した急進左派連合SYRIZA政権が、EUとの交渉過程で民営化そのものを凍結する戦略を採ったこともあり、15年以降も民営化は滞る公算が大きい。当然、こうした状況に対してEUはいらだちを強めており、民営化プログラムの即時再開をギリシャに対して要求している。

それではなぜ、ギリシャの民営化は停滞しているのでしょうか。EUやIMFは事あるごとにギリシャ政府の努力不足を批判している。確かに、これまでのギリシャ政府の民営化方針は一貫性に乏しいが、それ以上に大きな要因として、ギリシャ経済の不安定性がある。ギリシャの経済規模は、政府の債務問題が顕在化した2009年から14年までの間に、約25%縮小した。14年以降、一方的な景気悪化には歯止めがかかっているものの、経済の成長力は極めて弱い。さらに先行きに関しても、ユーロ圏から脱退する可能性が否定できないなど、経済は不安定なままである。

先に述べたように、ギリシャ経済のソルベンシーは大きく低下している。そしてEUが課した緊縮財政は、この問題をさらに悪化させる方向に働いている。こうした中で、資産の収益率も当然低下する。ギリシャの民営化対象資産の殆どが内需向けサービス産業（上下水道や港湾・空港などの公益事業、公営賭博など）であることも、民営化対象資産の収益率を悪化させていると考えられる。実際、民営化プロジェクトへの参加が期待される外国人投資家からみた直接投資の収益率は、悪化が著しい(図表5<次頁>)。



図表5 低下する対内直接投資の収益率



(注) 対内直接投資の収益率＝対内直接投資支払÷対内直接投資負債残高
 (出所) ギリシャ国立統計局、IMF

このような状況下で、投資家がギリシャ民営化プロジェクトに積極的に参加するとは考えにくい。ギリシャ政府側の改革への取り組み姿勢を正すことも重要だが、そもそも安定した経済でも中長期の時間を要する構造改革を、ソルベンシーが極度に低下しているギリシャに強いること自体、ある意味ナンセンスではないだろうか。構造改革を推進させるのであるならば、むしろ同国のソルベンシーを改善させることの方が先決であると考えられる。

他国に関しては効力を有したEUの支援戦略アプローチであるが、経済危機の性質が異なるギリシャに関しては、その妥当性が改めて問われている時期に差し掛かっている。

3. 経済危機と裏腹の関係にある政治危機

加えて、同様に金融支援を要請した他の4ヶ国と異なり、ギリシャの場合、経済危機のなかで政治情勢も極度に不安定化しており、それが経済危機の長期化をもたらすという悪循環にある。

図表6(次頁)は、5ヶ国の2009年以降の政権交代の変遷を辿ったものである。一見して分かるように、ギリシャの政権交代の回数は4回と、他国に比べて突出して多い。その過程を具体的に振り返ると、2009年10月に右派の新民主主義党(ND)政権が倒れて後、左派の全ギリシャ社会主義運動党(PASOK)が11年11月まで単独で政権を担った。続く総選挙を受けて、左派PASOKを首班に右派NDと国民正統派運動による連立内閣が組閣され、その枠組みが12年5月まで維持された。その後は、これまでの緊縮路線の是非を問う観点から、同月6日に総選挙が行われ、さらに翌17日に出直し総選挙が実施された。その結果、今度はNDが首班となるかたちでPASOK、民主左派による連立内閣の枠組みが成立し、13年6月の民主左派の離脱を経て、NDとPASOKという旧来の二大政党による連立が15年1月まで維持された。そして、冒頭で述べたように、同月に行われた総選挙を受けて極左政党SYRIZAが第一党に躍進し、現在に至っている。

図表6 政治危機の状態にあるギリシャ

キプロス	右派 左派 連立・中道 新興勢力							
ギリシャ	右派 左派 連立・中道 新興勢力							
スペイン	右派 左派 連立・中道 新興勢力							
アイルランド	右派 左派 連立・中道 新興勢力							
ポルトガル	右派 左派 連立・中道 新興勢力							
		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年

(注) 網掛けが濃い箇所は、連立の枠組みが変化した(ギリシャ)か、その枠組み内で新政権が成立した(キプロス)ことを意味する。

(出所) 各種報道資料

経済危機の当初、NDとPASOKはその責任を巡ってお互いを非難し合っていたが、一方でEUから金融支援の対価として課された緊縮路線の継続に関しては、足並みをそろえていた。経済危機の長期化を受けて民意が離反し、極左勢力が台頭してくるなかでも、連立を組むことでなんとか緊縮路線を継続しようと努めてきた。こうした中で、民営化などの構造改革は滞らざるを得なくなった側面がある。この間、二大政党は、国際的な信用と国内的な信用に板挟みとなっていたといえる。そして、結局は2015年1月の総選挙でSYRIZAの勝利を許し、旧来からの二大政党制が崩壊するに至った。

当然ながら、こうした危機的な政治状況は、経済危機と裏腹の関係にある。政府の支持基盤がもろく、実行能力が弱まる中で、EUが求める緊縮財政や構造改革を実施することは非常に困難であったとみられる。反緊縮を掲げて成立したSYRIZA政権もまた決して一枚岩とはいえ、脆弱性を有している。SYRIZAが緊縮財政の緩和を勝ち取れない限り、SYRIZAからもまた民意が離れていく公算は大きい。こうした中で、総選挙を再び行ったところで、実行能力がある政権基盤を築くことができる政治勢力が誕生するような状況に、現在のギリシャはないといえよう。こうした政治情勢からみても、緊縮財政と構造改革の同時遂行など、ほとんど不可能である。

4 高まる債務再編の必要性

ソルベンシー問題に陥り、また政治的にも危機状態を迎えているギリシャに対して、今最も必要な政策措置は、債務再編の容認といえるだろう。

債務再編には様々な手段が考えられる。具体的には、債務そのものを削減するという手段だけではなく、債務の返済期間を繰り延べるといった手段もあるし、両方の組み合わせもある。いずれにせよ、債務再編のメリットは、返済の負担を減らすことで債務者側の経済活動が活性化するだけではなく、経済活動が活性化した結果、債権者側にも一定の支払が行われる可能性が高まるということにある。もっとも、債務の返済期間を繰り延べるとしても、どれだけの期間が適当なのか、また債務そのものを削減するとしても、どれだけの規模を削減すれば適正なのかということに関して、明確な答えはない。また債務を削減したことで、債務者が結局は債務が猶予されると考えて返済に対するインセンティブを弱め、かえってモラルハザードに陥ってしまう危険性もある。

ギリシャは2012年2月の第二次金融支援の際に、民間投資家による損失負担（PSI <Private Sector Involvement>）というかたちで、総額1,070億ユーロ相当の債務削減を受けている。しかしながら、ソルベンシー問題が深刻化するなかで、既に述べたように、名目GDPとの対比でみた実質的な公的債務残高の規模は膨らみ続けている。結果的に、PSIだけではギリシャの債務削減は不十分であったといわざるを得ないだろう。

追加の債務再編が求められるのは明らかであるが、一方で最大の債権国であるドイツの政策当事者は、ドイツ国内の世論に配慮し、ギリシャに対して非常に厳しいスタンスで臨んでいる。そのため、債務再編が直ちに行われる公算は小さいといわざるを得ない。仮に債務再編が行われるとしても、政治的な妥協の産物として、債務そのものの削減ではなく、返済期間の繰り延べといったかたちが採られる可能性が高いとみられる。いずれにせよ、一過性の金融支援（融資）では、ソルベンシー問題が深刻化しているギリシャにおいてはそれがただ「浪費」されてしまうことになるだろう。ソルベンシーを改善させ、構造改革を推進させるためには、やはり債務再編に応じざるを得ないと考えられる。

まとめにかえて

ギリシャの経済危機は、2009年秋に露呈した財政統計の改ざん問題に端を発するものである。その意味で、ギリシャには大きな責任があり、それは免れない。他方で、欧州債務問題そのものは、EUおよびユーロ圏が抱え続けてきた制度的不備、具体的には財政制度の不統一の虚を、市場が突いた現象である。その意味で、ギリシャにばかり、あるいは他の重債務国ばかりに責任を転嫁しようとする動きも、また間違っている。

確かに、ギリシャ以外に金融支援を要請した4ヶ国の経済は危機を脱しており、その意味でEUの支援戦略アプローチは、これら4ヶ国に対しては有効であった。もっとも、経済危機の性質が元から異なっていたギリシャに対しては、かえってソルベンシーを弱めて、危機を長期化させる結果をもたらしたように、筆者には考えられる。ギリシャの経済危機を落ち着かせるためには、これまでのような金融支援を梃子に緊縮財政と構造改革の同時遂行を求めるアプローチではなく、やはり債務再編が必要となるだろう。

第三次金融支援プログラム（交渉開始の運び）では、ESM（欧州安定メカニズム）による新たな資金提供に加えて、融資期間の延長と利払いの減免を通じた債務再編が行われる見込みである。当面の資金繰りに目途が立ったことで、グリグジットが今直ぐ現実のものになる事態は回避されたといえる。もっとも、それが単なる事態の先送りに終わるかどうかは、ギリシャのソルベンシー問題が改善するかしないかにあるといえる。今回の債務再編を効果的に機能させるためにも、また構造改革を促すためにも、EUは緊縮財政の在り方を見直すべきである。そうしない限り、ギリシャ危機は終息せず、結局のところ、将来的にグリグジットは現実のものにならざるを得ないだろう。

戦後の欧州の政治・経済は、対立と妥協の中で構築されてきた歴史を持っている。その意味で、欧州債務問題もまた、そういった歴史の文脈の中で捉えられるべき現象といえるかもしれない。しかしながら、ギリシャの経済危機は、既に発生してから5年以上の歳月がたっており、長期化している。EU という制度枠組みそのものに対する不協和音も強まっている中で、EU がギリシャに対する支援戦略アプローチのあり方を抜本的に修正する時期に来ているように、筆者には感じられる。

以 上



執筆者紹介

土田 陽介(つちだ ようすけ) 1981年 静岡県生まれ
三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員

<学歴>

2005年 一橋大学経済学部卒業
2006年 一橋大学大学院経済学研究科修了
2013年 一橋大学大学院経済学研究科博士後期過程単位取得

<職歴>

2006年 株式会社浜銀総合研究所入社、同副主任研究員を経て、
2012年 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社
この間、一貫して欧州経済の調査分析を担当、査読付き学术论文も多数