

News Release

# ギリシャ「ユーロ離脱」の場合に想定されるシナリオ

2012年6月5日

(株)日本総合研究所 調査部



次世代の国づくり

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名称:株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創立:1969年2月20日

資本金:100億円

従業員:2,000名

社長:藤井順輔

理事長:高橋 進

東京本社:〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代)

大阪本社:〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代)

本件に関するご照会は、調査部・牧田 宛てにお願い致します。

電話番号: 03-6833-0928

メール: [makita.takeshi@jri.co.jp](mailto:makita.takeshi@jri.co.jp)

## 《要約》

1. 5月6日のギリシャ総選挙で、EU主導の厳しい緊縮財政に反対する急進左派連合(SYRIZA)が躍進したことから、ギリシャのユーロ離脱観測が浮上。もっとも、ギリシャのユーロ離脱は、政治的に高いハードルがあるほか、経済的な合理性も乏しく、加えて、実務面からみても多大な負担が発生するため、依然「リスクシナリオ」の域を出ていないと判断。もっとも、リスクシナリオの生起確率が高まったことも事実。そこで、以下では、ギリシャがユーロから離脱した場合に想定されるシナリオを検討。
2. まず、ギリシャで想定されるシナリオを検討すると、過去にデフォルトを余儀なくされた国(ロシア・アルゼンチン)では通貨価値が約4分の1に減価。こうした通貨安を通じた輸入物価上昇により、インフレ率がロシアでは120%超、アルゼンチンでも40~50%まで上昇しており、国民生活の疲弊は必至。
3. ユーロ圏で想定されるシナリオを検討すると、キプロス以外対ギリシャ貿易のシェアが1%未満にとどまっており、実体経済面からの直接的な影響は限られる見通し。一方、金融面をみると、ギリシャが負っている4,000億ユーロ弱の対外債務は、新通貨の大幅減価により、事実上デフォルトに陥る可能性があり、ユーロ圏ではGDP比▲3.4%程度の損害が発生する見込み。ただし、被害は、ECB・欧州各国中央銀行・国際機関に集中しており、短期的にみれば、経済への悪影響は軽微にとどまる見通し。対ギリシャ向け与信の焦げ付きなど金融機関を通じた悪影響も、昨年12月以降、ECBが実質的に南欧諸国の銀行のファイナンスを全面的に支えている状況下、深刻な金融不安にはつながらない公算大。
4. もっとも、ギリシャのユーロ離脱により、これまで出口がないとみられてきたユーロ体制に綻びが生じれば、次の離脱国について懸念が強まるのは不可避。とりわけ、経常赤字、かつ、プライマリーバランスも赤字である、ポルトガル、スペインで、その懸念が強まる恐れ。
5. 危機がポルトガル・スペインに波及していくのを封じ込めるためには、ECBによる国債購入・長期資金供給などのほか、ESMによる融資可能額増額など、「防火壁」を一段と強化することが欠かせない。さらに、重債務国が抱える病巣を根本的に治療していく必要。その処方箋として、重債務国は①財政規律強化、②域内競争力回復に向けた単位労働コストの引き下げ、その手段として労働市場の流動化等の規制緩和に取り組む必要。同時に、慢性的な低成長に陥っているポルトガル・イタリアに対する成長支援、住宅バブル崩壊により未曾有の不良債権が発生しているスペインの金融システム安定化に向け、ユーロ共同債の発行、ESM・EFSFの銀行の資本増強への充当など、財政統合に向けて腹を決めた施策が不可欠。
6. 為替への影響をみると、ユーロ加盟国が財政統合に向けた強い意志を示さない限り、不安定な相場展開から抜け出せない見通し。現状、ユーロ圏の重債務国にとって、対域外での通貨安以外にデフレスパイラル回避・景気浮揚の手段がなく、欧州各国はユーロ安を志向した政策を続ける公算大。ユーロ圏各国が財政統合に向かわず、通貨ユーロに対する信認が失われれば、ユーロの保有比率引き下げから、1ユーロ=1ドル割れも視野に。対円でも、欧州債務問題の抜本的な解決に目途がつくまでは、持続的な円安ユーロ高の進行は期待薄。

## 1. ギリシャのユーロ離脱の可能性をどうみるか

### イ) ユーロ離脱は政治的に高いハードル

5月6日のギリシャ総選挙では、緊縮財政を掲げる二大政党(新民主主義党(ND)、全ギリシャ社会主義運動(PASOK))が過半数の議席を獲得できず、EU主導の厳しい緊縮財政に反対する急進左派連合(SYRIZA)が躍進したことから、ギリシャのユーロ離脱観測が浮上。具体的なプロセスとしては、ギリシャで「反緊縮」を掲げる新政権が誕生し緊縮策を放棄すれば、EU・ECBが金融支援を打ち切り、その結果年金や公務員給与の支払いが困難化したギリシャ政府は、独自通貨の発行を余儀なくされる恐れ。

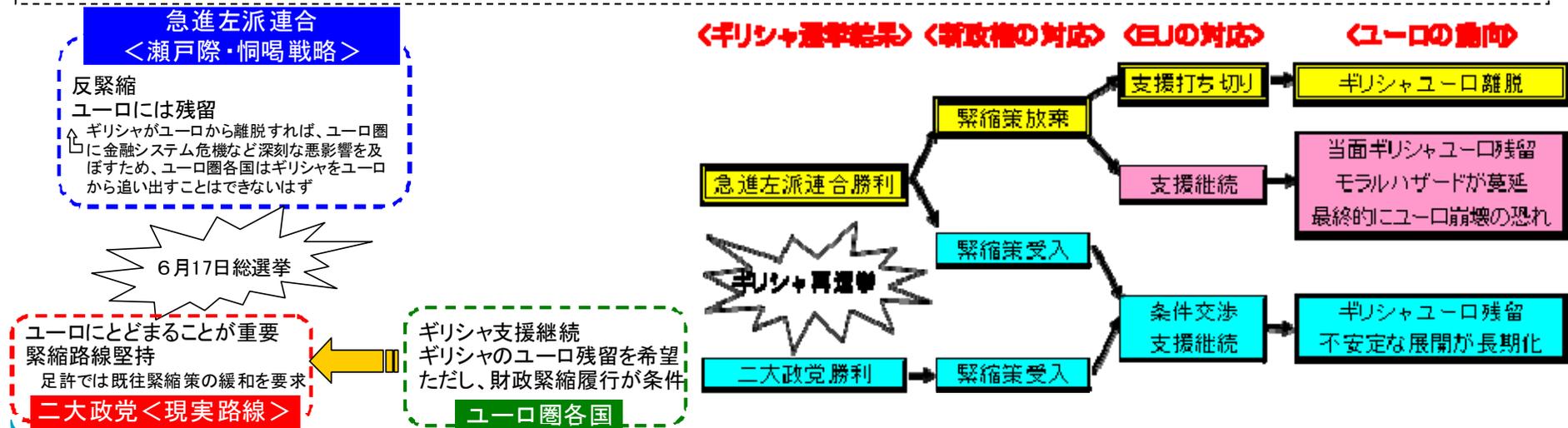
もともと、ギリシャがユーロから離脱するにはいくつかのハードルがあり、現時点で可能性が高いシナリオとは言えず。すなわち、

①6月17日に実施されることが決まった再選挙において、ユーロ残留を希望するギリシャ国民が大勢を占めるなかで、「反緊縮」によりユーロ残留を脅かしかねない急進左派連合が勝利し、同党を中心とする連立政権が成立する。

②ユーロ圏各国が「緊縮財政を放棄すれば支援打ち切り」との主張を強めているにもかかわらず、急進左派連合を中心とした新政権が「反緊縮」の旗を降ろさない。

③ギリシャの強硬な姿勢に対し、金融不安の高まりなどユーロ防衛のコストが一段と増高する可能性があるにもかかわらず(←急進左派連合が反緊縮でもユーロ残留を主張する根拠)、EU・ECBがギリシャ向け支援を打ち切る。

と各局面において「チキンレース」の様相を呈するなかで、最悪の選択肢がとられ続ける必要。



次世代の国づくり

## ロ) 経済面・実務面からみた非現実性

経済的にみても、ギリシャにとってユーロ離脱は合理性に乏しいのが実情。すなわち、

- ①債務返済負担の大幅な軽減は期待薄……ユーロ建債務は新通貨の大幅下落を通じ債務が増大(←対外債務を無秩序にデフォルトすれば、長期に亘って国際金融市場から締め出される恐れ)
- ②新通貨の大幅安を受けた輸入インフレにより、ハイパーインフレが生じ、市民生活は大幅に悪化。
- ③観光や農業以外に強い産業がないなか、新通貨の大幅安を通じた輸出増のメリットも限定的(図表1、2)。

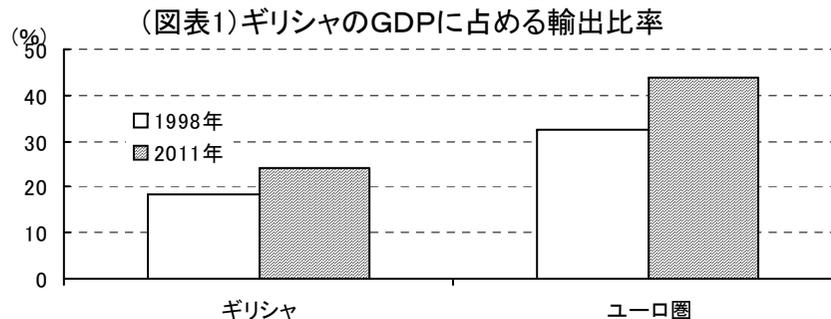
実務面からみても、ユーロ離脱には多大な負担が発生。

- ①国外への資金流出を防止するため、預金封鎖・資本規制を行う必要(←放置すれば、ドイツやスイス等に預金が流出する公算大。また、新通貨に強制的に切り替えるには一旦預金・借金の残高を確定させる必要)。加えて、国外でユーロ紙幣が流通するなか、ユーロ紙幣の国外への持ち出しを封じるため当面国境封鎖にまで踏み込む必要。資本規制や国境封鎖は、ヒト・モノ・カネの自由な移動を保証するEUの協約に抵触し、EUからの離脱を余儀なくされる可能性も。
- ②新紙幣流通や決済システム構築など、金融インフラを再構築する必要。

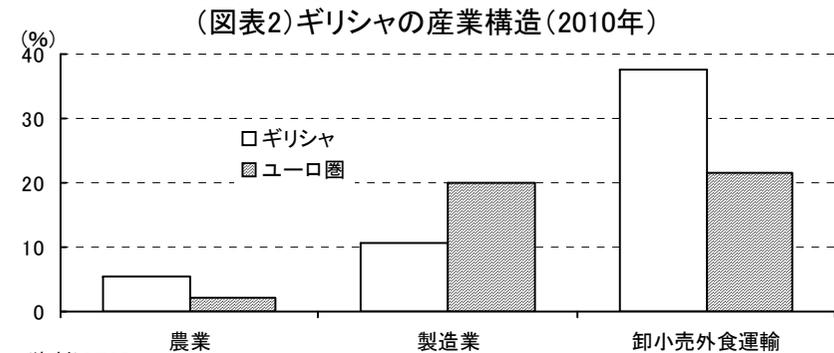
## ハ) 現実的な落とし処

こうした状況を踏まえると、ギリシャの再選挙がいかなる結果になろうと、①ギリシャ側は、「財政健全化のペースを従来より遅らせるものの、緊縮財政は継続する」、②EUサイドも、「緊縮路線そのものを堅持すれば支援を続ける」、「成長支援策を強化する」等の支援条件の見直しを行うというのが最も現実的な落とし処であり、**ギリシャのユーロ離脱は、依然「リスクシナリオ」の域を出ていないと判断。**

もともと、リスクシナリオの生起確率が高まったことも事実。そこで、ギリシャがユーロから離脱した場合に想定されるシナリオを検討。



(資料)Eurostat



(資料)OECD

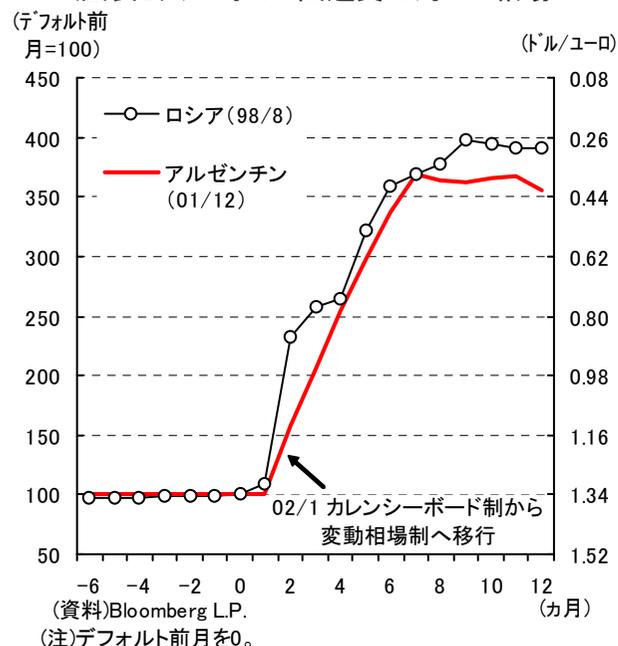
## 2. ユーロから離脱した場合にギリシャで想定されるシナリオ

まず、ギリシャで想定されるシナリオを検討。

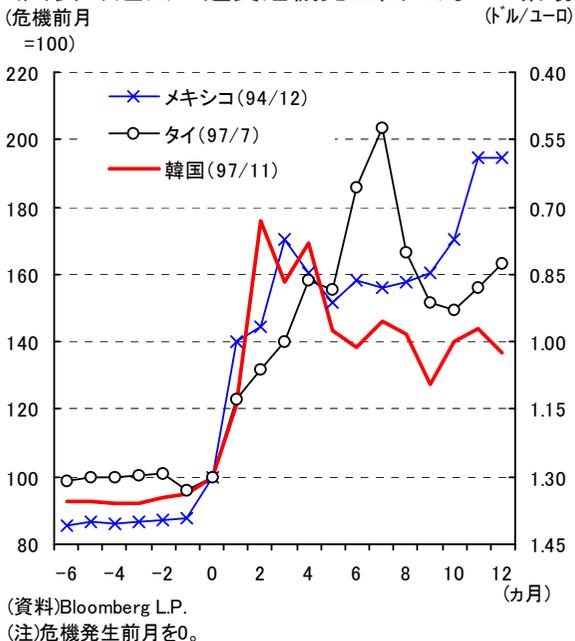
過去にデフォルトを余儀なくされた国の通貨をみると、ロシア(98/8)、アルゼンチン(01/12)ともに、通貨価値は約4分の1に減価(図表3)。通貨危機に見舞われたメキシコ(94/12)、タイ(97/7)、韓国(97/11)でも、通貨価値はほぼ半減(図表4)。これらの経験則を踏まえると、ギリシャが仮にユーロから離脱し、新ドラクマが導入されると、新ドラクマの通貨価値は、2、3ヵ月以内にユーロ換算で0.6ドル台(1ドル=0.8ユーロ→1.6ユーロ)、半年後にはユーロ換算で0.3ドル台(1ドル=3.2ユーロ)まで大幅な通貨安が進行する可能性。

こうした通貨安は、輸入物価上昇を通じて国内でのインフレ高進を招来。ロシアではデフォルト1年後にインフレ率が120%超、メキシコ・アルゼンチンでも40~50%まで上昇。一方、IMF管理の下で厳しいデフレ政策を余儀なくされたタイ・韓国ではインフレ率は10%前後で頭打ち(図表5)。ギリシャでは、「国民生活を破綻させるほどのハイパーインフレ」か「緊縮財政かつ10%前後の高インフレ」のいずれかの選択を余儀なくされ見込み。

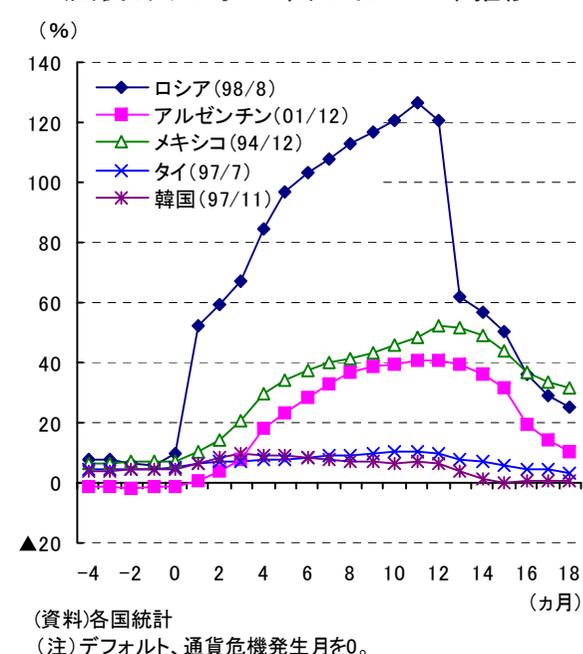
(図表3) デフォルト国通貨の対ドル相場



(図表4) 過去の通貨危機発生国の対ドル相場



(図表5) デフォルト国のインフレ率推移



### 3. ユーロ圏で想定されるシナリオ

#### ①統計・市場動向に基づいた静態的視点からの考察

##### イ)ギリシャ離脱後のユーロ圏の経済ファンダメンタルズ

ギリシャは、成長率や経常収支、対外債務、財政収支など、あらゆる面でユーロ圏のなかで最低ランクに位置していたため、ギリシャがユーロ圏から離脱すれば、残った国で構成されるユーロ圏の経済ファンダメンタルズは改善(図表6)。

##### ロ)実体経済面からみた直接的な影響

ギリシャのユーロ離脱、それに伴う経済混乱による影響も軽微にとどまる公算。まず、貿易面では、ギリシャと密接なキプロス(ユーロ圏のシェアは0.2%)に甚大な悪影響が生じる可能性があるものの、それ以外の国では**対ギリシャ貿易のシェアは1%未満**にとどまっております(イタリアは輸出が1.6%)、ユーロ圏全体では目立った影響は生じない見通し(図表7)。

一方、金融面をみると、ギリシャが負っている4,000億ユーロ弱の対外債務は、新通貨の大幅減価により、事実上デフォルトに陥る可能性。ギリシャ向け対外債権のすべてをユーロ圏が保有していると想定すれば、**ユーロ圏ではGDP比で▲3.4%程度の損害が発生する見込み**。ただし、①対外債権の保有主体の大半がECB・欧州各国中央銀行・国際機関であること、②中央銀行・国際機関での損失補てんは必ずしも即時に資金手当てを行う必要がないこと(早期の財政緊縮は不要)、③欧州各国中央銀行への負担増はユーロ安を通じてむしろ牽引役であるドイツの景気下支えに作用すること、等を踏まえると、**短期的な悪影響は軽微にとどまる見通し**(図表8)。

(図表6)ギリシャ離脱後のユーロ圏

項目	年	ギリシャ	ユーロ17	ユーロ16 (除ギリシャ)
実質成長率	2011	▲6.9	1.5	1.7
	2012	▲4.7	▲0.3	▲0.2
GDPギャップ	2011	▲8.4	▲1.7	▲1.5
	2012	▲10.7	▲2.6	▲2.4
経常収支 名目GDP比	2011	▲11.3	0.1	0.4
	2012	▲7.8	0.6	0.8
対外純債務 名目GDP比	2010	▲92.9	▲13.9	▲11.9
財政収支 名目GDP比	2011	▲9.1	▲4.1	▲3.9
	2012	▲7.3	▲3.2	▲3.0
公的債務 名目GDP比	2011	165.3	88.0	84.2
	2012	160.6	91.8	88.4

(資料)Eurostat, EU委員会, IMF

(図表7)対ギリシャ貿易シェア(2010年)

	輸出 (%)	輸入 (%)
キプロス	24.5	18.9
イタリア	1.6	0.5
マルタ	0.6	0.9
スペイン	0.9	0.3
ドイツ	0.7	0.2
フランス	0.7	0.1
オランダ	0.6	0.1
ルクセンブルク	0.7	0.0
ベルギー	0.6	0.1
スロベニア	0.3	0.4
フィンランド	0.4	0.2
オーストリア	0.5	0.1
スロバキア	0.4	0.2
ポルトガル	0.3	0.2
アイルランド	0.4	0.1
エストニア	0.1	0.1

(資料)IMF

(図表8)金融面からの影響試算

	(億ユーロ、%)
ギリシャの対外債務(2011年末)	3,899
通貨減価による毀損率(%)	80
対外債権国の損失	3,119
ユーロ圏名目GDP(除くギリシャ)	92,067
影響(対GDP比、%)	▲3.4

ギリシャ対外債務の内訳  
(億ユーロ)

債券投資	757	← 半分強はECBが保有
中央銀行借入	1,263	← ECB・各国中銀が負担
政府借入	628	← EFSF・IMF等が負担
銀行借入	910	
直接投資	212	
株式投資	58	
その他借入	71	

(資料)IMF, Eurostatを基に日本総研作成  
(注)1ユーロ=1.296ﾄﾞﾙでユーロ換算(年末終値)。

Copyright (C) 2012 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved.

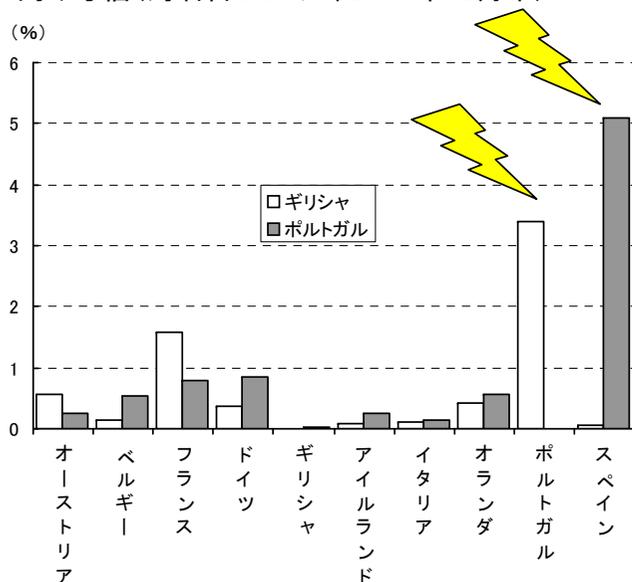
## ハ) 金融面からみた直接的な影響

ギリシャが実質的なデフォルトを余儀なくされるなか、対ギリシャでの国債保有や銀行向け与信、非金融企業向け貸出の焦げ付きなど、金融機関を通じた悪影響が懸念される。実際、**欧州各国金融機関のギリシャ向け与信は、2009年末の危機勃発以降、徐々に圧縮されてきたものの、2011年12月末時点で904億ドル残存**。なかでも、ポルトガルの金融機関がGDP比3%強の与信を有しており、ポルトガルで金融不安が高まる恐れ。ポルトガルで金融不安が生じれば、同国向け与信を名目GDP比で5%強有しているスペインにも金融不安が波及する恐れ(図表9)。

もっとも、**ECBが昨年12月に大量の長期流動性資金供給を行い、実質的に南欧諸国の銀行のファイナンスを全面的に支えている状況下**、資本不足が懸念されても、深刻な金融不安が再燃する公算は小。実際、5月6日のギリシャ総選挙以降、ポルトガルやスペインなど重債務国の10年債利回りが再び上昇している一方で、**インターバンク市場には大きな変化はみられておらず、ユーロプレミアム(翌日物スワップ金利-Euribor)は0.4%を下回る水準で安定的に推移**(図表10、11)。

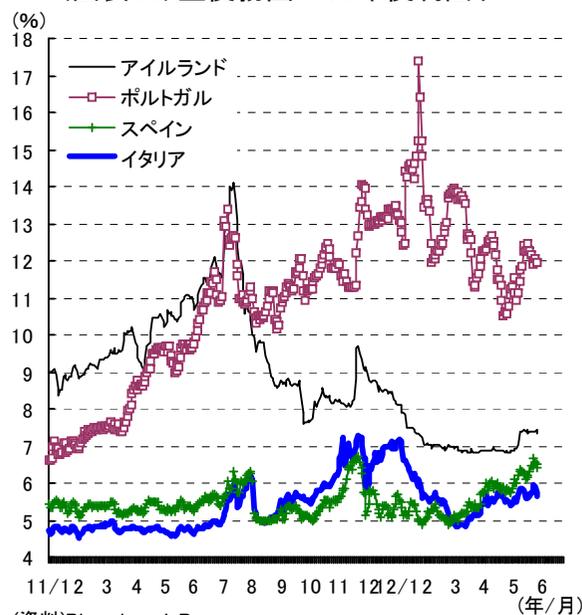
以上のように、実体経済面および金融面からも、直接的なマイナス影響は限られる見通し。

(図表9) ユーロ圏主要国の対ギリシャ、ポルトガル向け与信(対名目GDP比、2011年12月末)



(資料)BIS

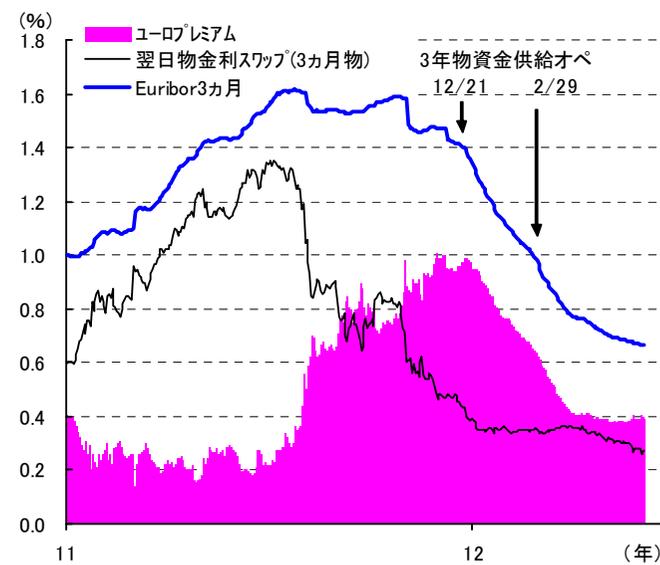
(図表10) 重債務国の10年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

(注)アイルランドは昨年10月以降9年債。

(図表11) ユーロ圏のLIBORと翌日物スワップ



(資料)Bloomberg L.P.

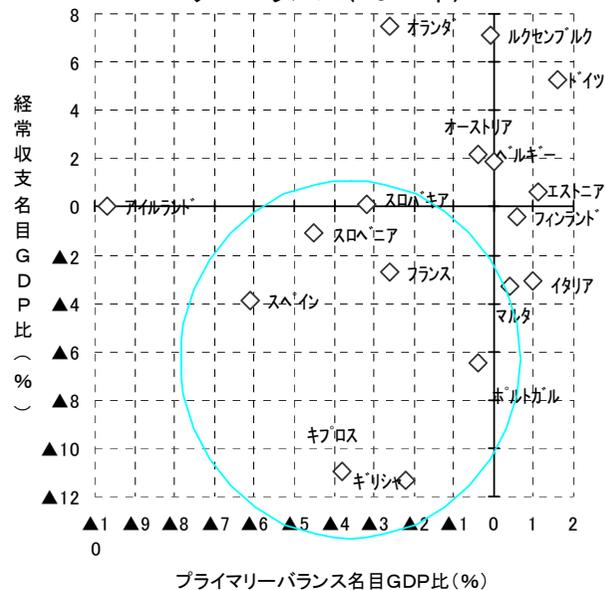
## ②動的視点からの考察

もっとも、ギリシャのユーロ離脱により、これまで出口がないとみられてきたユーロ体制に綻びが生じれば、次の離脱国について懸念が強まるのは不可避。その結果、金融市場で、重債務国を中心に今後のユーロ離脱に備えた動き(預金引き出し、国外への資金流出等)が生じる恐れ。

なかでも、**経常収支が赤字**(赤字国は海外からの資金流入が不可欠)であり、かつ、**プライマリーバランスも赤字**(赤字国は公務員給与や社会保障関連支出に際し国債発行が不可欠)である、キプロス、ポルトガル、スペイン、フランス、スロベニアは、資金繰りを海外からの資金流入に依存しており、市場の混乱に対し極めて脆弱(図表12)。一方、各国のこれまでの財政政策と失業率の関係をみると、スペイン、ポルトガル、キプロス、スロベニア、アイルランドでは、これまでの大幅な緊縮財政により失業率が上昇しており、さらなる社会的な混乱を煽りかねない増税や歳出削減などの追加の財政削減策を打ち出しにくくなっている状況(図表13)。

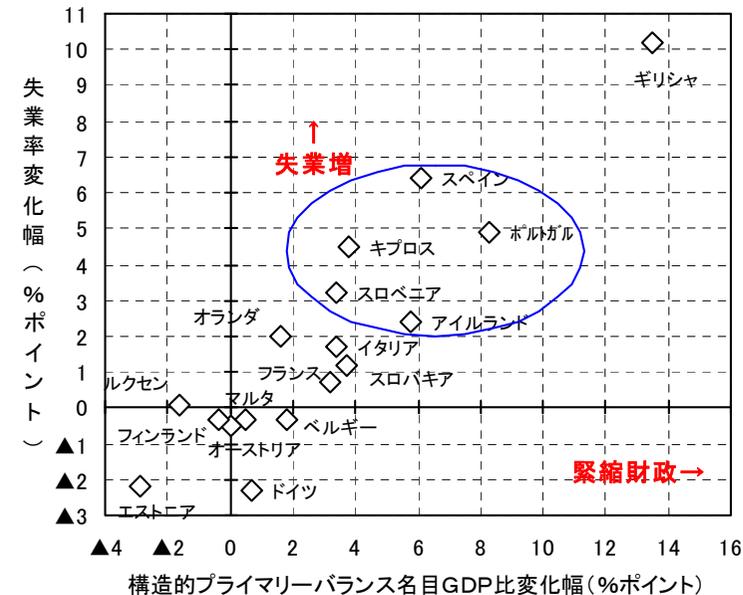
こうした状況を踏まえると、とりわけポルトガル、スペインでは、預金流出や国債入札困難化等により長期金利の上昇が生じやすく、また、財政緊縮策に対するデモ等により企業・消費者ともにマインドが悪化しやすく、景気の落ち込みが深刻化する恐れ。

(図表12) ユーロ加盟国の経常収支とプライマリーバランス(2011年)



(資料)EU委員会

(図表13) ユーロ加盟国の緊縮姿勢と失業率



(資料)EU委員会

(注)いずれも2008年と2012年の比較

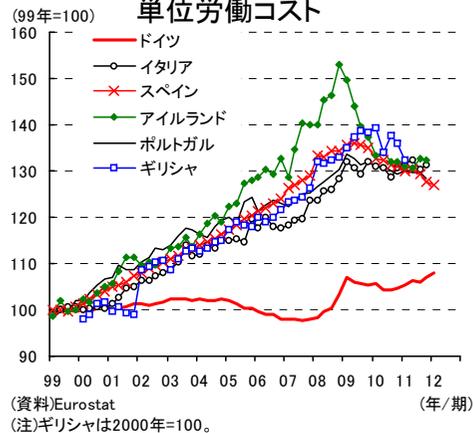
#### 4. 求められる対応

以上のように、ギリシャのユーロ離脱騒動に対し手をこまねいていけば、危機がポルトガル・スペインに波及していくのは必至。したがって、その波及を封じ込めるためには、ECBによる国債購入・長期資金供給などのほか、ユーロ各国が現行のユーロ体制を維持するという強いメッセージとなりうる「ESMによる融資可能額の増額」などを通じて、「防火壁」を一段と強化することが欠かせない。

もっとも、対症療法で危機を一旦封じ込めたとしても、重債務国が抱える病巣を根本的に治療していかなければ、これまでのように危機が繰り返される公算大。その処方箋として、重債務国は何より**財政規律を強化し、財政赤字を削減**していく必要。加えて、ユーロ導入以降失った域内での競争力を取り戻していくために、賃下げや生産性引き上げによって**単位労働コスト**を引き下げていかなければならない(図表14)。それに際しては、重債務国ではアイルランドを除き、硬直的な労働市場が国際競争力上の大きな足かせとなっていることから、**規制緩和により労働市場の流動化**を図り、人的資本の成長産業へのシフトを促していく必要(図表15)。

同時に、競争力を喪失し、慢性的な低成長と経常赤字拡大に苛まれている**ポルトガル・イタリア**に対しては、その他ユーロ各国対比見劣りしているインフラの再構築等の**成長戦略**も不可欠。一方、**スペイン**では、建設・不動産関連向け貸出が名目GDP比でユーロ加盟前の10%弱から2008年にかけて40%強まで拡大しており、GDPで30%近い貸出が潜在的に不良化している可能性(図表16)。そのため、**公的資金注入等により不良債権の抜本処理・金融システム安定化**を図っていく必要。いずれの施策も、緊縮財政を余儀なくされているポルトガル・イタリアでは資金を捻出することが困難であり、不良債権処理もその規模の大きさからスペインでは単独で処理することができない。したがって、ユーロ共同債等を通じてこれらの国への成長支援を行っていくと同時に、ESM・EFSFを域内の金融システム安定化に向け銀行の資本増強に充当していくなど、**財政統合に向けて腹を決めた施策**が不可欠。

(図表14) 重債務国とドイツの単位労働コスト

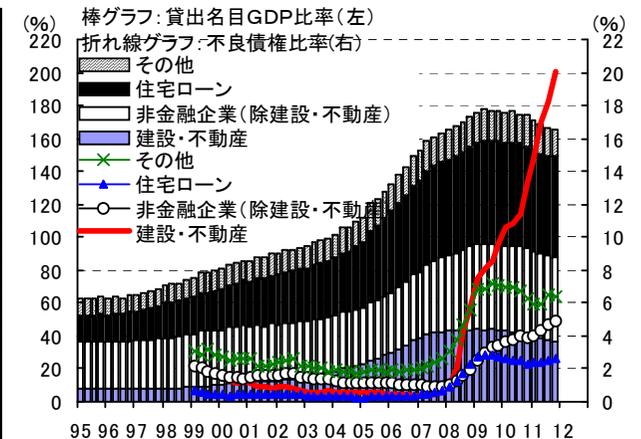


(図表15) 世界経済フォーラムにおけるユーロ12カ国の国際競争力ランキング(2011~12年)

	W E F (1 4 2)															
	基礎的 要件	制度	イン フラ	マク ロ環 境	健康 初等 教育	効 率性	高 等 教 育 訓 練	財 市場 効 率性	労働 市場 効 率性	金融 市場	技術 適 応力	市場 規模	革新 高度化	ビ ジ ネ ス	技術 革新	
フィンランド	4	5	4	19	20	1	10	1	21	15	9	12	54	4	9	3
ドイツ	6	11	19	2	30	23	13	7	26	64	39	14	5	5	4	7
オランダ	7	7	10	7	36	7	8	8	9	23	23	5	18	9	5	12
ベルギー	15	22	27	17	60	2	15	5	14	44	28	11	26	14	11	15
フランス	18	23	28	4	83	16	17	20	38	68	18	13	7	17	14	17
オーストリア	19	18	20	18	33	19	19	18	20	29	31	15	35	13	7	16
ルクセンブルク	23	6	8	21	15	25	23	40	2	41	8	9	96	20	21	21
アイルランド	29	37	23	29	118	12	28	22	13	17	115	17	56	23	22	23
スペイン	36	38	49	12	84	44	32	32	66	119	64	28	13	33	34	39
イタリア	43	47	88	32	92	20	40	41	59	123	97	42	9	30	26	43
ポルトガル	45	44	51	23	111	34	39	35	62	122	78	19	45	38	50	32
ギリシャ	90	80	96	45	140	37	65	46	107	126	110	47	42	81	77	88

(注)ダーク部は下位4カ国。

(図表16) スペインの民間向け貸出名目GDP比率と不良債権比率



## 5. ユーロ相場への影響

為替への影響をみると、これまでみてきたように、ユーロ加盟国が財政統合に向けた強い意志を示さない限り、ユーロ圏の財政や経済に対する懸念は払拭されず、**不安定な相場展開から抜け出せない見通し**。むしろ、ユーロ圏の重債務国では、域内での通貨切り下げを行えないなか、財政統合が進まなければ、対域外での通貨安以外にデフレスパイラル回避・景気浮揚の手段がないのが実情であり、**当面欧州各国はユーロ安を志向した政策を続ける公算大**。ちなみに、イタリア・スペインの対米購買力平価は1ユーロ=1.2ドル割れで、今後同水準に向けユーロ安が進行していく可能性(図表17)。

さらに、ユーロ圏各国が財政統合に向かわなければ、**通貨ユーロに対する信認が失われ**、世界の中央銀行や機関投資家のなかで、ドルに次ぐ準備通貨としての存在感を示してきたユーロの保有比率を引き下げる動きが本格化する恐れ。ユーロ発足時に世界の外貨準備に占めるユーロの比率が18%前後であったことを踏まえると、ユーロ崩壊の観測が強まれば、「1ユーロ=1ドル」割れも視野(図表18)。

対円では、2011年入り以降「欧州での危機が深刻化すればリスク回避姿勢の強まりから円高が進行、危機が一服すれば過度なリスク回避の一服により円安に振れる」という展開(図表19)。欧州債務問題の抜本的な解決に目途がつくまでは、**持続的な円安ユーロ高の進行は期待薄**であり、スペインやイタリアで債務不安が一段と強まる局面では、1ユーロ90円台前半に向け一段の円高ユーロ安が進むリスクも。

