

ソブリン危機 歴史的難局の選択肢

【第19回】2012年6月15日

6・17ギリシャ再選挙 選挙後の政策アクションとその影響を読む ——日本総合研究所調査部主任研究員 河村小百合氏

いよいよ17日にギリシャの再選挙が行われる。財政緊縮路線を堅持するか、さもなくばユーロを離脱するか、選択肢は狭まりつつあるが、結論の先延ばしもありうる。選挙後の政策的アクションとその影響について検討する。

小康から危機再燃へ これまでの経緯

ギリシャの再選挙が6月17日(日)に迫るなか、スペインでは金融不安が深刻化し、同国政府はユーロ圏各国に近々、対象を銀行部門向けに限定した1000億ユーロ規模の支援を仰ぐ運びとなっている。欧州債務危機が再燃し、深刻化しているのだ。

本年3月には、ギリシャに対する1300億ユーロ規模の追加支援決定に合わせ、ギリシャの債務元本の53%をカットする、PSI(民間部門関与)の枠組みが合意され、実行に移された。さらに、これに応じなかった債権者に対しても、「集団行動条項」の行使により債務カットが強行された。これは、先進国による戦後初のデフォルト事例である。

ギリシャのソブリンCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)取引上も、権利の行使条件を定めたトリガーに抵触したものとして扱われることになり、4月入り後、取引当事者間での取引の清算が行われた。多額の損失が表面化したJPモルガンのようなケースもみられたものの、国際金融市場全体としては大きな波乱はなく、おおむね無事にこれを乗り切った。

このように、4月頃までは小康状態となっていたものが、5月6日のギリシャ総選挙において、財政緊縮を推進してきた与党側が大敗したことを契機に危機が再燃し、緊迫の度を増す展開となっている。3月に合意されたEUとIMFによる追加支援は、6月末までにギリシャ側が緊縮策を具体化させることが条件であるが、まだ実行されていない。



かわむら さゆり／1988年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て、現職。専門は金融、財政、公共政策。これまでの執筆論文・レポート等は<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>参照。公職は財務省国税審議会委員、厚生労働省社会保障審議会委員、総務省政策評価・独立行政法人評価委員会委員ほか。

現在の最大の焦点は、①再選挙を経て成立するギリシャの新政権が、今後、いかなる政策を選択するのか、具体的には、巨額の債務をいかに取り扱うのか、ユーロ圏ないしはEUに残留するのか否かと、②スペイン問題にみられるように、ギリシャを巡る今後の情勢が、ユーロ圏他国の財政運営に伝染することはないか、の2点であろう。

本稿では、ギリシャおよびユーロ圏が置かれている状況を、その双方の立場からまず分析し、再選挙後にどのような政策的アクションがあり得るのか、それによっていかなる影響が及び得るのかを検討する。

12年だけでGDPの5割に当たる 1120億ユーロの支援が必要

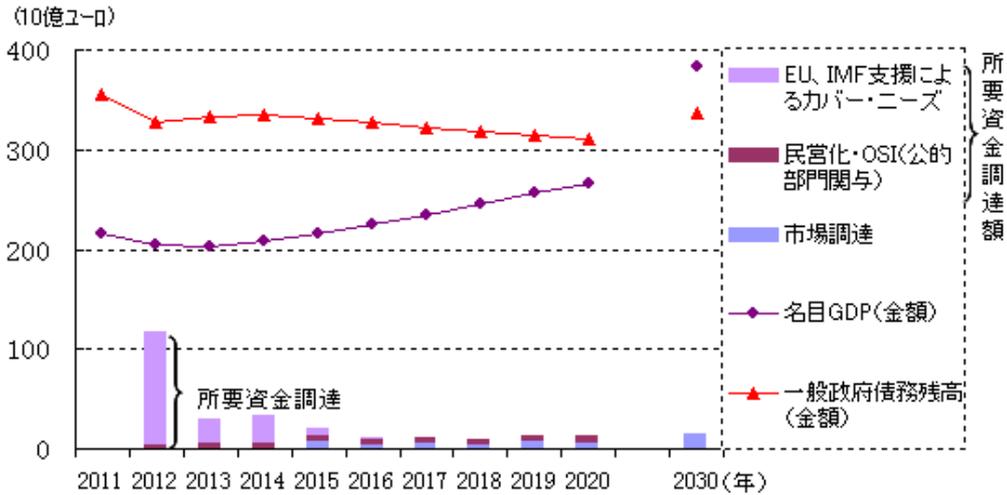
2009年秋に財政危機に陥って以来、混乱が長期化し、収束のめどが立たないギリシャ経済は、極めて厳しい状況に追い込まれている。実質GDP成長率のマイナス幅は拡大する一方で、2011年には▲6.9%、12年も▲5%程度のマイナスとなることが見込まれている。失業率も上昇の一途をたどり、11年末には21%に到達している。

この間、ギリシャは、2010年5月から11年12月までの6次にも及ぶユーロ圏各国、IMFによる総額730億ユーロの支援融資を受け、ギリシャ自身も厳しい財政緊縮を実行している。加えて、今年3月には、民間債権者が保有するギリシャ国債について、1070億ユーロ相当の債務減免も受けている。

にもかかわらず、ギリシャ財政は、バケツに穴が開いたような状態となっており、2014年に至るまでの向こう3年間、EU各国およびIMFによる支援融資が毎年実行されなければ、財政収支の赤字を埋められない状況にある(図表1)。

しかも2012年にギリシャが単年で必要とする、EUおよびIMFからのカバー(支援融資)額は1120億ユーロと、同国の2012年の名目GDP(2040億ユーロの見込み)の5割強に相当する膨大な額に達している。国際金融市場におけるギリシャの国債発行再開は2015年と見込まれているが、実現可能性は甚だ心許ないといえる。

【図表1】ギリシャの財政再建過程でのファイナンスの見込み
(2012年3月時点のベースライン・シナリオ)



(資料) European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94, March 2012を基に日本総合研究所作成。

このように、ギリシャは、今後少なくとも2014年まで、EUやIMFから巨額の支援融資を受け続けなければ、財政・経済運営を継続できないという、極めて厳しい状況にある。支援融資を受け続ける以上、欧州委員会、ECB（欧州中央銀行）、IMFのいわゆる「トロイカ」による、ギリシャの財政運営への厳しい監視状態は続く。

そうした支援が続く前提で、かつ、比較的楽観的な欧州委員会の成長見通しが達成されたとしても、ギリシャの債務残高が名目GDPを下回るのは、2020年代に入ってからである。このような「終わりの見えない厳しい財政緊縮」への民衆の不満が、5月の総選挙で与党が大敗した背景であるといえよう。

ギリシャの立場で 考えられる選択肢

5月の総選挙で第2党に躍進した急進左派は、財政緊縮路線の放棄を掲げ、国民の支持を集めている。ただし、「財政緊縮放棄」といっても、その対案について具体的なアイデアは明らかにしておらず、持ち合わせてもないようである。一方で、ユーロ圏には残留するとしており、ギリシャ離脱の場合には、ユーロ圏他国の側にも多大なコストが発生するため、それを避ける力が働き、残留は可能であると考えている模様である。

しかしながら、客観的に考えれば、ギリシャ側が緊縮路線を放棄して、それによって不足する財源を、ユーロ圏他国やIMFが追加支援融資で供給するとは、極めて考えにくい。仮に再選挙後、ギリシャが本当に緊縮路線を放棄するのであれば、再度のデフォルト以外に途はないものと考えられる。

その際、今年3月のように、民間債権者側に自発的な債権放棄を求め、かつ、応じなかった債権者にも、「集団行動条項」適用によって元本カットを強行する、というアプローチをとることはもはや不可能である。債権放棄によって交換されたギリシャの新国債は、再度のデフォルトで損失

を被ることは回避したいという債権者側の要望に基づき、イギリス法に基づいて発行されている。

イギリス法は、わが国を含む先進国の民事法制が共有する、国民的常識に基づく基本的な価値観を共有するもので、破産法制に債権者平等原則の定めもないギリシャ法とは異なる。金融取引の一方の当事者に、事後的な取り決めで不利益を押し付けることも許されない。3月のような債務調整を再度、行うことは事実上不可能だ。

それでもなお、ギリシャが財政緊縮路線を断固として放棄するのであれば、①かつてのアルゼンチンやロシアのように、ギリシャ側が一方的に債務返済のモラトリアムを宣言するという無秩序デフォルトを断行するか、もしくは、②ギリシャが国家主権としての通貨発行権を行使してユーロ圏を離脱し、新ドラクマを導入して、対外債務を実質的にデフォルトさせる、というアプローチをとるよりほかにはないと考えられる。

新ドラクマを導入し、変動相場制を採用すれば、大幅なドラクマ安が進展して、ギリシャ債務のユーロ建ての価値は大きく膨張し、事実上、返済不能となろう。同時に、輸入インフレを通じて高インフレとなれば、ギリシャ側の実質的な債務負担は軽減される可能性もある。

ただし、ギリシャの対外取引は事実上不可能となり、経済は大混乱し、多大な影響が及ぶものと考えられる。こうした事態を回避しようとするのであれば、ギリシャが資本規制を合わせて実施し、固定相場制を採用する方向もあり得なくはないが、ユーロ圏側がこうした対応を果たして容認するかは見通せず、ギリシャ側が固定相場を維持し切れるかも定かではなく、ハードルは高い。

チェコスロヴァキアに見る 通貨同盟解消の歴史的事例

ギリシャではすでに民間銀行での預金流出の動きが強まっている。今回のケースでは、今後、ギリシャ国内ではユーロが使えなくなる可能性もあるが、ユーロという通貨自体は、ギリシャ国外では、今後も、基軸通貨の一つとして変わらぬ価値を持ち続けることは確実だ。

貨幣には一般的に、①価値の表示(尺度)手段、②決済手段、③価値の保蔵手段という3つの機能があるが、ギリシャ国民は、このうちの③の、自らの保有する金融資産の価値を保蔵する手段として、ユーロ現金を手元に引き出しているものとみられる。

通貨の切り替えには混乱がつきものだが、それが事前に国民に察知され、資金流出の動きが強まれば、自国の金融システムを維持できなくなるなど、通貨切り替えに際して、発生する混乱はさらに大きなものとなってしまう。

もっとも、歴史的には、複数の国家による通貨同盟を、何らかの事情により解消した事例が、いくつも存在する(図表2)。このうち、比較的短期間で通貨切り替えを首尾よく行ったケースとしては、1993年のチェコスロヴァキア解体の例がある。

【図表2】20世紀における通貨同盟解消の事例

通貨同盟の事例	解消時期(年)	解消の原因
【単一国家分裂のケース】		
オーストリア・ハンガリー帝国	1919～27	敗戦、複数の新国家の確立
ロシア	1918～20	複数の新国家の確立
ソヴィエト連邦	1992～94	政情不安、複数の新国家の確立
ユーゴスラヴィア	1991～94	政情不安、内戦、複数の新国家の勃興
チェコスロヴァキア	1993	政治的相異、複数の新国家の勃興
【複数国家による通貨同盟の解消のケース】		
ラテン通貨同盟	1914～27	金融政策の分離
スカンジナビア通貨同盟	1914～24	金融政策の分離

(資料)Michael D. Bordo, Lars Jonung, *The Future of EMU: What does the History of Monetary Union Tells Us?*, September 1999, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series 7365
を基に日本総合研究所作成。

チェコスロヴァキアは1993年1月に解体し、チェコとスロヴァキアに分離したが、当初は通貨同盟を組み、通貨コルナを共有した。しかしながら、チェコの経済力がスロヴァキアを上回る状況は歴然としており、いずれ通貨同盟は解消され、スロヴァキアは通貨切り下げを迫られるとの観測が台頭し、スロヴァキアからの資金流出が加速した。

こうしたなか、両国政府は秘密裏に交渉して、通貨同盟の解消を合意し、2月2日に発表、週末を含む4日～7日の短期間で、大きな混乱なく、切り替え作業を首尾よく実施することに成功した。新紙幣の印刷は間に合わないため、切り替え後は識別用の券を紙幣に添付して対応した。

識別用の券は、合意発表に先立ち、極秘裏にイギリスで印刷されていた。預金封鎖も行われている。通貨切り替えによる混乱を最小限にとどめるには、綿密な準備とそれを極秘に進めることが不可欠であることを、この事例は物語っている。

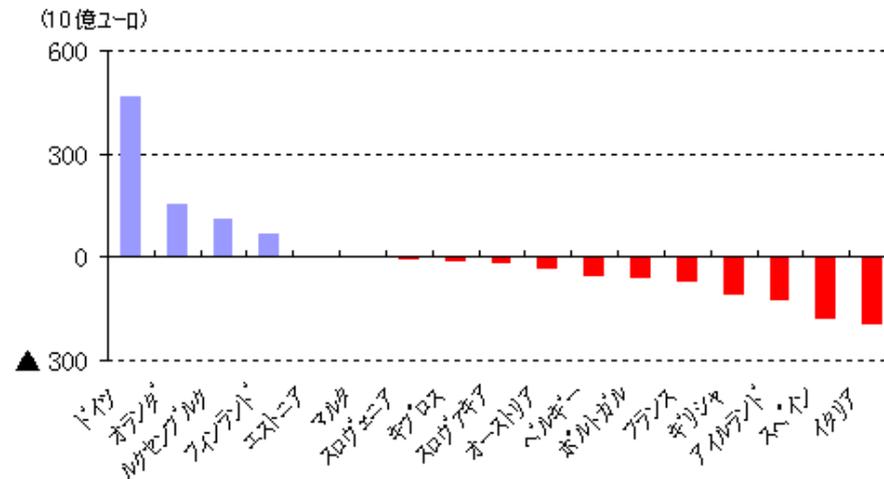
■ ギリシャの離脱と残留 ユーロ圏各国側への影響

ギリシャにとって、現行の財政緊縮路線を堅持するか、さもなくばユーロを離脱して再度のデフォルトを強行するしかなく、選択肢は事実上かなり狭まりつつある。

他方、ギリシャの今後の政策的アクションによって、他のユーロ圏加盟国側には、どのような影響が及ぶことになるのであろうか。

仮に、ギリシャがユーロ圏を離脱した場合、ユーロ圏の他国側からみれば、すでにギリシャに対して実行済みの529億ユーロ(約5.3兆円)の支援融資が焦げ付く可能性が高い。また、ユーロ圏の中央銀行は加盟各国の中央銀行で構成されるもので、Eurosystemと呼ばれる(フランクフルトにあるECBとはEurosystemの本部のことで、ECBという銀行がフランクフルトにあるわけではない)。そのEuro Systemの内部で、各国中央銀行間での決済残高の不均衡が足許大きく拡大している(図表3)。

【図表3】ユーロ圏各国中銀のTARGET2のバランス(2011年末時点)



(資料) Hans- Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser, *Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, March 30, 2012, Springer

(原資料) 各国中央銀行, IMF, *International Financial Statistics*.

(注) ユーロ圏の中央銀行はEuro Systemで、加盟各国の中央銀行で構成される。フランクフルトにあるECBはEurosystemの本部。「TARGET2」は、加盟各国中央銀行同士をマルチラテラルにつなぐ即時決済システム。

これは、ECBが適格担保基準を大幅に緩める形で、LTRO(長期資金供給オペレーション)等による長期資金供給を行っていることが影響している。現段階で、民間銀行間の取引として、ギリシャ等の重債務国から、ドイツ等への与信の引き揚げ、すなわち資本逃避が発生しているにもかかわらず、それを欧州中央銀行システムがオペを通じて、ギリシャ等の民間銀行に自動的にファイナンスできてしまう仕組みとなっているため、このような結果が生じている。

仮にギリシャがユーロ圏から離脱となれば、ギリシャ中央銀行の▲1040億ユーロの借り入れ超過分を、Eurosystem全体が負うことになる。実際には、ギリシャ以外の国の中央銀行が出資比率に応じて負担しなければならない。差し入れられていたギリシャ国債の価値は大幅に損なわれる可能性が高く、担保として機能しないであろう。さらに、各国の民間セクターがギリシャ政府・企業等に対して保有する債権も、大幅に毀損する可能性が高い。

このように、仮にギリシャがユーロ圏離脱となれば、ユーロ圏他国の側にも大きな損害が及ぶざるを得ない。ただし、これらの損害は、このままギリシャがユーロ圏にとどまり続ければ負担せずに済む、という筋合いのものでもなからう。

ドイツをはじめとするユーロ圏各国はすでに、ギリシャがこのままユーロ圏に残留するか、もしくは離脱するかによって、どちらがより大きく自国の中長期的な国益を損なうことになるかを、水面下で真剣に検討し始めていると考えられる。ギリシャがユーロ圏を離脱すれば、もちろんユーロ圏他国側にも大きな損害が及ぶ。

しかしながら、ギリシャがユーロ圏やEUに残留したままでは、域内の今後の安定化を図るうえで不可欠な財政統合や銀行同盟を、進めにくいのも事実であろう。短期と中長期それぞれの観点で危機のさらなる拡大を防ぐためには、ユーロ圏やEU全体にとってどういう選択が望ましいか。ユーロ圏首脳は、まさに今、そうした真剣な検討段階に入っているものと考えられる。

再選挙後に想定される 3つのシナリオ

ギリシャをめぐる今後の展開は、17日の再選挙の結果にかかっており、予測は難しい。ただし、同国は現在もユーロ圏の一員であり、加盟他国から多額の支援も受けている以上、いかに財政緊縮路線を放棄したいとしても、アルゼンチンやロシアの過去の例のように、支援者であるユーロ圏各国と事前に協議することなく、一方的にデフォルト(債務返済モラトリアム)宣言をすることは考えにくい。

これに対して、ユーロ圏側も、ギリシャから協議をもちかけられた場合、長期的な国益を考え、ギリシャのユーロ離脱に同意し、秘密裏に準備を進める可能性も完全には排除できないと考えられる。ただし、「秩序ある離脱」ができるかどうかを考慮すると、離脱容認の実務上のハードルはかなり高い。

このほか、再選挙後、ギリシャが6月末に迫った期限の緊縮策の策定を履行せず、ユーロ圏側がギリシャを見限って支援を止め、結果的にギリシャが財政運営上の資金繰りに行き詰まり、デフォルトに追い込まれるという展開もあり得よう。その場合、国際金融市場は相当な混乱を余儀なくされることになると考えられる。

他方、スペイン問題の存在等を踏まえて、周辺への伝染を懸念するユーロ圏側が一時的に態度を軟化させ、ギリシャの緊縮策の策定の一定の遅延を容認し、現在のような宙ぶらりんの状態が、もうしばらく継続するケースもあり得よう。ただし、その場合も、時間の経過によって問題が解決するわけではないので、遠からず、危機が再燃する可能性が高い。

以上を総合して、ギリシャが置かれた厳しい経済・財政状況にかんがみれば、結局、思い切った政治的決断が下されない限り、混乱の火種が消えることはないであろう。ギリシャおよびユーロ圏の情勢から、当分、眼が離せない状況が続く。