

シリーズ「欧州債務問題長期化のからくり」(下)今後の展開をどうみるか

(株)日本総合研究所 調査部主任研究員 河村小百合

2012年10月26日

IMF・世銀総会が残したもの

ヨーロッパ 世界経済 財政 金融

1 retweet 0

これまでの2回の連載で、欧州債務危機の長期化がなぜ可能となっているのか、その背後で機能しているユーロ・システムによる『からくり』について詳しく述べた。

では、今後の展開をどうみておくべきだろうか。連載最終回の今回は、この点について、いくつかの観点から整理して考えたい。



G7会合に臨む(左から)日銀の白川方明総裁、城島光力財務相、ガイナ
ー米財務長官、米連邦準備制度理事会(FRB)のバーナンキ議長=2012
年10月11日午後、東京都千代田区

拡大

1. ユーロ圏全体としての対応の方向性

ユーロ・システムによる、危機長期化の『からくり』がどの程度機能しているのか、という結果は、各国の「TARGET2債権・債務」の幅から読み取ることができる。そしてその「債権・債務」の

幅は、2011年秋以降、拡大傾向が強まっている。ギリシャと並び、ユーロ・システムの現在の「火種」の一つであるスペインの「TARGET2債務」は、2012年7月末時点で実に4,185億ユーロに達し、同国の名目GDPの約4割に相当する。これが、各国中銀間の「帳簿上の貸し借り」ととどまっているうちはよいが、今後、スペインが債務問題で行き詰まるなど、万が一のことがあった場合、他の加盟国が負いきれるレベルの負担とは到底いい難い。

スペインを含むユーロ圏全体として、危機を収束の方向に向かわせるためには、ユーロ・システムが『からくり』によって時間稼ぎをするなかで、?銀行同盟や、?財政統合を着実に進展させるより他に途はなかろう。TARGET2の収支自体は、これまでの推移の実績をみても、市場の不安が払拭されて、民間セクターによるリスク・テイク活動が復活すれば、一旦拡大した「債権・債務」の幅は徐々に縮小する筋合いのものであることが確認できる。ユーロ圏としても、個別の問題国の財政運営の先行きや、金融機関経営に対する市場の不安を払拭できるよう、統合を着実に深化させていくことが求められている。

2. 焦点はギリシャ「トロイカ」によるこれまでの対応

ただし、そうしたなかで、ギリシャを今後いかに扱うかに関しては、上記の文脈とは全く別の、特殊な次元の問題として認識されているように見受けられる。同国は2012年3月のPSI（民間セクター関与）、およびそれに続く集団行動条項の発動により、先進国としては第二次大戦後初の事例となるデフォルトを経験した。この前後からすでに、同国はユーロ圏内において「特殊な事例」として明示的に扱われるに至っている。2012年3月の第二次支援合意後も、同国経済の落ち込みは一段と厳しくなっており、この支援の合意時点で策定された計画通りの債務返済が、合意からわずか半年しか経過していない現時点において、早くも危ぶまれている状況にある。この「特殊事例」としてのギリシャをいかに扱って、ユーロ圏全体としての債務危機からの脱却を目指すか―目下の最大の焦点はこの点であろう。

ギリシャ経済・財政の厳しい状況を映じ、ユーロ圏、IMF、ECBの「トロイカ」は、2012年3月の第二次支援決定後今日に至るまで、ギリシャに対して「冷酷」といっても過言ではないほどの、厳しいスタンスを崩していない。6月のギリシャ再選挙では、緊縮派が勝利し、連立政権を樹立したにもかかわらず、ユーロ圏・IMFは、3月に決定した支援融資の実行を渋り続けている。その結果、ギリシャ政府は8月、予定通りに支援融資で財政の資金繰りをつけられず、市場でTB（短期国債）を発行せざるを得ない状況に陥った。結果的に入札倍率は1倍を上回り、事なきを得たものの、ギリシャの財政運営上は、予定外の高金利の支払いを迫られ、さらなる打撃となっている。

また、ECBは、2012年春先までは、ギリシャ国債を例外的に、オペの担保として受け入れることを認め、ギリシャの民間銀行向けにオペで低利の資金供給を行っていたが、PSI交渉が本格化した2012年2月末に、この取扱いを停止した。ギリシャの民間銀行のギリシャ中銀からの資金調達手段は、連載第2回でみた「緊急流動性支援（ELA）」による、高利支払いを条件とする無担保特融の枠組みに限られることとなった。3月のPSI・デフォルトの後、ECBはギリシャ国債を適格担保として再度認めることはせず、ギリシャの民間銀行向けには、期間3カ月強の現先方式でのギリシャ国債の買い入れによって、資金を供給するにとどめた。この現先オペが7月2

5日に期落ちすると、ECBはそのロール・オーバーを認めず、結果的に、ギリシャの民間銀行は所要資金のおそらく殆どすべてを、再び緊急流動性支援の枠組みで、ギリシャ中銀から高利で資金調達をせざるを得なくなっている。

こうしたなか、トロイカ側とギリシャは、同国の今後の扱いという、目下の最大の焦点の問題について、瀬戸際の交渉を続けているのだ。

3. 過去の財政デフォルト国は、いかにして経済を再生させたか

ここで、アルゼンチンやロシアといった、過去の財政デフォルト国が、いかにして経済を再生させたかを振り返ると、経済の競争力を回復するうえで、為替レート調整(＝対外減価。External Devaluation)を活用したケースが多いことがわかる。

ギリシャの場合、引き続きユーロ圏内にとどまることを前提とすれば、この「対外減価」は活用不可能となる。ギリシャとしては、代わりに、「対内減価(Internal Devaluation)」のみによって、言い換えれば、国内物価や賃金ひいては国民の生活水準を経済の競争力が回復できるレベルにまで引き下げる、という調整を行うよりほかに手段がない。その場合、ギリシャ経済の再生はさらに遠のき、「ギリシャの債務返済困難化→ユーロ圏による追加融資」というサイクルが今後も繰り返される可能性が高い。そうした展開は、ギリシャ自身にとっての今後の債務返済負担、また、ユーロ圏他国にとっての追加支援の負担が、今後一段と嵩むことを意味する。

ちなみに、ドイツの五大研の一角を占めるifo経済研究所は2012年7月、ギリシャの再デフォルトを想定し、ユーロ圏を離脱する場合としない場合とに分けて、ユーロ圏全体およびドイツの負担に関する試算結果を公表し(図表)、これを契機にドイツ国内での議論が活発化している模様である。ギリシャのユーロ圏残留の是非をめぐるのは、当局の内部で秘密裏に検討、というレベルにもはやとどまらず、現地ではすでに世論を巻き込んだ経済論壇の主要テーマとして、議論が活発化している状況にある。

(図表)ギリシャがデフォルトに際してユーロ圏に残留する場合と離脱する場合の財政負担の比較
(独ifo経済研究所試算)

		(億ユーロ)	
		負担合計	うちドイツ
(1)	ユーロ圏第一次支援パッケージ	529	152
(2)	IMF第一次支援パッケージ	201	12
(3)	EF SF 第二次支援パッケージ	739	215
(4)	IMF第二次支援パッケージ	16	1
(5)	ギリシャ国債の買入れ(ECB)	450	124
(6)	Target債務	969	270
(7)	銀行券の発行不均衡から生じる負債	174	48
ギリシャ破綻およびユーロ圏から離脱の場合の負担合計		3,078	822
(1)～(7)の合計 (2012年4月時点)			
(8)	ギリシャ中央銀行の銀行システムへの債権	1,375	383
ギリシャ破綻およびユーロ圏残留の場合の負担合計		3,310	887
(1)～(5)および(8)の合計 (2012年6月時点)			

(資料)ifo institut, Moeglicher Verlust des deutschen Staates bei einem Staatskonkurs Griechenlands, Juli 25, 2012を基に日本総合研究所作成。

4. 今後の選択肢

ギリシャの経済・財政の現状や、「トロイカ」側の最近の対応振り等に鑑みれば、今後、あり得る展開は、大別すれば、以下のように整理して考えることができよう。

(1) 現状継続

ギリシャは2012年3月の合意ベースで財政再建を継続する。最近の報道によれば、ギリシャ政府としては、さらに138億ユーロ規模の緊縮幅を上積みする方針を示しているが、目下のところ、議会での議決は得られておらず、実現できるかは不透明だ。今後ユーロ圏・IMFは第二次支援融資を実行する。債務償還期限を2年先延ばしにするケースも、トロイカ側が応じればではあるが、このケースに含まれる。ユーロ・システムは、ギリシャの民間銀行向けに、他の加盟国銀行向け並みの条件で、オペによる与信を再開する。

このケースにおいては、ギリシャ経済は一段と疲弊し、数年内には再び債務返済不能に陥るおそれがある。この間、ユーロ・システム内におけるギリシャ中銀の「TARGET2債務」の幅はさらに拡大する。ユーロ圏・IMF側は、さらなる追加支援（第三次支援）を余儀なくされることになる。

(2) ギリシャの再デフォルト、資金ショート

2012年3月のPSIにより、旧ギリシャ国債と交換する形で発行された新ギリシャ国債は、イギリス法に基づき発行されている。これは、旧国債がギリシャ法に基づくものであったがゆえに、債権者側との交渉（PSI）による債権放棄や、その後の集団行動条項の行使による、ギリシャ側による強制的な債務カットが可能であったこととは対照的に、そのような債務調整はそもそも不可能であることを意味する。民間債権者側に秩序立った形で再度債権放棄を求めることは、事実上、難しいつくりとなっているのだ。

そうしたなか、トロイカ側は、すでにみたようにギリシャの資金繰りを完全に握っている状態にある。ユーロ圏・IMFによる第二次支援融資の実行見送り、ECBによるギリシャの民間銀行向け資金供給のさらなる絞込みという、いわば「不作為」があれば、ギリシャは国際収支上の資金ショート、および財政デフォルト状態に陥らざるを得ない。ギリシャの対外取引は停止される。ギリシャ国内では、政府ないし中銀が財政支出の代わりにIOU（借用証書）の発行を余儀なくされ、それが実務上「新ドラクマ」として、国内での決済手段として流通するに至る。

このケースにおいては、スペインをはじめとするユーロ圏他国へ危機の火種が飛び火しかねず、場合によっては、ユーロの枠組みそのものにも動揺が発生しかねないことが強く懸念される。ギリシャ経済は、直後は大混乱に陥るものの、一方的な「無秩序デフォルト」によって、中・長期的に債務負担が大幅に軽減される結果となる。

なお、このケースについては、ギリシャとユーロ圏の関係がどのようになるかによって、さらに以下の2つの展開に分けて考えることができる。

(2)－1 ギリシャはユーロ圏から離脱、ないしEUから完全に脱退する場合

この場合、ユーロ圏・IMFが、ギリシャ向けにすでに実行した支援の扱いは、微妙なものとなる。ユーロ圏としては、ギリシャを支援する「義理」はなくなるが、すでに実行した融資が返済されるかどうかは定かではなくなる。また、ユーロ・システムによるギリシャの民間銀行に対する資金供給も、以後は一切不可能となる。そして、このケースでさらに懸念されるのは、地政学的な問題をどう扱うかであろう。ギリシャやキプロスについては、ロシアや中国がすでに食指を伸ばしており、ユーロ圏がギリシャとの縁を切ると、これらの国々とギリシャとの政治面、経済面における関係が急速に強まると予想される。

(2)－2 ギリシャがユーロ圏に部分的な形で残留する場合

ifo経済研究所のジン所長らは、2012年8月、ギリシャのEUにおける今後の扱いに関する提言を発表している(Financial Times 8月1日付の記事)。これは、いわば秩序立った対応として、ギリシャのユーロ圏からの一時的な離脱を提言するものである。

具体的には、ギリシャのために、新たにユーロ圏の「準加盟国」のような立場を新設し、当初の数年間程度の期間は、ギリシャに為替レート調整(対外減価)の活用を許容して、かつ、これまでにユーロ圏・IMFが実行した支援融資はそのまま活かす形で、ギリシャ経済の競争力回復と再生を図る。

そのうえで、新通貨(新ドラクマ)の対ユーロ・レートの安定的な着地点が見出せたところで、それを新たな中心レートとして、現行のERM?の枠組みを利用して、まず、中心レート対比±15%のバンド内での為替の安定化を図り、中・長期的には、ユーロ圏への復帰をめざす、というものである。ただしこの案は、新ドラクマが一時的にせよ変動相場となれば、ギリシャがユーロ建てで抱えていた債務が、新ドラクマ建てに換算すると大幅に膨張しかねないため、あくまで再デフォルト等によりギリシャの債務が大幅にカットされていることが前提となろう。

これはあくまで、ifoのジン所長らによる私案に過ぎない。実際には「トロイカ」側の精鋭のテクノクラート達が中心となって、より現実的で秩序立った対応としての選択肢を考案、検討している可能性もあろう。

5. IMF・世銀総会を経ての足許までの動き

ユーロ圏各国やIMFの首脳らは、以上のようなバリエーションの選択肢を基に、特殊事例としてのギリシャを今後いかに扱い、ユーロ圏全体として危機からの脱却を目指すか、大詰めの検討段階に入っているものとみられる。

10月のIMF・世銀総会の直前には、ドイツのメルケル首相が、突然、アテネを公式訪問した。ギリシャ国民に財政再建の重要性を直接、訴えかけるなど、ドイツのスタンスには若干軟化の兆しも窺われる。サマラス政権の追加緊縮策に対して、ギリシャ国内ではデモの激化等、社会的な不安が高まっていることを目の当たりにしてか、ドイツ国内の世論も9月頃にはギリシャ離脱支持派が多数を占めていたものが、ここへきてやや軟化の兆しもあるようだ。

続く東京でのIMF・世銀総会の際には、G7も開催された。欧州債務危機への対応も議論されているとみられるが、詳細は明らかにはされていない。また、総会の一連の公開イベントにおいても、欧州債務危機への対応や、ギリシャ問題の扱いがたびたび話題となった。トロイカ側が極めて厳しい追加の緊縮策をギリシャ側に課していることに関して、ギリシャ国会が果たしてこれを可決できるのか、同国が果たして政治的に持ちこたえられるのか、という議論があった。

ラテンアメリカの参加者からは「破綻国が経済再生を図る際の常套手段である為替レート調整を、なぜ、ギリシャについて用いないのか」という質問が出され、ECBのアスムセン理事が、「ギリシャに関しては、すでに『対内減価』による競争力調整のプロセスが始まっている。同国の賃金はすでに2割も下落している」と平然と切り返す一幕もあった。

また、経済の成長(再生)と財政再建のどちらを優先すべきか、という議論のなかで、IMF(ルガルド専務理事)とドイツ(ショイブレ財務相)とのスタンスの違いが明確となる場面もあった。ギリシャ問題の最終的な着地に向けて、この時点でまだ議論は煮詰まっていない様子が窺われた。

その後、10月18・19日には、EU首脳会議が開催されたが、ギリシャ問題に関して、大きな動きはみられていない。サマラス首相は、トロイカ側の支援融資が実行されなければ、11月16日にギリシャの財政資金が枯渇することを明らかにしている。現地では、トロイカ側からの何らかの資金支援により、ギリシャが3月に発行した新ギリシャ国債を、額面を大幅に下回る価格で債権者から買い戻し、再デフォルトと事実上同様の経済的効果を得ようとする案が検討されている、などといった報道もみられる。

トロイカとギリシャ側との交渉は大詰め段階に入り、様々な情報が乱れ飛ぶ状況になりつつあるが、サマラス政権の追加緊縮策をギリシャ国会が可決できるか、といった同国の国内情勢の推移も今後の大きな鍵を握るとみられる。最終的な決着がいかなる形のものとなるかは、政治的な判断にかかるため、予測は難しい。しばらくの間、欧州の情勢を注視する必要があるだろう。

河村 小百合(かわむら さゆり)

(株)日本総合研究所調査部主任研究員。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: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。

関連記事



シリーズ「欧州債務問題長期化のからくり」(中)『異例のオペ』と担保政策－ECBの政策運営(2012/10/23)

(株)日本総合研究所主任研究員 河村小百合