

# ギリシャ危機が長引く構造要因

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. ギリシャ危機の再燃

現在、ユーロ圏はギリシャ危機に揺れている。ギリシャ危機が勃発したのは、2009年のことだ。それを契機に、ギリシャ国債が急落し、以後、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアに波及した。そして世界を揺るがすユーロ危機へと発展した。ユーロは、1999年に、統一通貨として誕生したが、その為替レートは2008年をピークに、長期的に大きく下落傾向にある。

ギリシャは、欧州連合（EU）や国際通貨基金（IMF）から金融支援を受けながら、緊縮財政によって、財政赤字を減らすことになった。しかし、それが計画通り進まず、再度、ギリシャの債務問題が欧州を揺るがしている。

造船や観光業以外に目立った産業のないギリシャは、貿易赤字が恒常化している。一方で、ドイツは製造業が世界最高水準の国際競争力を持つため、世界最大の経常黒字国だ。EU条約は、加盟国間の財政支援を禁止しているため、財政面で、ドイツなどが、直接的にギリシャを救済することはできない。これほどまでに経済のファンダメンタルズが違う国の通貨を統一することには、無理があったと考えられる。

---

## ■ 2. 政権交代がギリシャ危機を生んだ

2004年9月以降、新民主主義党が政権与党であったが、2009年の総選挙で、ヨロゴス・パパンドレウ党首を首相とする社会主義運動党政権に交代した。政権交代後、社会主義運動党政権は、財政赤字の計算に重大な誤りがあったことを発表した。政権交代後、2009年度財政赤字の水準が対GDP比4%から12%（2009年実績は15%）へ大幅に上方修正された。その結果、信頼を失ったギリシャ国債が暴落して、その後の欧州全体の金融危機に発展した。

ギリシャは、EU（EC）に1981年に加盟し、ユーロには2001年に参加した。基本的に、EUに加盟するとユーロへの参加を求められる。本来は、1999年に、他のEU加盟国と共に、ギリシャも参加する予定だったが、ユーロ参加の基準を満たすことができなかった。このため、ギリシャは2年遅れで参加した。

ユーロ参加の要件として、経済収斂基準の達成と国内法制の整備が求められる。これは、ユーロ参加国の経済ファンダメンタルズが大きく変わらないようにして、通貨価値を安定させようとする目的がある。ユーロ参加の時点の経済収斂基準は4項目ある（EU運営条約140条、付属議定書13号）。これらの中で、財政基準を満たすことが難しいので、当時の政権が不適切な財政処理をしたと言われている。

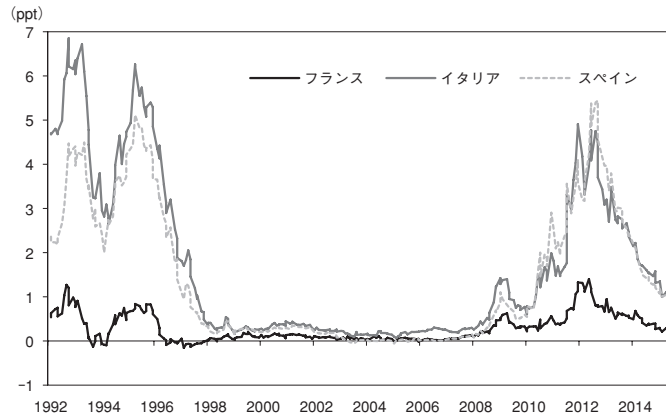
観光立国のギリシャにとって、EUと共通通貨を持つことは、観光客の両替の利便性を考えると、不可欠だった。もし、地中海のリゾート地として競合するイタリアやスペインなどがユーロを導入し、一方で、ギリシャがユーロを導入しなければ、競争上不利になることが考えられる。

しかも、2004年には国家の威信をかけた世界的なイベントであるアテネ・オリンピックが予定されていたので、ギリシャのユーロ参加には、国のメンツがかかっていた。そして、地中海の小国ギリシャとしては、EU加盟の恩恵を享受したいところだった。

## ■ 3. ギリシャ危機はEU周辺国に飛び火した

2010年以降、ギリシャ危機は、EU周辺国と呼ばれるアイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアに伝播した。これらの国債価格も大きく下がり、結果として、長期金利が急上昇した。それらも、ギリシャほどではないが、財政赤字の規模が大きかったからだ。

(図表1) 対ドイツ長期金利スプレッド



(出所) データストリーム、シティグループ証券

特に、リーマン・ショック後の景気悪化が厳しかっただけに、いずれも財政収支が極端に悪化していた。

このため、再度、欧州では大型金融危機が発生した。ユーロ圏GDPに占める構成比（2014年）は、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド合計で5%にすぎないが、イタリアは16%、スペイン11%と、ドイツ、フランスに次ぐ経済規模であるため、ユーロ圏全体に与える影響は大きい。これらの債券や株式相場が大きく下落し、世界の金融市場に与える影響が大きくなった。

ギリシャに加えて、これらの4カ国も深刻な危機に陥った結果、2010年以降、2012年まで、厳しいユーロ危機がやってきた。スペイン、ポルトガル、アイルランドもIMFやEUなどの金融支援を受け、イタリアはIMF監視下に入った。ユーロ圏の経済成長率が大きく低下した結果、ユーロの為替相場は大きく下落した。

EUとユーロの問題点は、金融危機に陥った時の対応策がほとんど用意されていなかったことだ。19もの参加国を持ち、それらの中には経済力が弱い国も多いのだが、危機管理対策がほとんど準備されていなかった。

#### ■ 4. 政治要因で再燃したギリシャ危機

ギリシャ政府は、IMFとEUの支援を受けて融資を受ける一方で、財政緊縮策を受け入れた。これは、年金支給額の削減、公共投資の削減、電力、ガスなどの事業の民営化、公

(図表 2) ギリシャ政府債務の内訳 (2015年 3 月末)

	(10億ユーロ)	構成比
EFSF	130.9	42%
EU二カ国間融資	52.9	17%
国債 (民間保有)	39.2	13%
SMP	27.2	9%
IMF	20.0	6%
短期国債	15.0	5%
融資 (ギリシャ銀行)	4.3	1%
その他	23.3	7%
政府債務合計	312.7	100%
Target 2	100.3	

(出所) ギリシャ財務省、シティグループ証券

務員の削減、付加価値税の引き上げ (税率23%)、不動産税の創設などを含む。徴税システムの見直しによって、脱税を防ぐという手法もある。こうして、ギリシャ危機は一旦終息した。

一時は鎮静化したかに見えたギリシャ危機だが、2015年の総選挙を期に、再燃した。危機後、ギリシャのGDPは、2008年のピーク比で25%減少し、一方で、失業率は25%まで高まった。

2011年には、国民の財政緊縮策に対する反発が強く、パパンドレウ首相は退陣した。そして、新民主主義党のサマラス党首が首相に就任した。その後も、財政緊縮策に対する反発が強く、2015年の総選挙では政権交代が起こった。緊縮財政に反対する野党の急進左派連合 (SYRIZA) と緊縮財政反対の独立ギリシャ人党 (ANEL) と連立政権を発足させた。2015年に、チプラス政権が誕生し、第二次ギリシャ危機が始まった。

ギリシャの政府と中央銀行の借金は、総額60兆円弱と大きい。これは、ギリシャのGDPの2倍以上だ。ギリシャ政府の借金は合計40兆円弱だ (2015年 3 月末)。シティグループ証券の推計では、そのうち、民間の銀行などが一部を保有しているが、政府債務の約80%は、EUやIMFなど海外の公的部門が支援したものだ (注1)。

2015年 6 月末に、最初に予定通り返済ができなくなったのは、IMFからの支援分だ。EUなどの支援額がすべて債務不履行にならない限り、IMFの支援額は債務不履行にはならない。このため、ギリシャからIMFへの返済が滞ったのは、債務不履行ではなく、返済の遅延と位置付けられる。

---

## ■ 5. ユーロの不安定要因

1999年に新しい単一通貨ユーロが誕生し、ユーロ加盟国は11カ国で開始した（ギリシャは2001年に参加）。2002年に、15のEU加盟国中12カ国が自国の通貨を永久に放棄し、ユーロの流通が始まった。「自国の通貨を永久に放棄」というのは、たいへん重要だ。つまり、EU条約は、一旦、ユーロを採用すると後戻りはできないということを定めている。

ユーロ参加の時点では、経済収斂基準の4条件を守らねばならないが、参加後はこれらの条件を守らない国が少なくない。実際に、リーマン・ショック後、過剰な財政赤字状態に陥って、経済収斂基準から外れた国は多い。

EUの28加盟国中ユーロ参加国は19カ国にとどまる。ただし、ユーロは、モナコ、アンドラ、バチカン、サンマリノやコソボなどEU加盟国ではない国やフランス保護領等でも使用されている。また、EU未加盟のセルビア、ボスニアでは、国内通貨と並び、貿易契約の通貨として、ユーロが流通している。

ユーロの構造的な問題は、第一に、低所得のユーロ参加国の増加だ。EU加盟国のうち、ユーロ不参加国数は、ユーロ誕生時に4カ国しかなかったが、現在では9カ国となっている。その理由は、EU拡大だ。特に、EU加盟国が増えたのが、東欧だ。EUが生まれたのは1993年なので、1990年の冷戦終結直後に、マーストリヒト条約の内容をまとめていたことになる。つまり、EUの基本設計をしていた時点では、西欧、中欧、北欧だけで、EUを構成する予定だった。

しかし、東欧諸国を取り込むことによって、EUの安定性が高まると考えられた。これは、ロシアと対抗するためにも、かつて、ソ連の衛星国だった東欧諸国を取り込んだ方がいいという考えだ。

EU加盟国は、基本的にユーロ参加の義務がある。よって、EUに加盟する東欧諸国はすべてユーロに参加する義務を負う。2004年以降、13の東欧諸国がEUに加盟した。13カ国のうち、ユーロ参加国は、スロベニア（2007年参加）、キプロス、マルタ（2008年）、スロバキア（2009年）、エストニア（2011年）、ラトビア（2014年）、リトアニア（2015年）の7カ国にとどまる。経済的な条件を満たせないチェコ、ハンガリー、ポーランド、クロアチア、ブルガリア、ルーマニアの6カ国は、不参加だ。

これが、EU加盟国ながら、ユーロに参加していない国が増えた大きな理由だ。そして、ユーロ参加国であっても、所得水準の低い国が多くなった。

---

さらに、アイスランド、マケドニア、モンテネグロ、セルビア、トルコがEU加盟候補国となっている。西バルカン地域のアルバニア、ボスニア・ヘルツェゴビナ、コソボも潜在的候補者として準備を行っている。つまり、今後、所得水準の低いユーロ参加国がますます増えるということだ。長期的に、経済格差の大きい国がユーロに参加することが増加することが予想されるため、構造的に、ユーロの不安定要因が増す恐れがある。

今後、ユーロには、経済水準の低い国が続々と参加し、結果として、経済水準の高いドイツなどの負担が相対的に増すことが予想される。ユーロ参加国の中で、1人当たりGDP(2015年IMF予想)が最も高いのがルクセンブルクの96,269ドル、一方で、最も低いのがラトビアの13,996ドルだ。このように、その格差は約7倍もある。これらが、一つの通貨を構成するのであるから、そもそも無理があると言わざるを得ない。

## ■ 6. 金融政策統一・財政政策不統一の原則

ユーロの構造的な問題は、第二に、金融政策統一・財政政策不統一だ。各国の財政政策と国債発行に関わるユーロ圏による監視、監督は、金融危機に陥らない限り、権限が限定的だ。極力、各国の主権が尊重される仕組みになっている。

ECBは、ユーロ圏各国の中央銀行に代わって金融政策を決定しているが、財政政策は一定の基準の下に各加盟国が独立して実施する。金融政策は、中央銀行が政治から一定の独立性を保って実施するが、財政政策は、政府が主導して決めている。

財政統合というのは簡単だが、現実には、国家のあり方まで左右する大問題なのだ。財政政策を統一するということは、国防費や社会保障支出もその対象となる。さらには、教育、文化などに対する支出まで他国の干渉を受けることになる。こうした制限、あるいは統一は、国家主権の根幹にかかわることである。

EU加盟国は28にも増え、社会、文化、宗教(例：プロテスタント、カトリック、英国国教会、東方国教会)などは、各国別に大きく異なる。そのため、歳出や税制の在り方についても、国別に多様だ。

たとえば、英国は、かつては「ゆりかごから墓場まで」と呼ばれる手厚い福祉政策が有名だったが、1980年代のサッチャー政権では徹底した「小さな政府」政策を実行した。つまり、財政政策は、その国の政治問題に直結するものなのだ。よって、EU全体で財政政策を統一することは馴染まない。

金融危機を迎えているギリシャ、ポルトガル、アイルランドは、これまで債務不履行に



---

陥った発展途上国と異なり、先進国であり、かつ経済規模も相対的には大きい。このため、これらの財政危機問題は、国家版“too big to fail”（大きすぎて、つぶせない）になりかねない。その意味でも、安易な救済には踏み切れない。

これらの理由から、ユーロは、金融政策統一、財政政策不統一という、特殊な制度を選択した。その結果、EU条約は、加盟国間の財政支援を禁止している。つまり、財政面で、ドイツが、直接的に（厳密には間接的にも）ギリシャを救済することはできないのだ。

## ■ 7. ギリシャのユーロ脱退はあり得るのか

歴史的に、欧州の通貨統合は歴史的にことごとく失敗し、現在もEU28カ国のうち9ものユーロ不参加国が存在する。そこに、ギリシャ危機などが生まれているだけに、ユーロ崩壊懸念が生じるのは当然とも言えよう。

しばしば、論議されるのが、ギリシャのユーロ離脱だ。しかし、実際には、以下の理由から、ユーロ参加国がユーロを離脱することは、言うほど簡単ではない。

### (1) ユーロ離脱の制度がない。

EU条約上、EUを離脱すれば、ユーロから離脱することは可能だ。ただし、条約は「ユーロ参加国は、自国通貨を永久に放棄する」と定めており、ユーロ離脱自体を想定していない。このため、EU条約上、EU加盟国が一旦ユーロに参加すると、EUにとどまったままユーロを離脱する仕組みはない。

そして、EUが、ギリシャのような問題を抱える国をユーロから離脱させる方法もない。つまり、他のユーロ参加国が、「ルールを守れないのなら、ギリシャはユーロから出て行け」と言っても、実際には、ギリシャを追い出すルールはない。

小国ギリシャがEUから離脱するのは、安全保障の面からはリスクが大きい。ウクライナ、ロシア、中東に近いギリシャが、EUから脱退することは、外交、安全保障、経済など様々な理由から、ギリシャ、そしてEU双方にとって大きなリスクを伴う。このため、ギリシャのユーロ離脱は、ギリシャ、EU双方にとって、最後の選択肢となろう。

### (2) 経済的合理性に乏しい。

ギリシャがEUから離脱し、同時に、ユーロから自国通貨を切り替えることは、全く不可能ではない。しかし、この場合、ギリシャの新通貨は大きく下落することだろう。そし

---

て、ユーロから脱退しても、債務はユーロ建てであるため、自国通貨換算債務は大きく増加することになる。それに伴い、大規模な債務削減が必要となる。

たとえば、住宅ローンを抱えている人は、借金はユーロ建てのままだが、給料はギリシャ通貨建てになる。その結果、借金はギリシャ通貨建てでは急増することとなり、自己破産が続出することが考えられる。これが、経済的、社会的に耐えられえるだろうか。

## ■ 8. ギリシャ危機の今後の展望

一旦、収束したギリシャ危機だが、まだ、終わりではない。シティグループ証券は、今後1～3年以内に、ギリシャのユーロ離脱をベースシナリオとして想定する<sup>(注2)</sup>。つまり、当面は何とかなっても、ギリシャがユーロに長くとどまるのは無理があるということだ。過去、パンドレウ、サマラスとEUの圧力に屈して緊縮策を受け入れた政権は、長続きしなかった。同じことは、チプラスにもあり得る。

ただし、世論調査では、EUやユーロ残留を希望するギリシャ国民が多い。ギリシャのユーロ離脱は、最後の選択肢になるはずだ。

ユーロ圏の経済成長率は、2012年の-0.8%から2014年には0.9%、2015年には1.5%と順調に回復する見込みだ<sup>(注3)</sup>。2016年以降、経済成長率、インフレ率回復を背景に、金利の上昇が予想される。その結果、ユーロの回復を予想する。

懸念された財政赤字だが、ユーロ圏全体の基礎的財政収支（税収で経常経費を賄える収支）は黒字に転換した。財政赤字が大きい日本や米国と対照的に、ドイツはもちろんのこと、ギリシャですら黒字だ。

危機の中で、明らかになったことは、ドイツの経済力の強さだ。ドイツの経済成長率は、決して高くはないが、安定している。リーマン・ショックやギリシャ危機においても、欧州の主要国の中では最も安定した成長を続けた。ドイツのユーロ圏におけるGDP構成比は30%近いので、その影響はたいへん大きい。加えて、ドイツは、インフレ率や失業率は低く、財政収支も黒字を続けている。必然的に、累積財政赤字対GDP比も小さい。

ユーロ圏の経済成長率が低下すると、ECBは金融緩和を実施することが多い。ユーロ圏の金利低下は、ユーロ下落要因だ。ユーロが下落すれば、遅行して、ドイツの輸出が増え、その結果、ドイツの成長率が高まる。今回も、そのメカニズムが働きつつある。ドイツはエネルギー輸入国であるだけに、原油価格下落の効果大も大きい。

ドイツの経常黒字は世界最高水準だ。そして、今後もこの水準を維持しよう。アイルラ



(図表3) ユーロ圏参加国の財政収支と基礎的財政収支

(対GDP比%)	基礎的財政収支		経常収支	
	2015E	2016E	2015E	2016E
ドイツ	2.0	1.8	8.1	5.5
ポルトガル	1.7	2.2	1.0	1.2
イタリア	1.3	1.5	2.2	2.5
アイルランド	1.0	1.7	11.9	13.4
ギリシャ	0.1	-1.0	0.3	0.7
ベルギー	0.0	0.2	1.8	1.1
オランダ	-0.5	-0.5	10.8	9.5
フランス	-1.1	-1.0	-0.2	0.3
スペイン	-1.6	-0.7	1.0	1.1
ユーロ圏	0.5	0.8	2.4	1.8

(注) シティグループ証券予想。

(出所) 各国政府統計、シティグループ証券

ンドやオランダも、経常黒字対GDPが高水準だ。2016年には、主要ユーロ参加国がすべて黒字の見通しとなっている。

これまで危機と言われたアイルランド、スペイン、ポルトガルは既に危機を脱した。残るはギリシャだけだが、ギリシャのユーロ圏全体位占めるGDP構成比はわずかに2%だ(ドイツ29%)。よって、ギリシャ問題はユーロ圏全体で対処できる規模だ。

以上を総合すると、欧州経済は、今後も、その回復基調に大きな変化はあるまい。ギリシャ危機は長期化するが、短期的には世界を大きく揺るがすような危機にはならないであろう。

(注1) Willem Buiters, "Global Economics and Macro Strategy Focus : What If Grexit Really Happens?", Citi Research, July 2, 2015, pp.7-8

(注2) Willem Buiters, "Global Economics View : A Bridge to Grexit ? Making Grexit our Base Case", Citi Research, July 8, 2015, p.2

(注3) Willem Buiters, "Global Economic Outlook and Strategy", Citi Research, July 15, 2015, p.8

