



欧州通貨危機の現状と背景

慶應義塾大学 商学部 教授
公益社団法人 日本経済研究センター 理事・研究顧問

深尾 光洋

はじめに

皆さん、こんにちは。深尾光洋です。

本日のテーマは「欧州通貨危機の現状と背景」ですが、ちょうど先週末、スイス・ベル

〈目次〉

はじめに

1. 危機の発端「欧州通貨統合」
2. 財政赤字の露呈「リーマンショック」
3. ユーロ加盟国によるギリシャ支援
4. ギリシャのさらなる危機
5. EU条約の改正—大国の反応と対策
6. ユーロ圏諸国安定のカギ
—欧州金融安定化基金の働き
7. EFSFを補完する欧州中央銀行の現状
8. ギリシャのシナリオ
9. 最後の手段はドラクマ復活か
10. ユーロ通貨の行方

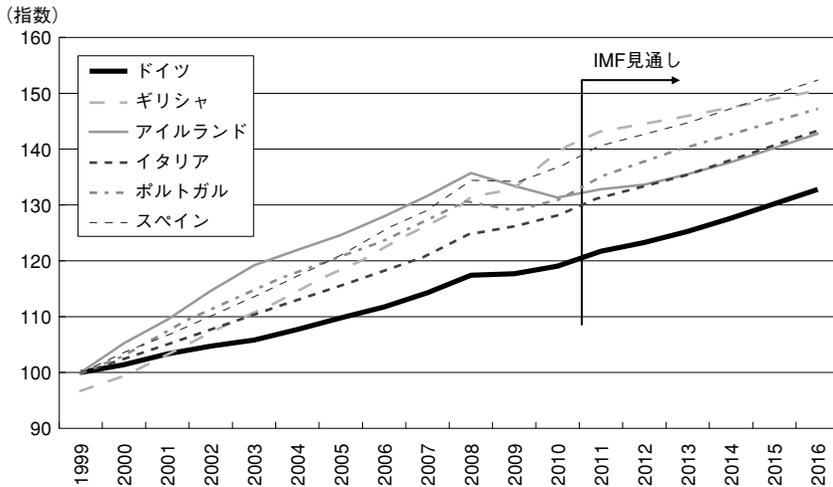
ンでG10諸国の財務次官・中央銀行副総裁級の実務家と学者の会議がありました。

そこでは昨今のユーロ圏諸国を取り巻く情勢についての話になったのですが、ヨーロッパのある国の中央銀行幹部は「南米に移住したい」とおっしゃっていました。半ば冗談ですが、それくらいのプレッシャーを日々感じておられるということです。

総じて非常に厳しい状況です。こうした中、欧州各国ではドイツへの不満が噴出しています。周辺国ではクレジットクランチが厳しく不況が深刻化する中で、ドイツは資金供給の条件として、さらに厳格な緊縮財政を主張しているからです。

本日は、欧州ソブリン危機がいかなる背景で始まり、どういう対策をとっているのか。さらには当事国の資金調達の方策、現在最も危機的状況に陥っているギリシャの今後のシナリオについてお話しします。

(図表1) ドイツおよびPIIGS諸国の消費者物価



(注) ギリシャを除き、1999年=100の指数。ギリシャは2001年の水準をドイツの水準と同じとする指数。

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

1. 危機の発端 「欧州通貨統合」

事の発端はギリシャのソブリン問題ですが、そもそもギリシャはなぜこんな困難に陥ってしまったのか。

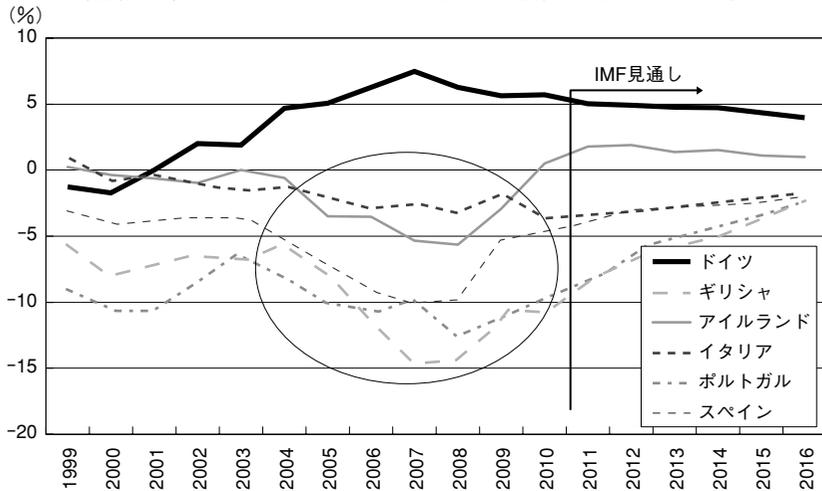
根本的な要因は国際競争力の低下です。欧州がユーロへの通貨統合をしたのは1999年1月です。ギリシャが通貨統合に参加したのは2年遅れで2001年。統合後のPIIGS諸国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）ではインフレ率がドイツより高くなっています。（図表1）「ドイツおよびPIIGS諸国の消費者物価」では、それぞれの国の通貨統合の時点でドイツとPIIGS諸国の物価指数の水準をそろえてみると、現在までのPIIGS諸国の物価上昇率はドイツを20%前

後も上回っています。

EU域内は自由にヒトもモノもカネも移動でき、消費財をどこの国にも持っていけますので本来はインフレ率には大きな差が出ないはずですが。しかし累積上昇率で2割もの消費者物価の違いが出ていることは、非貿易財であるサービス価格のインフレ率に、より大きな差があることを意味します。サービス価格を決めるのは主に労働コストですから、賃金上昇率の格差はこれよりさらに大きく、ギリシャの賃金コストはドイツに比べて30%以上高い上昇率を記録しているはずですが。その結果、PIIGS諸国はドイツやオランダに対して競争力が低下してしまったのです。

物価上昇のきっかけは、EUが統合した当初の金利の急速な収束です。EU統合前の1994～1995年頃、ギリシャの金利は20%近くあり、1996～1997年頃にも10%近くあったわ

(図表 2) ドイツおよびPIIGS諸国の経常収支・GDP比率



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

けです。これが通貨統合で5%程度まで急激に低下し、ギリシャがユーロに参加した時点でドイツとの金利差がほぼなくなりました。

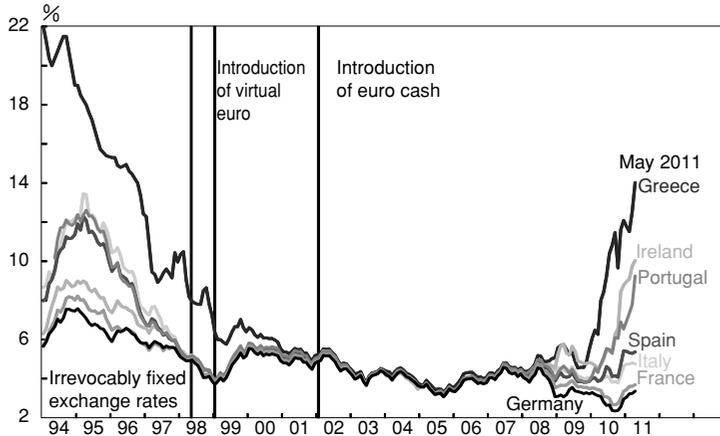
そうすると、ギリシャ在住者の住宅ローンなどの借入金利が非常に安くなります。その結果、住宅投資ブーム、企業の投資ブームが拡大し、景気が良くなりました。従来、所得水準が低く成長余地もあったのでバブルが起こったのです。

これに対し、ヨーロッパ中心国では金利が高めになりました。欧州中央銀行（ECB）の金融政策はユーロ圏全体の消費者物価上昇率を2%弱に維持することが目標です。周辺国が景気過熱で物価上昇率が高くなると、ECBはそれを考慮して金利を高めにする必要が生じます。そうするとドイツなどヨーロッパ中心国の景況感はやや悪化し、景気が良いPIIGS諸国への輸出意欲が高まります。一

方のPIIGS諸国は景気が良いので輸入をどんどんする。このような状態が続き、周辺国の物価が上がり、ドイツなど中心国の物価はそんなに上がらず、競争力がついて輸出がさらにさかんになりました。(図表2)「ドイツおよびPIIGS諸国の経常収支・GDP比率」をみても、ドイツの黒字がいかに周辺国と比べて突出しているかがわかります。

その中で、徐々に周辺国の経常収支赤字が拡大していきました。一方のユーロ圏中心国は貿易黒字を銀行貸出や証券投資を通じて周辺国に資金環流しました。周辺国はこの資金を使って、またドイツの車や機械類など中心国のモノを輸入し、ドイツの製造業がさらに拡大しました。通貨統合以降、ドイツの製造業ウエイトが拡大していったのはこのためです。

(図表 3) ユーロ圏諸国の10年物国債金利の推移



Source: Reuters EcoWin, Government Benchmarks, Bid, 10 year, yield, close; Eurostat.
(出所) Hans-Werner Sinn and Timo Wollmershäuser (2011)

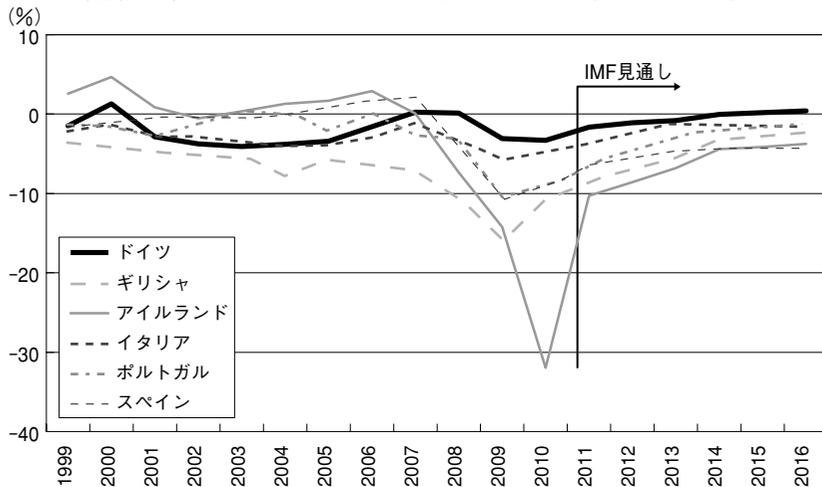
2. 財政赤字の露呈 「リーマンショック」

ユーロ圏諸国の国債金利は（図表 3）「ユーロ圏諸国の10年物国債金利の推移」に示してありますが、2008年のリーマンショックで、ドイツに比較してPIIGS諸国の金利が上昇を始めます。リーマンショックによる深刻な不況で周辺国の財政悪化が進みました。さらに2010年4月にギリシャのパパンドレウ政権が前政権下で財政赤字を粉飾で小さくみせていたことを暴露したことでギリシャに対する信用不安が高まり、同国の金利が急上昇しました。これがギリシャの問題です。現在、10年物国債金利は30%超になっています。また、景気過熱によるバブルが発生していたアイルランドやスペインでは、不動産価格が下落を

始め、銀行の経営が悪化します。特にアイルランドの銀行は、ロンドン市場でアメリカの住宅ローン証券化商品への投資を行っていましたが、証券化商品の大幅な値下がりと同国の銀行が破綻の危機に直面します。こうした中で同国政府が銀行の負債を保証すると発表すると、銀行の資産規模が著しく大きくなっていたため、アイルランド政府の信用も失墜して財政危機に陥りました。よく日本でも「あの銀行は大きすぎて潰せない」などといわれますが、アイルランドの場合は「銀行が大きすぎて国でも助けられない」状態になったわけです。

このときまで、アイルランドはもともと財政の健全な国で、ドイツよりむしろ良かったくらいでしたが、同国のGDPの3倍を超える資産を抱える銀行部門が経営悪化したことがアイルランドの国債価格暴落の発端となり

(図表4) ドイツおよびPIIGS諸国の財政赤字・GDP比率



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

ました。国債価格が暴落すると銀行部門がさらに悪化するという悪循環に陥りました。

これまでのユーロ圏の経験では、国債金利が7%を超える状態が続くと、利払い負担に耐えきれなくなって、EUや国際通貨基金(IMF)に支援を要請してきています。例えばイタリア政府の場合、以前は約2%の金利で国債を発行できていましたが、今は6%程度払わないと借りられない。政府の信用低下で借入れコストが4%上昇しています。政府の負債GDP比率が120%のイタリアにとって金利が4%上積みされると、GDP比で約5%もの財政負担増加になります。

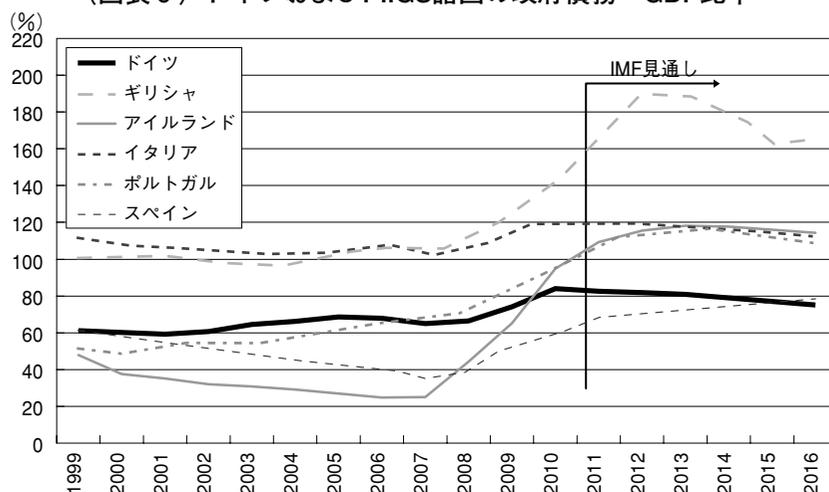
これを日本に引き直して考えると、GDPの5%は約25兆円です。25兆円の負担増を消費税で賄おうとすると約10%分税率を引き上げる必要があります。金利が上昇しても財政負担はすぐ25兆円増加するわけではありません。

新規の借入れを行ったり、既発の国債が償還されて借換えをするたびに金利負担がじわじわ上がっていきます。短期国債については金利がすぐに上がります。今のような低インフレ時代に、4%という上積み金利が継続すると、とても耐えられません。

ユーロ圏諸国は、ギリシャ危機の後創設された欧州金融安定化基金(EFSF)と呼ばれるヨーロッパの共同貸付機構に飛び込めば、低金利で資金を貸してもらえますがその代償として財政赤字を削減する厳しい条件がついてきます。

各国の財政赤字の現状と今後の見通しを(図表4)「ドイツおよびPIIGS諸国の財政赤字・GDP比率」に示していますが、ユーロ圏諸国が遵守しなければならない財政赤字GDP比率を3%以下に引き下げるには、まだ時間がかかりそうです。

(図表5) ドイツおよびPIIGS諸国の政府債務・GDP比率



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

3. ユーロ加盟国による ギリシャ支援

ギリシャ問題に話を戻しますと、同国の負債GDP比率は、このままいくと近い将来200%近くまで上がるとIMFが見通しを立てています(図表5)「ドイツおよびPIIGS諸国の政府債務・GDP比率」。

国債価格の暴落と景気の悪化で、銀行部門に対しても巨額の資本注入が必要です。現在ギリシャ国債を大量に保有する民間金融機関に、より信用度の高い債権と交換することを条件に元本カットを受け入れてもらうことで政府債務を減らそうと努力しています。

2011年10月と12月に開催されたEU全域とユーロ圏17か国のサミットで、対応策の骨子がまとまっています。EUサミットとユーロ

圏サミットは概ね連続して開催され、10月26日には、EU域内銀行の自己資本比率を2012年6月までに9%に引き上げることで合意しました。数値上は1,064億ユーロの引き上げを要するもので、既に大半の銀行は帳簿上の操作で表面上は資本を増強しています。

しかし、新株発行で本当に増資をしているのは数えるほどで、1行か2行です。問題のあるケースとしては、銀行経営の悪化により価値の下がっている劣後債務を期限前償還して償却益を出すことで、見かけのコアの自己資本を押し上げようとしています。さらに、リスクウェイトの高い資産の売却や配当の削減、強制転換条項付社債の株式転換、繰延税金資産の計上などが行われています。価格が下落した負債の償却益計上や繰延税金資産の計上は見かけ上の自己資本の上乗せにすぎず、本当の増資は非常に少ないのが現状です。

EFSSFは、2011年12月2日までにギリシャに対して80億ユーロの融資を実行し、ギリシャはぎりぎりデフォルト（支払い不能）を免れました。さらにEFSSFとIMFは、ギリシャの改革実施を条件に2012年から2014年の3年間で1,300億ユーロの資金支援を行う決定をしました。

1,300億ユーロは同国GDPの5割を超える金額で巨額の資金援助になります。ユーロ圏諸国全体の経済規模は9兆ユーロで約900兆円になります。これは日本の経済規模の約2倍にあたり、ギリシャはユーロ圏諸国全体の約2.5%の経済規模です。

日本国内に置き換えると、小さな県が大変困難な状態に陥っているようなものです。自治体の資金繰りがパンクし、地方債を誰も買ってくれない状態です。日本であれば財政再建団体に指定して強制的に財政赤字をカットし、中央政府が資金繰りをつけるという対応が普通にできます。

ところがユーロ圏諸国では各国が財政運営に関する主権を保持していますのでそうはいきません。財政が悪化した国がEUに低利融資を求めた場合には、貸出条件として歳出削減と増税を義務付けて融資を少額ずつ行い、実行のたびに赤字削減をチェックするという作業を行うことになります。

今回のギリシャ支援の枠組みでは、EFSSFとIMFが貸出を行う場合、IMF、EU、ECBがトロイカ体制で貸出条件を設定し、ギリシャの赤字削減のモニタリングを行うというものです。

■ 4. ギリシャのさらなる危機

しかし、ギリシャは既に財政危機に端を発した金融危機に陥っています。国債は暴落し、現在、額面価格の約25%で流通しています。ギリシャ国債を持っている国内の銀行は信用をなくし、預金が大量に流出、景気の悪化を招いています。加えて公務員の人員削減と給与カット、最低賃金の引き下げ、財政支出の削減、年金支給開始年齢の引き上げ、増税など、さまざまな手法で税収を確保しようと奔走しています。

ところが、いかなる方策も「焼け石に水」状態で、信用危機からGDPは低下の一途です。ソブリン危機が表層化する3年前の水準と比べて、2012年のGDPは約13%落ち込む見通しになっています。日本のリーマンショック時で4%の下落ですから、その3倍の落ち込みです。ギリシャの場合、景気回復の見通しも立ちません。税収は落ち込み、失業給付が増える現在の状態では、各機関からの借入条件である財政赤字の削減目標が達成できません。この状態では1,300億ユーロの融資が実行されるかどうか微妙な情勢です。3月20日にギリシャ国債145億ユーロの満期借換えが迫っています。その時までには融資が決まらなるとデフォルトを起こします。

デフォルトとなると、国債を大量に持つ国内銀行が破綻し、ギリシャ1国で運営している預金保険も同時に破綻する危険性がありま

す。

1,300億ユーロの貸出実行条件の1つが、民間の投資家が保有する国債の元本をカットし満期をより長期化した国債に交換するPSI (Private Sector Involvement) の実行です。ギリシャの場合は、銀行団に対し自主的に元本カット率5～7割という交渉をしています。債務カットの受入れに応じてくれば、より信用度の高い債券に交換しましょうという交渉です。しかし国債を持っている投資家の中には、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) という信用保証に近い金融派生商品を持っている場合があります。CDSでリスクにヘッジをかけている投資家は、自主的に元本削減を受け入れる必要はありません。こうなると、大半の投資家が自主的に元本削減のための交換に応ずるといのは無理なシナリオであって、うまくいくと思っている人はあまりいないわけです。

こうした状況にもかかわらず、ドイツは民間に債務削減の負担をさせて債務を削減するように迫っています。これらが話をややこしくし、3月までの融資実行を不透明にしています。

EFSFには現在、既に使用した額を含めて総資金が4,400億ユーロあります。この資金量を、EFSFが借入れを行うなどして1兆ユーロまで資金量を拡大する構想がありましたが、とても実現しそうでない状況です。このため、ユーロ各国は2012年の春にEFSFの規模を見直すとともに、同年の夏までにEFSF

をより恒久的な欧州安定メカニズム (ESM) と呼ばれる仕組みに切り替える予定です。

■ 5. EU条約の改正 — 大國の反応と対策

2011年12月9日に行われたユーロ・サミットでドイツは、EU条約を改正し均衡財政を義務付けようと提案しました。過大な赤字国に半自動的に罰則を科すことで、将来のソブリン危機を根本から防ごうという趣旨です。

しかし、イギリスが拒否権を出し、イギリス以外のEU諸国で条約を締結することになりました。条約による均衡財政の義務付けはユーロ加盟国が対象です。イギリスはユーロに入っていないにもかかわらず反対したのは、これをテコにしてヨーロッパの共通金融規制からロンドンの金融市場を外す例外を認めさせるためです。この行動にドイツ、フランスなどがカンカンに怒り、イギリスは総スカンを食う状態になりました。

一方、この条約の構想にも無理があります。原則として景気循環を通して平均的な財政赤字 (構造的財政赤字) をGDPの0.5%以下にすることを憲法に明記し、赤字削減メカニズムについても記載することを予定しています。また最終的に欧州司法裁判所が各国の憲法の規定とこの条約が合致しているか否かを判定することになっています。その上で財政赤字が3%を超える国には半自動的に罰則を科すというものです。

例えば日本でも財政赤字を10%近く出していますから、非常に厳しい数字です。なおかつ、政府の総債務はGDP比率60%以下にするという条項も盛り込まれます。現在、日本の負債GDP比率は230%で、このEUの規制水準の4倍近いわけです。政府債務がGDP比60%を超える場合には、超過分の20分の1以上を毎年削減することが義務付けられます。

ユーロ加盟国に限定しても、この2条件を2010年時点で守っている国は、17か国のうちのエストニア、ルクセンブルク、フィンランドだけです。ドイツもオランダも守れていません。ユーロ17か国のうち14か国にも罰則を科すのかという話になります。そもそも大半の国が罰則を科せられる状態で、この条約に実効性があるのか問題です。また数か国で条約の批准のために国民投票が必要になる可能性があります。その場合批准ができない可能性もあります。

同じユーロ・サミットでは、ユーロ加盟国がいざという時にはIMF経由でも助けてもらえるように、IMFに対して2,000億ユーロの資金供与を行う決定もしました。ただ、イギリスが反対しているので、既にその金額の達成が困難な見通しです。

このサミットの直後、ECBは銀行に対して期間3年、固定金利1%でECBが認める担保がある限り金額無制限の新規融資制度を決めました。4,890億ユーロ、50兆円近い金額の資金供給を500近い銀行に実行しました。担保条件も緩和しています。例えばギリシャ

国債は価格がかなり下がっています。市場価格は元本額面の4分の1くらいです。担保は市場価格ベースになりますので、ギリシャ国債を額面で100持っていますが、20余しか借りられないわけです。ECBはそれ以外の民間企業向け債権、しかも中小企業向け債権も担保にとりとしています。価格が大幅に低下した国債よりも中小企業向け債権の方が担保として良いのではないかとさえ思われる状況にあります。この新制度導入で、ユーロ圏のソブリン危機は小康状態になっていますが、以下で述べるように根本的な解決にはなっていません。

■ 6. ユーロ圏諸国安定のカギ — 欧州金融安定化基金の働き

ここでカギとなる機関である欧州金融安定化基金(EFSF)の仕組みを少しお話しします。

EFSFはギリシャ危機に対応してルクセンブルクに設立された特別目的会社(SPC)です。そこに対してユーロ加盟国が債務保証を与えます。当初は各国の債務保証の合計で4,400億ユーロを設定していましたが、ユーロ圏諸国で相互に融通する場合、全額は絶対に使えません。ユーロ圏諸国には信用度が弱い国があるわけですから、これらがEFSFに保証してもその分は無価値です。そうすると各国の保証額を全部足しても、半分強しか使えない状態になりました。

これでは機能しないと債務保証を大幅に引

き上げ、4,400億ユーロ全額を使えるようにしました。さらに、IMFからの貸出見通し枠約2,500億ユーロ、既存のユーロ加盟国相互の資金援助システムの600億ユーロを使って、これらの合計でギリシャ、ポルトガル、アイルランドの問題を抑え込もうとしました。これらの国のGDPは、合計してもユーロ圏全体の6%に満たないくらいです。この程度あれば十分に対処できるというのが当初の目論見でした。

問題は、イタリアとスペインに危機が拡大しつつあることです。2010年の数字でみると、ユーロ圏全体のGDPが9兆1,620億ユーロで、それに占める割合は、ギリシャが2.5%、ポルトガルが1.9%、アイルランドが1.7%となっています。日本でいえば小さな県がいくつか困難に陥っている状態で、中央政府が助けられる範囲です。ところがイタリアのGDPは16.9%、スペインは11.6%と非常に大きい国です。ドイツ27.0%、フランス21.0%と比較してそんな色なく、イタリアかスペインいずれかが資金調達できなくなるとEFSFやIMFの資金を全部使っても足りません。

イタリアのGDPは1兆5,000億ユーロ、負債総額1兆8,000億ユーロもあります。これをドイツやフランスが債務保証を与えて低い金利で資金調達させるのは無理があります。イタリアやスペインに飛び火するとヨーロッパ全体がソブリン危機に陥るのは明らかです。

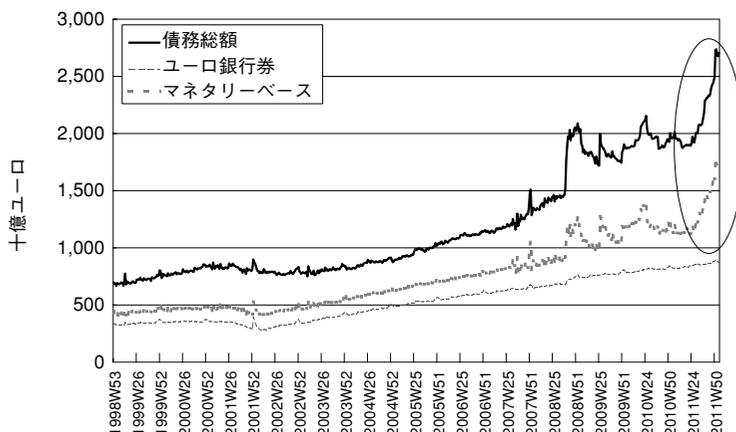
■ 7. EFSFを補完する 欧州中央銀行の現状

現時点では表面的にどうにかEFSFがギリシャ、ポルトガル、アイルランドを支えています。さらに裏側からECBが下支えをしています。そのことによりECBの資産総額は、過去半年で1兆ユーロ近く拡大し、現在約2兆7,000億ユーロまで増えています。

何が起きているかという、周辺諸国から資本逃避が始まっています。PIIGS諸国からドイツに資金が移動しているわけです。イタリアやスペインなどで相当資産を持っている企業や個人が自国の政府や預金保険を信用できない場合には、預金を自国の銀行から、最も安全な、例えばドイツ銀行のフランクフルト本店に預け替えればよいのです。そのためドイツに今、どんどん資金が集まっています。ギリシャは危機が始まってから総預金の3分の1が既に流出したといわれ、その相当部分がドイツに流れていると思われます。そうすると危機的状況にある国の銀行預金がなくなり、ドイツの銀行の資金が余ります。

金融市場が正常に機能している時であれば、ドイツの銀行が例えばギリシャやイタリアの銀行に直接銀行間取引で融資すればいいことです。問題は、ドイツの銀行がPIIGS諸国の銀行を信用できず貸さないことにあります。その結果、何が起ころかという、例えばイタリアの銀行は担保をかき集めて、ECB

(図表 6) ECB Balance Sheet



(注) マネタリーベースは銀行券と対金融機関向け債務 (liabilities to euro area credit institutions related to MPOs) の合計。
(出所) ECBのデータベース (<http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>) からダウンロードしたデータにより作成 (2011年末まで)

からどんどん借り入れます。ECBはPIIGS諸国の銀行に、その国の貸出や国債を担保に貸しています。一方でECBには預金の形でドイツから多額の資金が集まっています。今おそらく1兆ユーロに近い額があるのではないのでしょうか。これだけの資金が銀行間取引市場から中央銀行に移っているのです。

この預金の動きについては、(図表 6)「ECB Balance Sheet」に示してあります。

日本でも金融危機の時に同じ事が起こり、信用のない銀行は他行から借りられなくなり日本銀行から借りました。日銀には信用度の高い銀行からお金がたくさん集まり、日銀が間に立って両者の橋渡しをしたのですが、それが今ヨーロッパで起きています。そうなるに ECB の資産内容は劣化の一途をたどります。ドイツは中央銀行経由で間接的に大量に資金を出していることになります。仮に

ECBが損を出した場合の負担は、ECBへの各国の出資比率に応じて損失を負担することになっています。

つまりECB経由で流れるドイツからPIIGS諸国向けの資金は、ドイツが少なからずリスクを負っています。しかもイタリアやスペインがデフォルトした場合には、これらの国はECBの損失を補填できないのですから、ドイツの負担は出資比率以上に膨らむはずです。このように、ヨーロッパ共同債はECBのローンの形で既に実現しているわけです。つまりPIIGS諸国の銀行が大量に自国国債を担保にお金を借り、ECBがドイツ経由で大量に資金を流す。ドイツ政府にしてみればこの状態は非常に心配なはずで、ECBの最大株主のドイツから見れば、ECBはPIIGS諸国の怪しい担保で巨額の融資を周辺国の銀行に対して行っている。ECBの総裁マリオ・ドラギ氏は

イタリア人です。しっかりした見識のある人ですが、イタリアへの愛国心はあると思います。これが欧州中央銀行の現状です。

このように考えれば、金融システムを経由してサブリン危機が波及する可能性があります。例えばギリシャ政府が資金繰りに窮してデフォルトすれば、ほぼ同時にギリシャの金融機関も債務不履行になるだろうと思われまます。ギリシャ向けの与信を抱えるEU域内の金融機関も損失を被ります。連鎖してPIIGS諸国でも預金商品の信用が劣化すると、クレジットクランチが発生する。その分、ドイツで与信拡大が起きればバランスがとれますが、域内の景気が悪いためドイツ国内だけそれほど貸出が拡大するとは思えません。またECB、EFSFも相当の損失を被る可能性があります。

■ 8. ギリシャのシナリオ

次に、今後のギリシャのシナリオを考えてみたいと思います。

まず、デフォルトしないでこのままユーロ圏にとどまる場合です。このシナリオの成功には、EFSFが資金支援を10年以上、半永久的に続けることが不可欠です。つまり、赤字を低利融資で補填し続けてもらう必要があるわけです。ところが、ギリシャの経常収支赤字は減少の目途が立っていません。

ギリシャは現時点でGDP比約10%の経常赤字です。景況は最悪にもかかわらず、赤字が大きいのは輸出財・サービスの競争力がな

いことを示しています。通常は景気が悪くなれば輸入が減って、輸出ドライブがかかるはずなのにそうはなっていません。こうなるとドイツなどユーロ圏中心国からの継続的な援助が必要になります。

その場合の問題は、ドイツ国内で継続的な援助に対して了解がとれるかどうかです。「ギリシャ人はちゃんと働いていない」「税法通りに税金もとれていない」とドイツ世論が黙認しないでしょう。

ギリシャでは徴税システムにも相当問題があるとされています。地方の小さな税務署ほど地域の金持ちと癒着して納めるべき税金が払われていない。これが大問題になっており、政府は小規模な税務署を統合し、人事をローテーションすることで腐敗を一掃しようとしています。公務員が抵抗しています。ドイツからみればとんでもない話です。

また、スロバキアでは所得水準がギリシャより低いのに多額の負債を保証してやる必要はないという話になっています。スロバキアにしてみれば、ギリシャを支援することが、結果的に自国の格付けにも響き、自国国債を脅かしかねません。

もう1つのシナリオは、先にお話しした1,300億ユーロの融資の実行がなく、デフォルトする場合です。

そのケースも2方向あり、1つはユーロ圏にとどまったままデフォルトとなる可能性があります。こうなると預金保険は適用できなくなり、ギリシャ政府の債務についても8割くらいカ

ットしないととても持たないと思います。しかし、他国からみればギリシャ経済の規模は小さいので、単体のデフォルトによる損失は、他国の銀行にとってみれば資本で十分カバーできる範囲だろうと思われます。

しかし、これがポルトガルやアイルランドに飛び火する、あるいはイタリアやスペインで大量の資本流出が起きると、急速にヨーロッパ全体の景気が悪化します。財政赤字が拡大し、長期金利が7%を超えた状態がずっと続くと、相当大きな増税をしない限り財政赤字の拡大を止めることができません。この状態でイタリアを支えるほどの力は誰にもなく、イタリアがパンクする可能性があります。ここまでくると、ギリシャの回復の可能性がさらに低くなります。景気は悪いまま、競争力を失ったままです。

最初のシナリオでデフォルトしないまま、ユーロ圏にとどまる一が現状維持型だと考えられますが、近く予定されている債権者によるボランタリーな元本カットの受入れといっても、言葉が矛盾しており、実質的なデフォルトに相当するとみるべきでしょう。現在のギリシャ政府に自力で負債を全額返せる可能性はありません。

もう1つのやり方は、信用力のあるドイツやオランダなどの中心国が信用保証や資金贈与でギリシャの負債に保証をつけることです。これが実行できれば他国の周辺諸国の金利も下がります。ギリシャの負債程度の資金なら、大国が出せない額ではありません。しかし、

皆わかっていてもできないのです。政治的な制約が各国にあるからです。簡単にいうと、「他国を助ける」というと国内の選挙で負けるのです。そういう政治の問題が根っこにあります。だから見通しが立ちにくいのです。

ギリシャの今の状況とこれまで他国で起こった通貨危機は違います。1997～1998年のアジア通貨危機の時に、韓国、タイ、インドネシアは財政・金融政策の引締めで深刻な不況に陥りましたが、為替相場的大幅な引き下げにより、数年でV字回復しています。これに対してギリシャは、ユーロ圏にとどまる限り通貨の切り下げができず賃金コストが下げられません。ユーロ圏以外の国の通貨危機の時であれば、為替の切り下げができます。為替相場の切り下げは、IMFからの融資条件の1つとなります。必死に財政赤字の削減と金融の引締めを行いながら、為替を切り下げることで輸出主導の経済建て直しが図れます。輸入の減少と輸出の拡大で景気が回復するわけです。

■ 9. 最後の手段はドラクマ復活か

こうして考えると、ギリシャが早急に回復するにはユーロを離脱するというシナリオに行き着きます。ユーロ加盟国のままであれば通貨の切り下げはできません。これから少なくとも10年程度の、相当厳しい財政の引締めで社会が耐えられるかどうか。しかしそれができないと低利の資金を貸してもらえない。

そこで、ギリシャがユーロに替えてドラクマを導入することが考えられます。新たにドラクマを導入しようとしても、銀行券の印刷には数か月以上必要です。通貨が用意できるまで決済や金融取引を止めるわけにはいかないので、次のような対応が必要です。

まずギリシャの法律が及ぶギリシャ国内のユーロ建ての預金、貸出、雇用、売買などすべての契約や国債をドラクマ建てに強制的に変更することが考えられます。国内すべての契約を強制的に書き換えさせることです。従来ユーロで貸金支払いや貸付、借入れ、預金契約を行っているわけですが、国内の契約についてはすべて1ユーロを1ドラクマと呼び換える。その上で直ちに1ドラクマを0.5ユーロに切り下げるのです。

銀行のバランスシートの資産・負債の大部分がドラクマになり、その価値は半分になります。これであれば、銀行は潰れずに済みます。明らかにデフォルトですが、国内法ならできなくはないことです。お札が印刷できるまでは、国内での資金決済はドラクマ相当のユーロ現金で行えばいいのです。実際にユーロを導入した時にはそうしたのです。ユーロ導入後3年間は従来の各国の銀行券はそのまま非十進単位ユーロ銀行券（ユーロでみると半端な金額の現金）として流通していました。こうして従来の通貨をそのままユーロに切り替えて、3年後にすべてユーロ現金に交換したわけです。ギリシャはその逆をやればいいのです。

問題は国際的な取引ですが、これは強制的に書き換えることはできません。これが最大の問題になります。そこがドラクマへの切り替えと切り下げというシナリオは、あり得ないと皆が考えていたゆえんです。

ところが、ギリシャの政権が厳しい財政の引締めを国民に認めてもらうために国民投票を実施したいといい出した時、ドイツとフランスの首脳が次のように反応しました。「仮に財政引締めが否決された場合はEFSFからの資金援助はできないからギリシャ政府は独自通貨を導入する以外立ちゆかなくなる。だから国民投票はユーロ圏から離脱するか否かという内容にすべきだ。」つまり、ドイツとフランスのトップが、ギリシャがユーロから離脱することもあり得ると外部に宣言したのです。

もともとEU条約にはユーロからの離脱という条項はなく、想定していないことです。これを大国が表明したのです。これは関係する民間企業に波紋を呼び、もしそうなった場合、契約上どう対応したらよいかを各社が今必死に調べています。中には国際的な資金決済システムが異なる通貨が導入されても動くかどうか、試し運転までしているといいます。例えば旅行会社は真剣で、ギリシャがドラクマを導入した場合、どういう違約金を規定するか、契約上既に織り込み始めています。

10. ユーロ通貨の行方

ここまでくると、ギリシャがユーロから離脱した後、次はどこが出るのかという想定にまで話は発展しています。仮にポルトガルが旧通貨を導入した場合に、ポルトガルは大幅な切り下げをするでしょう。実質的なデフォルトです。また、イタリアでも起こるのではないかと。こういう懸念があるとますます資本逃避が活発になります。PIIGS諸国の銀行預金が流出してドイツの銀行に送られます。これをまたECBが舞台裏からカバーすることになります。

さらなるシナリオとしては、ドイツ、オランダ、フィンランドなどの競争力の強い国が新通貨ハードユーロを導入して、PIIGS諸国の通貨に対して切り上げる場合です。これは非常に面倒で、例えばドイツが単独で新通貨を導入すると、切り上げ幅が相当大きくなるだろうと想定されます。ですからドイツがユーロから離脱する場合には、ドイツはフランスを巻き込む形にしたいと思います。

そもそもマーストリヒト条約における通貨統合条件をしっかりと遵守した上でのユーロ導入が当時可能だった国は、ドイツ、フランス、オランダ、ルクセンブルクくらいです。ベルギーとイタリアでさえ厳しい状況で、逆にそれくらいの国で統一通貨を始めておけば、現在のような混乱は避けられたのだと思います。本来、通貨統合をするためには、財政に対

する主権の制限が必要になります。現在の罰金制度はGDPの3%の財政赤字を発生させると罰金を払うことになっていますが、ドイツを含めてどの国も守らず罰則は空文化して、各国の財政赤字が拡大してしまいました。現在はドイツの主導の下で、財政規律を取り戻そうとしているわけです。

また、政府の信用が急激に悪化した場合には、迅速な対応が不可欠です。しかしEFSFの創設や制度の見直しのためには、ユーロ加盟国が一致して合意しないと対応ができなかったのです。

現在、ユーロ圏諸国で即断即決できる資金力のある組織はECBだけです。こういうところにマーケットと政治のスピードの違いがあります。ここがユーロ圏諸国のもう1つの弱点ということになります。

要は、ギリシャに端を発した欧州ソブリン危機の問題は、ユーロ通貨統合の原点にまで返って考えないと議論が難しいということです。

われわれとしても現時点でははっきりとした見通しは立てられません。厳しい状況が続いていることは否めず、対岸の火事とせず情勢を注視していく必要があります。

時間がまいりましたので、本日はこの辺りで話を終えようと思います。ご清聴ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の) 要旨である。構成：桜木 康雄