ギリシャ財政危機とユーロの構造問題

～危機を好機に変えることが出来なければ、ユーロの将来は危うい～

経済調査部　田中 理

（要旨）

○ギリシャ財政危機が市場でクローズアップされた昨年12月初旬以降、外国為替市場ではユーロの対ドル相場が15%以上も減価した。ユーロ圏の高々2.5%の経済規模を占めるに過ぎないギリシャの財政問題が、なぜユーロ圏全体の屋台骨を揺るがしかねない危機に発展したのだろうか。結論から先に言えば、ユーロ圏の抱える構造問題がギリシャの財政危機によって浮き彫りとなったことに原因がある。

○当初は一国の財政問題に過ぎなかったギリシャの財政危機は、①ユーロ加盟国のギリシャには通貨切り下げという選択肢がなく、中期的にも財政再建と景気回復の両立が困難になるとの見方が台頭したこと、②域内に財政支援のメカニズムが存在しなかったこと、③加盟国間の利害対立に阻まれ、支援決定に至るまで迅速な意思決定が出来なかったこと、などから次第にユーロ圏全体の抱える構造問題へと焦点が移っていった。

○ユーロ圏の抱える矛盾は、突き詰めれば、通貨統合によって為替レートによる調整手段を失った加盟国が、域内の経済格差を是正する別の有効な調整手段を有していないことにある。通貨価値の減価を通じて競争力を高めることが出来ないユーロ圏内の高インフレ国は、賃金引き下げや生産性を高めることで競争力を回復する必要があるが、こうした痛みを伴う改革は国民からの反発が強く、実行に移すことが難しい。ギリシャを始め、ポルトガルやスペインなど、周辺国での競争力の低迷や生産性の低下は、中期的な経済パフォーマンスに対する厳しい認識を通じて、政府の債務返済能力への市場の懐疑的な見方を生む背景となっている。

○ギリシャへの金融支援の実施が決まったことで、ギリシャ政府は当面の資金繰り難を回避することが可能となった。「金融安定化基金」が創設され、ギリシャ以外にも金融支援が必要となった場合の安全網が整備されたことは、危機の連鎖を封じ込めるのに一定の効果を発揮しよう。だが、こうした一連の政策合意にもかかわらず、ギリシャを始め、各国政府が直面する財政再建の難しさに変わりはない。危機を好機と捉え、各国が財政再建を着実に進めるとともに、財政の監視機能の強化や加盟国間の経済連携の強化など、ユーロ圏の抱える構造問題に真摯に取り組まない限り、単一通貨ユーロの将来は危うい。

１．ギリシャ財政問題が深刻化した背景

昨年末以降の金融市場を賑わせてきたギリシャに端を発した欧州の財政危機は、半年間に亘る迷走の末、５月初頭に、①ユーロ加盟国と国際通貨基金（ＩＭＦ）が2010～12年の３年間で総額1,100億ユーロに上るギリシャへの金融支援で正式に合意したこと、②総額7,500億ユーロの「金融安定化基金」を創設し、ギリシャ以外の国に金融支援が必要となった場合の安全網（セーフティーネット）を整備したこと、③欧州中央銀行（ＥＣＢ）が国債市場に介入し、金融市場の機能正常化に踏み

出したことから、パニック的な金融市場の混乱にはひとまず歯止めが掛かっている。

ギリシャ財政危機が市場でクローズアップされた昨年12月初旬以降、外国為替市場ではユーロの対ドル相場が15%以上も減価した。だが、ユーロ圏全体に占めるギリシャの経済規模は高々2.5%に過ぎない。日本の都道府県に例えれば、広島県（全都道府県の県内総生産の2.3%に相当）一県分の財政状況の悪化を理由に、円ドル相場が100円/ドルから115円/ドルに下落したことに相当する。ユーロ圏の一小国に過ぎないギリシャの財政問題が、なぜユーロ圏全体の屋台骨を揺るがしかねない危機に発展したのだろうか。結論から先に言えば、ユーロ圏の抱える構造問題がギリシャの財政危機によって浮き彫りとなったことに原因がある。本稿ではこうした問題意識の下、ユーロ圏の構造問題について検討したい。

まず始めにユーロ圏について振り返っておこう。ユーロ圏とは欧州連合（ＥＵ）の加盟国の中で、自国通貨を放棄し、域内の単一通貨ユーロを導入している国々で形成される経済圏を指す。1999年１月１日に11ヶ国でスタートし、現在はＥＵ加盟27ヶ国中、旧共産諸国も含めた16ヶ国で構成されている。ユーロは2007年時点で世界の外国為替取引の37%を占め、外貨準備に占める割合も2009年末時点で27.3%に達する。また、ユーロ建て債券は2009年末時点で国際債券市場の発行総額の47%を占めるなど、ドルに次ぐ第二の基軸通貨としての地位を確立している。

ユーロ圏内の金融・通貨政策は欧州中央銀行（ＥＣＢ）が一元的に担っている。他方、財政政策は原則として加盟国政府がそれぞれの国の事情に応じて運営している。ただし、通貨価値の安定を図るため、ユーロ加盟国政府は域内の財政規律を定めた「安定成長協定」を遵守しなければならない。同協定では、2008-09年の経済金融危機のような例外的な状況下を除いて、①単年度の財政赤字の名目ＧＤＰ比率を３%以下に、②公的債務残高の名目ＧＤＰ比率を60%以下に抑えることが求められ、違反国に対しては警告を発し、改善が認められない場合には制裁金が課せられる。

単一通貨ユーロを導入するメリットは、①域内の経済・金融取引に為替変動リスクがなくなり、これまでリスクヘッジのために企業が負担していたコストが軽減されるとともに、域内の経済・金融取引が活発化する、②域内の他国との商品・サービス価格の比較が容易になり、価格差が解消される、③域内の商品・サービス・労働・資本の移動が活発化し、市場の統合を促進する、④異なる通貨間の両替の手間や交換手数料が不要になる、⑤通貨に対する投機の防止やインフレ率の低下など経済が安定する、などが挙げられる。

他方、デメリットとしては、①経済状況が異なる国で構成されるユーロ圏で単一の金融政策を採用することで、適切な金融政策運営が出来なくなる恐れがある、②通貨統合の過程で為替レートが域内で非可逆的に固定されるため、為替変動を通じた域内格差の是正が出来なくなる恐れがある、などが挙げられ、通貨統合の発足以前や発足当初には、こうしたデメリットに焦点を当てた「ユーロ懐疑論」が声高に叫ばれてきた。

２．もはやギリシャ一国の財政問題ではなく、ユーロ圏全体の構造問題

今回のギリシャ財政危機の事の発端は、昨年10月の総選挙で現首相パパンドレウが率いる中道左派政党ＰＡＳＯＫが政権を奪取し、2010年度の政府予算案を編成する過程で前政権時代のずさんな財政報告が明るみに出たことにある。その後、昨年11～12月には、ＥＵがギリシャの財政健全化努力が不十分と認定し、格付け機関がギリシャ国債を相次いで格下げしたことで、財政危機が一気に市場の注目を集めた。年明け以降も、ギリシャ政府による財政再建策の実行性が疑問視され、ユー

ロ加盟国政府によるギリシャ支援の足並みの乱れを突かれる形で、危機は一段と深刻化していった。２月11日にはファンロンパイＥＵ大統領が「必要があれば断固とした協調手段を採る準備がある」と発言、３月３日にはギリシャ政府が追加の財政赤字削減策を発表し、一時的に市場の緊張状態は緩和したが、それも長続きはしなかった。３月16日にはユーロ・グループが緊急時にギリシャを支援することで基本合意し、４月11日には支援策の具体的な中身を公表したが、ユーロ加盟国政府による全会一致の議決を必要とする支援策の実現可能性が疑問視され、市場の不安心理を払拭することが出来なかった。４月末にかけてギリシャ国債の利回りは急騰し、市場は完全に制御不可能な状態に陥った。自力での資金調達が出来なくなったギリシャ政府は４月23日、ユーロ加盟国とＩＭＦに対して金融支援策の発動を要請した。だが、その後もポルトガルやスペインなど、ギリシャ同様に財政不安を抱える国々へ危機が伝播するリスクが高まったことで、こうした南欧諸国への与信を多く有する欧州の金融機関の財務状況への不安心理が高まった。財政危機が金融危機につながる恐れが意識され、投資家のリスク回避姿勢が急速に高まったことで５月初旬には世界的な株安の連鎖を引き起こした。

このように当初は一国の財政問題に過ぎなかったギリシャの財政危機は、①ユーロ加盟国であるギリシャには通貨切り下げという選択肢がなく、中期的にも財政再建と景気回復の両立が困難になるとの見方が台頭したことや、②域内に財政支援のメカニズムが存在しなかったこと、③加盟国間の利害対立に阻まれ、支援決定に至るまで迅速な意思決定が出来なかったこと、などから次第にユーロ圏全体の抱える構造問題へと焦点が移っていった。

３．ユーロ加盟国は経済格差を是正する有効な手段を有していない

ユーロ圏の抱える矛盾は、突き詰めれば、通貨統合によって為替レートによる調整手段を失った加盟国が、域内の経済格差を是正する別の調整手段を有していないことにある。つまり、ユーロ圏が「最適通貨圏」としての条件を満たしているかどうかが問題視されているのである。自国通貨を放棄し、単一通貨を採用することが望ましい条件として、①貿易面での経済の開放性が高いこと、②労働や資本など生産要素が国境を越えて移動すること、③経済構造が同質的でショックに対する影響が似通っていること、④財政の再分配メカニズムが存在すること､などが挙げられる。

ユーロ圏の場合、経済の貿易依存度は概して高いと言えるが、労働者がより良い勤務条件を求めて国境を越えて自由に職場を選択するのは今のところ限られたケースと言わざるを得ず、経済構造は加盟各国で大きく異なるほか、財政補填は条約で原則として禁じられているなど、加盟国間の経済格差を解消する術を持たないのが実情だ。

もう少し具体的に考えてみよう。単一通貨を採用するユーロ圏では、域内の平均的な経済・物価パフォーマンスに応じた金融政策運営が行われる。だが、現実には域内各国間で経済･物価動向は大きく異なる｡したがって、ＥＣＢが定める政策金利がユーロ圏全体にとっては適正であったとしても、景気が過熱気味であったり、高インフレ気味の国にとっては金利が低過ぎる一方、景気が後退気味であったり、低インフレ気味の国にとっては金利が高過ぎるといった事態が生じる。

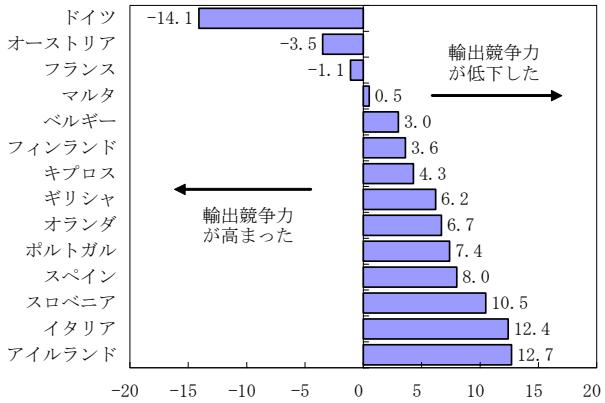
こうした状況を回避するため、通貨統合への参加に際しては、①物価の安定、②財政の健全性、③為替変動を一定幅に抑える、④長期金利水準に大きな乖離が無い、との収斂基準を課し、景気サイクルを一致させるとともに、加盟国間の経済構造に顕著な違いが生じ

ない様に一定の縛りを設けている。だが、実際には収斂基準を満たした国の間でも経済構造は大きく異なるうえ、各国独自の金融政策運営が失われて11年が経過し、発足当初は一致していた各国の景気サイクルにもバラつきが目立ってきた。通貨価値の減価を通じて競争力を高めることが出来ないユーロ圏内の高インフレ国は、賃金引き下げや生産性を高めることで競争力を回復する必要があるが、こうした痛みを伴う改革は国民からの反発が強く、実行に移すことが難しい。

さらには、競争力や生産性の格差はユーロ圏内だけでなく、為替レートを介したユーロ圏外の国々との関係においても生じている。単一通貨を導入する際に、各国はそれまで使っていた自国通貨を放棄し、加盟国間の為替レートを固定化した。単一通貨ユーロの価値は加盟国の平均的な経済パフォーマンスや金利に応じた水準に収斂するため、ドイツのようにそれまで強い通貨を有していた国にとってユーロは割安な通貨となり、ギリシャやポルトガルのようにそれまで弱い通貨を有していた国にとってユーロは割高な通貨となった。

こうしてユーロ加盟国の競争力格差は一段と拡大することとなった。現にユーロ発足以降の実質実効為替レート（各国の域内向け貿易量で加重平均し、単位労働コストでインフレ格差を調整した為替レート）の変化を見ると、ドイツやフランスといった中核国の為替水準が減価した（＝輸出競争力が高まった）のに対し、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアといった周辺国の為替水準が増価している（＝輸出競争力が低下している）（資料１）。周辺国での競争力の低迷や生産性の低下は、中期的な経済パフォーマンスに対する厳しい認識を通じて、政府の債務返済能力に対する市場の懐疑的な見方を生む背景となっている。

資料１　ユーロ加盟国の域内競争力の変化（2000→2009 年）



（注）輸出競争力は実質実効為替レート
（ユーロ域内貿易、単位労働コスト）の変化率（%）
（出所）欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏が抱えるもう１つの構造問題は、域内全域を網羅する財政の再配分機能が存在しないことにあった。域内の財政規律を定めた「安定成長協定」は、加盟国の安易な財政拡張への事前の防波堤として一定の抑止力を果たしているが、今回のギリシャ財政危機のように政府の債務返済が現実に滞りそうになった場合に、何らかの解決策を提供するものではない。そもそも、現行の法的枠組みでは、ＥＵやその加盟国が他の加盟国に対して経済的支援を行うことは原則として禁じられている。いわゆる「非救済条項」と呼ばれるものだ。リスボン条約第125条・第１項では、

・（欧州）連合は、加盟国の中央政府、地方政府、その他の公的機関、公法によって設置される組織、公営企業の責任や義務を負うことはない。但し、本規定はプロジェクトの共同執行を目的とした相互の債務保証の実施を妨げるものではない。

・加盟国は、加盟国の中央政府、地方政府、その他の公的機関、公法によって設置される組織、公営企業の責任や義務を負うことはない。但し、本規定はプロジェクトの共同執行

を目的とした相互の債務保証の実施を妨げるものではない。

と規定している。こうした経済支援に関する法的な裏付けがないことが、「最後はＥＵが助けてくれるはず…」と思いながらも、支援の具体的な枠組みが明らかとなるまでは投資家の不信感が拭い去れない背景にあった。その意味で、ギリシャ支援が実施され、ギリシャ以外の国にも適用可能な財政支援のメカニズムが整備されたことは大きな進展と言える。

ギリシャへのユーロ加盟国とＩＭＦによる金融支援の実施が決まったことで、ギリシャ政府は当面の資金繰り難を回避することが可能となった。ＥＣＢによる国債購入が支えとなり、ギリシャなど財政不安を抱える国々の国債利回りの急騰にも歯止めが掛かっている。さらに、金融安定化基金の規模は、市場が危機伝播を不安視するポルトガルやスペインの政府債務の大きさを考えても十分な金額と言え、危機の連鎖を封じ込めるのに一定の効果を発揮しよう。

だが、こうした一連の政策合意にもかかわらず、ギリシャ政府が直面する財政再建の難しさに変わりはない。ギリシャ政府は今後、ＥＵやＩＭＦなどから四半期毎に財政構造改革の進捗状況を厳しく精査され、その成否によって金融支援の継続が判断されることとなる。したがって、先行きは経済環境の悪化と国民からの改革に対する強い反発が予想されるなかで、厳しい財政構造改革を断行できるかどうかにギリシャの命運が掛かっている。

これはポルトガルやスペインなど、財政基盤が脆弱な域内の他の国々についても同様だ。両国は累積債務の規模でギリシャを大きく下回っており、放漫な財政運営を繰り返し、会計操作疑惑まであるギリシャ政府と比べて、債務返済能力の信用度は数段勝っている。だが、ギリシャの財政危機が市場の不信感によって増幅され、最終的には自力での資金調達が出来なくなったのと同様に、ギリシャ以外の周辺国の財政運営に対する市場の圧力が再び高まる恐れも否定できない。通貨の番人であるＥＣＢがユーロの信頼を損ないかねない国債購入という禁じ手に踏み切ったのも、各国が財政再建の約束を履行することが大前提となっている。

新たな危機を封じ込めるためには、危機を好機と捉え、各国が財政再建を着実に進めるとともに、財政の監視機能の強化や加盟国間の経済連携の強化など、ユーロ圏の抱える構造問題に真摯に取り組むことが求められる。さもなければ、単一通貨ユーロの将来は危ういものとなりかねない。

たなか　おさむ（主任エコノミスト）