

ギリシャ危機の背後にあるインバランス問題 発表日：2010年5月7日（金） ～「双子の赤字」を抱える国々は大丈夫か～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ギリシャ危機は、ギリシャの財政再建の頓挫を想起させ、それが対外債務のホールドアップ問題を連想させている。ユーロ急落はそれを反映したものだ。欧州を見渡すと、ギリシャのほかに財政赤字・経常赤字を抱えた「双子の赤字」国がまだある。こうしたリスクの火種は、対外収支の不均衡が2000年代になって世界的過剰流動性の下で広がったことにある。そのインバランスを制御するシステムが、世界経済には十分には備わっていないことを改めて認識させられる。

ホールドアップ問題

ギリシャ国内では、財政再建計画に抗議する暴動が起り、財政再建の前途が危ぶまれている。金融市場は、IMFとEUが救済融資に合意したにもかかわらず、ギリシャ国民に痛みを嫌う気持ちが強まり、財政再建の規律が失われるのではないかと心配している。

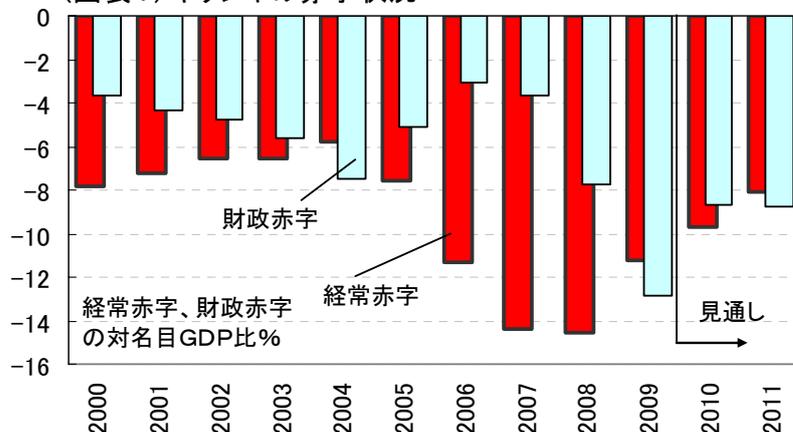
ギリシャが財政再建に熱心に取り組まないことは、海外からモラルハザードに見えるが、当事者のギリシャにすれば、すでに多額の政府債務を背負ってしまっている債務返済を履行するよりも、デフォルトをちらつかせて海外から有利な条件を引き出す方にインセンティブが移っていく可能性がある。そうすると、今度はギリシャの財政再建をうまくまとめざるを得ない立場にあるEUの方にリスクが跳ね返る。ユーロ急落はそうしたリスクプレミアムが意識されて起こっているという解釈ができる。

これは、経済学でいうホールドアップ問題である。すなわち、借金の働めていた銀行が当初は有利に貸し進むが、やがて借り手の返済難が進み、巨大な不良債権と化した時点で立場が逆転する。借り手は返済をごねて有利なリスクスケジュールの条件を引き出すことを優先し、銀行のコンディションは悪化していく。銀行にとって、融資が不良債権化したときから、強みは弱みに変わる。銀行にとってすでに実行した融資は「人質」になるのである。ホールドアップ問題とは、取引相手がホールドアップした途端に、元には復元できない悪条件に変わるリスクを指している。

ホールドアップ問題は、取引関係が事前契約に書かれていなかった悪条件に変わったとき、契約相手が状況回復の余地を「人質」にしてモラルハザードを引き起こすからだと理解される。契約が都合の悪い事態まで明確に書き込んでいない不完備契約であったことに問題の原因があるとされる。EU加盟国にとって、ギリシャの財政赤字が対名目GDP比で10%を越えるまで悪化

する状況を許したことは想定外だったであろう(図表1)。その一方で、EUの枠組みには参加国の財政管理を強制させるルールがしっかりと完備されていなかったことが、ギリシャ危機がホールドアップに陥りそうになっていることの原因という解釈もできる。EUという装置は、今、歴史的な試練を受けているとも言える。

(図表1)ギリシャの赤字状況



出所:IMF(2010年4月の予測値)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ギリシャの弱みは経常赤字

ところで、ギリシャがホールドアップ問題には、もうひとつ見えない背景がある。ギリシャの債務膨張を不安視されるまで容認したから、取引関係がホールドアップ状態を起しやすくしたという背景構造である。ギリシャの対外債務は、国内資金流入を梃子に、輸入を増やし続けたという対外不均衡問題がある。ギリシャ危機は、ソブリンリスクと言われることが多いのだが、事態悪化の前提として、ギリシャが経常赤字国でなかったならば、このようにリスクが海外に伝播することにはならなかったはずだ。

ここがギリシャの債務問題が日本の状況と似ているように見えても、決定的に違う点である。日本は、巨大な財政赤字国ではあるが、経常赤字国ではない。日本は国内貯蓄でまかなえる範囲で財政赤字を増やしているので、金融市場から資金調達にNOを突きつけられるリスクが相対的に少ない（日本の財政リスクはもっと別にある）。対するギリシャは、資金調達が海外に依存するために、規律を求められる立場にある。

債務不安定化に発展するインバランス問題

「双子の赤字」の構図は、ギリシャだけではない。不安が連鎖しているスペイン、ポルトガル、アイルランドも同様である。2009年の欧州各国などの財政収支・対外収支の状況を見比べると、資金調達が海外に依存しつつ、政府が大きな借金を負っている国がほかにもあることがわかる（図表2）。

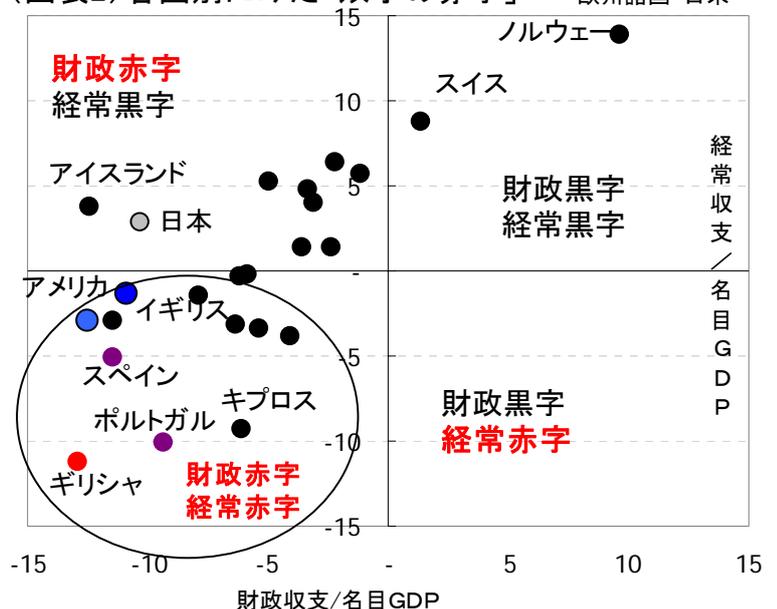
アメリカとイギリスは、財政赤字が大きく、かつ対外収支も赤字（資本輸入国＝経常赤字国）である。欧州には、オランダ、オーストリア、ドイツ、デンマークのように財政赤字が大きいが、対外収支は黒字の国もある。日本はさらに財政赤字負担が大きいが、同じく経常収支は黒字である。

ここに隠れているのは、対外収支のインバランスが大きくなると、財政赤字のリスクが表面化しやす

いという問題である。経常収支の赤字は、国内貯蓄構造や産業構造もあるが、国内過剰消費という原因もある。世界的に過剰流動性が供給されていると、海外資本を活発に受け入れて、その力を使って自国の産業発展を促そうという政府が現れる。その活動が国内資本収益率の向上に寄与しているうちは問題がないが、家計部門の過剰消費体質を誘発してしまうと将来に禍根を残す。2000年代半ばには、対外資金流入が自国の株価・地価上昇を演出し、資産効果を伴って過剰消費・過剰住宅投資が生み出される国々があった。リーマンショックによって、対外不均衡を巻き戻されるような圧力が加わり、国際資本移動は縮小を余儀なくされることとなった。

このインバランスの火種は、対外収支が赤字の国だけではなく、黒字の国まで転移することを見逃してはいけない。対外支払いに窮する国があるということは、その裏側で対外受け取りの不採算問題が起こっている国があるということである。かつて若き日のJ.M.ケインズは、第一世界大戦後、パリ講和会議の英大蔵省首席代表として臨み、戦勝国が敗戦国ドイツに支払い能力を超える賠償金支払いを課すことに強く反対したというエピソードとも重なる。対外収支のインバランスが進み、累積債務問題を併発すると、それは資本移動というシステム全体の機能不全を起こしてしまう。国際間のインバランス問題は、経常赤字の増大そのものが悪いのではなく、対外債務の持続性条件がいつしか脅かされてしまうことに危険性が潜んでいる。

（図表2）各国別にみた「双子の赤字」 ……欧州諸国・日米

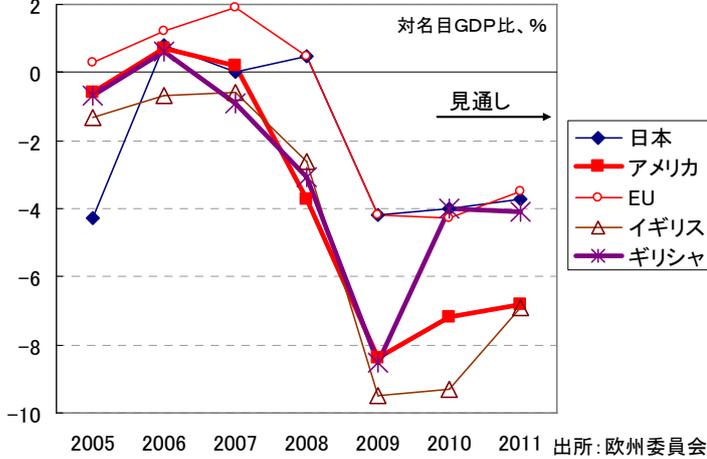


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

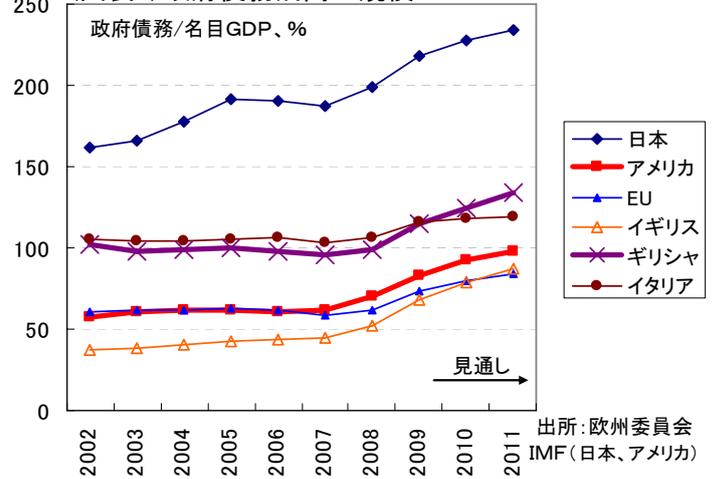
米英は大丈夫か

各国の「双子の赤字」の状況を概観すると、次に気になるのは、米英の状況である。ともに、対外収支も赤字であり、財政コンディションも厳しい。米英は今後の財政状況も容易には健全化しないとみられている（図表3、4）。万が一、両国のソブリン格付けに予想外の大きなショックが加われば、資本移動にも悪影響が起こるかもしれない。

(図表3)プライマリーバランスの赤字比率



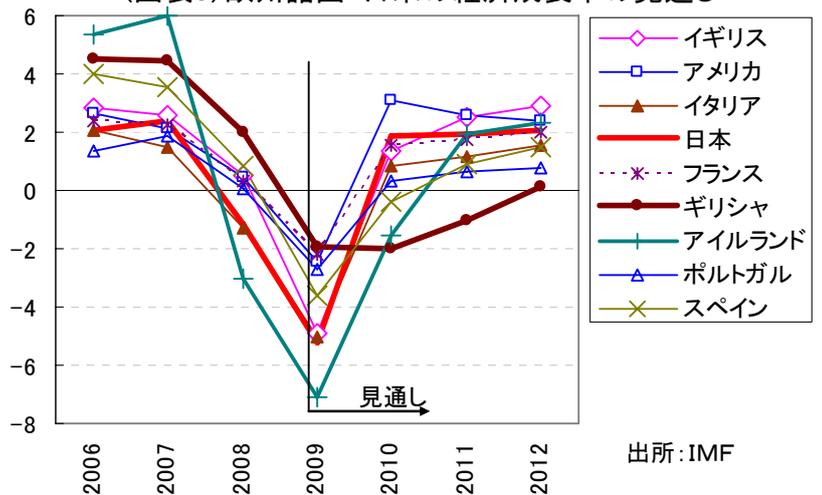
(図表4)政府債務残高の規模



一方、両国の債務問題が不安定化しないために確保されるべき条件がある。それは一定以上の経済成長の達成である。先にみた欧州委員会やIMFの債務見通しも、将来、予想以上に経済成長率が高まればその負担度は低下してくるはずだ。債務負担の評価は、将来の経済成長見通しによって変化する。

すでに、債務不安が想起された国々と、米英の間では経済成長のポテンシャルが違っているとみられている。当面の経済成長率の見通し（IMFデータ）をみても違いがあるのが実情だ。スペイン、ポルトガル、ギリシャの成長率予想はほとんど1%未満であり、米英は2%台とそこそこの成長率を達成される見通しである（図表5）。

(図表5)欧州諸国・日米の経済成長率の見通し



なお、日本は2%近い成長率で推移する見通しであり、欧州各国よりも相対的に高い。日本の場合には、中国などより高成長の新興国との交易を通じて、自国の成長率を高められるチャンスがある点が優位性になっている。現状、日本は一応の経済成長を達成できているので、それが財政負担を相対的に軽くしていることを正しく認識せねばなるまい。

反面、日本も今後、経済成長政策に失敗したり、政治的に後回しにする状況になれば、成長基盤が失われて、債務問題が意識される可能性が起こり得ないとは言えない。この点は、米英についても同様である。世界的な景気減速が起こるような事態になれば、米英のリスクが、債務保有国である日本にも飛び火してくる。両国の政治がポピュリズムに陥ることなく、適切な成長政策を進み続けるかどうかを見極める必要がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。