

ギリシャの悲劇に何を学ぶか

発表日：2015年6月30日（火）

～破綻寸前の財政再建策の事例研究～

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

金融市場は、ギリシャのデフォルト懸念に揺さぶられている。ギリシャは国民投票を表明し、チキンレースを仕掛けて妥協を引き出そうとした。しかし、その選択は、すでに後戻りできない失策とみられて、金融市場を動揺させている。資本規制や銀行休業も、一度実行すると将来に禍根を残す。その失敗事例に学ぶと、財政再建は追い詰められる手前で何とか打開しなくてはいけないという点が教訓だ。

ギリシャは何を失敗したのか

ギリシャは、6月27日に金融支援の条件となる財政緊縮案を受け入れるか否かを国民投票にかけることを決定した。ギリシャと欧州諸国との交渉は決裂し、まさしくデフォルト寸前になっている。ギリシャの仕掛けたチキンレースは失敗した模様である。

チキンレースとは、自動車が互いに正面衝突する一直線上を走り、いずれかが衝突の寸前でブレーキを踏むことで勝負を決める。ギリシャのチプラス政権と欧州首脳の間でのチキンレースでは、ギリシャが返済期限をリスクしてもらったために、国民投票を実施するという脅しをかけて、欧州首脳から最後の妥協を引き出そうとしたのだろう。対する欧州首脳は、脅しに屈しなかった。かくして、交渉は決裂した。

チキンレースのセオリーは、期限ぎりぎりですべてが必ず妥協することで最適解を得る（＝最悪を回避する）というのが結論だ。しかし、金融市場は、最終的に両者がブレーキを踏まずに、ギリシャのデフォルト、その後のギリシャのユーロ圏離脱が起こるリスクを織り込んで、株価下落とリスク回避への資金シフトという反応をみせた。

理由は、ギリシャのチプラス政権が仕掛けた一手が、すでに失敗を犯しているという評価だからである。ホールドアップと呼ばれる問題である。すなわち、チプラス政権が国民投票を持ち出して、デフォルトをちらつかせた行為をしたことは、後戻りできない脅しである。欧州諸国にすれば、危機に便乗した手口は悪質であり、再犯を犯さないように、むしろペナルティを課すことも止むなしと考えるようになる。ホールドアップ問題とは、追い詰められた相手が、二度と平穏な契約履行に後戻れないような条件を提示して、かえって交渉相手の選択を硬化させる失敗である。事後的に、当初の契約履行が成り立たなくなる関係に陥ってしまう。言い換えると、掟破りの作戦が、正当な交渉を台無しにして、契約不履行を危惧させる。さらに、信認の低下が、契約不履行リスクを高めるという表現もできる。

自滅する選択

チプラス政権の後戻りできない失策は、別に資本規制と銀行休業の2つの選択にも見て取れる。資本規制は、言い換えれば「預金封鎖」と同じ種類の財産権の侵害である。銀行休業は、資金決済を不全に陥れて企業活動の生存基盤を脅かす。

※ギリシャでは、銀行ATMからの引き出しは1日60ユーロ（8,200円）以内に制限された。2011年3月にキプロスも、資本規制と銀行休業を実施した。

ユーロ紙幣をギリシャ国民がタンス預金しようとする理由は、ユーロ離脱に伴う通貨切り替えで、国民が押し付けられる劣悪な新通貨から、自分の財産を保全しようとする目的である。将来、いくら新通貨が減価したとしても、ユーロ紙幣を持っている限りはギリシャ国民の財産は保全される。もしも、ギリシャ政府が、現金引き出しを止めさせようと思えば、ユーロ圏に止まって、ユーロ建て預金に再び預けてもらうよりほかに方法はない。銀行休業は、長く続けられない制約がある代わりに、資本規制はユーロ圏に止まらない限りは長期間続ける必要に迫られるだろう。

※※キプロスの銀行休業は約2週間で終了したが、資本規制は2015年4月まで2年間も続いた。

また、ギリシャの銀行から資金流出が継続すると、いずれそれが銀行破綻を引き起こして、ギリシャ経済を長期間停滞させるだろう。もちろん、ECBの緊急流動性支援(ELA)を絞り込むと、もっと早期にギリシャの銀行が破綻する可能性はある。経済成長に影を落とすような金融不安を併発すると、ますますギリシャの債務返済は目処が立たなくなる。

先送りの誘因と前倒しのメリット

筆者が関心を持つのは、日本でも財政再建に失敗したギリシャの事例をよく学んでおく必要があるという問題意識からだ。財政再建に行き詰った政策当局が、いくつかの選択を誤ったことによって、今回のような悲劇が引き起こされたという認識である。

まず、指摘できるのは、ギリシャが対外債務を膨らませる過程で、債務返済の責任を十分に理解していなかったという問題である。借り手が、返済負担の重さを事前に承知していれば、返済が滞るリスクは顕在化しないで済んだ可能性はある。それが、債務返済の重みを過小評価していたために、重債務を発生させて、最後にはホールドアップ問題に陥った。

行動経済学では、目先の利益ほど重視しがちになって、遠くにある利益を劣位に置いてしまうバイアスがよく挙げられる。短期金利が低い時には、先々の金利上昇をあまり意識せずに借入残高を増やしてしまうことは、バイアスによってもたらされる代表的な失敗例である。

このバイアスに対しては、借り手が長期的指針(コミットメント)を掲げてそれを順守すると宣言することが、自滅を防止する有効な対応策になる。日本の財政再建の場合は、過度に経済成長に頼らずに、基礎的財政収支を2020年度までに黒字化するというコミットメントが、目先の財政拡張の誘惑に走らないための装置として機能している。筆者は、骨太の方針は現在も有効であり、財政再建を頓挫させない基軸になっていると考えている。

また、目先の利得が大きく見えるバイアスは、負担の「先送り」を誘いやすい。本当は、財政再建は、短期間に行った方が、先々の経済運営に自由度を広げる。だから、自然増収が生じれば、負担軽減の前倒しによって債務返済を早めることが望ましい。しかし、そのアイデアは実際の政治的プロセスでは遠ざけられやすく、自然増収は追加的歳出増に充てられやすい。なお、2014年秋に予定されていた消費税率の引き上げを延期するときには、「消費税増税によって景気が腰折れすれば元も子もない」という理屈が使われた。この理屈も、今の景気を過度に重視することによって、将来の景気を脅かす財政リスクを軽視するバイアスをはらんでいる。今一度、経済成長の財政再建のバランスを再確認しておくことは意義がある。

財政再建を破綻させないために

最後に、財政再建を破綻させないために3つのポイントを、ギリシャの悲劇からの教訓として挙げて

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。

おきたい。

ひとつは、財政再建の深刻さが極端にひどい状態に追い詰められないことである。目先の利益を過大評価するバイアスは、平時には生じにくいだが、財政再建が行き詰ると選択されやすい。例えば、長期金利の上昇が継続して利払費が嵩んでいったときには、財政再建は見直しを余儀なくされる。だから、長期金利が低位に安定しているうちに、財政再建の目途を立てなくてはならない。

ギリシャの場合、常識的に考えて、政治が財政再建の順守を国民投票にかけるといった状態は、異常である。追い詰められた結果、正常な選択ができなくなっていると表現した方がよいかもしれない。本来、債務返済は、契約上の義務であり、それを順守できなくなることは国であれ、企業であれ許されないことである。ギリシャの場合は、債務返済のための金融支援を受けられないので、金融支援の条件の妥当性を国民投票にかけて、金融支援の正当性を訴えるという暴挙に出た。しかし、金融支援を受けないと、債務返済が継続できない状態に陥ったことがすでに失敗である。その手前で、債務管理がコントロール可能な状態にしておく必要がある。

留意すべきは、先送りバイアスが極端に強まるのは、借金に迫られて資金繰りに窮したときである。そのときには、平時は立派な人格者であっても、性格が変わってしまうこともある。そうした状態に陥らないように、財政再建ルールは例外に逃げ込まずに粛々と進めることが肝要である。具体的には、財政再建計画を歴代政権が引き継いで、ルールを順守する強い意思を見せることである。

もうひとつは、「国民は知らなかった」という状態をつくらないことである。ギリシャの与党であるシリザは、2015年1月の選挙において、緊縮財政を止めさせることを公約して政権を奪取した。ところが、ギリシャ政府に対しては、ユーロ圏財務相会合では経済改革を実行すると約束して、金融支援を勝ち取った。こうした合理性を欠いた両面作戦はすぐに行き詰る。現在は、その清算に苦しんでいるに過ぎない。対外的な約束と国内向けの選挙公約が食い違ったことを言って選挙で勝っても、その矛盾はいつかしっぺ返しをしてくる。国民に正しく情報が伝わっていなかったとあって、債務返済義務を免れることはできない。苦し紛れの両面作戦を採ったことも失敗の原因である。

三番目は、対外的な強硬路線の失敗である。チプラス政権は、反EUを掲げて、人気取りに走った面はある。経済外交では、お互いに協調メリットを得るために、最初は痛み分けにみえる選択をすることもある。貿易自由化で最初に市場開放を選択して、その後で交易のメリットを享受できるのは代表例だ。対外強硬路線は、協調のための妥協を必要とするときにマイナスである。さらに言えば、本当は敵でもない相手を、本当の敵に変えてしまう失敗につながる。

現在の日本からみれば、ギリシャの悲劇は、かなり距離感がある状態であることは言うまでもない。それでも、ギリシャの選択がなぜ失敗なのかを事例研究しておくことは、現在の日本に全く無意味なことではあるまい。