

ギリシャ救済と債務問題の「有効な解決策」のかたち

2010年4月28日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

ギリシャの信用（クレジット）リスクの趨勢的な上昇が止まらない。これは、この半年間、ギリシャ救済策を巡り金融市場で期待と失望が繰り返されたが、未だ救済策の有効性が疑問視されていることを意味する。そもそも「有効な解決策」とは何か。

まず問題を掘り下げると、大きく分けて3段階で構成されていると考えられる。

第1段階：構造的なフロー（単年度）の財政赤字（日本も同様）

第2段階：フローが蓄積してストック（残高）の問題、政府の信用力の問題（日本も同様）

第3段階：資金繰りの行き詰まり（財政赤字を国内でファイナンスできる日本との決定的な差異）

第1段階は構造的なフロー（単年度）の財政赤字だ。歳入歳出構造に問題があるため、財政赤字が恒常的に生じるようになる。そして、年々のフローの赤字が蓄積すると次のストック（残高）の問題へと至る。第二段階では、年々の財政赤字の蓄積で債務残高が増加することにより、政府の信用力が低下（金融市場では信用（クレジット）リスクの増大と呼ぶ）する。派生的に、国債を大量保有する金融機関の経営問題に飛び火するリスクもある。第3段階では、遂に債権者との信頼関係が揺らぐことで国債のスムーズな消化（発行）が難しくなり、資金繰り問題が表面化する。今のギリシャは第3段階の手前だ。

問題認識と解決策は表裏一体とよく言われる。逆に言うと、誤った問題認識からは誤った解決策しか生まれない。たとえば、第3段階の一時的な資金繰りの問題だという認識で一時的なつなぎ融資を実行しても、本当の問題の所在が第2段階の信用力であるなら、それは逆に信用力を悪化させることにしかならない。別の例をあげると、第2段階の信用力の問題を解決するために資金援助をしても、本当の問題の所在が第1段階の財政赤字であれば、穴の開いたバケツに水を入れるのと同じだ。ここ数ヶ月、ギリシャ救済策を巡り金融市場で期待と失望が繰り返された原因は、これらの例と類似の構図があるとみて良いだろう。

債務問題は、個人や企業や国家など債務者の法的人格にかかわらず、ほぼ同じ構造で起きる。第1段階のフローの赤字が蓄積して第2段階の信用力の問題へと至り、第3段階の資金繰りで行き詰る。この意味でギリシャ財政問題の3段階構造は、多くの債務問題の縮図だ。一方、債務問題の解決策は、破綻処理（解体）か再生に大別されるが、その手法は倒産（再生）法制で一般原則化されている。再生の場合は、第1段階のフローの恒常的赤字の解消を条件に、第2段階のストックである信用力の問題を資金援助により解決する。資金援助には、債権放棄、低利融資、債務株式変換（株式会社の場合）、等がある。

ギリシャの場合、この一般原則に合致する「有効な解決策」がまだ示されていない。今はまだ第三段階の手前だが、解決策は、自助努力によるフローの財政収支の改善、および EU など関係各国や IMF など国際機関の資金援助によるストックの信用力の回復、以外は難しいのではないかと。

尚、日本の一般政府（国と地方）の財政状況をギリシャと比較すると、第1段階のフローでは良いものの、第2段階のストックは日本の方が悪い。しかし第3段階は決定的に異なり、経常黒字国の日本では国債は100%国内で消化可能だ。だが少子高齢化の進展を踏まえ、一部の投資家は、いつまでこの状態が続くか、に焦点を移し始めている。ギリシャ問題は、決して他人事ではない。 以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。