

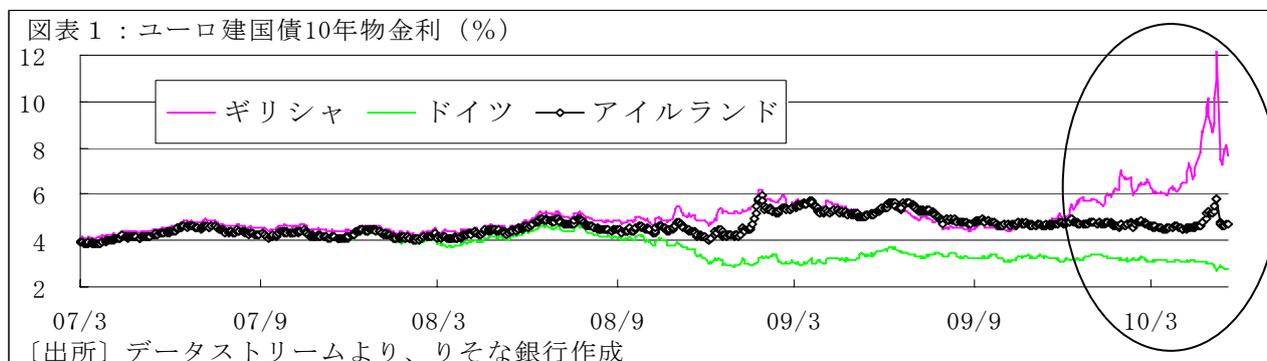
ギリシャ債務問題解決のかたち

2010年5月19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

ギリシャの債務問題に関連し、今月2日には1,100億ユーロのEUとIMFによる協調融資、10日には7,500億ユーロの「欧州金融安定化メカニズム」の創設とECBによる一連の金融市場安定化策が発表された。金融市場では、信用（クレジット）指標（図表1のギリシャ国債とドイツ国債の金利差）が大きく改善したものの、それまでに悪化した分を帳消しにするには程遠い。これまでも、市場が不安定になるたびに解決策が示されはするものの一時的な安心感にとどまった経緯を鑑みれば、今回もその域を出たとは言い難い状況だ。なぜギリシャの債務問題が金融市場で何度も蒸し返されるのか。まず、問題の所在を具体的に見た上で、次にその解決策のかたちを展望する。



1、一般論としての債務問題解決のかたち

4月28日付けのレポート（注1）で、一般論として、債務問題の構造とその解決策がパターン化されていることを示した。エッセンスだけ示すと債務問題は、

- (1) フロー収支（単年度）の赤字
- (2) フローの赤字が蓄積することによる信用力（クレジット）の問題
- (3) 資金繰りの行き詰まり

という順序で深刻化、表面化する。

解決策は、問題の所在が（1）か（2）かによって異なる。（1）であれば、短期的な資金繰りの問題であり、解決策は短期の融資（つなぎ融資）でこと足りる。しかし（2）なら、これは長期の信用力の問題であり、解決策には清算と再生の2つのパターンがある。清算は残余資産を分配して解体することを意味するが、ギリシャの場合は当然だが再生だ。

再生は、基本的には債務者がリストラ等によりフロー収支を黒字化して累積赤字を解消すれば解決する。だが債務者が単独で解決できない場合は、債権者も負担を負う。この場合は、一部の債権者が過大な負担を負うことで再生に伴う社会的ロスを最小にする方策が採られることが多い。たとえば、銀行など一部の大口金融債権者が過大な負担を負うことで通常業務の取引先など一般債権者を保護し、再生をスムーズなものとするのである。再生計画で難しいのは関係者の利害調整で、巨大企業の場合には国が

関与することがままある。中には公的資金の注入などのかたちで債務を肩代わりするケースもある。
以下は、こうした債権者も負担を負う再生のパターンを総則的な条件で示したものである。

- (1) 破綻企業はフロー収支の黒字化のため、リストラ（人員削減、工場閉鎖など）を断行
- (2) 連鎖破綻防止のため、一般取引先（資材や部品の納入先など）の債権は原則的に保護
- (3) 債権者は利害調整しつつ、資金繰り支援、債務免除や金利減免等でストックの黒字化に協力

このパターンの企業再生は社会的影響が小さくない場合が多く、ニュースで報道されることも多い。最近の例では米国人にはGM、日本人にはJALを想起すればイメージしやすいだろう。(1)に相当するのは工場閉鎖、年金減額、人員削減などのリストラ、(2)は一般取引先の債権保護、(3)は銀行の債権放棄や社債の債権カットなどだが、債権者の利害調整のためにGMでは米大統領府、JALでは国土交通省が強く関与した。

注意が必要なのは、(1)から(3)には再生の負担に関しゼロサムゲーム(注2)の要素があるため、利害調整が一筋縄では行かないことだ。GMやJALのケースでも、ここに最大の障害があったと言えよう。その意味で再生の3つの条件は、債権者と債務者の信頼関係がなければ成立しないゲーム理論(注3)の要素を持つ。従って3つの条件は、時間的ラグがあっても3点セットでしか成立しえない。

正しい解決策は、正しい問題認識からしか生まれない。次にギリシャの債務問題の本質を検討しよう。

2、ギリシャの債務問題

まずギリシャの財政状況を確認しておこう。

図表2 ギリシャの財政状況(対GDP比率、%)

	2006	2007	2008	2009	2010(予)
財政赤字(フロー)	2.5	2.7	1.6	13.6	9.1
政府債務残高(ストック)	95.3	93.4	91	125.7	—

ギリシャ経済財務省のHPより、りそな銀行作成

まずフローだが、問題は2009年の財政赤字急増だ。背景にはリーマン・ショック後の急激な景気悪化もある。しかしより問題なのは、赤字の隠蔽、その原因の政府資金の流用、など政府のガバナンス体質だ(注4)。図表2の2009年の数値は共に正確だとみられているが、それ以前の数値は疑念の眼で見られている。一方ストックだが、今年で債務残高GDP比率は135%程度(2009年財務残高+2010年度財政赤字)になる見込みだ。ギリシャ国債の外人保有比率は約80%で金利を仮に約5%で計算すると、海外への利払いだけで、GDP比5%もの所得流出となる(注5)。ギリシャがよほど大きな財政赤字を生む力があれば話は別だが、そうでなければギリシャの債務問題の本質は、フロー収支の赤字ではなくストックの信用力の問題である可能性が強い(注6)。だとすると、ギリシャの債務問題は、単なるフローの資金繰り支援ではなく、自助努力による財政収支改善の進捗を見極めながら、当面は債権者が資金繰りをつけつつ将来的には何らかの資金支援を検討しなければ、解決は難しいのではないかと。

次に、債権者も負担を負うかたちの解決策をギリシャに当てはめて整理すると、再生に向けた具体的な3条件は以下の通りだ。ただギリシャの場合、債権者(国債保有者)が世界中に分散しており利害を調整するのが事実上無理なため、EUやIMFが債権者の利害調整や負担を肩代わりせざるをえない状況だ。また、債務者であるギリシャが自己の利益を強く主張してEUやIMFと信頼関係を構築できない場合は、債務不履行(デフォルト)の可能性もリスク・シナリオとして排除できるものではない。

- (1) 財政黒字化に向けたギリシャの自助努力（増税、公務員リストラ、歳出削減、等）
- (2) ギリシャから他国への危機の伝播防止
- (3) EU各国、更にはIMF等による資金支援（資金繰り支援、低利融資、何らかの資金援助、等）

(2) について、企業の場合は連鎖倒産だが、ギリシャの場合はユーロからの離脱による通貨の切り下げ、そしてその他国への伝播だ。通貨切り下げは、財政収支改善のためには経済状況の大幅好転が必要で、そのためには通貨切り下げによる国際競争力の回復が必要、という考えだ。その背景には、戦後のほとんどの通貨危機がこのパターンで解決された事実もある。しかし通貨切り下げは、再生のコストを通貨価値の上昇で国際競争力が低下する国に押し付けることも意味する。こうした事情もあり、もしギリシャがユーロから離脱して通貨切り下げに踏み切れば、ポルトガルなど他のユーロ圏や東欧エマージング諸国に通貨切り下げが伝播し、欧州版のアジア通貨危機(97年)再来となる可能性がある(注7)。

通貨危機の再来防止の為に、現実的に重要な条件は(2)以外の2つの条件の適合性だ。まず(3)について、今月2日にIMFとEU加盟国が緊急融資で合意したが、基本的には資金繰り支援だ。貸出金利は、EUとはユーロ建て約5% (5/4、日経新聞)、IMFとはSBAと呼ばれるスキームでSDR建て1.27~3.3%程度になるとみられる。ユーロ建て5%は、基礎的財政収支改善に寄与するかどうか微妙な水準だ。10日の「欧州金融安定化メカニズム」はもっと大規模だが、やはりギリシャに対しては資金繰り支援だ。だが、資金繰り支援はフローの赤字対策にしかなりえない。時間稼ぎにはなるだろうが、本質的な問題解決ではないだろう。次に(1)についても、ギリシャ人の緊縮財政、公務員リストラ等に対する反対デモは尋常ではない。たとえば2月24日のデモ参加者数は200万人(朝日新聞)と報道されているが、事実であれば国民の約20%にも達しており、到底国民の支持が無いことを示している。

こうした現実の意味するところは、(1)と(3)の負担割合にはゼロサム・ゲームの要素があるため信頼関係の構築が不可欠なのだが、今はまだギャップが存在するというのではないか。(1)と(3)の相互信頼の一つの例として、97年11月にIMFから資金支援(今回のギリシャと同じSBAと呼ばれるスキーム)を受けた韓国があげられる。IMFは韓国に対し非常に厳しい自助努力を要求したが、これを国辱と受け止めた韓国は、当時「なれあい資本主義(crony capitalism)」と批判された悪しき慣行の打破を断行、結果的には経常収支の慢性的な赤字から黒字への転換に成功した(注8)。国際収支改善のための国民の骨身を削る自助努力は、老人のボランティアによる金歯の抛出にまで至った。こうした事実は、今後のギリシャの行く末を見る上で、心にとどめておいても良いのではないか。

3、結論

再生に向け信頼関係を構築するには、まず債務者であるギリシャが、フローの財政収支黒字化に向け、かつての韓国のような艱難辛苦の自助努力をすることが必要だろう(注9)。ギリシャは2013年まで総選挙がないため、その帰趨は、現政権の政治的意思にかかっていると看做しても過言ではない。ましてやギリシャを支援する側の国々は、選挙結果を受け財政はより緊縮の方向へ向かうことが確実な情勢だ。今月9日の地方選挙で与党が敗北したドイツでは、減税策が撤回される見通しだ。同じく今月6日の総選挙で政権交代が実現した英国でも、財政再建は最優先課題となる見通しだ。どこまでフローの財政収支を改善できるかは予断を持つことなく見なければならぬが、そこから先は債権者の負担だ。

次に債権者、ギリシャの場合はEUやIMFだが、ギリシャの債務問題の本質はフローの赤字の問題ではなくストックの信用力の問題である可能性が高い。であれば、債権者がストックの黒字化に協力するのは、再生のために必要な条件だ。資金繰りをつけながらフローの財政黒字化の進捗を睨みつつ、ス

トックの赤字解消に向け基礎的財政収支の黒字化に寄与する水準の低利融資、更には何らかの補助のコミットメントが必要ではないか。何らかの補助は、最適通貨圏としてのユーロ圏を前提に、第一義的にはEUによる交付金などの形での所得再分配機能の強化だ（注10）。

ロードマップとしては、既に手は打たれているが当面の措置として融資により資金繰りを安定させ、その間にギリシャは自助努力で財政を改善し、それでも無理が残ればEU等が支援する、ということだ。ただEUやIMFによる資金繰り安定化のための融資は、市場の過剰反応を止めるために利害調整を後回しにして決定された経緯がある。猶予期間はあるが、利害調整の紆余曲折はこれからが本番だ（注10）。
以上

（注1） <http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/100428.pdf>

（注2） 負担の総和が一定で、ある者の負担の減少は別の者の負担の増加を意味する場合のこと。

（注3） 交渉事においては、当事者は自分の利得の最大化を図る。当然、強い交渉力を持つ当事者は、自分の利得の最大化を図る。特に債務問題では、債務者が債権者より強い立場で強い交渉力を持つ場合も少なく無い。しかし、その交渉結果が当事者全員の利得の合計を最大にするとは限らない。これを最大になるよう当事者が協力することで、社会的なロスを最小化しつつ再生を実現することが可能となる。

（注4） 一部米証券界会社が財政赤字の隠蔽に加担したと見られており、今後の捜査が待たれている。

（注5） $135\% \times 5\% \times 80\% \approx 5\%$ 、5%は今月2日に決定されたEUからのユーロ建支援融資の利率。一般にはカントリーリスクの評価では、国の対外収支、特にデット・サービス・比率が重視されるが、ギリシャの場合は徴税機能に問題があるため、ここでは便宜的に国としてではなく政府の収支構造だけに着目した。尚、ギリシャの経常収支はマイナス10%（GDP比、2010年見込み、2009年11月OECD予測）と突出して悪い。

（注6） これは程度差こそあれギリシャだけでなく日本も含め多くの先進国に共通の長期的課題だ。

（注7） 一部では、足元のユーロ安、更に金融緩和でもう一段のユーロ安に誘導することで、連鎖的な通貨危機ではない競争力強化策になるとみる向きもある。アジアの通貨危機は2009年7月2日付け、通貨危機を未然防止した例として昨年のラトビアは2009年12月28日付け当レポートで取り上げた。

（注8） 上位30財閥のうち約半数が破綻、解体された。尚、よく引き合いに出される韓国企業の規模の大きさは、この時の産業リストラの成果でもある。この規模の問題は政府でも十分に認識されている。詳細は、閣議決定された経済成長を実現するため経済産業省の産業構造審議会に新設された産業競争力部会のHP。 <http://www.meti.go.jp/committee/materials2/downloadfiles/g100225a06j.pdf>

（注9） ギリシャでは今月25日にゼネストが予定されている。今後を占うひとつの試金石となろう。

（注10） 詳細は <http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/100405.pdf>

- ・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さ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下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、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。