

ギリシャ支援策は三度目の正直となるか？

2012年2月27日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

koichi.kurose@resonabank.co.jp 03-6704-3601

1. 度重なる「詳細は不明」なギリシャ支援策の修正

ギリシャ政府が3月20日の国債元利払いで債務不履行を起こさないための二次支援修正策が、「詳細は不明」だが結論としてはまとまりつつある。「詳細は不明」でも結論だけまとまるパターンは、これで3回目だ。「詳細は不明」の意味は、筆者のように公表資料から財政再建計画の実現可能性を精査しようとしても、詳細なデータが公表されないため精査ができないという意味だ。財政収支の予測では、長期的にはGDP成長率に概ね依存する税収が非常に重要だ。過去2回の修正は、デモで公共交通が麻痺するなど社会秩序が危機的な状況であるにもかかわらず、GDP成長率が何を論拠にどう修正されたのか、が不明確なまま支援策がまとめられた。今回の支援策についても同様だ。実質GDP成長率は、2011年10-12月期が前年同期比-7.0%と予想よりかなり下ぶれしているにもかかわらず、2013年にはゼロ、2014年には+2.3%になると想定している。GDP成長率以外にも、税収に占める海外への元利払いの比率、何ヶ月分の輸入をまかなう外貨準備があるか、などの重要指標も不明確なままだ。

今回も含め過去3回の「詳細は不明」な支援策は、2010年5月の最初の第一次支援の修正という位置づけだが、整理すると以下のようになる。

図表1 ギリシャ支援策の変遷

支援時期	第一次支援 2010年5月	第二次支援 2011年7月	第二次支援修正 2011年10月	第二次支援再修正 2012年2月
概要	市場金利の高騰で国債発行市場での資金調達が出来なくなり、2013年まで市場から隔離、その間に自主的に財政再建する(資金繰り支援のみ)	財政再建の遅れもあり6月にCCC格への格下げ。2013年の市場復帰が疑念視され、自力財政再建を断念して再生型破綻処理実施。2014年まで追加の資金繰り支援	財政再建の遅れから第二次支援内容を修正、債務リストラを強化して2020年の債務残高GDP比率120%を目標とした	財政再建の遅れから第二次支援内容を再度修正、2020年の債務残高GDP比率120.5%を目標にヘアカット率拡大、公的支援規模は据え置き
支援総額(ユーロ)	1100億の公的支援	1090億の追加公的支援(別途ヘアカット350億)	二次支援を最大1300億に拡大	二次支援1300億を据え置き(別途ヘアカット1000億)
債務リストラ	無し	ヘアカット21%	ヘアカット50%	ヘアカット実質70%程度 既発債向けCIC条項制定
その他		EFSF規模拡大	EFSFにリングフェンス機能(12/9EU首脳会談で強化)特別目的会社(SPIV)設立	ECBなど公的関連部門がギリシャ国債満期保有で得る利益をギリシャに還元

[出所] 各種報道から筆者作成

これまで支援策修正の合意が発表される毎に、金融市場では一時的に安堵感が広がった。しかし長続きせず、わずか数ヵ月後にはまた修正を余儀なくされた。こうした実績を鑑みれば、今回の支援策が、三度目の正直として最終的な財政再建計画となるかどうかは、予断を許さないとみて良いだろう。

しかし、IMF、EU、欧州各国財務省など多くの権威ある機関が関与しながら、なぜこれほど頻繁に修正を繰り返さざるを得なかった杜撰な計画しか出来なかったのだろうか。この点を次に検討する。

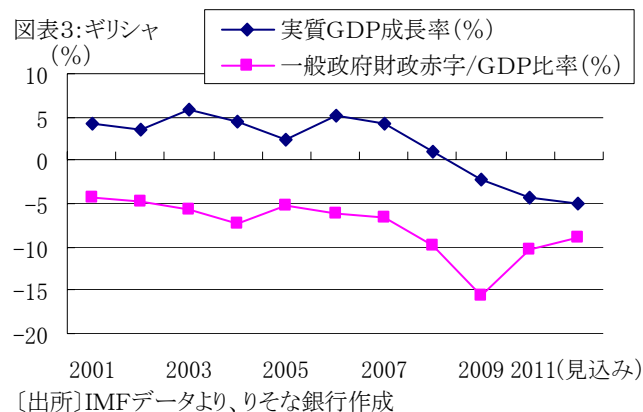
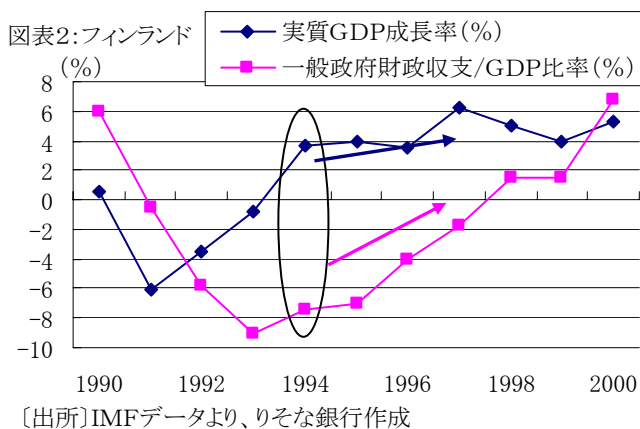
2. 経済成長と財政再建

この点について、現状のドイツ主導の緊縮財政に的を絞るやり方は誤っている、という根強い批判がある。1月25日のFT紙は社説で「短期的な経済成長促進策の導入が不可欠」と主張している。1月26日に英国キャメロン首相は、「厳しい財政規律は必要不可欠だ。しかし、これは単に財政赤字の問題ではなく貿易赤字の問題だ」と述べている。FT紙社説と英国キャメロン首相の主張は中身としては同じで、財政再建の前提として、経済成長を重視する立場だ。

経済成長率と財政収支を比較すると、明瞭な関係性が読み取れる。そもそも、まず市場へのアクセスを通じて生産された富は資本と労働という2つの生産要素に分配される。その後は様々な形で再分配されるのだが、財政収支は、ある意味で市場にアクセスできない政府部門に対する所得の再分配なので、経済成長率と連動するのは当然だ（注1）。

FT紙や英国キャメロン首相の批判は、1990年代にバブル崩壊で苦しんだフィンランドのように、順序として先に経済を安定化させ、その後で財政再建に取り組みれば良い、とする考え方だ。経済が安定を保つ範囲内の財政再建と言い換えても良いだろう。図表2はこの考え方で財政再建に成功した90年代のフィンランド、図表3はマイナス成長が続き財政状況も好転しないギリシャだ。

最近の例では、米国オバマ政権が2月13日に議会に提出した来年度の予算教書があげられる。サブプライム・ローンの本家本元で今も住宅価格の下落が依然として重荷としてのしかかる米国だが、本格的な財政再建に着手するのは経済が正常化する予定の2013年以降、という一貫した姿勢が強く打ち出されている。バブル崩壊後の後遺症で苦しんだ90年代前半のフィンランドと同じ政策運営の考え方だ。



3. 「ゴネ得」ギリシャに対するアメとムチ

ギリシャ支援策は、企業にたとえれば再生型破綻処理に相当する。これは清算型破綻処理とは対極の処理方法だ。清算型破綻では、清算により残余資産を全て売却して債権者に平等に分配する。一方、再生型破綻処理では、債務リストラ（債権放棄）により存続可能となるよう金融面で支援しつつ、企業リストラで再生を実現する。債務リストラ（債権放棄）はアメ、リストラはムチと言い換えても良いだろう。最近の企業再生の例では、日本では日本航空（JAL）、米国では自動車大手GMがこの手法で再生した。企業なら企業再生だが、財政赤字問題を抱える国家であるギリシャの再生は、経済成長率など安定したマクロ経済パフォーマンスの回復を前提に、健全な歳入歳出構造構築を意味する。

これまでのギリシャの再生型破綻処理の展開は、正にギリシャの「ゴネ得」と評価して良いだろう。

相応の国家リストラを実施せず、銀行など債権者になし崩的に負担を押し付ける形で債権放棄（ヘアカット）を増加させることに成功した（P.1 図表1）。

98年のアジアの通貨危機では、外貨準備の払底で食糧輸入ができなくなる恐怖感がムチとして機能し、国民の危機感に火がついた。しかし、今のギリシャにはこの種の危機感は全くない（注2）。ギリシャ人がデモをやめて交通など社会インフラを正常化させ、職場復帰しないことには経済も正常化しない。経済を正常化させた上で歳入と歳出の構造改革を実施しない限り、財政赤字は改善しない。

アメとムチの最適な組み合わせを探るためには、現状のドイツ主導の緊縮財政だけに的を絞るやり方を修正し、まず経済を正常化させるスタンスへの転換が望ましいのではないかと。そうしなければ、今回の支援策についても、これまでの「詳細は不明」だが結論だけまとめることで目先の資金繰りをつけた支援策と何ら変わらず、三度目の正直、となるのは難しいのではないかと。

次期総理と目される新民主党のサマラス党首は、4月27日実施予定の総選挙後に、今回の支援条件を見直すことを示唆している。見直しによりアメとムチの望ましい組み合わせに向かうなら、それは再生型破綻処理の前進を意味するが、可能性は低いだらう。むしろリスク・シナリオとして、これまでの「ゴネ得」に味を占めて、ギリシャがより大胆になることも排除できないのではないかと。あくまでリスク・シナリオではあるが、これは、国政選挙で対外債務の返済停止を公約とする候補が国家元首となり、資本逃避による外貨流出と投資不足による経済危機の悪循環に陥ったブラジルなど1980年代中南米累積債務危機と同じ構図であることは、注意を要する（注3）。

以上

- (注1) 課税は、経済のフローとストックに対してなされる。その意味で、フローと税収は比例する。フローの代表例がGDP成長率であるのは言うまでもない。一方、ストックに対する課税は、ごく短期的には経済のフローの制約を受けない。しかし、持続可能なストックに対する課税は、正確にはストックが生み出すフローに対する課税と考えて良いだらう。
- (注2) 今回の支援では、支援金が国債の元利払いに着実に充当されるよう特別勘定（エスクロー勘定）を創設することで合意した。このことの意味は、支援金が本来の目的以外の何かに流用されている疑念があることを意味すると考えて良いだらう。
- (注3) 1980年代中南米累積債務危機の詳細は同シリーズの以下サイトの別レポートをご参照。
<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/110112.pdf>
尚、リビアやエジプトの政治情勢が不透明な状況下、ギリシャの地政学的な重要性も事情を複雑にしている。

- ・本資料は、お客さま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ください。
- ・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。