

ギリシャ財政危機とコンテイジョン

内閣府政策統括官(経済財政分析担当)付参事官(海外担当)付

伊藤靖晃・高橋貴裕

2010年4月にギリシャ財政危機が発生し、ヨーロッパを中心に金融資本市場が大きく動揺した。ギリシャ財政危機の発生の経緯と今後の見通し、コンテイジョン（伝染）のリスク、危機の根本的な要因とその教訓について分析する。

1. ギリシャ財政危機発生の経緯

(1) 政権交代と財政統計の修正：金融資本市場の混乱

ギリシャ財政危機発生の直接の契機は、09年10月の政権交代と、新政権による前政権が財政赤字を過小評価していたとする財政統計データの大幅下方修正であった。

09年11月のドバイ・ショックを機に、新興国や、財政の悪化した国が発行する国債のリスク、いわゆるソブリン・リスクが懸念されるようになり、その中でも、ギリシャについては、特に財政状況の悪化が著しいことに加え、統計に対する不信もあって、国債利回りやCDSが大幅に上昇した。同年12月には、格付け会社が相次いでギリシャ国債の格付けを引き下げたことから、金融市場の混乱が更に広がった。

こうした市場の混乱の中で、09年11月から10年3月までの5か月間で、ギリシャ政府は5回にわたって財政再建策を発表したが、市場では、財政再建の実現性に疑問の声が揚がり、市場の混乱を鎮めるには至らなかった。また、市場の混乱を收拾するために合意されたEUによるギリシャ支援策も具体的な協調行動の内容が明らかでなかったため、ギリシャの財政の持続可能性について市場の懸念が収まることはなく、ギリシャ国債の利回りやCDSは上昇傾向を続けた。

(2) ギリシャ支援の合意：市場の混乱から危機へ

4月23日に、ギリシャ政府は、IMF融資及びユーロ圏参加国の二国間融資による共同プログラムに基づく金融支援を正式に要請した。これを受けて、5月2日に、ギリシャの財政再建を条件に3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援の合意に達した。

しかし、ギリシャにて財政再建策に反対するストライキやデモが激化するなど、財政再建の実現可能性に対する懸念が高まり、ギリシャ国債の利回りは10.2%まで上昇し、ベンチマークとなるドイツ国債利回りとのスプレッドはユーロ発足以来過去最大を更新し続けた。こうしたことを背景に、ギリシャと同様に財政困難にある南欧を中心とするユーロ周縁国（いわゆる「PIIGS」）に対する懸念や、ギリシャ向け債権を多く保有するドイツ、フランスを中心とするヨーロッパの金融機関の経営悪化懸念も高まり、株価が大幅に下落、ユーロは大きく減価するなど混乱が広がった（いわゆる「ギリシャ財政危機」）。

(3) 欧州金融安定化メカニズムの合意とECBによる流通市場からの国債買取り

ギリシャ財政危機が、ヨーロッパの金融システムを不安定化させ、ユーロの崩壊につながると

の懸念が出ているなか、各国首脳は、10年5月7日、急遽、ユーロ圏首脳会合を開催し、EUの金融安定のために「欧州金融安定化メカニズム」等を創設することを決定し、5月9日には、メカニズムにより創設される基金の規模を総額 7,500 億ユーロと決定した。さらに、危機対応として、ECB（欧州中央銀行）は、機能不全に陥った国債及び社債の流通市場への介入を発表した。

この直後、ギリシャ国債の利回りは低下し、CDSも下落したが、同年5月13日以降は再び上昇傾向に転じており、今後の事態の推移を慎重に見守る必要がある。

2. 今後の見通し

ギリシャ財政危機の今後を見通す上で、重要な懸念材料が3つある。(i) ギリシャの財政再建の実現可能性、(ii) 今後の国債償還スケジュール、そして (iii) 他の国々へのコンテイジョンやヨーロッパの金融システム全体へのコンテイジョンの可能性である。

まず、ギリシャ経済をみると、11年までマイナス成長、高水準の失業率が予想され、国民の反対が強い中で、財政再建を計画どおり実行できるかどうかという問題がある。

第二に、11年以降も毎年大量の国債償還が予定されているが、それまでに経済・財政状況が好転するかという懸念がある。ギリシャの国債は、10年に残り 77 億ユーロ、11年以降は 300 億ユーロ程度の国債の償還が予定されている。

過去に、国債がデフォルトした例として、アルゼンチンの事例をみると、02年1月に国債の利払いを停止した後、固定相場制から変動相場制に移行した。1年半後には、為替が約4分の1に減価した。その後、為替減価により輸出競争力が回復し、おりしも主要輸出品である小麦、大豆等の価格が高騰したこともあり、アルゼンチン経済は回復、成長軌道に戻った。

しかし、ギリシャの場合には、ユーロ圏にとどまる限り、為替の減価は手段となり得ないため、価格面で輸出競争力の回復を図るためには、賃金水準の引下げやコスト引下げが必要となる。

以上の懸念材料に加え、以下（3）で検討するコンテイジョンのリスクを考えると、ギリシャ財政危機については今後の推移を引き続き慎重に見極める必要がある。

3. コンテイジョン

ギリシャ財政危機のコンテイジョンは、以下の二つの可能性に大別できる。

（1）ギリシャ財政危機による各国への伝染

ギリシャの経済規模は約 31 兆円とユーロ圏のGDPの 2.6%（09年）を占めるに過ぎないが、10年4月以来、国際金融市場を揺るがす大きな危機に発展した。この背景には、ギリシャの財政危機が、通貨ユーロ創設以来の経済政策運営の弱点、すなわち、単一通貨圏でありながら財政政策については各国の分権となっていることを突いたものであったことに加え、ギリシャ同様財政状況の悪化が著しい国々の財政の持続可能性に対する市場の懸念が高まり、より経済規模の大きな国の財政危機に発展するというコンテイジョンのリスクが市場で強く意識されたことがある。

ポルトガル、イタリア、アイルランド、スペインにギリシャを加えた P I I G S 諸国は、市場では財政悪化が特に懸念されている。10年4月末から5月にかけては、ギリシャ支援の成否に市場の関心が集まる中で、こうした国々の国債利回りやソブリンCDSも急上昇し、財政の持続可

能性に対する懸念も高まった。

特に、イタリアやスペインのように、ユーロ圏全体に占めるGDPの割合が16.9%、11.7%と大きい国々については、仮に財政が破たんした場合の影響の大きさは計り知れない。通貨ユーロについても崩壊に至るのではないかといいた懸念も加わって、ユーロも大幅に減価した。

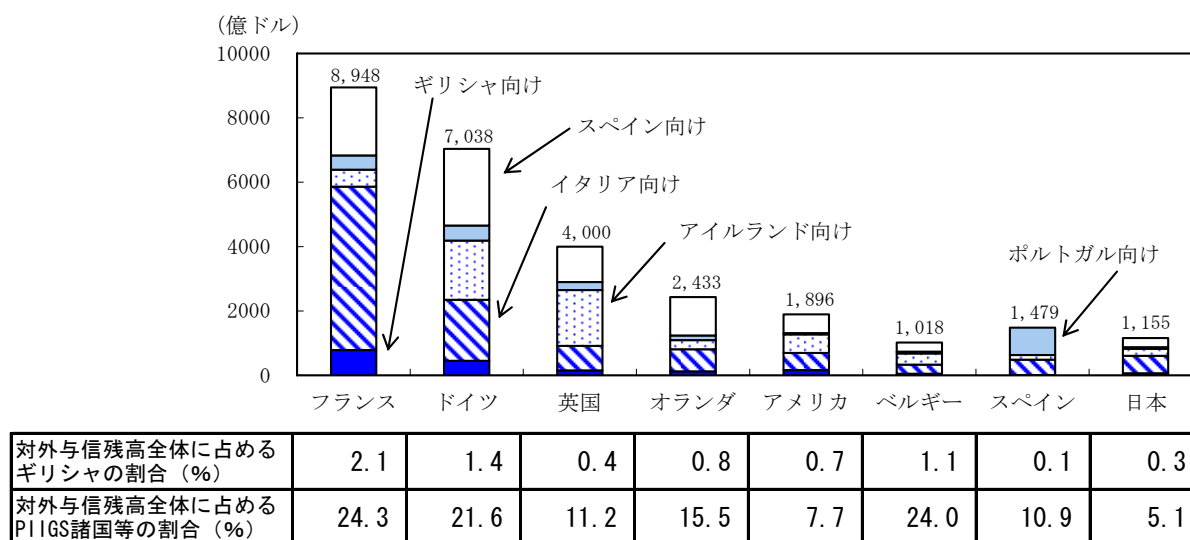
（２）金融システムを通じた影響

今回のギリシャ財政危機においては、主要国の株価が急落し、ヨーロッパの銀行間金利が上昇するなど、ヨーロッパを中心に国際金融市場が大きく動揺している。

まずギリシャ国債の保有主体をみると、そのほとんどは欧州である。ギリシャ国内での保有が3割となっており、英国、フランス、次いでドイツ等で多く保有されている。アメリカや、日本を含むアジアの投資家による保有は、それぞれ3%ずつと比較的小さい。

次に、金融機関の貸出動向についてみると、ギリシャを始めとするP I I G S諸国向け与信の合計は、フランス及びドイツの銀行が突出して多く、フランスの金融機関の対外与信残高の4分の1、ドイツは5分の1がこれらの諸国向けの債権となっている（図）。

図 主要金融機関の南欧諸国等への対外与信残高



(備考) 1. B I Sより作成
2. 2009年12月末時点。

このため、09年12月以降、ギリシャを始めとするP I I G S諸国の国債価格の下落（利回りの上昇）により、これらの資産を保有するP I I G S諸国の金融機関に加え、フランスやドイツ等他の国々の金融機関も保有する資産の劣化により損失が拡大する可能性があることが市場で懸念されるようになった。

ヨーロッパの金融機関の多くは、既に世界金融危機の発生でバランス・シートが劣化しており、不良債権の処理はアメリカに比べると遅れている。ギリシャ財政危機やP I I G S諸国へのコンテイジョンにより、更に資産内容の劣化が進んだ場合には、ヨーロッパの金融システム全体に係るシステムック・リスクに発展しかねない。

4. ギリシャ財政危機の根本的な原因と教訓

今回のギリシャ財政危機の根本には、ギリシャ政府自身の財政運営や統計の信頼性という経済財政政策運営の根本にかかわる問題があったが、これらに加え、以下の問題点が指摘される。

(1) ギリシャの財政運営の問題とEUによる財政規律

ギリシャでは、01年以来の好況期においても財政再建がなされず、EUの財政規律（安定成長協定）も、違反した場合の罰則も含め有効に機能しなかった。

景気回復・拡大期には、景気後退や危機に備えるため、着実に財政再建をしておく必要があり、また、安定成長協定による財政規律は罰則も含め厳格な適用が必要である。

(2) 市場による規律

市場による規律づけも、有効に機能しなかった。01年にギリシャがユーロに参加してからギリシャ国債とドイツ国債の利回りの差は大幅に縮小し、その後、08年までは、ギリシャの財政状況が悪化していても、ギリシャ国債とドイツ国債の利回りの差はわずかであった。また、格付けも各社とも高いままであった。

今回のギリシャ財政危機では、市場による警告は、時としてタイミングが遅く、かつ制御不能に陥りやすいことが明らかになった。

(3) 最適通貨圏をどう考えるか

ギリシャのユーロ参加は、経済的観点からみてギリシャにとって最良の選択であったのであろうか。最適通貨圏については、(1) 域内の他の国々との労働力移動が活発であり、また賃金の伸縮性が高いこと、(2) 貿易面における開放度が高く、域内取引が活発であること、(3) 域内の他の国々と経済動向が類似し、ショックによる影響が対称的であること、といった条件がある。

ギリシャは、既にユーロに参加しており、今やこうした議論は遅きに失したものであるが、共通通貨に参加し自国の金融政策、為替調整の手段を失う以上、経済の開放度や労働市場の調整機能を高めるなどの構造改革の努力がなされるべきであった。

おわりに

今回のギリシャ財政危機において顕在化した問題点は、実はユーロ発足当初から認識されていた。安定成長協定の設計においても、そうした問題点を意識して各国の財政規律を遵守させるための仕組みを組み込んでいた。しかしながら、実際には、こうした仕組みは有効に機能せず、ギリシャの財政危機に至った。

今回の危機を契機に、欧州通貨統合に係る様々な問題点を克服するための取組みが行われている。ユーロ圏においては、ギリシャ財政危機が他の諸国の財政問題や金融システム不安へと広がってくるコンテイジョンをいかに防ぐかという短期的な危機対応に加え、財政政策調整の在り方の見直し等の中長期的な課題にも併せて取り組み、発足10年余を経たユーロが再び信認を取り戻すことが国際金融システム全体の安定のためにも望まれる。

(いとう・やすあき) (たかはし・たかひろ)