欧州経済危機について

佐賀大学　経済学部　経済システム課程
田中　雄太

目次

第1章　欧州経済危機の発端

① 欧州経済危機の発端

② リーマン・ショックによる財政赤字の露呈

第2章　EU 内の変化

① EU の条約の改正

② ユーロ圏諸国安定の鍵

第3章　欧州中央銀行の現状

① EFSF を補完する

第4章　ギリシャの今後のシナリオ

① -a デフォルトしないで、このままユーロ圏にとどまる場合

-b 融資の実行がなく、デフォルトする場合

② 途上国危機から言えること - アルゼンチン

第 5 章　ドラクマ復活が最善か

① ドラクマ復活のシナリオ

② ギリシャがユーロ圏を離脱した後のシナリオ

第 6 章　ユーロ通貨の行方

-ギリシャ離脱後ユーロ圏で想定されるシナリオ

① 統計・市場動向に基づいた静態的視点からの考察

a）ギリシャ離脱後のユーロ圏の経済ファンダメンタルズ

b）実体経済面からみた直接的な影響

c）金融面からみた直接的な影響

② 動態的視点からの考察

第7章　ユーロ圏の為すべき対応

第１章　欧州経済危機の発端

①　欧州経済危機の発端

事の発端はギリシャのソブリン問題ですが、そもそもギリシャはなぜこんな困難に陥ってしまったのか。

根本的な要因は国際競争力の低下です。欧州がユーロへの通貨統合をしたのは1999年１月です。ギリシャが通貨統合に参加したのは２年遅れで2001年。統合後のPIIGS諸国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）ではインフレ率がドイツより高くなっています。それぞれの国の通貨統合の時点でドイツとPIIGS諸国の物価指数の水準をそろえてみると、現在までのPIIGS諸国の物価上昇率はドイツを20％前後も上回っています。

EU域内は自由にヒトもモノもカネも移動でき、消費財をどこの国にも持っていけますので本来はインフレ率には大きな差が出ないはずです。しかし累積上昇率で２割もの消費者物価の違いが出ていることは、非貿易財であるサービス価格のインフレ率に、より大きな差があることを意味します。サービス価格を決めるのは主に労働コストですから、賃金上昇率の格差はこれよりさらに大きく、ギリシャの賃金コストはドイツに比べて30％以上高い上昇率を記録しているはずです。その結果、PIIGS諸国はドイツやオランダに対して競争力が低下してしまったのです。

物価上昇のきっかけは、EUが統合した当初の金利の急速な収束です。EU統合前の1994～1995年頃、ギリシャの金利は20％近くあり、1996～1997年頃にも10％近くあったわけです。これが通貨統合で５％程度まで急激に低下し、ギリシャがユーロに参加した時点でドイツとの金利差がほぼなくなりました。

そうなると、ギリシャ在住者の住宅ローンなどの借入金利が非常に安くなります。その結果、住宅投資ブーム、企業の投資ブームが拡大し、景気が良くなりました。従来、所得水準が低く成長余地もあったのでバブルが起こったのです。

これに対し、ヨーロッパ中心国では金利が高めになりました。欧州中央銀行（ECB）の金融政策はユーロ圏全体の消費者物価上昇率を２％弱に維持することが目標です。周辺国が景気過熱で物価上昇率が高くなると、ECBはそれを考慮して金利を高めにする必要が生じます。そうなるとドイツなどヨーロッパ中心国の景況感はやや悪化し、景気が良いPIIGS諸国への輸出意欲が高まります。一方のPIIGS諸国は景気が良いので輸入をどんどんする。このような状態が続き、周辺国の物価が上がり、ドイツなど中心国の物価はそんなに上がらず、競争力がついて輸出がさらにさかんになりました。

その中で、徐々に周辺国の経常収支赤字が拡大していきました。一方のユーロ圏中心国は貿易黒字を銀行貸出や証券投資を通じて周辺国に資金環流しました。周辺国はこの資金を使って、またドイツの車や機械類など中心国のモノを輸入し、ドイツの製造業がさらに拡大しました。通貨統合以降、ドイツの製造業ウェイトが拡大していったのはこのためです。

② リーマン・ショックによる財政赤字の露呈

ユーロ圏諸国の国債金利は、2008年のリーマン・ショックで、ドイツに比較してPIIGS諸国の金利が上昇を始めます。リーマン・ショックによる深刻な不況で周辺国の財政悪化が進みました。さらに2010年４月にギリシャのパパンドレウ政権が前政権下で財政赤字を粉飾で小さくみせていたことを暴露したことでギリシャに対する信用不安が高まり、同国の金利が急上昇しました。これがギリシャの問題です。現在、10年物国債金利は30％超になっています。また、景気過熱によるバブルが発生していたアイルランドやスペインでは、不動産価格が下落を始め、銀行の経営が悪化します。特にアイルランドの銀行は、ロンドン市場でアメリカの住宅ローン証券化商品への投資を行っていましたが、証券化商品の大幅な値下がりで同国の銀行が破綻の危機に直面します。こうした中で同国政府が銀行の負債を保証すると発表すると、銀行の資産規模が著しく大きくなっていたため、アイルランド政府の信用も失墜して財政危機に陥りました。よく日本でも「あの銀行は大きすぎて潰せない」などといわれますが、アイルランドの場合は「銀行が大きすぎて国でも助けられない」状態になったわけです。

このときまで、アイルランドはもともと財政の健全な国で、ドイツよりむしろ良かったくらいでしたが、同国のGDPの３倍を超える資産を抱える銀行部門が経営悪化したことがアイルランドの国債価格暴落の発端となりました。国債価格が暴落すると銀行部門がさらに悪化するという悪循環に陥りました。

これまでのユーロ圏の経験では、国債金利が７％を超える状態が続くと、利払い負担に耐えきれなくなって、EUや国際通貨基金（IMF）に支援を要請してきています。例えばイタリア政府の場合、以前は約２％の金利で国債を発行できていましたが、今は６％程度払わないと借りられない。政府の信用低下で借入れコストが４％上昇しています。政府の負債GDP比率が120％のイタリアにとって金利が４％上積みされると、GDP比で約５％もの財政負担増加になります。

これを日本に引き直して考えると、GDPの５％は約25兆円です。25兆円の負担増を消費税で賄おうとすると約10％分税率を引き上げる必要があります。金利が上昇しても財政負担はすぐ25兆円増加するわけではありません。新規の借入れを行ったり、既発の国債が償還されて借換えをするたびに金利負担がじわじわ上がっていきます。短期国債については金利がすぐに上がります。今のような低インフレ時代に、４％という上積み金利が継続すると、とても耐えられません。

ユーロ圏諸国は、ギリシャ危機の後創設された欧州金融安定化基金（EFSF）と呼ばれるヨーロッパの共同貸付機構に飛び込めば、低金利で資金を貸してもらえますがその代償として財政赤字を削減する厳しい条件がついてきます。

ユーロ圏諸国が遵守しなければならない財政赤字GDP比率を３％以下に引き下げるには、まだ時間がかかりそうです。

第2章　EU内の変化

①　EUの条約の改正

2011年12月9日に行われたユーロ・サミットでドイツは、EU条約を改正し均衡財政を義務付けようと提案しました。過大な赤字国に半自動的に罰則を科すことで、将来のソブリン危機を根本から防ごうという趣旨です。しかし、イギリスが拒否権を出し、イギリス以外のEU諸国で条約を締結することになりました。条約による均衡財政の義務付けはユーロ加盟国が対象です。イギリスはユーロに入っていないにもかかわらず反対したのは、これをテコにしてヨーロッパの共通金融規制からロンドンの金融市場を外す例外を認めさせるためです。この行動にドイツ、フランスなどがカンカンに怒り、イギリスは総スカンを食う状態になりました。一方、この条約の構想にも無理があります。原則として景気循環を通してみた平均的な財政赤字（構造的財政赤字）をGDPの0.5％以下にすることを憲法に明記し、赤字削減メカニズムについても記載することを予定しています。また最終的に欧州司法裁判所が各国の憲法の規定とこの条約が合致しているか否かを判定することになっています。その上で財政赤字が３％を超える国には半自動的に罰則を科すというものです。

例えば日本でも財政赤字を10％近く出していますから、非常に厳しい数字です。なおかつ、政府の総債務はGDP比率60％以下にするという条項も盛り込まれます。現在、日本の負債GDP比率は230％で、このEUの規制水準の４倍近いわけです。政府債務がGDP比60％を超える場合には、超過分の20分の１以上を毎年削減することが義務付けられます。

ユーロ加盟国に限定しても、この２条件を2010年時点で守っている国は、17か国のうちのエストニア、ルクセンブルク、フィンランドだけです。ドイツもオランダも守れていません。ユーロ17か国のうち14か国にも罰則を科すのかという話になります。そもそも大半の国が罰則を科せられる状態で、この条約に実効性があるのか問題です。また数か国で条約の批准のために国民投票が必要になる可能性がありますが、その場合批准ができない可能性もあります。

同じユーロ・サミットでは、ユーロ加盟国がいざという時にはIMF経由でも助けてもらえるように、IMFに対して2,000億ユーロの資金供与を行う決定もしました。ただ、イギリスが反対しているので、既にその金額の達成が困難な見通しです。

このサミットの直後、ECBは銀行に対して期間３年、固定金利１％でECBが認める担保がある限り金額無制限の新規融資制度を決めました。4,890億ユーロ、50兆円近い金額の資金供給を500近い銀行に実行しました。担保条件も緩和しています。例えばギリシャ**国債は**価格がかなり下がっています。市場価格は元本額面の４分の１くらいです。担保は市場価格ベースになりますので、ギリシャ国債を額面で100持っていても、20余しか借りられないわけです。ECBはそれ以外の民間企業向け債権、しかも中小企業向け債権も担保に取るとしています。価格が大幅に低下した国債よりも中小企業向け債権の方が担保として良いのではな

いかとさえ思われる状況にあります。この新制度導入で、ユーロ圏のソブリン危機は小康状態になっていますが、以下で述べるように根本的な解決にはなっていません。

② ユーロ圏諸国安定のカギ

ここでカギとなる機関である欧州金融安定化基金（EFSF）の仕組みを少し説明します。

EFSFはギリシャ危機に対応してルクセンブルクに設立された特別目的会社（SPC）です。そこに対してユーロ加盟国が債務保証を与えます。当初は各国の債務保証の合計で4,400億ユーロを設定していましたが、ユーロ圏諸国で相互に融通する場合、全額は絶対に使えません。ユーロ圏諸国には信用度が弱い国があるわけですから、これらがEFSFに保証してもその分は無価値です。そうなると各国の保証額を全部足しても、半分強しか使えない状態になりました。

これでは機能しないと債務保証を大幅に引き上げ、4,400億ユーロ全額を使えるようにしました。さらに、IMFからの貸出見通し枠約2,500億ユーロ、既存のユーロ加盟国相互の資金援助システムの600億ユーロを使って、これらの合計でギリシャ、ポルトガル、アイルランドの問題を抑え込もうとしました。これらの国のGDPは、合計してもユーロ圏全体の６％に満たないくらいです。この程度あれば十分に対処できるというのが当初の目論見でした。

問題は、イタリアとスペインに危機が拡大しつつあることです。2010年の数字でみると、ユーロ圏全体のGDPが９兆1,620億ユーロで、それに占める割合は、ギリシャが2.5％、ポルトガルが1.9％、アイルランドが1.7％となっています。日本でいえば小さな県がいくつか困難に陥っている状態で、中央政府が助けられる範囲です。ところがイタリアのGDPは16.9％、スペインは11.6％と非常に大きい国です。ドイツ27.0％、フランス21.0％と比較してそん色なく、イタリアかスペインいずれかが資金調達できなくなるとEFSFやIMFの資金を全部使っても足りません。

イタリアのGDPは１兆5,000億ユーロ、負債総額１兆8,000億ユーロもあります。これをドイツやフランスが債務保証を与えて低い金利で資金調達させるのは無理があります。イタリアやスペインに飛び火するとヨーロッパ全体がソブリン危機に陥るのは明らかです。

第３章　欧州中央銀行の現状

①　EFSFを補完する

現時点では表面的にどうにかEFSFがギリシャ、ポルトガル、アイルランドを支えていますが、さらに裏側からECBが下支えをしています。そのことによりECBの資産総額は、過去半年で１兆ユーロ近く拡大し、現在約２兆7,000億ユーロまで増えています。

何が起きているかというと、周辺諸国から資本逃避が始まっています。PIIGS諸国からドイツに資金が移動しているわけです。イタリアやスペインなどで相当資産を持っている企業や個人が自国の政府や預金保険を信用できない場合には、預金を自国の銀行から、最も安全な、例えばドイツ銀行のフランクフルト本店に預け替えればよいのです。そのためドイツに今、どんどん資金が集まっています。ギリシャは危機が始まってから総預金の３分の１が既に流出したといわれ、その相当部分がドイツに流れていると思われます。そうすると危機的状況にある国の銀行預金がなくなり、ドイツの銀行の資金が余ります。

金融市場が正常に機能している時であれば、ドイツの銀行が例えばギリシャやイタリアの銀行に直接銀行間取引で融資すればいいことです。問題は、ドイツの銀行がPIIGS諸国の銀行を信用できず貸さないことにあります。その結果、何が起こるかというと、例えばイタリアの銀行は担保をかき集めて、ECBからどんどん借り入れます。ECBはPIIGS諸国の銀行に、その国の貸出や国債を担保に貸しています。一方でECBには預金の形でドイツから多額の資金が集まっています。今おそらく１兆ユーロに近い額があるのではないでしょうか。これだけの資金が銀行間取引市場から中央銀行に移っているのです。

日本でも金融危機の時に同じ事が起こり、信用のない銀行は他行から借りられなくなり日本銀行から借りました。日銀には信用度の高い銀行からお金がたくさん集まり、日銀が間に立って両者の橋渡しをしたのですが、それが今ヨーロッパで起きています。そうなるとECBの資産内容は劣化の一途をたどります。ドイツは中央銀行経由で間接的に大量に資金を出していることになります。仮にECBが損を出した場合の負担は、ECBへの各国の出資比率に応じて損失を負担することになっています。

つまりECB経由で流れるドイツからPIIGS諸国向けの資金は、ドイツが少なからずリスクを負っています。しかもイタリアやスペインがデフォルトした場合には、これらの国はECBの損失を補填できないのですから、ドイツの負担は出資比率以上に膨らむはずです。このように、ヨーロッパ共同債はECBのローンの形で既に実現しているわけです。つまりPIIGS諸国の銀行が大量に自国国債を担保にお金を借り、ECBがドイツ経由で大量に資金を流す。ドイツ政府にしてみればこの状態は非常に心配なはずです。ECBの最大株主のドイツからみれば、ECBはPIIGS諸国の怪しい担保で巨額の融資を周辺国の銀行に対して行っている。ECBの総裁マリオ・ドラッギ氏はイタリア人です。しっかりした見識のある人ですが、イタリアへの愛国心はあると思います。これが欧州中央銀行の現状です。

このように考えれば、金融システムを経由してソブリン危機が波及する可能性があります。例えばギリシャ政府が資金繰りに窮してデフォルトすれば、ほぼ同時にギリシャの金融機関も債務不履行になるだろうと思われます。ギリシャ向けの与信を抱えるEU域内の金融機関も損失を被ります。連鎖してPIIGS諸国でも預金商品の信用が劣化すると、クレジットクランチが発生する。その分、ドイツで与信拡大が起きればバランスがとれますが、域内の景気が悪いためドイツ国内だけそれほど貸出が拡大するとは思えません。またECB、EFSFも相当の損失を被る可能性があります

第４章　ギリシャの今後のシナリオ

次にギリシャの今後のシナリオを考えていきたいと思います。

①a:デフォルトしないで、このままユーロ圏にとどまる場合

まず、デフォルトしないでこのままユーロ圏にとどまる場合です。この支援の成功には、EFSFが資金支援を10年以上、半永久的に続けることが不可欠です。つまり、会い味を低利融資で補填し続けてもらう必要があるわけです。ところが、ギリシャの経常収支赤字は減少の目途が立っていません。

ギリシャは現時点でGDP比約10％の経常赤字です。景況は最悪にもかかわらず、赤字が大きいのは輸出財・サービスの競争力がないことを示しています。通常は悪くなれば輸入が減って、輸出ドライブがかかるはずなのにそうはなっていません。こうなるとドイツなどユーロ圏中心国からの継続的な援助が必要になります。

その場合の問題はドイツ国内で継続的な了解がとれるかどうかです。しかし、ドイツ世論が黙認しないでしょう。

ギリシャでは徴税システムにも相当問題があるとされています。地方の小さな税務署ほど地域の金持ちと癒着して納めるべき税金が払われていない。これが大問題となっており、政府は小規模な税務署を統合し、人事をローテーションすることで腐敗を一掃しようとしていますが、公務員が抵抗しています。

また、スロバキアでは所得水準がギリシャより低いのに多額の負債を保証してやる必要はないという話になっています。スロバキアにしてみれば、ギリシャを支援することが、結果的に自国の格付けにも響き、自国国債を脅かしかねません。

ｂ：融資の実行がなく、デフォルトする場合

ユーロの融資の実行がなく、デフォルトする場合です。

このケースは２方向あり、１つはユーロ圏にとどまったままデフォルトとなる可能性です。こうなると預金保険は適用できなくなり、ギリシャ政府の債務についても８割くらいカットしなととても持たないと思います。しかし、他国から見ればギリシャ経済の規模は小さいので、単体のデフォルトによる損失は、他国の銀行にとってみれば資本で十分カバーできる範囲だろうと思われます。

しかし、これがポルトガルやアイルランドに飛び火する、あるいはイタリアやスペインで大量の資本流出が起きると、急速にヨーロッパ全体の景気が悪化します。財政赤字が拡大し、長期金利が７％を超えた状態がずっと続くと、相当大きな増税をしない限り財政赤字の拡大を止めることはできません。この状態でイタリアを支えるほどの力は誰にもなく、イタリアがパンクする可能性があります。ここまでくると、ギリシャの回復の可能性がさらに低くなります。景気は悪いまま、競争力を失ったままです。

もう１つのやり方は、信用力のあるドイツやオランダなどの中心国が信用保証や資金贈与でギリシャの負債に保証をつけることです。これが実行できれば他国の周辺諸国の金利も下がります。ギリシャの負債程度の資金なら、大国が出せない額ではありません。しかし、各国に政治的な制約があるからわかっていてもできないのです。政治の問題が根っこにあるから、見通しが立ちにくいのです。

ギリシャの今の状況はこれまでの他国で起こった通貨危機とは違います。アジア通貨危機の時には、財政・金融政策の引き締めで深刻な状況に陥りましたが、為替相場の大幅な引き下げにより、数年でV字回復をしています。

②途上国危機から言えること - アルゼンチン

ギリシャ危機はこれまで途上国で幾度となく繰り返されてきたバブルの生成と崩壊の歴史を髣髴とさせます。1980 年代の中南米債務危機、1990 年代のアジア通貨危機、2000 年代のアルゼンチン債務危機といった途上国危機の経験から言えることは、次の3 点に集約されるでしょう。

①ギリシャがユーロから離脱するにせよ、留まるにせよ、ギリシャ国民は甚大なコストを支払うことになります。

②前者では、経済構造の調整が猛スピードで起こり、国民生活は短期的に大混乱に陥るでしょう。危機が周縁国に伝播し、ユーロ圏全体を揺るがすリスクもあります。後者では、構造調整のスピードは緩やかですが、デフレを伴う長期の経済停滞を覚悟しなければなり

ません。緩やかな構造調整を支えるべく、ユーロ圏は一層手厚いギリシャ支援を続けることになるでしょう。

③このどちらを選択するかは、ギリシャ国民の手にゆだねられています。経済上の議論は前提条件にしかならず、最終的には国内の政治情勢を色濃く反映した判断が下されるはずです。

ユーロ離脱のケースに最も近いのは、2002 年頭にカレンシー・ボード制を放棄したアルゼンチンでしょう。現在のギリシャの状況は当時のアルゼンチンによく似ています。ギリシャはリーマン・ショック以降、経済成長率がマイナスに転じる中、政権交代に伴い財政不安が顕在化しました。4 年連続の不況下に待ったなしの財政再建を求められています。

アルゼンチンもブラジル通貨危機以降マイナス成長に転じた中、政権交代に伴い財政不安が顕在化。3 年連続の不況下に財政再建を目指しましたが、国民の緊縮疲れから僅か2 週間で大統領が3 回交代する政治混乱へと発展しました。新大統領らが下した決断は、債務の不履行と10 年間続けた通貨制度の放棄だったのです。

変動相場制への移行でアルゼンチン・ペソはおよそ1 年で1 ドル＝1 ペソから3ペソ前後へと減価しました。輸入の急減によって経常収支は速やかに黒字化したものの、投資や生産の減退は著しく、2002 年の実質GDP 成長率は－10.9％に落ち込む一方、消費者物価上昇率は25.9％に跳ね上がりました。国民生活は大混乱に陥ったが、BRICｓの台頭という神風もあり、その後の回復は早かったと言えます。通貨価値が1/3になり資源大国アルゼンチンの交易条件は改善し、値ごろ感が出たアルゼンチン資産への海外直接投資も活発化しました。これらが内需拡大につながり、危機の翌年の2003 年には9.0％成長を実現。同年の消費者物価上昇率も13.4％まで落ち着いています。以後、2011 年までの9 年間の平均実質GDP 成長率は7.8％、同消費者物価上昇率は9.1％なのです。この間、財政収支赤字もGDP 比平均2.0％前後とおおむね持続可能な水準にとどめてきました。

ギリシャは、ユーロ圏にとどまる限り通貨の切り下げができず賃金コストが下げられません。ユーロ圏以外の国の通貨危機の時であれば、為替の切り下げができます。為替相場の切り下げは、IMFからの融資条件の一つとなります。必死に財政赤字の削減と金融の引締めを行いながら、為替を切り下げることで輸出主導の経済建て直しが図れます。輸入の減少と輸出の拡大で景気が回復するわけです。

第５章　ドラクマ復活が最善か

①ドラクマ復活のシナリオ

こうして考えると、ギリシャが早急に回復するにはユーロを離脱するというシナリオに行き着きます。ユーロ加盟国のままであれば通貨の切り下げはできません。これから少なくとも10年程度の、相当木々しい財政の引締めに社会が耐えられるかどうか。しかしそれができないと低利の資金を貸してもらえない。

そこで、ギリシャがユーロに替えてドラクマを導入することが考えられます。新たにドラクマを導入しようとしても、銀行券の印刷には数か月以上必要です。通貨が用意できるまで決済や金融取引を止めるわけにはいかないので、次のような対応が必要です。

まずギリシャの法律が及ぶギリシャ国内のユーロ建ての預金、貸出、雇用、売買などすべての契約や国債をドラクマ建てに強制的に変更することが考えられます。国内すべての契約を強制的に書き換えさせることです。従来ユーロで賃金支払いや貸付、借入れ、預金契約を行っているわけですが、国内の契約についてはすべて１ユーロを１ドラクマと呼び換える。その上で直ちに１ドラクマを0.5ユーロに切り下げるのです。

銀行のバランスシートの資産・負債の大部分がドラクマになり、その価値は半分になります。これであれば、銀行は潰れずに済みます。明らかにデフォルトですが、国内法ならできなくはないことです。お札が印刷できるまでは、国内での資金決済はドラクマ相当のユーロ現金で行えばいいのです。実際にユーロを導入した時にはそうしたのです。ユーロ導入後３年間は従来の各国の銀行券はそのまま非十進単位ユーロ銀行券（ユーロでみると半端な金額の現金）として流通していました。こうして従来の通貨をそのままユーロに切り替えて、３年後にすべてユーロ現金に交換したわけです。ギリシャはその逆をやればいいのです。

問題は国際的な取引ですが、これは強制的に書き換えることはできません。これが最大の問題になります。そこがドラクマへの切り替えと切り下げというシナリオは、あり得ないと皆が考えていた理由です。

ところが、ギリシャの政権が厳しい財政の引締めを国民に認めてもらうために国民投票を実施したいといい出した時、ドイツとフランスの首脳が次のように反応しました。「仮に財政引締めが否決された場合はEFSFからの資金援助はできないからギリシャ政府は独自通貨を導入する以外立ちゆかなくなる。だから国民投票はユーロ圏から離脱するか否かという内容にすべきだ。」つまり、ドイツとフランスのトップが、ギリシャがユーロから離脱することもあり得ると外部に宣言したのです。

もともとEU条約にはユーロからの離脱という条項はなく、想定していないことです。これを大国が表明したのです。これは関係する民間企業に波紋を呼び、もしそうなった場合、契約上どう対応したらよいかを各社が今必死に調べています。中には国際的な資金決済システムが異なる通貨が導入されても動くかどうか、試し運転までしているといいます。例

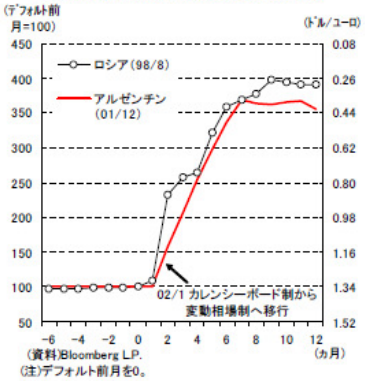
えば旅行会社は真剣で、ギリシャがドラクマを導入した場合、どういう違約金を規定するか、契約上既に織り込み始めています。

②ギリシャがユーロ圏を離脱したあとのシナリオ

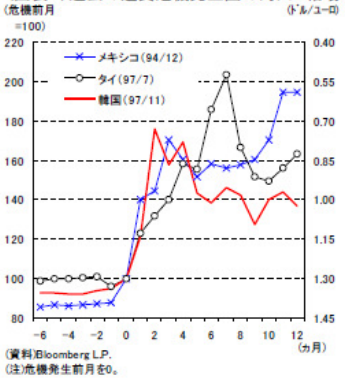
ユーロからドラクマに戻りますと、約30%の通貨切り下げが起こるだろうといわれています。これで、いっきに国際競争力がつきます。輸入品は高くなりますが、輸入品から国内生産品へと代替が進みますので、内需が活発になります。輸出品は、たばこ、食品などありますが、ギリシャの物価が相対的に安くなりますから、観光などの需要も見込めます。加えて、金融面では、金融政策を独自に行えます。ECB が利上げしても、もう関係ありません。もちろん財政面も自由度が上がります。EU の圧力を受けることがなく、自国ペースで財政再建計画を行うことができます。

過去にデフォルトを余儀なくされた国の通貨をみてみると、ロシア（98/8）、アルゼンチン（01/12）ともに、通貨価値は約４分の１に減価（図表３）。通貨危機に見舞われたメキシコ（94/12）、タイ（97/7）、韓国（97/11）でも、通貨価値はほぼ半減しています。（図表４）これらの経験則を踏まえると、ギリシャが仮にユーロから離脱し、新ドラクマが導入されると、新ドラクマの通貨価値は、２、３ヵ月以内にユーロ換算で0.6ドル台（1ﾄﾞﾙ＝0.8ﾕｰﾛ→1.6ﾕｰﾛ）、半年後にはユーロ換算で0.3ドル台（1ﾄﾞﾙ＝3.2ﾕｰﾛ）まで大幅な通貨安が進行する可能性があります。こうした通貨安は、輸入物価上昇を通じて国内でのインフレ高進を招きます。ロシアではデフォルト１年後にインフレ率が120％超、メキシコ・アルゼンチンでも40～50％まで上昇した一方で、ＩＭＦ管理の下で厳しいデフレ政策を余儀なくされたタイ・韓国ではインフレ率は10％前後で止まっています。（図表５）ギリシャでは、「国民生活を破綻させるほどのハイパーインフレ」か「緊縮財政かつ10％前後の高インフレ」のいずれかの選択を余儀なくされるでしょう。

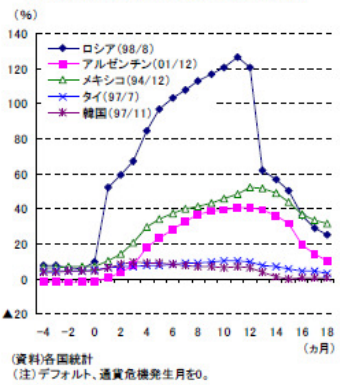
（図表3）デフォルト国通貨の対ドル相場



（図表4）過去の通貨危機発生国の対ドル相場



（図表5）デフォルト国のインフレ率推移



一部抜粋（http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/other/pdf/6128.pdf）

一方、デメリットもあります。単純ですが、EUの信用が得られませんし（海外からの投資の減少）、インフレ圧力が顕在化する可能性があります。最後に、為替変動リスクにさらされます。ユーロの信用がいかに大きいかということです。

長期的には、このメリットとデメリットは均衡するかもしれませんが、短期や中期では、メリットの方が大きいと思われます。ギリシャの場合は素早い回復は望めませんが、最善の選択ではないでしょうか。

第６章　ユーロ通貨の行方

―ギリシャ離脱後ユーロ圏で想定されるシナリオ

① 統計・市場動向に基づいた静態的視点からの考察

a）ギリシャ離脱後のユーロ圏の経済ファンダメンタルズ

ギリシャは、成長率や経常収支、対外債務、財政収支など、あらゆる面でユーロ圏のなかで最低ランクに位置していたため、ギリシャがユーロ圏から離脱すれば、残った国で構成されるユーロ圏の経済ファンダメンタルズは改善されます。

b）実体経済面からみた直接的な影響

ギリシャのユーロ離脱、それに伴う経済混乱による影響も軽微にとどまる見込みである。まず、貿易面では、ギリシャと密接なキプロス（ユーロ圏のシェアは0.2％）に甚大な悪影響が生じる可能性があるものの、それ以外の国では対ギリシャ貿易のシェアは１％未満にとどまっており（イタリアは輸出が1.6％）、ユーロ圏全体では目立った影響は生じない見通し。

一方、金融面をみると、ギリシャが負っている4,000億ユーロ弱の対外債務は、新通貨の大幅減価により、事実上デフォルトに陥る可能性があります。ギリシャ向け対外債権のすべてをユーロ圏が保有していると想定しますと、ユーロ圏ではＧＤＰ比で－3.4％程度の損害が発生する見込みです。ただし、①対外債権の保有主体の大半がＥＣＢ・欧州各国中央銀行・国際機関であること、②中央銀行・国際機関での損失補てんは必ずしも即時に資金手当てを行う必要がないこと（早期の財政緊縮は不要）、③欧州各国中央銀行への負担増はユーロ安を通じてむしろ牽引役であるドイツの景気下支えに作用すること、等を踏まえますと、短期的な悪影響は少なくて済むでしょう。

c）金融面からみた直接的な影響

ギリシャが実質的なデフォルトを余儀なくされるなか、対ギリシャでの国債保有や銀行向け与信、非金融企業向け貸出の焦げ付きなど、金融機関を通じた悪影響が懸念されるところです。実際、欧州各国金融機関のギリシャ向け与信は、2009年末の危機勃発以降、徐々に圧縮されてきたものの、2011年12月末時点で904億ドル残存しています。なかでも、ポルトガルの金融機関がGDP比3％強の与信を有しており、ポルトガルで金融不安が高まる恐れです。ポルトガルで金融不安が生じれば、同国向け与信を名目ＧＤＰ比で５％強有しているスペインにも金融不安が波及する恐れがあります。

もっとも、ECBが昨年12月に大量の長期流動性資金供給を行い、実質的に南欧諸国の銀行のファイナンスを全面的に支えている状況の中で、資本不足が懸念されても、深刻な金融

不安が再燃する可能性は少ないのです。実際、2012年5月6のギリシャ総選挙以降、ポルトガルやスペインなど重債務国の10年債利回りが再び上昇している一方で、インターバンク市場には大きな変化はみられておらず、ユーロプレミアム（翌日物スワップ金利－Ｅｕｒｉｂｏｒ）は0.4％を下回る水準で安定的に推移しているのです。

以上のように、実体経済面および金融面からも、直接的なマイナス影響は限られる見通しです。

② 動態的視点からの考察

もっとも、ギリシャのユーロ離脱により、これまで出口がないとみられてきたユーロ体制に綻びが生じれば、次の離脱国について懸念が強まるのは避けられません。その結果、金融市場で、重債務国を中心に今後のユーロ離脱に備えた動き（預金引き出し、国外への資金流出等）が生じる恐れがあります。なかでも、経常収支が赤字（赤字国は海外からの資金流入が不可欠）であり、かつ、プライマリーバランスも赤字（赤字国は公務員給与や社会保障関連支出に際し国債発行が不可欠）である、キプロス、ポルトガル、スペイン、フランス、スロベニアは、資金繰りを海外からの資金流入に依存しており、市場の混乱に対し極めて脆弱です。

一方、各国のこれまでの財政政策と失業率の関係をみると、スペイン、ポルトガル、キプロス、スロベニア、アイルランドでは、これまでの大幅な緊縮財政により失業率が上昇しており、さらなる社会的な混乱を煽りかねない増税や歳出削減などの追加の財政削減策を打ち出しにくくなっている状況なのです。

こうした状況を踏まえると、とりわけポルトガル、スペインでは、預金流出や国債入札困難化等により長期金利の上昇が生じやすく、また、財政緊縮策に対するデモ等により企業・消費者ともにマインドが悪化しやすく、景気の落ち込みが深刻化する恐れが非常に高まります。

第7章　ユーロ圏の為すべき対応

以上のように、ギリシャのユーロ離脱騒動に対して後手の対応をしていれば、危機がポルトガル・スペインに波及していくのは確実です。したがって、その波及を封じ込めるためには、ＥＣＢによる国債購入・長期資金供給などのほか、ユーロ各国が現行のユーロ体制を維持するという強いメッセージとなりうる「ＥＳＭによる融資可能額の増額」などを通じて、「防火壁」を一段と強化することが欠かせません。

もっとも、対症療法で危機を一旦封じ込めたとしても、重債務国が抱える病巣を根本的に治療していかなければ、これまでのように危機が繰り返されるのは目に見えています。その処方箋として、重債務国は何より財政規律を強化し、財政赤字を削減していく必要があります。加えて、ユーロ導入以降失った域内での競争力を取り戻していくために、賃下げや生産性引き上げによって単位労働コストを引き下げていかなければなりません。それに際しては、重債務国ではアイルランドを除き、硬直的な労働市場が国際競争力上の大きな足かせとなっていることから、規制緩和により労働市場の流動化を図り、人的資本の成長産業へのシフトを促していく必要があります。

同時に、競争力を喪失し、慢性的な低成長と経常赤字拡大に苛まれているポルトガル・イタリアに対しては、その他ユーロ各国対比見劣りしているインフラの再構築等の成長戦略も不可欠となるでしょう。一方、スペインでは、建設・不動産関連向け貸出が名目GDP比でユーロ加盟前の10％弱から2008年にかけて40％強まで拡大しており、GDPで30％近い貸出が潜在的に不良化している可能性があります。そのため、公的資金注入等により不良債権の抜本処理・金融システム安定化を図っていくことが求められます。いずれの施策も、緊縮財政を余儀なくされているポルトガル・イタリアでは資金を捻出することが困難であり、不良債権処理もその規模の大きさからスペインでは単独で処理することができない。

したがって、ユーロ共同債等を通じてこれらの国への成長支援を行っていくと同時に、ＥＳＭ・ＥＦＳＦを域内の金融システム安定化に向け銀行の資本増強に充当していくなど、財政統合に向けて腹を決めた施策が必要不可欠です。

参考文献

「ユーロ　歴史変遷」　投資資料館
http://www.toushin.com/tabid/1453/Default.aspx
「ギリシャ財政危機問題　現状と今後の展望」　　ユーロトレンド 2010.4
http://www.jetro.go.jp/jfile/report/07000264/greece_zaisei.pdf
「ヨーロッパ　ソブリン危機の原因とは」
http://markethack.net/archives/51789498.html
「ユーロ危機の行方」　総合研究開発機構
http://www.nira.or.jp/president/review/entry/n110927_588.html

「欧州ソブリン債務危機の現状と展望」 三井物産戦略研究所 欧米室 平石隆司　著
http://mitsui.mgssi.com/issues/report/r1111k_hiraishi.pdf

「ユーロ」和訳 一灯社出版 2011年刊 デイヴィド・マーシュ著

「ユーロの崩壊」 和訳 一灯社 出版2012年刊　ブレタン・ブラウン著