

～海外情報～

2011年10月20日 全6頁

# ギリシャ：ユーロ離脱のコストとは

経済調査部  
増川 智咲

## アルゼンチンと香港の経験から

### [要約]

- ギリシャがユーロ圏を離脱した際、及び留まった際に生じるコストはどのようなものなのか。本稿では、固定相場制下で金融危機を経験したアルゼンチンと香港の例を参考に論じることとする。
- 2カ国（地域）のケースから示唆されるのは、ギリシャがユーロから離脱するにせよ、留まるにせよ、甚大な経済的コストは避けられないという点である。前者を採った場合、アルゼンチン同様、ギリシャは債務の実質的な返済負担の増加に直面する。一方、ギリシャがユーロに留まれば、デフレを伴う長期に亘る経済停滞に陥ることになる。
- さらにギリシャは、本稿で論じるアルゼンチン・香港のケースよりも甚大なコストを支払わなくてはならなくなる。現在のギリシャの対外債務は、02年のアルゼンチンのそれを大きく上回る。また、長期にわたるデフレを耐え抜いた香港と比較して、現在のギリシャはすでに景気が著しく悪化している。従って、残された処方箋は、政府債務の大幅な削減しかないという結論になる。

## ギリシャ：ユーロ離脱のコストとは？

### ギリシャによるユーロ離脱観測

ギリシャの財政問題が混迷を極めている。9月2日には、EU・ECB・IMFが財政赤字削減の遅れを背景に対ギリシャ第6弾融資<sup>1</sup>の交渉延期を発表した。ギリシャ国債のリスクプレミアムは大きく跳ね上がり、市場には失望感が漂った。そのような疑心暗鬼の中、ギリシャのユーロ離脱観測がしばしば浮上している。

### アルゼンチン・香港のケースと比較

ギリシャがユーロ圏を離脱した際、ないしは留まった際に生じるコストはどのようなものなのか。過去に、共通通貨連合からの脱退という事例が見当たらないことから、その詳細なリスクを想定することは困難である。一方、その不確実性が、市場の不安を増幅させるという悪循環に陥っているという側面もある。そこで本稿では、固定相場制下で金融危機を経験したアルゼンチンと香港の例を参考にしたい。アルゼンチンと香港は、自国通貨の対ドル固定が動揺した際に、それぞれ別の決断を下した。ギリシャの状況とは異なるが、同国が直面する潜在的なコストやリスクを把握する上では有益であると考えられる。

## 変動相場制に移行したアルゼンチン

### インフレ抑制の目的で、兌換法導入

アルゼンチンでは、ハイパーイン플레이ション対策として91年に兌換法を導入し、1米ドルを1万オーストラルとした。さらに92年にはオーストラルがペソに

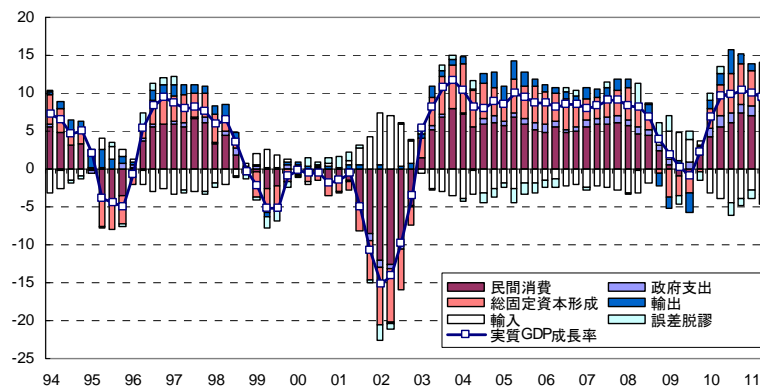
<sup>1</sup> 2010年5月に決定した、1,100億ユーロ融資の内の80億ユーロ。10月11日に承認された。

変更されるとともにデノミネーションが実施され、1米ドル=1ペソとされた。兌換法導入後、物価が安定したことで民間消費は拡大し、その結果、経済成長が促進された。またこのような国内経済の安定を背景として、直接投資・証券投資が大きく流入した。

### 債務危機下で、兌換法の修正に迫られる

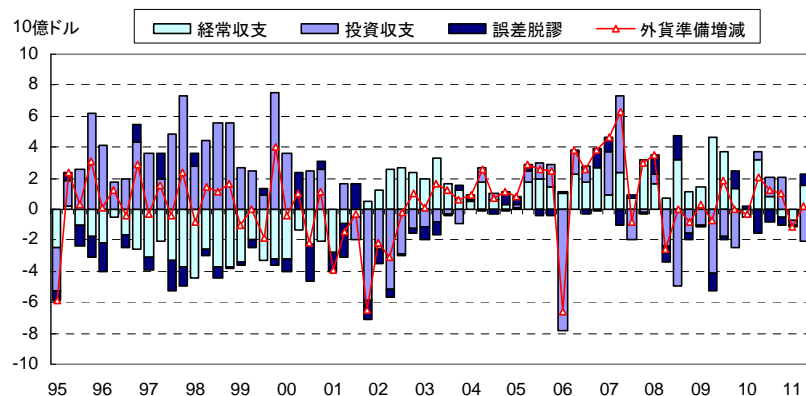
固定相場の維持可能性に疑念が投げかけられる転換点となったのは、99年のブラジルレアル切り下げと米ドルの対ユーロ上昇である。これにより、ブラジルレアル、ユーロに対してペソが増価し、アルゼンチンの輸出産業は大きな打撃を受けた。ペソの増価による経常収支赤字の拡大を防ぐためには、為替の切り下げが必要となるが、兌換法を採用していることからその選択肢は排除された。また、価格の下方硬直性が強く、賃金や物価の下落を通じた競争力回復効果も限定的であった。経常収支・財政収支の双子の赤字が拡大する中、同国のソルベンシーに対する懸念は高まり、ついに02年1月に兌換法が修正され、変動相場制へと移行した。

図表1 アルゼンチン GDP 成長率内訳（寄与度、%）



出所：アルゼンチン経済財政省より大和総研作成

図表2 アルゼンチン国際収支



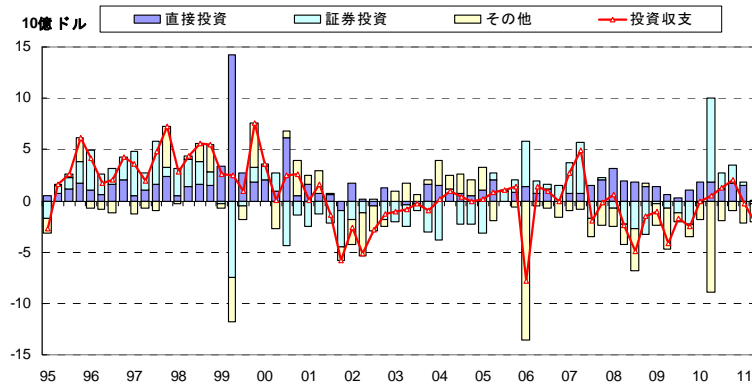
出所：アルゼンチン統計局より大和総研作成

### 銀行に痛みが集中

アルゼンチンにおける固定相場制から変動相場制への移行は短期的な痛みを伴ったが、特に顕著であったのが、銀行バランスシートの悪化である。アルゼンチンでは、外貨建て債務の割合が高く、通貨切り下げによる実質的な債務負担の増加を避けることは変動相場制への移行に際する急務とされた。その一環として導入されたのが、銀行に対する預貸非対称レートである。具体的には、預金に対して1ドル=1.4ペソを用いる一方で、貸出に関しては1ドル=1ペソと設定し、為

替レートの下落による民間の債務負担の増大を回避することが目指された。一方、これは銀行に多大な為替差損を負わせることを意味してもいた。更にその後、ドル預金の支払いをペソの実勢相場で実施することが決定され、銀行のバランスシート悪化に拍車をかけた。他方、預金引き出しの禁止を違法とする判決が出たことを機に、預金流出が相次ぎ、銀行部門への打撃が拡大した。

図表3 投資収支内訳

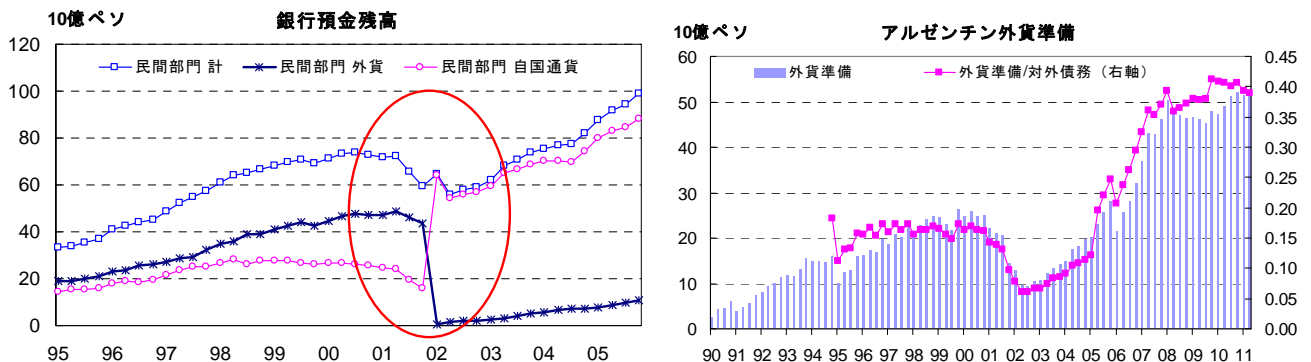


出所：アルゼンチン統計局より大和総研作成

#### 外貨準備の減少

また銀行預金の流出は、現金を手にした人々によるドル買いを加速させた。これによるペソ安防止を目的とし、当局がペソ買いを行ったことで、外貨準備は減少した。債務危機に対する懸念も資本の流出超過をもたらし、外貨準備減少に拍車をかけることとなった。その結果、02年9月の外貨準備は00年12月末比で157億ドルも減少した。

図表4 アルゼンチン銀行預金残高、外貨準備

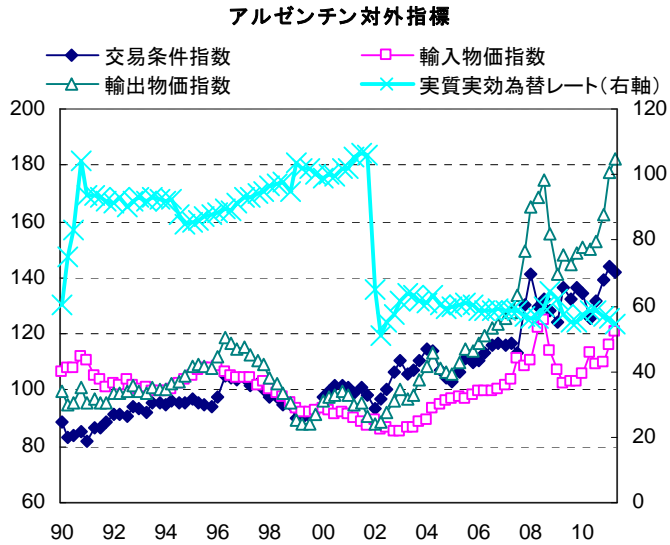


出所：アルゼンチン中央銀行、アルゼンチン財務省、IMFより大和総研作成

#### 長期的には、交易条件の改善で経常黒字拡大、景気回復へ

以上のような厳しい調整を余儀なくされたものの、固定相場から変動相場に移行したことによるメリットも確認できる。最大の特徴は、実質実効為替レートの低下が交易条件の改善へとつながり、経常収支黒字が拡大、ひいてはこれが内需拡大の基礎となった点である。GDP成長率を見ても、民間消費が成長の下支えとなっている。またこの輸出による景気回復というシナリオは、アルゼンチンの貿易構造とそれを取り巻く環境が良好であったことが大きく寄与している。例えば、同国には農作物を中心とした一次産品という主力輸出品目が存在し、更にメルコスールという南米南部共同市場が域内貿易を活発化させており、これらが実質実効為替レートの低下による恩恵を享受する上で、大きく貢献したと考えられる。

**図表5 アルゼンチン対外指標**



出所：国家統計局、JPMorgan より大和総研作成

**固定相場を維持した香港**

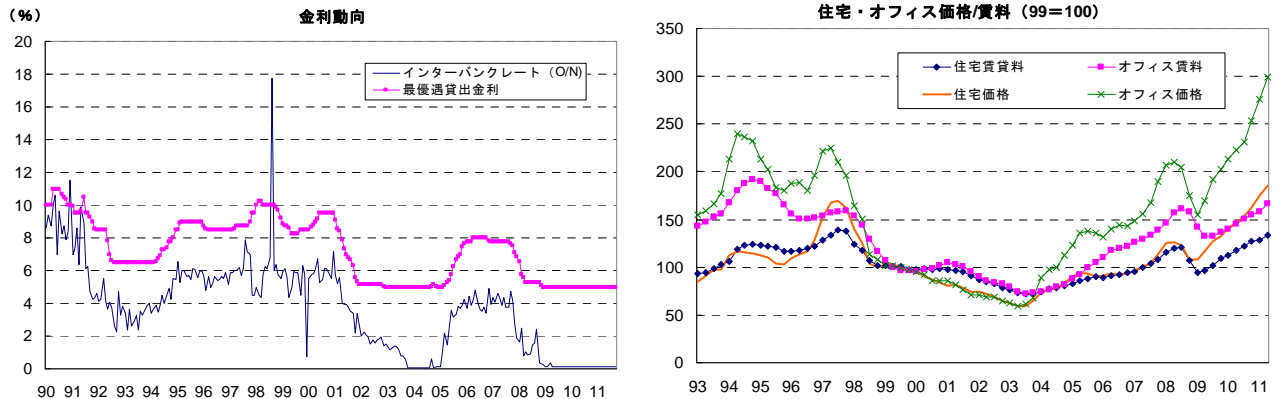
英返還に対する不安による売りに対抗

アルゼンチンとは対照的に、香港は通貨危機下においてもペッグを維持した国（地域）の例として挙げられる。香港では、イギリスからの返還に対する不安で香港ドルが大きく売り込まれたことをきっかけに、83年に対米ドルペッグ制を導入した。これによりレートは1米ドル=7.80香港ドルに固定された。

アジア通貨危機下で、通貨防衛策に打って出る

97年のタイバーツ暴落に始まったアジア通貨危機下では、相対的に割高化した香港ドルの切り下げ観測が高まり97年10月以降、売り圧力が高まった。当局はこれに対し、通貨防衛策に打って出た。まず、投機筋による香港ドル調達コストを引き上げることを目的に高金利政策を採用、銀行間の翌日物金利は大きく上昇した。これは主要銀行による最優遇貸出金利の引き上げに波及し、不動産市場を冷え込ませるとともに、民間消費の減退の引き金となった。

**図表6 香港金利動向と住宅・オフィス価格／賃料推移**

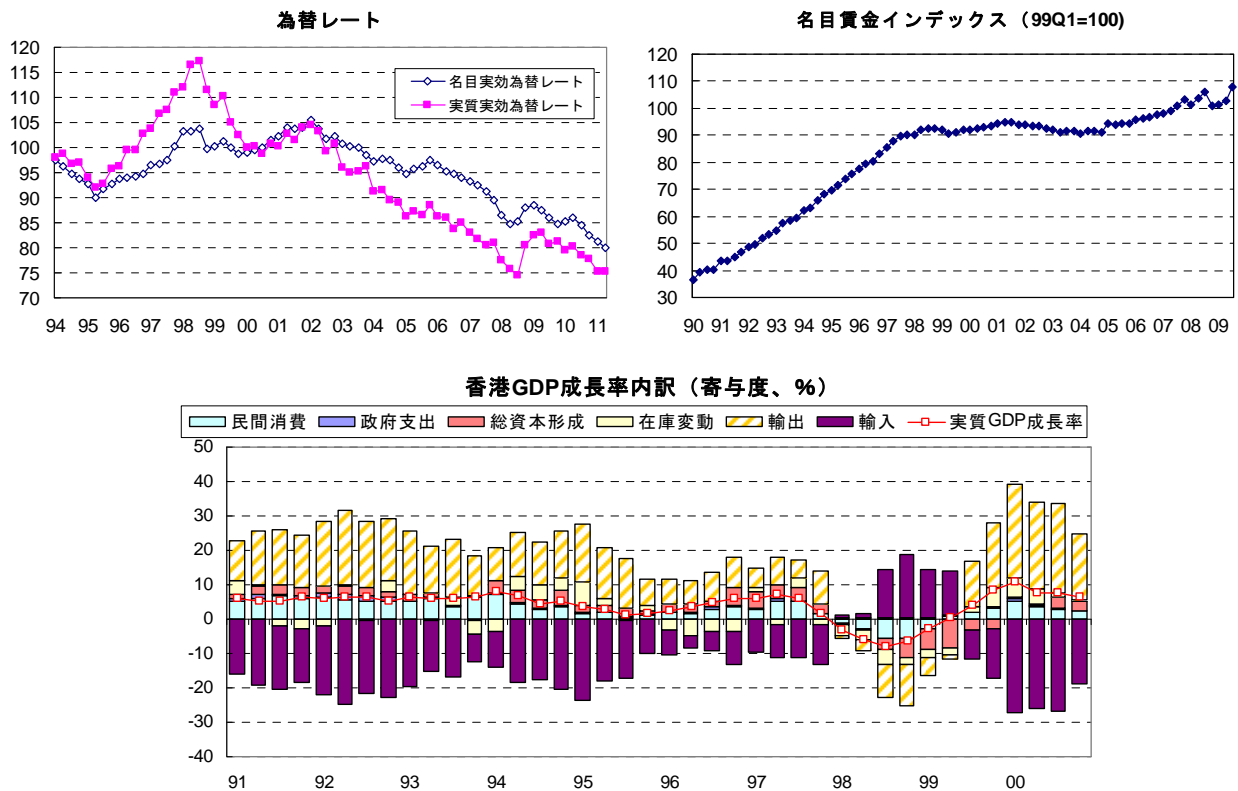


出所：香港通貨当局、香港評価局より大和総研作成

## デフレ調整の実施で、競争力の回復

香港ではペッグを維持する選択を採ったことで、景気は悪化し、デフレが生じたが、これが翻って後の景気回復に寄与した。名目賃金指数はアジア通貨危機以後、00年代後半に至るまでほとんど変化していない。消費者物価は98年前半から03年央までという長期にわたって下落を続けた（5年間の下落率は約15%）。その結果、実質実効為替レートは98年第2四半期以降下降トレンドにあり、後の輸出増加を伴う景気回復の基礎を築いた。他のアジア諸国の景気が持ち直した点も、香港の輸出を押し上げた一因ではあるが、通貨の割高さが「内的減価」を通じて軽減されたことも景気回復に寄与している。

図表7 香港：為替レート、名目賃金インデックス、GDP成長率内訳



出所：香港統計局、JPMorganより大和総研作成

## ギリシャへの示唆

### ユーロ離脱をするにせよ、しないにせよコストは甚大

アルゼンチン・香港のケースから示唆されるのは、固定相場制を採用する国（地域）がいったん金融危機に直面すれば、固定相場を放棄するにせよ、維持するにせよ大きな経済的コストを支払うことは避けられないということだ。ギリシャを含むユーロ圏財政危機は、潜在的には統一通貨ユーロそのものの解体という可能性もゼロではないが、ことギリシャに関していえば迫られた選択が本質的に意味することは、アルゼンチン・香港のケースと同じである。ユーロから離脱すれば、アルゼンチン同様に、債務の実質的な返済負担増に直面する。統一通貨圏に居続ける場合には、長期にわたるデフレを覚悟せざるを得ない。

### コストの規模はアルゼンチン、香港を上回る

ただしギリシャが支払うであろうそれぞれのコストは、両国（地域）のケースを大きく上回る可能性が高い。まず、自国通貨を再導入した場合、アルゼンチンのケースのように、銀行に為替差損負担を押し付けることは事実上不可能である。

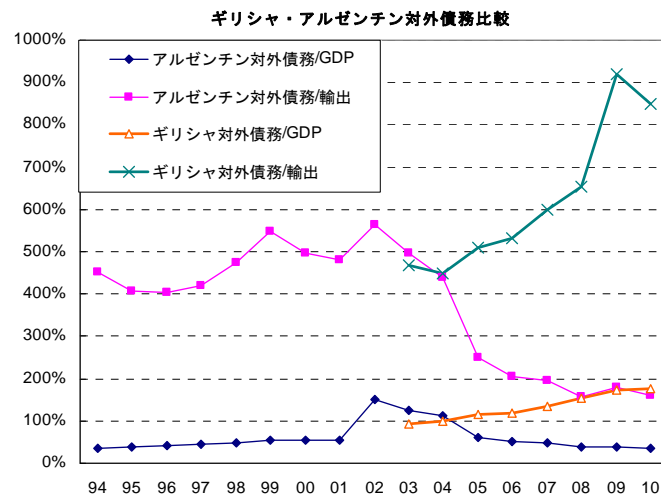
ギリシャの対外債務の中心は政府債務であり、ギリシャの銀行はその主たる保有者でもある。そのため自国通貨導入に伴う為替レートの減価は、政府のソルベンシーを一段と損ない、ギリシャの銀行の実質的な資産価値を減少させてしまう。そこに追加的な損失を要求することは不可能に近いといつてよいだろう。

より重要なことは、現在のギリシャの対外債務の規模が、02年のアルゼンチンの（変動相場制移行前の）それを大幅に上回っていることである（図表8）。ユーロから離脱し、為替レートが対ユーロで減価した際のコストもより甚大になる。

一方、ユーロ圏にとどまった場合に想定されるデフレ（内的減価）は、かつての香港よりもはるかに大きな政治的、社会的軋轢を生むことになる。端的には現時点のギリシャの失業率が16.5%に達していることが示すように、景気の悪化が既に相当程度進んでしまっているためである。今後更に、香港が経験した4年～5年にわたるデフレを同国が耐え抜くとは想定しがたいし、急拡大を続ける中国経済といった当時の香港が享受した神風も見当たらない。

となれば、ギリシャに残された処方箋は結局のところ、政府債務の大幅な削減以外にはないということになる。ギリシャ、およびEUの早期の決断が期待される。

図表8 ギリシャ・アルゼンチン対外債務比較



出所：国家統計局より大和総研作成