

～海外情報～

2012年3月13日 全4頁

欧州財政統合あつての LTRO、ESM

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

債務再編もギリシャを救わない

[要約]

- ギリシャの民間向け債務再編にいったんの目処がついた。しかし、再再編、再支援の懸念は払拭されていない。実際、ギリシャという国の公的債務が存在する限り、支援が繰り返される可能性は残存しよう。景気が悪く税収が増えないといった循環的苦境もさることながら、同国の固定資本形成が過去4年で半分に減っており、成長基盤が損なわれつつある。
- ユーロ圏危機対応の焦点は ESM 等のセーフティネット強化に移ったといわれ、LTRO の市場沈静化効果がユーロ圏首脳危機感を薄れさせ、議論の進捗が滞っているとみられる。しかし、ESM が多少増額されたところで、予算制約のない ECB の LTRO ほどの効果を持つことはない。いずれも財政統合への議論が深化するまでの過渡期的な時間稼ぎに過ぎず、セーフティネット強化の議論の遅れを深刻な問題と見る必要はなからう。

ギリシャの新国債の
価格は額面の20%台
前半

ギリシャの民間向け債務再編の目処がつき、3月20日の国債大量償還をきっかけとしたデフォルトの懸念は遠のいた¹。しかし、これがギリシャに与えるのは、つかの間の休息でしかない。欧州市場では旧債券との交換により新たに発行されるギリシャ国債の取引が始まっているが、11年債の価格は額面の20%台前半である。市場は同国の債務再編が今後かなりの確率で起こり得るとみなしているわけだ。

今回の53.5%、新国債の金利引き下げなどを加えると70%程度に達する民間債務の削減は、まず2020年時点の政府債務のGDP比120%というターゲットありきで逆算された数値である。120%ならサステナブルなのかという疑問も拭えないが、それを措くとしても、将来のGDPが想定よりも減ってしまえば、GDP比の債務残高は直接的にも、間接的（税収減少などによる財政収支赤字拡大を通じて）にもすぐさま拡大する。しかも想定では、2011年に6.9%の激減となった実質GDPが2014年にプラスに回帰し、2015年以降は2%程度の成長を見込んでいる。

下方スパイラルを止
めるメカニズムの不
在

ギリシャ支援の中核を担う欧州委員会は年に二回、EU各国の経済見通しを発表しているが、2011年の春時点の成長率予想は2011年が▲3.5%、2012年が+1.1%だった。秋の予想では、それぞれ▲5.5%、▲2.8%に大幅下方修正され、現在では2011年の実績が▲6.9%まで落ち込んだことが判明し、欧州委員会は2月の中間修正で2012年について▲4.4%に引き下げている。このような下方修正の実績が、「現在の」経済見通しに対する不信を生んでいる。民間債務の再編を含むギリシャの再建計画が実効性を持つには、成長見通しの下方修正が止まることが必須であろう。成長見通しが信頼されたものになれば、市場もギリシャ再建計画に

¹ ギリシャ政府の発表は以下を参照。

<http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/baba4f3e-da88-491c-9c61-celfd030edf6>

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。大和総研の親会社である大和総研ホールディングスと大和証券キャピタル・マーケット(株)及び大和証券(株)、大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

対して信認を与えることができるようになる。

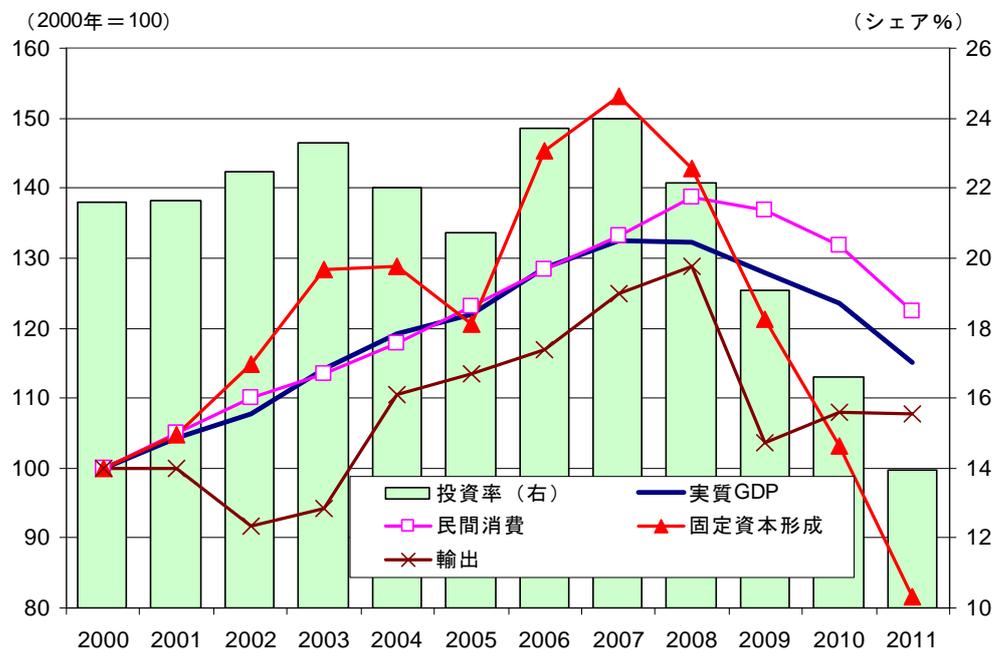
しかし当たり前だが、それには説得力のある成長戦略の提示が必要である。2015年の成長見通しが2%でも5%でも構わない。問題はそれが信頼に足るものであるかにあり、信頼を得るだけのメカニズムや戦略を含んだものであるかどうかにある。その欠落が続く限り、ギリシャ第2弾、第3弾の債務再編懸念は払拭されない。財政緊縮政策の実効性が市場の信認を得ることもないだろう。

成長基盤の一段の毀損

若年層失業率が50%に達した雇用情勢もさることながら、成長見通しの改善という観点から見れば、より深刻なのは投資の停滞である。

4年連続のマイナス成長を経て、2011年のギリシャの実質GDPは2003年当時まで後戻りしている。過去のピーク、2007年を13%強下回る水準である。戦後の先進国では、例を見ない急速な縮小であろう（新興国・途上国を含めれば、例えばバルト三国はいずれも2009年のみでギリシャの4年分の縮小を経験しており、アジア通貨危機後の1998年にはタイ、インドネシアが10%超のマイナス成長となっている）。中でも劇的なのは固定資本形成の縮小であり、その2011年の水準は2007年をおよそ50%下回っている。これは同国の銀行部門が壊滅的打撃を受けている結果でもあろうが、より重要なのは、危機の出口が見えないことである。成長戦略の不在によって、市場がギリシャの緊縮政策の実効性を疑っているのと同じく、需要の縮小過程に終止符が打たれる見込み、その道筋が見えないために、企業は投資の決断を下すことができずにいる。

図表1 ギリシャの実質成長率と投資率



(注) 投資率は名目

(出所) Eurostat, Haver Analytics より大和総研作成

これが、緊縮政策によってもたらされている最大の経済コストであろう。投資の縮小は直接的には需要の減少であるが、それが中長期に及べば成長基盤の劣化をもたらす。ギリシャ経済は成長見込みの欠如が投資を縮小させ、投資の縮小が成長基盤を損なうというスパイラルのさなかにある。

アジア通貨危機などにおいて、このような負のスパイラルに歯止めをかける大きな力となったのが、非居住者による資産の安値買いであった。そして、それを可能としたのは危機国の為替レート的大幅下落である。一面では、そのような展開を容易に見込めないことが、ギリシャの成長シナリオを封じてしまっている。一方、だからこそ、ギリシャのユーロ離脱観測はくすぶり続けざるを得ない。そして、だからこそ、ギリシャのユーロ離脱を伴わないユーロ圏危機の最終解が、（ギリシャという国の債務を消滅させる）財政統合しかあり得ないことが再確認される。

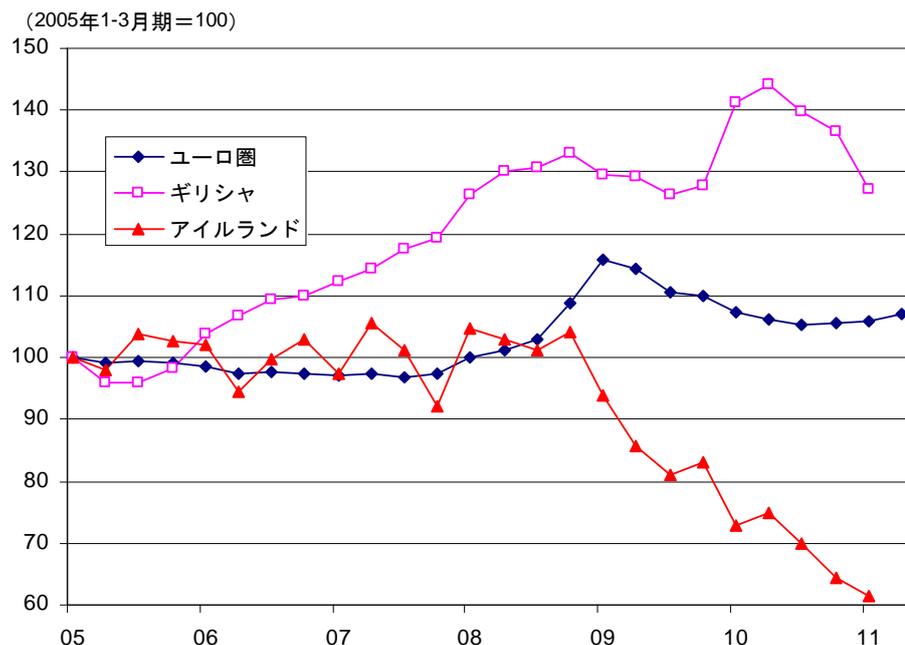
アイルランドとの違い

なお、投資に関しては、アイルランドがギリシャ以上の激減を経験している。2011年7-9月期まで3四半期合計のアイルランドの固定資本形成は、2007年同期の58%減という縮小振りであり、下げ止まりの気配も見えていない。しかし同国とギリシャを比較した場合、二つの点でアイルランドは優位に立つ。

ひとつは、アイルランドは2009年後半を底に、輸出が回復傾向にあることである。これが投資増加の呼び水になる可能性がある。もうひとつは、アイルランドの単位労働コストが大幅に低下していることである。これが競争力の回復を通じ、輸出の増加を後押ししている可能性がある。ギリシャにとっての難問は、第一に、アイルランドと同じような、為替レートの引き下げを伴わないデフレ政策のみによって競争力を回復させることが、政治的、社会的に可能かということであるが、第二には、仮にそれが可能であったとして、労働コストの低下が輸出の回復を通じて成長見通しを改善させることの困難な点にある。アイルランドは財・サービスの輸出はGDPを上回り（2011年1-9月で1.1倍）、その改善の成長見通し、投資への波及効果は非常に大きい。だが、ギリシャの同比率は24%（2011年）でしかない。

ギリシャがアイルランドの後を追う可能性は、同国が再度の公的支援要請、民間向け債務の再編成を強いられる可能性をはるかに下回ると考えられよう。

図表2 単位労働コスト



(出所) Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

セーフティネットより財政統合

ギリシャの民間向け債務再編の一応の決着を受けて、ユーロ圏の政策課題の焦点はセーフティネットの強化に再度移っている。具体的には7月に発足予定のESM（欧州安定化メカニズム）の資金力の拡大を通じ、スペインやイタリアなどの「ギリシャ化」を回避することである。

もっとも、この問題、例えばEFSF（欧州金融安定化機構）の現行資金力の2,500億ユーロをESMの5,000億ユーロと統合するといったアイデアが早期に実現する可能性は高くない。今週もユーロ圏財務相会議が開催されるが、英国メディアなどは、この問題に関する議論の進展に悲観的である。昨年12月に実施され、この2月にも第二弾が打たれたECBによるLTRO（3年期限の長期資金オペ）の抜群の効果が、ドイツをはじめとするユーロ圏リーダーの危機感を低めているといった論調も少なくない。

LTROが市場の緊張感を緩和しているのと同じく、ユーロ圏首脳らの危機感を低めていることは確かだろう。しかし、これをLTROの副作用と見るのは公平さを欠いていよう。ギリシャ問題のひとつの焦点が、継続的なマイナス成長と緊縮策のミックスが、社会的・政治的に維持可能かにあるように、ユーロ圏全体の危機対応策も、政治的・社会的な受け入れ可能性との兼ね合いで決められざるを得ない。例えばドイツが政治的リーダーシップ（？）を発揮して、自国の負担の拡大をもたらすセーフティネット拡充を強行すれば、ドイツ国民の反発が高まり、国政が流動化する可能性が高くなる。それは、より反ユーロ的な政権の誕生に帰結することにもなる。

また、ESMの資金力が5,000億ユーロにとどまるか7,500億ユーロに拡大するかは、イタリアのみで2兆ユーロの公的債務を抱えるユーロ圏にとって、死活的な問題ではない。圧倒的な規模の見せ金効果によって市場の持続的な平穏を保つには、いずれにせよ小さすぎるのだ。それよりは、予算制約に服さないECBが状況次第でLTROを再開するかもしれないという期待の方が、市場の不安定化再来（端的にはイタリア国債利回りの再度の7%超え）を回避する上ではよほど効果がある。もちろん、だからユーロ圏政治が動かなくていいということではないが、最終的に必要なのは財政統合であり、その事実上の第一歩となるユーロ共同債採用のスケジュールが、LTRO効果が効いている間に見えてくるかが今後の焦点である。ESMなどのセーフティネットの強化がLTROよりも優れているのは、それをめぐる議論の積み重ねが、財政統合の必要性が各国のコンセンサスとして形成されるプロセスの一環になりえるという、その一点のみにおいてである。