

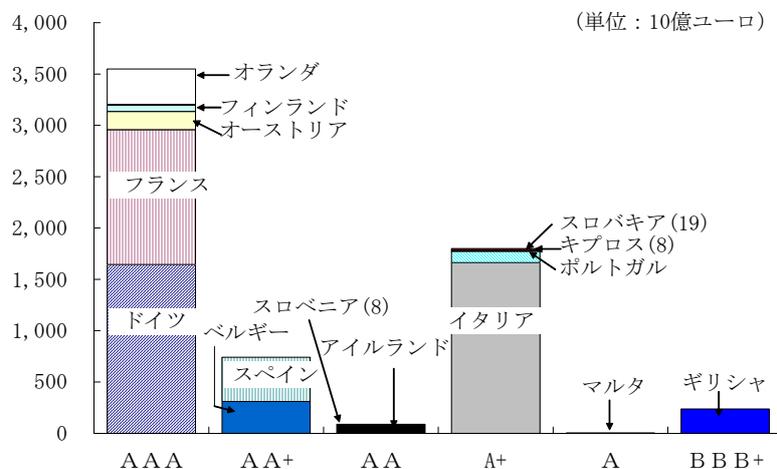
Weekly  
エコノミスト・  
レター

## ギリシャの財政危機とユーロ

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏内の不均衡が目立つ中、ユーロの基調はギリシャに代表される周辺国のユーロ押し下げ圧力とドイツなどコア国の押し上げ圧力のバランスに左右されそうだ。
2. ギリシャには、足もとの財政赤字や政府債務残高の水準が高だけでなく、危機前の段階から統計の信頼性や EU の財政ルールへの姿勢に問題があった。当面の焦点は、ギリシャが EU からの財政赤字是正の「警告」を受けて進めている統計改善策や「財政健全化計画」が EU で「承認」され、一定の成果を挙げることができるのかにある。先行き、EU から何らかの救済が講じられる可能性はあるが自助努力が大前提である。
3. しばらくは燻り続けると見られるギリシャの問題が、ドイツなどコア国の底固さや財政運営への信認を覆して、ユーロの大幅な減価を招くことは考え難い。ギリシャとスペインなど他の周辺国とは、財政面では区別すべきだが、「双子の赤字」を抱えて経済運営が苦しい点は共通だ。為替の減価を必要としているこれらの国々にとって、元を中心とするアジア通貨とドルの間で為替調整が進まないしわ寄せで、世界第二位の経常黒字国・ドイツを中核とするユーロの増価が進むシナリオは脅威である。

## 規模の観点からは限定的と見られるギリシャの財政問題 —ユーロ圏の政府債務残高（格付け別）—



(注) 格付けは S & P の自国通貨建て長期債務の格付け (資料) 欧州委員会統計局

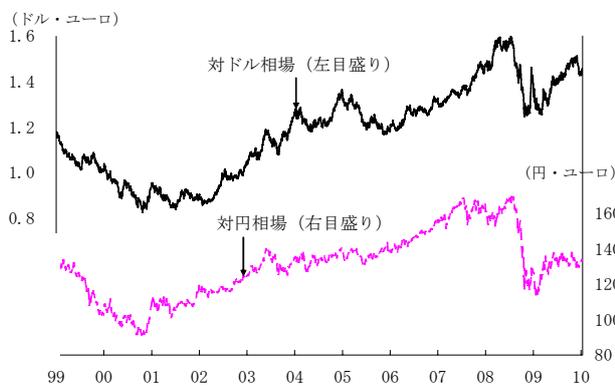
**( ユーロの対ドル相場はリーマン・ショック後の大幅減価のかなりの部分を回復 )**

ユーロの対円相場は、2008年7月のピーク時には1ユーロ=170円が目前に迫っていたが、リーマン・ショックで大きく減価、1月に113.7円まで下げた後も戻りは弱く、最高値を2割ほど下回る130円台での推移が続いている(図表1)。

ユーロは、対円で見ると軟調だが、対ドルなどその他の通貨に対しては、2009年内に、リーマン・ショック後の減価分を相当程度取り戻している。対ドル相場は、2008年7月のユーロ導入以来の最高値(1ドル=1.6ユーロ)から2008年10月に1ドル=1.25ユーロ台まで下げて一旦反発した後、2009年3月に再び1.26ユーロまで下げたが、再びユーロ高基調に転じ、12月3日には1ドル=1.52ユーロまで戻した。12月3日の年間最高値の更新後は年末にかけて、ドバイ・ショックやギリシャの格下げなどでユーロ安に触れたが、2010年入り後も1ドル=1.44ユーロを挟む水準で推移している(図表1)。主要貿易相手国とのインフレ格差を調整した総合的な為替相場指数(実質実効為替相場)で見ても、ユーロ相場は最高値圏にある(図表2)。

ユーロ参加国の間では、域内の為替相場の変動を除去し、対外的な為替相場は一本化されているが、貿易相手国の構成比とインフレ率の違いから、実質実効為替相場の動きにはばらつきがある。ドイツ、オーストリア、フィンランドの3カ国は名目為替相場の増価にも関わらず、実質的な競争力はユーロ導入時の水準を保っているのに対して、より高い成長と物価・賃金の上昇が続いてきたアイルランド、スペインなどでは競争力が低下しており、現状のユーロ相場の水準は、ユーロ導入時に比べてかなり割高化が進んでいる(注1)。

**図表1 ユーロ相場の推移**



(資料) ECB

**図表2 ユーロの実質実効為替相場 (CPIベース)**



(資料) ECB

(注1) ユーロ圏内の競争力格差については、Weeklyエコノミスト・レター2009-12-11「欧州経済見通し～牽引役不在の調整局面続く」7ページをご参照下さい。

**( ユーロの基調を左右しそうな周辺国とコア国のバランス )**

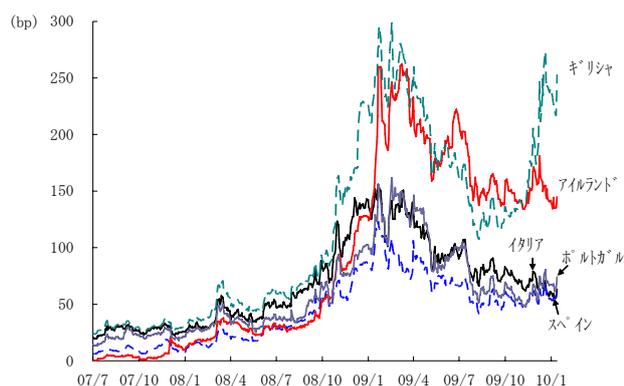
昨年12月の当研究所の予測では、2010年前半は1ドル=1.45ユーロを超えるユーロ高基調が続くが、年半ばからはユーロ安に転じ、2010年10~12月期には1.4ユーロ、2011年10~12月期にはさらに1.3ユーロ台へとユーロが緩やかに減価するとした(注2)。2010年前半の対ドルでのユ

一高基調は、グローバルな不均衡の調整によるドル安の圧力と米欧の政策金利の据え置きが続くこと、2010 年半ば以降の対ドルでのユーロ安要因は、米国の景気回復と F R B の利上げによる成長率と金利格差の拡大である。

こうした要因に加えて、ユーロ圏内の不均衡が目立つ中で、ユーロの基調はギリシャに代表される周辺国からの押し下げ圧力とドイツなどコア国の押し上げ圧力のバランスに左右されそうだ。12 月時点の予測に比べて、実際にはややユーロ安の推移となっているのは、ドバイ・ショックやギリシャの財政危機が影響したものである。ギリシャの他にも、スペインやアイルランドなどユーロ導入などの恩恵を強く受けた周辺国では民間部門の不均衡の度合いが大きく、金融危機を境に急ピッチの是正を余儀なくされる裏側で財政赤字が大きく膨らんでいる。これらの国々については、財政破たんリスクの指標となる C D S スプレッドや各国国債の利回りの上昇が見られる（図表 3）。

他方、ドイツでも、財政赤字が拡大しているが、C D S スプレッドや国債の利回りの上昇は他の主要先進国と比べても抑えられており（図表 4）、ユーロ圏のベンチ・マークとして機能し、ユーロ相場の高めの水準での安定を支えているように思われる。

図表 3 周辺国の対ドイツ国債スプレッド



(資料) Datastream

図表 4 米、独、英、日の国債利回りの推移



(資料) Datastream

(注 2) Weekly エコノミスト・レター2009-12-11「欧州経済見通し～牽引役不在の調整局面続く」

**( ユーロ圏全域で財政赤字が拡大する中、ギリシャへの不安が拡大 )**

財政赤字の拡大はユーロ圏共通の傾向であり、2009 年 4 月にフランス、スペイン、ギリシャ、アイルランドの 4 カ国、7 月にマルタ、12 月にはドイツ、イタリア、オランダ、ベルギー、ポルトガル、スロバキア、スロベニアに対して、EU の財政赤字是正のルール（図表 5）に則った過剰な財政赤字（=名目 GDP の 3 % を超える財政赤字）是正の「勧告」が出されている。逆に言えば、ユーロ導入国で、今のところ「勧告」を免れているのはキプロス、ルクセンブルグ、フィンランドの 3 カ国に留まっている。これら 3 カ国も 2010 年には財政赤字が 3 % を超えると予想されている。

このように財政はユーロ導入国で揃って悪化しているが、その中で、ギリシャは特に厳しい評価を受けている。大手格付け機関は、リーマン・ショックの後、スペインやアイルランド、ポルトガルなどの格付けを引き下げたが、ギリシャの格付けは、S & P、フィッチの格付けは B B B +、ム

ーディーズの格付けはシングルA相当のA2で、いずれもユーロ参加国で最低水準である(図表6)。ECBが2008年10月に危機対応策の1つとして実施したオペの適格担保の最低水準の引下げ措置(A→BBB-)が2010年末に解除された段階で、ギリシャ国債が適格担保から外れることも心配される状況だ(注3)。

(注3) 14日に開催されたECB政策理事会後の記者会見での質疑応答でトリシェ総裁は「特定の国のために適格担保のルールを変更するつもりはない」と明言した。

図表5 EUの財政赤字是正のルール



(資料) EU運営条約126条、139条

図表6 欧州諸国の格付けの分布

	ムーディーズ			S&P				
	ユーロ圏	ユーロ未参加EU加盟国	EU未加盟国	ユーロ圏	ユーロ未参加EU加盟国	EU未加盟国		
投資適格	Aaa	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン	デンマーク、スウェーデン、イギリス	スイス、ノルウェー	AAA	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルグ、オランダ	デンマーク、スウェーデン、イギリス	スイス、ノルウェー、リヒテンシュタイン
	Aa1	ベルギー、 <b>アイルランド</b>			AA+	ベルギー、 <b>スペイン</b>		
	Aa2	イタリア、ポルトガル、スロベニア			AA	<b>アイルランド</b> 、スロベニア		
	Aa3	キプロス			AA-			
	A1	マルタ、スロバキア	チェコ、エストニア		A+	イタリア、 <b>ポルトガル</b> 、キプロス、スロバキア	チェコ	
	A2	<b>ギリシャ</b>	ポーランド		A	マルタ	ポーランド	
	A3				A-		<b>エストニア</b>	
	Baa1		<b>ハンガリー</b> 、 <b>リトアニア</b>	ロシア	BBB+	<b>ギリシャ</b>		<b>アイスランド</b> 、 <b>ロシア</b>
	Baa2		ブルガリア		BBB		<b>ブルガリア</b> 、 <b>リトアニア</b>	<b>クロアチア</b>
	Baa3		<b>ラトビア</b> 、 <b>ルーマニア</b>	<b>クロアチア</b> 、 <b>アイスランド</b>	BBB-		<b>ハンガリー</b> 、 <b>ルーマニア</b>	

←適格担保の最低水準(危機対応措置解除後)

←適格担保の最低水準(2008年10月～2010年末)

(注) 自国通貨建て長期債務の格付け (資料) ムーディーズ、S&P

EUでは、2009年12月2日のECOFIN（EU経済・財務相）理事会で、4月に「勧告」の対象となった4カ国のうち、ギリシャを除く3カ国については、財政赤字削減への取り組みに一定の成果を認めた上で、その後の経済情勢の悪化を踏まえて過剰な財政赤字解消期限の1年間の延長を認めた。新たな期限は12月に「勧告」を受けた8カ国と同様に2013年前後とされ、今年6月2日を期限に是正措置と期限内での過剰な財政赤字是正を図る道筋を示すよう求めている（図表7）。

これに対して、ギリシャには、歳出面での取り組みが不十分として、一定期間内での効果的な措置を求める「警告」へと是正手続きの段階を一步推し進めた（図表5）。ギリシャは「制裁」回避のために、速やかに十分な是正措置を盛り込んだ財政の健全化計画をまとめ、ECOFIN理事会の「承認」を得なければならない。

図表7 過剰な財政赤字の是正期限

目標年	2010	2011	2012	2013	2014	2014/15
ユーロ圏	ギリシャ マルタ		イタリア ベルギー	ドイツ フランス オランダ オーストリア スペイン ポルトガル スロベニア スロバキア	アイルランド	
ユーロ未導入 EU加盟国(*)		ハンガリー ルーマニア リトアニア	ラトビア ポーランド	チェコ		イギリス

(注) ユーロ未導入のEU加盟国に対しては、図表3の「警告」、「制裁」の対象とはならない

(資料) 欧州委員会

### ( ギリシャには「統計の不透明性」という固有の問題が存在 )

EUがギリシャに厳しい姿勢で臨むのは、「予想される財政赤字や政府債務残高の水準が高い」だけでなく、「統計の信頼性」、さらに「EUの財政ルールに対する姿勢」に根本的な問題があるからだ。

ギリシャでは、2009年10月の総選挙で政権が交代、中道左派のPASOKのパパンドレウ新政権は、歳出の計上漏れなどの理由から、2009年4月の時点では名目GDP比5%とされていた2008年の財政赤字を同7.7%に、2009年の財政赤字の見通しを同3.7%から同12.5%に上方修正した。これにより2009年の政府債務残高は同113.2%まで膨らむ見通しとなった。ギリシャは、第1陣でのユーロ導入を希望した12カ国のうち、唯一ユーロ導入の条件を満たせず、再審査の上、2001年からの導入が認められたが、その審査時にも、財政統計の改ざんがあったことが2004年の政権交代で明らかになっている（図表8）。ユーロ導入後も、財政赤字が名目GDPの3%以下という基準内に収まったのは2006年わずか1年に留まっており、ギリシャの財政統計や規律には、金融危機前の段階から問題があったことがわかる。サブプライム投資や不動産バブルなど金融危機の直接的な影響は小さかったギリシャだが、危機を境にユーロ圏内の信用力の格差に対する市場の目が厳しくなったことで、長年にわたり抱え続けてきた財政の構造的な問題がクローズ・アップされ、

抜本的な取り組みが避けられなくなったのである。

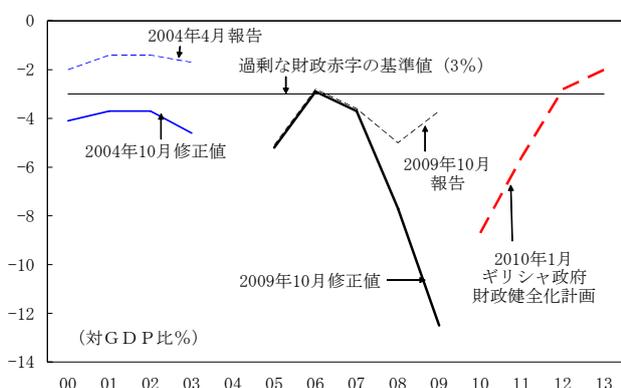
統計の問題に関しては、欧州委員会が今年 8 日に報告書<sup>(注4)</sup>を公表した。ここでは「他のEU加盟国では極めて稀な規模の財政赤字比率の修正がギリシャでは頻繁に行なわれている」とした上で、「社会保障基金や病院・施設の借入金、政府と公企業間の取引など幾つかの重要な項目について不明瞭な点があり、2008年とそれ以前の財政赤字と政府債務残高統計のさらなる修正の可能性がある」とし、原因として「統計局や関連当局の手法や技術的な問題」と「関連機関間の協力や役割分担、EUの財政規律に対する責任があいまいで、財政統計が政治的な圧力や選挙のサイクルに左右されやすい」を指摘し、「断固とした措置」を採るよう求めた。

欧州委員会の報告書を受けて、いったんは低下の兆しを見せたギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッドは再び拡大に転じた。さらに、14日には、ギリシャ政府が、過剰な財政赤字の解消の時期を従来よりも1年前倒しし、2012年に名目GDP比2.8%まで削減するという内容の「財政健全化計画」を公表したが、国内での反発が予想されることや、2010年の成長率見通しがマイナス0.3%、11年が1.9%、12年が1.9%と楽観的な見通しとなっていることなどから、市場の不安を払拭するには至っていない(図表3)。

ギリシャの「財政健全化計画」と統計改善策は、今年19日、2月16日に開催されるECOFIN理事会で協議される見込みである。EUからの「承認」を得ることができるのか、さらに財政健全化に一定の成果を挙げることができるのかが当面の焦点である。

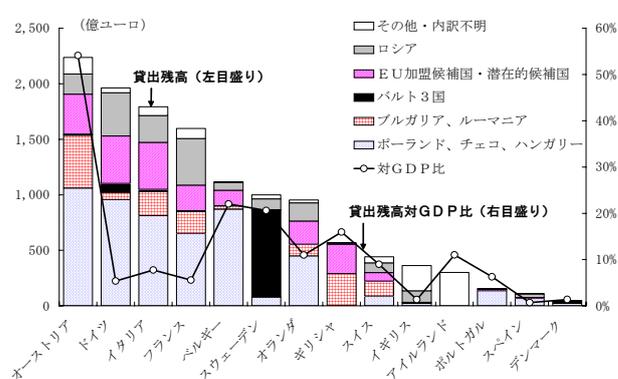
(注4) European Commission, “Report on Greek Government and Debt Statistics”, January 2010

図表8 ギリシャの財政赤字対GDP比率  
過去の改定状況と政府の財政健全化計画



(資料) European Commission, “Report on Greek Government and Debt Statistics”, January 2010, “Greece: Commission assessment in relation to the Commission recommendation for a Council decision under Article 104(8) of Treaty, 11.11.2009

図表9 欧州新興国向け与信残高  
(銀行国籍別・相手国別)



(注) 2009年6月末残高 (資料) BIS

## （ EUから救済措置もあり得るが、自助努力が大前提 ）

ギリシャの「財政健全化計画」や統計改善策がEUの「承認」を受けても、財政赤字の削減が進まず、市場の信認がさらに低下、財政破たん（デフォルト）や「ユーロの離脱」に追い込まれるということは起こりうるのだろうか？

現段階では、ギリシャの財政赤字のファイナンス構造は長期債中心であり、ECBの適格担保でありながら、相対的に利回りが高いことから、欧州の金融機関による消化も概ね順調で、破たんの危機が目前に迫っているとは言えない状況だ。この点は、ユーロ導入国であることの恩恵も受けているということが言えるだろう。

ただ、既述のとおり、2010年末にECBが適格担保の最低水準を平時のA-に戻し、他方、唯一、ギリシャにA-以上の格付けを付与しているムーディーズがさらに格下げを行えば、起債環境は一変することになる。

こうした場合の対応について、EU機関や加盟国高官の発言はまちまちで、明確なコンセンサスは形成されていないように思われるが、条件付きで、なんらかの救済措置を採る可能性が高いように思われる。ギリシャ経済がユーロ圏に占める比重は1.9%、政府債務残高に占める比重は3.7%と決して大きいものではないが（表紙図表参照）、ギリシャと同じように財政と国際収支の「双子の赤字」を抱えるスペインやアイルランド、ポルトガルなどへの不安を惹起してしまうリスクがある。ギリシャ国債の過半は欧州の投資家が保有しており、ギリシャの銀行はブルガリアに対しては最大、ルーマニアに対してはオーストリアに次ぐ融資の出し手であり、マケドニア、アルバニア、セルビアなどEU加盟候補国・潜在的加盟候補国にも積極的に融資を行っている（図表9）。域内におけるシステミック・リスク再燃を回避するために、何らかの対応を講じることになるだろう。

EUでは運営条約の123条と125条によって、ECBや加盟国の中央銀行、EUや他国政府による直接的な救済を禁じているが、「特定の加盟国が自然災害や制御不能な要因で深刻な困難に陥った場合に、欧州委員会からの提案に基づき、条件付きで、EUの金融支援を供与することができる。欧州理事会議長は欧州議会に報告を行なう（同122条）」という救済の条項もある。手段としては、ユーロ参加国政府による共同の債券発行、ギリシャ国債に対するEUの保証の供与といった方法があり得るだろう。EU運営条約の143条に基づくハンガリー、ラトビア、ルーマニアなどユーロ未導入国への支援と同様にIMF（国際通貨基金）と共同歩調をとり、厳しいコンディショナリティー（融資条件）を課すことも考えられよう。

ギリシャには、1月6日からはEUの調査団が財政健全化計画について協議のため、12日からは国際通貨基金（IMF）の代表団が「技術的な」支援の可能性を探るために訪問している。パンドレウ首相は、13日にはIMFへの支援要請やユーロ離脱の可能性を否定、IMFのストロスカーン専務理事は「ユーロ参加国であるギリシャはIMFの融資を必要としない（14日）」との見解を表明、ECBのトリシェ総裁も、14日の政策理事会後の記者会見で、特別な措置を講じるつもりはないとのスタンスを示し、市場に広がるギリシャの「ユーロ離脱」観測に対しても「ばかげた憶測」と一蹴した。

EUなどから支援が行われるとしても、ギリシャが財政健全化に取り組むことは大前提であり、ギリシャは不況下の財政緊縮に踏み込まざるを得ないことに変わりはない。

## （ 周辺国の比重の軽さ故にユーロ高が進むリスクも ）

しばらくは燻り続けると見られるギリシャの財政を巡る不安は、ユーロの上値を抑えることにはなっても、大幅な減価の原因とはならないだろう。ユーロ圏に占める比重から考えて、ドイツ、フランスという両大国の底固さ、財政運営への信託を根本から覆すほどのインパクトはないと思われるからだ。大国の中で財政事情が最も厳しいのはイタリアだが、ユーロ導入の恩恵を強く受けた周辺国とは異なり不均衡の度合いが大きくはなく、財政破たんが懸念される状況にはない。

スペイン、アイルランド、ポルトガルなど他の周辺国は、「双子の赤字」を抱える点はギリシャと同じだが、スペイン、アイルランドは財政が長く黒字となっていたため、政府債務残高の絶対水準が抑制されている。アイルランドの場合は、経済構造の柔軟性もあって、対外競争力の回復、国際収支の改善が、相対的に速いピッチで進んでいる。ポルトガルは対外的な競争力の弱さと経常収支の不均衡が大きな問題だが、この間の財政運営はギリシャのように問題含みであった訳ではない。

このように財政規律という面では、ギリシャと他の周辺国は区別すべきだが、「双子の赤字」を抱えて経済運営が苦しく、しばらくは構造的な不況のスパイラルを抜け出せないと見られる点は同じだ。ユーロ圏の大半の国について、過剰な財政赤字の解消期限は 2013 年と設定されており、EU 全体でも「出口戦略」の開始時期は 2011 年とされているが、ギリシャばかりでなくアイルランドやスペインも、2010 年には財政赤字の削減策を一段と強化する。

周辺国にとって辛いのは、金融政策面からの特別なサポートや為替相場の減価調整による痛みの緩和ができないことだ。さらに、ユーロ圏に占める周辺国の比重が軽いために、為替相場に及ぼす影響力が限られることも悩ましい問題だ。ただでさえ対外的な競争力を喪失し、縮小均衡を余儀なくされている周辺国の問題解決は、ユーロ高が進めば一段と難しくなってしまう。だからといって、信用力が弱く、域内からの資本流入に依存している周辺国には「ユーロからの離脱」は極めて難しい選択だ。

グローバルな不均衡の構図からは、為替の調整はドルと人民元を中心とするアジア通貨の間で進む必要がある。しかし、人民元は変動幅がコントロールされてきたし、新たな世界経済の構図の中で、中国も輸出と内需の最適なバランスを模索する過程にあるため、近い将来、市場実勢に委ねるような制度改革に踏み込むことは考え難い。

一方で、ユーロは、相場決定を市場の実勢に委ね、市場規模もドルに次ぐ厚みを持つ。人民元などアジア通貨の調整が進まないしわ寄せが、世界第二位の経常黒字国であるドイツを中核とするユーロに集中してユーロ高が進むリスクは為替の減価を必要としている周辺国にとって脅威である。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。