

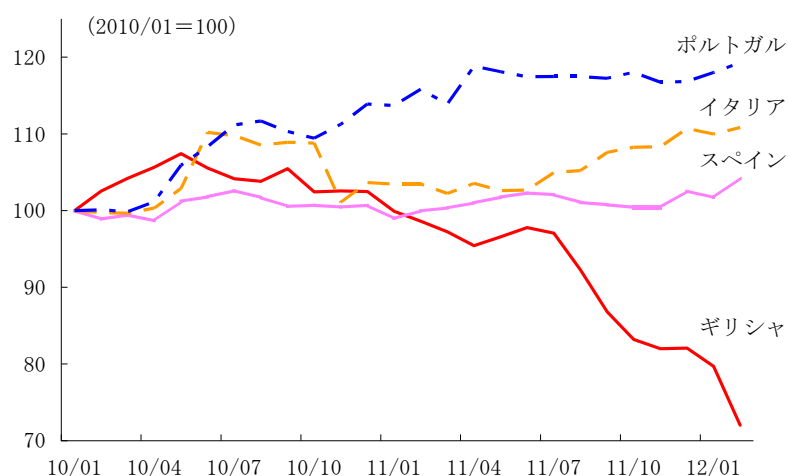
# Weekly エコノミスト・ レター

## ギリシャのユーロ離脱 —誰も望んでいない結末に至る可能性—

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. 6月17日の実施が決まったギリシャの再選挙での反緊縮派政権の誕生が、無秩序なデフォルト（債務不履行）とユーロ離脱につながるとの見方が勢いを増している。
2. 新政権とEU・IMFが妥協点を見出せなければ、支援は打ち切られ、ギリシャ政府の資金繰りが行き詰まり、ギリシャの銀行は国債を担保にECBからユーロ資金の供給を受けることもできなくなるリスクはある。ギリシャの民意「緊縮策の撤回とユーロ圏残留」を文字通り両立することは困難だ。
3. 財政の基礎的収支も経常収支も赤字で、製品の輸入依存度が高いギリシャにとってユーロ離脱は一層の経済・社会の混乱につながる恐れがある。ユーロ圏・EUのギリシャ・ショックへの耐性は当初に比べれば向上しているとは言え、経済的影響にとどまらず、危機管理能力への信頼さらに統合の理念、欧州の連帯が傷つくという痛手は深刻だ。
4. 筆者は誰も望んでいない結末を回避すべく、ギリシャ新政権とEU・IMFが妥協点を探る穏当な決着を期待しており、可能性も高いと見ているが、ギリシャ国民の選択と政治家の調整力に負う部分は大きく、しばらくは不安心理が市場を支配する状況が続こう。

### ギリシャにおける銀行経営、ユーロ残留への不安の高まりを映す銀行預金残高の推移



(注) 未季節調整値 (資料) ECB

### （ 高まるギリシャの無秩序なデフォルトとユーロ離脱観測 ）

5月6日、フランス大統領選挙の決選投票とギリシャの議会選挙が実施された。フランス大統領選挙では社会党のオランド候補が勝利、15日の大統領就任早々ドイツを訪問、独仏首脳会談を実現した。独仏の足並みの乱れへの市場の懸念はとりあえず払拭され、6月末の首脳会議に向けてEUがまとめるとされる「成長戦略」など具体的成果を見極めようとのムードになっている。

その一方、欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）からの支援の見返りに緊縮策を約束した新民主主義党（ND）と全ギリシャ社会主義運動（PASOK）の連立与党の旧二大政党の議席が過半数を割り込んだギリシャでは連立協議がまとまらず、6月17日に再選挙を行うことになり、無秩序なデフォルト（債務不履行）とユーロ離脱につながるとの見方が勢いを増している。

### （ 新政権とEU・IMFが妥協点を見出せなければ、ギリシャの資金繰りは行き詰まる ）

それでは、再選挙後のギリシャが、どのようなルートを辿れば無秩序なデフォルト、ユーロ離脱という結末に至るのだろうか？

まず、無秩序なデフォルト観測の起点は、「再選挙での反緊縮派を中心とする政権の誕生」であり、「新政権が緊縮策の撤回という公約を固持し、EU・IMFとの交渉が決裂した場合」に、「支援打ち切り→ギリシャ政府の資金繰りの行き詰まり→年金・公務員給与等の支払い遅延による社会的混乱と政府債務の元利払い停止（無秩序なデフォルト）による金融ショックの発生」という経路を辿ることになる。ギリシャは財政の基礎的収支（プライマリー・バランス）が赤字であるため、デフォルトしても、緊縮財政から逃れることはできない。

このシナリオの起点となる「再選挙での反緊縮派を中心とする政権の誕生」の可能性は決して低くはない。6日の選挙後、第2党となり、EU・IMFとのプログラムの「撤回」を主張してきた急進左派連合（SYRIZA）への支持が第一党となったNDを上回る状況が続いてきた。ただ、15～17日実施のMARC／アルファの調査ではNDがSYRIZAを上回るという結果が出ている。ND、PASOKが、EU・IMFとの関係悪化が招く混乱回避を呼びかけることで、旧二大政党主導の政権に落ち着く芽もある。

再選挙がどのような結果になるにせよ、最も重要な点は、新政権とEU・IMFが支援の実行とその条件について妥協点を見出すことができるのか、妥協案に対する国民の理解を取り付けることができるかである。

### （ 反緊縮派はユーロ離脱・自国通貨（ドラクマ）復帰政策を進めたい訳ではない ）

ユーロ離脱に関しては、ユーロが不可逆的な制度として導入されたことから、EUの基本条約に条件や手続きに関する規定はなく、基本条約第50条のEUからの離脱手続きは「加盟国によるEU首脳会議への告知」に始まるもので、「除名」に関わるものではない。このため、EUの機関やその他の加盟国が、ギリシャにユーロ圏からの離脱を強制することはできないが、ギリシャが民意の後押しを受けて、離脱を望むのであれば、他国は容認せざるを得ないというのが一般的な解釈だ。

だが、ギリシャ場合、国民の8割はユーロ圏への残留を望んでいるとされる。SYRIZAが高い支持を集めたのも、「緊縮策の撤回」とともに「ユーロ圏への残留」というギリシャ国民の大多数の思いを組み合わせた公約を掲げたからだ。反緊縮派を中心とする政権の誕生＝ギリシャ経済再

生のためのユーロ離脱政策の推進ではない。

### （ギリシャは内的減価の痛みを耐えられなくなりつつある）

こうした事情にも関わらず、ギリシャの危機克服にはユーロ離脱は不可避という見方も強い。最大の要因は、これまでギリシャが進めてきた「単一通貨圏に留まりながら、賃金・物価の切り下げという内的減価で競争力回復を図る」という政策の痛みは大きく、ギリシャはその痛みを耐えられなくなりつつあることだ。ギリシャは、むしろ、ユーロを離脱して、自国通貨（ドラクマ）を再導入し、為替調整で経常収支赤字の解消と競争力の回復を図るべきという考えである。

確かに、名目成長率を押し下げる内的減価は、政府債務残高のGDP比率の安定化という目標と相容れないものである。今年3月にIMFがまとめたギリシャの審査報告書でも、香港やオランダ、ドイツ、バルト諸国など内的減価による競争力回復の事例研究に関するコラムを掲載、「成功事例は極めて少ない」ことを指摘している。

同コラムでは、内的減価成功の最も重要な条件は「生産要素の流動性が高く、賃金・物価の柔軟性に富む開放経済であること」で、「国民の為替制度への支持」、「財政の健全性」、「強靱な銀行システム」も補完的な条件としている。ギリシャの場合、今のままでは内的減価が成功しにくい構造であり、構造調整とともに、外的なサポートも必要であることを示唆している。

### （しかし、ドラクマ再導入は副作用も大きい）

IMFの報告書には、競争力回復のためのもう1つの選択肢であるユーロ離脱の潜在的な影響の分析も行われている。IMFの試算結果は「実質実効為替相場のおよそ5割の減価、10%を超えるGDPの落ち込み、30%以上の物価の上昇」である。この分析の結論は、「離脱後の政策運営次第」としながらも、「為替切り下げによる価格競争力向上効果も、輸入インフレとマネタリー・ファイナンス（中央銀行による財政赤字のファイナンス）が引き起こすインフレで相殺される」というものである。

筆者も、ギリシャがドラクマ再導入し、為替を切り下げることが、問題解決につながるという見方には懐疑的だ。ユーロ建て債務の返済負担増大という問題に加え、経常収支の改善もかなりの痛みを伴うものとなると予想されるからだ。

ギリシャの経常収支赤字はピークの2008年のGDP比14.9%からは改善しているが、2011年も同9.8%と高水準で推移している。貿易収支の赤字の削減が進まないことが原因だ（図表1）。ギリシャは、1981年から欧州の統合に加わり、域内関税ゼロの恩恵に浴してきたこともあり、生活必需品である食品、軽工業品も輸入に依存する構造となっている。対ユーロでの自国通貨安が進めば主力産業の観光業や海運業の競争力は改善し、旅行収支や輸送収支黒字は拡大するかもしれない。その一方、ユーロ建ての生活必需品は大幅に値上がりし、輸入インフレが起こるだろう。

経常赤字のファイナンスという面では、官民の借入れというルートは断たれても、「ユーロ離脱＝ドラクマ再導入」が現実化すれば、先安感から手控えられてきた直接投資拡大につながる期待もある。だが、新ドラクマの価値に対する不安、すなわちギリシャ中銀の金融政策運営能力への信頼が確立しなければ、先行きの減価期待は解消せず、効果も限られたものになるように思う。

**( EU・IMFとの交渉決裂でユーロシステムから切り離されれば、ギリシャの銀行システムは崩壊する )**

「ユーロ離脱＝ドラクマ再導入」には現金通貨の切り替えなどの準備も必要になる。混乱を最小限に留めるために、極めて高い実務能力が求められる。自国通貨復帰に強い意志が存在しない中で実現するようには思われない。

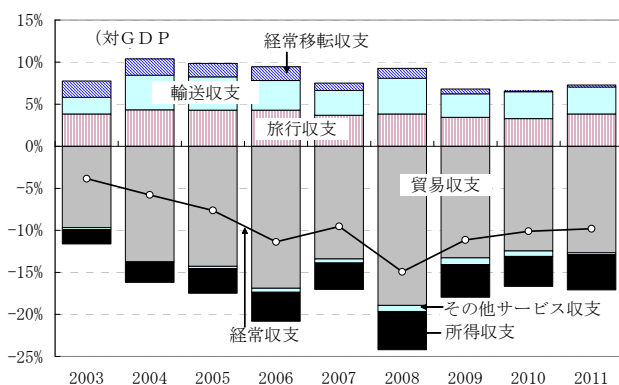
ただ、「EU・IMFの交渉決裂→支援打ち切り→無秩序なデフォルト」となった場合、ECBがギリシャ国債を適格担保から除外、ギリシャの銀行がECBからの資金供給を受けられなくなり、ユーロシステムから切り離されることで、ギリシャが独自の手を打たなければならなくなるという事実上の切り離しといった事態は想定できないわけではない。

ギリシャでは、財政危機が表面化した2010年以降、銀行からの預金流出が始まっていたが（表紙図表）、足もとでは預金封鎖やユーロ建て預金のドラクマ建てへの強制転換といった思惑でその傾向が一段と加速しているとされる。EU・IMFの追加支援には銀行増資支援のための総額480億ユーロが用意されているが、230億ユーロ相当の未実行分も利用できなくなる。

また、無秩序なデフォルト＝EU除名とはならないものの、EU加盟国としての権利でもあり、成長雇用のための原資としての有効活用が期待されるEU財政の構造基金を利用することも難しくなるだろう。

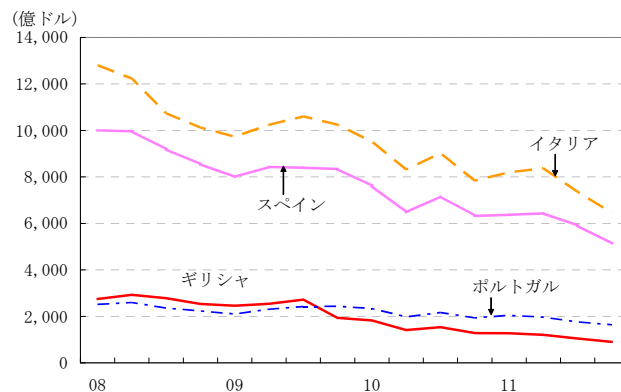
EU・IMFとの交渉決裂の結果として救済融資の停止だけでなく、ユーロシステムから事実上切り離され、EU加盟国としての権利も停止されることになれば、ギリシャの銀行システムは崩壊、経済・社会の混乱は一層深刻化するだろう。

**図表1 ギリシャの経常収支対GDP比**



(資料) ギリシャ中央銀行

**図表2 欧州銀行の南欧向け対外与信残高**



(注) 対外与信 (Foreign Claims) = 国境を超える与信 + 外国銀行支店・現地法人の国内与信

(資料) BIS

**( ユーロ圏の耐性は第一次ギリシャ・ショック時よりも向上しているが、やはり影響は大きい )**

ギリシャの無秩序なデフォルト、ユーロシステムとEUからの事実上の切り離しというショックは、ユーロ参加国に、貿易や銀行取引といった直接的な経路だけでなく、ポルトガルやスペイン、イタリアなどもいずれはギリシャと同じ道を辿るといった思惑が広がり、国債の価格下落（利回り上昇）、民間資本の流出に拍車がかかる「伝播」という形でも影響を及ぼすと考えられる。



こうしたギリシャ・ショックに対するユーロ圏の耐性は、2009年～2010年にギリシャ政府の信用不安が発覚した当初（＝第一次ギリシャ・ショック）に比べれば向上していると考えられる。

これらのうち、銀行取引を通じた経路については、ギリシャからの資金の引き上げが進展し（図表2）、今年3月にはE F S F（欧州金融安定ファシリティ）から支援を受けた民間関与（P S I）、すなわち大幅な損失負担を伴う債務交換が完了したことで、以前よりも細くなっている。そうは言っても、国債ばかりでなく銀行や企業向けの貸し出しにも広範なデフォルトが生じる影響は軽視できない。

「伝播」のリスクも、ギリシャの総選挙後、南欧、アイルランドの国債利回りが上昇しており、依然として軽視できない。特に、自力でも危機克服を目指してきたものの、財政赤字の削減、銀行システム健全化の遅れが目立つ、スペインには強い圧力が加わっている。ただ、スペイン政府が国債の消化難に直面した場合には、E F S F、今年7月以降はE S M（欧州安定メカニズム）の条件付き融資、予防的融資枠の設定、国債の買い入れ、銀行の増資支援のための融資などの機能を通じて支援するだろう。防火壁を欠いていた第一次ギリシャ・ショック時とはかなり事情が違う。

E C Bが1兆ユーロを超える3年物資金を供給したことも流動性の問題による銀行破たんのリスクを封じ込めたという点で安心材料となっているし、今後の「有事」においては、金融システム混乱回避のために全力を尽くすと期待される。

その一方、ギリシャ支援の破たんは、E C Bのバランスシート、決済システムの負担となり、救済融資を行ってきたユーロ参加各国の損失が現実化することになる。伝播リスクに対応するための、新たな救済費用の発生も含めて、大きな負担につながる。

### （ EU・ユーロ圏が負う痛手は経済面に留まらない ）

ギリシャを支援体制・ユーロシステムから切り離すことによる損失は経済的領域には留まらない。E Uと単一通貨ユーロは「二度と戦争を起こさない」という政治的意志の結実であり、80年代に当時の統合参加国と大きな所得格差が認められた南欧の統合への参加を認めたのも、軍事政権（ギリシャ）、独裁政権（スペイン、ポルトガル）下にあった国々に民主主義を根付かせることで、欧州全体の政治・社会の安定につなげたいという思いがあった。

こうした統合の成り立ちに立ち返ると、ギリシャが、無秩序なデフォルトの末、ユーロシステムから事実上切り離されて、今以上に深刻な混乱に陥った場合、ユーロ圏、E Uの危機管理能力は揺らぎ、統合の理念、欧州の連帯は大きく傷つくことになる。まして、ギリシャは、バルカン半島という政情が安定しているとは言い難い地域に立地している。地政学的にも切り離すと孤立が持つ意味は重い。

### （ 支援破たんの影響は深刻でも、支援国側の譲歩にも限界がある ）

このように経済的にも政治的にも損失が大きすぎるという理由で、ユーロ離脱の可能性を排除することは、モラルハザードを助長し、危機克服のための財政規律や構造改革への取り組みを阻むことにもなる。ギリシャに対しても、「ユーロ参加国としての義務を果たせない、あるいはE U・I M Fとの合意を守れないのであれば、ユーロ圏に留まることはできない」といった「ユーロ離脱」の可能性を排除しないスタンスを取らざるを得ない。

特に、ギリシャの場合、この3月に緊縮策を条件とする追加支援と合わせて「秩序だったデフォルト」による債務返済負担の緩和を実現したばかりである。ギリシャ国民の民意を受け止めて緊縮策の部分的修正に応じることはあっても、撤回を認めることはできない。

**( 誰も望まない結末を回避すべく、穏当な決着が図られると見られるが、不安心理払拭には時間 )**

ギリシャ政府とEU・IMFとの交渉決裂・支援停止は、ギリシャの混乱を深めるばかりでなく、EU・ユーロ圏も大きな犠牲を払うことになる。筆者は、誰も望まない結末を回避すべく、ギリシャ政府とEU・IMFが「緊縮策の枠組みを維持するが、EUが成長戦略の一環として、痛みを緩和するための成長・雇用支援策を強化する」という穏当な決着を期待しており、可能性も高いと見ている。

だが、今後の展開は、まずは再選挙におけるギリシャ国民の選択、その後は、国政を付託された政権政党の調整力に負う部分大きい。この問題の決着が見えてくるまでは、不安心理が市場を支配する状況が続こう。

---

(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。