

2015年6月19日

調査レポート

なぜギリシャ危機は終息しないのか ～求められる「ソルベンシー問題」への支援～

- 欧州債務問題は、2009年10月に発覚したギリシャの財政統計の改ざんに端を発するものである。以降、EUとIMFに対して金融支援を要請した国は5ヶ国(キプロス、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン)存在する。しかしながら、ギリシャだけが金融支援を卒業できておらず、経済危機が続いている。その理由は、経済危機の根幹にある累積債務危機が収束していないこと、言い換えればギリシャの累積債務危機に対してEUの支援戦略アプローチ(資金提供に応じる代わりに、緊縮財政と構造改革の同時遂行を義務付ける)が機能していないことにあると考えられる。
- 一般的に、政府の累積債務危機の性質は、流動性(リクイディティ)問題と支払能力(ソルベンシー)問題に大別される。5ヶ国の累積債務危機を性格付けした場合、ギリシャ以外の4ヶ国の場合は当初からリクイディティ問題であり、ギリシャの場合はソルベンシー問題であったと整理できる。典型的な債務の「自己増殖プロセス」に陥ったギリシャの場合、資金提供によって一時的に資金繰りを改善させたとしても、事態の改善は見込み難い状況であったと考えられる。
- 各国で緊縮財政への不満が強まるなかで、構造改革へのハードルは徐々に高まっているといわざるをえない。反EUを掲げる極右・極左政党の台頭が懸念される環境の下で、緊縮財政を維持したまま構造改革を推進することは、政治的な暴発が生じることにつながりかねない。なかでもギリシャの政治情勢は、経済危機の長期化を受けて危機的な状態である。構造改革を推進させるためには、やはり政治危機と経済危機を終息させることが先決となるだろう。
- ギリシャの経済危機を落ち着かせるためには、これまでのような資金提供を梃子に緊縮財政と構造改革の同時遂行を求めるアプローチではなく、デットオーバーハング問題を軽減するための追加的な債務再編が必要となるだろう。追加的な資金提供で資金繰りを一時的に改善させても、ギリシャの支払能力が弱まっているなかでは、結局は無に帰す公算が大きい。EUは、債務再編を認める対価として、ギリシャ側の構造改革を促す方向に、その支援戦略アプローチを転じていくことが望まれる。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2
TEL:03-6733-1070

はじめに

2015年の年明け以降、ギリシャの経済危機が再燃している。同年1月の総選挙で、反欧州連合（EU）色を前面に押し出した急進左派連合（SYRIZA）が大勝し、新たに成立したツィプラス政権は、トロイカ（EUと国際通貨基金（IMF）、欧州中央銀行（ECB）の3者連合。なおSYRIZAは、この3者を「ブリュッセルグループ」と称している）に対して、緊縮財政の緩和と構造改革の見直しを巡る条件闘争を仕掛けている。これに対して、トロイカを束ねるEUはこれを断固として拒否するなかで、ギリシャ政府が債務不履行（デフォルト）に陥る可能性が高まっており、金融市場は警戒感を強めている。

振り返ると、欧州債務問題は、2009年10月に発覚したギリシャの財政統計の改ざんに端を発するものである。以降、EUとIMFに対して金融支援を要請した国は5ヶ国（キプロス、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン）存在する。そしてEUとIMFは5ヶ国に対して、資金提供に応じる代わりに、緊縮財政と構造改革の同時遂行を義務付けるという支援戦略アプローチを採用した。その結果、ギリシャとキプロスを除く3ヶ国に関しては既に金融支援を「卒業」しており、自力での国債発行を回復している。すなわち、アイルランドは2013年12月に、スペインは14年1月に、ポルトガルは同年5月に、それぞれ金融支援を卒業した。キプロスに関しては、金融支援プログラム自体が16年までを予定しているが、情勢は安定しているため、このまま金融支援を卒業できる公算は大きい。

他方で、ギリシャだけが金融支援を卒業できておらず、経済危機が続いている。筆者は2015年5月にアテネを訪問し、ギリシャ中央銀行など関係各位に対してヒヤリング調査を実施した。その際、異口同音に聞かれたのが、経済危機が長期化した結果、ギリシャ社会は1980年代の混沌とした状態にまで戻ってしまったという指摘であった。実際、財政緊縮を受けて道路網などは修繕が滞っており、市内を走る自動車なども古く汚れていたものが多かった。市内にクレーンなどは見当たらず、建築が好調なロンドンやフランクフルトとは実に対照的な状況であった。当然ながら、経済の疲弊は深刻なものになっている。

経済危機が長期化している理由としては、その根幹にある政府の累積債務危機が終息していないことがある。本稿ではその背景分析を試みるが、結論からいえば、ギリシャの累積債務危機に対して、EUの支援戦略アプローチが効果的に機能してないことが、同国の経済危機が終息しない最大の理由であると考えられる。

構成は以下の通りである。第1節で、経済危機の根幹にある累積債務危機の性格を理論的に整理する。続く第2節では、EUの支援戦略アプローチが功を奏したギリシャ以外の4ヶ国の累積債務危機の性格に関して、検討を行う。この議論を踏まえて、第3節では、長期化しているギリシャの累積債務危機の性格について考察を行う。さらに第4節で経済危機と政治危機の関係について述べた後で、最後に簡単なまとめを行う。

1. 累積債務危機の性格から整理した欧州債務問題

一般的に、政府の累積債務危機の性格は、流動性（リクイディティ）問題と支払能力（ソルベンシー）問題に大別される。

リクイディティ問題とは、そもそもの返済能力は高いものの、何らかの一時的な理由によって債務の支払いが滞る状態を意味する。この問題は、突発的な出費により、その月だけクレジットカードの支払額が大きくなってしまったような場合に、よく似ている。こうした事態になったとしても、債権者は債務者に対して、借入の支払を一時的に猶予する（分割払いに応じる、期日を先延ばしにする）などの措置をとれば、殆どの場合、債権を回収することができる。あるいは、債務者が追加的な借入をすることが可能であれば、債務不履行（デフォルト）になることはまずない。追加的な借入に関しても、そもそもの返済能力は高いので、時間が経てば返済することができる。債務者が政府であれば、その信用力の維持に努めようとする意志が家計や企業よりも強い傾向があるため、債権者も事態の解決に向けた交渉に乗りやすい。したがって、流動性問題は、累積債務危機のなかでは、問題の性格が比較的軽微であるといえる。IMFなど国際金融機関から資金提供を受けて、当座の流動性を確保すれば済む話だからである。

これに対して、ソルベンシー問題とは、返済能力以上の債務を抱えてしまっており、一時的な返済猶予を施しても事態が解決しない状態を意味する。つまり、債務の返済のために借入を重ねる多重債務者のような状況である。こうした状態に陥った場合、追加的な借入が困難であるから、債務者はこれまでの借入の返済に注力せざるをえなくなる。そうなると、通常の経済活動に用いられるべき資源までもが返済に費やされるため、経済は単純再生産すら困難となる。政府の信用力低下を受けて企業も資金調達に窮することから、設備投資なども滞るようになる。当然、雇用は悪化し、家計の消費も減少する。そして、そもそも低下しているソルベンシー（＝経済の成長力）がさらに弱まってしまい、累積債務危機がより悪化する。名目GDPとの対比でみた実質的な債務規模も拡大して、いわば債務の「自己増殖プロセス」に突入することになる（これを「デットオーバーハング問題」という）。こうなってしまうと、国際金融機関からの資金提供で資金繰りを一時的に改善させても、事態の改善は望み難い。

債務者の自助努力に限界があるなかで、債権者が債務再編に応じて債務者の支払負担を軽減させることは、有力な支援手段になりえる。具体的には、金利の減免や期間の延長、場合によっては債務の元本そのものを削減することで、債務者の返済負担を軽減させる。このスキームが巧く機能すれば、債務者の支払能力の回復が促されて、債権の回収率も高まることになる。そのため、債務再編は、債務者だけではなく債権者にとってもメリットがある支援手段になりえる。もっとも、債務再編の難しさは、債権者が債務者の条件の緩和にどれだけ応じればいいのか、明確な基準がないことにある。また債権者が返済条件の緩和に応じたことで、モラルハザードとなった債務者が借入の返済に対する意思を弱めてしまい、債権の回収がかえって滞る危険性もある。そうな

れば、累積債務危機の終息が遅れて、経済の損傷はますます大きくなる。債権者にとっても、回収可能性がより低下することになる。

現実的には、累積債務危機は複合的な現象であるため、その性格を明瞭に分けることは必ずしもできない側面がある。当初はリクイディティ問題であったとしても、時間の経過とともにソルベンシー問題へと悪化してしまう恐れもある。ただこうした点に留意してもなお、欧州債務問題のなかでEUとIMFから金融支援を受けた5ヶ国の累積債務危機を性格付けた場合、ギリシャ以外の4ヶ国の場合は当初からリクイディティ問題であり、ギリシャの場合はソルベンシー問題であったと整理できる。なぜならば、ギリシャ以外の4ヶ国のうち、少なくともアイルランドとキプロス、スペインの累積債務危機に関しては、銀行の不良債権問題に端を発するものであった。一方ポルトガルの問題に関しては、ギリシャと同様に、当初から政府の累積債務危機が意識されたものの、支払能力が意識されるような状態にはなかった。こうしたなかで、ギリシャの問題だけが、当初から政府の累積債務の規模が突出しており、かつ、その対外脆弱性が強かったからである。

2. リクイディティ問題の累積債務危機～ギリシャ以外のケース～

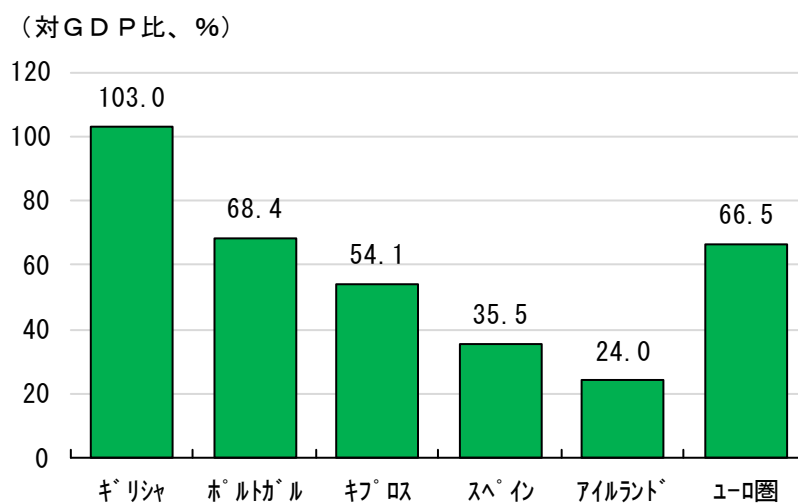
欧州債務問題のなかでEUとIMFから金融支援を受けた5ヶ国のうち、ギリシャ以外の4ヶ国のケースがリクイディティ問題であったことは、累積債務危機が生じるまでの経緯を改めて整理すると明らかである。

このうち、ポルトガルを除く3ヶ国、つまりアイルランドとキプロス、スペインの累積債務危機は、それぞれ銀行の不良債権問題に端を発している点で共通している。3ヶ国の銀行とも、ユーロに加盟して以降、対外資金調達に基づく投融资を活発化させて、そのバランスシートを拡大させた。そうした貸付が焦げ付き、銀行の不良債権問題が深刻化するなかで、その処理コストを政府が負担できるかどうか、金融市場が疑念を強めたことが、これらの国々の信用不安につながったのである。言い換えれば、それ以前の政府の財政状況は3ヶ国とも比較的健全であり、不良債権処理に必要な資金に目途がつけば、累積債務危機は終息しやすかったといえる。事実、欧州債務問題が顕在化する直前の2007年時点における公的債務残高は、アイルランドが対GDP比24.0%、キプロスが同54.1%、スペインが同35.5%と、いずれの国も安定・成長協定（SGP）の財政基準（同60%）を下回っていた（図表1）。

反面で、銀行部門はレバレッジを効かせていた。図表2は、金融支援を受けた5ヶ国の銀行部門の総資産の規模を2007年時点で比較したものである。なかでもアイルランドの銀行の総資産は対GDP比845.5%、キプロスは同533.7%と、ユーロ圏全体の水準（238.0%）をはるかにしの

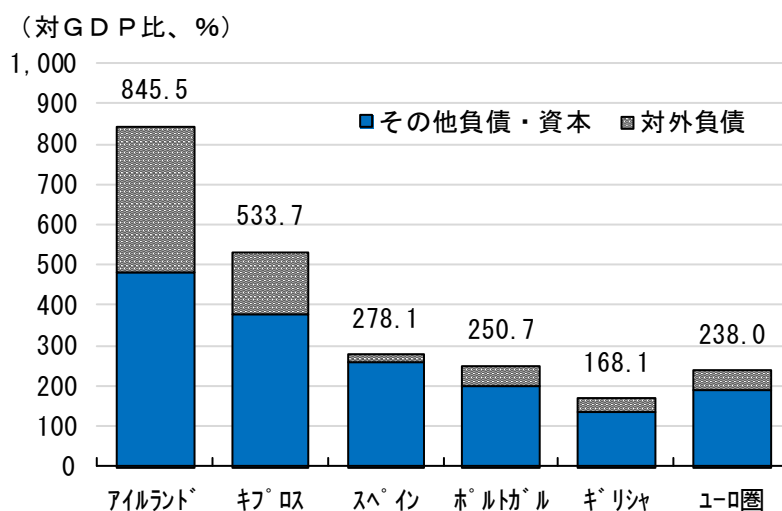
ぐ規模に膨らんでいた。またその負債・資本構造をみると、アイルランドではバランスシート総額の42.8%が、キプロスでは29.4%が対外負債で賄われていた。両国の銀行は、国際金融市場で直接資金を調達し、それを元手に積極的な投融資を行ったことになる。アイルランドの場合は、それが国内の不動産向けに回り、資産バブルが膨張した。そしてキプロスの場合は、国内の不動産向けに加えて、隣国ギリシャ向けの融資に用いられた。

図表 1. 5ヶ国の公的債務残高（2007年時点）



(注) ユーロ圏は18ヶ国でESA95ベース、その他はESA2010ベース。
 (出所) 欧州連合統計局

図表 2. 銀行部門の総資産（2007年時点）



(注) その他負債・資本＝総資産－対外負債
 (出所) 欧州中央銀行 (ECB)

一方でスペインの場合、銀行の総資産は2007年時点で対GDP比278.1%と、アイルランドやキプロスに比べて膨張の程度が軽く、対外負債への依存度も総資産の7.1%に留まっていた。スペインの銀行もまた不動産向け投融资に注力していたが、そのけん引役が一般的な商業銀行ではなく貯蓄銀行（Caja）という地域金融機関（ただし最大手のバンキア（Bankia）など、スペイン全土に展開した有力金融機関も存在した）であったことや、さらにそうした貯蓄銀行の主な資金調達に資本市場での「住宅資産担保証券（Cedula Hipotecaria）」の発行に拠っていたこと、住宅価格の上昇度合い（資産バブルの膨張度合）がアイルランドに比べて弱かったことなどから、銀行のバランスシートの膨張の程度が相対的に軽くなったと整理できる。

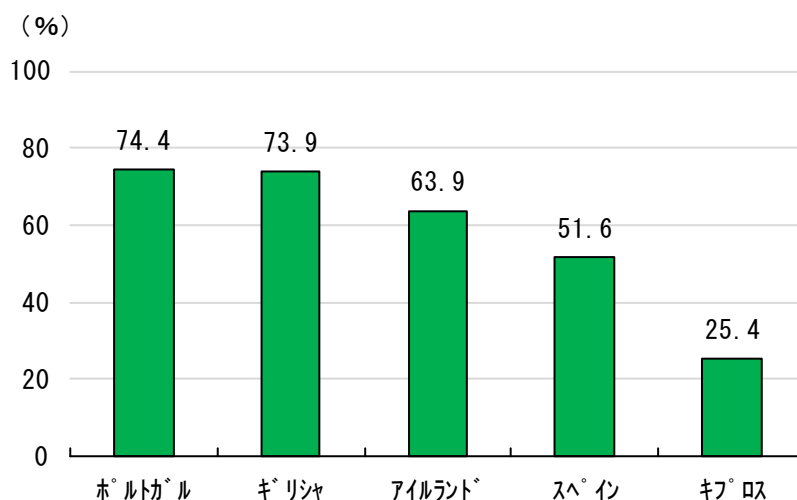
銀行の不良債権処理を促すためには、中央銀行による金融緩和（無制限の流動性供給など）のほかに、政府による財政支援、具体的には公的資金の注入や不良債権処理機関（バッドバンク）の設立といった手段が有効である。実際、アイルランドではNAMA、スペインではSAREBという公的なバッドバンクが設立され、国内の銀行の不良債権が移管されている。一方、キプロスでは、損失が大きかった国内の大手行の不良債権をバッドバンクとして経営から切り離す方式が採られている。銀行の不良債権問題自体は、経済成長を中長期に渡って制約する可能性を持つ深刻な問題である。しかし、財政の状態は元々健全であったため、緊縮財政と金融支援によって資本逃避への対応が済み、そして不良債権処理に伴う費用負担の在り方さえ明確になれば、累積債務危機は終息しやすい構造にあったと考えられる。こうした点を考慮に入れると、3ヶ国の累積債務危機はリクイディティ問題であったと結論付けることができよう。

他方でポルトガルである。同国の場合、2007年時点の公的債務残高は対GDP比68.4%と他の3ヶ国と比べると膨らんでおり、SGP違反の状態にあった。反面で、銀行部門の総資産は07年時点で対GDP比250.7%と、ユーロ圏全体よりは膨らんでいたものの、その程度は他の3ヶ国よりも軽微であった。住宅価格は2000年代を通じて低下基調にあり、資産バブルは生じていなかった。その理由は、ポルトガル経済が1999年のユーロ導入前のリスボン万博（1998年）前後にバブルの状態を経験しており、2000年代はむしろその調整過程にあったことにある。実際、ユーロを導入してから欧州債務問題が顕在化するまでの実質経済成長率は年平均1%程度と、ユーロ圏全体の水準（2%）を下回っていた。その意味で、政府の累積債務危機が意識されたとしても、一方で銀行部門の不良債権問題が深刻化を免れるなど、調整圧力がそれ程高まっていなかったなかで、政府の支払能力までが問われるような状態ではなかったといえるだろう。やはり、緊縮財政と金融支援によって資本逃避への対応が済めば危機は終息しやすく、その意味でリクイディティ問題的性格であったと考えられる。

3. ソルベンシー問題的な累積債務危機～ギリシャのケース～

上記4ヶ国と比較すると、ギリシャ政府の資金調達構造は対外脆弱性が高く、累積債務危機が顕在化した時点で支払能力が問われる事態になりやすかったといえる。累積債務危機が顕在化する直前の2007年時点におけるギリシャの公的債務残高は対GDP比103.0%と、他の4ヶ国に比べて、債務の規模は突出していた(図表2)。加えて、その調達構造をみると、全体の73.9%が対外債務で賄われていた(図表3)。対内資金よりも対外資金で賄う比率が高いという意味では、ポルトガル(総額の74.4%)やアイルランド(同63.9%)も同様であるが、公的債務残高の規模そのものはギリシャが圧倒的に大きかった。

図表3. 公的債務残高の対外依存度(2007年時点)



(注) 政府部門の対外債務残高÷公的債務残高
 (出所) 欧州連合統計局及び国際通貨基金 (IMF)

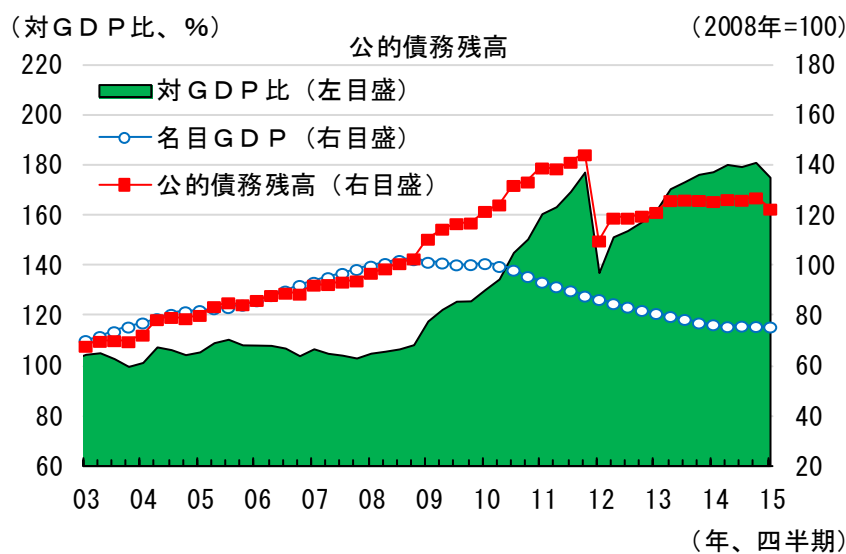
公的債務残高の大半を対外資金で賄うこと自体は悪いことではなく、国際金融市場によるモニタリングを強く受けることになるため、財政規律を守る観点からいえば好ましい側面もある。もっともギリシャ政府の場合、財政統計を改ざんし、債権者を欺むくかたちで対外資金を調達してきたという問題行為を犯していた。当然であるが、このことが2009年10月に明らかになったことで同国政府の信用力が大きく低下したことも、同国のソルベンシー問題を悪化させる大きな要因になったと考えられる。

こうしたなかでギリシャ政府は、2010年5月に、EUとIMFから総額1,100億ユーロの金融支援を受けたが、同時にその対価として、緊縮財政と構造改革の同時遂行を義務付けられた。緊

縮財政は資本逃避への、また構造改革は支払能力低下への（経済の成長力の向上のための）対応策としての意味合いがあったといえる。しかしながら、ギリシャの累積債務危機は終息しないばかりかむしろ悪化の度合いを強め、公的債務残高の規模は2008年から11年の4年間で対GDP比109.3%から171.3%にまで膨らむことになった。こうした事態を受けて、12年2月には第二次金融支援が実施され、EUとIMFから総額1,300億ユーロの追加金融支援が実施されるとともに、民間投資家による1,070億ユーロ相当の債務再編（PSI）も認められた。このことを受けて同年末の公的債務残高は対GDP比156.9%まで圧縮するが、翌年には再び膨張に転じ、14年末時点で同177.1%まで規模が拡大している。

2008年を基準（=100）とする指数で、この間の公的債務残高の名目ベースでの水準の推移をみると、2013年以降は126前後でほぼ一定で推移している（図表4）。簿価ベースでの債務は増加していないものの、一方で名目GDPの水準は低下が続いたため、GDPとの対比でみた債務の実質的な規模はむしろ膨らんだ。つまり、ギリシャは典型的な債務の「自己増殖プロセス」に陥ったことになる。名目GDPの減少が続く事態をもたらした最大の要因は、EUが資金提供の対価として緊縮財政を強制したことが強く影響している。緊縮財政は資本逃避への対応策としては必要だったといえるだろうが、一方でユーロ圏内における累積債務危機や国際収支危機を念頭に入れたセーフティネットの構築が急がれていれば、緊縮財政の程度はより緩いもので済んだかもしれない。また欧州安定メカニズム（ESM）など、セーフティネットの構築が進んだにもかかわらず、EUが緊縮財政の継続に固執したことも、ギリシャのデッドオーバーハング問題を深刻化させたといえるだろう。このような状況下では、資金提供によって一時的に資金繰りを改善させたとしても、累積債務危機の収束は望めなかったと考えられる。

図表4. 債務の「自己増殖プロセス」に陥ったギリシャ



(出所) ギリシャ国立統計局、同財務省

ここで問題になるのが、EUがギリシャの累積債務危機の性格を、そもそもリクイディティ問題であると見誤っていたのか、あるいはソルベンシー問題と認識しつつも適切な措置を施せなかったのか、という点である。この論点に関しては様々な議論があるだろう。リクイディティ問題と軽視していた可能性もあれば、ソルベンシー問題と認識しつつも、財政統計の改ざんという事態の経緯があるなかで、他の加盟国との公平性を考慮すれば債務再編を容易に認めることができなかつた可能性も否定できない。

少なくとも、EUがギリシャのデットオーバーハング問題への警戒感を明確に強めたのは、2012年の第二次金融支援時におけるPSIの実施に関して議論を始めた頃だろう。もっとも、結果だけみれば、PSIというかたちで実施された債務再編は、緊縮財政が緩和されなかったこともあり、ギリシャの累積債務危機の終息には不十分なものに留まったといわざるをえない。

4. 政治・経済危機のなかで構造改革は可能か？

EUは資金提供の対価として、緊縮財政と構造改革の同時遂行を義務付けている。この構造改革とは、供給サイドに力点を置いて経済の構造を改革し、その成長力を高めようとする取り組みを意味する。具体的には、労働市場の弾力化（解雇規制緩和、非正規労働の導入拡大、同一賃金同一労働の普及など）や行財政制度の合理化（国有企業民営化、年金制度改革、租税制度改革など）、規制緩和といった取り組みである。緊縮財政に関しては、金融支援を要請した5ヶ国ともこれを継続しており、基礎的財政収支（プライマリーバランス）は着実に改善している。こうしたなかで、EUは5ヶ国に対して、構造改革への取り組みの強化を求めている。ギリシャ以外の4ヶ国でもこの取り組みの進捗はまちまちであり、労働コストの一定の切り下げに成功して輸出主導の景気回復が続くスペインでさえ、労働市場の弾力化は解雇規制緩和などに留まっている。

もっとも、緊縮財政への不満が強まるなかで、構造改革へのハードルは徐々に高まっているといわざるをえない。供給サイドに力点を置く構造改革の発想そのものは、経済学的にみて極めて正しい方向性であるといえる。もっとも、そもそも構造改革は、その効果が出るまでには中長期の時間を要する一方で、短期でみれば既得権益者を中心に痛みを伴う傾向があり、政治的・社会的な反発を生みやすいという欠点がある。構造改革の推進には支持基盤が安定した政府の存在が必要不可欠な条件となるが、構造改革の進捗と政府の支持基盤の安定はトレードオフの関係にあるといえる。反EUを掲げる極右・極左政党の台頭が懸念される環境の下で、緊縮財政を維持したまま構造改革を推進することは、政治的な暴発が生じることにつながりかねない。

なかでも、ギリシャの政治情勢は危機的な状況である。図表5は、5ヶ国の欧州債務問題が顕在化して以降の政権の変遷を示したものである。累積債務危機が顕在化して以降の政権交代数を

比較すると、ギリシャ以外の4ヶ国では政権交代が1回であるのに対して、ギリシャでは4回にも達している。具体的には、2009年10月の総選挙で左派の全ギリシャ社会主義運動（PASOK）が右派の新民主主義党（ND）に勝利して、2011年11月まで政権を担った。次に、2011年11月からはPASOKを首班にNDと国民正統派運動を含めたかたちに内閣が改組され、これが12年5月まで続いた。さらに12年6月の総選挙で、首班がNDにスイッチし、PASOKと民主左派を含めた連立内閣が組まれた。この内閣が2015年1月の総選挙で敗北し、以降は極左政党SYRIZAが保守系反EU政党である独立ギリシャ人党と連立を組んで政権運営に当たっている。

累積債務危機の当初、旧来の二大政党であるNDとPASOKはその責任を巡ってお互いを非難し合っていたが、一方でEUから資金提供の対価として課された緊縮路線の継続に関しては、足並みをそろえていた。経済危機の長期化を受けて民意が離反し、SYRIZAといった反EU色が濃い極左勢力が台頭してくるなかでも、連立を組むことでなんとか緊縮路線を継続しようと努めてきた。こうしたなかで、民営化などの構造改革は滞らざるを得なくなった側面は軽視されるべきではない。この間、二大政党は、国際的な信用と国内的な信任に板挟みとなっていたといえる。そして、結局は2015年1月の総選挙でSYRIZAの勝利を許し、旧来からの二大政党制が崩壊するに至った。いわば、現在のギリシャは、経済危機と政治危機の「負の連鎖」に陥っている状況にある。

図表5. 欧州債務問題が生じて以降の5ヶ国の政権交代の変遷

		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
キプロス	右派							
	左派 連立・中道 新興勢力							
ギリシャ	右派							
	左派 連立・中道 新興勢力							
スペイン	右派							
	左派 連立・中道 新興勢力							
アイルランド	右派							
	左派 連立・中道 新興勢力							
ポルトガル	右派							
	左派 連立・中道 新興勢力							

(注) 網掛けが濃い箇所は、連立の枠組みが変化した（ギリシャ）か、その枠組み内で新政権が成立した（キプロス）ことを意味する。

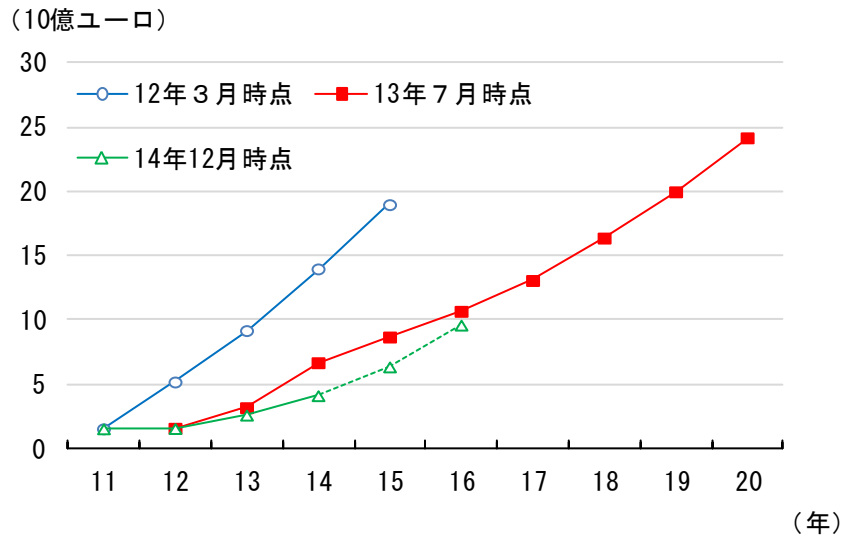
(出所) 各種報道資料

こうした混乱のなかでは、EUが求めるようなペースでの構造改革など、実行不可能であるといわざるを得ない。一例として、民営化の遅れに関してその経緯を確認しよう。ギリシャ政府がEUに対して最初に民営化計画を提出したのは、2011年3月に受けた第一次金融支援の第4回目の査察の時である。その際、ギリシャ政府は53の国有資産を5年間で売却し、その収入500億ユーロを持って公的債務残高を対GDP比で20%圧縮するという野心的な計画を提示した。もっとも、翌12年3月に公開された第二次金融支援時の『経済安定化プログラム』のなかでは、早くも民営化の累計収入目標額を15年までの間で190億ユーロにすると民営化計画の下方修正がなされた。結局のところ、直近14年12月時点の累計収入実現額は41億ユーロと、さらに12年3月時点から下方修正がなされた13年7月時点の最新計画目標値（67億ユーロ）との対比でも、その6割弱に留まっている（図表6）。

民営化が停滞した理由として、EUやIMFは、民営化を司る執行機関「資産管理会社（HRADF）」のガバナンスの弱さを指摘している。その論理は、HRADFの経営の独立性を高めれば、政治的影響力が弱まり民営化が進みやすくなるというものである。もっとも、構造改革を推進する主体があくまで政府であるなかで、その安定がない限り、執行機関の経営の独立性を高めたところで民営化など進まないだろう。加えて、緊縮財政を維持し、国内景気が冷え切っているなかで、ギリシャの資産収益率も低い水準での推移を余儀なくされている。民営化プロジェクトへの参加が期待される外国人投資家からみたギリシャの投資収益率は、ギリシャの内需成長率の動きと歩調を合わせて悪化している（図表7）。ギリシャの場合、港湾・空港などを除けば、民営化対象資産の殆どが内需向けの資産（上下水道、鉄道、公営賭博など）であるため、その収益率は不透明なマクロ経済環境の影響を受け易い。資産価格そのものも、政治・経済危機を受けて低下を余儀なくされたと考えられる。

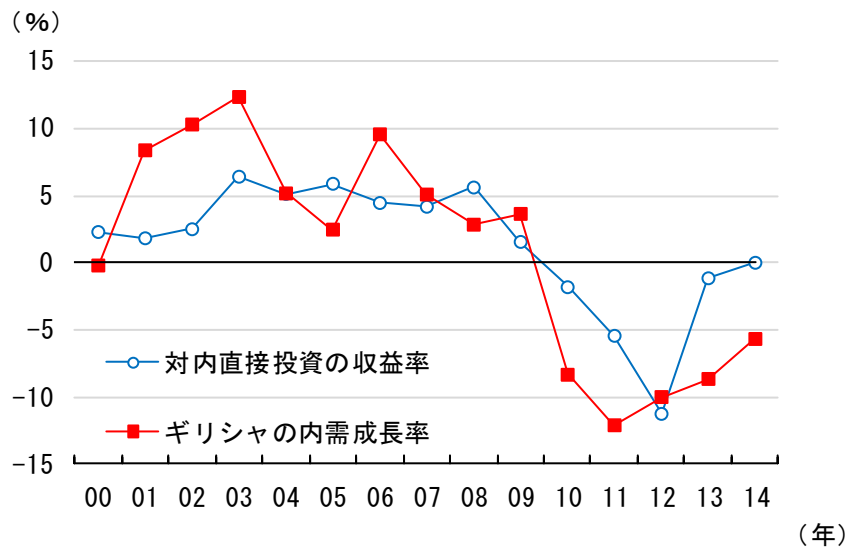
2015年1月に成立したSYRIZAのツィプラス政権は、民営化という構造改革そのものを凍結する方針を示した。SYRIZAの台頭は、ギリシャの政治危機の象徴的現象である。危機が長期化するなかで、ギリシャ国民の緊縮財政や構造改革に向けた機運は着実に弱まっている。SYRIZAの勢いが退潮したとしても、新たに成立した政府が緊縮財政や構造改革の同時遂行を素直に受け入れる可能性は低いといえる。EUに求められる支援戦略は、ギリシャに緊縮財政の継続と構造改革の推進を強いることではなく、同国の政治危機と経済危機を終息させることを優先するかたちに、そのアプローチを転換することではないだろうか。

図表6. 停滞する民営化プログラム - 民営化収入の予定累積額の推移 -



(出所) 欧州委員会、HRADF

図表7. 低下する対内直接投資の収益率



(注) 対内直接投資の収益率=対内直接投資支払÷対内直接投資負債残高

(出所) ギリシャ国立統計局、IMF

さいごに～高まる債務再編の必要性

以上、本稿では、ギリシャの累積債務危機に対してEUの支援戦略アプローチが効果的に機能していない背景の検討を試みた。

EUの支援戦略アプローチは、資金提供に応じる代わりに、緊縮財政と構造改革の同時遂行を義務付けるというものであった。ギリシャを除く4ヶ国に関しては、累積債務危機の性質がリクイディティ問題的であったことから、その終息に際してこのアプローチが効果を持ったと考えられる。一方でギリシャに関しては、危機の性質がソルベンシー問題的であったために、このアプローチがデットオーバーハング問題を悪化させて、経済危機を長期化させる方向に働いた可能性があることは、看過できないだろう。

追加的な資金提供で資金繰りを一時的に改善させても、ギリシャの支払能力が弱まっているなかでは、結局は無に帰す公算が大きい。ギリシャの経済危機を落ち着かせるためには、これまでのような資金提供を梃子に緊縮財政と構造改革の同時遂行を求めるアプローチではなく、デットオーバーハング問題を軽減する観点から、追加的な債務再編に応じるアプローチの方が有効だろう。EUは、債務再編を認める対価として、ギリシャ側の構造改革を促す方向に、その支援戦略アプローチを転じていくことが望まれる。そして同時に、ギリシャ側も構造改革を進めていく努力を強めることが期待される。

欧州債務問題の引き金を引いたギリシャ危機は、そもそも同国が財政統計を改ざんしていたことに端を発するものである。その意味で、ギリシャには大きな責任があり、それを免れることはできない。他方で、欧州債務問題そのものは、EUおよびユーロ圏が抱え続けてきた制度的不備、具体的には財政制度の不統一の虚を、市場が突いた現象である。その意味で、ギリシャにばかり、あるいは他の重債務国ばかりに責任を転嫁しようとする動きも間違っている。重債務国のみならず、EUもまた、財政の統一に向けた構造改革を進めなければいけない立場にあることを忘れてはならないといえよう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。