

Euro Trends

なぜギリシャ問題がこれほど注目されたのか？

発表日：2010年2月18日(木)

～米カリフォルニア州の財政危機との比較から～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

(要旨)

- ◇ ここ数ヶ月のギリシャ財政に対する市場の懸念と、それによるユーロ売りは行き過ぎの面があったことは否めない。財政収支や公的債務の大きさで見れば、対ユーロで増価した通貨を持つ日米英は何れもユーロ圏より分が悪い。
- ◇ ギリシャよりも遥かに経済シェアの大きい米カリフォルニア州の財政危機に対して、米連邦政府は救済を拒否。現在米国では同州以外にも多くの地方自治体が財政危機に瀕している。その構図は、今回のギリシャ財政危機に共通する。
- ◇ 今回のギリシャの財政危機で問題視されたのは、「非救済条項」の存在もあり、支援の枠組みが必ずしも明らかでなかったこと。EUによるギリシャ支援の基本方針が確認されたことは好ましい第一歩だが、ここにきて他の加盟国の間でギリシャ救済への不満の声が高まっている点には注意が必要だ。

ギリシャ財政を巡る一連の混乱を振り返って疑問に思うことがある。経済規模で見ればユーロ圏の高々2.5%を占めるに過ぎないギリシャ一国の財政問題によって、なぜこれほどユーロが売られてきたのか。この問い掛けに対して予想される回答は「問題がギリシャ一国にとどまっていればユーロ圏全体の信認が問われることはないが、他の南欧諸国も同様に財政問題を抱えており、危機の伝播のリスクが嫌気されている」と言ったものではないか。同感である。だが、この数ヶ月でユーロは対ドル、対円、対ポンドで大きく下落した。そして、それらの為替レートを介した相手国である米国、日本、英国は何れもギリシャや他の南欧諸国と同様に財政問題を抱えている。欧州委員会の昨年10月時点の見通しによれば、2010年の財政赤字の名目GDP比率は米国が13.0%、日本が8.9%、英国が12.9%¹と、ギリシャの12.2%に匹敵する。ところがユーロ圏全体での同比率は6.9%と日米英ほど悪くない。

こう述べると、財政リスクは単年度の収支ではなく、中長期的にみた政府の債務返済能力が問われているとの反論があろう。その通りだ。ただ、その点でも日米英の分が悪いことには変わりはない。国際決済銀行(BIS)が最近発表した公的債務残高の長期予想²によれば、高齢化による社会保障関連支出の抑制な

¹ 国際通貨基金(IMF)による昨年10月時点の見通しでは、米国が10.0%、日本が10.2%、英国が13.2%。

² Stephen G Cecchetti, M S Mohanty and Fabrizio Zampolli, 2 February 2010, "Future of Public Debt: Prospects and Implications", Bank for International Settlements (BIS)

どを行わない場合、2040年の公的債務残高の名目GDP比率は米国が450%、日本が600%、英国が500%に達する見通しだ。これに対し、ユーロ加盟国の同比率は、オーストリアが280%、フランスが400%、ドイツが300%、ギリシャが400%、アイルランドが300%、イタリアが250%、オランダが400%、ポルトガルが130%、スペインが300%。ユーロ圏全体の数字は作られていないが、日米英を下回ることは間違いない。

勿論、一国の債務返済能力は単に財政赤字や債務残高の大きさに依存するものではなく、政府の政策運営能力、経済・社会システムの健全性、対外的な信用力、金融システムの成熟度、債務返済の原資となりうる外貨準備や対外資産の大きさなど、複合的な要因によって決まるものである。だが、フロー・ストックの財政指標を見る限り、日米英はユーロ圏よりも相対的な健全度が劣っていると言えそうだ。

これに関連した別の疑問は、昨年7月に米カリフォルニア州が財政危機を宣言した際と、今回のギリシャの財政危機に対する金融市場の受け止め方に大きな温度差があることだ。カリフォルニア州の経済規模は米国の13.5%と、ユーロ圏に占めるギリシャの規模を遥かに上回る。だが、それを材料に今回のユーロ圏に匹敵する規模でのドル安が引き起こされることはなかった。1国の財政危機と1州の財政危機を同列視することは出来ないと片付けてしまっているのだろうか。

地方自治体の財政破綻として日本で思い起こされるのは、2006年に夕張市が「財政再建団体」の適用を申請し、事実上の破綻状態にあると宣言したことだ。日本では歳入欠陥が一定の規模³に達した地方自治体は災害復旧事業などを目的とする場合を除き地方債の発行が出来なくなり、自主再建は極めて困難になる。財政再建団体の適用を受ければ、地方自治権を一部返上することを引き換えに、国の指導・監督のもとで財政再建を進めるための各種サポートを受けることが出来る。地方財政法や地方交付税法に地方債の償還を国が直接保証する規定はないが、財政再建団体制度は地方債の完済を前提としており、地方交付税制度の存在と合わせて日本の地方債の信用力維持に寄与している⁴。

一方、米国では連邦破産法第9章（いわゆるチャプター・ナイン）に地方公共団体の再建手続きが定められており、制度上デフォルトが存在する。古くは大恐慌期に4千数百の発行体がデフォルトし、最近でも1991年央にコネチカット州ブリッジポート市が⁵、1994年末にカリフォルニア州オレンジ郡が破産法の適用を申請した。勿論、米国でも危機に陥った団体に対する州政府や連邦政府が支援をするケースもあり、また金融保証会社（モノライン・インシュラー）が地方債に保証を付けることが多い。だが、国が有形・無形の支援をする日本と比べて、投資家が負うデフォルトに対するプレミアムは一般に高いと言える。

今回のカリフォルニア州の財政危機に対しては連邦政府が救済を拒否、自力での再建を余儀なくされている。また、現在米国ではカリフォルニア州以外にも多くの地方自治体が財政危機に瀕している。既に賢明な読者はお気づきであろう。この構図は今回のギリシャの財政危機と共通する。域内経済に占めるシェア、連邦政府が救済を拒否した点に鑑みれば、事態はむしろ米国の方が深刻と言えるのかもしれない。

こうしてみると、ここ数ヶ月のギリシャ財政に対する市場の懸念と、それによるユーロ売りはやはり行き過ぎの面があったことは否めない。ただ、米欧の状況を比較して言えることは、米国では現実にデフォルトに陥った場合の破綻処理の仕組みが法律で整備されているのに対し、EUでは「非救済条項」の存在もあり⁶、支援の枠組みが必ずしも明らかでないことだ。投資家は不確実性を嫌う。EUによるギリシャ支

³ 標準財政規模に占める実質収支の赤字額（赤字制限比率）が道府県で5%、市町村で20%超。

⁴ 日本および米国の地方債制度については、（株）日本格付投資情報センター、『地方債格付け～自治体は本当につぶれないのか～』、1999年、日本経済新聞社を参照した。

⁵ 同市の破産については、（財）自治体国際化協会、「米国地方政府の破産」、CLAIR REPORT NUMBER 59、1993年に詳しい記載がある。

⁶ 非救済条項については、2月12日付レポート「EUがギリシャ支援を表明～真の正念場はどのように経済・財政の建て直

援の基本方針が確認されたことは好ましい第一歩だが、ここにきて他の加盟国の間ではギリシャ救済への不満の声も高まっている。報道によれば、ドイツの連立政権の一角キリスト教社会同盟（CDU）のゼーホーファー党首は17日、「ドイツは納税者の血税でギリシャを支援することに抵抗しなければならない」との趣旨の発言を行ったとのこと。EUがギリシャ支援に二の足を踏んだ場合、米国政府がカリフォルニア救済を拒否した時と同様の反応にとどまるとは思えない。

以上

しを図っていくか～」を参照されたい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。