

ギリシアの経常収支と危機に至る成長経路： 債務（信用）主導型成長と国際資本フローの役割

尹 春 志

I. はじめに

2010年に始まるギリシア危機は同国経済を破壊し、深刻な社会的・政治的危機へと導いた。トロイカ（欧州委員会・欧州中央銀行、国際通貨基金）の課した緊縮と構造改革がもはや破綻していることは、衆目の一致するところだろう。にもかかわらず、それはなお堅持されている。

トロイカが描いたギリシア経済「再生」シナリオの重要な柱が、いわゆる「対内的切下げ（internal devaluation）」であった。それによれば、ユーロ・システムの下、通貨の切下げ調整が不可能である以上、経常収支赤字国には、不均衡是正のために（賃金だけでなく社会保険料の使用者負担分を含む）労働コストの引き下げが求められる。逆に言えば、労働コストを切り下げさえすれば、「競争力」が高まり、当該経済が輸出主導成長経路に乗ることで、貿易収支が改善し経常収支赤字も縮小すると、トロイカは夢想したのであった。それは、ギリシアに破壊的な影響だけを残したにもかかわらず¹、今やマクロ不均衡は正手続きの一部として制度化されている。

ユーロ危機の勃発から7年近くが経過した今日、ギリシアの経常収支と危機を改めて取り上げるのは、この「対内的切下げ」をめぐる議論と、その根拠となるはずの不均衡あるいは危機の原因分析との間にある種の「捻じれ」があり、

1 南欧に課された労働市場改革という名の「対内的切下げ」政策の詳細については、拙稿（2015）で論じた。またギリシアにおけるその諸結果については、Theodoropoulou（2015）ならびにLapavitsas et al.（2017）にも簡潔に整理されている。

そのことが翻って、中長期的にギリシアに必要なものの所在を曖昧にしていると考えるからである。

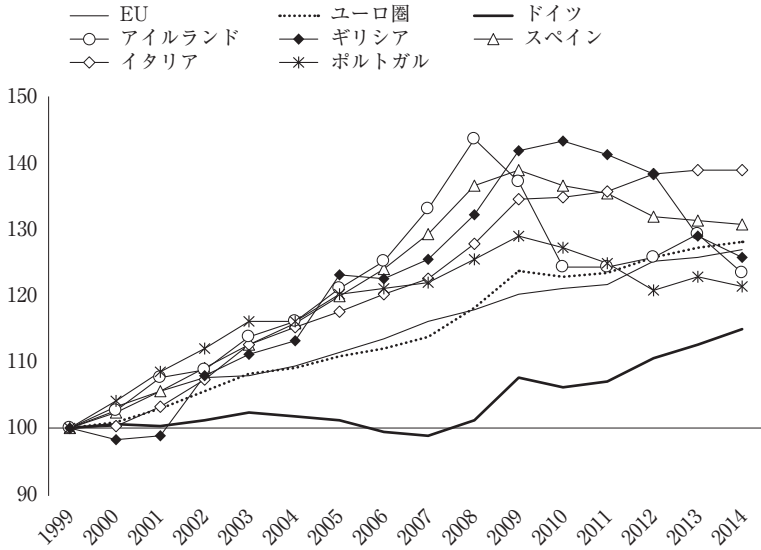
たとえば、「対内的切下げ」への批判者には、ギリシアの経常収支赤字の原因をドイツ（ならびに北部欧州）との「競争力」格差＝労働コストの格差に求める者が多い²。その真意は、危機以前に労働市場・社会政策改革を通じてドイツが敢行した「対内的切下げ」こそが、域内経常収支不均衡の原因であり、ユーロ圏内の「底辺への競争」の口火を切った、と主張することにある。そして、それは緊縮・構造改革路線に固執するドイツに対する批判とともに、危機＝ドイツ責任論の柱をなしている（Flassbeck and Lapavitsas 2013；Lapavitsas et al. 2010b；Lapavitsas et al. 2011；2017；Stockhammer 2011；2016）。

だが一見、ユーロ危機の政治経済的力学の核心を突くかのように見える、この種のラディカル派の立論は自己矛盾に陥っている。

ギリシア（および他のGIIPS）とドイツとの「競争力」格差を表していると言われるのが、いまやお馴染みの名目単位労働コスト（unit labor cost：ULC）の図1-(a)ならびに図1-(b)である。図はギリシアとドイツの名目ULCの格差の広がり示しており、この指標が経常収支不均衡と強い因果関係をもつことは自明であるとなされる。先のドイツ批判も、このことを論拠にドイツの「対内的切下げ」を問題にするのだが、他方で、この指標こそ、欧州中央銀行、あるいはEUが、マクロ経済不均衡のなかでも「競争力」の歪みを測る構成要素として重視し、「競争力」格差を理由に「対内的切下げ」の必要を説く際の論拠として使うものなのである。発想の逆転というのかもしれないが、「対内的切下げ」批判の論拠が「対内的切下げ」推進の論拠と同じというのは、奇異だと言わざるをえない。

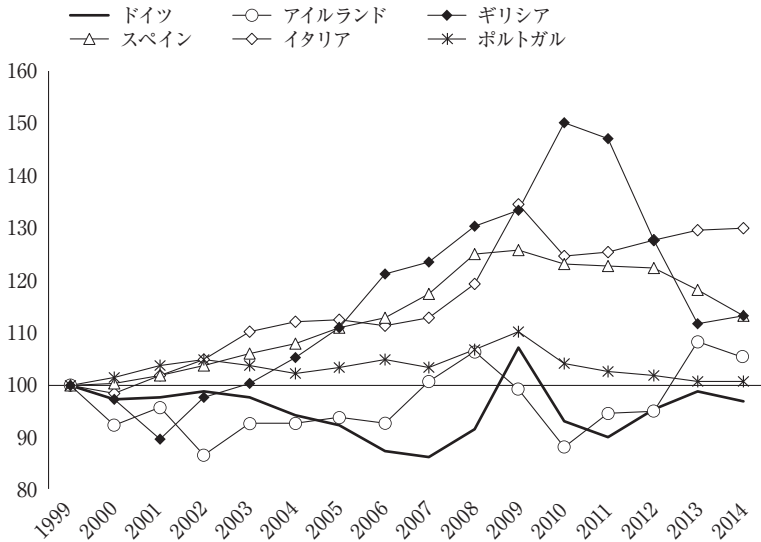
2 そうした批判者としては、ギリシア急進左派連合（Syriza）所属（後に離脱）の国会議員として選出され、ユーロ離脱（ドラクマ復帰）論者としても知られるロンドン大学教授のC.ラパヴィツァス（Costa Lapavitsas）と、同じくチブラス（Alexis Tsipras）政権の財務相として、2015年にトロイカならびにユーロ・グループとの交渉に臨んだY.ヴァルファキス（Yanis Varoufakis）を挙げることができる。後者に近い論調は、かねてよりEU＝新自由主義批判を展開してきたポスト・ケインジアン（E.ストックハマー（Engelbert Stockhammer）にもみられる。Flassbeck & Lapavitsas（2013）、Varoufakis and Tserkezis（2014）、Stockhammer（2011）を参照。

図1-(a) 名目単位労働コストの推移（1999年=100）



出所：AMECO database より作成。

図1-(b) 名目単位労働コストの推移（製造業，1999年=100）



出所：AMECO database より作成。

一方、この種の「対内的切下げ」批判の政策的含意は、ドイツの域内アプゾーバーとしての役割強化・促進であり、いわばその「対内的切上げ（internal appreciation もしくは revaluation）」を通じた域内成長の「ハイロード（High Road）」への回帰ということにあらう（Stockhammer 2014；2016）。もちろんここに、規範的な意味で否定すべきものはない。

ところが「対内的切下げ」にせよ、「対内的切上げ」にせよ、労働コストの変化が自動的に価格「競争力」に反映され、それが貿易収支、あるいは経常収支構造を決めるという因果関係を受け入れるという点では、同一の論理構造に立脚している。換言すれば、そこには、自覚しようとしまいと、（労働コストを含む）価格を变化の主要因に措定し、その変動による諸結果があたかも可逆的であるかのように取り扱う、機械論的経済観が内在している。

ギリシアに課され続ける緊縮政策や構造改革（を通じた対内的切下げ）は論外としても、では条件を反転させ、ドイツの名目 ULC が上昇すれば（対内的切上げ）、あるいはドイツが内需拡大に動けば問題は解決されるのだろうか。そこでは、ドイツとギリシアの産業構造上の違いも、ドイツを中心に形成されてきた階層的な EU＝地域的生産構造といった論点も、またギリシア経済がより広い世界経済の構造変化のなかにどのように位置づけられるか、といった当然問わねばならないことが、すべて等閑に付される。危機を前後するギリシアをめぐる状況には、今日でも明らかにすべき点は、多々残されている。

本稿では、こうした問題意識の下、上記の論点を考える際の前提となる、危機に至るギリシア経済の実態を明らかにすることを目的にする。

以下では、まず「累積的」あるいは「構造的」赤字の一語で片づけられる経常収支赤字の内実を、ごく一般的な国際収支統計を用いて検討することからはじめる。次にギリシア中央銀行と統計局のデータからギリシア特有の経済成長経路を明らかにしつつ、「競争力」格差とは異なる経常収支不均衡の要因にアプローチする。最後に負債構造と国際資本フローの変化に着目しながら危機に至る過程でギリシア経済に何が起きていたのかを確認しておく。

II. 構成要素の変化からみるギリシアの経常収支

ユーロ危機を論じる際、域内経常収支不均衡に言及されないことはない。ではその内実はというと、意外にも十分に語られてこなかった。言うまでもなく、経常収支は、種々の項目に分類される経済活動に起因する資金の流出入の「balance（差額）」にすぎない。同じ100億ユーロの赤字であっても、そこに至る経路も要因も多様であるが、100億ユーロの「収支」だけを見ても、当然、それはわからない。この初歩的な事実から出発すれば、2000年代後半以降のギリシアの経常収支問題が、労働コストや価格「競争力」の格差だけに還元できるものではないことが明らかになる³。

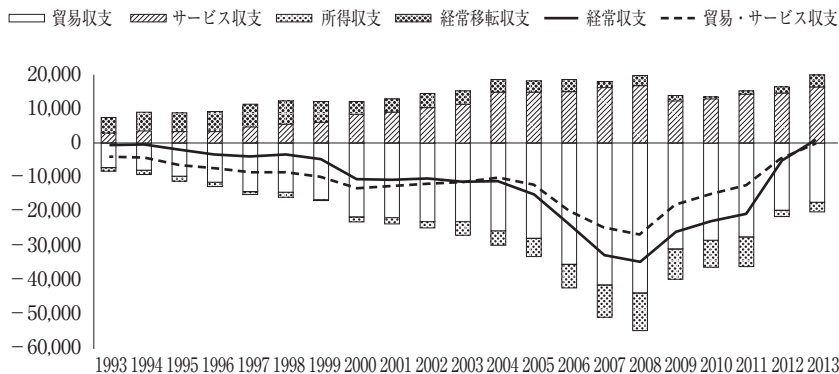
1. 「2004年」という転換点と所得収支の役割

EU 発足以降、ギリシアは趨勢的に経常収支赤字を拡大させてきたが、そこにはいくつかの画期があった。図2をみると、1990年代半ば頃均衡に近かった経常収支は、そこから緩やかな赤字拡大傾向を示した後、ユーロ発足とともに一気に赤字幅を増大させた。その後、2000年から2004年の相対的に安定した時期を経て、「2004年」を境に世界金融危機が勃発する2008年まで赤字が急拡大していく。経済収支赤字が問題にされるのは、この2004年以降の急拡大であるが、2004年とは、言うまでもなくアテネ・オリンピックの開催年である。

図2にみるもう一つの構図は、これも2004年を境に、経常収支と貿易・サービス収支を示すグラフが交差し、前者の赤字が後者の赤字を凌駕するようになるという変化である。この変化は何によってもたらされたのか。

3 ギリシア中央銀行の国際収支統計もすでにIMF国際収支マニュアル第6版（以下、BOP6と略）に依拠している。だがEurostatでもギリシア中央銀行でも、そのデータは2002年までしか遡及できない。本稿では経常収支の比較的長期のトレンドを把握するために、まずはEurostatが提供する旧版データを用い、国際収支の個々の項目についてはBOP6ベースの統計に依拠することにする。ただし、2002年以降のデータであっても、BOP6と旧版のデータは厳密に一致しないことは予め断っておく。また以下では、ユーロ発足以前の数値もユーロ建てで示されている。EurostatもAMECO databaseも、そしてギリシアの中央銀行や統計局も、時系列データの一貫性を確保するために、ユーロ発足以前の各国通貨データをあらかじめ定めた不変の固定為替レートでユーロ建てに変換している。

図2 ギリシアの経常収支の推移（IMF 旧マニュアルベース、100万ユーロ）



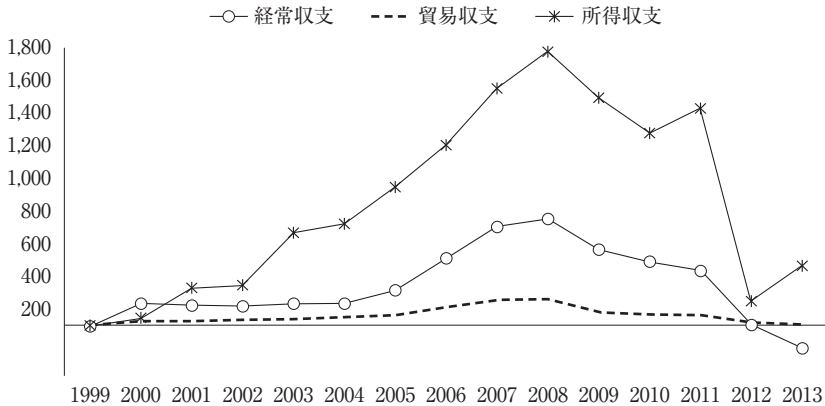
出所：Eurostat database より作成。

ユーロ発足以前、経常収支赤字が貿易・サービス収支赤字を下回っていたのは、主に経常移転収支の役割が大きい。逆に2000年に経常収支赤字が拡大した要因も、貿易・サービス収支赤字が拡大しただけでなく、経常移転収支黒字が縮小してしまったことにある。

だがそのことが、さほど問題視されることはなかった。というのも、経常移転収支黒字が減少する一方で、「その他資本収支（現在の資本移転等収支）」を通じて定常的に資金が移転され、「経常収支+その他資本収支」の赤字幅が、以後、83~85億ユーロの水準で安定していたからである。経常移転収支とその他資本収支による受取のかなりの部分が、欧州社会基金や構造基金、あるいは共通農業政策等、EU 諸機関からの移転と投資贈与であることは言うまでもない⁴。

4 ギリシアの経常移転収支のもう一つの重要な要素は、労働者の本国送金である。2000年に17億5200万ユーロあったギリシア人海外移民の国内への送金は2005年には6億9,800万ユーロにまで減少した。逆にギリシアに渡った外国人労働者による海外送金が同時期3億1,700万ユーロから5億500万ユーロにまで増大し、ネットの送金額が13億ユーロ減少した（Eurostat database）。これは、雇用政策の一環として推進されたギリシア人海外移民の存在と、人口統計学的な変化や家族モデルの変容、そしてギリシアの社会保障制度の欠陥を背景にした近隣東欧諸国などからの移民流入の増大を反映している。一方、旧版の国際収支統計では、EU 諸機関によるギリシアへのネットの経常移転は、2000年から2008年に平均21.2億ユーロ、同じくネットのその他資本収支項目での移転では平均27.6億ユーロに上る（Eurostat database）。

図3 経常収支赤字・貿易収支赤字・所得収支赤字の推移
(IMF旧マニュアルベース, 1999年=100)



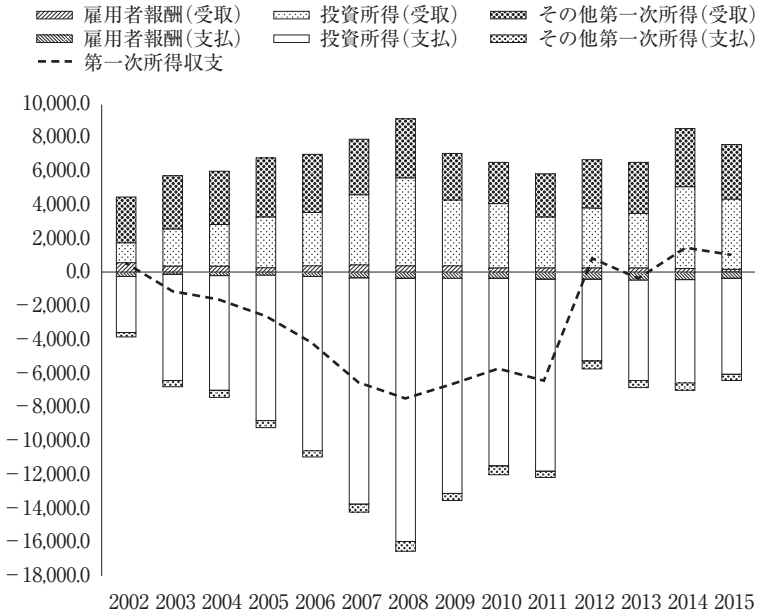
出所：Eurostat database より作成。

これに対して、**2004年**以降、貿易・サービス収支と経常収支の赤字が逆転し、さらに乖離していく主たる要因は、**所得収支**にあった（Karamessini 2012：162-63）。

ユーロが発足した1999年を基準に経常収支と、それを規定する貿易収支と所得収支の推移をみると（図3）、所得収支赤字は経常収支赤字を上回るテンポで増大し、しかも2001年のユーロ圏加盟とともに急増した後、**2004年**を境に加速している（これに対して貿易収支赤字の拡大は緩やかである）。その規模も1999年の6億200万ユーロからピークの2008年には106億4400万ユーロに増大した。その後、経常収支赤字は急速に縮小し再び貿易・サービス収支に規定される状況に回帰するが、それも所得収支赤字の縮小によるところが大きいのである。

その所得収支赤字の大部分が、「投資所得」の支払い超過による、ということが重要である。BOP6ベースの「第一次所得収支」においてグロスでみた「投資所得」流出の規模は、2008年には166億ユーロの巨額に上る（図4）。このことは、所得収支が2004年以降の経常収支の変化を牽引しただけにとどまらず、投資所得を生む国際的な資本流入が経常収支を規定していたことを示唆するものである。この点については、後に詳述する。

図4 ギリシアの第一次所得収支の推移と構成（BOP6ベース、100万ユーロ）



出所：Bank of Greece data より作成。

2. 経常収支の最大の構成要素＝貿易・サービス収支の連続性と変化

(1) サービス収支黒字と観光業・海運業の重要性

変化という点を一先ず置けば、経常収支の大部分を占め、その赤字を定着・構造化させてきた最大の項目といえ、やはり貿易・サービス収支ということになる。

だが、これとの関連でまず押さえるべきは、ギリシアのサービス収支が一貫して黒字であったという点である（図2）。今や巨額の経常収支黒字国となったドイツですら、1993年から97年、あるいは2000年のように時期を特定すれば、ギリシアに対しては、貿易収支の黒字をサービス収支赤字が上回り、バイラテラルな貿易・サービス収支が赤字に転落することもあった（Bundesbank database）。

サービス収支で特に重要な位置を占めるのが、海運と観光である。良かれ悪しかれ、この2つの産業を抜きにギリシアの経済と国際収支の構造を語るこ

表1 ギリシアの国際収支に果たす観光と海運の役割（10億ユーロ，％）

	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年
ネットの観光収入	5.2	5.9	7.8	7.4	8.0	8.3	9.0	8.8	8.9	8.0	7.4	8.2	8.6	10.4
対GDP比	3.8	4.1	5.0	4.3	4.4	4.3	4.3	3.9	3.8	3.5	3.3	3.9	4.4	5.7
対サービス収支比	59.8	64.1	72.2	64.3	51.6	53.9	53.8	53.0	52.0	63.5	56.1	56.2	57.0	61.2
輸入のカバレッジ	15.8	17.8	23.6	21.9	21.0	19.9	17.5	14.9	13.9	17.4	16.3	17.3	20.7	26.1
変化率		13.5	32.2	-5.1	8.1	3.8	8.4	-2.2	1.1	-10.1	-7.5	10.8	4.9	20.9
ネットの海運収入	4.6	4.2	4.0	5.2	7.9	8.4	8.3	10.3	11.1	7.5	8.1	7.6	7.4	7.6
対GDP比	3.4	2.9	2.6	3.0	4.3	4.4	4.0	4.6	4.8	3.2	3.6	3.6	3.8	4.2
対サービス収支比	52.9	45.7	37.0	45.2	51.0	54.5	54.2	62.0	64.9	59.5	61.4	52.1	49.0	44.7
輸入のカバレッジ	13.9	12.7	12.1	15.4	20.7	20.1	16.1	17.5	17.4	16.3	17.8	16.0	17.8	19.1
変化率		-8.7	-4.8	30.0	51.9	6.3	-1.2	24.1	7.8	-32.4	8.0	-6.2	-2.6	2.7

原出所：Bank of Greece, Eurostat data より作成。

出所：Prandeka and Zarkos (2014) から引用。

とはできない。2000年から2013年にかけて、ネットの海運収入と観光収入は、実にそれぞれGDPの平均3.7%と4.2%を占め、サービス収支黒字の50～60%超に相当した（表1）。

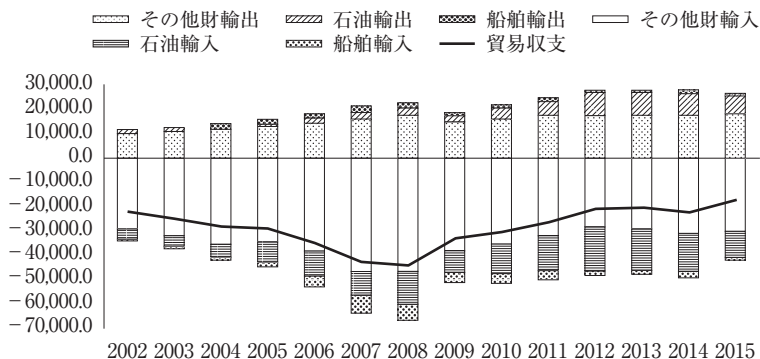
Prandeka and Zarkos (2014) によれば、両部門の（法サービスや不動産、物流、保険、精油などへの貢献を含む）直接・間接のGDPへの貢献度は、2012年には7%を超え、19万2000人の雇用を生み出した。そして、海運と観光が稼ぎ出す収支黒字は、平均して輸入の16.6%と18.9%をカバーし、国際収支上きわめて重要な位置を占めてきたのである（同上）。

ギリシア危機に直面し、観光業では自営業者を含む小規模事業者の脱税問題、あるいは海運業ではそれを支配する富裕層とその税制上の特権などが批判されながら、そうした問題に容易には踏み込めないでいるのも、こうした両者の重

5 世界の商品貿易の約80%は海上輸送に支えられている。2013年のギリシア船籍の船は802隻で、世界第11位、EUでは第2位に位置する。だがそれは、ギリシア人所有の船の28.5%にすぎない。ギリシアの市民権を有する者が所有する船舶でみれば、ギリシアは世界第一の商船能力を誇っている。2013年の世界の海上輸送能力に占めるそのシェアは16.16%、鉄鉱石用ならびにバラ積み貨物船では18.51%、原油タンカーで23.32%、化学製品用タンカーで13.81%となる（Prandeka and Zarkos 2014: 2）。

ギリシアの経常収支と危機に至る成長経路：
債務（信用）主導型成長と国際資本フローの役割

図5-(a) ギリシアの貿易収支 (BOP6ベース, 100万ユーロ)



出所：Bank of Greece データより作成。

要度に関係しているのであろう。ここに、ギリシアの政治経済のジレンマの一端をみることができる。

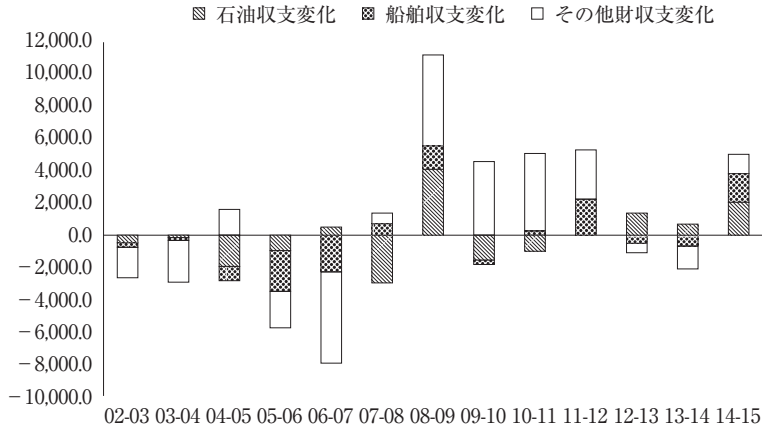
(2) 貿易収支の規定要因としての「輸入」

次に経常収支の最大の赤字項目である貿易収支をみると、2000年代を通じて、輸出は緩やかではあるが増大傾向を示している。だがそれを凌駕する輸入の増大が、結果として赤字を、2002年から緩やかに、そして2005年から2008年にかけて急激に拡大させた。逆に2008年以降、貿易収支赤字は半減し再び2002年の水準に戻るが、それも輸入の減少に起因している。つまり、この間の貿易収支の動向を規定したのは、輸出ではなく、輸入にほかならない(図5-(a))。

ここで、ギリシアの中央銀行や研究機関が貿易収支データを公表する際、財一般の取引から石油と船舶を区別している点に着目する必要がある。この2つの財は、各々がギリシア経済に特別な意味をもつだけでなく、その動向をみることで、貿易収支の問題が、単純に「競争力」には還元できないことがわかるからである。

実際、2000年から2008年の貿易収支赤字増大の約30%は、石油収支の悪化によるものであった(Karamessini 2012: 164)。2004年→2005年、そして2007年→2008年の収支悪化の最大の要因は、石油貿易にある(図5-(b))。なかでも石油収支が唯一の収支悪化の要因であった2008年には、サブプライム・

図5-(b) 貿易収支の構成要素の変化（対前年比，100万ユーロ）



出所：Bank of Greece データより作成。

ショック後の国際的資金循環の変化なかで，巨大な投機マネーが原油市場へと流れ込み，原油価格の急騰をもたらしたことは周知の事実である。産業構造上，石油依存度の高いギリシアが，果たしてその影響を免れるはずがなかった。同年に生じた財輸入増大の実に70%は，この石油輸入額の上昇で説明できる（Eurostat database）。危機直前の貿易収支悪化について語るならば，まずこの点を踏まえなければならない。

次に，対外部門のなかで最重要の稼ぎ手の1つである海運業は，殊，貿易収支という点では，悪化要因であった。

2000年代初頭に船舶の老朽化という競争劣位条件に直面したギリシア海運業は，世界的な海運需要の高まりに対応すべく，2000年代に入り，船舶の更新を図る巨額の投資を行った（Prandeka and Zarkos 2014：2-3）。それによる輸送能力の向上は，表1にみられる海運収支黒字の拡大をもたらしたことは間違いない。その反面，輸入調達される船舶の増大が，2005年から2007年の輸入増大の大きな構成要素となったのである（図5-(a)，(b)）。

これに対して，石油と船舶を除く財収支が大きく悪化したのは，2002年から2004年と2005年から2007年であった。前者の時期の輸入増大の50%から60%は

機械・装置の輸入に起因し、後者の時期でも機械類輸入が35%程度を占め、それに次いで鉄鋼や化学といった素材の輸入が大きかった。また世界金融危機以後、2012年までの貿易収支赤字の縮小は、大部分が「その他財」輸入の減少による（Eurostat database）。

財輸入の変化は、当然、ギリシアの経済状況の変化に起因するし、その産業構造に根差すものである。したがって、決定要因を労働コストのみに還元することは、問題を矮小化する以外の何ものでもない。たとえば、先の石油や船舶の輸入増大は、ギリシア企業がドイツ企業との「競争」に敗れたといった類の話ではないであろう。また、それ以外の財の輸入増大にしても、そもそも当該の財についてギリシアに供給力がなければ、競争自体が成り立たない。産業構造の分析は別稿に譲るとして、次節ではこの輸入を誘発した危機以前の経済状況をギリシア特有の成長経路とともにみておこう。

Ⅲ. 危機以前の高成長経路とバブル経済化

1. 危機以前の内需主導型高成長の実態⁶

(1) 民間消費依存の経済構造とギリシアの特異性

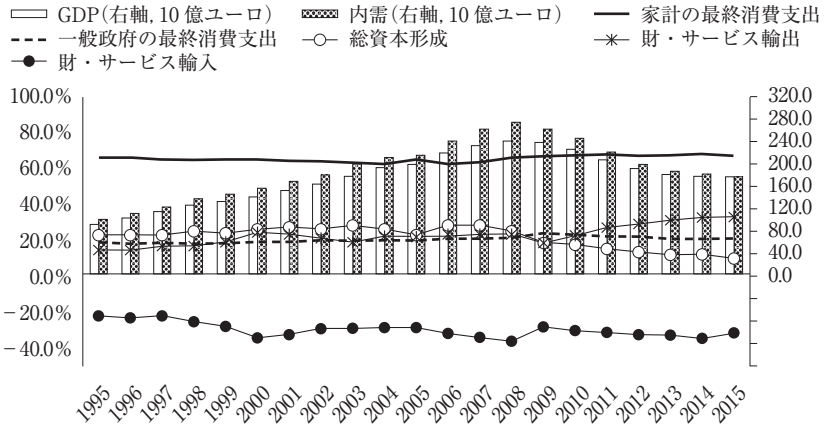
ギリシア経済は、1980年代から90年代前半までの長期にわたる経済危機を経て、1994年から世界金融危機が勃発する2008年まで、持続的な成長期に入っていた。1995年－2008年の実質 GDP 成長率（2010年物価基準）は年平均3.5%に及ぶ。経常収支赤字の累積とそれに続く深刻な危機の勃発から、いまや忘却された感すらあるが、とりわけ2001年から2007年にかけてのギリシアは、ユーロ圏のなかでもアイルランドに次ぐ急成長経済に数えられていたのである（Karamessini 2012：156）。

その間の資本蓄積を牽引したのは、明らかに内需の拡大であった（図6）。

ギリシア経済は国内消費に強く依存する経済の1つである（Lapavitsas et al. 2010b）。GDPに占める最終消費支出の割合は、1995年から2008年にかけて概

6 ここでの数値は特に断りのないかぎり、Eurostat database から試算したものである。

図6 ギリシアのGDPとその構成要素（対GDP比）



2011年から2015年は暫定値。

出所：Hellenic Statistical Authority data より作成。

ね85%前後で推移し、うち家計の最終消費支出が平均して64.3%になる。その水準は、ユーロ圏はいうに及ばず、EU内でも最も高い。最終消費支出と民間消費支出の対GDP比が各々平均75.4%と55.4%のドイツをはじめ、オランダやスカンジナビア諸国等、北部欧州とは好対照をなし、むしろルーマニアやブルガリアといった同じバルカン半島の南東欧諸国や、中東欧諸国のなかでもリトアニアやラトヴィアといった後発キャッチアップ組経済の水準に近い。

一方、財政赤字と公的債務の累積から醸し出されるイメージと異なり、政府消費は、平均すればEU内で中程度の水準でしかなかった。たしかに1990年代半ばから2009年までその対GDP比は上昇してはいるが、それでも23.3%と、オランダやベルギーそしてスカンジナビア諸国などの北部欧州に比して高いものではない。しばしば指摘されるように、ギリシアの財政の問題は、支出よりも収入（既存税制の下での徴税能力）にある。

さらに輸出依存度も決して高くない。それは、約15%であった1990年代半の水準から2000年にかけて上昇した後は、政府消費の水準を若干上回りつつも、2008年まで20%前後で推移した。ギリシアが単一市場というきわめて自由化された経済空間を構成する、人口約1000万人の小国経済であることを考えると、

この水準はかなり低いといわざるをえない。人口規模が同程度のベルギー、ハンガリー、チェコ、スウェーデンでは、2008年の時点でそれぞれ79.7%、79.6%、63.4%、49.8%であり、ギリシアの23.4%はEUのなかで最下位に位置する。危機勃発後、2014年には32%にまで上昇するものの、それはGDPの崩壊によって分母が小さくなった結果であって、輸出が成長を牽引したわけではなかった。

ギリシア経済の特異性は、往々にして主張されるような、政府の浪費的な消費への依存度の高さにあるのではない。むしろ、他の国・地域の経験に照らせば、成長の牽引車たるべき輸出への依存度がそもそも低く、逆に人口規模からみて困難なはずの内需依存の成長がかなりの期間持続していたところにある。ちなみに前節の分析からは意外かもしれないが、その輸入依存度も著しく高いというわけではなかった。輸入依存度は、人口規模の大きい大国ほど小さくなる傾向があるが、2008年のギリシアの36%という値は、スペイン、イギリス、フランス、イタリアといった域内の相対的に人口規模の大きい諸国に次ぐ低さなのである。

この対外依存度が相対的に低い小国経済という特徴は、歴史的・構造的なものであろう。この点については、稿を改めて検討する。

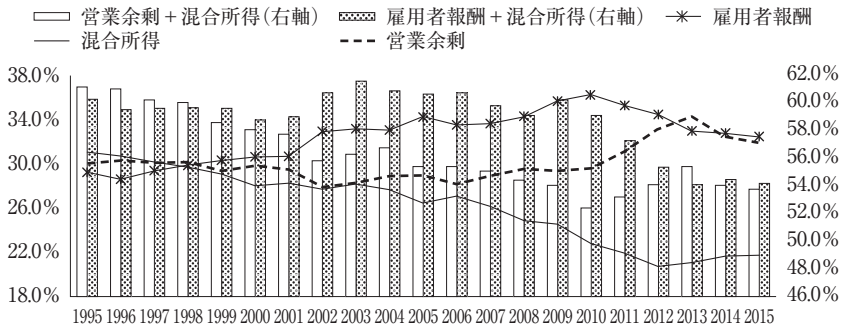
(2) 賃金の弱い牽引力と利潤主導成長への緩やかな移行：投資要因の重要性

ギリシアにおける内需主導の成長が、仮に労働コスト上昇⇒競争力低下⇒貿易収支悪化⇒経常収支赤字拡大というオーソドックスな因果連鎖の議論と整合性をもつとするならば、その成長経路は、少なくとも賃金主導という特徴を備えていなければならない。

ところがギリシアのGDPを所得（分配）からみたとき際立つのは、その雇用者報酬の比率の異常な低さである。2000年代に入り上昇傾向にあるとはいえ、GDPの30%から高くても35%程度でしかない。これと類似の状況にあるのは、先と同様、ブルガリアやルーマニアを含む中東欧諸国であり、これにイタリアが加わる。その原因は、これら諸国に共通する「自己雇用（self-employment）」状態にある就業者の多さにある。

7 self-employed person は、通常、「自営業者」と訳されるが、ここでは文字通り「自己雇用者」とする。

図7 ギリシアの GDP に占める所得項目の比重（％）



2011年から2015年は暫定値。

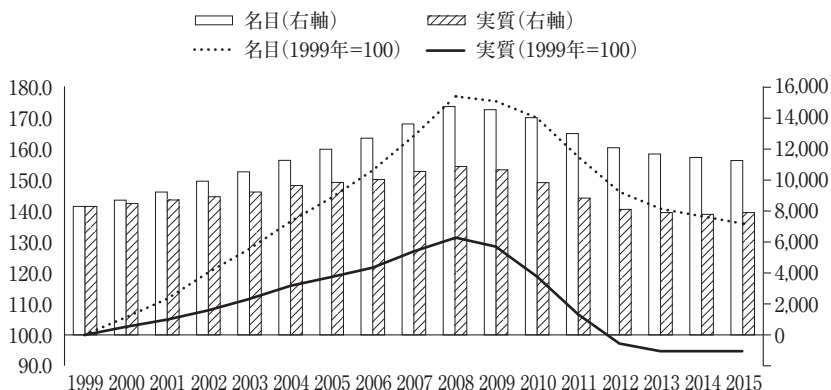
出所：Hellenic Statistical Authority data より作成。

ギリシアの全就業者に占める自己雇用者の比率は、1995年の40.4%から徐々に低下してはいるが、2008年でも33.8%、人数にして164万人にもなる（Hellenic Statistical Authority data）。なかでも従業員をもたない、いわゆる「自己勘定労働者（own account worker）」の比率が高く、Eurostatのデータに依拠すれば、自己雇用者の70%以上を占める。そうした労働者には、事実上、従属雇用者として活用される「偽装された自己雇用（bogus self-employment）」が含まれることが知られている。その多くが、「地下経済」あるいは「闇経済」の担い手となり、同国の労働市場に特有の高い「柔軟性」を付与する一方で、低賃金・貧困・脱税・低福祉の温床となってきた⁸。

自己雇用者の所得は混合所得（mixed income）として処理され、雇用者報酬には含まれず、通常は営業余剰と合算して扱われる。そのことが雇用者報酬の比率を低下させているのである。それゆえ混合所得を営業余剰と切り離せば、図7のように、2000年から2003年にかけて、対GDP比でみた「雇用者報酬 + 混合所得」のシェアは上昇し、60%を超えている。加えて1998年から2003年の年平均成長率は、雇用者報酬が9.7%、混合所得が6.3%（雇用者報酬 + 混合所得は8.0%）であったのに対して、営業余剰は5.7%にすぎなかった。仮に混合

8 こうした点については、拙稿（2015）参照。

図8 ギリシアの1人当り民間最終消費支出
(実質値は消費者物価指数(1999年基準)でデフレート, ユーロ)



出所：AMECO database より作成。

所得を賃金に準ずるものとみなせば、この時期の成長は、たしかに弱くはあるが賃金主導といえなくもない状況にあった。

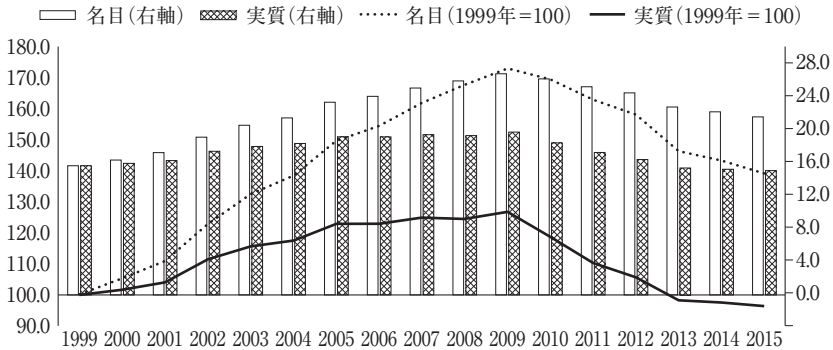
だが、その後、2008年までに混合所得の伸び率は年平均3.5%に鈍化し、2006年以降はその対GDP比も急激に落ちている。雇用者報酬も6.9%へと成長率が鈍るなか、営業余剰の年平均成長率が7.5%にまで上昇し、状況は逆転している（Hellenic Statistical Authority data）。

加えて、ギリシアの人々が成長過程で「身の丈に合わない」消費を謳歌し続けたのか、というと、必ずしもそうではなかった。

たしかに人口1人当たりの民間最終消費支出額は、1999年の8,297ユーロから2008年の14,718ユーロへと6.6%という高い年平均成長率で増大した。だが、この時期、ギリシアは、年3～4%という欧州のなかでも相対的に高いインフレを経験している。それを勘案すれば、同時期の実質的な消費水準の年平均成長率は3.1%にまで下がり、2,621ユーロしか増えていない。その後1人当り実質消費は、2008年を境にそれまでの上昇よりも急速に低下し、早くも2012年には、1999年の水準を下回っている（図8）。

同様のことは、1人当りの雇用者報酬でもいえる。名目値で見れば、2009年まで平均労働コストは急激な上昇をみている。ところが実質タームでは、2005

図9 ギリシアの被雇用者1人当たりの雇用者報酬の推移
(1000ユーロ、消費者物価指数(1999年基準)でデフレート)



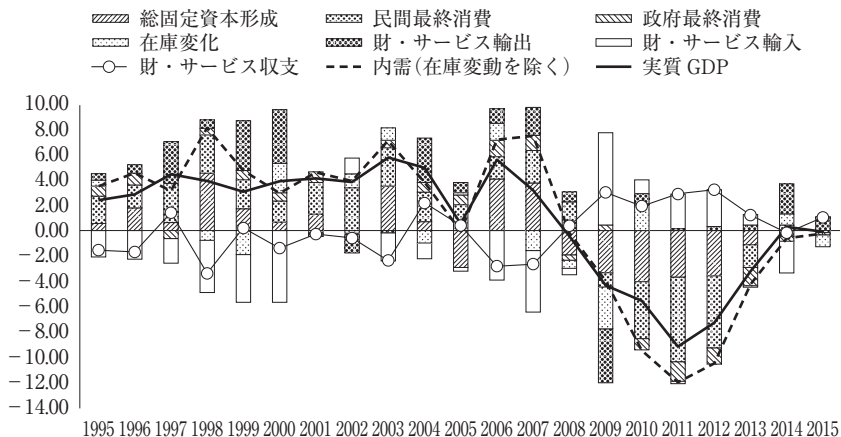
出所：AMECO database より作成。

年まで緩やかに上昇してからは2009年までほぼ横ばいで推移し、その後、急落、2013年にはユーロ発足時の水準を下回った（図9）。加えて、名目でも実質でも家計消費の伸びは、明らかに雇用者報酬の上昇速度を上回っていた。ギリシアの賃金上昇と消費増大は、かなりの程度貨幣錯覚によるものであり、両者の結びつきも意外なほど弱いのである。

これらの事実は、ギリシアの内需主導の成長における賃金の牽引力の弱さを示すと同時に、2000年代半ば以降、それが利潤主導型へと緩やかに移行していったことを示唆するものである。

そこで実質 GDP への貢献度をその構成要素ごとにみれば、たしかに2008年まで民間最終消費が成長率の押し上げ要因となっている（2009年以降は逆にその減退がマイナス成長の主要因である）。だが図10は、2003年から2008年にかけて、特に2005年以降、それ以上に総固定資本形成の重要度が高いことも示している（2005年と2008年は、最大のマイナス要因であり、2009年以降は民間消費に次ぐ経済収縮の要因であった）。総資本形成は2000年から2008年まで GDP のおよそ25～27%を占め、家計の最終消費に次ぐ構成要素であった。さらに、総固定資本形成の実質 GDP へのプラスの貢献度が最も高くなる2003年、2006年、2007年は、前述のように機械類などの資本財輸入とともに、鉄鋼など素材輸入が増大し、貿易収支赤字が拡大した年でもある。そのことは、投資こそが、

図10 ギリシアの実質 GDP 成長率と構成要素の貢献度（対前年比成長率，%）



注：財・サービス輸入の貢献度の+はその減少を，-はその増大を意味する。
出所：AMECO database より作成。

この時期の成長と経常収支赤字をつなぐ要素であったことを示している。

この点を，いま一度基本に立ち返り確認しておこう。

2. 経常収支を規定する過剰投資と住宅バブル

国民貯蓄 (S)，民間貯蓄 (S_p)，政府貯蓄 (S_g)，総投資 (I)，民間投資 (I_p)，公共投資 (I_g)，経常収支 ($NEX = EX$ (財・サービス輸出等) $- IM$ (財・サービス輸入等)) とすると，教科書的には次の関係が成り立つ。

$$S - I = (S_p + S_g) - (I_p + I_g) = (S_p - I_p) + (S_g - I_g) = NEX$$

NEX は，厳密に国際収支統計の経常収支と一致するものではないし，この式自体も恒等式であって，方程式ではない。だが，これに依拠すれば，貯蓄や投資と経常収支との関係も近似的に示すことができるし，何がそれを規定したのかはある程度把握できる。

まず図11-(a)は，経済全体の IS バランス (貯蓄-投資) の動向が，公共部門のバランスに左右されてきたことを示している⁹。実際，1990年代後半に

14～15%程度で推移していた国内総貯蓄率は、2002年から2004にかけて14.6%から16.8%にまで上昇した後、急激に低下しはじめ、2009年には8.6%にまで落ち込んだ（World Bank database）。それは民間貯蓄が、2005年と2008年を除きこの時期ほぼ370億ユーロ前後で推移したのに対して、政府貯蓄のマイナス幅が拡大し続け、2009年には236億ユーロもの巨額に上ったことによる。

このようにみると、経常収支赤字の拡大は、公共部門の過小貯蓄（過剰消費）に起因する、という見方も成り立つ。ところが貯蓄と投資の動向を部門別にみると、様相は違ったものになる。

2004年以前、公共部門では、貯蓄のマイナス幅が縮小してゼロに近づくなか、公共投資の増大がISバランスを押し下げていた。同時期、民間部門では貯蓄の水準が安定する一方で、拡大する投資がISバランスをマイナスへと導いている。その後、ISバランスのマイナス幅は2005年から2007年にかけて一気に拡大する。その主たる要因も投資、特に民間投資の急拡大にあった。民間投資は、オリンピック景気の反動から2005年には対前年比35億ユーロ減の327億ユーロとなるが、翌2006年には391億ユーロにまで回復、さらに2007年には492億ユーロへと増大した（図11-(a)）。図11-(b)は、民間投資の変化が、ISバランスの変化（近似的に経常収支の変動幅）を規定する要因になっていることを示している。特にその重要度は、危機以前では、2003年、2006年、2007年で際立っている。さらに2008年以降になると、政府貯蓄と民間貯蓄の役割が増すが、民間投資の縮小がISバランスの赤字幅縮小を主導している。このように、ISバランスの動向に大きな影響を及ぼしてきたのは**投資**であった。

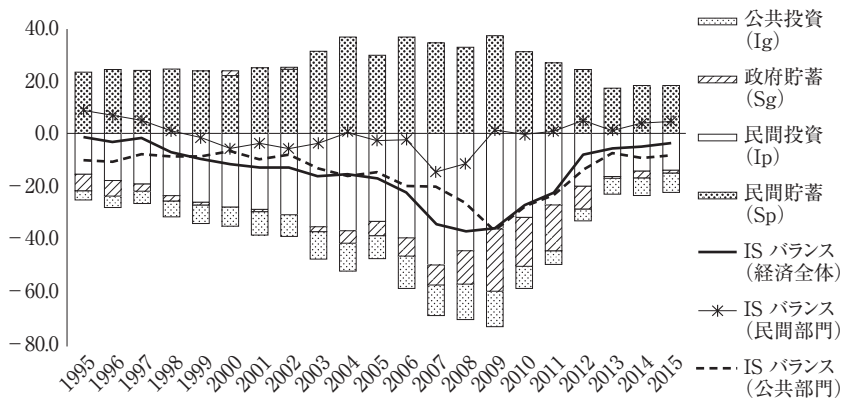
当然のことながら、内需主導の成長経路をたどるなか、投資が増大することで経常収支赤字が拡大すること自体は、必ずしも悪いわけではない。問題は、その内容にある。

前述のように、2000年代には船舶の更新投資が拡大し、輸送機器関連の総固定資本形成の比重が高まった時期もあった。それが船舶輸入の増大から貿易収支を通じて経常収支赤字の拡大に影響を与えたことはすでに指摘したところで

9 ただしIは総資本形成ではなく、ギリシア統計局に倣って総固定資本形成に限定している。

ギリシアの経常収支と危機に至る成長経路：
債務（信用）主導型成長と国際資本フローの役割

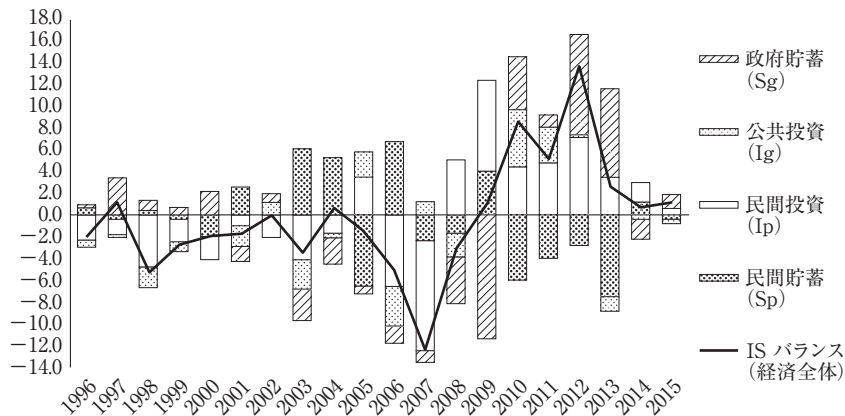
図11-(a) ギリシアの貯蓄・投資バランス（10億ユーロ）



投資は総固定資本形成。投資の（-）は増加を意味する。2011年から2015年は暫定値。

出所：AMECO database より作成。

図11-(b) ギリシアの貯蓄・投資の対前年増減額（10億ユーロ）



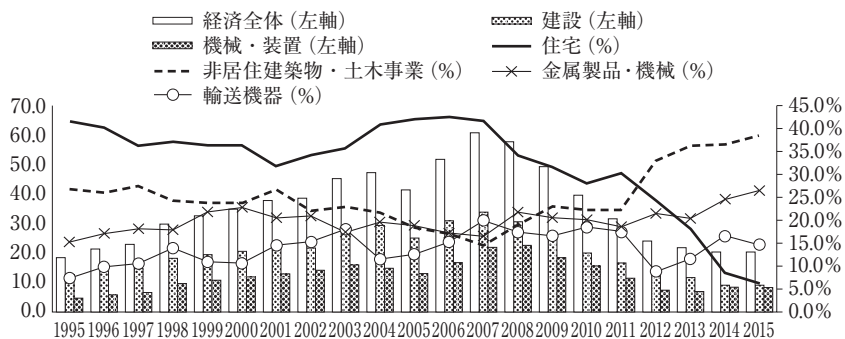
投資は総固定資本形成。投資の（-）は増加を意味する。2011年から2015年は暫定値。

出所：AMECO database より作成。

ある。だがそうした産業基盤の形成に直結する資本ストックへの投資というよりは、その間のギリシアの国内投資を一貫して牽引したのは建設投資で、とりわけ2000年代後半以降は明確に住宅投資であった。

建設投資は、2000年代を通じて総固定資本形成の50~60%前後を占めている

図12 ギリシアの総固定資本形成と主要構成要素の推移
(10億ユーロ、比率は総固定資本形成に占める比率)



2011年から2015年は暫定値。

出所：AMECO database より作成。

が、その構成をみると、2001年以前はインフラ投資を中心に非住居投資の比重が比較的高かったものの、その後、それが緩やかに低下し、代わって住宅投資が顕著に重要度を増している（図12）。実際、2004年以降は、住宅投資が単独で総固定資本形成の40%以上を占め、2005年以降減少するインフラ投資を補ってあまりある増大をみるのである。

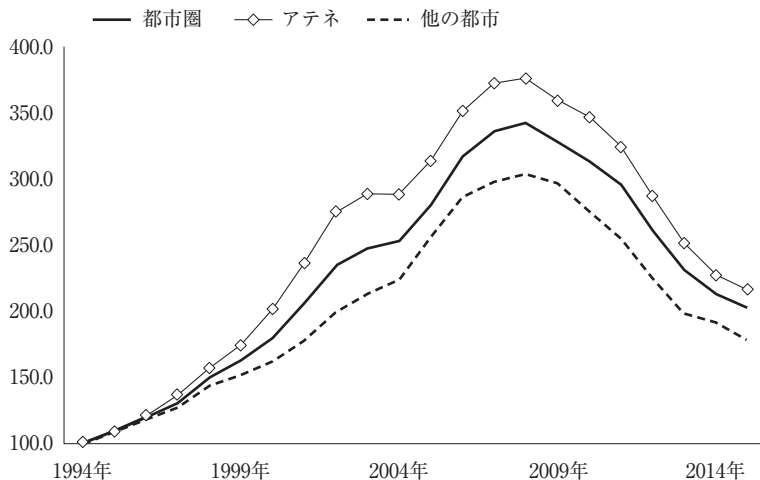
この旺盛な住宅投資とともに、住宅価格も上昇した。住宅価格は、1990年代後半から2000年代初頭にアテネを中心に急上昇した後小康状態に入るが、再び2005年から高騰している。そして、この上昇トレンドは、2008年の世界金融危機に直面して一気に反転する（図13）。

危機の直撃を受けたGIIPSのなかでも、アイルランドとスペインは住宅バブルの生成と崩壊が危機に導いたことは、いまや周知の事実である。またイギリスやフランスも類似の状況にあったことも知られている。これに対して、ギリシアは、粉飾も含め政府の財政赤字と財政規律の問題に耳目が集中し、程度の差こそあれ、同様の住宅バブルに見舞われていたことは意外に語られていない¹⁰（図14）。その意味で、2000年代後半以降のギリシアの経常収支赤字の基

10 たとえばLapavitsas et al. (2010b)でも、アイルランド・スペインでは住宅バブルの存在を指摘しながら、ギリシアでは軽視している。

ギリシアの経常収支と危機に至る成長経路：
債務（信用）主導型成長と国際資本フローの役割

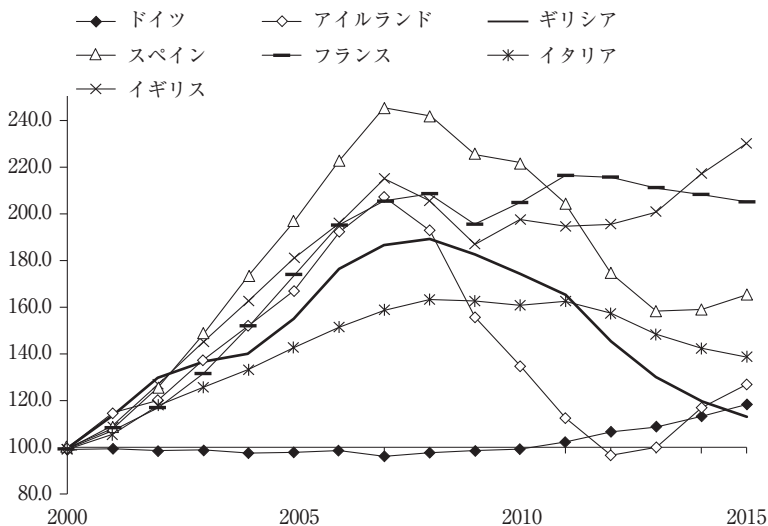
図13 ギリシアの住宅価格指数（1994年=100）



2015年は暫定値。

出所：Bank of Greece, Bulletin of Conjunctural Indicators, various Issues より作成。

図14 住宅価格指数（2000年=100）



ギリシアについては推計値。

出所：Eurostat database より作成。

底には、アテネ・オリンピック開催に向けて誘発されたインフラ投資が呼び水となり増大する住宅投資によって牽引されるバブル経済化があった、という事実は明記しておく必要があるだろう。

Ⅳ. 国際資本フローと信用拡張・収縮のダイナミズム

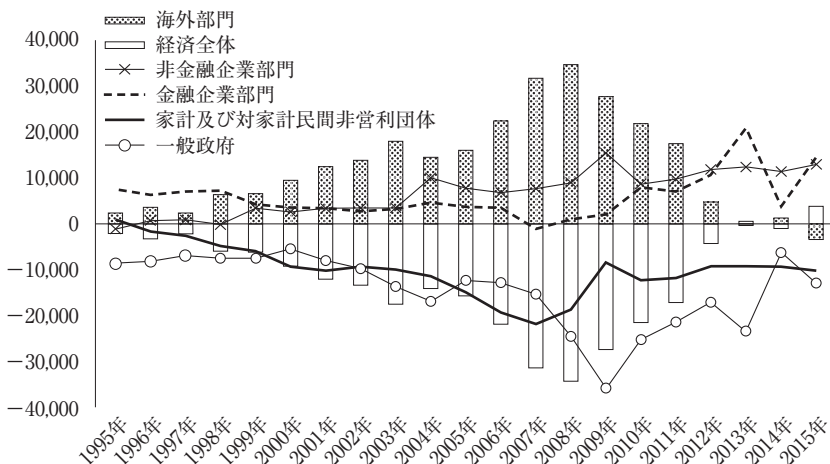
1. 債務（信用）主導経済の形成

(1) 政府部門と家計部門の負債比率の上昇

貯蓄を上回る投資が行われたということは、その差額は海外の貯蓄が埋めているということである。その意味で、ギリシアは対外債務に依存した経済である。だが債務への依存は、政府部門にのみ帰するものではない。

ギリシア統計局が提供する非金融勘定のバランス項目から制度部門別の資金過不足（+純貸出／-純借入）の推移を示せば、図15のようになる（海外部門の純貸出はギリシアの純借入を意味する）。ここで重要なのは、経済全体がネットの借手というだけでなく、部門別では**一般政府**に加えて、**家計**¹¹が純借

図15 ギリシアの国民経済計算における資本勘定の資金過不足の推移
(+純貸出/-純借入, 100万ユーロ)

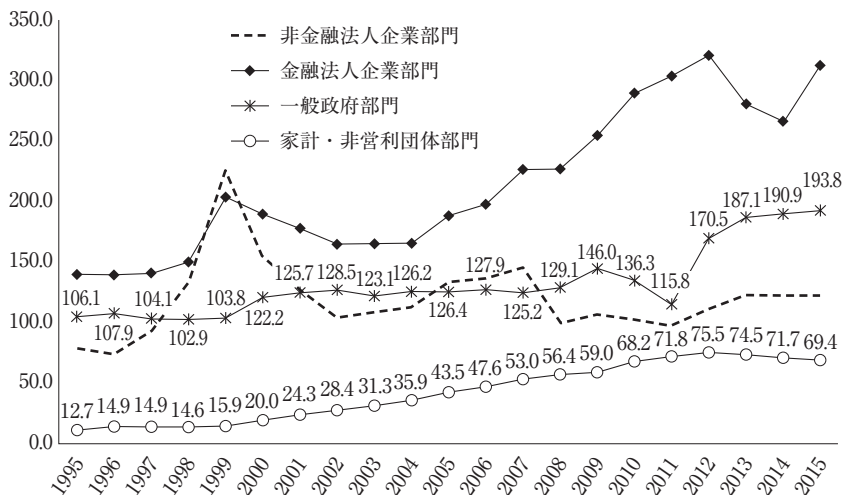


出所：Hellenic Statistical Authority, Non-Financial Account Data より作成。

入状態にあるということである（Lapavitsas et al. 2010b； Stockhammer 2014； 2015； Varoufakis and Tserkezis 2014）。特に2005～2007年のその規模は、一般政府部門をも凌駕している。これに対して、産業基盤を担う非金融法人企業部門は、一貫してネットの資金超過（貸出）となっている。

次に国民経済計算の金融勘定（financial balance sheet, 非連結ベース）から残高ベースの負債比率をみると、当然、性格上、金融法人企業部門が最も高く、それに非金融法人企業部門が続く。特に前者は2004年を起点に負債比率が急速に上昇していった。一方、一般政府部門は負債残高を絶対額としては累増させていくが、対 GDP 比でみると、2008年まで122～129%の範囲でほぼ横ばいで推移した。これに対して、金融法人部門に次いで、ユーロ発足後、急激に比重を高めたのが家計部門であった。その負債総額は、2010年のピーク時でも1,542億ユーロと政府負債には到底及ばないものの、対 GDP 比は2000年の20%から持続的に上昇し続け、2010年には68.2%に達した。その間、48.2ポイントの上昇である（図16）。政府負債に加え、急速に増大する家計の負債が景気過

図16 ギリシアの制度部門別負債比率（負債残高の対 GDP 比, %, 非連結ベース）



出所：Eurostat database より作成。

11 ここでの家計とは、厳密には家計および対家計非営利団体を指す。以下も同様。

熱の原動力となったのである。このことは、内需主導、民間消費中心といいながら賃金の牽引力が相対的に弱いという成長経路を描いてきた理由の一端を説明している。

ドイツのポスト・ケインジアン・E.ハイン（Eckhard Hein）は、「金融支配資本主義（finance-dominated capitalism）」あるいは「金融化（financialization）」/「投資¹²なき利潤（profits without investment）」の下での資本蓄積の1つの類型として、「債務主導型消費ブーム経済（debt-led consumption boom economy）」を提起している¹³。それは、かなりの規模の経常収支赤字を抱え、民間消費への依存度の高い内需主導型経済とされるが、そのとりわけ重要な要素は、増大する家計の消費が負債によってファイナンスされることにある。これまで見てきた特徴は、この類型にギリシア経済が合致することを示している（Hein 2012：117-23, 162；Stockhammer；Varoufakis and Tserkezis 2014：56-57）。

(2) 政府の負債構造の変化と金融収支：対外依存への劇的な転換¹⁴

金融勘定統計からみた一般政府の負債総額は、ソブリン危機直前の2009年に3,467億ユーロに達し、その対GDP比も前年の129.1%から一気に146%にまで上昇した。負債残高のおよそ8割は債務証券で、その内の78.3%が長期証券であった。重要なのは、この債務証券を保有する債権者が、2000年代に入り、大きく変化したことである。

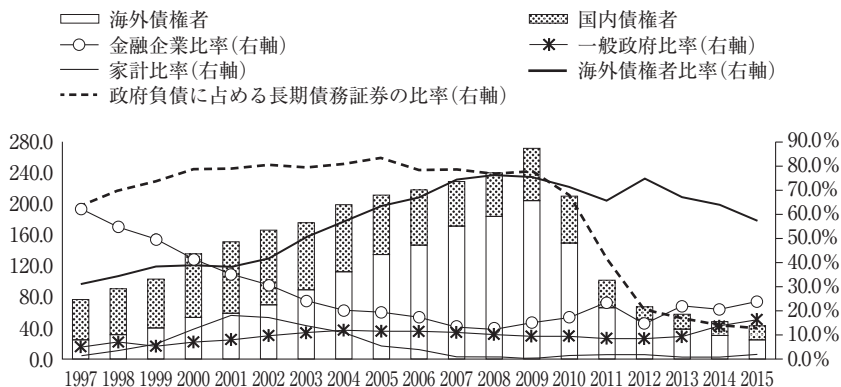
政府債務証券は、1990年代後半まで過半が国内で消化され、短期証券では家計が、長期証券では国内金融機関が主要な債権者であった。なかでも長期の政府債務証券については、1997年の時点で、その62.1%を保有するのは、国内の金融法人企業であった。ところが2001年になると海外投資家の保有比率が国内債権者を上回り、2003年以降、それがさらに急上昇し、2008年には76.3%に達

12 ここでの投資は、資本ストックへの投資であって住宅投資などは想定されていないとみたほうがよい。

13 これと対をなす類型が「輸出主導重商主義（export-led mercantilist）」型である。これは国内所得分配の不平等の高まりと弱い内需、貿易黒字と経常収支黒字を特徴とする。これがドイツをはじめとした北部欧州を念頭においたものであることは容易に想像がつくだろう（Hein 2012：130-31）。だがそれが正鵠を射た類型かどうかは、別途検討する必要がある。

14 本節の(2)以下では、特に断りのないかぎり、負債にかんするデータは、Bank of Greece, Financial Accounts のデータに依拠する。

図17 ギリシアの一般政府・長期債務証券の保有構造（グロス負債残高、10億ユーロ）



出所：Bank of Greece, Financial Accounts data より作成。

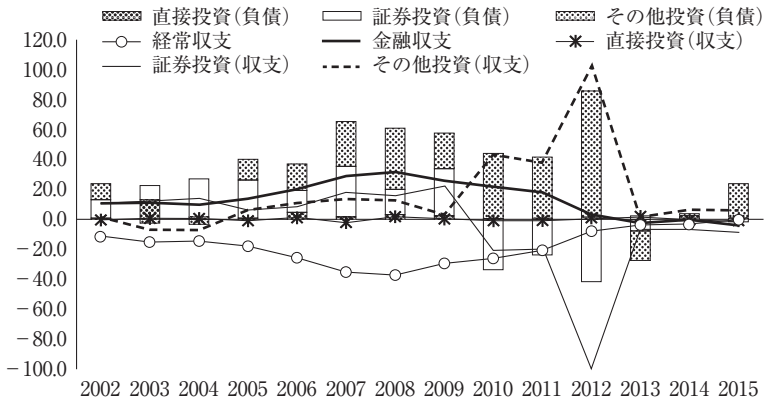
した（図17）。ユーロ圏への加入がギリシアにもたらしたものの1つは、この政府の負債構造の国内依存から対外依存への劇的な転換であった。

ところで図17で、一般政府の債権者に一般政府の名があることを奇異に思うかもしれない。ここでの一般政府とは、実は「社会保険基金」を指している¹⁵。社会保険基金は、法的規定に則して1990年代後半にはその資産を主に中央政府の短期債務証券で、2000年代に入ってからには長期証券で保有する割合を高めていた。その結果、政府証券が2009年にその全資産の65%を占め、社会保障基金は中央政府の財政赤字の一部をファイナンスする役割を担っていた。

このことが、翻ってソブリン危機勃発とともに社会保障に深刻な打撃を与えたことは想像に難くない。社会保障基金が保有する長期の政府債務証券残高は、バランスシート上、2009年末の249.6億ユーロから2012年末には56.7億ユーロに、さらに2014年末には44.8億ユーロへと急速に圧縮された。そのため総資産に占める政府証券の比率も30%にまで低下している。この過程で、債券価格下落に伴う評価切り下げの処理がなされ、またPSI（Private Sector Involvement）が社会保障基金にも適用されることで巨額の損失を計上したといわれる（Sy-

15 一般政府は、中央政府、地方政府、そして社会保障基金からなる。

図18 ギリシアの経常収支と金融収支（BOP6, 10億ユーロ）



金融収支については（+）は赤字を，金融収支の各項目では負債の増加を意味する。
出所：Bank of Greece, Balance of Payments data より作成。

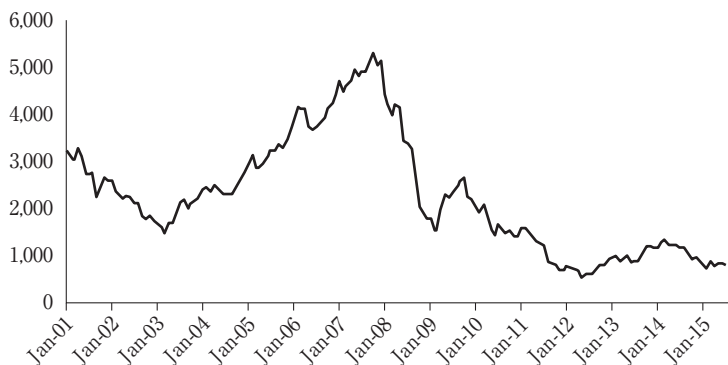
monidis 2016)。実際，政府債務証券の保有額の減少とともに，社会保障基金のネットの金融資産も2009年末の369億ユーロから2012年末には156億ユーロにまで減少した。危機後，喧伝されるギリシアの年金基金の破綻の要因が，この点にもあることは同問題を検討するうえで踏まえておくべきであろう。

ここで再び国際収支問題に立ち返ろう。政府負債の対外依存の高まりは，当然のことながら国際収支構造にも反映されるからである。

経常収支赤字はそれに見合う金融収支の赤字（BOP6以前は黒字と表現）で相殺される。だが，これはあくまで収支の話であって，負債項目，つまり「非居住者」によるネットの資本フローでみれば，2009年まで経常収支の1.5倍から2倍の規模の資本が流入している。2000年代のその動きを辿れば，直接投資の流入はきわめて少なく，証券投資を中心に流入が拡大し，2005年以降，それに其他投資が加わる。そして，2010年以降は，一転，証券投資の巨額の資本逃避（図18のマイナス）が2012年まで続いている。

この証券投資の一部は，当然，株式にも向かった。それは2003年まで下落傾向を示していた株価を反転・高騰させ，住宅価格の上昇とともに資産バブルを加速させる要因となった（図19）。とはいえ証券投資フローの多くは，政府証

図19 アテネ株式市場の一般株価指数（1980年12月31日=100）



出所：Bank of Greece.

券、つまりギリシア国債に対するものであった。国際収支ベースでみた同時期の対ギリシア投資残高（負債ポジション）の平均55%が証券投資で、その約80%が長期の政府債務証券への投資である。その結果、2001年から2009年にかけて、対外負債残高の多い時で56%（2004年第3四半期）、平均すれば約50%を対外政府債務（債務証券+融資）が占め、その80~90%も債務証券となったのである¹⁶（図20）。

（3）家計部門の負債構造と国内信用の拡張

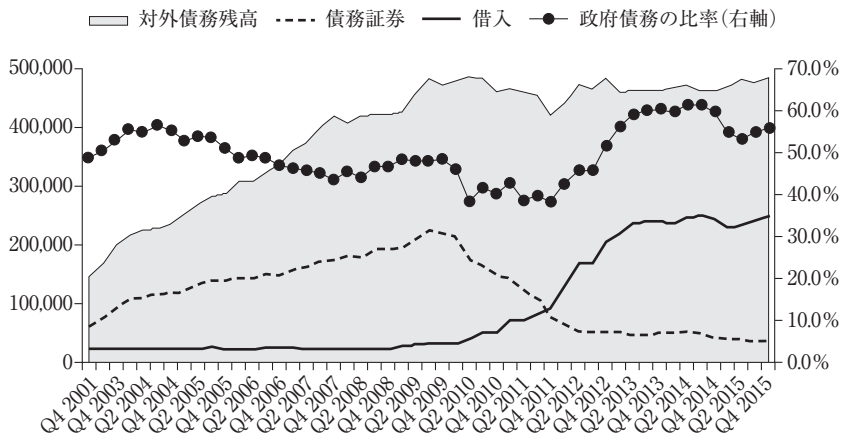
これに対して2000年から2010年まで急速に膨張した家計負債のおよそ80%は、長期の借入で、そのほとんどが国内金融機関によるものであった。その意味で家計の負債は、国際資本フローとは関連が薄いようにみえる。果たしてそうであらうか。

一見、自律的に見える国内信用の拡張も国際資本フローの影響を免れてはいない。

まずギリシア中央銀行の統計から、国内通貨金融機関による信用構造をみると、興味深い事実が浮かびあがる。対非金融法人企業への与信残高は、国内信

16 金融勘定の海外部門の資産残高からも同様のことがいえる。海外部門は2009年の時点でギリシアに対して5,179億ユーロの資産を保有しているが、そのうちの42.5%が長期債務証券、その90%以上が政府証券であった。また長期貸付は全体の10.8%を占めるが、その33.7%が対政府貸付である。

図20 ギリシアへの資本流入（国際収支ベース/対外負債ポジション，100万ユーロ）



出所：Bank of Greece, International Investment Position data より作成。

用が急膨張するなかにあっても、全体のほぼ30～40%の水準で安定している。これに対して、1990年代末に約60%を占めていた対政府信用は、その比率を2008年末には16%程度にまで低下させ、絶対額でも2001年半ばの約700億ユーロから2008年末の482億ユーロへと緩やかに減少させている。これを補うかのように急膨張するのが、対家計信用なのである。90年代末に10%程度にすぎなかったその比率は、2007年から2008年のピーク時にはおよそ国内信用の40%に達した（図21と図22）。

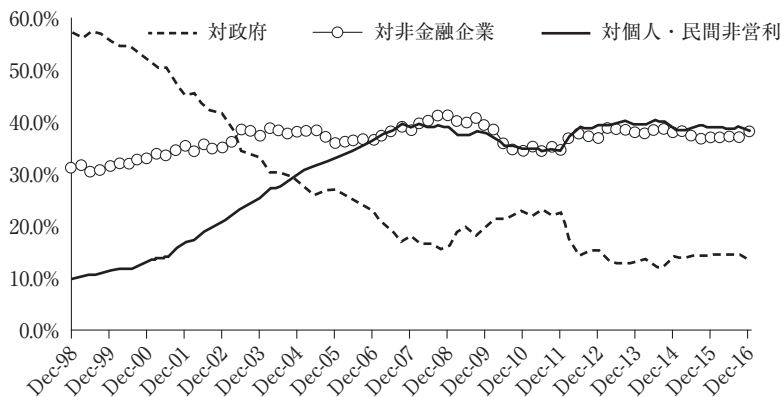
こうした国内信用供与の対家計シフトが、先の政府債務証券の海外保有比率の上昇と並行して生じていることに注意する必要がある。

ギリシアは、国債消化にあたって一定の基準を満たす金融機関をプライマリー・ディーラーに指定している。この国債取引の主要プレイヤーは、毎年更新されるが、そこには外国銀行も含まれる。

差し当たり遡及できる2000年のデータでは、計11のプライマリー・ディーラーのうち国内銀行は、Alpha Bank, National Bank of Greece, Agricultural Bank of Greece, Emporiki Bank, Piraeus Bank, EFG Eurobank Ergasias の6行で、外国銀行はABN Amro, BNP Paribas, Bank of America International, City Bank

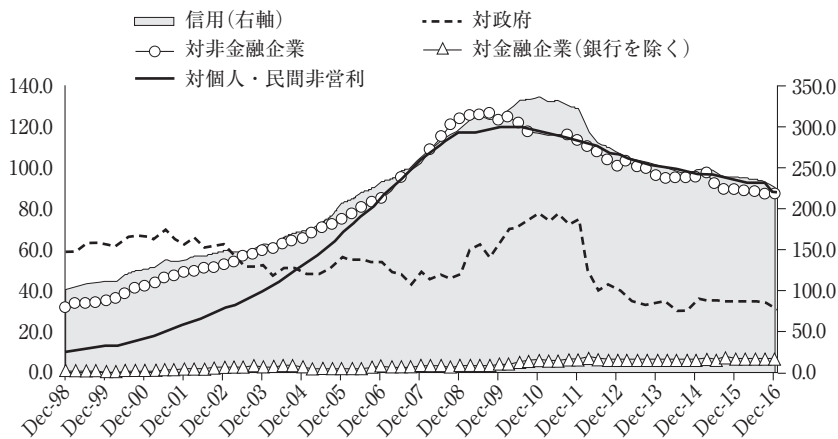
ギリシアの経常収支と危機に至る成長経路：
債務（信用）主導型成長と国際資本フローの役割

図21 ギリシアの国内通貨金融機関による信用供与構成（期末残高，％）



出所：Bank of Greece, Credit Aggregates data より作成。

図22 ギリシアの国内通貨金融機関による信用供与（期末残高，10億ユーロ）



出所：Bank of Greece, Credit Aggregates data より作成。

International, Banca IMI の5行にすぎなかった (Economic and Financial Committee 2000)。ところが、2010年ともなると国内銀行は、Agricultural Bank of Greece が姿を消し、代わりにアテネ所在の外資系銀行である HSBC Bank と City Bank を含めても計7行にすぎず、外国銀行については、2000年から残る

Banca IMI, BNP Paribas, City Bank の3行に新たに12行が加わり、計15行に増えている。それを同年の取引実績の上位から列挙すれば、次のようになる（Bank of Greece ホームページ掲載データ）。

National Bank of Greece, Piraeus Bank, EFG Eurobank Ergasias, Alpha Bank, HSBC Bank, ING, Deutsche Bank, Emporiki Bank, Morgan Stanley International, Barclays Bank, BNP Paribas, Nomura International, Merrill Lynch International, Goldman Sachs International, UBS, Société Générale, City Group Global Markets, Credit Suisse Securities, JP Morgan Securities, Unicredit, Royal Bank of Scotland, Banca IMI（下線はギリシア国内に拠点を置く銀行）。

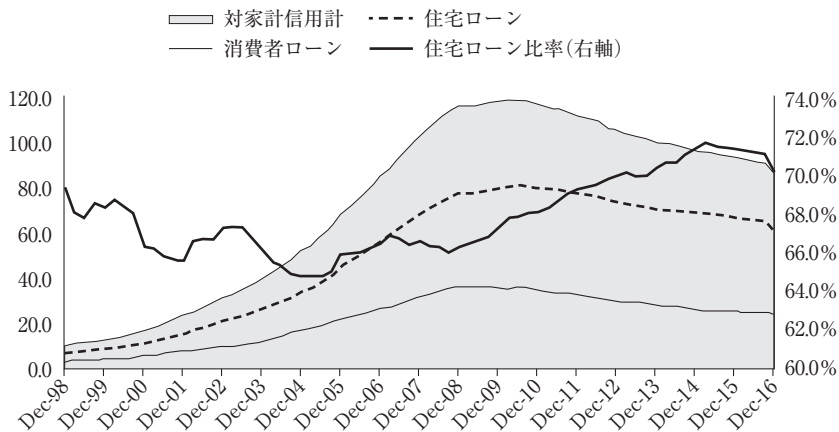
プライマリー・ディーラーには、オークションの事前事後の非競争入札への排他的な参加権や当局からの情報提供、国債引受団（syndication）へのアクセスなどの特権が与えられる一方で、発行市場における全落札額に対する年当たり2%以上の入札や、流通市場での全取引額に対する同率の年当たり最低取引額といった義務が課される¹⁷。国内銀行が上位を占めるものの、こうした義務を充たしているかぎり、先の15行の外国銀行は、かなりの割合で新規発行債券を引き受けていることになる。国債の発行額が一定である以上、外国銀行のプライマリー・ディーラーが増えれば、国内銀行のシェアは低下し、海外投資家のプレゼンスが高まっていくことになる。

海外投資家のギリシア・ソブリン債投資が活発化するなか、国内通貨金融機関は、政府債務証券の保有を一定程度は維持したものの（それが金融機関として必要であることはいうまでもない）、対政府に代わる新たな融資先が求められる。それが家計であった。国内通貨金融機関による対家計信用は、2003年から2004年にかけて対政府信用を超えて増大し続けた。折からの住宅価格の上昇は、必然、住宅ローンを膨張させ、住宅バブルを加速させた。実際、緩やかに落ち込みをみせていた住宅ローンの比率は、2004年を底に反転上昇し、拡大する家計信用の65%~70%近くを占めるようになった（図23）。

さらに家計負債の膨張は、消費者ローンの増大の結果でもあった。それは、

17 制度については、他の欧州諸国のものとともに、AFME（2015）に簡潔に整理されている。

図23 ギリシアの国内通貨金融機関による対家計信用（期末残高、10億ユーロ）



出所：Bank of Greece, Credit Aggregates data より作成。

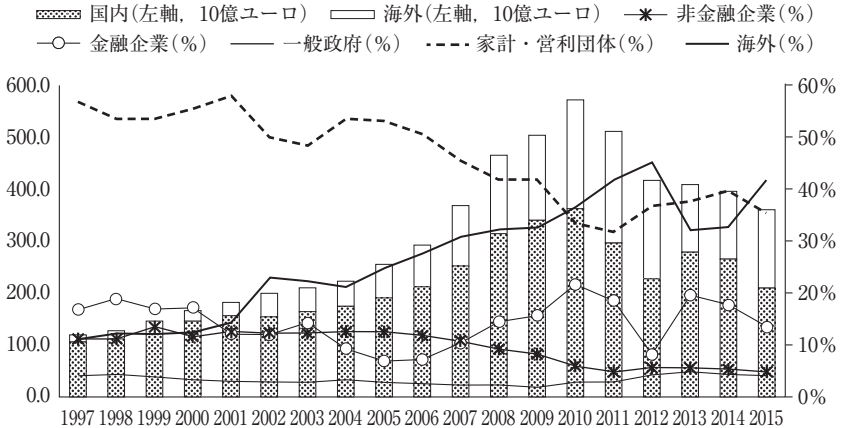
対家計信用の30%前後を占め、その額は1998年末の31億ユーロから2008年末の364億ユーロへと10倍以上になっている。このことは、内需主導型高成長期の民間消費の多くが、負債によってファイナンスされていたことを示している。

一方、国際資本フローは、国内信用拡張に間接的に影響を及ぼしている。

金融勘定統計をみると、金融法人企業部門の対外負債残高も、2001年の317億ユーロから2010年には2,226億ユーロへと10年間で7倍以上に膨らんでいる。その最大の項目は、現・預金であった。金融機関の負債で現・預金の比率が高いことは一般的であるが、ギリシアで特徴的なのは、それが海外からの資金流入で急増していることにあった¹⁸。事実、2001年に14.3%にすぎなかった現・預金に占める海外部門の比率は、翌年には23.1%にまで上昇し、金融部門への資本流入がピークに達した2011年には41.9%、額にして2,145億ユーロにまで増大した（図24）。言うまでもなく、現・預金は金融機関にとって、信用供与の原資となる。海外から流入する資金は、金融部門の貸出余力を著しく高め、

18 海外から流入する現・預金のほとんどは非ユーロ圏からのものであるが、データの制約から国を特定することはできない（Bank of Greece, Aggregated Balance Sheets of Monetary Financial Institutions 参照）。

図24 ギリシアの金融企業部門の負債における現・預金の部門別構成比の推移



出所：Bank of Greece, Financial Accounts data より作成。

国内信用の拡張を後押しする要因となったのである。

さらに国際資本フローは、より直接的に家計の負債増大に関与している。

家計部門の金融勘定統計によれば、住宅バブルが加速していく2003年から2009年にかけて、それまで皆無であった家計の対外債務が急激に増大しているのである。2003年にまず2億4400万ユーロの対外長期借入が行われた後、対外借入残高は2005年には短期借入を含めて31億9600万ユーロ（22億200万ユーロ）にまで跳ね上がった。その後、2006年から2007年にかけて56億4000万ユーロ（46億4300万ユーロ）から101億4900万ユーロ（66億ユーロ）に、さらに2008年に203億3600万ユーロ（145億8000万ユーロ）へと、ほぼ倍々で増大し、2009年のピーク時には、217億ユーロ（156億2000万ユーロ）を記録している（括弧内は長期借入残高）。特に対家計の国内信用の増大が、2007年、2008年、2009年に前年比でそれぞれ182億ユーロ、130億ユーロ、24億ユーロでしかなかったことを考えれば、危機直前のバブルの絶頂期にこうした国際資本流入が家計負債に果たした役割はきわめて大きいといえるだろう。

2. 欧州系銀行の貸付行動と独立変数として資本フロー

(1) バブル崩壊の引き金を引く資本逃避

本稿でこれまで確認してきたことに、緊縮や新自由主義的構造改革の強制に批判的な論者の見解を加味すれば、危機以前の状況は次のようにまとめられる。

金融政策統合の下、低インフレ諸国とのインフレ格差（図25）から低下した実質利率と、アテネ・オリンピック開催に向けた拡張的財政政策によって、ギリシアでは国内投資と国内消費に火がつき、さらにインフレ率が高止まりするという循環が描かれた。一方、ユーロ圏加盟後の巨額の資本流入は、公的部門の赤字を持続させ、相対的な低利率は国際資本市場で公的債務の借り換えを容易にした。海外投資家による活発なソブリン債投資によって政府負債の対外依存度が上昇すると、それは、翻って国内通貨金融機関の貸付行動にも作用して対家計信用を増大させ、住宅バブルの造成と負債ベースの消費を支えた。この債務（信用）主導経済化は、一方では、ギリシアのような小国経済で内需主導の成長を持続させ、他方では高まる内需が輸入を誘発して経常収支赤字を拡大、ネットの金融ポジションをさらに歪め対外債務を累増させた（Karamessini 2012：155-58；Varoufakis and Tserkezis 2014：57-58）。

ここで強調すべきは、この悪循環における国際資本フローの独立性である。データの制約から、すべてのバイラテラルな資本フローを捕捉することはできないが、国際決済銀行（BIS）の統計で、少なくとも主要な銀行群による国際

図25 ドイツとのインフレ率格差（HICP 平均変化率の差、%）



出所：Eurostat database より作成。

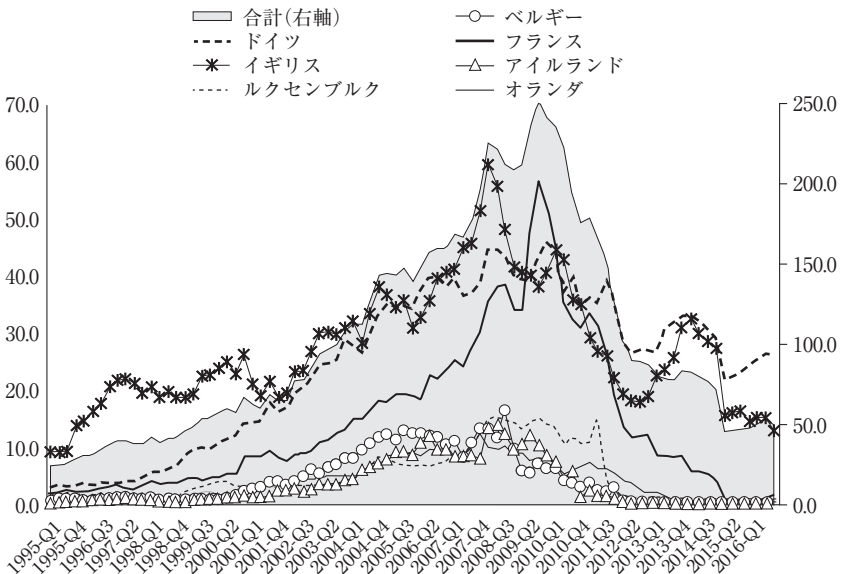
的な与信行動は確認できる。

まず国際資金取引統計（locational banking statistics）から対ギリシア・クロスボーダー与信の推移を示したのが、図26である。報告国に所在する外資系を含む金融機関の活動を集計したこのデータは、その性格上、国際投資ポジションに類する国境を越えた債務証券と貸付の動向を表している。与信残高がピークとなる2009年第3四半期の両者を比較すると、前者（BIS統計）が2,508億ドルであり、後者（国際投資ポジション）の残高2,554億ユーロのかなりの部分をカバーしている。

図26からまず読み取れるのは、2001年からギリシアに対する信用供与が急速に拡大し、世界金融危機に直面した2008年から2009年を経て、一転、急減、わずか3年余りのうちに膨張した信用が一気に圧縮されるという構図である。

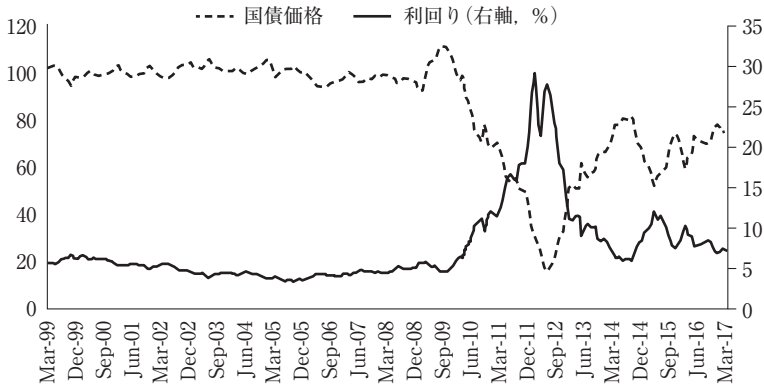
前述のように、ギリシアの資本流入の大きな部分が政府債務証券に向かって

図26 BIS 報告銀行の対ギリシア・クロスボーダー与信残高
(報告銀行の立地ベース, 10億ドル)



出所：BIS Locational Banking Statistics. より作成。

図27 ギリシア10年物国債の価格と利回り
(額面100ユーロに対する清算価格, 利回りは%)



出所：Bank of Greece data より作成。

いたことを踏まえれば、この銀行信用の圧縮が、ソブリン債の投げ売り、価格低下と利回り急騰、借り換え困難とデフォルト・リスクの高まり、というソブリン危機の一連のプロセスを主導したことは言を俟たない（図27参照）。投機に誘発された不確実性の蔓延と債務の持続性に対する懸念によって生じた資本流入の突然の停止と逆転が、ギリシアを深刻な危機に引きずり込んだのである（Lapavitsas et al. 2017： 25； Varoufakis and Tserkezis 2014： 53-56）。

実際、この国際与信の動きが、国内信用収縮とバブルのバーストを導いた可能性が高い。

住宅価格は2008年をピークに反転し、2011年以降急落する（図14）。だが残高ベースでみた家計への国内信用がピークを迎えるのは2010年6月末で、それまで国内信用は拡大し続けている。一方、家計部門の対外債務は2009年までのわずか数年で急拡大したことは前述したが、その残高の減少は2010年のわずか1年で149億ユーロに及んだ。2010年下半期に国内信用も圧縮されるが、その額はわずか18億ユーロにすぎない。この対外債務と国内債務の圧縮規模の違いと時期のずれがもつ意味は大きい。つまりバブルの終焉は、2010年に生じた家計部門からの巨額の資本逃避が引き金となったことを示唆しているからである。そしてそれまで膨らみ続けた国内信用は、2011年以後、倍々ゲームのように圧

縮され、急速な信用収縮過程が開始するのである¹⁹。

(2) 資本供与国＝経常収支黒字国からは見えない構図

図26は、経常収支赤字が経常収支黒字国からの資本流入でファイナンスされる、という単純な図式では現実の資本の流れはとらえきれないということも示している。

たしかに投資が貯蓄を上回る経常収支赤字国は、不足する貯蓄を経常収支黒字国の余剰貯蓄によって補填している。これ自体は、もちろん間違いではない。だがこの関係は、ネットでみて、全体として事後的にそうなるといえるだけであって、経常収支赤字国であるギリシアに対する投資国、あるいは信用供与国は、経常収支黒字国であるドイツに限定されるものではない。経常収支赤字国＝ギリシアと黒字国＝ドイツという二項図式だけでとらえることは、逆の意味での「合成の誤謬」をもたらす。合成された結果をみるだけでは、そこに至る個々の要因が看過されてしまう。

図26では、ドイツだけでなく、それを上回る規模でイギリス、そしてフランスが巨額の信用供与国として登場し、さらに規模は劣るがアイルランドまでが一貫した債権国となっている。この4か国だけで、多い時で対ギリシア融資残高の75%を、規模が最大となる2009年第3四半期末には59.6%を占めている。ところが、1995年以降で、ドイツ所在の銀行が最大の貸付主体となるのは、2005年第4四半期から2006年第4四半期のわずか1年のみで、2009年第1四半期まで最大のシェアを示したのは、イギリスであった。そこからギリシア危機に突入する直前の2009年第3四半期までに一気に与信を拡大し首位に立つのが、フランスである。

周知のように、イギリスとアイルランドは経常収支赤字国である。また危機の勃発直前に最大の信用供与国となったフランスが、ドイツ以上の資本還流が可能な黒字国かという、決してそうではなかった。

このことは、資本フローが、経常収支というファンダメンタルズに規定され

19 国内信用の圧縮はその後収まっているかのように思われる。だがそれは問題が収束しつつあることを意味しない。実際、融資の不良債権化が進み、2008年に4.67%にすぎなかった不良債権比率は、2010年には9.12%に上昇、そこから2013年には31.89%にまで跳ね上がり、2015年には36.65%に達している（World Bank database）。

るものではなく、銀行の貸付行動として、むしろ独立変数として国境を越えて展開してきたことを意味する。したがって因果関係は、経常収支→資本フローではなく、逆に国際的な資本の動きが種々の経路を通じて、経常収支を規定していくというのが実情なのである。

(3) ドイツ責任論の陥穽：フランス系銀行の主導性

資本還流を経常収支黒字国と経常収支赤字国のバイラテラルな均衡問題ととらえるとき、見落とされる第二の論点は、国際的な資金循環のなかでギリシアを先のブーム・バースト・サイクルに組み込んだ主要なアクターが誰かということである。従来の議論では、財政赤字を累積させた主体、つまりギリシア政府と、最大の過剰貯蓄国＝経常収支黒字国＝資本輸出国ドイツということになる（Lapavitsas et al. 2010b）。

危機前の巨額の資本流入と危機勃発後の資本逃避という関係は、もちろんドイツのあいだにも成立している。ところがギリシアは2000年代末に2度にわたる資本逃避の波に見舞われているが、それを主導したのはドイツではなかった。

資本逃避の第一の波は2008年から2009年にかけて生じている。その震源地はほかならぬイギリスである。イギリス所在銀行による対ギリシア与信は、2006年第1四半期を起点に急増し、2008年第1四半期には全体の26.4%、規模にして595億ドルに達していた。それが世界金融危機に直面すると大きく圧縮され、2008年第1四半期から2009年第3四半期までに214億ドルという最大規模の与信引き上げが生じている（図26）。

それを補うかのように、ドイツと、なによりもフランスからの資本流入が増大した。2010年の第二波を主導したのは、実のところこのフランス所在銀行の資本逃避である。

2008年末には2,091億ドルにまで落ち込んだギリシアの借入残高は1年を待たずして2009年第3四半期に過去最大の2,508億ドルに達した。その22.7%は、フランス所在銀行からの信用供与であった。そこから2010年第4四半期までフランスへは260億ドルもの資本逃避が生じ、それはその間の対ギリシア与信圧縮額の40%に相当した。さらに、ドイツやイギリスへの資本逃避はソブリン危機勃発後にいったん底を打ち、両国からの資本フローは回復傾向がみられるの

に対して、フランスからの与信残高はその後も急転直下で削減され続けたのである（図26）。

経常収支黒字国＝資本輸出国ドイツの役割のみを注視する立場からは、このイギリスやフランスに所在する銀行の資本逃避とギリシア危機との関係はみえてこない²⁰。ここにドイツ責任論に拘泥することの一つの陥穽がある。

もちろんドイツ所在の銀行が資本逃避を行わなかったわけではない。だがその規模は、第一波（2008年第1四半期から2009年第2四半期）で54億ドル、第二波でも94億ドルで、資本逃避を先導したとは言い難い。ドイツは経常収支黒字国としてギリシアに対する純然たる投資国・債権国であるが、危機との関連でいえば、むしろイギリス、そしてフランスとの関係がより重要であった。

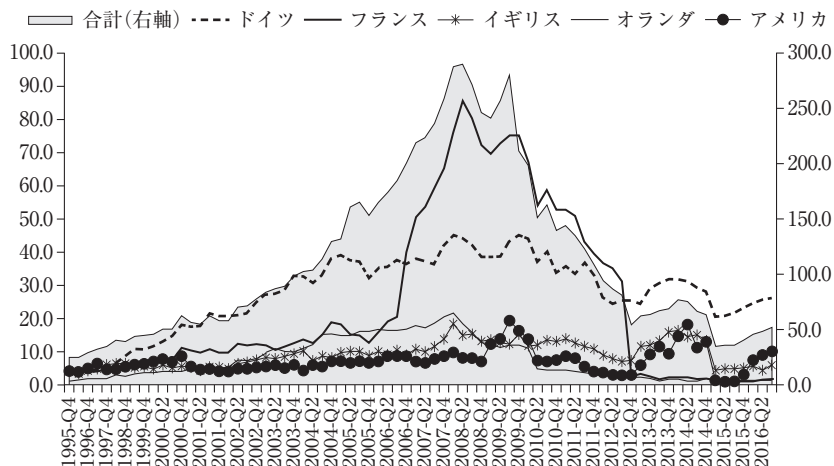
国際資本フローから見たギリシア危機における、このドイツの相対的な重要度の低さに気づけば、BISのもう一つの統計データである国際与信統計（Consolidated Banking Statistics）をみることで、ギリシアをめぐる国際資本フローの別の側面が見えてくる。

国際資金取引統計は、国境を越える資金の流れを把握できても、その融資の主体が立地する国の金融機関なのか、それとも外資系金融機関なのかの区別はない。今日、銀行による国際的な貸付行動は、国境を越えて張りめぐらされたネットワークを通じて展開されている。国際与信統計は、本社の所在地ごとに金融機関を分類し（国籍ベース）、その立地によらず、特定の国への与信残高を集計している。図28でドイツの与信（total claim）とされるのは、ドイツに本社を置く銀行がその海外支店なども含めたグローバルなネットワークを通じて、ギリシアに対して行った貸付残高を示しており、国際与信（international claims）だけでなく現地ポジション（local position）を含んでいる²¹。

20 両国からの融資はソブリン危機とも直結する。公的債務管理局（Public Debt Management Agency）によれば、ギリシア政府債務証券の2005－2010年の国・地域別でみた最大の投資国は、国内（29％）を除けば、イギリス／アイルランドで23％、次いでフランスが11％、ドイツは、スイス、オーストリアと合わせても9％であった（同ホームページ掲載データ）。

21 BIS 国際与信統計は、2015年以降変更され、データを提供する冊子体も *Quarterly Review* から *Statistical Bulletin* に変わった。だが冊子体には対ギリシア与信のデータは掲載されず、データベースにアクセスする必要がある。

図28 BIS 報告銀行による対ギリシア与信（報告銀行の国籍・即時借手ベース，10億ドル）



出所：BIS Consolidated Banking Statistics より作成。

図28をみると、ドイツの場合、国籍ベースでの信用供与は、立地ベースほどの変動がみられず、相対的に安定しているように見える。また立地ベースの統計では、資本逃避の第一波を主導していたイギリスのポジションは、国籍ベースではかなり低いことがわかる。このうち後者の側面は、先にみたイギリスのクロスボーダー与信の変化が、国際金融市場としての同国に立地するイギリス系以外の金融機関によるものだということを意味する。そのことは図26では登場しなかったアメリカ系銀行の与信が、図28では2つの資本逃避の波のいずれでも役割を演じていることにも表れている。実際、先にみたギリシア国債のプライマリー・ディーラーの所在地は、国内銀行と Banca IMI（ミラン）、ING（ミラン）、Société Générale（パリ）、Unicredit（ミュンヘン）、Commerzbank（フランクフルト）、Deutsche Bank（フランクフルト）を除けば、アメリカ系銀行のみならず、BNP Paribas や Nomura を含め残りの所在地はすべてロンドンである（AFME 2015）。

これに対して図26と図28に共通するのは、フランスの中心的役割である²²。実際、国籍ベースでみたフランス系銀行の与信の増大の時期は、フランス所在銀行のそれよりもかなり早い。2005年末に128億ドルにすぎなかったその与信

残高は、2006年末に404億ドルへと1年で3倍以上にも膨らんでいる。フランス系銀行の与信は、その後も急激に増大し続け、2008年第2四半期には861億ドルに達した。それが、一転、2009年第1・四半期までのわずか9カ月で166億ドルも圧縮されたのである。イギリスが主導したかにみえた資本逃避の第一波は、実のところフランス系銀行によるものであった。

資本逃避の第二波もまた、フランス系銀行の貸付行動に牽引された。この時期のフランス系銀行の行動は投機的で、ギリシア危機にも直結するものであった。

図27で示されるように、ギリシア10年物国債価格は、2009年第3・第4四半期にかけて急速に上昇した直後に急落し、それに伴う利回り（長期金利）の急騰が、ソブリン危機へと導いた。これは、大規模な買いによる価格上昇と、それに続く売り浴びせが、この時期のギリシアの国債市場を直撃し、巨大な投機がソブリン危機の引き金を引いたことを示している。フランス系銀行の動きは、それに沿うものであった。2009年第4四半期までに752億ドルへと急速に回復したその与信残高は、2010年から再び減少し続け、2012年第3四半期には318億ドルへと、434億ドルも削減されたのである。そこからさらにPSI合意直後の2012年第4四半期末の残高がわずか27億ドルにまで減少していることは、フランス系銀行がギリシアのソブリン債の最大級の保有者であったことの証左である（図28）。

もちろんドイツ系銀行が資本逃避に動かなかったわけではない。その圧縮額は、2008年第2四半期から2009年第1四半期にかけては68億ドルであったが、2009年第4四半期から2012年第3四半期にかけては198億ドルに上り、決して

22 筆者は、拙稿（2013）でユーロ危機をドイツ系金融機関の国際資金循環にGIIPSが巻き込まれた結果であると分析した。その際、GIIPSを一つのグループとして取り扱ったために、ギリシア（並びにポルトガル）では、ドイツ系銀行の与信の変動が相対的に小さい点は不問にした。その意味では、ドイツ責任論の陥穽に嵌っていたといえるかもしれない。BIS Consolidated Banking Statisticsで2008年末と2011年末の対外与信残高を比較すれば、BIS報告銀行の対ギリシア与信の規模とその圧縮幅において、フランス系銀行がドイツ系銀行よりも重要な役割を果たしたという指摘は、高英求・中部大学国際関係学部教授からいただいた。本稿の以下の叙述は、それを踏まえつつ、かつての拙稿の不十分さを補うものでもある。

小規模とはいえない²³。とはいえ、ユーロ危機全体としてみれば、ドイツ系銀行が主導的な役割を演じ、その影響が最も大きかったのは、スペインとアイルランドに対してであった。ギリシアでは、フランス系銀行の主導性は、明らかに突出している。

経常収支黒字国＝ドイツからの資本還流だけに注視する視角からは、こうした分析は見事に欠落してしまい、危機の構図もまた単純化してしまう。そのことは翻って、ユーロ・システムの「欠陥」を、為替調整の不可能性と限定的にとらえ、ユーロ圏の成立が何故に危機を生み出したのかについての理解を矮小化する遠因となっているように思われる。

(4) 船舶金融におけるイギリス系・ドイツ系銀行の役割

イギリス系とドイツ系銀行の資本逃避が、フランス系銀行に比して大きくなかったのは、両者の融資が必ずしも政府債務証券に集中していなかったことを示唆している。事実、欧州系銀行の対ギリシア融資のすべてが投機的だというわけではなかった。

ギリシアの民間非金融法人企業部門は株式を主たる外部資金調達源としてきたが、長期借入もまた比較的安定した資金源として危機勃発後も維持されている²⁴。一方、ギリシアには、欧州系を中心に外資系金融機関が進出し、非金融法人向け国内信用供与の一翼を担っている。その中心が、イギリス系とドイツ系の銀行であった。こうした銀行の非金融企業に対する貸付は、不良債権化した部分も大きいのが危機後下げ止まっている。

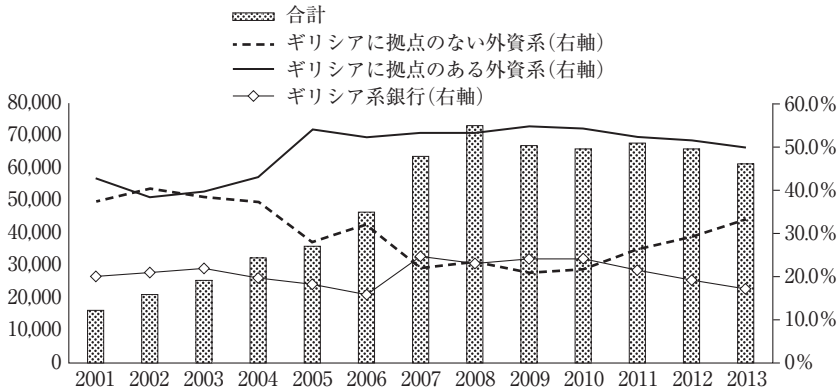
このことは、特に海運業に当てはまる。

図29に示される通り、船舶の購入などに充てられる船舶金融（ship finance）のポートフォリオ（貸付残高と融資枠の未引き出し分（undrawn loan commitment））残高は、国内外からの融資を含め2008年末に732億ドルに達している。

23 イギリス系銀行では、それぞれ14億ドルと78億ドルの圧縮にとどまった。

24 株式は、2007年まで民間非金融法人部門の負債の50～60%を占め、上場株式の53.3%が海外投資家によって保有されていた。2008年以降は長期借入の比率が高まり、2010年のその残高は1,008億ユーロ、負債総額の43%を占めた。その18.7%が対外負債である。株式形態の資本の流出入が株式ブームとバーストを牽引したことは前述したが、長期の対外借入は危機後も比較的安定している。

図29 ギリシアの船舶金融（ship finance）の銀行融資残高の推移（12月末時点，100万ドル）



出所：Petrofin Bank Research（2013）（2014）より作成。

なかでも高いプレゼンスをもつのがギリシア国内に拠点を有する外資系銀行で、2000年代後半以降そのシェアは50%以上を維持してきた。これにギリシア系国内銀行を加えれば、2008年末時点で船舶金融の76.4%が国内信用供与に依存していることになる。また外資系銀行として一括すれば、シェアで76.9%、額にして563億ドルに及ぶ。統計ベースが異なるので厳密ではないが、BISの国籍ベースの統計で総与信残高2,462億ドルであることに鑑みれば、それは無視できない規模である。

こうした民間非金融法人企業への国境を越えた融資もかなり堅実である。2012年末時点の立地ベースの国際与信残高が874億ドルにまで減少したのに対して、ギリシアに拠点をもたない外資系銀行の船舶金融の融資残高は2008年末の173億ドルからむしろ192億ドルへと増大している。

この船舶金融の主要なアクターが、イギリス系とドイツ系の銀行である。

2008年末の最大の（ギリシアに拠点を有する）貸付銀行はRoyal Bank of Scotlandで、その実行済みの融資額（ポートフォリオ残高から融資枠の未引き出し分を除いた額）は、約107億ドルと突出している。ドイツ系で最も多いのがHSH Nordbankの44億ドルで、以下、Deutsche Schiffbankの41億ドル、HVB（HypoVereinBank）16.4億ドル、DVB 12.5億ドルと、上位4行で114億ドルに

なる。同時期の BIS 統計のイギリス系銀行の与信残高が131億ドル、ドイツ系銀行では384億ドルであることを考えれば、その規模はかなり大きい。さらに危機が深刻さを増す2011年末と2012年末でも、イギリス系およびアイルランド系銀行のポートフォリオ残高は155億ドル（23%）と136億ドル（20.7%）、ドイツ系銀行では同177億ドル（26.2%）と170億ドル（25.8%）に上っている（括弧内はシェア）（PetroFin Bank Research 2009；2014）。

ギリシアの基幹産業への生産的な投資を、イギリス系ならびにドイツ系銀行がファイナンスしていたことは、往々にして見過ごされている。英独の銀行が投機的でなかったとはいわないが、フランス系銀行の貸付行動と対照的な側面があったことは確かであろう²⁵。

（5）公的債務の転換から債務政治へ

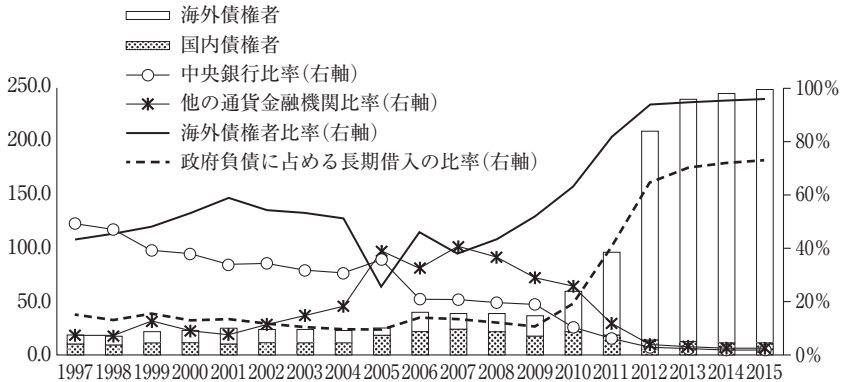
国際資本フローの反転について言及する以上、いまや周知とはいえ、対外公的債務について触れないわけにはいかない。最後にこの点を指摘しておく。

民間資本フローの反転・逆流によって危機が勃発・深化するなか、ギリシア政府の負債構造も劇的に変化した。危機以前、政府負債の80%前後を占めていた長期債務証券が急速に減少し、2015年の時点ではもはや12.5%にすぎなくなった。代わって比重を高めたのが、2009年時点ではまだ10.4%であった長期借入である。その比率は、2015年には75%に達した（図30）。

この政府負債の切り替えが生じた2010年から2012年は、まさに主要欧州系銀行による対ギリシア与信が大幅に圧縮される一方で、トロイカによるギリシア支援策が講じられた時期に当たる。国債価格の暴落と利回り急騰によってデフォルト・リスクが高まるなか、欧州系銀行、とりわけフランス系銀行は保有債券の借り換えを拒否・償還を図ろうとし、それに応じるための資金が、ギリシア支援の枠組みで長期貸付としてトロイカによって準備され実行された。2012年の PSI によってある程度の債務削減が図られはしたが、それは一時的なものにとどまり、対外債務は減少どころかむしろ再び増加しつづけている。

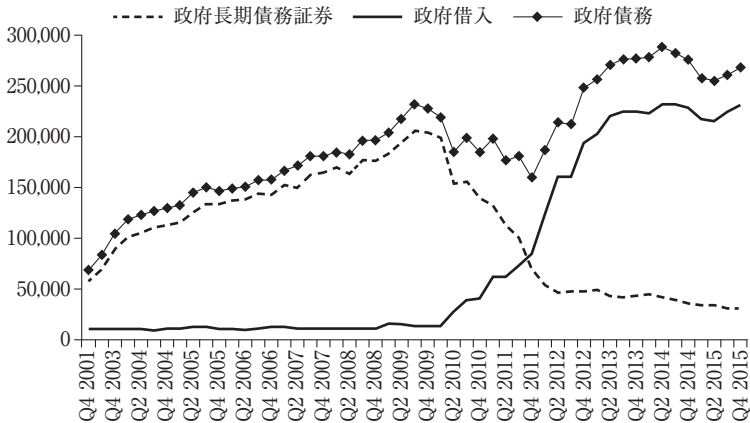
25 フランス系銀行は、ベルギー系銀行と合算しても、2011年末で44億ドル（6.5%）、2012年末で38億ドル（5.8%）と、明らかにこの手の生産的な融資には消極的であった（Petrofin Bank Research 2014）。

図30 ギリシア一般政府の長期借入の構造（10億ユーロ、%）



出所：Bank of Greece, Financial Accounts data より作成。

図31 ギリシア政府の対外負債の推移
（国際収支ベース/対外負債ポジション，100万ユーロ）



出所：Bank of Greece data より作成。

つまり図31でクロスするグラフは、民間銀行の融資がトロイカによる融資に置き換わっただけで、救済とは、欧州の銀行がデフォルトで損失を被ることを回避するためのものに過ぎなかったことを示している。その交点は、ギリシアの社会と経済が新たな債権者との債務政治のなかに押しつぶされていく転換点でもある。

V. 結びにかえて：問題の所在

巨額の資本流入によって拡張する国内信用が債務（信用）主導の成長を促進する、ギリシア経済の高成長モデルは、資本フローの突然の停止・反転とともに破綻し、膨張した経済はもろくもしぼんでしまった。だが、それは原点への回帰を意味しない。時の矢は不可逆であり、経済変数が元の水準に戻っても、人々の生活が戻るわけではない。縮小過程は、拡張過程以上に劇的な作用を及ぼし、それは破壊的である。対内的切り下げの議論は、この点を看過している。

国内消費と国内投資は削減され、貿易収支を悪化させた輸入も減少、さらに財政は落ち込んだ内需を底支えするどころか、緊縮と労働市場構造改革によって縮小に拍車をかけている。その結果、経常収支赤字は、ほぼ消失した。そして資本フローが経常収支を規定するという関係は、縮小の連鎖という形で、危機以降、より鮮明になっている。

そもそもユーロ圏のような資本移動が自由化され金融統合が進む経済空間で、経常収支ファイナンスのために資本フローが生じると考えること自体に無理がある。にもかかわらず、経常収支不均衡にかんする理解はいまだ分岐しているばかりか、その解消のための政策はさらに捻じれている。

Stockhammer et al. (2016) は、経常収支不均衡とその是正のために推奨（あるいは強制）される政策との捻じれを、表2のように整理している（オリジナルの表では、グレーで表示したセルには、具体的な論者・文献が明記されているがここでは略している）。

この表で原因と政策が一致するのは、A、B、そしてEである。

Stockhammerによれば、主流派経済学の見解とされ、財政規律の欠如に原因を求めるBが、1980年代初頭のラテンアメリカ債務危機以来の新自由主義的な政策パッケージである緊縮と（対内的）切下げを推奨するのは当然かもしれない。

ところが興味深いのは、対内的切下げを推奨する根拠とされるコスト（名目ULC）格差に不均衡の原因をみるAとEでは、推奨する政策は「対内的切下げ」ではなく、前者がユーロ圏離脱・解体を、後者が中心国の対内的切上げと

表2 E. Stockhammer による経常収支不均衡と政策リコメンデーションの整理

	政策リコメンデーション			
	赤字国のユーロ離脱 もしくはユーロ解体	赤字国の対内的切下 げと緊縮財政	加盟国レベルの財政 規律とEUレベルの 自動安定化装置	中心国におけるイン フレ的な財政・賃金 調整
財政規律の欠如		B		
コスト格差	A			E
資本フローと信用ブーム		C	D	F

出所：Stockhammer et al. (2016) を一部改変して掲載。

内需拡大を求めている、という点である。本稿の冒頭で言及した対内的切り下げ論批判は、AとEに該当にし、当該文献ではAをマルキスト、Eを多くのポスト・ケインジアン²⁶の立場としている。

では欧州委員会の見解はどうかというと、実のところ、それは表の「C」なのである。

自らは緊縮と対内的切下げを強制しながら、欧州委員会は、経常収支不均衡の主要な原因が価格競争力の格差にあるとはみなしていない。ギリシアの輸出価格は上昇したし、その意味では価格競争力が落ちたことは確かであろう。だがそれでも輸出は伸び、2010年の報告書でも、1999年から2008年にかけてその財・サービス輸出は実質ベースで平均5.9%の成長を記録し、それはユーロ圏内でもそれほど低い成長率ではなかったと評価している。さらに経常収支赤字の40～50%は内需要因で説明でき、特にギリシアでは、輸出パフォーマンスの悪化に先行して、強力な内需がまず経常収支を悪化させ、それが漸進的な競争力の弱体化に導いた、とする。そして経常収支赤字は、輸出とは緩やかな相関しかなく、資本フローとの相関のほうが強いと分析するのである（European Commission 2009；2010）。

この捻じれを、どう理解すればよいのか。原因の分析と政策は一致する必要

26 Aの代表がLapavitsas et al. (2011) である。Eの論者としては、Cesaratto (2015) 参照。ちなみにストックハマー自身は、自らの見解をEからFに転換というよりは発展させた。当初、原因とした名目ULCで示される競争力格差は、資本フローと信用ブームの結果であるとしている。Stockhammer (2011) 及び (2015)、Stockhammer et al. (2016) 参照。

がないといわれれば、それまでだが、だとすれば、欧州委員会にとって、「対内的切下げ」は、危機がどうであれ、実施しなければならない新自由主義のドグマということになる。

欧州委員会のこの捻じれ、そして対内的切下げ批判の捻じれを解きほぐす鍵は、おそらく競争力にある。だが、もちろんギリシア経済の競争力が高かったといたいわけではない。逆に、特にその製造業は「構造的な競争力」の問題を抱えてきた。それは労働コストや ULC のような価格変数に還元されるものではなく、世界経済の構造変化というより大きな枠組みのなかで考えるべきものである。

本稿との関連では、内需主導の経済成長が、必ず経常収支赤字を累積させるわけではない。建設バブル・住宅バブルに陥っても、それが必ず経常収支の赤字をもたらすわけではないことは、日本の経験をひくまでもないだろう。国内に確固たる生産基盤があれば、増大する国内需要は輸入に依存せずとも満たすことはできる。

仮に経常収支が赤字となり、それが金融収支でファイナンスされる構造が続いたとしても、直接投資、その他の資本が生産基盤の形成に資するものであったとすれば、中長期的に不均衡は縮小する可能性もある。それは多くの東アジアの経済が経験したことでもある。ところがギリシアの場合、そうならなかった。

Y. ヴアルファキスが、この点では正しくも指摘しているように、「その原因は、ギリシア経済の周辺的性格とそうした投資を受け入れるにたる産業の生産基盤が欠けているところにある」(Varoufakis and Tserkezis 2014: 57)。

問題は、ギリシアの産業構造とその世界経済の変化への適応形態にある。次にこの点を検討することが課題である。

参 考 文 献

Association for Financial Market in Europe (AFME) (2015) *European Primary Dealers Handbook: Updated Q4 2015*. (<https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-primary-dealers-handbook-q4-2015.pdf>).

- Cesaratto, S. (2015), 'Balance of Payments or Monetary Sovereignty? In Search of the EMU's Original Sin', *International Journal of Political Economy*, Vol.44, No.2, pp.142-156.
- Economic and Financial Committee (2000) 'Progress Report on Primary Dealership in EU Public Debt Management,' EFC/ECFIN/665/00-En-fin.
- European Commission (2009) 'Special Report: Competitiveness Developments within the Euro Area,' *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol.8, No.1.
- European Commission (2010) 'Special Issue: The impact of the Global Crisis on Competitiveness and Current Account Divergences in the Euro Area,' *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol.9 No 1.
- Flassbeck, H. and Lapavistas, C. (2013) 'The Systemic Crisis of the Euro – True Causes and Effective Therapies', *Study of the Rosa Luxemburg Foundation*.
- Hein, Eckhard (2012) *The Macroeconomics of Financed-dominated Capitalism and Its Crisis*, Edward Elgar.
- Karamessini, Maria (2012) 'Sovereign Debt Crisis: An Opportunity to Complete the Neoliberal Project and Dismantle the Greek Employment Model,' in Lehndorff ed.
- Lapavistas, Costas *et al.* (2010a) *The Eurozone between Austerity and Default*, RMF Occasional Report. September. Research on Money and Finance.
- Lapavistas, Costas *et al.* (2010b) 'Eurozone Crisis: Beggar thyself and thy Neighbour,' *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, Vol.12, No.4.
- Lapavistas, Costas *et al.* (2011) *Breaking Up? A Route out of the Eurozone Crisis*. RMF Occasional Report 3. November. Research on Money and Finance.
- Lapavistas, Costas *et al.* (2017) *Eurozone Failure, German Policies, and a New Path for Greece: Policy Analysis and Proposals*. Rosa-Luxemburg-Stiftung.
- Lehndorff, Steffen ed. (2012) *A Triumph of Failed Ideas: European Models of Capitalism in the Crisis*, ETUI.
- Myant, Martin, Sotiria Theodoropoulou and Agnieszka Piasna eds. (2015) *Unemployment, Internal Devaluation and Labour Market Deregulation in Europe*, ETUI.
- Petrofin Bank Research various years, *Key Developments and Growth in Greek Ship-Finance*, Petrofin Bank.
- Prandeka, Maria and Vasilis Zarkos (2014) 'The Greek Maritime Transport Industry and Its Influence on the Greek Economy,' *Economy & Market*, Vol IX, Issue 5.
- Stockhammer, Engelbert (2011) 'Peripheral Europe's Debt and German Wages: The Role of Wage Policy in the Euro Area,' *International Journal of Public Policy*, Vol.7 No.1/2/3.
- Stockhammer, Engelbert (2014) 'The Euro Crisis and Contradictions of Neoliberalism in Europe,' PKSG (Post Keynesian Economics Study Group) Working Paper 1401.
- Stockhammer, Engelbert, Collin Constantine, and Severin Reissel (2015) 'Neoliberalism, Trade Imbalances, and Economic Policy in the Eurozone Crisis,' *Nova Economica* v.25 n.especial.
- Stockhammer, Engelbert, Collin Constantine and Severin Reissl (2016) 'Explaining the Euro Crisis: Current Account Imbalances, Credit Booms and Economic Policy in Different Economic Paradigms,' PKSG (Post Keynesian Economics Study Group) Working Paper 1617.
- Symonidis, Georgios (2016) 'The Greek Pension Reform Strategy: 2010-2016,' World Bank, Social Protection & Labor Discussion Paper, No.1601.
- Theodoropoulou, Sotiria (2015) 'Severe Pain, Very Little Gain: Internal Devaluation and Rising Unemployment in Greece,' in Myant, Martin, Sotiria Theodoropoulou and Agnieszka Piasna eds.

Varoufakis, Yanis and Lefteris Tserkezis (2014) 'Financialization and the Financial and Economic Crises : The Case of Greece,' FESSUD (Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development) Studies in Financial Systems, No.25.

尹春志 (2013) 「EUにおける地域的不均衡再考：単位労働コスト分析の誤診」『西南学院大学経済学論集』48巻1・2号。

尹春志 (2015) 「南欧雇用レジームの考察（下）：変化・連続性・解体」『西南学院大学経済学論集』50巻3号。

〈統計データ〉

※本稿で依拠したデータはすべて、2017年4月23日の時点でアクセス可能。

AMECO database : http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm.

Bank of Greece, Balance of Payments ;

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/externalsector/balance/default.aspx>

——, International Investment Position,

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/externalsector/international.aspx>

——, Financial Accounts : <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/accounts.aspx>

——, Credit Aggregates (Monetary and Banking Statistics) :

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/monetary/financing.aspx>

——, Aggregated Balance Sheets of Monetary Financial Institutions (Monetary and Banking Statistics) : <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/monetary/nxi.aspx>

Eurostat database : <http://ec.europa.eu/eurostat>

Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanz :

<https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Aussenwirtschaft/Zahlungsbilanz/zahlungsbilanz.html>

Hellenic Statistical Authority, Annual National Accounts : <http://www.statistics.gr/en/statistics/eco>

——, Annual Non-Financial Sector Accounts : <http://www.statistics.gr/en/statistics/eco>

World Bank Database : World Bank Open Data, Bank Nonperforming Loans to Total Gross Loans : <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS?locations=GR>

World Bank Database : World Bank Open Data, Gross Domestic Savings (% of GDP) :

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS?locations=GR>