

ギリシャ支援再始動

～危機克服に向けた三度目の正直となるか？



第一生命経済研究所 主席エコノミスト

田中 理

1. 支援再開で夏場の資金繰り危機を回避

2009年秋に深刻な財政難が発覚したギリシャでは、支援打ち切りによる債務不履行（デフォルト）やユーロ離脱の危機を乗り越え、欧州連合（EU）による三次支援プログラムが8月中旬に開始された。新たな金融支援は2015-17年の3年間の総額で最大860億ユーロ。過去2回の支援に参加した国際通貨基金（IMF）は、ギリシャの公的債務の持続可能

性（返済能力）を疑問視しており、今のところ三次支援に参加するかどうかの判断を保留している。IMFの参加の有無で金額の内訳は変わってくるが、IMFが二次支援プログラムで未実行の160億ユーロ程度を拠出した場合、400～500億ユーロ程度をEUの金融安全網である欧州安定メカニズム（ESM）の融資で賄い、残り200～300億ユーロ程度を民営化収入や部分的な国債発行再開などギリシャの自助努力で賄うことが想定されている模様だ。主に対外債務の返済など政府の財政資金の穴埋めに充てるほか、最大で250億ユーロを銀行救済に用いる。

ギリシャ政府は過去の金融支援と同様に、金融支援と引き換えに厳しい財政再建や構造改革の実行を求められる。付加価値税（VAT）の軽減税率見直し、法人税率の引き上げ、高額物品税の課税強化、税徴収や脱税の取り締まり強化、年金支給開始年齢の適用条件厳格化など年金制度改革、国有資産を管理する独

〈目 次〉

1. 支援再開で夏場の資金繰り危機を回避
2. 債務負担の軽減を巡る対立が表面化
3. 支援再開で動き出す政局
4. 金融機能の回復には相当な時間
5. 危機克服には成長強化と市場復帰が必要

立機関の創設など民営化の促進、労働市場改革、営業規制や参入規制の緩和、行政改革、司法制度改革、汚職防止などが支援の覚書き(MoU)に盛り込まれた。こうした取り組みを通じて、利払い費を除く基礎的財政収支(プライマリーバランス)の対国内総生産(GDP)比率を、2015年の0.25%の赤字から2016年に0.5%の黒字に転換させ、2017年にはさらに1.75%の黒字に、2018年以降は3.5%の黒字を続けることが求められる。

初回融資は100億ユーロの銀行救済費用と160億ユーロの財政資金の総額260億ユーロで構成される。前者は既にESMの管理下に置かれ、銀行の資本増強や破綻処理に用いることができる。銀行救済に充てる残りの150億ユーロは、初回融資の事後審査(レビュー)と銀行の資産査定(ストレステストと資産の質評価)が終了した後、遅くとも11月15日までにESMの管理下に移され、利用可能な状況に置かれる。他方、財政資金に充てる後者のうち130億ユーロは8月20日にギリシャ政府の手に渡り、同日の欧州中央銀行(ECB)が保有する32億ユーロの国債償還、向こう数ヶ月のIMF向けの融資返済、7月中旬に実施された期間3ヶ月で71億ユーロのEUによる“つなぎ融資”の返済原資に用いられる。残り30億ユーロの初回融資は、ギリシャが改革を履行することを条件に、複数回に分けて実行される予定だ。

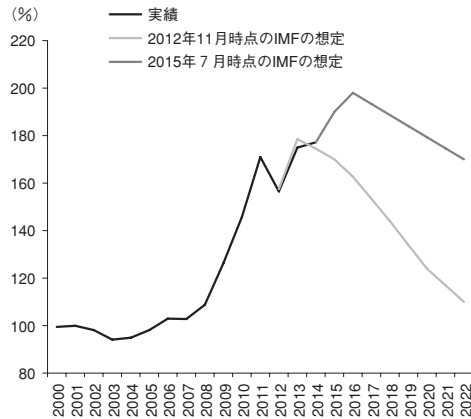
1月の総選挙で緊縮見直しを掲げる政権が誕生して以来、融資再開を巡る協議は難航を

極めた。ギリシャ政府の非協力的で攻撃的な態度もあり、債権者との関係は冷え込み、支援の打ち切りによるデフォルトやユーロ離脱の可能性が取り沙汰されてきた。6月30日には二次支援プログラムが失効し、ギリシャは追加支援を受け取る権利を失ったほか、IMF向けの融資返済を履行せずに先進国として初の債務遅滞国となった。預金流出による銀行の流動性破綻を回避するため、ギリシャ政府は銀行の営業を停止し、預金の引き出しや海外送金を制限する資本規制を開始した。

財政資金が枯渇したギリシャ政府には、もはや夏場の国債償還を乗り切る返済能力はなかった。このまま国債償還に応じなければ、国債を大量に保有するギリシャの銀行の健全性が損なわれ、国債を担保にECBがギリシャの銀行に流動性を供給し続けることができなくなる恐れがあった。ギリシャ政府は銀行の破綻危機回避やユーロ残留を勝ち取るために土壇場でEU側の要求をほぼ全面的に受け入れる方針に舵を切り、支援再開に向けて動きだした。つなぎ融資と三次支援の開始により、ギリシャは当面の資金繰り危機を回避した。

だが、連立与党内やギリシャ国民の一部からは、こうした政府の方針転換に対して反発の声も上がっている。融資再開に当たって債権者から要求された改革関連法案の議会採決は親欧州派の野党の協力で乗り切ったものの、今後も野党勢が政権運営に協力し続けるか、ギリシャが約束通りに改革を実行し続け

(図表1) ギリシャの公的債務残高の対GDP比率



(出所) 国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

るかは予断を許さない。他方、債権者側もギリシャのユーロ残留でひとまず一致したが、度重なる改革不履行と相次ぐ金融支援にギリシャを見る目は厳しさを増している。なかでもドイツ政府は、一連の支援協議の中で、ギリシャの一時的なユーロ離脱を求めたり、初回融資の性急な実施に異論を唱えるなど、ギリシャに対して厳しい態度で臨んでいる。ギリシャが改革を怠れば、いつ支援の打ち切りやユーロ離脱観測が再燃したとしても不思議でない。

■ 2. 債務負担の軽減を巡る対立が表面化

ギリシャ支援継続を巡る不安は早ければ秋にも再燃する恐れがある。不安再燃のきっかけの一つとなりそうなのが、債務負担の軽減を巡るIMFとEU諸国との対立だ。IMFはギ

リシャ支援への参加の判断を保留しているが、今回のEU諸国によるギリシャ支援の再開に当たって、債権者団の一員として支援の覚書きの作成などに協力してきた。IMFはギリシャに対する新たな融資の実行条件が、債務の持続可能性、金融部門の安定性、持続的な経済成長を高めると評価する一方で、中期的なプライマリーバランス目標の達成には年金制度改革など追加的な財政措置が必要なうえ、ギリシャ側の財政再建努力だけでは債務の持続可能性を確保することが難しいとしている。

IMFの最新の試算によれば、ギリシャの公的債務残高の対GDP比率は2022年に170%で高止まりするとし、これはIMFが債務の持続可能性を判断するうえで目安としている120%を大きく上回る(図表1)。IMFはEU諸国がギリシャの大幅な債務負担の軽減に取り組まない限り、債務の持続可能性を確保するこ

とは難しいと見ており、ギリシャ支援への参加を見送る可能性も示唆している。IMFはギリシャの返済能力を確保するためには、①新たな金融支援を含むEU諸国による全てのギリシャ向け債権の元利払いを30年間猶予する、②返済を必要としない財政移転を通じて、EU諸国がギリシャの政府予算の穴埋めをし続ける、③EU諸国が保有するギリシャ向け債権の元本を大幅に削減する（ヘアカット）、何れかの措置が必要と主張している。

これに対してEU諸国は、ギリシャが初回融資のレビューを無事に終了した後に、ギリシャが約束した改革条件を満たす場合に限り、利払いの返済猶予期間の再延長や元本の返済期限の再延期などの債務負担の軽減を検討するとしている。ただ、元本削減を含む大規模な債務削減や本格的な財政移転は、財政救済を禁じたEU条約に抵触する恐れがあるとし、明確に否定している。EU諸国はどの程度の債務軽減に応じるかは現時点で明言しておらず、秋に債務軽減協議が本格化した際に、IMFとの意見相違が表面化する恐れがある。両者の対立をきっかけに支援協議が暗礁に乗り上げる可能性も否定できない。

毎回の融資実行に事前承認を必要とするドイツ議会では、EUの行政執行機関である欧州委員会がギリシャ支援に甘すぎるとの不満が燐っており、債権者団の中で厳しい改革要求を突きつけるIMFの参加を支援継続の重要な要素と考える議員が多い。EU側がIMFの要求する債務負担の軽減に応じず、IMFが支

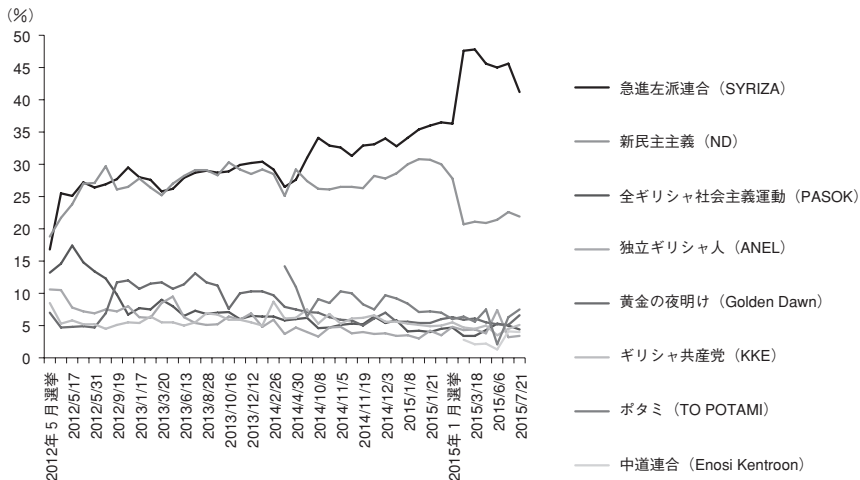
援参加を見送る場合、ドイツ議会でギリシャ支援協議が紛糾する恐れもある。

■ 3. 支援再開で動き出す政局

今後の政局の動きにも注意が必要となる。融資再開による目先の資金繰り危機を回避したことを受け、チプラス首相は8月20日に辞任した。選挙管理内閣を組織したうえで議会を解散し、9月20日の総選挙実施が有力視されている。支援再開に先駆けて行われた議会採決では、与党議員の3分の1近くに相当する40名超が反対票や棄権票を投じるなど、緊縮受け入れを巡って連立与党内に亀裂が広がっていた。チプラス首相は反対票を投じた閣僚を罷免したのに続き、内閣信任投票を通じて政権基盤を強化することを模索したが、支援融資の再開に必要な法案に賛成した親欧州派の野党勢もチプラス政権を信認しない方針を相次いで表明していた。議会の過半数を事実上掌握できなくなったことで、首相は解散カードを切ることを決意した。

1月の総選挙で勝利した後、ギリシャ国民の圧倒的な支持を獲得している急進左派連合（SYRIZA）は、債権者側の要求に屈して緊縮受け入れに舵をきった後にやや支持を失ったものの、今も40%前後の高い支持を維持している（図表2）。二番手につける前与党・新民主主義（ND）の2倍近くの支持を獲得し、チプラス首相個人も国民から絶大な人気を誇っており、次期総選挙ではチプラス首相

(図表 2) ギリシャ主要政党の支持率



(注) 新党「国民連合 (LAE)」結成後の世論調査はまだ発表されていない

(出所) Metron Analysis資料より第一生命経済研究所が作成

が率いる急進左派連合が再び勝利する可能性が高い。ギリシャの議会選挙は定数300のプレミアム付き比例代表制で、3%以上の得票を獲得した政党に250議席が比例配分され、第1党に50のボーナス議席が与えられる。世論調査の結果に基づけば、急進左派連合が単独政権の発足に必要な過半数の議席を獲得することも可能な情勢にある。

ただ、緊縮受け入れに反対するラファザニス前エネルギー相が率いる党内の強行派25議員が8月21日に新党「国民連合 (LAE)」を旗揚げし、反緊縮を望む有権者の一定数が新党支持に回る可能性がある。筆者の試算によれば、最新の世論調査で急進左派連合を支持する有権者の9%以上が国民連合支持に回れば、急進左派連合が単独で政権を発足することが難しくなる (図表3)。その場合、イ

デオロギーが比較的近い中道左派の全ギリシャ社会主義運動 (PASOK) やポタミ (TO POTAMI) と連立を組めば、比較的安定した政権運営が期待できる。だが、7月初旬に行われた国民投票ではギリシャ国民の6割以上が緊縮受け入れ拒否に投票した。さらなる緊縮強化で国民が感じる改革の痛みはこの先一段と増すことが予想される。反緊縮派の新党支持が現急進左派連合支持層の53%以上に上れば、国民連合が第1党に躍り出る。総選挙の結果次第では、連立協議が難航したり、安定政権の発足が困難となる恐れが残っている。

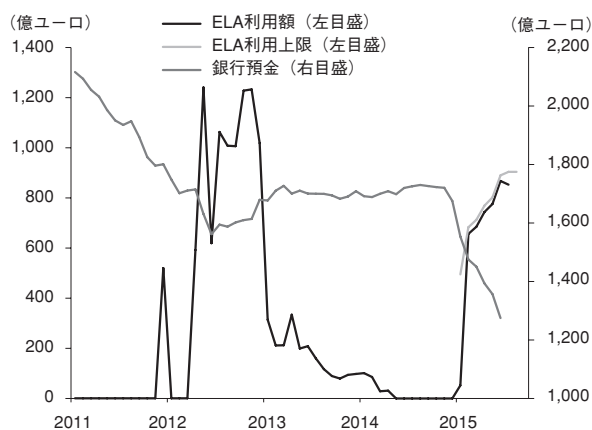
なお、9月20日が有力視される総選挙とその後の政権発足までは、政策協議が中断する可能性がある。政局の行方と相俟って政策協議への影響も懸念される。

(図表 3) 反緊縮派の新党に急進左派連合の票が流れた場合のギリシャ総選挙での獲得議席予想

	反緊縮派の新党に流れる急進左派連合の支持票					
	10%	20%	30%	40%	50%	60%
	(議席)	(議席)	(議席)	(議席)	(議席)	(議席)
急進左派連合 (SYRIZA)	148	138	127	116	55	44
国民連合 (LAE)	11	22	33	44	55	116
独立ギリシャ人 (ANEL)	9	9	9	9	9	9
新民主主義 (ND)	58	58	58	58	108	58
ボタミ (TO POTAMI)	20	20	20	20	20	20
全ギリシャ社会主義運動 (PASOK)	12	12	12	12	12	12
黄金の夜明け (Golden Dawn)	17	17	17	17	17	17
ギリシャ共産党 (KKE)	14	13	13	13	13	13
中道連合 (Enosi Kentroon)	11	11	11	11	11	11
合計	300	300	300	300	300	300

(出所) Metron Analysis資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 4) ギリシャの銀行預金とELAの利用額



(出所) ギリシャ中銀資料より第一生命経済研究所が作成

4. 金融機能の回復には相当な時間

金融システムの建て直しも急務だ。ユーロ離脱や銀行経営への不安から、昨年末、ギリシャの銀行から預金の流出が加速してい

る。銀行は預金引き出しに応じる手元資金を確保するため、ECBによる緊急流動性支援(ELA)の利用を拡大してきた(図表4)。だが、6月末に二次支援プログラムの失効が確実となったことで、ECBはELAの利用上限の引き上げに応じなかった。銀行の流動性破綻を回避するため、ギリシャ政府は6月29

日、銀行の営業を停止するとともに、預金の引き出しや海外送金を制限する資本規制の導入に追い込まれた。

融資再開の基本合意を受け、ECBは7月16日にELAの利用上限を引き上げた。銀行は同月20日に3週間振りに営業を再開し、預金の引き出し制限が1日60ユーロから1週間で420ユーロに、海外企業への支払いの限度額が5万ユーロから10万ユーロに変更されたが、資本規制は今も解除できずにいる。また、8月3日にアテネ証券取引所が5週間振りに取引を再開したが、銀行株を筆頭に株価が大幅に下落した。その後の反発も弱い。金融機能の正常化への道のりは険しい。

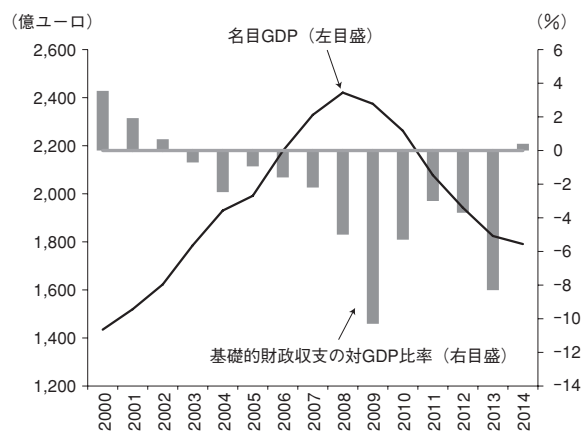
新たな支援策では銀行救済に最大250億ユーロの資金枠が設定されている。銀行の資産状況を精査したうえで、秋以降に資本増強や破綻処理の詳しい方針を決定する。支援提供国は銀行救済費用を最小限にとどめるため、2016年に始まるEUの銀行再生破綻処理指令(BRRD)に則り、銀行の優先債保有者の救済参加(バイルイン)を求める方針だ。預金保護対象外の高額預金の救済参加が見送られたことで、中小企業の運転資金が毀損する事態は回避された。だが、2013年に銀行危機に見舞われた隣国キプロスでは資本規制を完全に解除するまでに2年の月日を要した。資本規制の長期化により、輸入代金の支払いが滞るケースも聞かれ、事業活動への影響や不良債権の増加を招くことが懸念される。

■ 5. 危機克服には成長強化と市場復帰が必要

債務負担の軽減協議や国内政局の動揺を乗り越え、金融システムの安定を確保したとしても、ギリシャが危機を克服したことにはならない。過去2回の金融支援はギリシャに厳しい財政再建を要求したことで、景気が大幅に冷え込み、財政状況の一段の悪化を招いた。EUとIMFの金融支援下に入って以降、ギリシャは厳しい財政再建に取り組んできたことで、昨年のプライマリーバランスが黒字化した(図表5)。ただ、ギリシャの経済成長率は2008～2014年に6年連続でマイナス成長を記録し、その間、国富の3割近くが失われた。

昨年7年振りにプラス成長に復帰したのも束の間、支援協議を巡る混乱と資本規制の導入により、景気は再び急速に冷え込んでいる。4-6月期の実質GDPが予想外のプラス成長に転じたが、これは資本規制の導入やユーロ離脱を恐れたギリシャ国民が自動車など大口消費を活発化させ、貨幣価値の保蔵を図ったことを反映したものと考えられる。7月のギリシャの製造業購買担当者指数(PMI)は前月から急落し、調査開始以来の最低水準を更新した(図表6)。今年の経済成長率は大幅なマイナス成長に転落すると予想されている。景気の大幅な下振れでプライマリーバランスの目標達成が危ぶまれれば、追加緊縮が必要になる悪循環に陥る恐れもある。

(図表 5) ギリシャの名目GDPと基礎的財政収支の推移



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 6) ギリシャの製造業PMIと実質GDPの推移

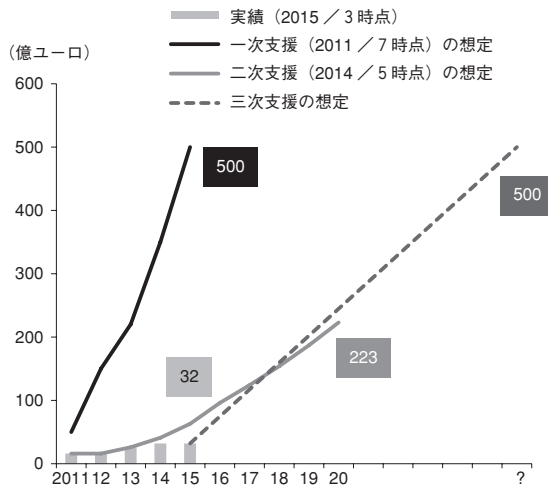


(出所) Markit資料より第一生命経済研究所が作成

今回の支援策では、財政再建を求めると同時に、ギリシャの中長期的な成長力を高めるための構造改革を重視する姿勢が見られる。企業活力を高める施策として、営業許可などの規制緩和、団体賃金交渉の制限、訴訟費用を軽減する司法制度改革などが盛り込まれた。また、EUの補助金制度を活用し、2020

年までに総額350億ユーロの資金を投資促進、雇用創出、貧困対策、研究開発、教育、インフラ整備などのプロジェクトに充てる方針も打ち出した。ただ、類似の計画は過去にも実施されたが、予算を消化しきれずに終わっている。成長促進の起爆剤となるかは未知数と言える。

(図表 7) ギリシャ支援プログラムの民営化計画



(出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

新たな支援策では独立機関の管理下に置かれる国有資産の民営化を通じて、向こう数十年間に総額500億ユーロの資金を捻出することが想定されている。このうち250億ユーロは銀行救済に要した費用の返済に充てられ、125億ユーロが債務負担の軽減に、125億ユーロが公共投資に用いられる。ただ、これまでもギリシャの国有資産の民営化は計画通りに進んでこなかった。一次支援プログラムでは、2015年までに総額500億ユーロの民営化収入が見込まれていたが、これまでに実現したものは僅か32億ユーロにとどまり、昨年央の時点では2020年までに総額223億ユーロの目標値に計画は下方修正された(図表7)。今回は国有資産を政府から独立した機関の管理下に移管するなど、民営化を促進する制度設計を施す方針だが、不採算の国有資産に十分な

収益性が見込めるかなど課題も多い。

債権者からの度重なる緊縮要求と景気悪化の悪循環から抜け出すためには、市場の信頼を回復し、国債発行の再開に漕ぎ着けなければならない。ギリシャは昨年、部分的な国債発行の再開に成功したが、今回の危機再燃で早期の市場復帰は遠退いた。財政資金の逼迫下でも国債償還を続けたことや、秋に予定される債務軽減で民間部門の保有する国債が対象外となりそうなことは、市場の信頼回復を後押ししよう。また、これまでギリシャ国債は、1発行体当たりの買い入れ制限(発行総額の33%以下)に抵触し、ECBによる量的緩和の対象外となってきた。ECBが保有する7・8月の国債償還を履行したことで、ECBはギリシャ国債を量的緩和の対象に組み入れることを検討している模様だ。このこ

とも債券利回りの低下を通じて、国債発行再開を後押しするとみられる。ただ、ECBの量的緩和策は来年9月に終了予定で、ギリシャが本格的な市場復帰を目指す頃には、買い入れが終了している可能性が高い。

このように、ギリシャ支援を取り巻く環境は今後も不透明だ。融資再開に至ったとして

も、いつまた支援が打ち切られてしまうか予断を許さない。ギリシャが今後も経済困窮から抜け出せない場合、今はユーロ圏への残留を希望しているギリシャ国民が、自ら望んでユーロ離脱を選択する日が来るかもしれない。ギリシャの危機はまだ終わっていない。

