

第 3 次支援でも解決されないギリシャの問題

～ 輸出力の弱さで続く内需への負担 ～

山口 勝義

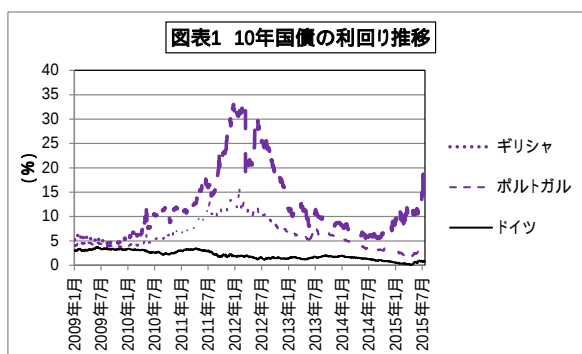
要旨

今回のギリシャ情勢の混乱では、各国での経常収支の改善や銀行資産の見直しなどが波乱の伝播の抑制に寄与した。一方、輸出力の弱さがギリシャを巡る問題の困難化をもたらしており、今後も同国のユーロ圏離脱が現実味を帯びる局面が再来するものと考えられる。

はじめに

6 月末以降、ギリシャ情勢が目まぐるしく動いた。支援国との金融支援継続にかかる交渉は難航し、6 月 30 日には欧州連合（EU）による支援策が期限切れを迎えるとともに、国際通貨基金（IMF）に対する約 15 億ユーロの債務返済は延滞となった。また、欧州中央銀行（ECB）は 28 日、この間の支援協議の不調を受けギリシャの銀行に対する緊急流動性支援（ELA）の増枠を見送ったが、これによりギリシャは翌 29 日から銀行の休業や資本規制の導入などに追い込まれることになった。さらに 7 月 6 日には、ECB が ELA における担保のヘアカット（担保価額の割引率）の拡大を決定し、ギリシャの銀行は一層厳しい立場に置かれるに至った。

一方、チプラス首相は支援国側への事前通告を行わないまま 6 月 27 日に緊縮策の受入れの是非を問う国民投票の実施を表明し、かつ緊縮策への反対を国民に呼び掛けた。7 月 5 日の同投票では緊縮反対が 61% を占めたが、銀行の資金繰りの厳しさが増すなか、その後は結局のところ、ギリシャ政府は支援国側に歩み寄った内容の改革案を提示することとなった。これに対して支援国はギリシャの改革実行力を疑問視し、12 日のユーロ圏首脳会議



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

では 15 日までにギリシャが主要な改革策を法制化することなどを前提条件としたうえで、第 3 次支援の協議開始に合意した。このような経緯を経て、ようやく懸念されていたギリシャのユーロ圏離脱の可能性は後退することとなった。

しかし、こうしたギリシャ情勢の混乱にもかかわらず、ユーロ圏で容易に危機が拡大した過去の経緯とは異なり、他の周辺国の市場は概ね平静に推移してきている（図表 1）。スペイン、ポルトガル、アイルランドは既に金融支援からの脱却を果たしているが、今回の混乱ではギリシャのみがその渦中に置かれた形である。

このように市場波乱の伝播が抑制されたのはなぜなのだろうか。また、経済情勢は停滞し、多額の政府債務残高で継続的に支援に依存するというギリシャの問題は、今後、改善に向かうのだろうか。

限られる市場波乱の伝播の可能性

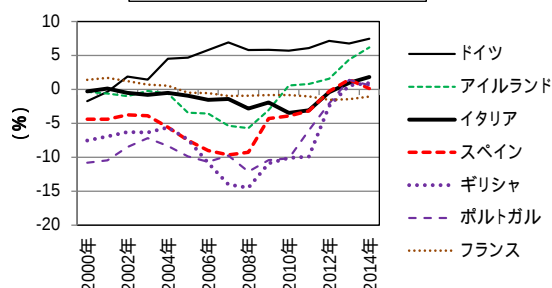
ユーロ圏の財政危機は、経常赤字危機の性格を有していた。経済情勢の如何に関わらず共通の金融政策が適用されるなか、南欧等の周辺国ではユーロ圏加盟後に下方に収斂した金利水準のもとで自らの経済力以上の消費や投資が促され、経常収支の悪化が進んだ。こうした環境下で国家財政の粉飾の発覚を契機として09年に生じたギリシャ国債の利回りの急上昇は、経常赤字国における海外資金の急速な流出という形で、財政規律の甘い運用もあり同様に財政状況が悪化していた他の周辺国に容易に伝播することとなった。

その後、各国での財政改革・経済構造改革への取組みに加え、ユーロ圏では個別の金融支援の実施、支援基金である欧州安定メカニズム（ESM）の構築、財政規律の強化、銀行同盟の推進などとともに、新たな国債購入策（OMT）の導入を含むECBによるユーロを守る強いコミットメントなどを通じて危機の終息を図ってきた。

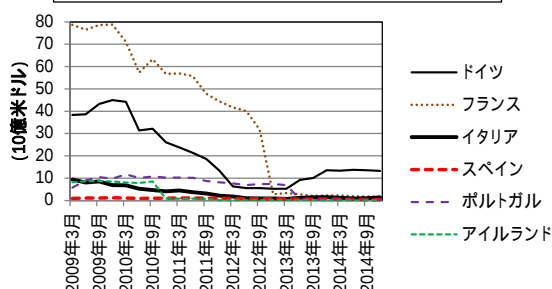
これらのうち、各国での経済構造改革は生産コストの低下を通じた経常収支の大幅改善に繋がり、現在では海外資金の急速な流出の懸念は縮小している（図表2）。また、12年のギリシャ国債の債務削減や、銀行同盟の推進による横断的なストレステストの実施や監督機能の一元化などを経て、リスク管理の徹底を通じギリシャ以外の銀行のギリシャに対するエクスポージャーは大幅に減少している（図表3）。この結果、現在では対ギリシャ債権の毀損による銀行財務の悪化を通じた危機の拡大の可能性についても縮小している。

確かにユーロ圏における財政改革に向けた足取りは依然として鈍く、ドイツを除けば十分な成果が現れているとは言い

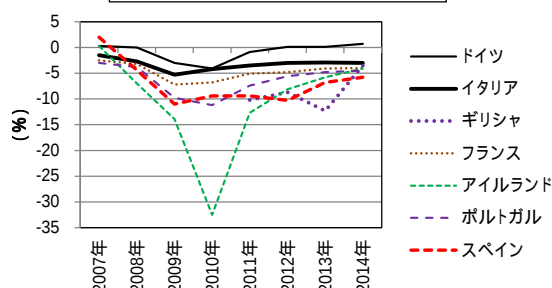
図表2 経常収支(対GDP比率)



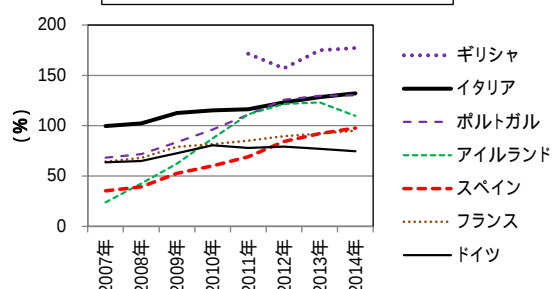
図表3 各国の銀行のギリシャに対する与信残高



図表4 政府財政収支の対GDP比率



図表5 政府債務残高の対GDP比率



（資料）図表2はIMFの、図表3はBISの、図表4、5はEurostatの、各データから農中総研作成

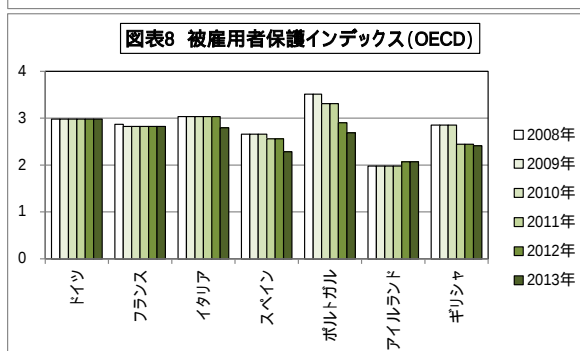
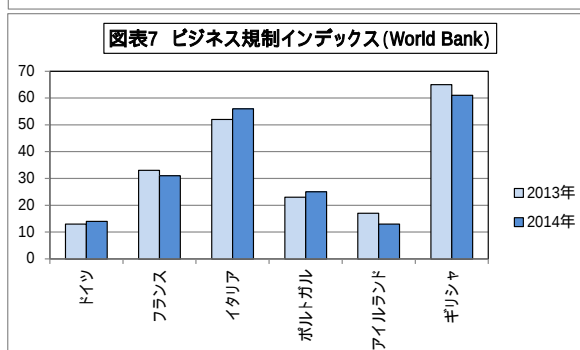
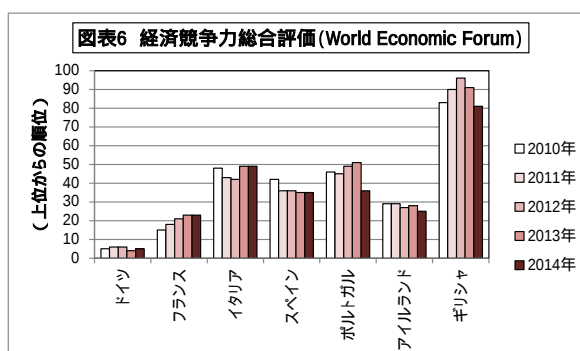
（図表4、5）。しかし、構築された様々な支援体制や危機封じ込め策に対する信頼感のみならず、こうした経常収支の改善や銀行資産の見直しという2つの現実的な成果が、今回の他の市場の落ち着きに大きく寄与したものと考えられる。

ギリシャで有効に機能しない支援策

ギリシャについては広範囲にわたる公的な管理とその非効率性、支給要件の緩い年金制度、複雑な税制、捕捉漏れが多い徴税制度、高い参入障壁、硬直的な労働市場など、多くの問題点が指摘されており、金融支援の条件としてその改革が求められた。支援国による進捗評価では計画対比での遅延がしばしば指摘されてはきたが、13年にはプライマリーバランスの黒字化を達成したほか、構造改革の取組みの遅れが見られるフランスやイタリアに比較して、ギリシャでは相応の成果を上げてきた実績が各種の評価結果に現れている（図表6、7、8）。

しかし、このような改革に伴う実体経済への負担は各国間で様ではなかった。ギリシャでは、改革の過程で労働コストは大幅に低下し経済の競争力は強化された。しかしその一方で、急上昇した失業率は容易には改善せず、現在でも全体で約25%、25歳未満の年齢層では50%を超える高い水準にある。足元の原油安のもとで他国では回復が見られる個人消費についても、ギリシャでは低迷が続いている。こうしたなか、14年の一人当たりGDPは直近のピークである08年を25%も下回る水準にとどまっており、他の周辺国と比較しても特に厳しい経済情勢に置かれている実態が明らかである（注1）。

ギリシャ経済がこのような苦境を強いられた主要な要因は、外需を取り込み経済回復に結び付ける輸出力が弱い点にある（図表9、10）（注2）。低付加価値の輸出品が中心で新興国との競争力が弱いギリシャでは、経常収支の改善は輸出増よりも主として弱い内需に伴う輸入減によるものである。財政収支などの改善も、



（資料）図表6はWorld Economic Forumの、図表7はWorld Bankの、図表8はOECDの各データから農中総研作成

（注）図表6は約140ヶ国を対象とした経済競争力の総合評価順位であり、数字が小さい方が高評価。図表7はビジネスに良好な規制環境を評価したインデックスであり、数字が小さい方が良好。図表8は被雇用者を解雇等から保護する規制の強度を評価したインデックスであり、数字が小さい方が保護は緩やか。

景気回復に伴う税収増ではなく一層の増税、年金削減等に依存することとなり、国民は疲弊し内需に対しさらに負担を负わせる結果となっている。

このような経済構造のギリシャでは支援を脱した他の周辺国並みの景気回復は困難であり、資金繰り支援で時間の猶予を与えつつ財政改革を促す金融支援策は有効に機能してきたとは言い難い。

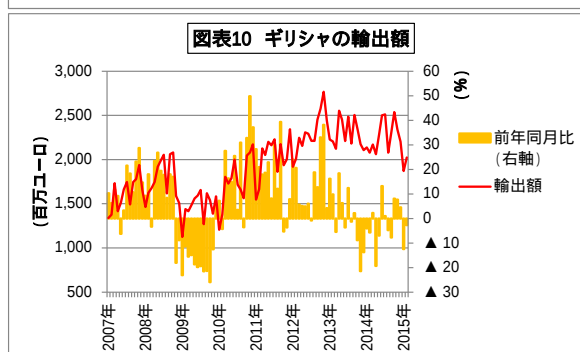
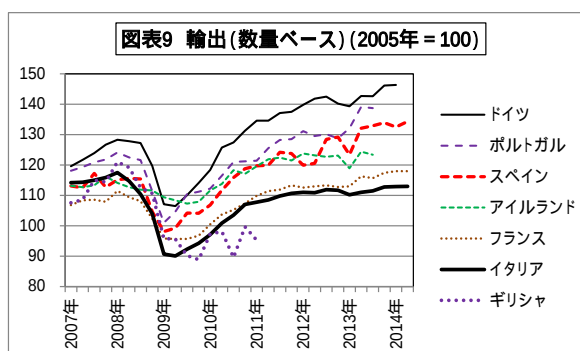
おわりに

15 年 1 月の急進左派連合（SYRIZA）政権の成立以降、支援国はチプラス首相の政治手法に翻弄されてきた。7 月に至り支援再開の具体的な交渉が開始される目途がついたわけであるが、ギリシャを巡る問題はこれで解決するとは考えられない。

何よりも、これまでの推移からは第 3 次支援の内容は既往の支援策と大差ない金融支援となる見込みである。ここではこれまで遅延しがちであった改革の実行に向けて支援国による一層強い圧力がかかることになるが、輸出主導での経済回復が望み難いギリシャでは求められる諸改革は内需を抑制し、経済を疲弊させることになるばかりである。こうしてデフレ基調が続くギリシャでは債務の実質的な負担は増大し、「債務の持続可能性」が今後も問われ続けることになる。

しかし、今後、ギリシャ債務にかかる金利減免や償還期限延長が議論される余地はあるものの、ギリシャのみならず IMF も重視する元本削減についてはドイツなどの強い反対で具体化の可能性は乏しい。6 月に欧州委員会が公表したユーロ圏の強固な統合を指向する文書において、将来のユーロ圏における財政統合の重要性には言及しながら今後の具体的な道筋を示すには至っていない点にも、こうした問題の困難さを窺うことができる（注 3）。

このように第 3 次支援開始後にも、ギリシャにおいてはいずれ改革の遅延と支援実行の見合わせに至る可能性が高い。この際、今回明らかとなったギリシャのユーロ圏離脱をも辞さず改革を重視するドイツの強い姿勢、統合の進捗を何より重視するフランスとの亀裂、支援に対する小規模国からの批判などは、支援の再



（資料）図表 9 は Eurostat の、図表 10 は Hellenic Statistical Authority の、各データから農中総研作成

開を一層困難なものとするものと考えられる。また同時に、さらに疲弊した国民がユーロ圏離脱に伴う債務の削減や通貨の減価を通じ、観光産業の活性化などを中心に経済の再生を図るとの選択に傾く可能性も存在している（注 4）。これらを踏まえれば、今後もギリシャのユーロ圏離脱が現実味を帯びる局面が再来するものと考えられる。（15.7.22 現在）

（注 1）これらの経済指標の推移や他国との比較については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ともに追い詰められたギリシャと支援国～ギリシャのユーロ圏離脱以外には乏しい選択肢～」(『金融市場』2015 年 6 月号)

（注 2）ギリシャの輸出の特性については、次を参照されたい。

・ Bank of Greece (June 2014) “Monetary Policy 2013-2014” pp.65-69

（注 3）次による。

・ European Commission (22 June 2015) “Completing Europe’s Economic and Monetary Union” (いわゆる Five Presidents’ Report) p14, p18 など

（注 4）ギリシャ投資庁 (Invest in Greece Agency) のデータによれば、観光産業は GDP の約 16% を占めるギリシャの主要産業である (2013 年時点)。