

行き詰まるギリシャ支援

～ 欧州の求心力を一段と低下させる可能性 ～

山口 勝義

要旨

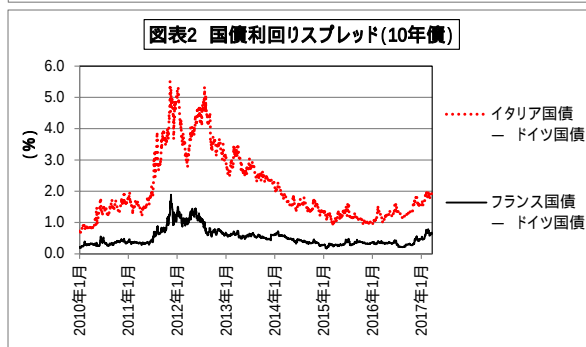
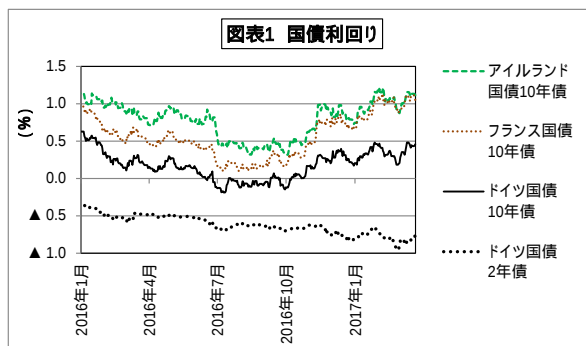
ギリシャの改革進捗審査の難航は市場波乱の要因とはならないとしても、欧州の求心力の一段の低下に繋がることが考えられる。英国のEU離脱などで曲がり角に立たされる欧州で、ギリシャ情勢が今後の欧州統合の進め方の議論に及ぼす影響を見守る必要がある。

はじめに

4月、5月のフランスの大統領選挙が近づくにつれ、同国国債の利回りは上昇し、10年債の水準がアイルランド国債に接近する一方で、ドイツ2年国債の利回りは低位で推移している（図表1）。大統領選挙で極右政党「国民戦線」のルペン候補が健闘するとの観測が、このように市場の動きを神経質なものにしている（注1）。

市場は昨年、英国の国民投票と米国の大統領選挙で、事前の予想とは全く逆の結果に続けて直面した。このため、人知れず現状に不満を抱き変化を強く求める層が拡大し、「サイレント・マジョリティ」として影響力を強める現象への警戒感が強まっている。フランスでも、既成政党への信頼感が低下するもとで、世論調査の結果以上に高いルペン候補の当選の可能性を考慮に入れる必要に迫られている。

この結果、独仏国債間のスプレッドは2012年後半以来の水準に拡大しているが、同様の拡大傾向はイタリア国債でも明らかである（図表2）。イタリアでは、昨年12月の国民投票を機にレンツィ首相が辞任し小党乱立の可能性を含め政治の先行きに不透明感が強まるばかりか、これに経済情勢や銀行財務、政府債務残高の問題が相互に絡み合うことで、今後の見通



（資料）図表1、2は、Bloombergのデータから農中総研作成
しは一層厳しいものになっている。

フランス国債の動きは選挙前の一過性の現象に終わる可能性は大きいものの、イタリアは大変根深い問題を抱えている。欧州では、このほか米国の政策金利の引き上げに消費者物価指数の回復も加わり、長期金利に上昇圧力が強まるなか、最近ではギリシャ不安までも浮上している。本稿ではこのギリシャ情勢に焦点を当て、足元での支援の行き詰まりの原因やその影響などについて点検を行うものである。

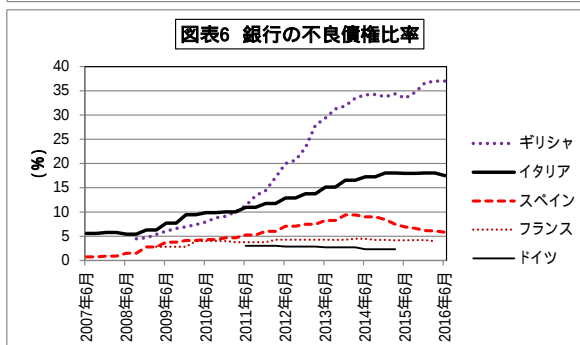
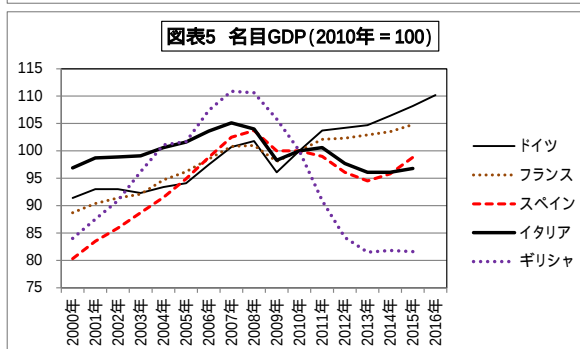
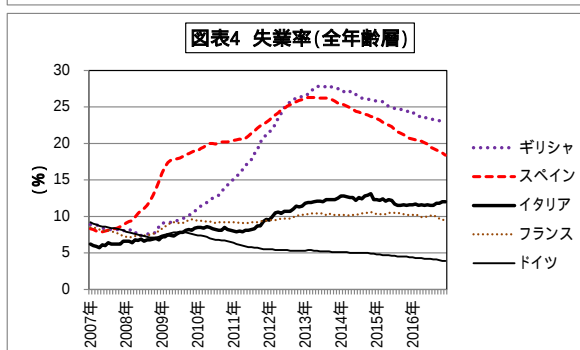
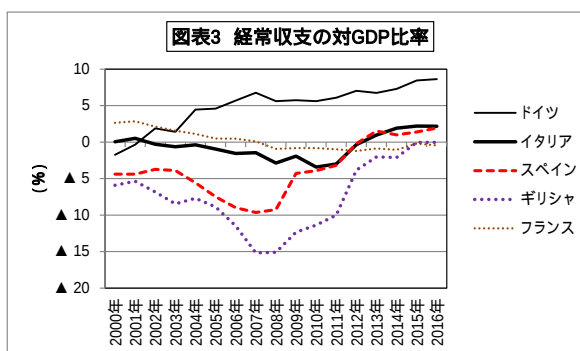
停滞から抜け出せないギリシャ経済

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（図表 3）。こうした環境下で 09 年にギリシャで発覚した国家財政の粉飾は、経常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で問題を拡大させた。

これに対し、各国での財政改革や経済構造改革への取組みに加え、ユーロ圏では、財政悪化国に対する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）の導入を含む欧州中央銀行（ECB）によるユーロを守る強いコミットメントを通じて、危機の終息を図ってきた。

この結果、ギリシャにおいても諸コストは低下し経済の競争力は強化されたが、それにも拘わらず、急上昇した失業率はその後、容易に低下せず、また貧困層も拡大している（図表 4）^{（注 2）}。危機の勃発後 7 年を経過した現在も、GDP が危機前の水準を大幅に下回るなど、経済情勢の回復には依然遠い状況にある（図表 5、6）。

ギリシャ経済がこのような苦境に置かれた主要な要因は、スペインやアイルランドなどに比べ、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。低付加価値産品が輸出の中心であるギリシャでは、価格競争力の向上も新興国との競合で容易に輸出増には結びつかず、経常収支の改善はむしろ内需の低迷に伴う輸入減によるものであった。財政収支を改善するにも景気回復に伴う税収増に



（資料）図表 3、6 は IMF の、図表 4、5 は Eurostat の、各データから農中総研作成

は期待できず、一層の増税や年金削減等に依存することで国民は疲弊し、内需に対しさらに負担を強いる結果となっている。加えて、ギリシャ政権の下で生じた様々な政治的な混乱も、経済の回復には負の影響を与えてきたことが考えられる^{（注 3）}。

歩み寄りが見られない改革進捗審査

このようなギリシャは現在、第3次金融支援の下にあるが、次回融資実行の前提となる改革進捗審査（第2次審査）の終了が当面の課題となっている（図表7）。同審査は昨年秋に行き詰まった後、2月に再開されたものの、目立った進捗は見られていない。ギリシャにとり次の資金繰りの節目は約70億ユーロの国債償還を迎える7月であり、未だ緊迫した状況にはないとはいえ、政治の季節に入る欧州では交渉の停滞が懸念されている。

この行き詰まりの構図は複雑である。シリザ政権は追加緊縮策に抵抗すると同時に、税制や年金制度、労働市場などに対し厳しい改革を求めてきた国際通貨基金（IMF）には強い反発がある。そのIMFはギリシャ財政に関する欧州側の見通しの甘さを指摘し、大幅な債務軽減がない限り支援への参画を見送る構えを維持している。これに対しドイツなどは、有権者に負担が及ぶ債務軽減策は受け入れ難い一方で、支援実行の議会承認を容易にするためにも、改革の実行に厳格な姿勢であるIMFの支援への復帰を求めている。

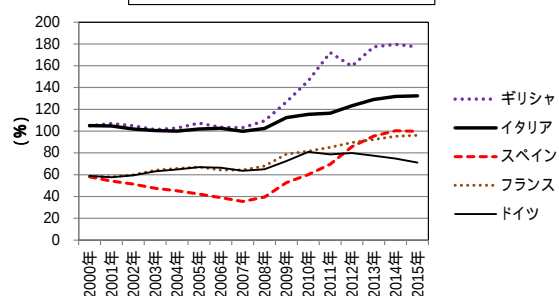
欧州とIMFの間の認識ギャップは、債務の持続可能性の分析に集約されている。欧州委員会の試算では、現在約180%であるギリシャの政府債務残高の対GDP比率は今後徐々に低下し、50～60年には約100%にまで改善するシナリオを基本的に見込んでいる（図表8）。これに対しIMFは、同比率は50～60年には約270%に達したうえ、その後も増加を続け「破裂状態」に陥るとしている。この両者の相違は、経済成長率、基礎的財政収支、民営化の進捗などに置いた前提に大きな格差が存在することによるものである（注4）。

図表7 ギリシャに対する金融支援の経緯

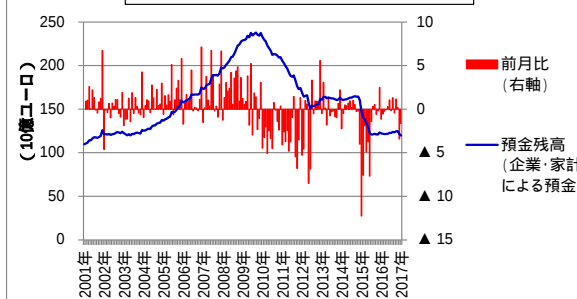
	金融支援額(億ユーロ)	
	ユーロ圏諸国	総実行額
第1次金融支援 (10年5月～)	IMF	総実行額 529
第2次金融支援 (12年3月～)	EFSF	総実行額 約200
第3次金融支援 (15年8月～)	IMF	総実行額 1,418
	ESM	総実行額 約120
	ESM	第1回実行額 206
	ESM	第2回実行額 103

(第3次金融支援の概要)
 ・ 欧州安定メカニズム (ESM) による総額860億ユーロの融資枠。
 ・ 期間は18年8月まで。
 ・ 第1回実行は、15年8月～15年12月に分割実行。
 ・ 第2回実行は、16年6月～16年10月に分割実行。

図表8 政府債務残高の対GDP比率



図表9 ギリシャの銀行における預金残高



（資料）図表7は欧州委員会の、図表8はEurostatの、図表9はギリシャ中銀の、各データから農中総研作成

折から3月に発表されたギリシャの16年第4四半期の実質GDP成長率は前期比で▲1.2%、前年同期比で▲1.1%にまで落ち込み、情勢の厳しさが改めて浮き彫りになっている。節目となる7月を関係者の歩み寄りにより乗り切ることができたとしても、来年8月の第3次支援終了後に向けては大きな不透明感が残ることになる。また、チプラス首相離れのなかで、早期総選挙、政局不安定化の可能性もある。昨年末以降流出が嵩み始め、17年1月末には01年以来の水準にまで低下した銀行預金残高も、国民の強まる警戒感の現れと捉えることができる（図表9）。

おわりに

このように、ギリシャ情勢は依然として厳しい状況にある。IMF の分析は、時に「エクステンド & プリテンド」と批判される、資金繰り支援で時間を稼ぎつつ情勢の改善を期待し、債務の持続可能性には目をつぶるという、従来の支援姿勢の実効性の乏しさを指摘するものである。

とはいうものの、時間稼ぎが可能な現時点では、イタリア問題との相乗などでユーロ圏の分裂の思惑に結び付くことがない限りは、今回のギリシャを巡る不安材料がユーロ圏横断的な長期金利の急上昇を招くという展開は考えにくい。様々な危機対策の整備や経常収支の改善のなかで、15 年の混乱時^(注3)を参照)においてさえ市場波乱の拡大が回避された経緯は、足元での懸念の軽減材料である。

しかしながら、経済情勢に応じた減価がない統一通貨ユーロがギリシャ経済に大きな負担を及ぼしている事実は否定できない。ギリシャ支援の迷走はこうしたユーロの問題を際立たせ、また関係者間の対立の強まりにより、欧州の求心力の一段の低下に繋がることが考えられる。

3 月に欧州委員会は、英国による欧州連合(EU)離脱の選択を受け、全ての国々が一律に参加する形ではないマルチ・スピードの統合推進を今後の選択肢として正式に位置付けることになった。他にも、主要国でのポピュリスト勢力の伸張、ハンガリーやポーランドの強権的な政治運営、さらにはトランプ米大統領による欧州批判なども加わり、今や欧州は曲がり角に立たされている。このため、今後の欧州統合の進め方の議論に及ぼす影響という視点が、ギリシャ情勢を見守るうえでむしろ求められている。(17.3.24 現在)

(注1) 17 年 2 月後半の世論調査で、決選投票でのルベン候補の支持率が初めて 40% 台に乗せた。例えば、PrésiTrack による 17 年 2 月 20 日時点での調査によれば、支持率は、第 2 回投票の相手がマクロン候補となった場合は同候補 58%、ルベン候補 42% (35%)、フィヨン候補となった場合は同候補 56%、ルベン候補 44% (39%) であった()内は 2 月 6 日時点での調査結果である)。以上は、次の記事による。

・ Les Echos (21 février 2017) “Sondage: Marine Le Pen réduit l'écart au second tour”

(参考) 最近の大統領選挙(決選投票)の結果

参考：最近の大統領選挙（次選投票）の結果				
	第 1 位（数字は得票率）	第 2 位（数字は得票率）		
02 年	シラク （共和国連合）	82%	ルベン（父） （国民戦線）	18%
07 年	サルコジ （国民運動連合）	53%	ロワイヤル （社会党）	47%
12 年	オランド （社会党）	52%	サルコジ （国民運動連合）	48%

(資料) 各種報道等による。

(注2) 若年層(25 歳未満)では、ギリシャの失業率はさらに高く、16 年 12 月時点で 45.2% である。これは、全体の値 23.1% とともに、EU 内での最高値である。なお、貧困層の拡大については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「国民の困窮から見た欧州における政治リスクの高まり」『金融市場』(2016 年 10 月号)

(注3) 15 年 1 月の総選挙で反緊縮財政を掲げる急進左派連合「シリザ」が圧勝し、チブラス政権が成立したが、それ以降、例えば同年に行われた第 3 次支援の交渉に際して、次の混乱の経緯がある。

15 年にギリシャでは支援国との金融支援継続にかかる交渉が難航し、6 月 30 日には EU による支援策が期限切れを迎えるとともに、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、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。一方、チブ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。このため、7 月 5 日の同投票では緊縮反対が 61% を占める結果となったが、銀行の資金繰りの厳しさが増すなか、その後、ギリシャ政府は、結局のところ支援国側に歩み寄った内容の改革案を提示せざるを得なくなった。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では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、ようやく第 3 次支援の協議開始に合意した。このような迷走を経たうえで、ギリシャのユーロ圏離脱の懸念は後退することとなった。

(注4) IMF と欧州委員会によるギリシャ債務の持続可能性分析は、それぞれ次の文書による。

・ IMF (February 2017) “Greece, 2016 Article IV Consultation”

・ European Commission (9 June 2016) “Compliance Report, The Third Economic Adjustment Programme for Greece, First Review”