

2015年9月25日
No.2015-028

抜本的な解決には程遠いギリシャの債務問題

調査部 研究員 井上肇

《要 点》

- ◆ 8月に第3次金融支援が始まったばかりのギリシャで9月20日、総選挙が行われ、チプラス前首相が率いる急進左派連合（SYRIZA）が勝利した。チプラス氏は、今回の総選挙以前から、ユーロに残留しながら債権者サイドが求める改革の実行に着実に取り組んだうえで、債務負担軽減策などでギリシャに有利な条件を引き出していく姿勢を示している。当面は、再選挙や緊縮策の撤回などの形で債務危機が再燃する可能性は低下したといえよう。
- ◆ 債権団内の意見対立が懸念されているギリシャの債務負担軽減策についても、妥協点が見出されつつある。ユーロ圏諸国は、債務負担軽減策として、ギリシャの債務返済費用を長期的にGDPの15%以内に抑えることを検討しているようである。同案は、債務の持続可能性を重視するIMFにも妥協の余地を与えるものといえ、今後、IMFの支援参加に向けて、ユーロ圏とIMFの交渉進展が期待される。
- ◆ もっとも、より本質的な問題として残る、①緊縮財政と経済成長の「負のスパイラル」、②ユーロ加盟国であることによる政策の制約、③ギリシャ経済の「稼ぐ力」の弱さ、等を踏まえると、ギリシャの財政再建や経済再生が順調に進むとは考えにくい状況である。
- ◆ また、今後、金融支援の条件である年金改革、国営企業の民営化など、国民に不人気な政策が実行に移される段階でSYRIZA内から再び造反者が出る可能性が残るほか、厳しい緊縮策により痛みが一段と増すなかで国民の反発や抵抗が強まる恐れもある。チプラス氏が党内や国民の説得に失敗すれば、今後の緊縮策や各種の改革の実行に支障をきたす事態が想定される。
- ◆ いずれ債務問題を巡る混乱が再燃する可能性は否定できず、引き続き今後の動向を注視していく必要があるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920

Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

1. 与党勝利に終わったギリシャの総選挙

8月に第3次金融支援が始まったばかりのギリシャで9月20日、総選挙が行われ、チプラス前首相が率いる急進左派連合（SYRIZA）が勝利した（図表1）。

チプラス氏は今年1月の総選挙で「反緊縮」の公約を掲げて勝利したものの、7月には財政破綻やユーロ離脱寸前に追い込まれたため、公約を撤回し、金融支援と引き換えに緊縮財政を受け入れる方針に転換した。もっとも、「反緊縮」の公約を反故にしたため、金融支援の条件となった改革法案の採決に際し、急進左派連合の中から造反する議員が相次ぎ、「独立ギリシャ人」党との連立政権は事実上過半数を割り込む状況となっていた。こうした状況を打開するため、初回融資が実行され、当面の資金繰りに目途が立った8月20日にチプラス氏は首相を辞任すると表明し、総選挙が行われることが決まったという経緯がある。

今回の総選挙で、SYRIZAは145議席（得票率：35.5%）を獲得し、1月の総選挙で獲得した149議席には及ばなかったものの、造反組が分離した改選前の124議席から党勢を回復した。議席獲得が危ぶまれていた連立相手の「独立ギリシャ人」党も10議席を確保し、連立与党の合計議席は計155と過半数を確保した。一方、急進左派連合との接戦が見込まれていた新民主主義党（ND）は75議席（得票率：28.1%）にとどまったほか、急進左派連合の造反組が結党し、ユーロ離脱を訴えた「国民連合」は、議席確保に必要な3%の得票率を獲得できなかった。

チプラス氏は、今回の総選挙以前から、ユーロに残留しながら債権者サイドが求める改革の実行に着実に取り組んだうえで、債務軽減策などでギリシャに有利な条件を引き出していく姿勢を示している。当面は、再選挙や緊縮策撤回などの形で債務危機が再燃する可能性は低下したといえよう。

（図表1）ギリシャの総選挙前後の議会の勢力図の変化

政党		総選挙前		総選挙後		
		議席数	占有率	議席数	占有率	
急進左派連合 (SYRIZA)	左派	連立与党	124	41.3	145	48.3
独立ギリシャ人 (ANEL)	右派	連立与党	13	4.3	10	3.3
新民主主義党 (ND)	中道右派	親欧州野党	76	25.3	75	25.0
全ギリシャ社会主義運動 (PASOK)	中道左派	親欧州野党	13	4.3	17	5.7
川 (Potami)	中道左派	親欧州野党	17	5.7	11	3.7
中道連合 (Enosi Kentroom)	中道左派	親欧州野党	0	0.0	9	3.0
黄金の夜明け (XA)	極右	反緊縮野党	17	5.7	18	6.0
ギリシャ共産党 (KKE)	極左	反緊縮野党	15	5.0	15	5.0
国民連合 (LAE)	左派	SYRIZAから分離 (反緊縮)	25	8.3	0	0.0
		計	300	100.0	300	100.0

（資料）ギリシャ内務省を基に日本総研作成

（注）ギリシャ議会は一院制で定数は300。

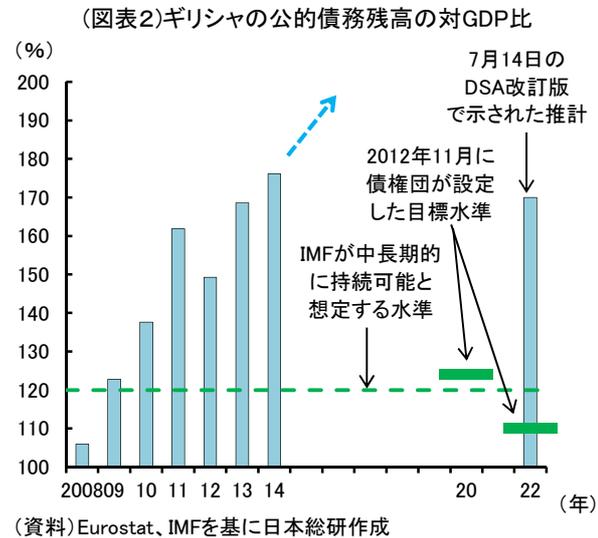
総選挙は3%以上の得票を獲得した政党に250議席を比例配分し、得票率第1党に50のボーナス議席を配分する仕組み。

2. 妥協点が見出されつつあるギリシャの債務負担軽減策

債権団内の意見対立が懸念されているギリシャの債務負担軽減策についても、妥協点が見出されつつあるようである。

ユーロ圏各国は、IMFに第3次金融支援への参加を求めているものの、IMFは債務の持続可能性に疑義がある国への融資を禁じる内規があるため、ユーロ圏諸国がギリシャ債務の持続可能性を担保するような負担軽減策に取り組まない限り、ギリシャ支援に参加しない姿勢を鮮明にしている。IMF

は、ギリシャが緊縮策受け入れの是非を問う国民投票を行う直前の7月2日に「債務持続性分析(DSA=Debt Sustainability Analysis)」に関する報告書の暫定版¹を公表していたが、ギリシャへの第3次金融支援交渉開始が合意された直後の7月14日には、ギリシャでの銀行休業・資本規制による国内経済や金融環境の悪化等を反映したDSAの改訂版²を改めて公表した。そこでは、「ギリシャの公的債務はきわめて持続不可能な状態となった」と冒頭で指摘している。同報告書の推計によると、ギリシャの公的債務の対GDP比は、今後2年で200%近くに達するとしている(図表2)。また、IMFは中長期的に債務が持続可能な公的債務の対GDP比の水準を120%としてきたが、今回の推計では同比率が2022年時点で170%になるとしている。このため、債務を持続可能なものにするためには、①新規融資分も含めて30年程度の返済猶予期間延長と大幅な返済期限の延長、②ギリシャへの毎年の財政移転、③大幅な元本削減(haircuts)、といった方法で「ユーロ圏がこれまで想定してきたよりもはるかに大きな規模で債務負担の軽減を行う必要」があると結論付けている。



これに対し、ユーロ圏諸国、とりわけドイツは、返済猶予期間や返済期限の延長などは検討するとしていたものの、元本削減などは加盟国間の財政移転を禁止したEU基本条約に抵触するとして難色を示していた。このため、IMFとユーロ圏との意見の折り合いがつかず、IMFが支援参加を見送る事態が懸念されていた。

もともと、ここにきて両者の妥協点が見出されつつある。9月17日のロイター通信社の報道³によれば、ユーロ圏諸国は、返済猶予期間や返済期限の延長により、ギリシャの債務返済費用(Debt Servicing Costs、債務の元本返済と利払いのために1年あたりに必要な費用)を長期的にGDPの15%以内に抑え、債務の持続可能性を担保することを検討しているようである。IMFが示してきた公的債務の対GDP比で債務の持続可能性を測る方法は、返済猶予期間、返済期限、金利水準などを考慮していないため、債務返済費用の対GDP比に焦点を当てる案が浮上したという。10月には債権団がギリシャの改革が約束通り進んでいるかを点検する第1次審査が予定されているが、ギリシャが「債権団が要求していた改革を実行に移していることが確認されれば、債務返済費用がGDP比15%を超えないよう、ユーロ圏は債務負担軽減策を講じることで合意する見込み」と報じられている。

同案は、IMFにも妥協の余地を与えるものと考えられる。同案の債務返済費用(Debt Servicing Costs)に近い考え方として、IMFには、GFS(Gross Financing Needs、1年あたりの財政赤字と満期が到来する国債を借り換えるのに必要な資金の合計)というものがある。IMFは、GFSがGDP比で15%程度に収まっていないと、中長期的に債務が持続可能ではないとしている。前出のDSAの改訂版では、ギリシャの「GFSは前回(7月2日)の予測よりも高い水準(かつ、安全とみられる15%

¹ IMF [2015]. “Greece: Preliminary Draft Sustainability Analysis”, IMF Country Report (No.15/165), July 2, 2015.
² IMF [2015]. “Greece: An Update of IMF Staff’s Preliminary Public Debt Sustainability Analysis”, IMF Country Report (No.15/186), July 14, 2015.
³ Jan Strupczewski [2015]. “Euro zone mulls capping Greek debt servicing cost at 15 percent/GDP”, Reuters, September 7, 2015.

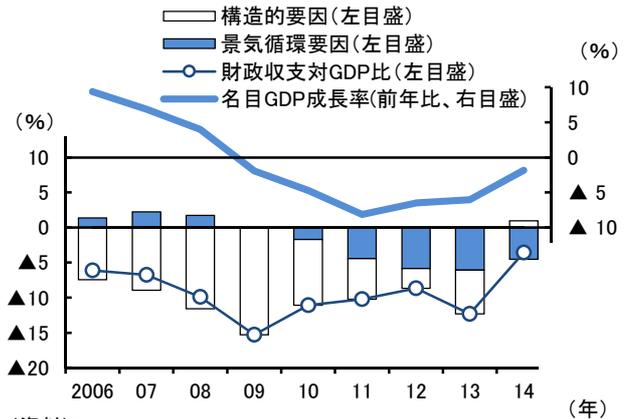
を上回る水準)となり、長期にわたって上昇し続けるだろう」と指摘していた。今後、ユーロ圏諸国が返済猶予期間や返済期限を調整することで、GFSを長期的に15%以内に抑えることが可能となれば、IMFの支援参加に向けて、ユーロ圏とIMFの交渉が進展すると期待される。

3. ギリシャの債務問題の本質

もともと、こうした課題を乗り越えても、ギリシャの債務問題の抜本的な解決は容易ではない。

第1に、ギリシャの緊縮財政と経済成長の間には「負のスパイラル」が生じている。ギリシャでは2009年10月に財政赤字の粉飾が発覚し、2010年5月に第1次金融支援を受けることになって以降、緊縮財政に取り組んできた。ギリシャ政府の財政収支対GDP比の推移を景気循環要因調整後の財政収支(構造的要因)と景気循環によりもたらされる財政収支(景気循環要因)に分解したのが図表3である。これをみると、緊縮財政の直接的な効果により、景気循環要因調整後の財政収支は、2014年に黒字に転換している。一方、緊縮財政による景気へのマイナス影響により、景気循環によりもたらされる財政収支は大幅な赤字が続いており、財政収支全体では、依然として赤字から脱却できていない。

(図表3)ギリシャの財政収支と経済成長率



(資料) Eurostat

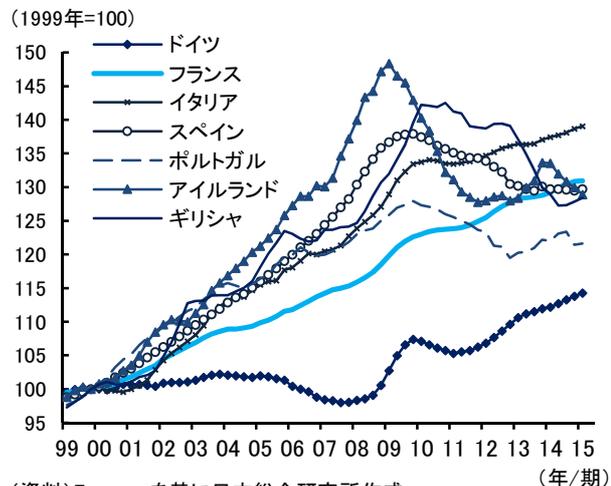
(注) 財政収支の内訳は、「景気循環要因調整後財政収支」を構造的要因、「財政収支」から構造的要因を除いたものを景気循環要因とした。

ギリシャは、今回の支援の条件として、年金削減や付加価値税引き上げ等を通じて、基礎的財政収支を2016年に黒字化させ、18年には対GDP比で+3.5%にすることを求められている。2014年は緊縮財政緩和の影響もあり、景気が一旦は底打ちしたものの、今後、厳しい緊縮策により、景気が再び悪化するのを避けられず、計画通りに財政収支が改善しない事態が想定される。

第2に、ギリシャがユーロ加盟国であることが、競争力改善や景気回復のために採れる政策の選択肢を狭めている。現在の共通通貨ユーロの体制下では、為替を通じた域内競争力格差の調整が働かないことに加え、独自の金融政策を行えないなど、景気刺激策に大きな制約を課されている。この結果、域内で競争力が低下した国は、賃下げなどのデフレ政策を強いられる。ユーロ圏主要国の単位労働コストの推移をみると、ギリシャでは、債務危機以降、労働コストの圧縮を余儀なくされたことがみてとれる(図表4)。

第3に、ギリシャ経済の「稼ぐ力」が弱いことである。ギリシャ経済は有力な輸出産業がないため、賃金が下がり、輸出競争力が改善しても、他の被支援国であるアイルランドやスペインなどのような輸出主導の景気回復を図ることが難しくなっている。債務危機後に支援を受けた国の実質輸出の推移をみると、他の被支援国と比べて、ギリシャの輸出の回復は緩慢にとどまっていることがみてとれる(図表5)。

(図表4)ユーロ圏主要国の単位労働コスト

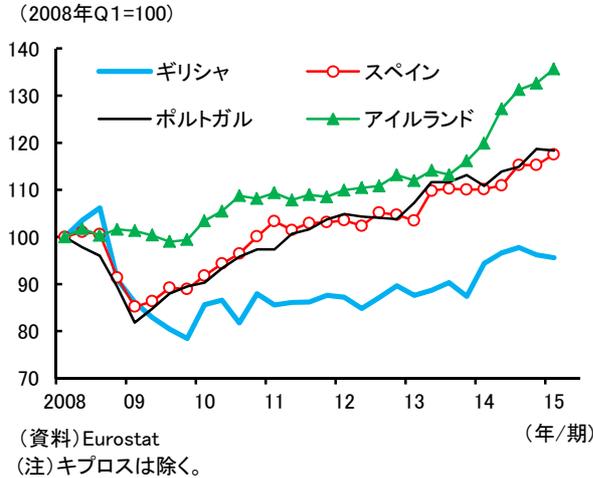


(資料) Eurostatを基に日本総研研究所作成

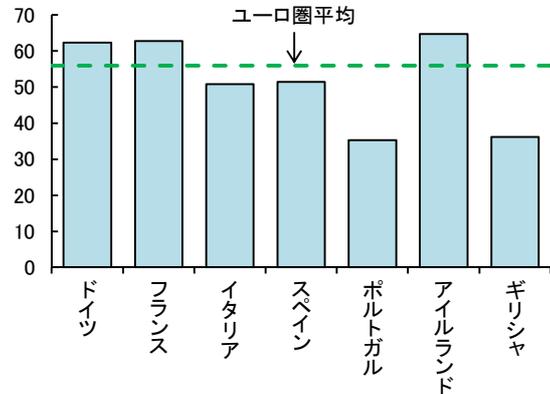
(注) 後方4四半期移動平均。

また、OECDの推計では、ギリシャの就業1時間当たり労働生産性はユーロ圏平均を大きく下回っている(図表6)。労働生産性の低さは、ギリシャ経済の製造業ウェイトが低く、農業や観光業以外に有力な産業がないことが一因と推察されるが、これではギリシャ国民がいくら低い賃金で長時間働いても、本格的な景気回復、ひいては税収の大幅な伸びは期待できない。

(図表5)被支援国の実質輸出



(図表6)ユーロ圏主要国の労働生産性(2014年)
(米ドル)



4. いずれ債務問題が再燃する可能性大

以上を踏まえると、ギリシャの財政再建や経済再生が順調に進むとは考えにくい状況である。また、今後、金融支援の条件である年金改革、国営企業の民営化など、国民に不人気な政策が実行に移される段階で SYRIZA 内から再び造反者が出る可能性が残るほか、厳しい緊縮策により痛みが一段と増すなかで国民の反発や抵抗が強まる恐れもある。チプラス氏が党内や国民を説得できなければ、今後の緊縮策や各種の改革の実行に支障をきたす事態が想定される。足許のギリシャ経済は、2008年と比べて実質GDPが約25%減少し、失業率も25%前後で高止まりしている(図表7)。こうした状況に置かれているギリシャ国民が既に大きな痛みを感じていることは想像に難くない。

ユーロ圏の被支援国の2年物国債利回りの推移をみると、ギリシャ以外の国々が1~2%台で推移するなかで、ギリシャは今回の総選挙後も8%台で高止まりしており、近い将来にギリシャが債務不履行を起こすとの懸念が払拭されていないことを示唆している(図表8)。いずれ債務問題を巡る混乱が再燃する可能性は否定できず、引き続き今後の動向を注視していく必要があるだろう。

(図表7)ギリシャの実質GDPと失業率



(図表8)被支援国の2年物国債利回り

