

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

ギリシャ経済の現状と展望

～政府債務は持続可能か？～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- ギリシャ向け第3次支援の第2回レビューを巡り、対立していた欧州連合（EU）、国際通貨基金（IMF）、ギリシャ政府間の合意が2016年5月下旬に成立した。数カ月にわたって中断していたギリシャ向け融資再開の目処がようやくたってきた。
- ユーロ財政危機の発端となったギリシャは、他の被支援国が次々に支援プログラムからの卒業を果たしていくなかで、3次にわたる金融支援を受けつつも、いまだ出口が見えない。
- ギリシャ財政危機は流動性危機ではなく、支払い能力そのものの危機であった。これまでの支援は、結果として短期的な資金繰りをカバーする問題先送り策であった。
- 現行プログラムが終了する2018年3月までに何らかの債務削減策が必要という点でEUも合意した。今後メンバー各国にとり、自国の納税者をどう納得させるかという重要な問題が残る。

<本文>

2016年5月25日、ユーログループ（ユーロ圏財務相会議）とIMFは、ギリシャ支援協議で合意に達した。これは2015年8月に開始された第3次ギリシャ支援パッケージの第2回融資分についての協議であり、ギリシャが融資を受けるために必要な条件を満たしているかどうかのレビューが数カ月遅れで完了し、ようやく融資実行の目処がたってきた。IMFは従来から、ギリシャの債務はこのままでは持続不可能として、EU加盟国政府に対し、債務の削減を強く求めてきた。これに対しEU側では安易な債務減免措置はモラルハザードにつながるとして、強硬な姿勢を崩していない。今回の協議ではこうしたEUとIMFの対立を背景に協議は難航したが、現行プログラムが終了する2018年までにユーロ圏側が債務の減免措置を検討することで合意した。

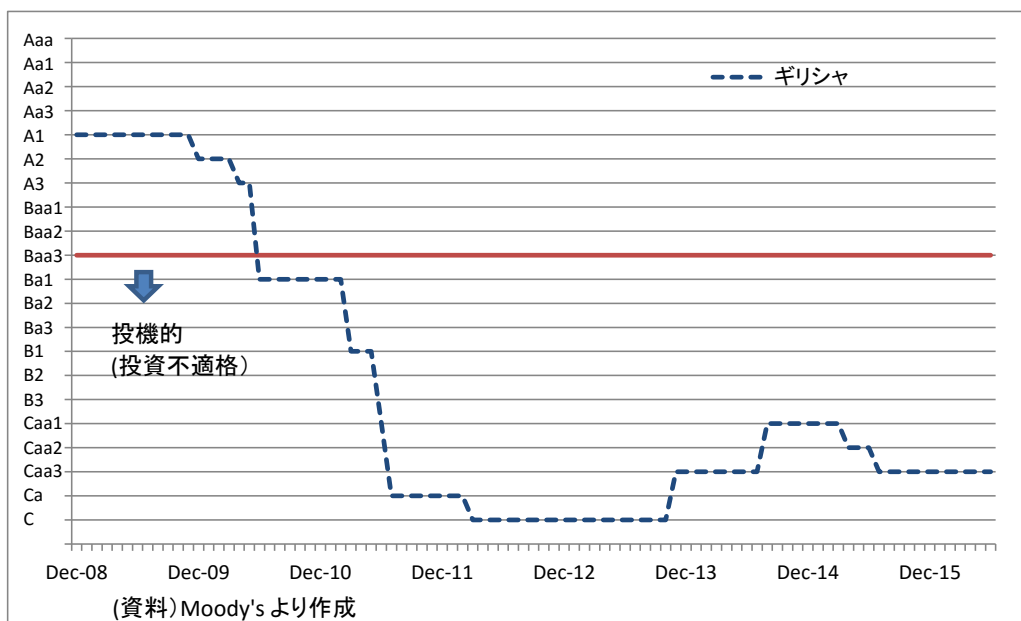
1. 3次にわたるギリシャ支援プログラム

ギリシャ債務危機の発端は、2009年秋に政権交代があり、全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ新政権が前政権による財政統計の不正処理を明らかにし、財政赤字を大きく上方修正したことであった。主要格付け会社はギリシャの格付けを相次いで大きく引下げた（図表1）。市場関係者はギリシャの財政赤字はEUの安定成長協定で求められるGDP比3%を大きく超えており、その後の改善にも期待できないと判断した。このためギリシャ国債は大きく売り込まれ、政府の資金調達は困難となった。行き詰まったギリシャ政府は2010年4月EUに支援を要請した。EUには支援の枠組みが存在せず、欧州条約に「加盟国政府相互間の救済禁止」規定があることもあって、交渉は難航した。IMFも巻き込んで、5月によりやくまとまった第1次ギリシャ支援策は、ユーロ圏諸国による二国間協定の形で800億ユーロ、IMFによるスタンドバイ取極めによる支援300億ユーロを加えて合計1,100億ユーロと、当時のギリシャのGDP2,300億ユーロと比べてかなり手厚いものであった¹。またギリシャの情勢不安が他の財政赤字国に伝播することが懸念されたため、EUとしての緊急時支援のための支援枠、欧州金融安定メカニズム（EFSM）と欧州金融安定ファシリティ（EFSF）が時限措置として設定された²。

¹ 第1次プログラムによる融資残高はギリシャ安定基金（二国間融資）529億ユーロ、IMF348億ユーロであった。

² EFSFは時限措置として設定された。ユーロ各国の財政危機が深刻化するとともに、恒久化が必要との声が高まり、2012年10月新たに恒久的な機関として欧州安定メカニズム（ESM）が発足した。EFSFは2013年6月をもって新規業務を終了した。国際通貨研究所ニューズレター「ソブリンリスクに揺れるユーロ圏の金融情勢2010/8参照。http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2010/NLNo_31_j.pdf

図表 1：ギリシャの格付けの推移



2010年11月にはアイルランド向けの支援プログラム850億ユーロが決定され、融資はEFSFを通じて行われることになった。これ以降はEFSFを通じた融資手続きが一般化され、支援プログラム策定がスムーズに行われるようになった。続いて2011年5月にはポルトガル向け780億ユーロの支援が決められた。さらに2012年6月にはスペイン金融セクター向けに最大1,000億ユーロの支援が決定された。スペイン向けには2012年12月、2013年1月に合計413.3億ユーロの支援が実行された。

ギリシャに次いで支援を受けた国々はそれぞれ、アイルランドは2013年12月、スペインは2014年1月、ポルトガルは2014年5月に、すでに支援から卒業した。

ギリシャ向け支援は1度では終わらなかった。第1次支援開始から1年の時点ですでに同国の財政再建は計画通りにいかないとの懸念が高まり、2011年7月のユーロ圏首脳会議で、第2次支援について合意がなされた。EFSFを通じた1,090億ユーロの追加支援が決められた。同時にギリシャ国債を保有する民間投資家に対し、債券交換もしくは償還時の借り換えなどを通じて自発的に支援することが求められた。第2次支援は2012年2月に支援額を拡大することが決められ、3月にIMFの拡大取極めによる280億ユーロも含めプログラムが正式開始され³、4月には民間投資家による債券交換（PSI: Private Sector Involvement）が実施された。

³ 2015年6月に第2次支援が終了した時点で、最終的なEFSFからの融資額は累積で1,418億ユーロ、残高は1,309億ユーロとなった。

第2次支援でも十分ではなかった。第2次支援プログラムは当初2014年12月末で終了する予定であったが、12月に2カ月間延長され、2015年2月には、さらに4カ月間、6月までに延長された。2015年1月のギリシャ議会選挙で、反緊縮策を提唱する左派連合SYRIZAが勝利し、同じく反緊縮の「独立ギリシャ人」との連立政権（首相はSYRIZAのチプラス氏）が発足した。チプラス政権は支援交渉に協力的でなく、交渉は難航した。6月にはチプラス首相が、支援条件である緊縮政策の受入の可否についての国民投票を7月に実施すると公表し、交渉は決裂、第2次支援プログラムは6月末に終了した。このためギリシャ政府は、IMFへの返済16億SDR（約20億ユーロ）を6月末の期日までに行えなかった。また、欧州中央銀行（ECB）がギリシャ中央銀行に対し、緊急流動性支援の増額を認めなかったため、ギリシャ政府は資本規制、預金引き出し制限などの対策を余儀なくされた。7月5日の国民投票では支援の前提となるEU経済改革案の受入が否決され、ギリシャのユーロ離脱の可能性が高まったとの懸念から欧州の金融市場は大きく動揺した。チプラス政権は国民投票による支持を背景にEUとの交渉に臨み、結局は当初のEU案に近い形の経済改革案を受け入れた。この結果7月12日のユーロ圏首脳会議でようやく第3次支援プログラムについての合意が成立した。

第3次支援は2015年8月からの3年間で、ESMを通じて最大860億ユーロの融資を行う計画。支援のための条件としてギリシャ政府は次の4つを行うことを約束した。①財政規律の回復、②金融安定の保証、③経済成長・競争力・投資の加速、④政府機関の改革。また500億ユーロ規模の国有資産ファンドを創設し、資産売却や民営化により得た資金をプールし、債務返済や国内投資に向けることが決められた。2015年12月までに214億ユーロの融資が実行されたが、第2回融資実行のためのレビューではギリシャが約束通り改革を進めていないとして交渉が難航し、前述のように2016年5月ようやく合意が成立した。IMFは2013年時点で、ギリシャの財政は持続可能でなく、何らかの債務負担軽減が必要との見解を公表しており、第3次プログラムにもユーロ圏諸国が債務減免に応じない限りIMFは参加しないと立場をとっている。今回の合意を受けて、IMFが早ければ2016年末にも融資を再開することが期待されている。

2. 危機に至る経緯

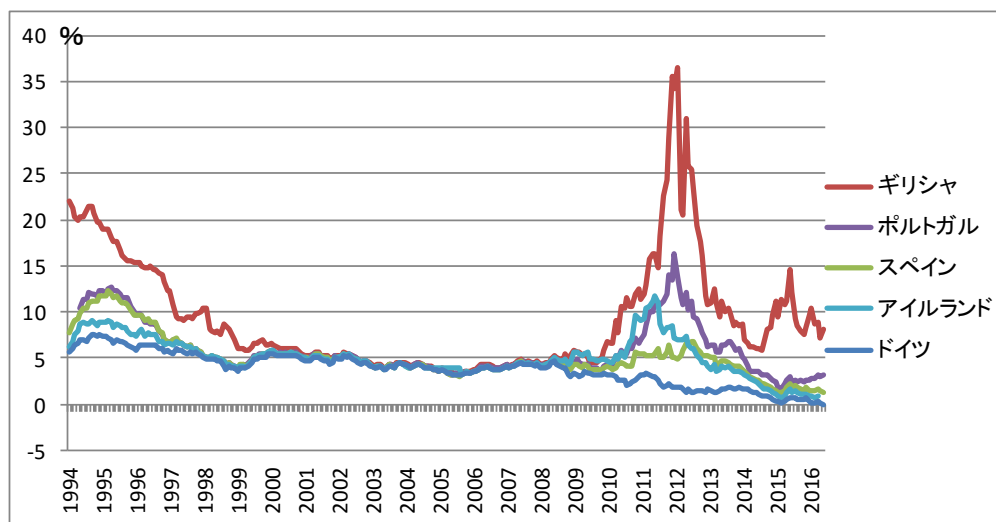
ギリシャの財政問題がここまで悪化してしまった背景には、単一通貨ユーロのもつ様々な問題がある。ユーロ導入のためには財政赤字、政府債務、インフレ率、金利について収斂条件を満たす必要がある。ユーロ発足は1999年だが、ギリシャは条件を満た

していなかったため、遅れて2001年にユーロを導入した。

ユーロ導入はギリシャを始めとした周縁国に長期金利の低下という恩恵をもたらした。ギリシャの国債は、ドラクマ建てからユーロ建てになり、為替リスクがなくなったことと、安定成長協定によって財政規律が保たれるとの安心感から、ユーロ圏の投資家にとって魅力的な投資対象となった。このためギリシャ国債の利回りは大きく低下した。2001年当時のギリシャの格付けはA-であったが、AAAのドイツ国債と比べた利回り格差は大きく縮小した。他の周縁国も同様にユーロ圏国債市場では急速な利回りの収斂が進んだ（図表2）。

こうした長期金利の低下は、アイルランドとスペインには国内に不動産を中心としたバブルをもたらし、バブル崩壊に伴う財政悪化が危機を招いた。一方、ポルトガルとギリシャでは放漫財政につながった。

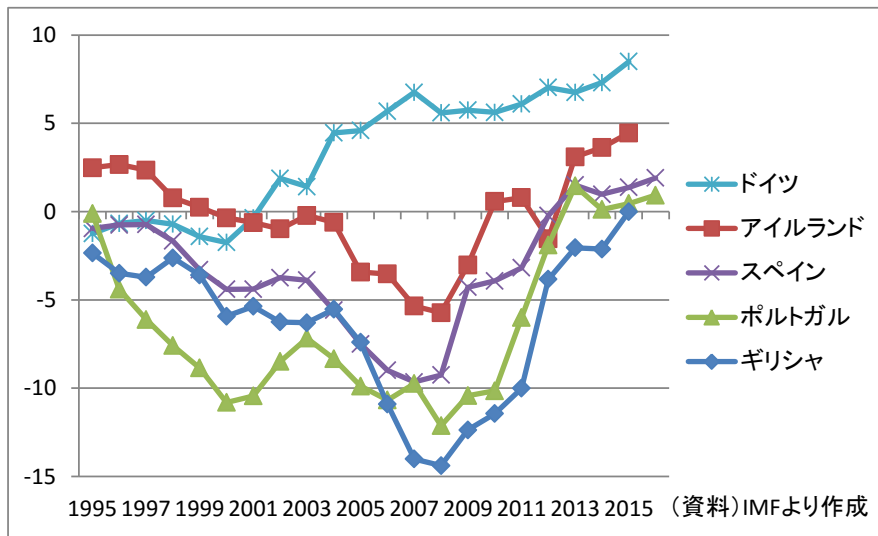
図表2：10年物国債利回り（各月末）



(資料) Thomson Reuters データより作成

さらに単一通貨ユーロは、為替相場による域内の国際収支不均衡調整手段を消滅させた。相対的にインフレ率が高く競争力の弱い南欧の経常収支赤字国（ギリシャ、ポルトガル、スペイン）に対し、物価が安定していて競争力の強い北部の経常収支黒字国（ドイツ、オーストリア、オランダ）の南北格差が拡大した。単一通貨でなければ、経常収支赤字国の為替相場が下落して調整が行われたはずだが、ユーロの決済システムであるTARGET IIの存在によって経常赤字のファイナンスが問題になることはなかったため、赤字拡大に歯止めがかからなかった。このため、南欧を中心とした周縁国では経常赤字と財政赤字の双子の赤字が拡大した（図表3）。

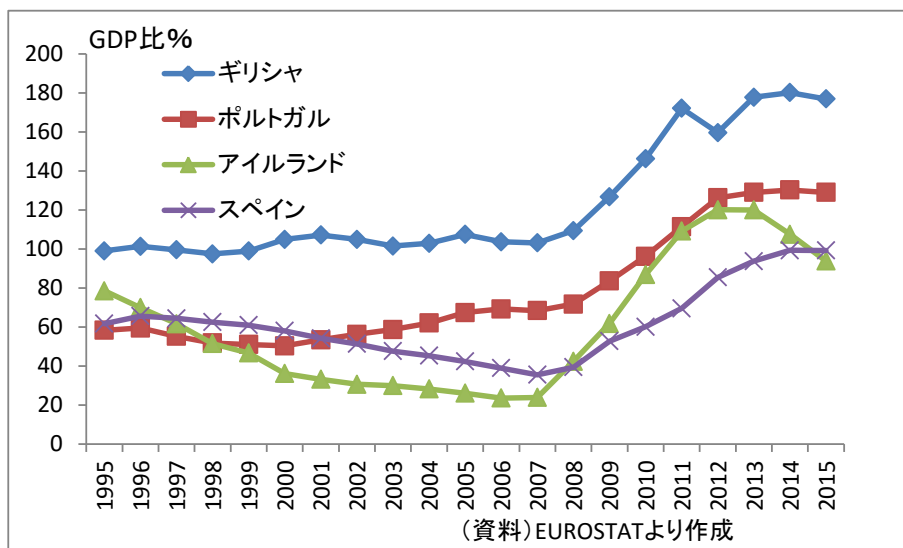
図表 3：ユーロ諸国の経常収支の推移（GDP 比、%）



もっともこうしたユーロのもつ問題点は、ギリシャだけのものではなく、他の周縁国にも共通するものであった。にもかかわらず、ギリシャだけがなぜ3次にもわたる支援プログラムを必要とし、それでもまだ出口が見えないような状況なのだろうか。

ギリシャの債務残高は危機前で GDP 比 100%を超えており、そもそも中期的に持続不可能であったとみられる（図表 4）。その他の国の危機は流動性の問題であったので、短期的な支援で経済を立て直すことができたが、ギリシャの場合は早期に何らかの債務負担軽減が必要であった⁴。

図表 4：被支援国の政府債務残高

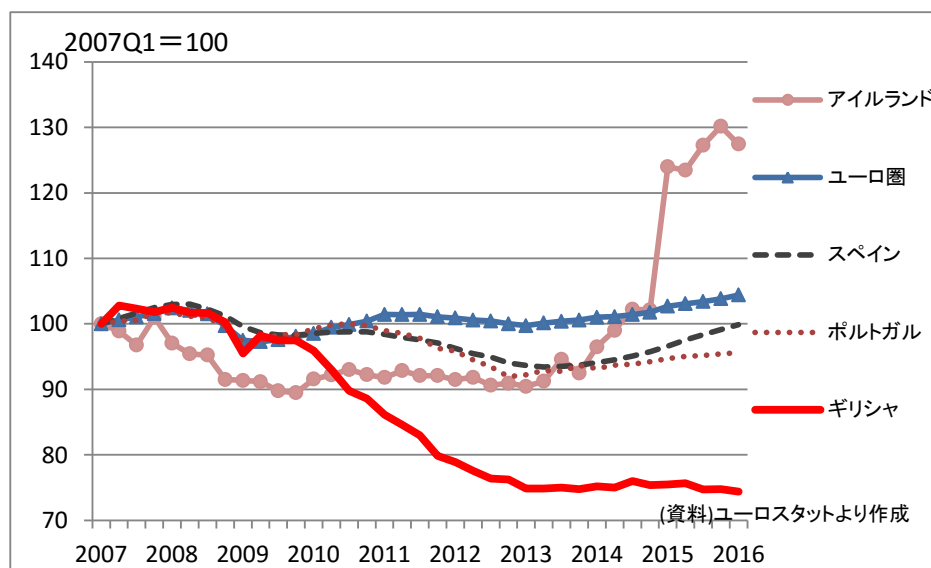


⁴ IMF は 2013 年公表のレポートで、2010 年の第 1 次プログラムについて、ユーロ圏への危機の伝播を防ぐために必要だったが、ギリシャ財政の持続可能性についての疑問を持っていたとしている IMF(2013)。

グローバル金融危機前の 2007 年初から足下までの各国の実質 GDP の推移をみると（図表 5）、支援を受け、いち早く構造改革を進めたアイルランドが好調な回復を見せ、すでに危機前の水準を 10%以上も上回っている。ユーロ圏全体では緩やかな回復が続き、危機前の水準を 5%程度上回った。スペインも足下では回復傾向が顕著で、ほぼ危機前の 2007 年初の水準に近づいた。ポルトガルも回復に転じているが、そのペースは非常に緩慢なものにとどまっており、危機前の水準からまだ 5%程度低い。ギリシャの落ち込みの大きさはこれらの国と比べても際立っており、足下でようやく下げ止まりつつあるが、その水準は危機前の 4分の3程度に過ぎない。

アイルランドとスペインはバブル崩壊後の金融機関の救済に多額の財政資金を必要としたが、その後は順調に景気も回復に転じた。特にアイルランドはユーロ安に伴う輸出の増加にけん引され堅調な回復過程を辿った。ポルトガルは厳しい構造改革により、景気低迷が長引いているが、それでも回復に転じている。

図表 5：ユーロ圏諸国の実質 GDP の推移



2010 年の第 1 次支援プログラムでは、ギリシャの政府債務は GDP 比 115%から増加するものの 150%程度でピークアウトすると想定されていた。しかし実際には、2015 年時点で 180%にまで拡大した。これはギリシャが、為替相場切り下げによる競争力回復という手段をとり得ず、国内物価の下落による調整（internal devaluation）を行わなければならなかったことで、物価が下落、それにもかかわらず、輸出が予想以上に伸び悩んだため、景気は低迷し、名目 GDP が大きく縮小したことによる。

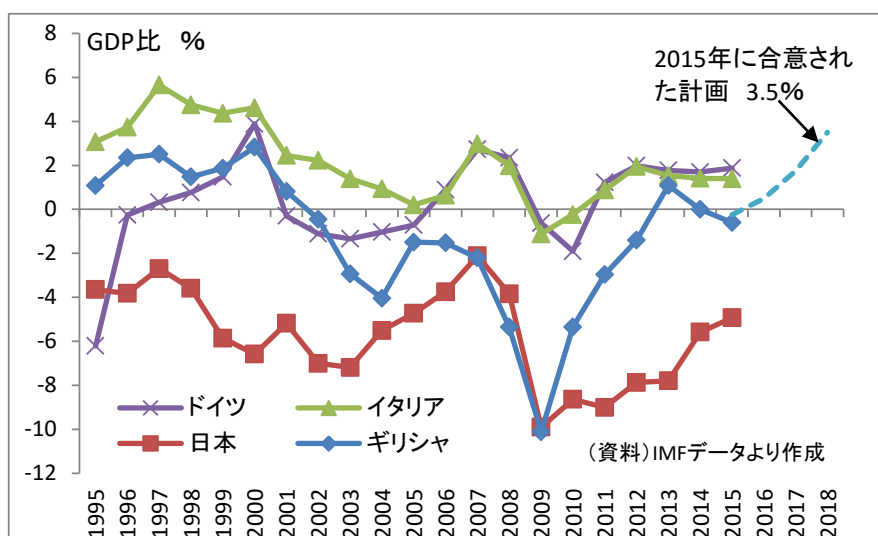
危機後の経常収支の改善も、コスト競争力回復による輸出の増加よりも、厳しい緊縮政策に基づく内需の冷え込みによる輸入の急減が大きく寄与している。ギリシャは経済規模に比べて貿易のウエイトが低く、外貨収入は主として海運と観光によっている。海運は、足下での新興国経済の減速を受けて落ち込みが目立っている。観光については、最近の難民流入急増による社会不安などのマイナス要因も多い。このため、他の被支援国のように輸出をけん引役に景気回復に移行できなかった。

またギリシャの場合には、国内の政治的不安定もあって、支援条件とされていた構造改革の進捗がはかばかしくなかったことも他の被支援国との明暗を分ける結果となった。

3. 今後の課題と展望

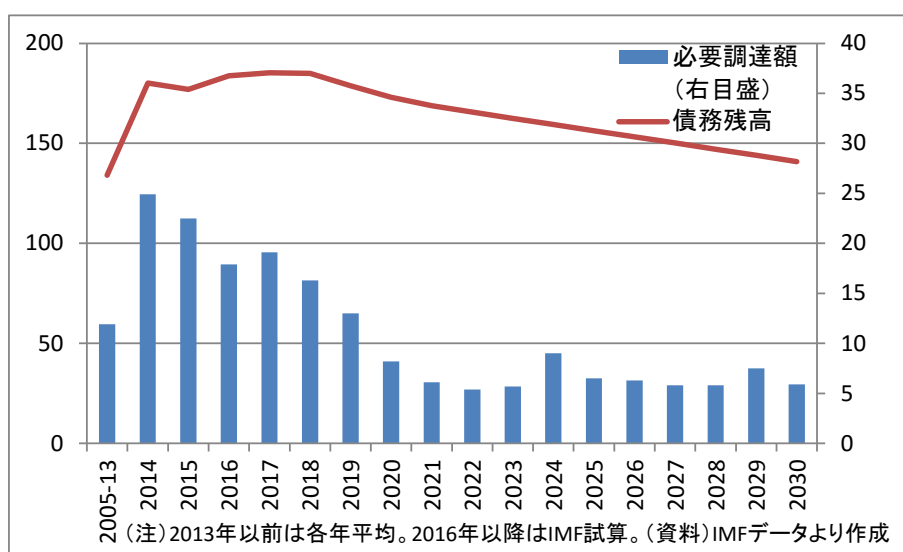
2015年の第3次支援プログラムの合意では、ギリシャはプライマリー収支を2018年にGDP比3.5%とし、その後も高水準の黒字を維持することが求められている。実際のプライマリー収支の数値をみると、2013年にわずかに黒字を達成したものの、2014年には再び赤字に転じたとみられ（IMF推計）、黒字を長期にわたって維持するのは大変困難である（図表6）。

図表6：各国のプライマリー収支（基礎的財政収支）



IMF はギリシャの財政持続可能性分析において、第3次プログラムでの想定よりも現実的な前提（2018年のプライマリー黒字 1.5%その後も 1.5%が持続、中期的な潜在成長率は 1.25%程度）に基づく試算を行っている（図表 7）。同試算によれば、各年の必要調達額（財政赤字+元本償還額）は 2019年まで毎年 GDP 比 10%を超え、債務残高の GDP は 2020年時点で 173%、2030年でも 140%となる。このプライマリー黒字、成長率とも下ぶれるリスクをはらんだ試算である。

図表 7：IMF による財政持続可能性分析（GDP 比、%）



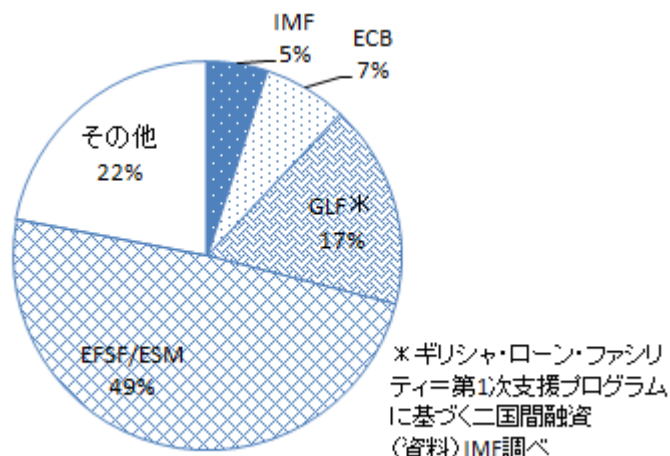
ギリシャにとり、景気を回復させ、成長軌道に乗せることが何より大事である。ギリシャは他の先進国と同様に高齢化が進んでいる。潜在成長率を上げるためには、全要素生産性（TFP）の伸びが必要である。IMFによれば 1970-2008年のギリシャの TFP の伸び率は平均 0.7%とユーロ圏平均の 1.2%を大きく下回っている。IMF はこれを 1%に引き上げ、労働と資本の寄与を加え、1.25%程度の潜在成長率を試算の前提としている。この前提自体、簡単に実現できるものではない。ギリシャの企業部門の投資率はユーロ圏諸国と比べても最低水準に位置している。景気が低迷するなかで投資の促進は難しい。また若年層の失業が長期化するなかで、労働者の質の低下による生産性の停滞も危惧される。

経済協力開発機構（OECD）はギリシャ経済の成長促進のために必要な構造改革として、①情報通信、エネルギー、運輸などネットワーク産業の規制改革、②輸出促進のための規制改革（輸出手続き窓口の一本化）、③司法手続きの迅速化による外資流入促進

などを挙げている。これらの改革を地道に実行していくことが望まれる。

また、財政再建については、年金制度改革、課税ベースの拡大、徴税効率の改善などの努力も引き続き重要である。ギリシャの年金制度は支給開始年齢の低さや、手厚い給付額が特徴である。徐々に改革が進んではいるもののまだ不十分であり、改革の続行が必要である。

図表 8：ギリシャ政府債務の保有者内訳（2015 年末現在）



今後もプログラム続行のためのレビューが定期的に予定され、支援条件である改革が計画通り履行されているかのチェックが行われる。本プログラムが終了する 2018 年でも国際市場でのギリシャ政府自身による資金調達には難しいとみられ、新たな支援プログラムが必要となってくる。ユーロ圏側も追加支援の必要性は認識している。元本削減は支援国各国の国内支持を得られないために実現は困難だが、期間延長、金利の減免などの形での負担軽減措置が今後検討されていく見込みである。3 次にあたる支援プログラムを経て、ギリシャ政府債務の 3/4 以上が EU の機関や加盟国政府、IMF などの公的機関によって保有されており、民間金融機関への悪影響は限定的なものになると見込まれる（図表 8）。

もちろんギリシャ自身が支援条件である構造改革を遂行することが大前提であり、地道な構造改革の実現を可能とする政治的リーダーシップが何よりも必要である。

ギリシャ支援を巡る主な出来事

2009年10月	ギリシャ・パパンドレウ政権成立。前政権の財政統計不備が明らかとなり、2009年の財政赤字見通しを3.6%から12.7%へ大きく修正。財政への懸念が高まり、国債価格暴落。国債発行が困難に。
2010年4月	ギリシャ政府EUに支援を要請
2010年5月	EUとIMFによるギリシャ向け第一次支援（ユーロ圏諸国800億ユーロ、IMF300億ユーロ）決定。
2010年11月	アイルランド向けトロイカ（EU,IMF,ECB）支援850億ユーロ決定。
2011年3月	ユーロ圏首脳会議、ギリシャ融資の利下げ、満期延長に合意。
2011年5月	ポルトガル向けトロイカ支援780億ユーロ決定。
2011年6月	欧州理事会、ギリシャ第2次支援における民間負担、自発的な国債のロールオーバーを求める方針を確認。
2011年7月	ユーロ圏首脳会議、ギリシャ第2次支援に合意（1,090億ユーロの公的支援、540億ユーロの民間支援）。 ギリシャ・パパンドレウ首相は第2次ギリシャ支援を国民投票にかけると発表。
2011年11月	パパンドレウ首相辞任。パパデモス首相就任。
2012年2-3月	ユーログループ、ギリシャ第2次支援の枠拡大に合意（EFSF,IMF合わせて1,300億ユーロに）。 IMFギリシャ向け拡大取極め280億ユーロ。
2012年4月	ギリシャ国債投資家に対し、PSI(Private Sector Involvement)に基づく債務交換を実施。
2012年5月	ギリシャ議会総選挙、連立与党が過半数維持できず、野党急進左派連合躍進。
2012年6月	ギリシャ議会再選挙、新民主主義党、全ギリシャ社会主義運動、民主左派による連立政権。サマラス首相。 スペイン、ユーログループに1,000億ユーロの支援を要請。
2012年10月	欧州安定メカニズム（ESM）発足。
2012年11月	ギリシャ議会、年金・賃金・給付金の引下げなど総額135億ユーロの追加財政緊縮策を織り込んだ中期財政計画を可決。 ユーログループ、ギリシャ第2次支援の条件緩和で合意。
2012年12月	ギリシャ政府国債買戻しを実施。 ユーログループ、支援実施再開を正式承認。491億ユーロの融資実行を承認。
2013年5月	ユーログループ、75億ユーロの支援実行で合意。5月、6月に実行。
2013年7-12月	ユーログループ、第3回レビューを終了。7月25億ユーロ、12月5億ユーロを実行。
2013年12月	アイルランド支援終了。追加措置なく、支援から脱却。
2014年1月	スペイン支援終了。追加措置なく、支援から脱却。
2014年3-4月	トロイカ調査団第4回レビュー終了。ユーログループ、83億ユーロの融資実行を承認。 ギリシャ、支援後初めての国債（5年債30億ユーロ）を入札方式で起債。
2014年5月	ポルトガル支援終了。追加措置なく、支援から脱却。
2015年1月	ギリシャ議会選挙、反緊縮を掲げる最大野党・左派連合SYRIZAが勝利。「独立ギリシャ人」との連立政権成立。チプラス首相。
2015年2月	ECB、ギリシャ国債について、オペ担保の適格要件緩和を停止。 ユーログループ、ギリシャ支援プログラムの4カ月延長に合意。
2015年6月	チプラス首相、緊縮政策に対する賛否を問う国民投票を7月5日に行うと発表。 チプラス首相、資本規制導入と銀行営業停止を発表。
2015年7月	ギリシャ国民投票実施。緊縮政策反対が賛成を上回る。 ギリシャ政府、EUに第3次支援を要請。 欧州理事会ギリシャ向け第3次支援で大筋合意。
2015年8月	ギリシャ第3次支援が正式開始。
2015年9月	ギリシャ総選挙、チプラス首相率いる与党SYRIZAが勝利。
2015年11月	ESMギリシャ向け20億ユーロの融資実行を承認。
2016年5月	ユーログループ、ギリシャ第3次支援の103億ユーロの融資を承認。

（資料）各種報道より作成

<参考文献>

IMF, Greece: Preliminary Debt Sustainability Analysis—Updated Estimates and Further Considerations, 2016/5

IMF, Greece: Ex post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By, 2013/5

OECD Economic Surveys, Greece, 2016/3

欧州委員会、ユーログループ、欧州安定メカニズム等プレスリリース各号。

竹森俊平「欧州統合、ギリシャに死す」2015/8

田中素香「ユーロ危機とギリシャ反乱」2016/1

山口綾子「ギリシャ金融支援交渉を巡る混乱が示すユーロの欠陥」国際通貨研究所 IIMA の目 2015/7

山口綾子「ユーロ圏経済の動向～ギリシャ不安再燃に揺れるユーロ圏経済」国際通貨研究所ニューズレター2015/2

山口綾子「再選挙後のギリシャ情勢～ラトビア的解決は可能か？」国際通貨研究所国際金融トピックス 2012/6

山口綾子「欧州ソブリン危機～第二次ギリシャ支援は十分か？」国際通貨研究所ニューズレター2011/8

山口綾子「ユーロに影を落とすギリシャ財政危機」国際通貨研究所ニューズレター 2010/5

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2016 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>