

経済レポート

債務リストラへの機運が高まるギリシャ経済

～ゼロ成長下での構造調整に限界～

調査部 研究員 土田 陽介

ギリシャ景気は2013年に入り下げ止まったが、その後はゼロ成長が常態化している。輸出を中心に持ち直しの動きは見られるが、その輸出の景気けん引力がそもそも乏しいため、外需の好調が内需に反映されない状態が続いている。他方で、最悪期は27%を超えていた失業率が足元20%近くまで低下するなど、雇用情勢は緩慢ながらも改善しているが、金融危機前のピーク時(08年)と比較すれば、就業者数は依然80万人以上少ない状態である。

信用不安に端を発した経済危機を受けて、ギリシャは強力な緊縮政策を敢行した。その結果、ギリシャの双子の赤字は既に解消され、資本逃避への耐性もまた強まったと判断される。フロー面での調整は一服した反面で、ストック面での調整は、低成長の中で停滞を余儀なくされている。

ギリシャ経済は典型的な支払い能力(ソルベンシー)問題に陥っており、経済の実情に比べると明らかに過剰な債務を背負っている。ゼロ成長下での構造調整に限界がある中で、政府のEUとIMFからの借入に対する支払い負担を政策的に軽減し、財政出動の余力を広げていくことが事態の改善が見込まれる唯一の手段と言えよう。

現在行われている第三次金融支援は18年にも終了する予定であるが、ギリシャ経済の構造調整を進めていくとともに、成長力を高めていくためには、その後も何らかの形でEUとIMFによる金融支援が不可欠となる。追加融資や元本削減へのハードルが高い中で、最も現実的な手段は、利子減免や支払い延期などの債務リストラだろう。

ギリシャ国内で次期総選挙を睨んだ攻防が活発化する一方、ユーログループ内でもドイツ財務相を中心に政治的な駆け引きが激しさを増す可能性がある中では、ギリシャ問題が蒸し返されないとも限らない。最終的には合意に至るとしても、その間の不確実性が周辺国の反EU運動に影響を与えないか、そして金融市場の不安定につながらないか、当面注視する必要があると言えよう。

1. ゼロ成長が常態化するギリシャ経済

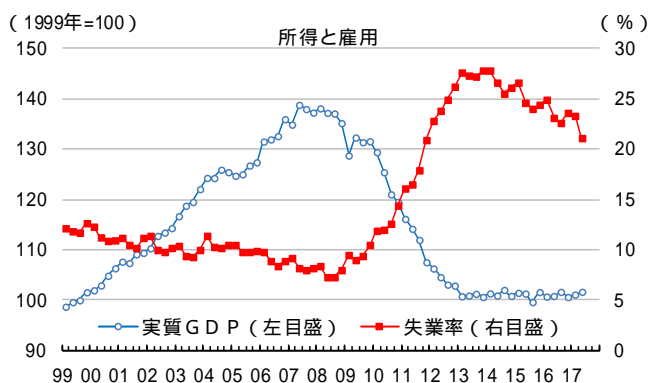
ギリシャ景気は2013年に入り下げ止まったが、その後はゼロ成長が常態化している。

図表1より実質GDPの推移を、統一通貨ユーロが導入された1999年（ギリシャは2002年に加盟）を基準（=100）とする指数で見ると、足元の水準はユーロ導入時の水準でほぼ横ばいで推移している。金融危機前のピーク時（07年）から比べると、約4割の実質所得が失われたままの状態である。輸出を中心に持ち直しの動きが見られるものの、その輸出の景気けん引力がそもそも乏しいため、外需の好調が内需に反映されない状態が続いている。

他方で、最悪期は27%を超えていた失業率が足元20%近くまで低下するなど、雇用情勢は緩慢ながらも改善している。図表2は失業率の前年差を要因分解したものである。これを見ると、非労働力人口要因（非労働力人口の増加）が大きな割合を占めた時期もあるが、失業率低下の大部分は就業者要因（就業者の増加）で説明できる。つまり雇用そのものは増加しているが、金融危機前のピーク時（08年）と比べると、就業者数は依然80万人以上少ない状態である。

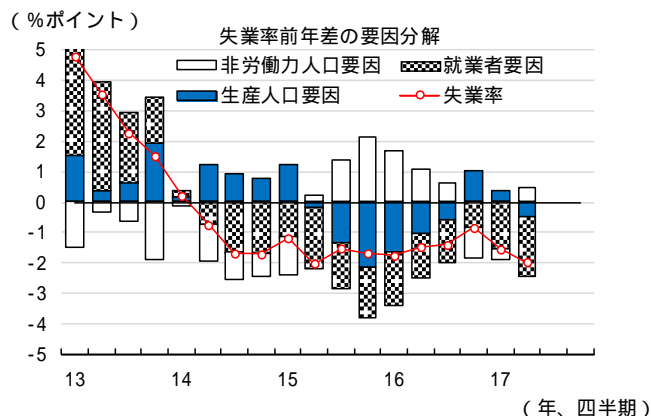
こうした中では家計の所得環境も厳しく、ユーロスタットが公表する労働コスト指数（2012年=100）は直近17年第2四半期時点で95.7に留まっており、また個人消費デフレーターで実質化すると90.7まで水準が低下する。雇用が改善基調にあるとはいえ、労働市場の Slack が非常に大きい状態には変わりなく、賃金上昇圧力が醸成されるような状態ではない。

図表1. ゼロ成長下で進む労働調整



(出所) ギリシャ国立統計局

図表2. 雇用そのものは増加



(出所) ギリシャ国立統計局

2. フロー面での調整は一服

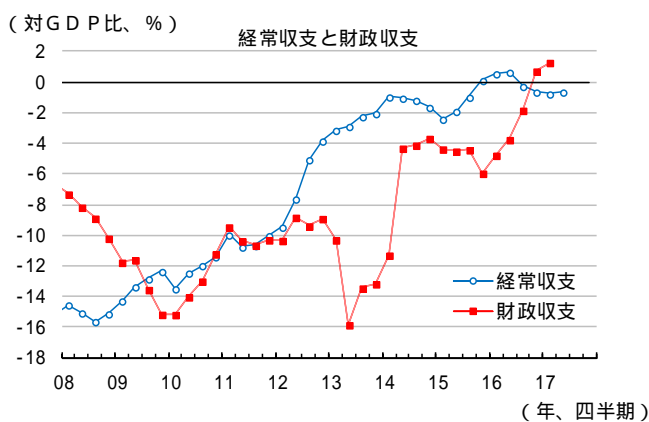
信用不安に端を発した経済危機を受けて、ギリシャは強力な緊縮政策を敢行した。その狙いは、いわゆる双子の赤字（貿易（経常収支）赤字と財政赤字）の解消に努め、資本逃避への耐性を高めることに置かれた。

図表3はギリシャの双子の赤字の推移（4四半期後方移動累積ベース）であるが、経常収支の赤字に関しては12年から改善ピッチが高まり、16年には小幅ながら黒字に転換したことが確認される。足元は再び赤字超過となったが、対GDP比では1%程度の赤字幅であるため、対外面での均衡は維持されていると判断される。

他方で財政収支の赤字に関しては、景気悪化に伴う歳入の減少もあって改善が遅れたものの、14年からそのテンポが強まり、17年には黒字に転じた。最新の財政統計によれば、17年1～8月期の財政収支は12.7億ユーロの赤字となった一方で、利払い費を除いた基礎的財政収支は35.4億ユーロの黒字となった。こうしたことから、財政面での均衡も事実上維持されていると考えられる。

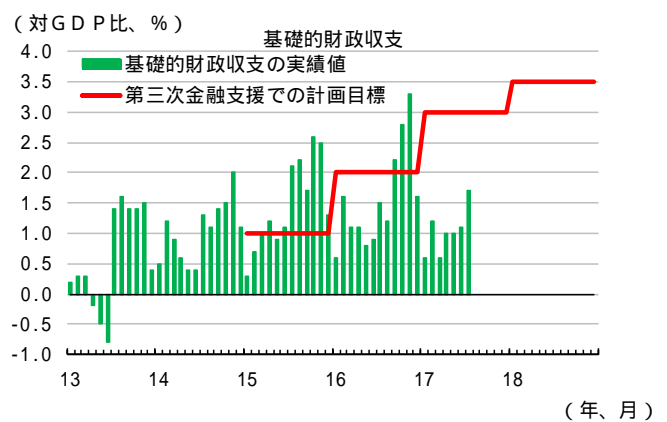
このように、ギリシャの双子の赤字は解消され、資本逃避への耐性もまた強まったと判断される。しかしながら図表4にあるように、基礎的財政収支に関しては改善基調にあるものの、15年に合意した欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）による第三次金融支援で示された計画目標（17年は対GDP比+3.0%、18年は同3.5%）との間には大きな隔たりがある。ゼロ成長が常態化する中で、ギリシャ政府が計画目標を達成できる公算は小さいと言わざるを得ない。

図表3. 塞がったフローベースでの傷口



(注) 4四半期後方移動累積ベース
(出所) ギリシャ国立統計局、ギリシャ中央銀行

図表4. 基礎的財政収支の目標は未達成



(出所) ギリシャ中央銀行

3. ストック面での調整は停滞

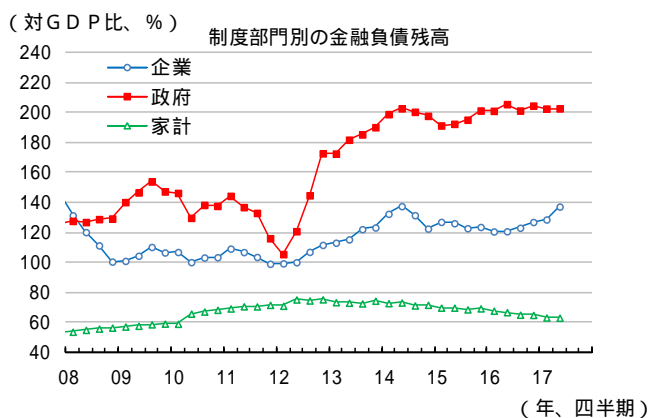
フロー面での調整は一服した反面で、ストック面での調整は、低成長の中で停滞を余儀なくされている。図表5は制度部門別に見た金融負債残高の対GDP比率の推移であるが、一見して政府部門の金融負債が突出していることが分かる。すなわち、政府部門の金融負債残高は、14年以降、GDPの約2倍前後で推移しており、改善の兆しが見られない。基礎的財政収支が均衡する中で政府の債務は増加こそしないものの、ゼロ成長の常態化を受けて削減も進まない状況である。

また企業部門の金融負債残高の対GDP比率は足元で上昇しているが、銀行の不良債権比率（欧州銀行監督局と欧州中央銀行の統一基準）が16年12月時点で45.9%にも達していることなどから、企業部門も過剰債務の状態にあると判断される。政府による支援が見込み難い環境の下で、銀行も大胆な不良債権処理に踏み込めないことが、過剰債務の問題を長期化させていると考えられる。

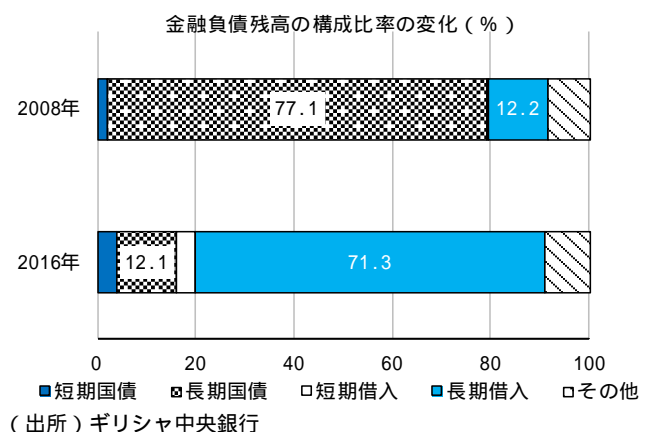
こうした中で家計部門だけが、銀行からの借入の返済に努めて、緩慢ではありながらも金融負債残高の縮小を進めているような状況である。ギリシャ経済は典型的な支払い能力（ソルベンシー）問題に陥っており、経済の実情に比べると明らかに過剰な債務を背負っている。ゼロ成長下での構造調整に限界がある中で、政府部門の金融債務を政策的に軽減し、財政出動の余力を広げていくことこそが、事態の改善が見込まれる唯一の手段と言えよう。

図表6にあるように、これまでの金融支援の結果、ギリシャ政府の金融負債の大部分がEUとIMFからの借入となっている。言い換えれば、当事者間の合意さえ成立すれば、政府の返済負担に対する救済措置が成立する見込みがあるということでもある。

図表5. 突出する政府部門の金融負債



図表6. 借入が中心となった政府の金融負債



4. 最も現実的な支援手段はEUとIMFによる債務リストラ

現在行われている第三次金融支援は18年にも終了する予定であるが、ギリシャ経済の構造調整を進めていくとともに、成長力を高めていくためには、その後も何らかの形でEUとIMFによる金融支援が不可欠となる。

考えられる手段としては、図表7にあるようにまず追加融資があるが、これを受けるとギリシャは緊縮を強化せざるを得なくなる。元々、現政権を率いる急進左派連合(SYRIZA)は「反緊縮」を錦の御旗に掲げて選挙で勝利してきた。ただ足元では支持率低迷が顕著であり、18年中に前倒しで行われる可能性が高い次期総選挙では下野が確実な同党にとって、国民に更なる緊縮を強いる追加融資は受け入れ難い選択である。次々期以降の政権奪取を狙う観点からも、SYRIZAは景気回復と融資卒業をその実績としたいところだろう。他方でEU側も、既に2百億ユーロ近い融資をギリシャに対して行っている中で、追加融資に対する政治的なハードルは高い。

次に元本削減があるが、これはギリシャにとって最良の選択である一方で、ギリシャを支援してきたEU側、特にその中心であるユーログループ(ユーロ圏財務相会合)にとって容易に受け入れ難い選択である。特に次期ドイツ財務相のポストが、財政健全化を党是に掲げるとともに、EU統合深化からも距離を置く自由民主党(FDP)から選出される公算が大きい中では、支援者側の納税者負担を確定させるこのオプションはまず選択されない。そもそもFDPは、13年の総選挙で議席を全て失ったため、実質5年間、国政にも外交にも携わっていない。こうした中、内外でのプレゼンスを高める観点から、FDP出身の新財務相が対ギリシャ支援に関して強硬な立場を採る可能性は十分考えられる。

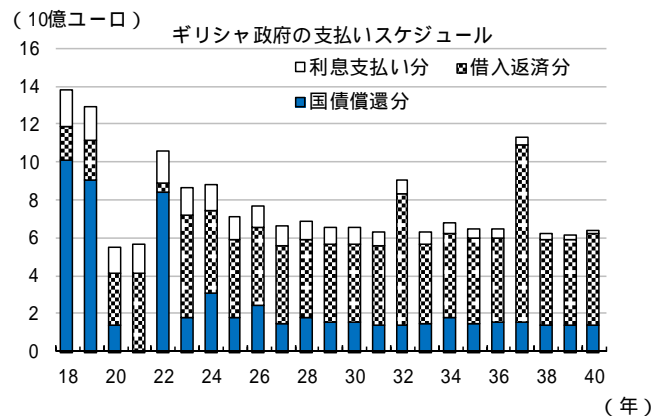
図表7. 現実的な解としての債務再編

ギリシャ次期支援を巡る論点整理

政策オプション	ギリシャ側のスタンス	EU側のスタンス
追加融資	否定的	否定的
元本削減	好意的	否定的
債務リストラ (条件緩和)	中立的	中立的

(出所) 筆者作成

図表8. 23年以降は融資返済が大半



(出所) Bloomberg

最も現実的な支援手段は、利子減免や支払い延期などの債務リストラ（条件緩和）だろう。経済的には、ギリシャ側の負担軽減につながるし、またユーログループ側の最終的な損失の軽減にもつながる可能性が高いオプションである。また政治的にも、ギリシャ側では負担の軽減化を勝ち得るとともに、ユーログループ側でも損失の顕在化が防がれる中で、双方の有権者の反発が緩和される公算は大きい。

ギリシャ政府の支払いスケジュールを図表 8 から確認すると、22年までは国債の大規模な償還を控えているが、それ以降は借入の返済がメインとなる。こうしたことから、債務リストラにより借入の返済負担を軽減することは、ギリシャ経済のソルベンシーを高めていく上で、非常に大きな意味を持つと考えられる。

5 . 望まれる第三次金融支援後の債務リストラ

筆者は17年10月、折しも第三次金融支援の第3回レビューが行われている最中、およそ2年半ぶりにアテネを訪れる機会を得て、中銀、地場銀、シンクタンクのエコノミストらとギリシャ経済に関する意見を交換した。その際、異口同音に強調されたのが、第三次金融支援終了後も何らかの形で金融支援を仰がないと、ようやく落ち着いたギリシャ経済が再び立ち行かなくなるという憂慮であった。自助努力に限界がある中で、ギリシャは国民所得の4割を損失するという多大な犠牲の下で、構造調整に努めてきた。ここで金融支援が断ち切られれば、これまでの構造調整が無駄になるばかりか、ギリシャ経済は不可逆的なダメージを負いかねない。ギリシャにとって、第三次金融支援後も新たな金融支援が必要不可欠と言わざるを得ないのである。

反面で、EU側にとっても、ギリシャ問題を蒸し返すことは得策とは言えない。カタルーニャ独立騒動に揺れるスペイン自治問題や、18年5月までに総選挙を控えるイタリア国政問題、19年3月までを期限とする英国のEU離脱問題などを抱える中で、ギリシャ問題の再燃は欧州各国における反EUの機運を刺激しかねない。こうしたことから、ギリシャ問題はテールリスク化し、基本的には第三次金融支援後も債務リストラを中心とする何らかの金融支援の実施で合意に達する見通しである。

もっとも、ギリシャ国内で次期総選挙を睨んだ攻防が活発化する一方、ユーログループ内でもドイツの新財務相を中心に政治的な駆け引きが激しさを増す可能性がある中では、ギリシャ問題が再び蒸し返されないとも限らない。そもそもギリシャ問題はその節目ごとに混乱が生じ、金融市場に緊張感をもたらしてきた経緯がある。最終的には合意に至るとしても、その間の不確実性が周辺国の反EU運動に影

響を与えないか、金融市場の不安定につながらないか、当面注視する必要があると言えよう。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。