

2023年10月4日

**経済レポート**

# なぜギリシャは債務圧縮に成功したのか

## ～高インフレと高成長で財政再建を実現

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- ギリシャでは、2023年上期の公的債務残高の対名目 GDP 比率がピーク時である2020年から2割近く圧縮したように、公的債務の圧縮が進んでいる。何より高インフレが名目 GDP を増幅させ、公的債務の圧縮につながった。その高インフレは、化石燃料の価格の高騰に起因する輸出デフレーターの上昇にけん引された。
- 同時にギリシャは、他の重債務国のみならず、ユーロ圏全体を上回る高成長を実現しており、そのことも公的債務の圧縮に貢献した。中国による資本投下に加えて、構造改革の一環として投資環境整備に努めたことが外国からの投資流入の増加につながり、経済の高成長につながった。
- インフレメリットや改革ボーナスが公的債務の圧縮につながったことに加えて、そもそもギリシャが緊縮財政を継続し、債務そのものの増加を抑制したことも、公的債務の圧縮につながっている。また、ギリシャ政府は対外債務の早期返済にも努めている。
- このようにギリシャは公的債務の圧縮を進めているが、一方でギリシャの実質 GDP は、ピーク時に比べると依然として3割近く少ないままである。EU がもっとギリシャに対して寛大な支援アプローチを取っていれば、ギリシャがここまで経済を縮小させるような財政緊縮を取らずに済んだ可能性が高い。
- 外部の経済環境の変化を受けて、ギリシャの公的債務の圧縮テンポは今後鈍化していくと予想される。それでも、健全財政路線を堅持することで、ギリシャは今後も着実に公的債務を圧縮させていくと期待される。

## 1. 債務圧縮が進むギリシャ

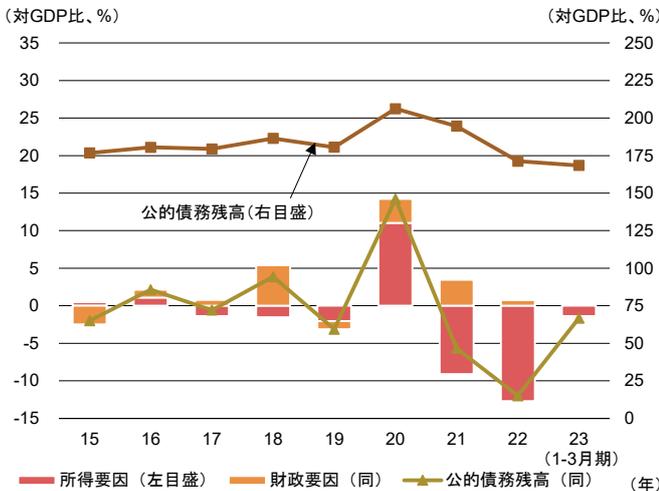
ギリシャで公的債務の圧縮が進んでいる。公的債務残高の対名目 GDP(国内総生産)比率は、2023年上期時点で168.4%と、ピーク時である2020年の同206.3%から2割近く圧縮された(図表1)。この過程を、分子である「公的債務残高の増減」(財政要因)による寄与と、分母である「名目 GDP の増減」(所得要因)による寄与に分けて分析すると、この間の公的債務の圧縮は主に「所得要因」(つまり名目 GDP の増加)によるものだったことが確認できる。

2020年にギリシャの公的債務は膨張したが、これはコロナショックに伴うものである。特筆すべきは、その後すぐに公的債務は圧縮に転じ、2022年にはコロナショック前の2019年よりも公的債務残高の水準自体が低くなっていることである。かつて GIPS(あるいは PIGS)と呼ばれたヨーロッパの他の重債務国と比較しても、2019年から2022年にかけての公的債務の圧縮度合いは、ギリシャが突出している(図表2)。この間、公的債務が圧縮されたのはポルトガルとギリシャだけだが、ポルトガルの圧縮幅が▲2.7%ポイントにとどまった一方で、ギリシャの圧縮幅は実に▲9.3%に上った。

この間の公的債務の変化を、名目 GDP の増減をさらに「実質 GDP の増減」(成長要因)と「GDP 価格指数(GDP デフレーター)の増減」(価格要因)とに要因を分解して分析すると、いずれの国でも「価格要因」(つまり高インフレ)が公的債務を圧縮させる方向に働いているが、うちギリシャはそれが顕著であることが分かる。2022年、ヨーロッパはロシア発のエネルギーショックに伴う高インフレに見舞われたが、ギリシャはその高インフレに伴うメリットを最も享受した経済といえるだろう。

加えて、成長要因も▲7.8%ポイントと次点のポルトガル(▲3.6%ポイント)の倍以上、公的債務の圧縮に貢献していることは注目に値する。このことは、ギリシャ経済の成長力が高まっていることを意味する。以下、本レポートでは、ギリシャの公的債務圧縮プロセスを概観する。

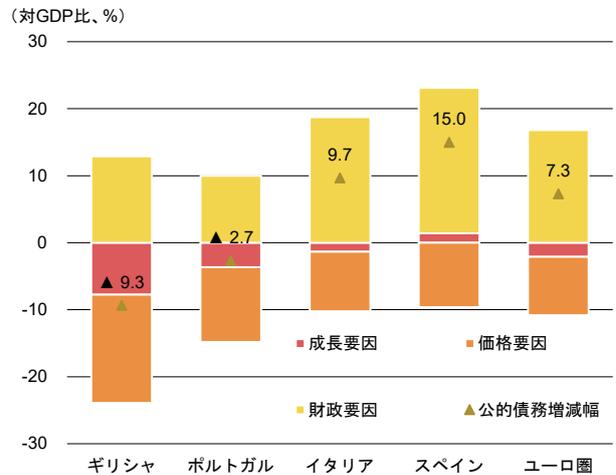
図表1. ギリシャの公的債務残高の推移



(注) 所得要因は名目 GDP の増減の、財政要因は公的債務残高の増減の寄与を意味する。

(出所) ギリシャ財務省、ギリシャ統計局

図表2. 債務圧縮の要因分解 (2019年/2022年)



(注) 成長要因は実質 GDP の増減の、価格要因は GDP 価格指数の増減の、財政要因は公的債務残高の増減の寄与を意味する。

(出所) ユロスタット

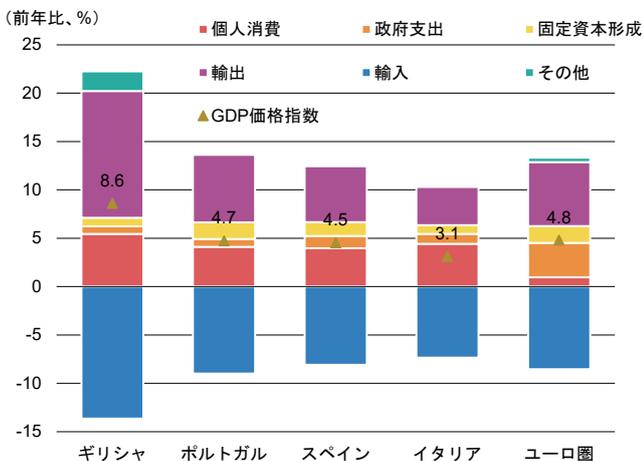
## 2. 輸出価格の上昇が高インフレをけん引

前述のとおり、ギリシャが公的債務を圧縮させるうえで最大の推進力となったのは、高インフレであった。その高インフレは、基本的にロシア発のエネルギーショックを受けたものだったが、それではなぜ、ギリシャはその高インフレのメリットを他の重債務国よりも謳歌することができたのだろうか。

図表3は、2022年のGDP価格指数(GDPデフレーター)の前年比を需要項目別に寄与度分解し、GIPS諸国の間で比較したものである。これによると、高インフレの最大のけん引役は、輸出デフレーターの上昇にあったことが分かる(図表3)。輸出デフレーターが急上昇した理由は、原油価格の高騰にある。ギリシャは石油の再輸出(輸入した原油を製油して輸出する)比率が高い(2021年時点で輸入額の63.5%)ため、原油価格の上昇が輸出デフレーターの上昇につながりやすい。実際に、2022年の輸出価格(通関統計ベース)の前年比(39.2%上昇)に対する「化石燃料(HSコード第27類: 鉱物性燃料及び鉱物油並びにこれらの蒸留物、歴青物質並びに鉱物性ろう)」の押し上げ寄与は30.5%ポイントにも達した(図表4)。

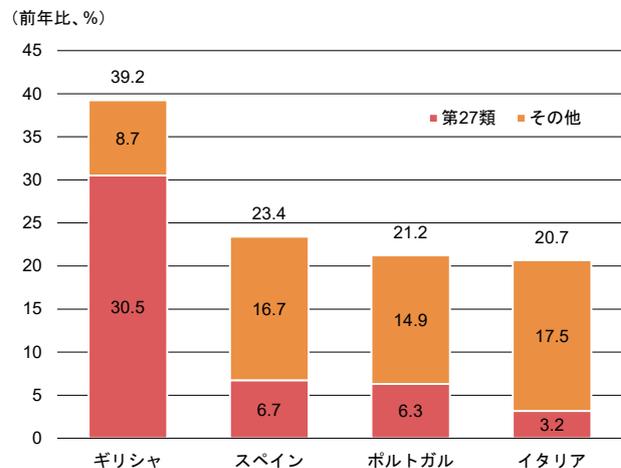
一方、化石燃料の価格高騰は、GDPデフレーターに対する輸入デフレーター的大幅な押し下げ寄与にも反映されている。輸入はGDPの控除項目であるため、輸入デフレーターの上昇はGDPデフレーターを押し下げるためである。したがって見かけ上は、輸出価格による押し上げは輸入価格による押し下げにより相殺される。とはいえ、最大手のギリシャ石油(ELPE)の調整後純利益が前年から7倍以上も多い10億60万ユーロとなるなど、エネルギー産業の業績は2022年に急改善しており、それに伴い同産業が生み出す付加価値も急増している。加えて、エネルギー産業の活況が海運業など関連産業に波及し、さらなる付加価値を生むという好循環が生まれ、個人消費など内需関連のデフレーターの上昇につながったと考えられる。地中海沖で横行した「瀬取り」行為もギリシャ経済の追い風になったはずである。こうしたことから、ロシア発のエネルギーショックは、ギリシャのGDPデフレーターを大きく上昇させ、公的債務の圧縮に貢献したと評価される。

図表3. GDP価格指数の要因分解(2022年)



(注) 実質GDPと名目GDPの成長率に対する寄与度の差分  
(出所) ユーロスタット

図表4. 輸出価格の要因分解(2022年)



(注) 輸出金額と輸出数量(100kg換算)の変化率に対する寄与度の差分  
(出所) ユーロスタット

### 3. 投資流入が経済成長の源泉に

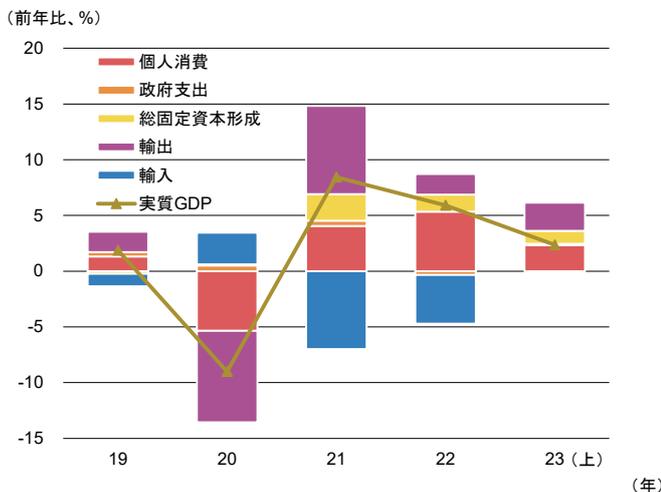
公的債務を圧縮させた最大の推進力は、ロシア発のエネルギーショックに伴う高インフレだった。加えてギリシャは、他の GIPS 諸国のみならず、ユーロ圏全体を上回る高成長を実現しており、それもまた公的債務の圧縮に貢献している。

ここで、2019年から2023年上期までのギリシャの実質 GDP 成長率の推移を需要項目別に要因分解してみると、総固定資本形成(投資)の寄与度が徐々に存在感を高めていることが分かる(図表5)。さらに総固定資本形成の内訳を確認すると、特に2021年と2022年に設備投資が急増し、総固定資本形成の増勢をけん引していることが確認できる(図表6)。詳細は不明だが、2021年の設備投資の急増は「その他機械・武器投資」に、また2022年の増加は「その他機械・武器投資」に加えて「輸送機器投資」によるところが大きい。

こうした設備投資の堅調を支えている要因は、外国からの直接投資(FDI)の流入にあると考えられる。ギリシャの対内直接投資は2016年頃から増加し、2020年頃まで名目 GDP の2%近い水準で安定して推移してきた(図表7)。その後、対内直接投資は、設備投資が堅調となる2021年と2022年の間に名目 GDP の3%を超える水準まで急増している。なお2015年から2022年までの対内直接投資の累計額を産業別に確認すると、不動産(32.9%)を筆頭に、金融・保険業(21.4%)、運輸・流通(10.8%)といったサービス業への投資流入が盛んだったことが分かる。

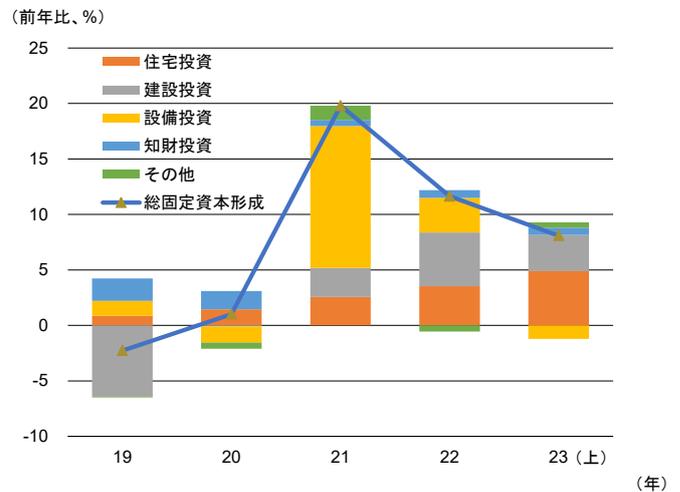
ギリシャの対内直接投資が急増した第一の理由は、中国による投資、とりわけ COSCO(中国遠洋海運集団)によるギリシャ最大の港湾ピレウス港の運営会社(PPA)に対する出資にある。これは2016年に、当時のアレクシス・ツィプラス政権(2015-2019年)が、EU から公的債務の圧縮を義務付けられたことを受けて決定したものだが、その後も COSCO は、2021年に PPA に対して追加出資を行うなど投資を続けている。

図表5. ギリシャの実質 GDP



(出所)ギリシャ統計局

図表6. 総固定資本形成の要因分解



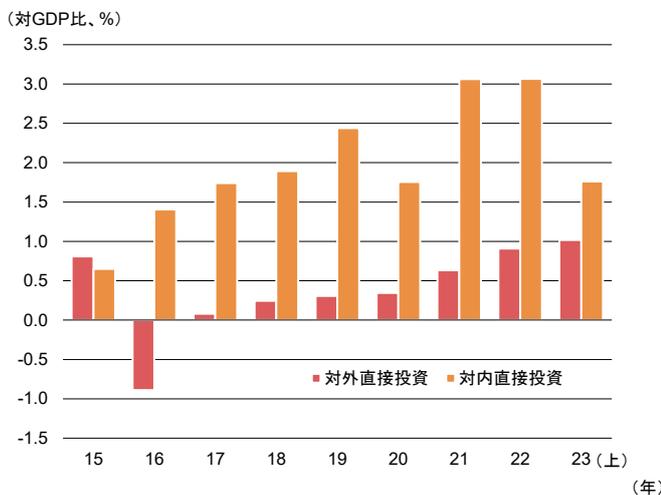
(注)設備投資は「輸送機器」「情報通信機器」「その他機械・武器」の合計  
(出所)ギリシャ統計局

ツィプラス前首相は、政権末期の2019年4月に開催された「中国・中東欧国家合作」(中国が中東欧諸国との間で、経済関係を深めるために設立した国際的なプラットフォーム)に参加するなど、中国との関係深化に努めた。ツィプラス前首相に代わったキリアコス・ミツォタキス首相(2019年・現在)もこの路線を引き継ぎ、中国の習近平国家主席に対してトップセールスを行っている。こうしたことが、COSCOによるPPAに対する追加出資やピレウス港開発につながっている。ピレウス港に関しては、中国が約束した投資を実施していないというギリシャ側からの批判がある。しかし前田(2023)によれば、COSCOによる買収後にPPAの経営がかなり改善しており、中国による投資はギリシャ経済の効率化に資している模様である。

第二の理由として、ミツォタキス首相が、構造改革の一環として投資環境整備に努めたことがある。例えばギリシャ政府は、ビジネス環境整備の一環として、2021年に法人税を24%から22%に引き下げたり、予定納税の税率を引き下げたりするなど減税を進めている。こうした取り組みを好感し、欧米の投資家対ギリシャ投資を増やすようになったのである。実際に、2022年の対内直接投資は、前年に続いて名目GDPの3%に達する高水準を維持したが、これは米国の金融大手であるJPモルガン・チェースが、ギリシャの電子決済大手であるViva Walletの株式48.5%を8億2,000万ユーロで買収した結果である。

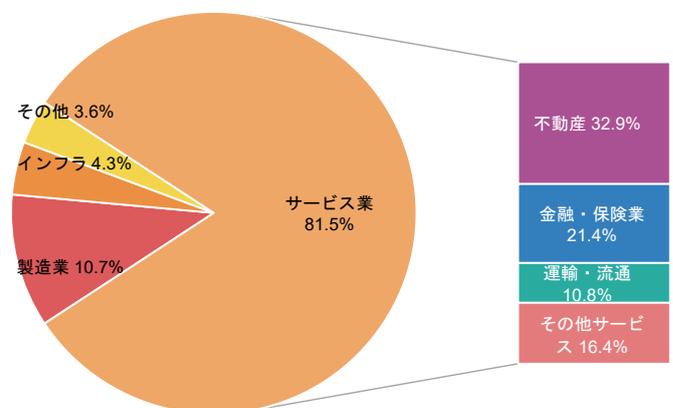
それ以外にも、EU復興基金(コロナショック後の景気回復を後押しするために設けられたEUの特別予算)からグリーン化やデジタル化を促すための投資支援が行われていることが、ギリシャの設備投資や、その他の固定資産投資を押し上げる方向に働いている。ギリシャはEU復興基金より2027年までに合計で311.6億ユーロの支援を受ける予定だが、ギリシャ政府のサイトによれば、2023年1月の第二回の支払いまでに、すでに110.8億ユーロを受け取っている。

図表7. ギリシャの直接投資



(出所)ギリシャ中銀、ギリシャ統計局

図表8. 対内直接投資の産業別内訳(2015-2019年)


 (注)受取額の累計  
 (出所)ギリシャ中銀

#### 4. 緊縮財政から「小さな政府」路線に

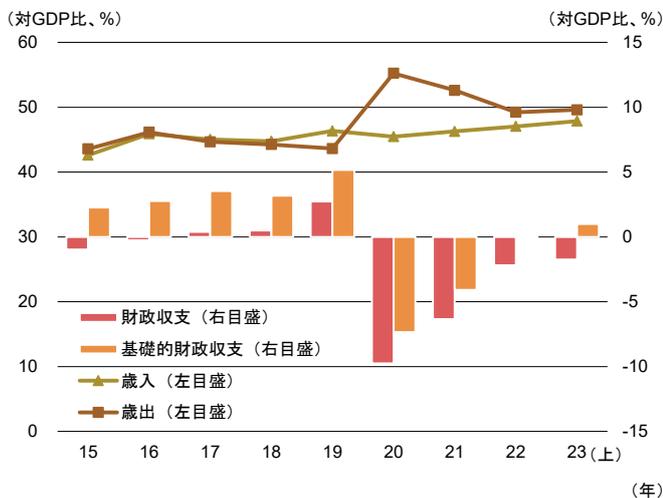
インフレメリットや改革ボーナスに加えて、そもそもギリシャが緊縮財政を継続し、公的債務残高そのものの増加を抑制したことも、公的債務残高の対 GDP 比率の低下につながっている。

ギリシャは EU と国際通貨基金 (IMF) から、都合3度にわたって金融支援を受けた。その対価として、ギリシャの財政運営は EU による厳しい監視の下に入り、ギリシャは緊縮財政を余儀なくされた。その結果、ギリシャは2017年から2019年まで財政黒字を実現し、さらに利払い費を除いた基礎的財政収支に関しては、一貫して黒字を維持した (図表9)。コロナショックのため2020年の財政収支は大幅な赤字に転じたが、直ぐに赤字は圧縮され、2022年の財政赤字幅は対 GDP 比2.2%と EU が定める目標水準 (3%) を下回るまで改善した。

さらに、高インフレによる税収増 (いわゆるインフレ課税) に加えて、行財政改革の進展による税収増も、財政赤字の削減につながっている。第三次金融支援 (2015-18年) の下、当時のツイプラス政権は、年金支給額の減額や増税、国有資産の売却や国有企業の民営化、デジタル化による行政効率の改善といった行財政改革を実施した。この流れを引き継いだミツオタキス政権は、さらに法人減税に努めるなど「小さな政府」を目指す方針を鮮明にした。こうしたことが経済成長の底上げにつながり、税収増を生んだ模様である。

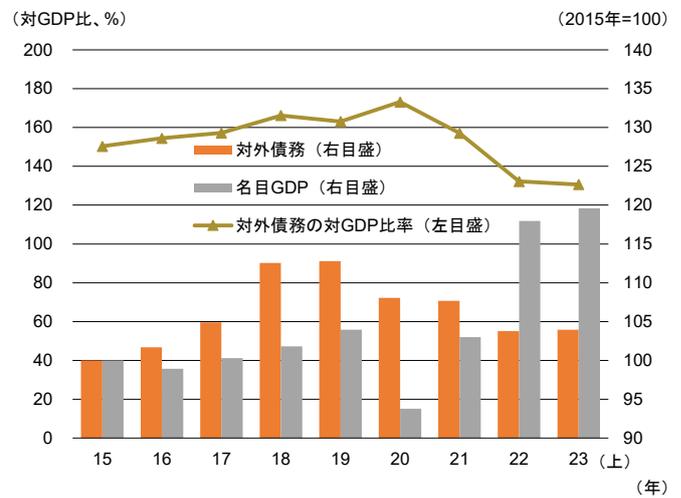
そして、ギリシャ政府が抱える対外債務の残高も、第三次金融支援が終了した直後の2019年をピークに、着実に減少している (図表10)。これはギリシャ政府が、2022年4月に IMF から借り入れた総額201億ユーロの債務の返済を完了するなど、対外債務の早期返済に努めた結果である。そして高インフレと高成長に伴う名目 GDP の急増もあり、ギリシャ政府の対外債務の対 GDP 比率は、ピーク時である2020年の173.1%から2023年上期には130.6%と40%ポイント以上も圧縮が進んだ。

図表9. ギリシャの財政収支



(出所)ギリシャ財務省、ギリシャ統計局

図表10. ギリシャの対外債務



(出所)ギリシャ中銀、ギリシャ統計局

## 5. 改めて問われるべき EU の支援戦略の妥当性

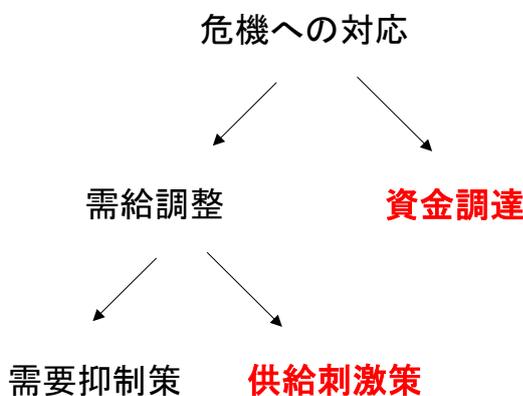
ギリシャ政府の債務危機が長期化した理由は、その性格が支払能力危機(返済能力以上の債務を抱えてしまっており、一時的な返済猶予を施しても事態が解決しない状態)的であったにもかかわらず、EU が流動性危機(そもそもの返済能力は高いものの、何らかの一時的な理由によって債務の支払いが滞る状態)の対応策(つまり緊縮財政)をギリシャに対して適用したことにあったと考えられる(土田, 2015)。

一般的に、国際収支危機など、供給が腰折れするかたちで生じる経済危機に際しては、需給調整と資金調達(国際金融機関などからによる金融支援)が基本的な対応策となる(図表11)。需給調整に際しては、需要超過であるため需要を抑制するか、ないしは供給を刺激することが考えられる。しかし供給を短期で増やすことは困難であり、成功するにしても中長期の時間を要するため、一般的には需要を抑制する政策、つまり緊縮財政や金融引き締めが実施されがちである。

経済危機の性格が流動性危機であるなら、その経済は緊縮に耐えるだけの体力を有していることになる。しかし経済危機の性格が支払能力危機であるなら、その経済は緊縮に耐えるだけの体力を有していないことになる。したがって、支払能力危機に陥った経済に対しては、迅速かつ大胆な金融支援を実施する必要がある。そうしなければ、その経済は瀕死の状態に陥るため、経済規模が大きく縮小してしまうことになる。

にもかかわらず、EU(特にドイツ)はギリシャに対する金融支援に躊躇し、自助努力を促す観点からギリシャに対して大胆な緊縮財政を要求した。また欧州中銀(ECB)も、ギリシャ国債を時限的に手厚く購入するといった積極的な支援を行わなかった。仮にそうした積極的な支援策を EU と ECB が行っていたなら、構造調整に伴うギリシャ経済への圧迫が軽減され、所得や雇用が大幅に失われる事態は回避できたであろう。

図表11. 経済危機への基本的な処方箋



(出所)国宗(2009)図1を基に筆者作成

図表12. 実質 GDP の推移



(出所)ユーロスタット

(年)

確かに、EU の指導の下で進めた緊縮財政や構造改革が、ギリシャ経済の成長力(つまり実質 GDP 成長率)を高めた側面は大きいように見受けられる。とはいえ、ギリシャの実質 GDP は、ピーク時に比べると依然として3割近く少ないままである(図表12)。ギリシャの債務危機は、EU およびユーロ圏が抱え続けてきた制度的不備、具体的には財政制度の不統一の虚を、市場が突いた現象であった。その意味で、ギリシャの債務危機の責任をギリシャだけに帰するような EU の態度は無責任であり、EU はもっとギリシャに対して寛大な支援アプローチを取るべきだったと考えられる。そして、EU がそうしたアプローチで実際に臨んでいれば、ギリシャの経済規模がここまで縮小するような事態にはならなかっただろう。

それに、ギリシャが公的債務を圧縮させるうえで、ロシア発のエネルギーショックに伴う高インフレが最大の推進力になったわけだが、それはあくまで偶発的に生じた出来事に過ぎない。仮にロシア発のエネルギーショックが起きず、またギリシャが石油製品の再輸出に長けた経済構造をしていなければ、この短期間でギリシャの公的債務が急速に圧縮されることはなかったはずである。

以上の点に鑑みれば、EU のギリシャの債務危機に対する支援戦略の在り方が本当に妥当だったかどうかは、極めて疑わしい。ギリシャ経済がこの10年間に失った所得や雇用の問題を考慮すると、やはり EU はもっと積極的にギリシャを支援すべきだったといえよう。

なお、ギリシャの債務危機が注目された2010年代前半には、危機対応策としてギリシャがユーロ圏から脱退し、独自通貨を再導入すべきだという意見が少なからず聞かれた。いわゆる「グレグジット(Grexit)」であるが、それもまた非現実的な戦略シナリオだったといわざるをえない。そもそも独自通貨を導入したところで、変動相場制度を採用しなければ、金融緩和は不可能だった。しかし、新通貨の導入に伴って変動相場制度を採用していたら、相場に強い下落圧力がかかり、ギリシャ経済は一段の縮小を余儀なくされたはずである。そうした強いショックに、支払能力問題を抱えていた当時のギリシャの経済が、そして社会が耐えることができたかどうかは、極めて疑わしい。

## 6. 債務圧縮のテンポは鈍化する見通し

6月に再選を果たしたミツオタキス首相は、引き続き構造改革路線を進めることを公約に掲げている。構造改革路線は、ギリシャ経済の潜在成長力を高め、ギリシャの債務圧縮を促す方向に働くだろう。同時に、ミツオタキス首相は、健全財政路線を堅持する方針を示している。このこともまた、ギリシャの債務圧縮につながるとともに、長期金利の安定を通じて経済成長を促すと期待される。

とはいえ、今後の債務圧縮のテンポは鈍化すると予想される。何より、ヨーロッパのスタグフレーションがドイツを中心に長期化することが、外需面からギリシャ景気を下押しするだろう。また、一段の原油高などさらなるエネルギーショックが生じたとしても、ヨーロッパ域内でエネルギー供給の再構築が進んでいるため、2022年のような強いインフレ圧力につながるとは考えにくい。それでも、健全財政路線を堅持することで、ギリシャは今後も着実に債務を圧縮させていくことになるだろう。

日本もまた、公的債務の圧縮が長年の課題である。日本の場合、ギリシャと異なり、独自の通貨を持ち、金融政策の裁量も有している。言い換えれば、債務削減に伴って生じる調整圧力を、金融緩和で和らげることができる状態であった。しかし2010年代以降、日本は構造改革を怠る一方、金融緩和を強化し続けただけだった。病巣を取り除く根治療法に取り組まない一方で痛みを緩和する対処療法に終始したとも表現できる。その結果が、実効ベースで見た歴史的な円安につながっているのではないか。

### 参考文献

国宗浩三編（2009）『岐路に立つ IMF』 アジア経済研究所研究双書 567

土田陽介（2015）「なぜギリシャ危機は終息しないのか」三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング『調査レポート』（2015年6月19日付）。

前田篤穂（2023）「EU 港湾と一帯一路構想の実像～ギリシャ・ピレウス港の事例考察」中曽根平和研究所『NPI Research Note』（2023年3月付）。

Hellenic Republic（2023）*National Reform Programme 2023*.

### － ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとさ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さまの決定、行為、およ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、お客さま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。

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

（お問い合わせ）調査部 E-mail: [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) 担当：土田 TEL: 03-6733-1628