

2015年8月12日 全6頁

ギリシャ救済は喜劇か悲劇か？

第3次支援プログラムが大筋合意 ギリシャ情勢の今後の見通し

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 52

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 2015年8月11日、欧州委員会の報道官は記者会見の場で、ギリシャへの金融支援（第3次支援プログラム）を巡る交渉がギリシャと債権団側にて大筋で合意したことを発表した。最終的には8月13日までにギリシャ議会の承認を経て、8月14日の臨時のユーロ圏財務相会合にて支援が正式合意する見込みである。
- 大筋合意に先立ち、7月16日に欧州委員会は、第3次支援プログラム開始までのつなぎ融資として、ギリシャへの最大71.6億ユーロとなる短期金融支援を欧州金融安定メカニズム（EFSM）から拠出している。ただし、EFSMをつなぎ融資で利用することに対し、英国を中心とする非ユーロ圏から強固な反対意見が根強い。
- トロイカの一角を占めるIMFは、債務減免の主張が通らなければ最終的に第3次支援プログラムからは外れる意向をちらつかせていた。IMFのラガルド専務理事は、ギリシャへの債務減免を再三求めており、合理的な債務再編が行われる場合にのみ同プログラムに参加すると明言していたため、最終的にどのような融資条件で合意されたかが注目される。
- 確かに、現時点でのギリシャの財政状況を見ると、多額の融資を再度実行しても債務返済が順調に実施できる可能性は限りなくゼロに近い。そもそもギリシャはユーロ導入以降、高止まりする物価や改善されない生産性により輸出競争力が低下、経常収支の赤字基調は継続し政府債務残高は高止まりしている。ギリシャ経済にドイツ経済と同じ生産性の向上を求めることは不可能であり、物価や賃金が下方硬直的な状態のままの無理な緊縮策はいずれ何処かで行き詰まることを予見させる。既にユーロ離脱のタイミングを逸したギリシャが、単なる債務返済を行うだけの国として存在することにならぬよう願うばかりである。

ギリシャ危機の後始末

2015年8月11日、欧州委員会の報道官は記者会見の場で、ギリシャへの金融支援（第3次支援プログラム）を巡る交渉がギリシャと債権団側にて大筋で合意したことを発表した¹。最終的には8月13日までにギリシャ議会の承認を経て、8月14日の臨時のユーロ圏財務相会合にて支援が正式合意する見込みである。

ただし、欧州委員会は、未だいくつかの問題が残っていることを理由に、（政治的な決定まで）融資条件などの詳細は発表を控えているとしている。一方、ギリシャ政府高官の話を用いた同日の報道によると、金融支援の総額は850億ユーロに達し、プライマリーバランスの目標は、2015年対GDP比 -0.25% 、2016年同 $+0.5\%$ 、2017年同 $+1.75\%$ 、2018年同 $+3.5\%$ ²で合意されたことが明らかにされている。またギリシャ側は、850億ユーロのうち第1回分の融資として、8月20日のECBへの32億ユーロの償還、ギリシャの銀行への100億ユーロの資本増強などを合わせた240億ユーロを要求することも示したとされる。

ギリシャのツァカロトス財務相は、記者団への会見の中で、現時点では2~3の問題を残しているが、（8月20日の）ECBへの返済の前に第3次支援プログラムの最終合意に至る自信を示している。ただし、今回の金融支援を受けギリシャはユーロ圏離脱を免れたものの、同プログラムの実施により今後の経済財政運用は債権団の監視下に置かれ、経済保護領同然の扱いを受けることは確実となる。

英国側の反対と BREXIT への警戒

大筋合意に先立ち、7月16日に欧州委員会は、第3次支援プログラム開始までのつなぎ融資として、ギリシャへの最大71.6億ユーロとなる短期金融支援を欧州金融安定メカニズム（EFSM）から拠出している³。EFSMは2010年5月のギリシャ危機の際に、欧州金融安定基金（EFSF）と共に創設されたEUの金融安定化を目的とした枠組みである。

ただし、EFSMをつなぎ融資で利用することに対しては、英国を中心に非ユーロ圏からは強固な反対意見が根強い⁴。「ユーロ圏諸国の救済には（EFSFが存在するため）EFSMは利用されない」という、EU首脳会合の席での合意形成があるにも関わらず利用されることへの不満が噴出した。EUは非ユーロ圏諸国の懸念を理解した上での苦渋の選択を行ったとされている。ただ、英国やデンマーク、スウェーデンは反対の意を示していたが、融資条件が否定されるほどの反対票は集まらず結果的に利用阻止とまでは至っていない⁵。

EUとの新たな関係性を模索する英国では、参加していない通貨同盟ユーロへ、あえて融資を

1 7月13日、31時間におよぶ協議の結果、ユーロ圏首脳は第3次ギリシャ金融支援に関する合意にたどり着いていた。しかし厳密には、第3次支援プログラムの交渉を開始することを合意したに過ぎなかった。

2 当初は、2015年対GDP比 $+1.0\%$ 、2016年同 $+2.0\%$ 、2017年同 $+3.0\%$ 、2018年以降は $+3.5\%$ を目標としていた。

3 同融資の期限は最大3か月であり、ギリシャは欧州安定化メカニズム（ESM）によるギリシャの金融支援策（第3次支援プログラム）が開始されるまで、ECBへの35億ユーロの返済だけでなく、延滞となっていたIMFへの返済も実行可能となった。

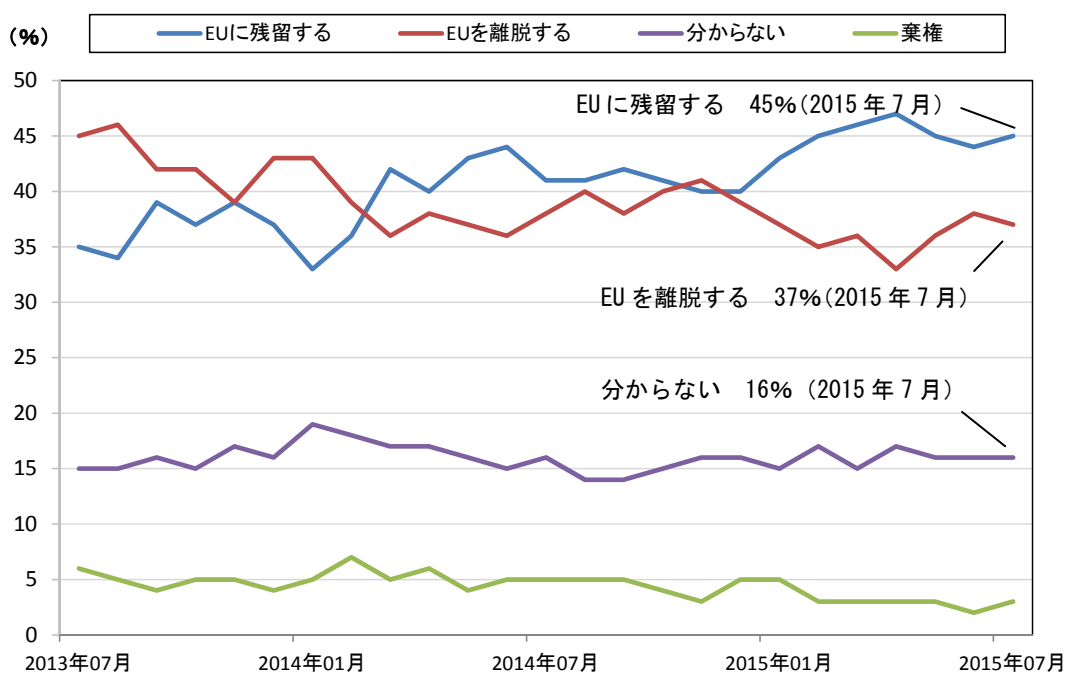
4 ここでは、二国間融資の可能性も検討されたが、EFSMの利用が政治・経済的な最適なオプションとして選択されている。

5 EU各国の人口に応じて割り振られた投票権のうち約74%の賛成が必要となる。

行うことへの嫌悪感は根強い。オズボーン財務相はEFSMの利用を「超えてはならない一線」と発言し、改めてユーロ圏の救済に英国納税者の金が使われることへの不快感を示した。さらにオズボーン財務相は7月28日にはメディアの取材に対し、英国とEUとの関係は「自由貿易を行う単一市場」という概念に戻るべきと発言している。ユーロ圏は経済危機への対処として統合の深化を余儀なくされているが、英国にとってはEUから距離を置き、加盟についての条件を再交渉する機会としている。既に保守党の単独過半数勝利によりキャメロン首相が再選され、公約であったEU離脱を問う国民投票の実施が決定しているだけに、EUとの関係性について交渉を続ける英国にとって、さらなる離脱支持者を後押しする事案ともされる。英国国民からの反対の声を無視し、半ば強引に融資が実行されたことでEUへのさらなる不信感が生じたことには違いない。

英国政府はEU離脱を問う国民投票に関して、2017年末までの実施を公約している。ただし、英国上院のEU委員会は、政府がEUとの交渉を2016年の早い段階までに終了し、2016年秋には国民投票を行うとの見解を示した。国民や金融市場、産業界などへの不透明感を最小限にとどめるためにも、前倒しの国民投票の実施を支持すると発表しており、2016年6月実施との報道もある。直近の世論調査ではEU残留希望が45%、離脱は37%となりギリシャ債務危機や英仏海峡トンネルで英国と結ばれる仏カレーでの難民問題などにもかかわらず、EU残留世論がリードするようになる。ただし、世代別の内訳では、18歳から24歳の若年層の残留希望が6割近くになる反面、65歳以上の高齢層の半数近くが離脱を希望するなど対照的な結果が目立つ。投票率の高い高齢者の多くが独立反対に回っていたスコットランド独立の国民投票の時とは状況が異なり、予断を許す状況ではないことが窺える。

図表1 EU離脱に対する世論調査



(出所) YouGov より大和総研作成

IMF と欧州債権団との温度差

またトロイカの一角を占める IMF は、債務減免の主張が通らなければ第 3 次支援プログラムからは外れる意向をちらつかせていた。IMF のラガルド専務理事は、ギリシャへの債務減免を再三求めており、合理的な債務再編が行われる場合にのみ同プログラムに参加すると明言していたため、最終的にどのような融資条件で合意されたかが注目される。

特に 7 月に英紙ガーディアン、フィナンシャル・タイムズのリーク記事が引き金となり急遽発表された IMF の報告書は、ギリシャ債務問題の解決を根底から覆す衝撃的な内容であった。中でも 7 月 14 日に出された IMF の報告書は、第 3 次支援プログラムの内容を厳しく非難している。すなわち EU 諸国は、ギリシャの（新規融資を含めた）債務に対し 30 年の返済・猶予期間を延長すべきとし、それがなければ既存の融資に対し大幅なヘアカットが必要になると指摘している。また、今後 2018 年末までにギリシャ政府債務残高は GDP 比で 200% にまで達するとし、改革案を受け入れた場合に試算されている経済成長予測は非現実的と一刀両断している。ドイツが債務減免をリスボン条約違反として明確に否定する一方、IMF は債務減免だけでは不十分として、ギリシャ政府予算への毎年の財政移転の必要性にまで言及している。このように IMF と欧州債権団（EU、ECB）との意見の断絶は決定的であるかのように見え、ユーロ圏諸国が譲歩しない限り、IMF が第 3 次支援プログラムには参加できない立場を明確にしていた⁶。確かに同プログラムの実施はギリシャへのさらなる債務によるレバレッジが掛かることは否めない⁷。EU 首脳は債務減免でなく既存緊急融資の償還期限延長を主張するものの、IMF は過去の債務の全面的な償還期限延長までを主張していたため、合意以降も意見が収束する気配は乏しい。

第 3 次支援プログラムを受けさらに債務返済は困難に

現時点でのギリシャの財政状況を見ると、多額の融資を再度実行しても債務返済が順調に実施される可能性は限りなくゼロに近い。そもそもギリシャはユーロ導入以降、高止まりする物価や改善されない生産性により輸出競争力が低下、経常収支の赤字基調は継続し、政府債務残高も高止まりしている。近年、経常黒字に転じ、財政収支も多少回復しているものの政府債務残高を減少させるには至らず、構造改革のみに債務返済の巡航速度向上を頼ることとなる。また、現時点で債権団側から求められた構造改革の効果があるかは疑問も多い。今回、新しい緊縮策と同時に掲げられた医薬品の小売販売や、商店の日曜営業を解禁したところで、どこまで税収が伸びるかは疑問といえる。これまで急進左派連合政権が提示した改革案からも、今後、革新的な案を打ち出すことを期待する方が難しい。財政余力の無い今のギリシャにはドラクマに回帰し、通貨調整する形で近隣窮乏化政策を選択するしか復活する道はなかったようにすら思える。

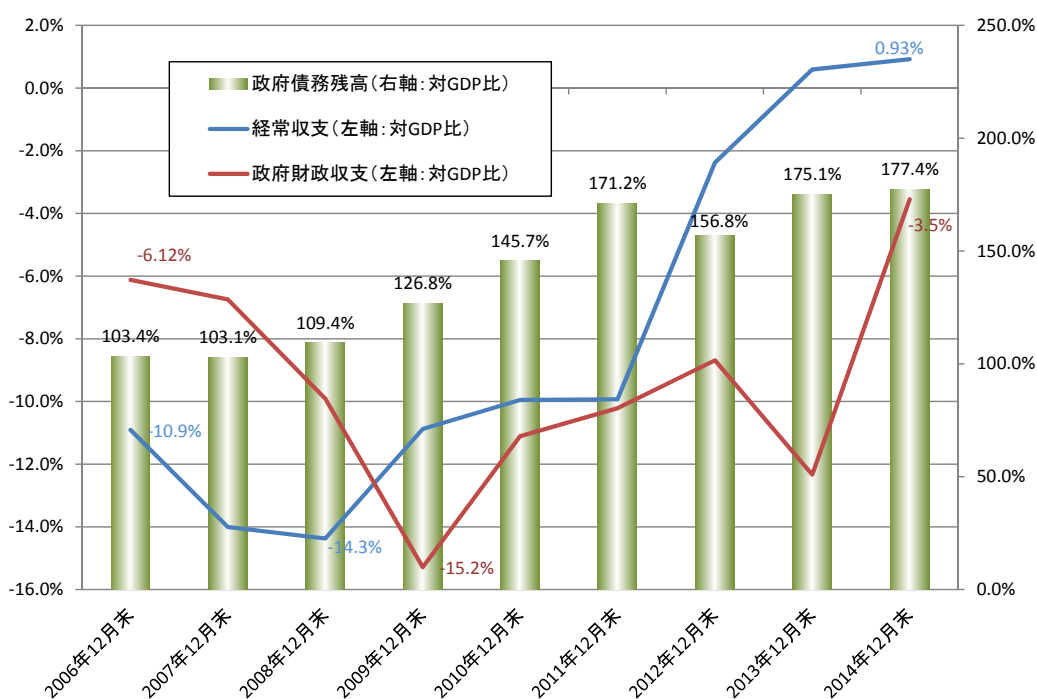
また、第 3 次支援プログラムの中でギリシャ側に求めた条件で最も懸念される部分は、財政

6 850 億ユーロの支援分のうち、ESM の負担は 400 億～500 億ユーロ、IMF は未払いとなっている基金の 164 億ユーロを充てるとの報道もある。

7 IMF の報告書なので米財務省からの強い債務減免に対する要望というバイアスがあることを差し引いても、最終的により大きな危機を呼ぶ可能性が高い。

目標を外れた際に、自動的に歳出削減を保証するオプションの存在であろう。緊縮策を継続し、(ドラクマへ戻るのならいざ知らず) ユーロを維持するギリシャは、当面、景気回復も望めず不況が続くことは周知の事実である。その結果、財政目標も達成できず、債権団から歳出削減オプションが自動的に引かれ⁸経済がさらに縮小していくという負のスパイラルに陥る可能性が高い。税収がさらに見込めない今の状況では、プライマリーバランスの黒字目標をたった 3 年間で改善していくことへのコミットメントは無謀ともいえる。

図表 2 ギリシャの経常収支と財政状況



(出所)ギリシャ財務省、ギリシャ統計局より大和総研作成

ユーロ離脱のタイミングを既に逸したギリシャ

今回のギリシャ危機は、かつての欧州為替相場メカニズム (ERM) から英国やイタリアが離脱した 1992 年のポンド危機を想起させる。ただし ERM では、自国通貨建ての債務であるが故に、離脱後も債務返済は問題なく行われた実績がある。その一方、たとえギリシャがユーロを離脱してドラクマに戻ったとしても、EFSM や ESM からユーロ建てで支援されている債務は (ドラクマが暴落することで) 更に膨れ上がり、返済が不可能なのは明らかである。今のユーロの状態は、当時の ERM の混乱以上に根深い問題があるといえよう。

無論、2010 年以降、2 度も失敗した支援プログラムが成功する保証はどこにも無い。ギリシャがユーロに留まることで、遅かれ早かれ域内での財政移転に対する議論が再燃し、ドイツな

8 債権団から命じた財政目標から外れた場合、自動的に歳出削減を行うトリガーの設置も今回の支援条件となっている。

どの北欧州の抵抗により通貨同盟の存続を再度脅かす。すなわち、第3次支援プログラムの実施は、ユーロ圏の政治的な分断を決定づけるものといっても過言では無いだろう。求められる構造改革を実施するにしても、全ての進捗を債権団にチェックされるとなると、ギリシャと債権団の関係に軋轢が生じるのは時間の問題である。ギリシャ経済にドイツ経済と同じ生産性の向上を求めることは不可能であり、物価や賃金が下方硬直的な状態のままの無理な緊縮策はいずれ何処かで行き詰まることを予見させる。既にユーロ離脱のタイミングを逸したギリシャが、単なる債務返済を行うだけの国として存在することにならぬよう願うばかりである。

(了)