

2016年2月9日 全7頁

第三次金融支援合意後のギリシャ

支援継続の可否を判断する審査の結果と IMF の参加が今後の焦点

経済調査部
研究員 新居 真紀

[要約]

- 2015年1月に反緊縮政策を掲げて発足したチプラス政権は債権団との対立を深め、6月末に第二次金融支援を打ち切られた。しかし、ギリシャがその後ユーロ圏残留のため、債権団から求められていた緊縮路線へと方針を一転したことで、8月のユーロ圏財務相会合で第三次金融支援プログラムは合意に至った。支援総額は3年間で最大860億ユーロが見込まれ、主に債務返済や銀行の資本増強、財政基盤強化等に充てられる。2015年末までに260億ユーロの支援が実施された。
- 再び支援獲得を実現したギリシャだが、第三次金融支援合意に至るまでの内政の混乱は国民や債権国、国際社会からの信頼を損なっただけでなく、ギリシャの景気回復を遅らせることにもつながった。足元のギリシャ経済も冴えない状況にある。
- ギリシャ経済は未だ脆弱で、景気回復への道筋も不明瞭な状況下、債権団からの支援は引き続き重要な役割を担うことになるだろう。今後焦点となるのは、次の2点である。一つは、第三次金融支援の継続の可否を判断するために現在進行中であるEUの審査を通過できるかどうかということである。またもう一つは、支援が継続された場合にIMFがその支援に加わるかどうかである。債務削減の実現可能性や年金改革の実効性等がそれらの鍵となるだろう。

第三次金融支援合意に至るまでの経緯

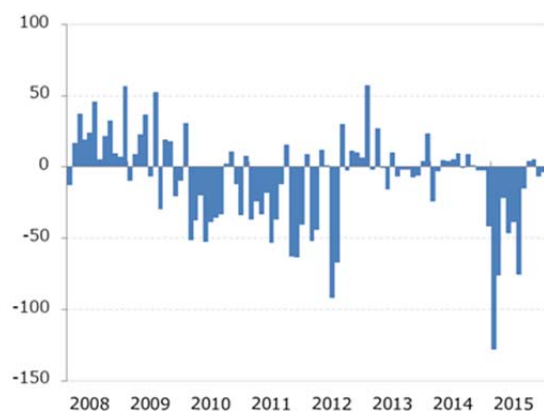
2015年1月、ギリシャ議会選挙で急進左派連合（SYRIZA）が第一党となり、右派の独立ギリシャ人（ANEL）と連立を組む形で反緊縮政策を掲げるチプラス政権が発足した。ギリシャ新政権と、ギリシャに財政緊縮の継続を求めるEU、国際通貨基金（IMF）、及び欧州中央銀行（ECB）の債権団との対立は深刻化し、6月末で債権団による第二次金融支援が打ち切られると、同国のデフォルト懸念は急速に高まった。銀行は3週間に及ぶ営業停止や預金引き出し限度額の導入、海外送金の制限等の資本規制を余儀なくされ、これを受けて預金流出は一時的に抑えられたものの、景況感は急速に悪化した。なお、最近になってフリアラキス副財務相は、これまで段階的に解除してきた資本規制を2016年半ばには完全解除するとの見通しを示している。

チプラス政権は7月初めに債権団が要請する緊縮政策を受け入れるか否かについて国民投票を敢行し、その結果約6割が緊縮策に反対した。ところが、その後のチプラス政権は国民投票の結果とは裏腹にユーロ残留のため残された唯一の道である緊縮路線へとそれまでの方針を一転し、歳出削減や国有資産の民営化等にも取り組み始めた。

2015年8月中旬にはギリシャが債権団から金融支援の条件として求められていた財政改革に関する合意案(Memorandum of Understanding)が、ギリシャ議会で229対64の賛成多数で可決された。主な内容は①VAT(付加価値税)や小規模企業を対象とした法人税の増税、年金受給開始年齢の引き上げ等により、財政の持続可能性を回復する、②2015年末までに不良債権処理により銀行の資本増強を進め、銀行、及び国家の財政の安定化を図る、③労働市場及び生産市場の構造改革、エネルギー・水道・輸送分野等での民営化により、競争力を高め、投資を促す、④行政の再編成や、手続きの合理化、適材適所に基づいた人事、透明性や財政責任の向上等により公的部門の効率性を高める、の4点である。

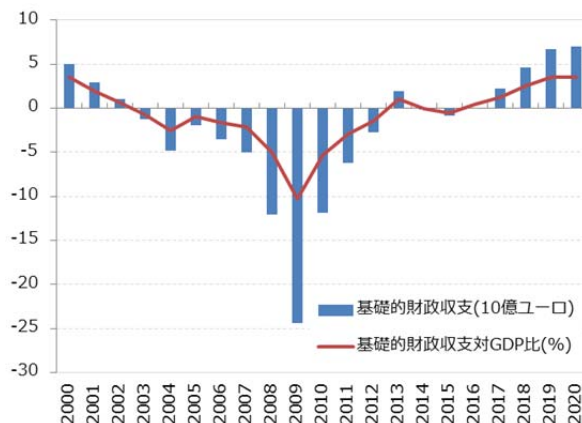
ギリシャの基礎的財政収支は2013年に一時黒字化したものの、その後は規模は小さいながらも再び赤字での推移が続いている。IMFによれば、財政改革が継続して進められるという前提のもとでは今後数年で黒字へ再転換する見通しであり、基礎的財政収支のGDP比は2019年にターゲットの3.5%を達成できると予測している。

図表1 家計と企業の預金流出入額(億ユーロ)



(出所) Bank of Greece より大和総研作成

図表2 基礎的財政収支の推移



(注) 2016年の基礎的財政収支予測は発表されていない。同年対GDP比はギリシャと債権団の合意に基づく予測値。2017年以降はIMFによる推計
(出所) IMF より大和総研作成

こうして、8月14日にユーロ圏財務相会合で欧州安定メカニズム(ESM)による第三次金融支援プログラムは合意に至った。2015年8月～2018年8月の3年間で最大860億ユーロを支援するというもので、これまでの2度の支援プログラム¹に匹敵する大規模なものとなっており、主に債務返済や銀行の資本増強、財政基盤強化等に充てられる。第三次金融支援は3回に分けて

¹ EUとIMFによる2010年からの第一次金融支援では1,100億ユーロ、2012年からの第二次金融支援では1,300億ユーロの支援が計画された。

実施される予定となっているが、その第一回目となる総額 260 億ユーロの支援が 2015 年末までに行われた。

図表 3 2015 年末までに実施された第三次金融支援の内容

8月 14日	第三次金融支援プログラムの実施について合意
20日	130億ユーロの支援を実施 銀行の資本増強を目的に100億ユーロをESMの特別勘定に移管
10月 31日	ECBによるストレステストの結果、4大銀行に必要な資本調達額は144億ユーロと試算
11月 24日	20億ユーロの支援を承認
12月 1日	8/20にESMの特別勘定に移管された100億ユーロからピレウス銀行に27.1億ユーロを資本増強
8日	8/20にESMの特別勘定に移管された100億ユーロからギリシャ国立銀行に27.1億ユーロを資本増強
23日	10億ユーロの支援を承認

(出所) ESM 等より大和総研作成

2015年年初の政権発足からこの大規模な支援合意までの半年間はSYRIZA内部に混乱をもたらした。8月にチプラス首相が再び党内の結束を取り戻すため、国会を解散し総選挙の実施を決めると、SYRIZA から強硬派議員らの離党が相次いだ。結局、SYRIZA は議席の過半数獲得には至らなかったものの、再び ANEL との連立による政権を発足させた。緊縮政策の続行を条件に ESM からの支援を取り付けることができたギリシャだが、その一方で 2015 年は内政が混乱した年になったといえる。周辺国経済へのマイナスの影響は回避されたが、国民や債権国、国際社会からの信頼を損なっただけでなく、ギリシャの景気回復を遅らせることにもつながった。

第三次金融支援以降のギリシャ経済

欧州債務危機から約 7 年、第三次金融支援合意から半年が経ってもなお、ギリシャ経済は冴えない状況にある。経済規模は実質 GDP で見て 2008 年 1Q から 2015 年 3Q までに 4 分の 1 縮小した。また、実質経済成長率（前期比）を見ると財政危機発覚後のマイナス成長から 2013 年以降はゼロ近傍の水準まで持ち直したものの、その後はこの範囲内で一進一退の推移が続いている。足元 2015 年第 3 四半期は輸出、輸入が揃って大幅な落ち込みを記録した。唯一、純輸出が成長率に対してプラスに寄与する結果となったのは、輸出以上に輸入の減少幅が大きくなったためである。

足元の鉱工業生産（前年同月比）は、プラスとマイナスの間を行き来している。小売売上高（前年同月比）を見ると、2015 年 6 月以降再び大きく落ち込み、減少が続いている。失業率は 2013 年 9 月以降緩やかに低下しているが、2015 年 9 月は 24.6%とユーロ圏（19 か国）の 10.8%と比較すると未だ著しく高く、両者の間には約 2.5 倍の開きがある。また、国内の賃金水準（2012 年＝100）は、2010 年をピークに低下基調が続いており、今のところ消費回復に結び付く兆しは見られない。

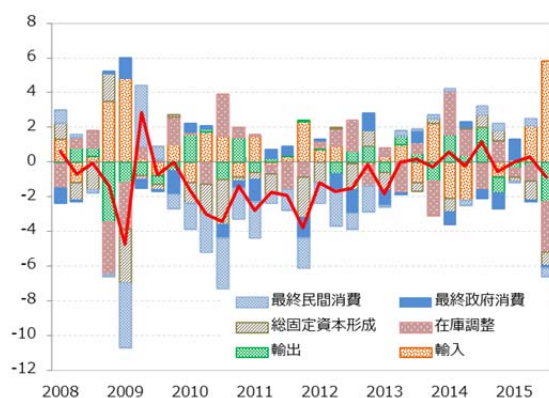
ギリシャの銀行の総貸出額に対する不良債権額は 2010 年以降急拡大しており、欧州債務危機で懸念されていたイタリア、スペイン、ポルトガル等と比較するとその差は歴然としている。

2013年以降の拡大ペースは緩やかになったが、足元2015年も微増している。

2015年10月末に公表された欧州中央銀行（ECB）によるストレステストの結果によれば、ギリシャの4大銀行（ギリシャ国立銀行、ピレウス銀行、アルファ銀行、ユーロバンク）に必要な資本調達額は最大で144億ユーロと試算された。第三次金融支援の合意当初は支援総額860億ユーロのうち銀行への資本注入分として最大250億ユーロが想定されていたが、ストレステストによる試算額はこれを下回る金額となり、金融システムへの懸念はやや緩和されたとみられる。銀行の資本強化は前進したといえるが、これを企業などへの融資拡大に結び付けるためには、引き続き不良債権の縮小と預金拡大のための対策が求められる。

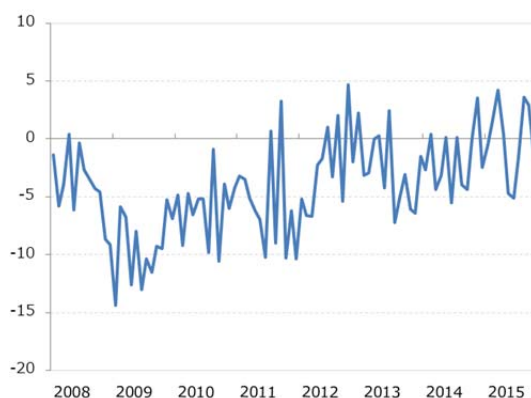
なお、南欧で相次いだ債務危機の再発防止を目的に2014年11月にECBによる銀行監督の一元化が実現している。その第二の柱として2016年からユーロ圏19か国の銀行破たん処理が一元化されることになった。銀行破たんに伴う処理費用をユーロ圏共通の「欧州破たん処理基金」の運営により賄う仕組みで、ユーロ圏の銀行が今後8年間で積み立てる総額550億ユーロの拠出金を財源とするものである。残る第3の柱は預金保険の一元化であるが、特にドイツの反発が強く実現には至っていない。

図表4 実質GDP成長率（前期比、%、%pt）



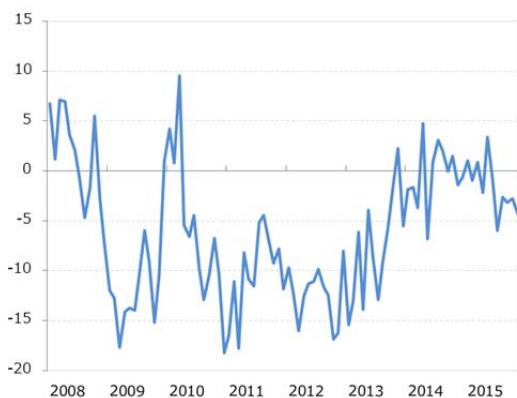
（出所）Haver Analyticsより大和総研作成

図表5 鉱工業生産（前年同月比、%）



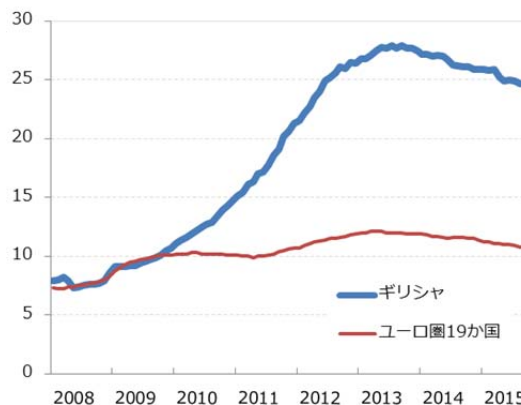
（出所）ギリシャ統計局より大和総研作成

図表6 小売売上高（前年同月比、%）



（出所）ギリシャ統計局より大和総研作成

図表7 失業率（%）



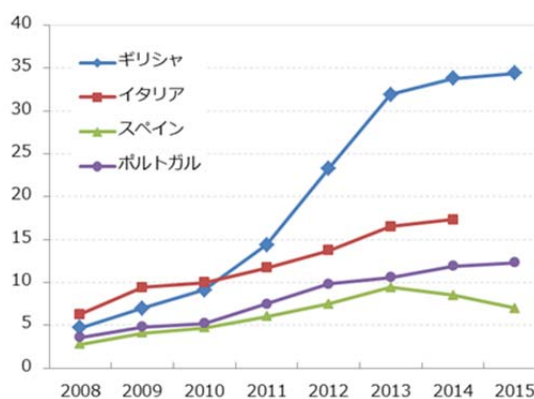
（出所）Haver Analyticsより大和総研作成

図表8 賃金の推移 (2012年=100)



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表9 総借入額に占める不良債権額 (%)



(出所) 世界銀行より大和総研作成

第三次金融支援の継続と IMF の支援参加は財政改革の進捗次第

ギリシャの財政再建は道半ばであり、景気回復への道筋も不明瞭な状況下、債権団による継続的な支援はギリシャ経済を支える重要な役割を担うことになるだろう。今後焦点となるのは、次の2点である。一つは、第三次金融支援の継続の可否を判断するために現在進行中である EU の審査を通過できるかどうかである。ここではギリシャの財政改革の進捗状況を中心に審査される。またもう一つは、第三次金融支援が継続されることになった場合に IMF がその支援に加わるかどうかである。

今のところ IMF が支援参加への正式な決定を見送っている理由の一つに、財政再建の実現可能性に対する不透明感がある。IMF はギリシャに対しては健全な予算作成や一段の債務削減、緊縮政策の推進を求め、これらの実現が確実視されれば支援に参加する意向を表明している。また、債権者 (EU) に対しても IMF は支援参加の条件として債務減免を迫っている。IMF による支援への参加表明は 2016 年第 2 四半期あるいは 2016 年後半になるとも報じられている。

IMF のみならずギリシャ自身も債務減免を求めているが、EU、特にドイツはこれ以上は応じられないと強く反対している。ただし、返済期限の延長については議論の余地があるようだ。ギリシャ政府はこれまで債権団による厳しい監視を拒否する姿勢を露わにし、ユーロ圏諸国のみによる支援を望んでいたが、2016 年に入って IMF が第三次金融支援に参加することを全面的に受け入れる意向を示し始めた。

2016 年予算の争点は年金改革

こうした流れの中で、財政再建を柱とする 2016 年度の予算案が 12 月 6 日のギリシャ議会で 153 対 145 の僅差で可決された。主な内容は VAT 増税 (+20 億ユーロ超)、年金支出削減 (▲18 億ユーロ)、国防費削減 (▲5 億ユーロ) 等である。ギリシャは欧州委員会らによる経済調整プログラムの最中にあるため、他のユーロ諸国のように欧州委員会から予算案の承認を得る必要がない。ただし、第三次金融支援継続の可否を判断するため、この半年間の財政緊縮策の進捗

に基づいて審査が行われており、中でも年金支出についてはさらなる削減が求められている。IMF のラガルド専務理事は、債務削減と共に年金改革がギリシャ経済を回復させる上で重要であり、資金繰りの厳しい年金制度を効率的かつ持続可能な仕組みに変えるべきであると主張している。一方、ギリシャ側はこれ以上の削減は回避したいとの意向を示しており、債権団との温度差をいかに埋められるかが支援継続の可否を判断するための審査では鍵になるとみられる。

ちなみに、与党が提案する新たな年金改革には、複数の年金基金を統合することや新たな年金給付については平均で 15%削減し、2016 年以降に退職する国民の年金給付を最大で 30%削減すること、さらに退職年齢の引き上げや早期退職による優遇措置の廃止などが盛り込まれた。

2016 年予算案については国内でも野党の反対のみならず、農業従事者や船員、鉄道職員や技術者、医師等幅広い業種によるストライキやデモが頻発し、年金改革や増税に対する国内の反発は広がりを見せている。中でも農業従事者の憤りは深刻である。燃料の補助金が大幅に削減され、肥料や飼料にかかる税が引き上げられたこと等が背景にある。チプラス政権による緊縮財政路線に沿った改革案が支持を得るにはまだ時間がかかりそうだ。

緊縮政策の一環としての国有資産民営化

ギリシャは緊縮政策の一環として国有資産の売却も進めている。ギリシャの 550 億ユーロに相当する国有資産は国有資産開発基金 (HRADF) に移され、EU の管理下にある。なお、2015 年 1 月のチプラス政権発足時は、バルファキス財務相 (当時) が国有資産の民営化に反対し、経済基盤強化を優先すべきであると主張していた。

HRADF によれば、2016 年 1 月 12 日に欧州でも有数の海上物流拠点であるピレウス港の入札が行われ、買収に名乗りをあげたのは「一带一路」構想を掲げる中国の海運企業「中国遠洋運輸集団」1 社のみであった。この他、コンテナ船を扱うデンマークの A.P. モラー・マースク社はテッサロニキ港の買収を視野に入れている。また、12 月中旬には 14 の地域の空港をドイツの FRAPORT AG-SLENTEL 社に売却することで契約が成立した。

ギリシャでは低貯蓄率、高労働コストであることに加えて政府部門の肥大化が問題視されている。国有資産の民営化によって債務が削減されるだけでなく企業活動が効率化され、対内直接投資が拡大する等、景気回復に寄与することが期待される。

財政改革と景気回復のバランスが課題

すでに述べたとおり、今後のギリシャにとっての最大の焦点は、第三次金融支援の継続の可否を判断するための審査の結果と、支援が継続される場合に IMF がそれに参加するかどうかという点にある。財政健全化策の進捗状況等がその主な判断材料になる。そして、現在進行中の審査に合格すれば、債務削減の協議が行われる見通しである。

1月22日にS&P²はギリシャを default vulnerability から除外し、格付けをCCC+からB-に一段階引き上げたが、チプラス政権が緊縮政策を中心とした改革案を打ち出し始めた姿勢等を考慮したものとみられる。とはいえ、未だユーロ圏の中でも経済基盤はとび抜けて脆弱であり、一段の厳しい財政緊縮が景気の下振れリスクを高め得る。債権団からの厳格な監視のもとで財政緊縮政策が粛々と進められる一方、競争力の向上や雇用の拡大等、経済成長のための改革が後れを取るという事態も懸念される。そうなれば、ギリシャは債務の返済に追われる国であり続けることが避けられなくなるだろう。GREXIT への懸念は第三次金融支援により一旦は収まっているものの、ギリシャ経済が未だ回復軌道に至っていない限り、再燃の可能性も予想される。もともと、これまでギリシャが住宅ローン延滞者の住宅差し押さえの除外対象を債権団の要求よりも広い世帯に適用するよう求めたように、弱者救済型の政策を安易に認めることも、ギリシャの独り立ちを遅らせる要因となる。財政改革と景気回復のバランスが引き続き難しい課題となりそうだ。

² スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。末尾の「無登録格付に関する説明書」をご参照ください。

無登録格付に関する説明書

(スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス用)

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジュエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以 上

この情報は、平成 26 年 2 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。