

## またギリシャの季節がやってきた

発表日：2017年2月10日(金)

～同じ構図、同じ結論？～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主席エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

◇ EUとIMFの意見相違からギリシャ支援が再び難航している。2月20日の合意期限は絶対的なものではないが、その後に相次ぐ欧州の選挙日程を考えれば、ギリシャ支援で国民の理解を得ることは難しくなる。最終期限となる7月20日の国債償還が迫るまで、今回も最終決着は見送られそうだ。

既視感のある光景だが、債権者間の意見相違からギリシャ支援が暗礁に乗り上げるとの不安から、1月下旬以降にギリシャの国債利回りが再び上昇傾向にある。IMFは2月6日の理事会で承認したギリシャの4条協議（毎年1回の国別サーベイランス）レポートで、①ギリシャ政府がプライマリーバランスの対GDP比率の中期目標を+3.5%に設定しているが、IMFは2018年以降に+1.5%前後で推移するとの見通しを作成しており、それ以上に改善させようとするれば景気を大きく冷え込ませる恐れがあること、②ギリシャが必要な改革を行なったとしても、グロス・ファイナンス・ニューズ（単年度でみた新たな借り入れ額と当該年に返済期限を迎える債務の合計額）の対GDP比率が2030年には返済能力の目安とする20%を上回って発散していく見通しで、債務の持続可能性が引き続き確保されていないこと、③ギリシャはより成長を促進する改革に取り組むとともに、EU諸国はギリシャに対してより大幅な債務負担軽減に応じる必要があることを指摘した（図表1）。EU諸国はより高いプライマリーバランス黒字を前提に、穏健な債務負担軽減のみに応じる姿勢を貫いている。これまでもEUとIMF間の意見相違は、融資レビューの度に表面化してきたが、その都度IMFが支援参加を見送ることで問題を先送りしてきた。IMFは2014年央を境にギリシャに融資していない。

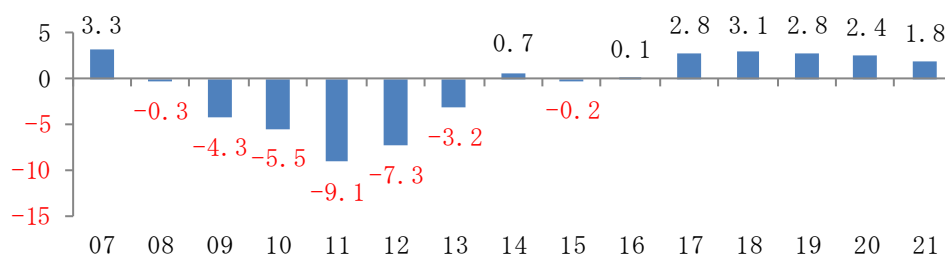
ギリシャの債務返済スケジュールを確認すると、借り換えが可能な政府短期証券を除けば、4月中に合計14億ユーロ、7月中に合計62億ユーロの国債償還を控えている（図表2）。政府のキャッシュバッファと過去の財政資金枯渇時に数十億ユーロ程度の資金をあの手この手で捻出してきたことを考えると、4月の国債償還を乗り切るとは難しくなさそうだ。今回の資金繰り危機の最終デッドラインは7月20日の国債償還だろう。まだ時間的な余裕はあるが、今後の政治日程を考えた場合、EU側は2月20日のユーログループ（ユーロ圏の財務相会合）をひとまずの合意期限に設定している。その後はずれ込めば、3月15日のオランダ総選挙、4月23日のフランス大統領選（初回投票）、5月7日のフランス大統領選（決選投票）、6月11日のフランス国民議会選挙（初回投票）、6月17日のフランス国民議会選挙（決選投票）、9月24日のドイツ連邦議会選挙、反体制派勢力の躍進が不安視される重要選挙が相次ぎ、ギリシャ支援で国民の理解を得ることが一段と難しくなる。

2015年1月26日に反緊縮を掲げて急進左派連合（SYRIZA）が政権に就いて2年余りが経過した。政権発足当初は債権者との対決姿勢が目立ったが、債務不履行に陥った末に債権者側の要求に屈する形で2015年

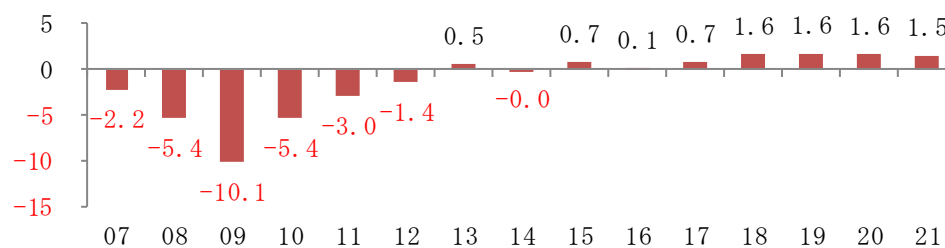
夏に三次支援プログラムが開始されて以降、かつての対決姿勢は影を潜めている。その間、急進左派連合への支持率低下が続き、最近の世論調査ではかつての政権政党・新民主主義（ND）に逆転されている（図表3）。チプラス首相は最近、既に約束した以上の緊縮措置は1ユーロたりとも立法化しないことを表明した。EUとIMFとの対立を解消する過程でその皺寄せが、財政目標未達時のギリシャへの追加緊縮約束などの形で噴出した場合、追い込まれた首相が再び牙をむくことはあるのだろうか。

（図表1）ギリシャの主要経済・財政指標の推移

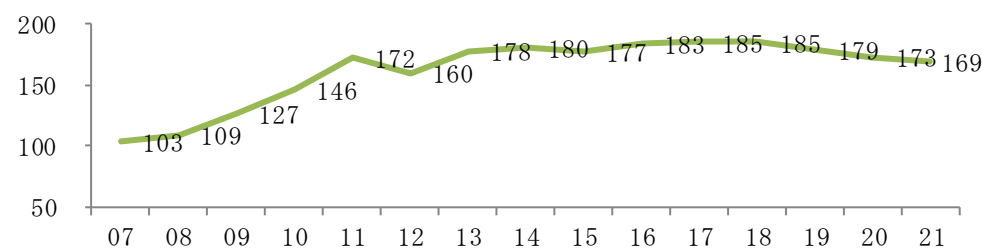
【実質GDP成長率（%）】



【プライマリーバランスの対GDP比率（%）】

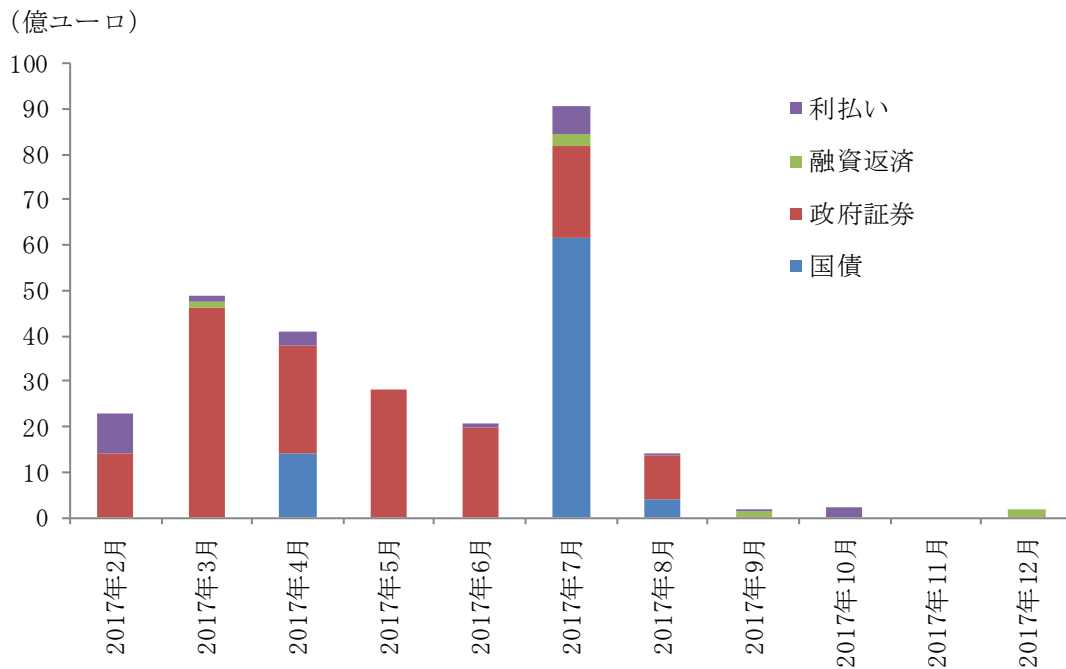


【公的債務残高の対GDP比率（%）】



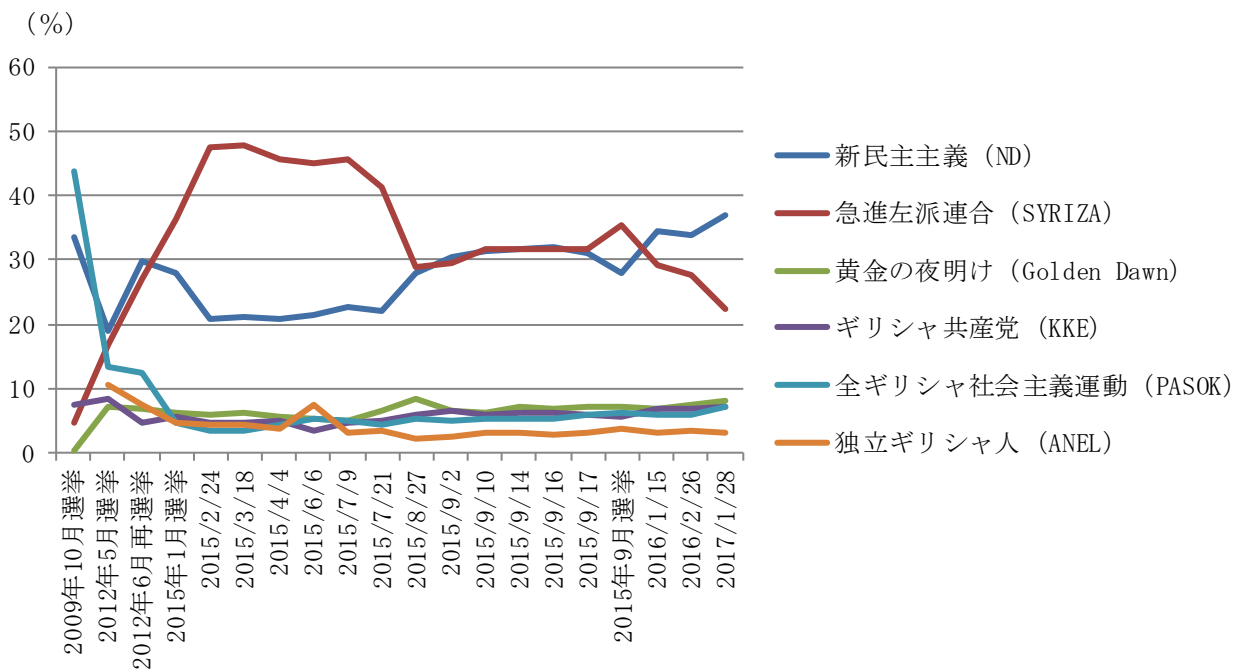
注：2016年以降は2016年10月時点の国際通貨基金見通し  
出所：国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) ギリシャの国債償還・融資返済スケジュール



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

(図表3) ギリシャの政党別支持率の推移



出所：Metron Analysis資料より第一生命経済研究所が作成

以上