

## 反緊縮の夢が潰えるギリシャ

～ギリシャの悲劇は終わりを告げたか？～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL:03-5221-4527)

◇ 緊縮見直しを求めて2015年に誕生したシリザ政権が幕を閉じた。代わりにギリシャ国民が政権を託したのが、中道右派のかつての政権与党。新政権は減税や規制緩和による経済活性化を目指す。昨夏に支援プログラムを卒業した同国は、世界的な利回り追及の流れもあり、市場調達への復帰に成功した。追加の債務負担軽減策もあり、債務の返済プロファイルは一段と改善。このまま財政再建を続ければ、向こう数年内の投資適格復帰も視野に入る。

7日に前倒しで行われたギリシャの総選挙は、かつての政権与党・中道右派の新民主主義（ND）の勝利が確実。開票率75%段階の集計では、最多票を獲得した政党への50のボーナス議席を加えたNDの獲得議席は158と、議会定数（300）の過半数を上回った模様（図表1）。2015年に誕生したツイプラス首相が率いる左派政党・急進左派連合（SYRIZA：シリザ）は86議席にとどまり、政権の座を明け渡した。政権発足当初、緊縮見直しを掲げて債権者と激しく衝突したツイプラス政権は、銀行からの預金流出と資本規制の導入、債務不履行による銀行破綻とユーロ離脱の危機に直面し、債権者側の要求する財政再建策や構造改革案の受け入れに土壇場で方針転換した。その後は粛々と支援条件を履行し続け、昨年8月に約8年に及んだEUとIMFによる支援プログラムを卒業した。

（図表1）ギリシャ議会選挙の結果

政党会派名	政治的な立場	獲得議席	
		前回（2015年9月）	今回（2019年7月）
新民主主義（ND）	中道右派	75	158
急進左派連合（SYRIZA）	左派	145	86
変化のための運動（KINAL）	中道左派	—	22
全ギリシャ社会主義運動（PASOK）/民主左派党（DIMAR）	中道左派	17	—
河（POTAMI）	中道左派	11	—
ギリシャ共産党（KKE）	左派	15	15
ギリシャの解決策（EL）	左派	—	10
欧州の現実的な不服従戦線（MeRA25）	左派	—	9
黄金の夜明け（XA）	右派	18	—
中道連合（EK）	中道左派	9	—
独立ギリシャ人（ANEL）	右派	10	—
定数		300	300
与党		155	158

注：開票速報75%段階の獲得議席予想

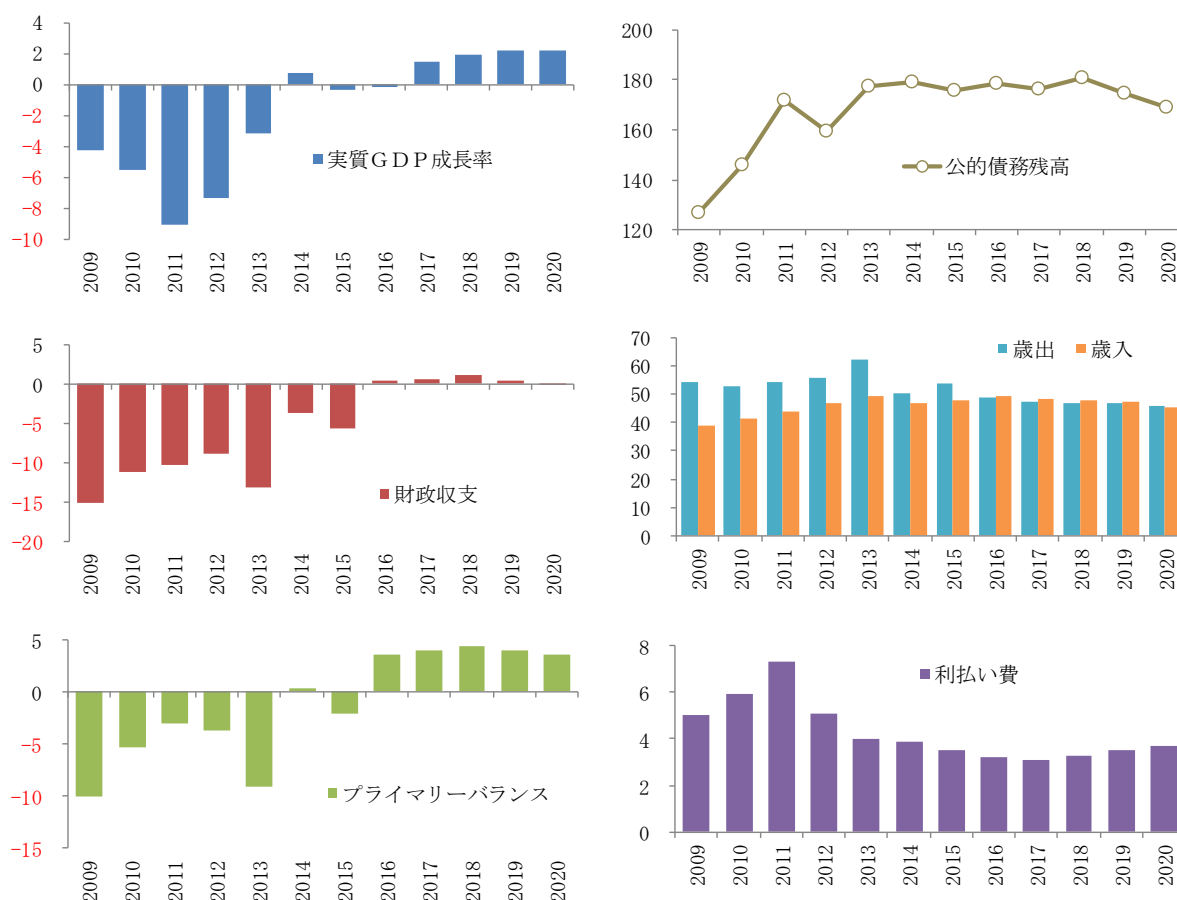
出所：ギリシャ内務省資料より第一生命経済研究所が作成

その間、政府債務の高止まりが続いているものの、歳出抑制や債務軽減措置が奏功し、財政収支やプライマリーバランスの黒字化に成功した（図表2）。景気はプラス成長に復帰し、ピーク時に30%近くに達した失業率も20%未満に低下している（図表3）。だが、給与や年金の大幅削減に見舞われ、増税や社会保障負担の増加に苦しむギリシャ国民に生活改善の実感は広がっていない。

「国民生活を守ってくれるのはシリザ以外にない」との声がある一方で、「結局シリザも債権者の言いなりだった」、「シリザに任せていてもギリシャは良くなる」との不満の声や、連立崩壊のきっかけとなった隣国北マケドニアの呼称問題への批判も聞かれる。かつてツィプラス首相の下でEUの大物政治家との対決に臨んだバルファキス元財務相（あの革ジャン財務相）が旗揚げした新興左派政党・欧州の現実的な不服従戦線（MeRA25）の獲得議席も9にとどまり、シリザに幻滅した有権者の十分な受け皿とはならなかった。

代わりに国民が政権を託したのは、全ギリシャ社会主義運動（PASOK）とともに長年ギリシャの政財界を支配し、放漫財政やクライエントリズムの原因を作ったかつての二大政党の一角・中道右派のNDだった。同党を率いるのは、首相を父に、外相を姉に持つエリート政治家一家出身のミツォタキス党首。ハーバード大学を卒業し、政界転身前はベンチャー・キャピタリストや経営コンサルタントとして活躍した同氏に、改革者としてのイメージを重ねているようだ。ミツォタキス氏は今回の選挙戦で、債務危機時に引き上げたVATの引き下げ（現行の24%・13%と6%の軽減税率から22%・11%の軽減税率）、法人税率の引き下げ（28%から20%）など家計や企業の税負担軽減、企業活動の活性化や外資誘致につながる規制緩和措置などを訴えてきた。同氏はまた、債権者との間で財政目標や債務軽減措置の見直しを話し合うことを示唆している。

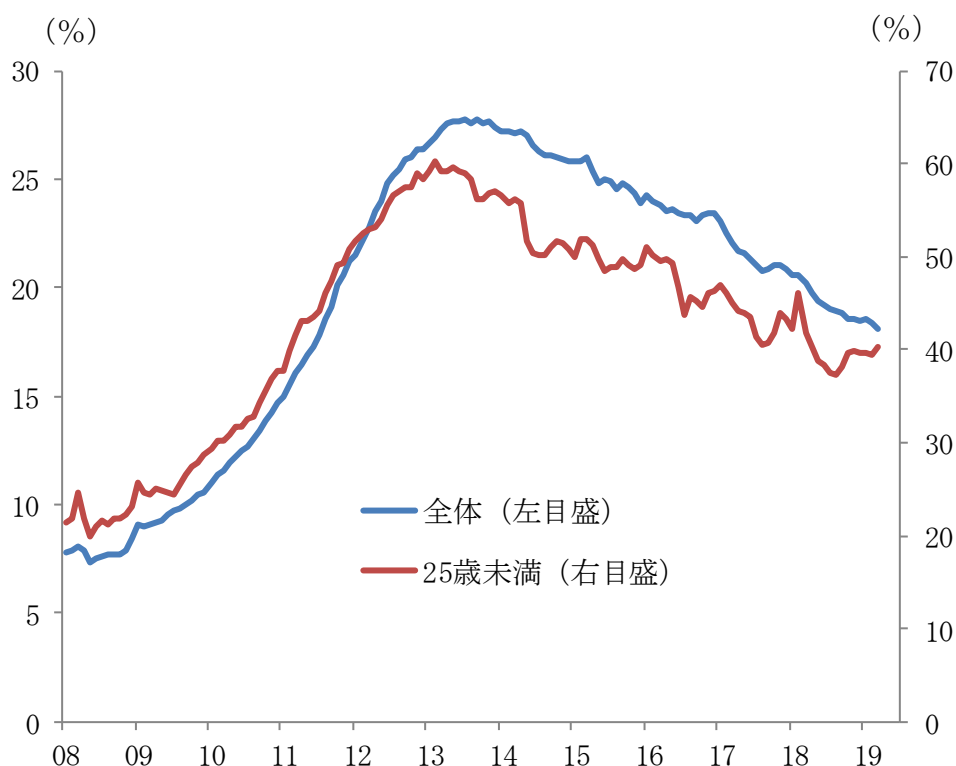
（図表2）ギリシャの主要財政関連指標の推移



注：成長率は変化率（%）、その他は対GDP比（%）、2018年以降は欧州委員会の2019年春季見通し

出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 3) ギリシャの失業率の推移

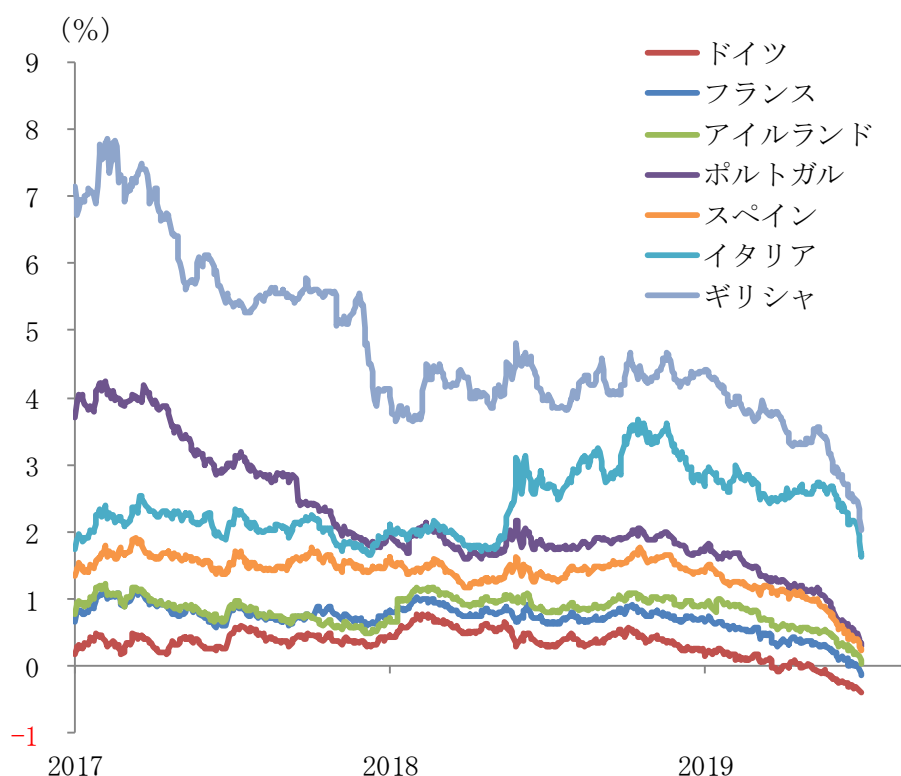


出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

昨年8月に支援プログラムを卒業した後も、ギリシャは一定の財政・構造改革の監視下にある（拡張された監視プログラム）。欧州議会選挙を前にしたシリザ政権による財政引き締め措置の部分的な修正や景気の足踏みもあり、今年の財政目標の達成が危ぶまれる。公約実現には財政計画の修正が必要とみられるが、新政権が一方的に財政計画を破棄する可能性は低い。今後も債権者との間で建設的な関係を維持するとみられる。

世界的な追加金融緩和観測やイタリアの財政不安の後退を受け、このところ、ユーロ圏諸国の国債利回りに一段と低下圧力が及んでいる（図表4）。利回り追及の動きが加速しており、ポルトガルやスペインなどかつての債務不安国の10年債利回りもゼロ%に接近、過剰赤字手続き（EDP）の回避決定を好感したイタリア国債にも資金が流入し、ユーロ圏内の残るフロンティアはギリシャとばかりに、ギリシャの10年債利回りも2%割れが視野に入ってきた。昨年8月に支援プログラムを卒業したギリシャは、今年2月に4・5・6・7年債を発行、3月には債務危機後で初となる10年債の発行に成功した。超低金利環境の恩恵は、今後もギリシャの国債発行と利払い負担の抑制に寄与することが予想される。

(図表4) ユーロ圏諸国の10年物国債利回りの推移

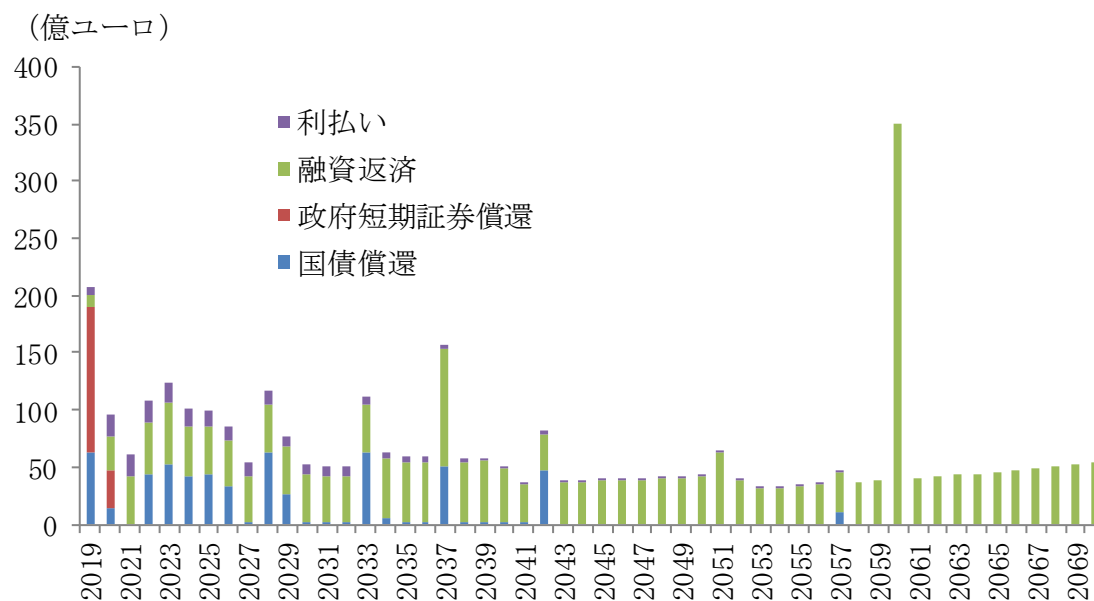


出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

ギリシャは引き続きGDP比で180%余りの膨大な借金の返済が必要となる。ただ、昨夏の支援卒業に合わせて債権者と追加の債務負担軽減措置で合意しており、債務の返済プロファイルは一段と改善している（図表5）。具体的には、欧州金融安定基金（EFSF）を通じた支援融資の元本返済と利払いが2032年まで猶予され、返済期間が2060年まで10年間延長された。ECBが証券市場プログラム（SMP）などを通じて保有するギリシャ国債の満期償還時の超過収益をギリシャに返納することが決まった。また、2012年の債務交換時に発行された債券の利払いを段階的に引き上げることも凍結された。EFSF融資の猶予期間が終了する2032年に、追加の債務負担軽減の是非が検討される。

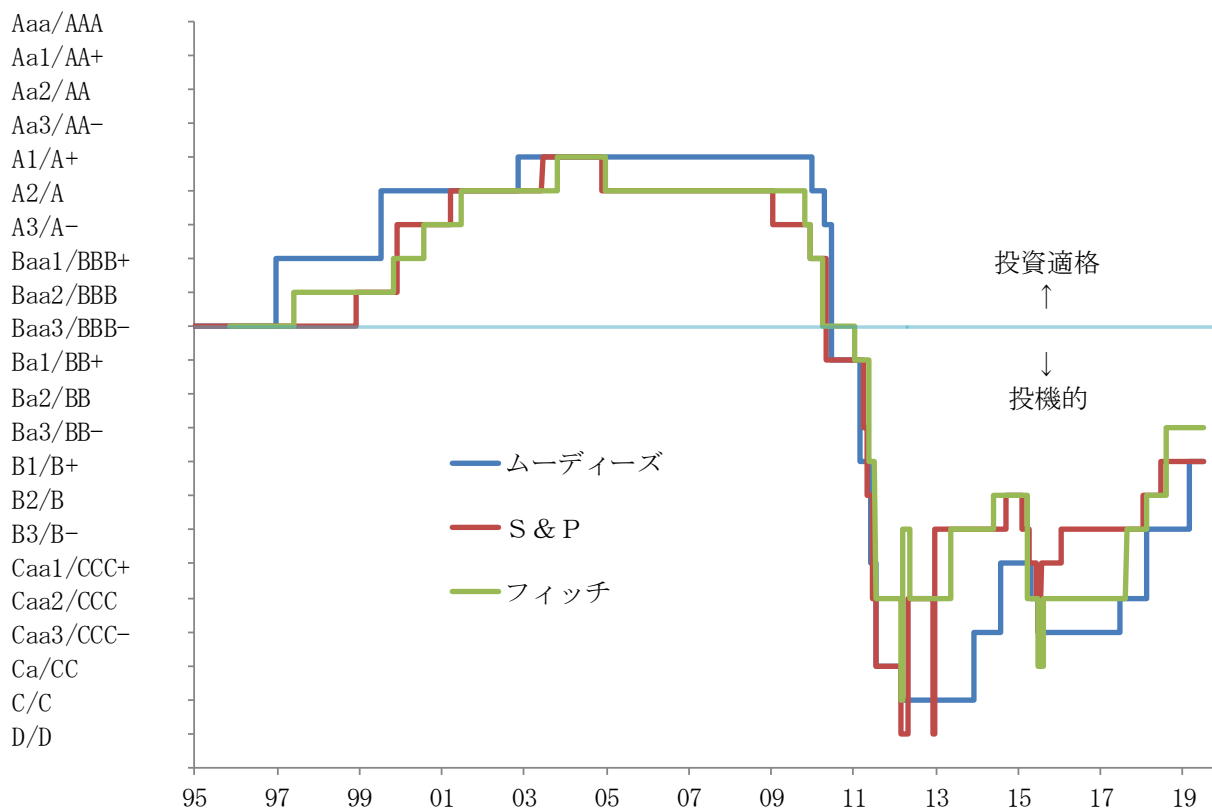
財政再建への取り組みや経済環境の好転などを受け、格付け会社はギリシャの国債格付けを段階的に引き上げてきた（図表6）。今後も財政再建が継続すれば、向こう数年以内に投資適格級への復帰が視野に入ってくる。その場合、早ければ年内にも再開の観測が浮上しているECBの資産買入れプログラムの対象となる可能性が出てくる。ECBは適格担保基準を満たさず、支援プログラム下にある国の国債を買い入れ対象から除外してきた。今後はECBが格付け判断に採用する4社（ムーディーズ、S&P、フィッチ、DBRS）の国債格付けのどれか1つが投資適格を回復した段階で買い入れ対象となる。昨年8月に格上げしたフィッチと今年5月に格上げしたDBRSはあと3ノッチで、今年3月に格上げしたムーディーズと昨年6月に格上げしたS&Pはあと4ノッチで投資適格を回復する。ECBの買い入れ対象となれば、ギリシャの国債利回りには一段の低下圧力が及ぶことになろう。

(図表5) ギリシャの公的債務の返済スケジュール



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

(図表6) ギリシャの外貨建て長期国債格付けの推移

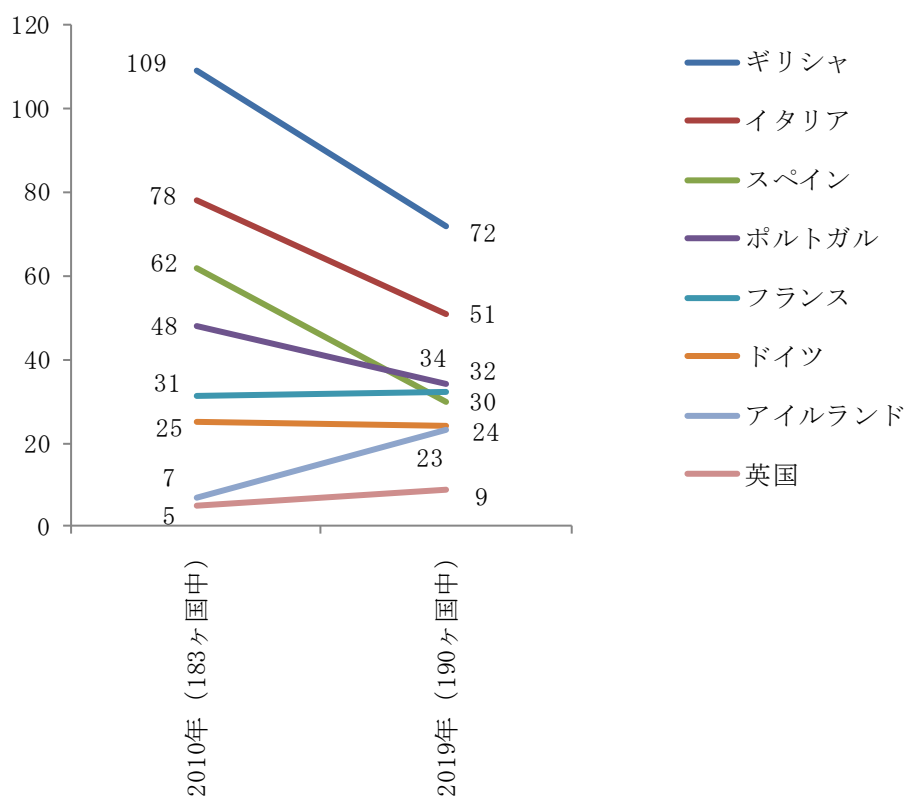


出所：格付け会社資料より第一生命経済研究所が作成

不安要素もある。2017年の選挙制度改革により、次回の選挙からは最多票を獲得した政党へのボーナス議席が廃止される。かつてはNDとPASOKが、現在はNDとシリザが中道右派と中道左派の二大勢力となっており、ボーナス議席の存在が議会の安定多数を確保する鍵を握っていた。ボーナス議席がなくなる将来の選挙では、安定政権の樹立が難しくなる恐れがある。複数の少数政党の協力を仰ぐ多党連立を組織することで、政権基盤が不安定化したり、政策の方向性が定まらなかつたりする可能性がある。なお、NDは政権を奪取した場合、元の選挙制度に戻すことを示唆している。

競争力の回復や銀行の体質強化も道半ばだ。債務危機を克服する過程でギリシャは厳しい財政緊縮や痛みを伴う構造改革に取り組んできた。ただ、単一通貨ユーロの一員であるギリシャには、通貨切り下げによる輸出競争力を回復する手段はとれない。人件費の削減による競争力回復（いわゆる内的減価）に務めてきたが、これ以上の人員削減や賃金カットは政治的にも難しい。世界銀行のビジネス環境ランキングで、ギリシャは2010年の債務危機時の109位から2019年は72位まで順位を上げたが、他のユーロ圏諸国には未だ及ばない（図表7）。国際競争力を持つ企業が少ないことや、巨額の不良債権を抱えた銀行問題などの脆弱性を抱えたままだ。今は財政再建の取り組みが奏功し、経済も曲りなりにも成長軌道を維持し、超低金利環境の恩恵を享受しているが、外部環境が悪化した場合にユーロ圏内で最も狙い撃ちされやすいのはやはり相対的に劣後するギリシャとなりそうだ。

（図表7）欧州主要国のビジネス環境ランキングの変化（順位）



出所：世界銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。