

ギリシャ（人）を待ち受ける艱難辛苦

2010年6月1日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

5月19日付けの当シリーズのレポート「ギリシャ救済のかたち」でギリシャの債務問題の解決には、第一にギリシャ（人）の艱難辛苦の自助努力が必要だと書いた。現時点で想定される将来の艱難辛苦の姿をIMFがまとめているので紹介しておこう。今後IMFは、ギリシャに融資をすると同時に3ヶ月ごとに経済状況を監督(monitor)するなど、債務問題解決に向け中心的な役割を担う機関である。

1、ギリシャの財政再建計画

5月よりIMFは、債務不履行の懸念で金利が上昇したギリシャに対し、低利で国債の借り換え資金を融資し始めた。融資総額は、今後3年間、国債の借り換え資金を全て用意する大規模なものだ。融資に当たり債権者は当然のことながら返済能力を審査する。主要部分を抜粋したその姿は以下の通りだ。

図表1 ギリシャの財政再建計画

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
マクロ経済関係						
実質GDP成長率	-2.0	-4.0	-2.6	1.1	2.1	2.1
国内需要	-2.4	-7.1	-5.2	0.1	1.7	1.8
輸出	-18.1	4.5	5.4	5.9	6.0	5.9
輸入	-14.1	-9.7	-6.1	1.6	3.8	4.6
失業率	9.4	11.8	14.6	14.8	14.3	14.1
消費者物価上昇率	1.3	1.9	-0.4	1.2	0.7	0.9
対外収支関係						
経常収支	-11.2	-8.4	-7.1	-5.6	-4.0	-2.8
貿易収支	-7.7	-3.5	-0.2	0.6	1.3	1.9
移転収支	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
純所得収支	-4.1	-5.2	-7.5	-6.7	-5.7	-5.1
対外純債務残高	86.0	95.0	104.0	106+	106.0	105.0
財政収支関係						
歳入	36.9	40.0	39.0	38.5	38.2	37.2
歳出	50.4	50.5	53.2	53.9	54.0	52.3
今後の財政改善措置（累計）		2.5	6.7	9.0	11.0	12.6
財政収支	-13.6	-8.1	-7.6	-6.5	-4.8	-2.6
基礎的財政収支	-8.6	-2.4	-0.9	1.0	3.1	5.9
粗政府負債	115.0	133.0	145.0	149.0	149.0	146.0

〔出所〕 IMF公表資料より、りそな銀行作成

（注）マクロ経済関係は前年比増減、その他は全て名目GDP比率

まず目に付くのは大幅な景気後退だ。2009年より大幅な景気悪化が2011年まで続くものの、その後は良くなる見通しだ。とは言え類似の状況にあるラトビアの09年の成長率-18%よりはかなり良い。中身についてIMFは、（1）市場の信任と財政の維持可能性の回復、（2）輸出主導の経済成長による競争力の回復、（3）金融部門（金融システム）の安定性保持、の3つのポイントがあるとする。

（1）について、過去の累計も含む財政状況の改善を意味する基礎的財政収支の改善は、2012年と

なる計画だ。それまでは財政収支が改善しても債務残高は増加し続ける。2011年には税収のうち約20%（＝7.5/39.0）もが海外への利払いに充てられる、ここが悪化のピークとなる見込みだ。（2）について、この計画は貿易収支が輸入の急減と輸出の増加で急回復することを想定している。その規模は非常に大きく、財政収支改善幅の大半は貿易収支の改善だ。純債務残高がピークアウト（借金が借金を生む状況から脱却）する2013年までの累計でみると、今後の財政改善措置11.0%のうち9.0%は貿易収支の改善幅だ（共にGDP比）。（3）については、「金融安定化基金」の創設など措置が講じられている。

この野心的な計画を比較のため名目GDPが約480兆円の日本にあてはめると、各年の主な項目の改善幅（金額）は以下の通り大幅なものとなる。日本の今年度予算の公債金（国債など中央政府の赤字）は約44兆円だが、ギリシャの計画は、赤字が5年後に解消して黒字となる程の急激な財政再建措置だ。

図表2 主な指標の改善幅（前年比の改善金額、兆円）

	2010	2011	2012	2013	2014
貿易収支	20.16	15.84	3.84	3.36	2.88
財政収支	27.36	2.4	5.28	8.16	10.56

〔出所〕IMF公表資料より、りそな銀行作成

この計画実現のポイントは貿易収支の改善にある。97年のアジア通貨危機では、通貨切下げによる産業競争力の回復が原動力となって貿易収支が改善、危機脱却の礎となった。だがギリシャは、ユーロにとどまるため通貨を切下げたわけではない。通貨安に依存しない貿易収支の改善のためには、海運や観光業以外の輸出産業の育成、輸入減少による生活水準の低下への国民の理解、が必要となるだろう。

2、金融市場の評価と今後の見通し

IMFによるギリシャへの融資は3年間で想定されている。その間、四半期ごとにIMFの審査を受け、修正が必要なら加えることとなる見込みだ。ただ、IMFの融資や監督が万能なわけではない。IMFから低利融資を受けながらその後に債務不履行に陥った例としては、98年のロシア、01年のアルゼンチン、02年のインドネシアなどがあり、決して少ないわけではない。

だが既にECBは、ギリシャへの融資と同じタイミングでギリシャ国債を市場で買い支え始めた。また異例の措置として、ギリシャ国債を更に格下げされても適格担保とし続ける方針も示した。もう後には引けない状況なのだが、ギリシャ10年国債の金利が直近でもドイツより5%も高いという事実、これからギリシャ（人）を待ち受ける艱難辛苦が織り込まれているとみて良からう。艱難辛苦を乗り越え四半期ごとの審査で財政再建の順調な進展が確認されれば、金利は低下に向かうと考えられる。

以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。