

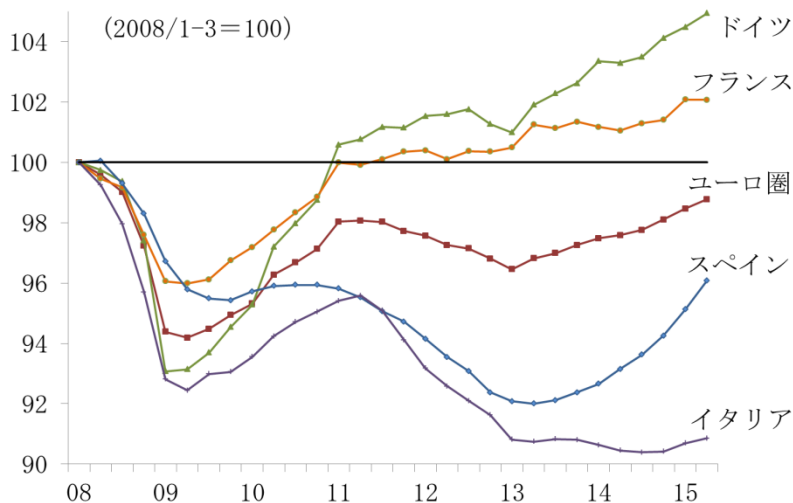
Weekly
エコノミスト・
レターギリシャ支援始動後のユーロ圏経済
のリスク

～総選挙に向かうギリシャ、中国経済の減速～

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏経済の緩やかな回復は続いている。6月下旬から7月中旬までのギリシャ支援の空白がギリシャ以外の国の経済活動に及ぼした影響は限られたようだ。
2. 20日のチプラス首相の辞任表明には、第3次支援を活用したギリシャ経済の再生のために政権の求心力を高める狙いがあると思われる。チプラス首相の人気は引き続き高いためチプラス首相の続投となりそうだ。
3. 10～11月に予定されるギリシャ支援の第1回審査は支援金の受け取りだけでなく、債務減免やIMFの支援への参加に関わる重要な節目だ。ギリシャの銀行のECBのオペへの復帰やECBによるギリシャ国債の買い入れへの布石となるかもしれない。総選挙でスケジュールが後連れすることはあっても根本から覆ることはないだろう。
4. ギリシャの政府債務問題が一気に解決に向かうことはないものの、ユーロ圏や世界経済を下押しするリスクとはなり難い。むしろ、注意すべきは中国経済の減速だろう。ユーロ圏の対外取引に占める中国の比重は、ユーロ未導入のEU加盟国や米国に比べて小さい。輸出市場としての中国の比重も名目GDP比で見て日本の半分程度だが、ドイツは日本並みに高い。資源国、新興国経済を通じた影響も含めて、下振れリスクとして意識しておきたい。

4～6月期までは緩やかな回復が持続～ユーロ参加国の実質GDP～



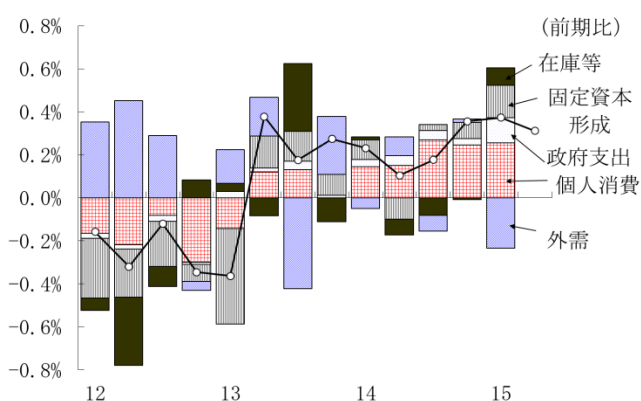
(資料)欧州委員会統計局

(4～6月期も緩やかな回復が持続。ユーロ安で外需が改善、投資は伸び悩み)

14日に公表されたユーロ圏の4～6月期の実質GDP(速報値)は前期比0.3%、前期比年率1.3%だった。1～3月期の同0.4%、同1.5%を幾分下回ったが、欧州委員会経済財政総局が0.8%程度と推定している潜在成長率を上回るペースだ。

速報値の段階では需要項目別の内訳は開示されないが、フランスの速報値やドイツ統計局の声明などからは、外需はユーロ安効果もあり、成長に最も寄与したようだ。13年4～6月期以降、回復を主導してきた個人消費(図表1)の拡大も続いたが、伸びは鈍化したようだ。ユーロ圏では世界金融危機後に大きく低下した潜在成長率の引き上げとGDPギャップの縮小の両面から投資の拡大が期待されているものの、固定資本形成は伸び悩んだ模様だ。

図表1 ユーロ圏の実質GDP(需要項目別)



(注) 4～6月期は未公表

(資料) 欧州委員会統計局

図表2 ユーロ圏総合PMI



(注) 50は生産活動の拡大と縮小の分かれ目を示す

(資料) Markit

(ドイツの強さとスペインの回復ペースが目立つ)

主要国の4～6月期の実質GDPはスペインが前期比1.0%、ドイツが同0.4%、イタリアが同0.2%、フランスが同0.0%であった。回復のペースでは、不動産バブルの崩壊と財政緊縮策の影響で大きく落込んだスペインの好調が目立つ。世界金融危機前のピーク比で見た水準では、ドイツの強さが目立つ(表紙図表参照)。

他方、イタリアとフランスは振るわない。イタリアは、ようやく景気後退局面を脱し、プラス成長が定着するようになったが、回復のペースが緩慢で、実質GDPの水準は、世界金融危機前のピークを9.1%下回る。イタリアの実質GDPのピークとの乖離の大きさは、ギリシャの25.7%に次ぐ。

フランスは、1～3月期は同0.7%とユーロ圏を牽引したが、4～6月期は前期比横這いでブレーキとなった。外需は0.3%成長を押し上げたものの、個人消費が減速、在庫も成長の下押し要因となった。

(限定的だったギリシャ支援協議一時決裂の影響)

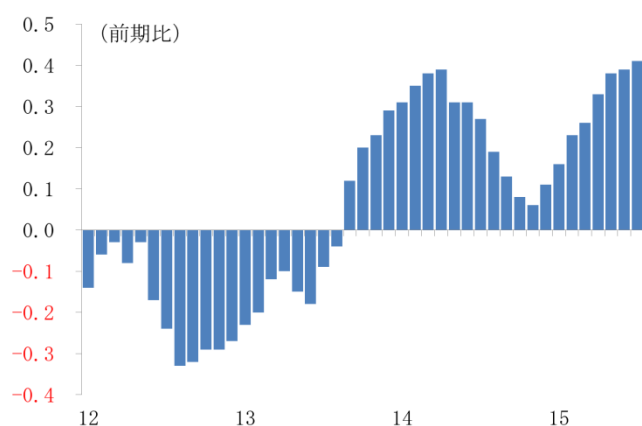
ユーロ圏は、6月末を期限とする第二次ギリシャ支援協議の決裂から、先月12～13日のユーロ圏首脳会議(ユーロサミット)での第3次支援での合意まで、不透明感に覆われた。しかし、これまでに公表されたデータを見る限り、6月下旬から7月上旬までの、言わば、ギリシャ支援の空白が、ギリシャ以外の国の経済活動に及ぼした影響は限られたようだ(注1)。

(注1) ギリシャも4～6月期の実質GDPは前期比0.8%だった。

実質GDPと連動性が高い総合PMI（購買担当者指数）は、ユーロ圏全体で7月は53.9で6月の54.2から低下したものの僅かに留まり、4～6月期並みの拡大ペースを保ったことを示唆する（図表2）。スペインの回復テンポが速く、ドイツは底固く、フランスが鈍いという主要国間の構図にも変わりはないようだ。

また、イタリア中央銀行と英経済政策研究センター（CEPR）が、工業生産やサーベイ調査、株価、金融統計などに基づいて算出している月次GDP（ユーロコイン指数）も7月は0.41%で成長のペースは落ちていないことを示唆する（図表3）。

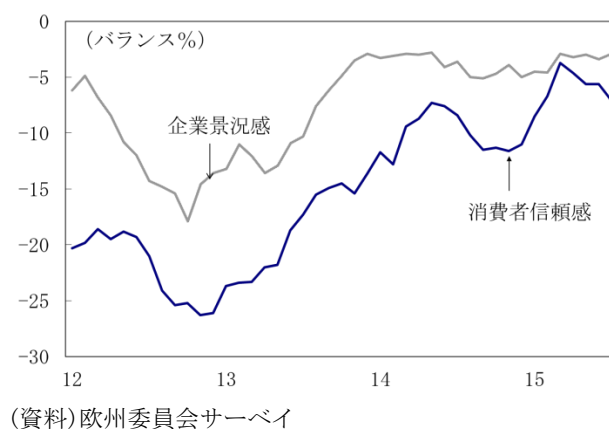
図表3 ユーロ圏月次GDP
(ユーロコイン指数)



(注) 工業生産、消費関連指標、雇用・賃金、サーベイ調査、金利、為替相場などに基づいて算出

(資料)イタリア中央銀行

図表4 ユーロ圏の
企業景況感と消費者信頼感



(資料)欧州委員会サーベイ

（ 第3次ギリシャ支援は正式始動。近隣諸国の消費マインドへの悪影響も緩和する見込み ）

その一方、直近にかけて悪化が目立つ指標もある。その1つが、消費者マインドだ。

欧州委員会のサーベイ調査は、企業景況感は長期平均（マイナス6.8）を上回る水準で安定しているが、消費者信頼感は今年3月までの改善基調が途絶え、7月はマイナス5.6からマイナス7.1に低下した。7月の消費者信頼感の低下はフランスのほか、ギリシャ、イタリア、ポルトガルなど南欧で目立つ。調査期間が、ギリシャ支援の空白期に重なったことが影響しているように思われる。

7月の消費者信頼感の悪化の主因がギリシャ情勢にあるならば、8月は一旦改善し、9月に再び悪化する流れを辿る可能性がある。7月の第3次支援の大筋合意から8月半ばにかけてギリシャの改革と支援の動きが加速した。しかし、支援が始まった20日にチプラス首相が辞任、9月20日にも総選挙が行なわれる見通しとなったからだ。

チプラス首相は、7月に第3次支援の大枠で合意した後、年金制度改革や付加価値増税、民事訴訟法、EUの銀行破綻処理指令の国内法への置き換え、さらに今月13日、農家・自営業者への課税強化など改革関連法案を成立させた。

こうしたギリシャ政府の対応を受けて、14日にユーロ圏財務相会合（ユーログループ）は、電話会議で総額最大860億ユーロ（約11.9兆円）の支援を正式に承認した。19日にはドイツ、オランダなどギリシャ支援に厳しい立場をとる国々での議会の承認手続きも終わり、欧州安定メカニズム

(E S M) の支援が始動した (図表 5)。

図表 5 ギリシャ向け第3次支援の概要

支援総額：最大860億ユーロ*
(うち銀行増資のために250億ユーロ)

支援期間：2015年8月～2018年8月

支援融資の加重平均償還期間：32.5年

金利：資金調達コスト+手数料 (現在約1%)

500億ユーロ規模を目標とする民営化基金設立
(売却益は返済、債務削減、投資に充当)

図表 6 ギリシャ向け第3次支援
改革プログラムの4本柱

財政の持続可能性の回復

金融システムの安定確保

経済成長、競争力、投資の促進

国家と行政の近代化

(資料) 欧州安定メカニズム (E S M)

(*) 国際通貨基金 (I M F) は欧州の債権者による債務減
免した後に参加する見込み

(資料) 欧州安定メカニズム (E S M)

第3次支援は、これまでの支援と同じく、幾つかのトランシェに分けて実施される。初回の割り当て分は260億ユーロで、うち130億ユーロの融資が20日に実行された。ここから20日にはE C Bが保有する32億ユーロのギリシャ国債が償還された。30億ユーロの融資は11月末に実行される。残る100億ユーロは、銀行の増資のために利用可能なE S M債でE S Mが管理する^(注2)。

(注2) 銀行増資枠の活用には、ユーロ圏の一元的銀行監督当局であるE C Bか、一元的銀行破綻処理委員会 (S R B) ないしギリシャ中央銀行の承認とE S M理事会の承認が必要。

(チプラス首相辞任の狙いは政権の求心力向上)

20日のチプラス首相の辞任表明には、第3次支援を活用したギリシャ経済の再生のために政権の求心力を高める狙いがあると思われる。

定数300のギリシャ議会で、S Y R I Z Aの議席は149と過半数を僅かに下回り、独立ギリシャ人と連立を組んできた。第3次支援の始動に必要な改革関連法案の成立は、与党内の造反を受けながらも、新民主主義党 (N D) など親E U・ユーロの野党の協力を得て成立させた。結果として、1月の総選挙で掲げた反緊縮の公約、さらに7月のE Uの支援条件への賛否を問う国民投票でのN Oへの呼びかけと異なる政策を推進してきたことに対して、改めて信認を問う必要があると判断した可能性がある。総選挙はS Y R I Z A内の反対勢力の一掃につながるかもしれない。

チプラス首相の人気は引き続き高いため、総選挙後、チプラス首相率いるS Y R I Z A中心の政権が誕生する可能性が高いと考えている。

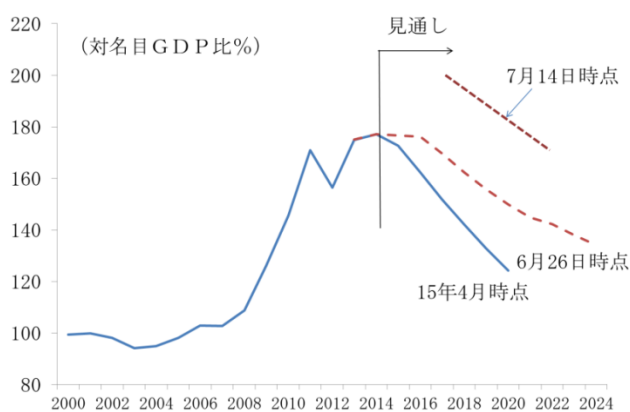
(改革プログラムの第1回の審査は10~11月一合格すれば債務減免とI M Fの関与に道)

ギリシャは、これから先も支援金を受け取るためには、覚書 (M O U) にまとめられた改革プログラムを実行する必要がある。第3次支援の改革プログラムは「財政の持続可能性の回復」、「金融システムの安定確保」と、これまでの支援では達成できなかった「経済成長、競争力、投資の促進」

さらに「国家と行政の近代化」という4本の柱で構成される。(図表6)。財政に関しては、基礎的財政収支の中期目標を名目GDP比3.5%の黒字とし、15年の0.25%の赤字、16年の0.5%の黒字、17年の1.75%の黒字を経て、第3次支援が終わる18年の目標到達を目指す。

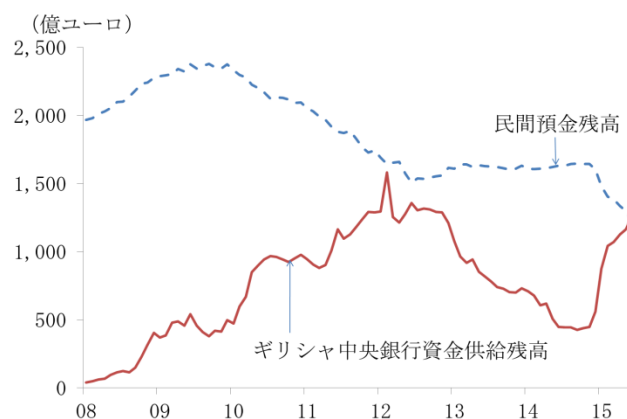
第3次支援の第1回の審査は10~11月に予定されている。この審査は支援金の受け取りだけでなく、債務減免やIMFの支援への参加に関わる重要な節目だ。IMFは、第3次支援の覚書の作成などには関与しているが、資金の拠出は見送った。IMFは、6月26日と7月14日の2回にわたりギリシャ政府の債務持続可能性に関する報告書をまとめている。その中で、6月末にかけての経済情勢の悪化に、支援協議の決裂や銀行閉鎖などが追い討ちをかけて、政府債務は持続不可能な水準に達していると判断を示している(図表7)。IMFの資金面での支援参加は、欧州の債権者による債務減免が条件となる。しかし、ユーログループは、債務減免は、ギリシャが第1回の審査を合格してからと位置づけている。債務減免の手段として、元本削減は行なわない方針であり、返済猶予期間や償還期限の延長などの従来と同じ方法で、IMFの支援参加が可能になるような効果を挙げる計画をまとめることができるかが焦点となる。

図表7 IMFのギリシャ政府債務残高
見通し



(資料) IMF

図表8 ギリシャの銀行の民間預金残高と
ギリシャ中央銀行の資金供給残高



(資料) ギリシャ中央銀行

(優先度の高い銀行健全化と民営化基金設立)

第1回審査までの期間で優先度の高い課題は銀行システムの健全化だ。ギリシャの銀行は、政権交替による支援協議の難航が見込まれるようになった今年始めから預金の流出が加速、6月末の段階では民間預金の残高をギリシャ中銀からの資金供給残高が上回るような状況となっていた(図表8)。支援協議の空白期に、ギリシャの銀行が3週間の銀行閉鎖を迫られたのは、ECBがギリシャ中銀による緊急流動性支援(ELA)の上限引き上げを認めなかったからだった。ギリシャの銀行は、流動性の問題だけでなく、この間の経済活動の混乱による不良債権の増大も見込まれている。

ギリシャの銀行には、第2次支援でも482億ユーロが投じられたが、第3次支援では初回実行分の100億ユーロも含めて合計250億ユーロの枠が予定されている。現在、銀行の資産査定とストレス・テストが進められており、年内には必要な増資を完了する。公的資金の導入にあたってはEUの銀行の破たん処理ルールが適用され、ペイル・インも行われるが、預金保険の対象外である大口預金者は多くが中小企業であるとの理由から負担を回避、シニア債に限定されることで落ち着いた。

500億ユーロ規模を目指す民営化基金は、第3次支援の中核と位置づけられるもので、やはり第1回審査までの期間で優先課題だ。15年内の創設のための法案の承認が求められている。

（ 改革が進展すればECBのオペ復帰、量的緩和の対象となる可能性も ）

第3次支援の条件である改革プログラムは、直ちにギリシャの経済成長や雇用につながるものではないが、デフォルトとユーロ離脱のリスク回避には必要だ。

そもそも今回の危機は、今年1月に発足したチプラス政権が、支援の見返りとして約束した改革を撤回する方針を示したことが始まりだった。2月にECBが、投資非適格のギリシャ国債を「適格担保」として取り扱う特例から除外したため、ギリシャの銀行はECBのオペではなく、ギリシャ中央銀行のELAに頼らざるを得なくなった。3月にスタートした国債等の買入れによる量的緩和の対象からもユーロ圏の19カ国でギリシャの国債のみが除外されている。

第3次支援の始動は、ギリシャ国債を「適格担保」とする特例措置の停止を解除、ギリシャの銀行のECBオペへの参加、さらにECBの量的緩和の対象となる可能性がある^(注4)。

(注4) ECBのクーレ理事は8月15日に発行されたドイツ紙ベルゼン・ツァイトウングのインタビューで、第3次ギリシャ支援の始動が自動的に特例措置の停止解除につながる訳ではないが、第3次支援は改革プログラムの前倒し実施を求めているため、第1回の審査結果を待たずに早めに解除することは可能と述べている。

（ 総選挙で根本から覆ることもないが、ギリシャ問題がこのまま解決することもない ）

9月の総選挙によって、こうしたスケジュールが後連れする可能性はあるが、根本から覆ることはないだろう。政権がどのような枠組みとなるにせよ、当面は、政府と銀行の資金繰りの安定化とユーロ離脱リスクを封じ込めたいという思いが、改革の推進力になると考えられる。

とは言え、このままギリシャの政府債務問題が一気に解決に向かい、ユーロ離脱への懸念が解消するとは考え難い。金利の水準や元本返済の猶予期間、償還期限といった融資の条件は、厳しすぎる訳ではない。約束した改革を実行している限り、ユーロ圏の一員であり続けられる。ただ、その代償として、ギリシャは国際債権団から実行すべき政策について指示され、監視を受け続けなければならない。国家としての主権、国内議会の権限が侵害された状態が長期化することへの不満が募り、ユーロ離脱への機運が高まる可能性は排除できない。

第3次支援の正式な始動にあたって、ユーログループのダイセルブルーム議長が「我々が、向こう数年間で問題に直面することは間違いない（しかし、我々は問題に取り組むことができると信じている）」と述べている。債権団の側も先行きを決して楽観していない。

（ しかし、短期的にはギリシャの問題が世界経済の下振れリスクとなることはない ）

すでに見たとおり、ギリシャの資金繰りを巡る緊張がピークに達した6月下旬～7月上旬もユーロ圏経済に目立った変調はなかった。総選挙前にいくらか緊張が高まる場面もあるかもしれないが、そもそもギリシャは、経済規模が小さく、公的支援金への依存度が一段と高まったことで民間投資家への影響も限られるため、ユーロ圏経済や世界経済を下押しするリスクとはなり難い。

むしろ、足もとで下振れリスクとして注意すべきは、中国経済の減速だろう。4～6月期のユーロ圏の外需はプラスとなったと見られるが、月次の貿易数量には直近にかけて減速傾向が表れている(図表9)。相手地域・国別の金額ベースの月次の輸出統計では、米国と英国などユーロ未導入のEU加盟国は概ね拡大基調だが、中国向けが失速の兆候を示している(図表10)。

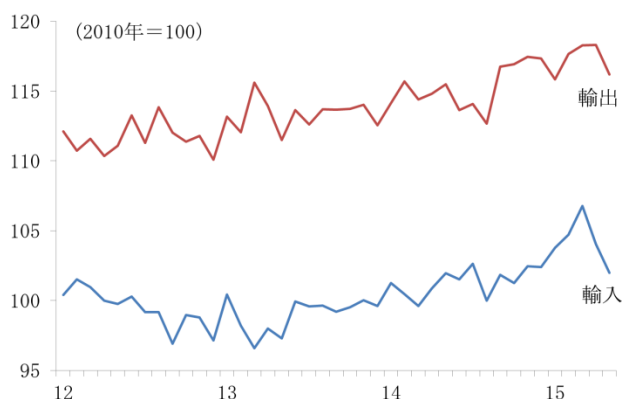
ユーロ圏の対外取引に占める中国の比重は、ユーロ未導入のEU加盟国や米国に比べて小さい(図表11)。2008年時点ではユーロ圏にとって中国以上の輸出市場であったロシア向けは、13年以降、ロシアの景気後退とウクライナ情勢を巡る制裁・報復措置の影響で14年に急失速した。足もとさ

らに減少しているが、ユーロ圏の企業業績は好調で、景況感にも大きな影響はなかった。

輸出市場としての中国の比重もユーロ圏全体から見れば必ずしも大きくはない。ユーロ圏の中国向けの財輸出の名目GDP比で見た規模は1.3%で、米国に比べれば大きいですが、日本の2.7%の半分以下だ（図表12）。

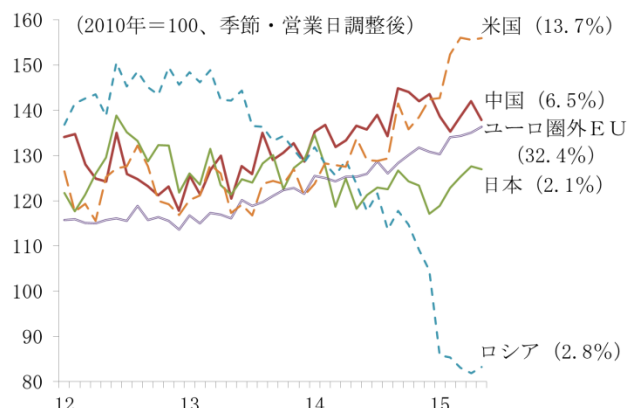
しかし、国や業種・企業ごとに影響の受けやすさは違う。輸出指向の強い製造業を担い手とするドイツは、対中輸出の規模は名目GDP比で2.6%とEU加盟国の中でも例外的に高く、日本並みだ。相対的に中国経済の減速の影響を受けやすいと言えるだろう。

図表9 ユーロ圏の輸出入数量指数



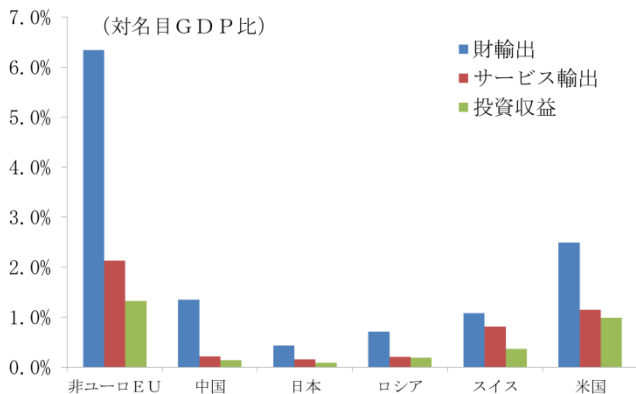
(資料) ECB

図表10 ユーロ圏の輸出金額指数



(資料) ECB

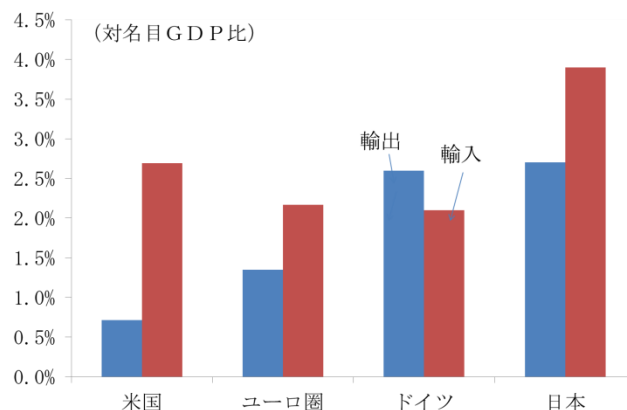
図表11 ユーロ圏の相手地域・国別
対外取引規模



(注) 14年4~6月期から2015年1~3月期の実績

(資料) ECB、欧州委員会統計局

図表12 ユーロ圏と日米の対中財輸出入額
(2014年)



(資料) 各国統計

中国の経済規模はロシアを遥かに上回るため、需要鈍化の世界的な影響が大きく、資源価格の低下を通じた資源国経済の鈍化などで影響が増幅される可能性がある。資源価格の低下は、ユーロ圏にとって基本的にプラスだが、資源国の成長鈍化はマイナスに働く。米国の利上げへの懸念から資本流出が続く新興国の動向も含めて、ユーロ圏の下振れリスクとして意識しておきたい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。