

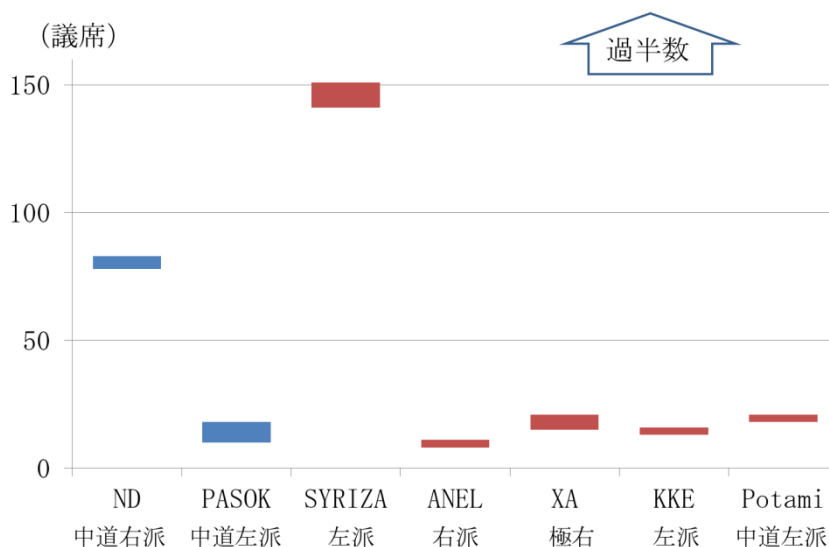
Weekly エコノミスト・ レター

ギリシャ、総選挙へ ～SYRIZA勝利≠ユーロ離脱～

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

1. 1月25日のギリシャの議会選挙が迫ってきた。最大野党SYRIZA勝利の観測は、年明け後の世界的株価下落の一因となったが、その後の影響は12年に比べて限定的だ。
2. 足もとのユーロ安の主な要因はギリシャ政局よりも、むしろ欧州中央銀行（ECB）の追加緩和期待にある。ギリシャ以外の国債の利回りは低下している。現在では、欧州安定メカニズム（ESM）など伝播を防ぐ「防火壁」も厚くなっている。
3. ギリシャの財政事情も変わった。EU・IMF・ECB（トロイカ）の支援の一環として12年に行われた民間の損失負担による債務再編、公的支援に関する負担軽減、国債買戻しを通じて政府債務の残高は削減、満期が長期化し、財政の基礎的収支は黒字化した。
4. ギリシャの耐性も向上し、債務不履行の場合の銀行システムを通じた影響は限られるようになったとは言え、ギリシャの安定はトロイカの監視下にあつてこそ保たれている。SYRIZAを中心とする政権がトロイカとの合意からかけ離れた政策を実行した場合、支援打ち切りだけでなく、ECBの金融政策からも切り離されることになる。
5. SYRIZAも、その支持者もユーロ圏からの離脱、EUからの脱退に発展することは本意ではない。SYRIZAも一方的な政策転換は否定している。トロイカとの妥協の余地を探る見通しだ。新政権には既得権益に切り込めるかどうか問われよう。

解散総選挙決定後の世論調査に基づく政党別獲得議席数予測
～SYRIZA第1党は確実視、単独過半数は困難～



(注) 青が解散前の与党、赤が野党。棒の分布と長さは獲得議席数予測の最低と最高の範囲を示す(資料) 各社調査

（ギリシャは1月25日に議会選挙を実施）

1月25日のギリシャの議会選挙が迫ってきた。ギリシャ議会は1院制で任期は4年。議会の任期は1年半あまり残っていたが、12月にギリシャ議会で実施された大統領選挙で、3回目の投票でも連立与党が推すディマス候補（元欧州委員）の獲得票数が168票と必要な票数（180票）に届かなかったため、憲法の規定に従って29日に解散した。

ギリシャの議会選挙は、比例代表制で300の議席を争う。第1党には50議席が与えられ、残る250議席を3%以上の票を獲得した政党に配分するルールである。2012年5～6月に実施された前回のギリシャの議会選挙は、結果次第で、ユーロ圏の分裂とユーロの崩壊に発展するとして多大な関心を集めた。ギリシャでは、1974年の軍事政権の崩壊以後、中道右派の新民主主義党（ND）と中道左派の全ギリシャ社会主義運動党（PASOK）のいずれかが政権を担ってきた。しかし、12年の選挙では、財政危機を許し、欧州連合（EU）、国際通貨基金（IMF）、欧州中央銀行（ECB）の3機関、いわゆるトロイカから支援の条件として厳しい緊縮策を受け入れた二大政党離れと、反緊縮を唱えた急進左派連合（SYRIZA）への支持が広がったからだ。結局、12年は5月6日の第1回目の選挙では政権樹立に至らず、6月17日に再選挙を実施することになった。この間、ユーロ圏の市場では、ギリシャ新政権とトロイカとの亀裂が決定的になり、ユーロ離脱を余儀なくされるとの観測が広がり、極度の緊張状態が続いた。

今回、世論調査では、SYRIZAの支持率が与党第1党のNDをリードする状態が続いており、総選挙でSYRIZAが第1党となる可能性は高い。ただ、解散総選挙決定後に実施された世論調査でSYRIZAの単独過半数（151議席）を予測しているのは1社に過ぎない（表紙図表参照）。SYRIZAが第1党となっても、単独過半数に届かない場合、3日以内に左派政党などとの連立協議をまとめられなければ、政権協議の権限は第2党となるNDに移る。同じ左派の共産党（KKE）はSYRIZAとの連立を否定している。議席獲得の見通しとなっている中道左派の新党・川（Potami）との連立が成立するかが焦点となりそうだ。NDが第1党の場合も、現在の連立パートナーであるPASOKからは人材の流出もあり支持離れが目立っているため、政権協議は難航する可能性がある。12年と同じように、連立協議が所定の期間内にまとまらず、3月初めにも再選挙となり、政治空白が長引く可能性がある。

新政権が成立した場合、今回の解散・総選挙のきっかけとなった大統領選挙が再開される。再開後、2度目の投票では大統領選出に必要な票数が180から150に下がるため、大統領の選出はできる見通しだ。

（ギリシャの影響は12年に比べ限定。ECBの追加緩和期待は大きく、防火壁は厚くなった）

解散・総選挙の決定後、ユーロの対ドル相場は12年7月につけた安値を更新（図表1）、年末年始にかけての世界的な株価の下落要因となった（図表2）。

ただ、ギリシャの政局不安の影響は12年ほど強くはない。ドイツや、フランスなどでは既に株価は反発している。ユーロ相場は、ここにきて対円でもユーロ安が進み、貿易相手国通貨でウェイト付けした名目実効為替相場も大きく低下しているが（図表3）、その主な要因は、ギリシャ政局不安ではなく、欧州中央銀行（ECB）が、国債買い入れによる量的緩和を決めるとの期待の高まりがある。結果として、国債市場では、12年のようなギリシャの不安の高まりと連動して、周辺国の国債利回りが上昇するどころか、スペインで1.5%、イタリアで1.7%と米国債の1.8%を下回るほど低くなっている。（図表4）。

国債市場の動きが異なる背景として、危機の伝播を防ぐ「防火壁」が厚くなっていることも効い

ている。12年の総選挙時、資金繰りを支援するユーロ圏の枠組みは3年期限のE F S Fだったが、12年10月には常設の欧州安定メカニズム（E S M）が創設、現在はフル稼働している。12年9月にE C Bが導入を決めた国債買入れプログラム・OMTも、今月14日には欧州司法裁判所の法務官が「合法」との判断を示し、バック・ストップとしての信頼度が高まった。

図表1 ユーロの対ドル、対円相場



(資料)欧州委員会統計局

図表2 独仏、南欧諸国の株価



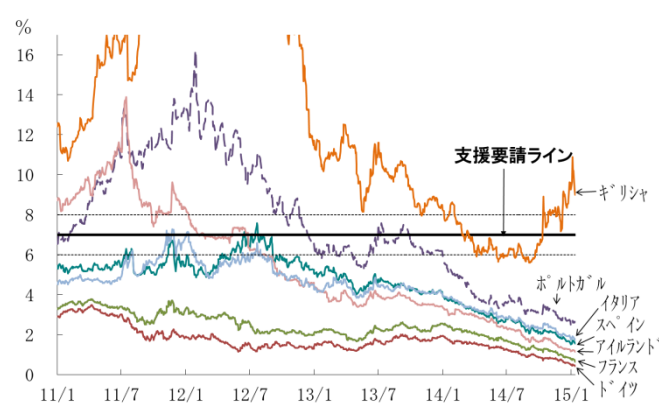
(資料)欧州委員会統計局

図表3 ユーロの名目実効為替相場



(資料)E C B

図表4 ユーロ圏の10年国債利回り



(資料)ロイター

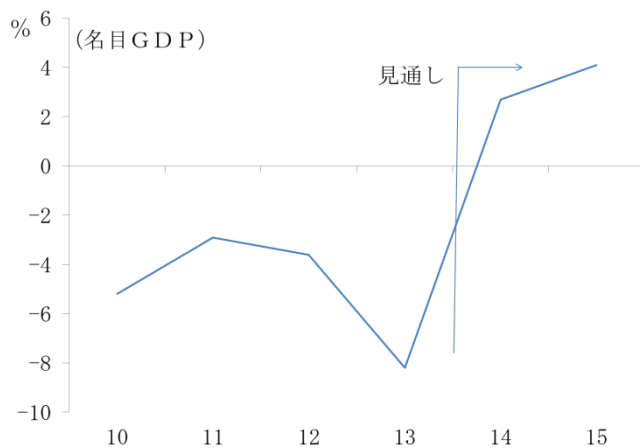
(12年の債務再編などを経て、ギリシャの財政事情は好転、民間保有の債権は激減)

ギリシャの財政事情も12年とは変わっている。まず、最大の違いは、基礎的財政収支が黒字、つまり利払いを除けば財政は黒字に転じていることだ(図表5)。

政府債務の残高は2011年末の3559億ユーロに対して、14年9月末は3217億ユーロに減り、債務の構造も変わった。トロイカの支援の一環として、12年3月には民間投資家に損失負担を求め、最短でも2023年を償還期限とする国債に交換する債務再編(P S I)が行われた。同年12月には債務負担軽減策(E S Mの前身であるE F S F等の支援金の返済期限の15年間の延長、10年間の利払い猶予、ギリシャ政府による国債買戻し)も実施されたからだ。

2014年9月末時点で、債務残高のおよそ7割がトロイカの融資に置換わり(図表6)、中央政府の債務の残存期間の加重平均も2011年の6.3年からは16.5年まで延びている。ギリシャの国債管理庁(P D M A)では、2015年の国債償還額は200億ユーロとしている。短期国債のほか、債務再編の対象外となったE C B保有分の国債の償還、I M Fへの返済などがある。

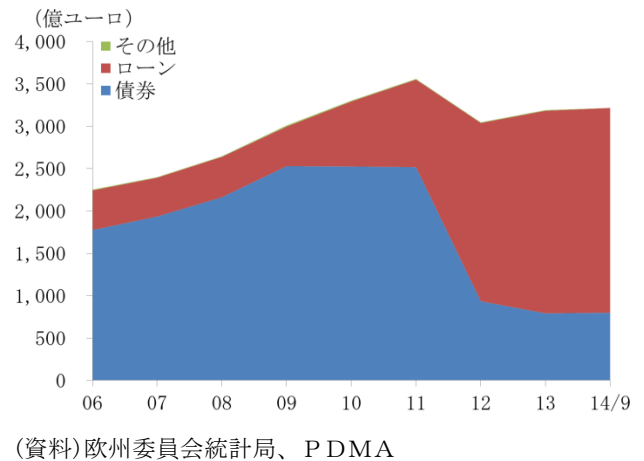
図表5 ギリシャ：財政の基礎的収支



(注) 2014 年以降は欧州委員会による見通し

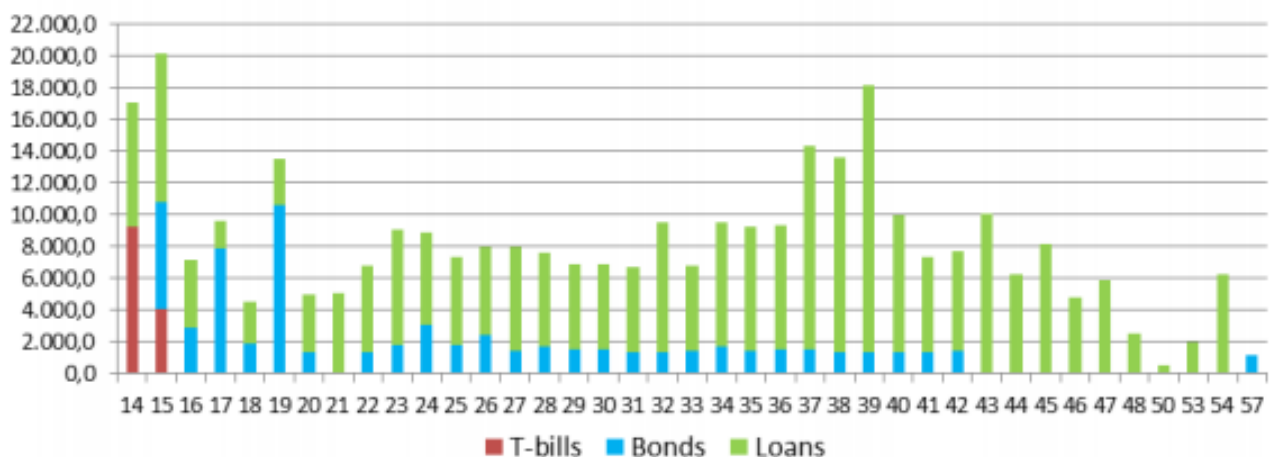
(資料) 欧州委員会「秋季経済見通し」

図表6 ギリシャ：政府債務の残高



図表7 ギリシャ：政府債務の償還スケジュール

(単位：100 万ユーロ)



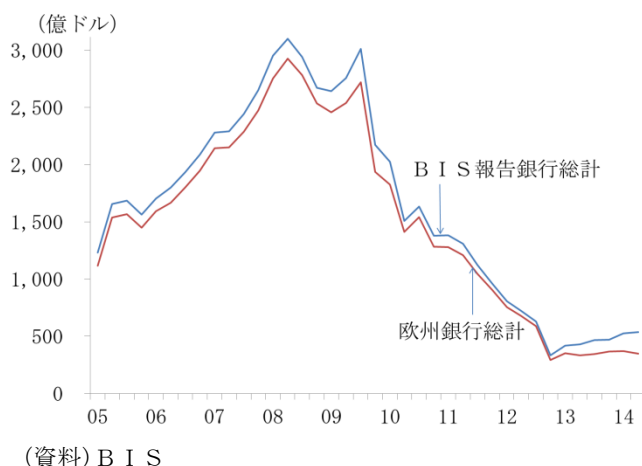
(注) 2014 年 9 月時点の見通し (資料) PDMA

ギリシャ政府の債務の多くが支援融資に切り替わった結果、銀行が保有するギリシャ向けエクスポージャーは減っている。B I S 報告銀行全体で世界金融危機直前の 08 年 6 月のピーク時には 3000 億ドルを超えていたが、14 年 6 月には 500 億ドルに減っている（図表 8）。うち、欧州の銀行のシェアは 9 割を超えていたが、12 年にかけて残高が圧縮、その後、回復に転じていないまま、残高は 349 億ドル、シェアは 7 割を割っている。

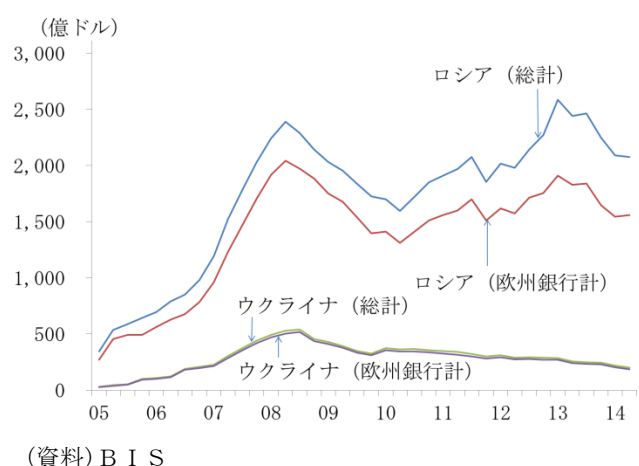
ちなみに、ウクライナ問題で緊張関係が続くロシア向けのエクスポージャーは B I S 報告銀行全体で 2076 億ドル、欧州銀行では 1558 億ドルある。銀行の損失という観点に限れば、ヨーロッパの銀行システムにとって、ギリシャよりもロシアの問題のインパクトの方が遥かに大きい（図表 9）。

なお、昨年、E C B が行った銀行の包括査定の結果公表と合わせて開示された 2013 年末の時点でのソブリン・エクスポージャーの残高を見ると、対象行のギリシャ政府向けのエクスポージャーは、212 億ユーロであった。そのうち 99% をギリシャの銀行が占める。

図表8 BIS報告銀行と欧州銀行の
ギリシャ向けエクスポージャー



図表9 BIS報告銀行と欧州銀行の
ロシア・ウクライナ向けエクスポージャー



(ギリシャの安定はEU・IMFの監視下にあるからこそ保たれている)

ギリシャの財政が、市場環境の悪化に対して一定の耐性を持つようになったとは言え、ギリシャは、EUとIMFの監視下にあるからこそ、市場へのアクセスも確保され、金融システムも安定を保っている。

昨年12月のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）では、ギリシャの第二次支援は今年2月末まで期限の2カ月延長を決めている。延長された2カ月間は現在のプログラムの最終審査とともに、これに続くESMの「予防的支援プログラム」に関する条件設定等に充てる予定だった。

アイルランドとポルトガルは、支援プログラムから完全に「卒業」したため、これまでに「予防的支援プログラム」が適用された事例はない。プログラムは、「予防的条件付き信用枠（PCC L）」と「拡張条件付き信用枠（ECC L）」の2種類、当初1年、半年単位で2回まで更新が可能である。信用枠の利用は、ローンないし国債市場における直接引き受けの形をとる。

PCC Lは、政府債務が持続可能、名目GDPの3%を超える過剰な財政赤字の是正手続き（EDP）違反がなく、適正な条件での資本市場へのアクセスの記録がある、持続不可能な対外不均衡はない、銀行に支払い能力の問題がないといった条件を満たす国を対象とする。ギリシャは、この間の構造改革によって、先述のとおり財政の基礎的収支の黒字化を実現したほか、大幅な経常赤字の削減を実現している（図表10）。銀行市場の健全化も取り組んだ。しかしながら、PCC Lの条件には適合していないと見られており、ECC Lの適用が予定されている。ECC Lの場合は、脆弱性を克服し、将来の市場アクセスに問題が生じることを回避するような是正措置を採択する義務があり、その実行状況に対する四半期ごとのトロイカの審査を受けることになる。

(SYRIZA政権の一方的公約の実行は、ユーロ離脱に発展するリスクはあるが・・・)

SYRIZAのツィプラス党首は、追加の債務削減の他、最低賃金の切り下げや公的支出の削減方針の撤回、資産売却の中止などの公約を掲げる。これらが「急進左派的」な政策であるかはともかく（注1）、トロイカのプログラムで実行した改革を巻き戻すことにはなる。

（注1）ツィプラス党首のアドバイザーであり、総選挙に立候補しているエコノミストのCostas Lapavistas氏は1月8日に放送されたBBCのインタビューでSYRIZAの政策を「ネオ・ケインジアン」と表現した。

仮に、SYRIZA政権が誕生し、これらの改革を一方的に実行した場合、現在のプログラムの

最終審査をパスできず、E C C Lの設定も見送られるだろう。E C Bは、支援プログラムの履行を前提としてギリシャ国債を担保として受け入れており、これを履行しないということが明確になれば、適格担保から除外せざるを得ない。ギリシャ中央銀行による緊急流動性支援（E L A）を認めるか否かもE C Bの判断に委ねられるが、ユーロ圏のルールに違反し、破綻状態に陥ったギリシャにE C Bも手を差し伸べることはできないだろう。

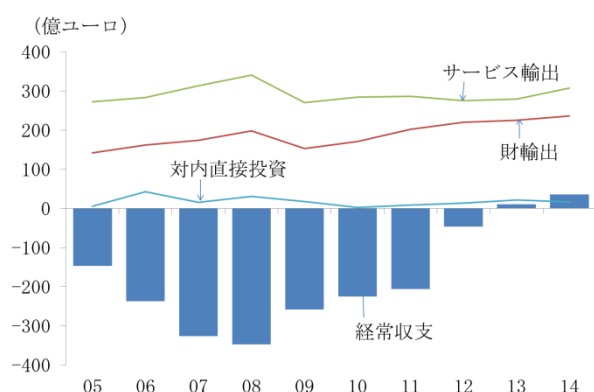
（S Y R I Z A政権発足の場合もトロイカとの対話を通じた解決の糸口を探らざるを得ない）

このように、ギリシャにとって、トロイカとの決定的な亀裂は、支援停止だけでなく市場のアクセスも封じてしまう弊害が大きすぎる選択だ。S Y R I Z Aも、その支持者も現状打破を望んでいるものの、ユーロ圏からの離脱、E Uからの脱退に発展することは本意ではない。S Y R I Z Aも一方的な政策転換は否定している。

結局、S Y R I Z Aが政権政党となった場合も、トロイカに対して、基礎的収支の黒字転化に象徴される改革の努力と、生産活動・雇用の水準が危機前を2割以上下回る（図表 11）という経済・雇用の深刻な打撃に配慮を求め、妥協の余地を探ることになるだろう。

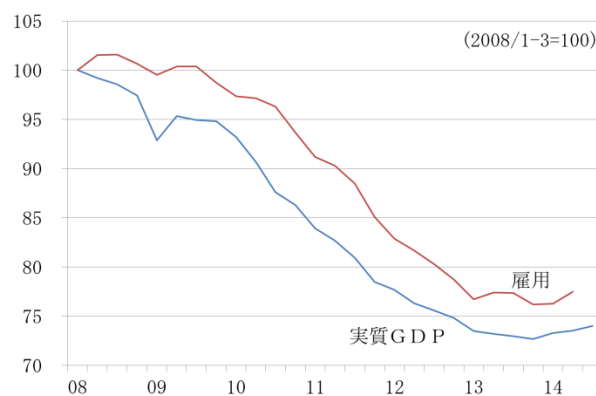
トロイカも、ユーロが、域内格差を増幅する仕組みとして機能することに歯止めを掛けるために、ギリシャ経済の再生と政府債務の持続性の向上に対して、一定の譲歩をする必要がある。ギリシャは、先述のとおり、基礎的収支の黒字転化を果たし、経常収支の黒字化も実現している。しかし、金額ベースで見た、財・サービス輸出は危機前の水準を漸く回復した段階で、直接投資の収支や対内直接投資のレベルにも大きな変化はない。言い換えれば、内需の萎縮が経常収支と国際収支の安定化の主因なのである。これを「ギリシャの改革の努力が足りないから」と片付けるのはフェアではないように感じる。

図表 10 ギリシャ：国際収支



（注）14 年は実績推定値 （資料）ギリシャ中央銀行

図表 11 ギリシャ：雇用と実質GDP



（資料）欧州委員会統計局

（新政権に問われるのは、トロイカとの対話を維持しつつ、既得権益を打破できるかどうか）

オックスフォード大学のパブロス・エレフセリアディス准教授は『フォーリン・アフェアーズ』誌 2014 年 11 月／12 月号への寄稿「ギリシャを搾取したオリガークたち（Misrule of the Few）」で、ギリシャは、財政危機に見舞われてから、様々な改革を実行したが、「依然として閉鎖的で、競争力に乏しく、大きな格差を抱えている」と評価し、その原因を「一握りの裕福な一族、オリガーク（少数の特権階級の支配者）たちがギリシャの政治を支配し、特権的立場を維持」しているこ

と「専門職団体や公的部門の労働組合という既得権益集団も存在する」ことにあるとする。従来の主力政党が、一般庶民に多大な犠牲を強いる一方で、こうした領域に踏み込めなかったとすれば、SYRIZAを中心とする政権の誕生は必然と言えるかもしれない。

SYRIZA政権が誕生することになれば、その真価は、トロイカとの対話を維持しつつ、既得権益に切り込み、格差の是正や競争力の向上につながる改革を推進することができるかという点で問われることになるだろう。

(注2) Financial Times も 15 年 1 月 13 日付けの記事 “Syriza turns Greek oligarchs from taboo subject to economic priority” でオリガークの問題について採り上げている。

(2015 年も多くの国が総選挙を予定。注目を集めそうな英国とスペイン)

2015 年の EU では、ギリシャの総選挙に続いて、3 月 1 日にエストニア、同 22 日にスウェーデン、4 月 19 日にフィンランド、5 月 7 日に英国で総選挙が実施される。具体的な日程は未確定ながら、ポルトガルで 5~6 月、デンマークが 9 月中、ポーランドが 10 月中、スペインも 12 月 20 日までに総選挙を実施する予定だ。

これらの選挙のうち、EU とユーロ圏に一定の緊張をもたらす可能性があるのは英国とスペインだ。英国では EU 離脱・移民制限を掲げる英国独立党 (UKIP) への支持の広がりや圧力となり、キャメロン首相は、与党保守党が勝利した場合、17 年に EU 残留の是非を問う国民投票を行う方針を示している。スペインでは、14 年に発足したばかりの左派政党 PODEMOS が、汚職問題で揺れる与党の民衆党を上回る支持を集めている。PODEMOS は、政府債務の再編や緊縮策の見直しなどの公約を掲げている。

英国の総選挙の結果は、市場の急激な変動につながるものではないと考えられるが、スペインでは、PODEMOS が、高い支持率と政府債務の再編の公約を維持したまま、選挙期日が近づけば、市場が動揺する可能性がある。PODEMOS も、SYRIZA と同じく、政権政党の可能性が視野に入るに連れ、公約を穏当化するという展開が有力と思われるが、今後の展開を注視する必要があるようだ。

(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。