みずほマーケット・トピック（2014 年 12 月 24 日）

2015 年、最初のテーマはギリシャになるか？

第 2 回ギリシャ大統領選挙は連立与党が擁立するディマス元欧州委員の得票数が決定に必要な 200 議席に及ばず、12 月 29 日の第 3 回投票へと持ち越し。ここで未決の場合、議会解散の後、1 月 25 日もしくは 2 月 1 日に総選挙となる。世論調査を踏まえれば、与党第一党が急進左派連合（SYRIZA）となる公算が大きく、その他野党との連立が進めば、議席の過半数を押さえる展開も有り得る。新政権は当然にしてトロイカが求める再建プログラムの履行拒否を主張すると思われる。この際、市場が警戒すべきは「トロイカとの交渉拒否→融資振り込まれず→ECB の適格担保から除外」とのプロセスを経て、ギリシャが ECB による緊急流動性支援（ELA）の利用を余儀なくされる事態。過去の経験を参考にすれば、資金調達が ELA 依存となると、自然な結末としてのユーロ脱退が想起されやすい。国際金融市場安定のためにも、まずは 29 日の第 3 回投票で新大統領が選出されることを期待するしかない。さもなければ 2015 年最初のテーマはギリシャになるだろう。

～12 月 29 日まで予断許さず～

昨日行われた第 2 回ギリシャ大統領選挙は連立与党の擁立するディマス元欧州委員の得票数が 168 票に止まり、決定に必要な 200 票が集められなかった。これにより新大統領の決定は 12 月 29 日の第 3 回投票へと持ち越されている。ギリシャ大統領選挙は第 1 回目及び第 2 回目に関しては定数 300 票のうち 200 票の賛成で可決されるが、第 3 回目では 180 票で可決されるため、あと 12 票の取り込みが必要となる。右表はギリシャ議会が公表する政党別議席数だが、新民主主義党（ND）と全ギリシャ社会主義運動（PASOK）の連立与党で 155 議席にしか及ばず、左派系野党 5 党で 121 議席、中立政党で 24 議席というのが現状である。要するに、元より第 1 回、第 2 回の投票は注目されておらず、恐らくは第 3 回目も厳しいのではないか、というのが従前の見立てとなっていた。

ギリシャ議会、政党別議席数

①	連立与党	新民主主義党（ND）	127
		全ギリシャ社会主義運動（PASOK）	28
②	野党（左派）	急進左派連合（SYRIZA）	71
		黄金の夜明け	16
		ギリシャ共産党（KKE）	12
		独立ギリシャ人（ANEL）	12
		民主左派（DIMR）	10
③	野党（浮動票？）	独立民主国会議員	17
		無所属（independent）	7
	①連立与党		**155**
	②左派系野党5党		**121**
	③不明		**24**
	※大統領選出に必要な議席数（1回目、2回目）		200
	※大統領選出に必要な議席数（3回目）		180

（資料）ギリシャ議会「Per Parliamentary Group」を参照に筆者作成

上述した通り、第 3 回投票では 180 票が要求されるため、連立与党全員の賛成に加え、中立政党 24 票も全て取り込んだ上で、左派系野党 5 党から 1 議席以上の造反をさせなければならない

17 日の第 1 回投票では 160 票、昨日の第 2 回投票が 168 票と微増となっている現状を踏まえる限り、第 3 回も予断を許さないだろう。仮に、第 3 回で決着がつかなかった場合、そこから 10 日以内に議会が解散され、30 日以内に総選挙が行われることになる。既に報じられている通り、第 3 回で未決着となった場合、1 月 25 日もしくは 2 月 1 日に選挙が行われることになる。

～Grexit 騒動再び～

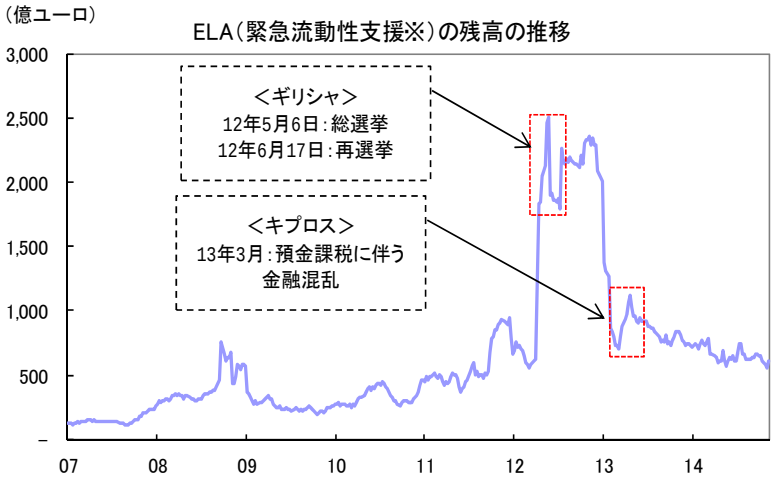
問題は仮に選挙になった場合、足許の世論調査を踏まえれば、与党第一党が急進左派連合（SYRIZA）となる公算が大きいという事実である。21 日、サマラス・ギリシャ首相は連立与党候補への支持を取りつけるために、トロイカ（IMF・ECB・欧州委員会）との金融支援交渉が終われば、2016 年 6 月の議会任期満了を待たずに「2015 年末に総選挙を行うことも考えられる」との譲歩案を野党側に示しているが、SYRIZA を筆頭とする野党勢からすれば、自身の支持率が高いうちに解散・総選挙に追い込みたいわけで、この譲歩案は殆ど奏功していない（故に 168 票だったのである）。

市場参加者の記憶に新しいように、2012 年 5 月の総選挙並びに同年 6 月の再選挙では SYRIZA がトロイカとの財政再建交渉拒否を掲げ、最終的にはユーロ圏からのギリシャ脱退（Grexit）までまことしやかに囁かれた。その際、ユーロ相場も対ドルで 1.20 付近、対円でも 95 円台まで急落している。2012 年選挙ではそれでも ND が第一党となり、何とか極端な左傾化を回避できたものの、今回の選挙で支持率 1 位の SYRIZA が第一党となった上でその他の政党と連立を組むことに成功すれば左派色の強い政権が過半数を獲得する展開も有り得る。

この場合、市場が最も警戒すべきはトロイカとの交渉決裂に始まる混乱である。SYRIZA が高い支持率を得ている背景にはトロイカの緊縮財政方針を痛烈に非難しているという事実があり、当然にしてトロイカがつきつける再建プログラムの履行拒否が主張されるだろう。後述するように、トロイカとの交渉決裂は順当に考えればギリシャ脱退（Grexit）懸念に繋がるはずである。しかし、そもそも国内の年金や公務員給与の支払いがトロイカ支援に依存する以上、トロイカに逆らい続けて得るものはなく、それらが未払いになる事態になれば今度は SYRIZA 政権自体が支持率を落とすことになり、最終的には、市場を散々混乱させた挙句、ある程度の緊縮を飲まざるを得ないと推測される。

～ELA 利用に始まる最悪シナリオ～

とはいえ、市場からすれば「散々混乱させた挙句」の部分が気になるところではある。2012 年当時の状況を参考にするならば、「トロイカとの交渉拒否→融資（トランシェ）振り込まれず→ECB の適格担保から除外」とのプロセスを経て、ギリシャが ECB による緊急流動性支援（ELA）の利用を余儀なくされる事態は想定される。規定により ELA の内情は不明だが、カシメリニ（Kathimerini、ギリシャで発行



（資料）Datastream,　※正確にはECBのB/Sにおける「非金融政策関連の信用金融機関への与信」を見たもの。

される日刊新聞）のインタビューに対し[1]、ストゥルナラス・ギリシャ中央銀行総裁は「そのような場合（≒トロイカとの交渉に決裂した上で 2015 年 1 月 1 日までに予防的信用枠も得られない場合）でも流動性はストップしないが、それは ELA からの供給になるだろう」と述べている。この上で、「現在、ギリシャの国内銀行はユーロシステム（ECB）から 0.05％のコストで資金調達を行っているが、そうした望まざるケースにおいては、約 1.55％のコストがかかる ELA に依存する必要があるだろう」とも述べており、ELA 利用に追い込まれた際の高い資金調達コストに懸念を示している。この「政策金利＋1.50％」という調達コストがギリシャの金融システムにとって絶望的に高いことは想像に難くない。

2013 年 3 月のキプロス国内銀行に係る預金課税騒動然りではあるが、ユーロ圏において金融システム不安が極限まで高まる際には ELA 利用に追い込まれるというステップがある。そして、この次の展開として「ECB が ELA の利用を許可しない」というのが最悪シナリオになる。仮に、ECB からの通常オペに加え ELA の利用も封じられる状況が続けば（もちろん市場からの調達もできない）、経常赤字が続くギリシャの状況を踏まえれば、いつかは同国内から対外支払いのための通貨ユーロが枯渇することになる。そこまで至れば自国通貨を発行せざるを得ず、ユーロ圏からの脱退が現実味を帯びてくる。これは 2012 年 5～6 月のギリシャ選挙時にも話題となったし、2013 年 3 月のキプロス騒動の時にも EU との交渉拒否が ELA の打ち切り懸念に繋がるということがあった。SYRIZA を筆頭とする左派系政党が標榜しているのはあくまで過度な緊縮の拒否であって、ユーロ圏からの離脱はそこから類推される最悪の結末でしかない（自発的にユーロ圏から脱退を希望している訳ではないと思われる）。

だとすれば、SYRIZA が政権を奪取したとしても、せいぜい 1～2 か月程度の混乱を経て、収束が見込まれるだろう[2]。しかしそれは、裏を返せば 2015 年の金融市場を最初に揺るがすテーマがギリシャになりそうだということにも等しい。国際金融市場安定のためにも、まずは 12 月 29 日の第 3 回投票で新大統領が選出されることを期待するしかない。

以　上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌　大輔（TEL：03-3242-7065）
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

[1] ekathimerini.com, "*Debt relief 'still needed' says Bank of Greece chief". November 29, 2014.*

[2] 現状、2014 年 2 月末が締め切りだった欧州金融安定ファシリティ（EFSF）による 18 億ユーロの振込みは、大統領選挙実施を条件に 2015 年 2 月末へ延期されている。こうした状況に鑑み、とりあえずは 2 月いっぱいが 1 つの目安となりそうである。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC（12月17～18日開催分）を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation（期待）以上、target（目標）未満のintention（意思）～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会（12 月4 日）プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合（10月31日開催分）
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて（10月28～29日開催分）
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック（弛み）について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム（CBPP3）などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2014年9月分）
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨（9月16～17日開催分）を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議（10/1）議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給（TLTRO）について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC（9月16～17日）を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版（ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～）
2014年9月4日	9月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版（ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～）
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3 つの契機～
2014年8月15日	週末版（ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～）
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版（ユーロ圏7月消費者物価指数（HICP）などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～）
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO（TLTRO）の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版