

みずほマーケット・トピック(2015年2月18日)

当面のギリシャ情勢に関する論点整理

ギリシャ情勢は依然混迷の度を深めているが、一部報道によればギリシャは本日中にも「融資合意の6か月延長」を申し出る可能性があるという。元より、落とし所は「第2次金融支援の継続。しかし、緊縮は緩やかに」という折衷案になる公算が大きい。ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)がある程度、緊縮路線の内容に関し譲歩しつつ、第2次金融支援の枠組み自体は残すということでギリシャとEU、双方の面子が守られるだろう。本欄では混迷を深めるギリシャ情勢について簡単な論点整理を行う。一部では「ギリシャ問題はもう市場に織り込み済み」という声も聞かれる。だが、果たして今夏の解散・総選挙まで見込んでいる向きがどれほどいるだろうか。今年の最大のテーマはFRBの利上げと言いつつ、少なくとも上半期はギリシャ色になる可能性も。

～落とし所はもう見えている～

ギリシャ情勢は依然混迷の度を深めているが、一部報道によればギリシャは本日中にも「融資合意の6か月延長」を申し出る可能性があるという。本稿執筆時点では、この「融資合意」が何を指すのかは定かではない。後述するように、額面通り読めば「既存の第2次金融支援の延長」であり、従前の緊縮路線の続行という話になるが、ブルームバーグによれば「融資合意延長に付帯する条件についてはギリシャと債権団との間で交渉が続いている(匿名の関係者)」という。結局、緊縮路線を見直したいという意向は変わっていないようで、それをユーロ圏財務相会合(以下ユーログループ)が飲めないから混乱しているわけで、本質的に現状が変わったとは思えない。ただ、後述するように「進むべき道」、いや「進める道」はこれしかないだろう。落とし所は「第2次金融支援の継続。しかし、緊縮は緩やかに」という折衷案になる公算が大きい。延長期間は4か月ないし6か月という声が多く、今夏に訪れる大型償還を視野に入れている公算が大きい。ユーログループはギリシャが融資延長を申請する期限を今週20日と区切っており、真っ当に考えれば今週中に決着がつく可能性が高いが、第2次金融支援の受領期限である28日まで交渉が長引くことも有り得るだろう。

～現状を簡単に言うと・・・～

ここに至るまでの経緯があまりにも複雑ゆえ、簡単に整理しておきたい。まず、ギリシャの立場に関し、新たに生まれた左派連立政権の希望は「第2次金融支援を破棄し、全く新しいつなぎ融資(期間6か月程度)をEUと締結すること」にある。第2次金融支援を主導するトロイカ(ECB・欧州委員会・IMF)の緊縮路線を拒絶することが自分達の高支持率の背景にある以上、チプラス首相率いる連立政権は既存の枠組みである第2次金融支援を捨て去りたいと考えている。要するに、「お金は欲しいが、辛い思いもしたくない」というのが本音であり、お金だけ貰え融通の利く身内(EU)からの支援に切り替えたいということである。2月16日のユーログループが物別れに終わった背景に関し

でも、バルファキス財務相は「(ユーログループが提示した合意案は)ギリシャを現行のプログラムにあまりにも縛り付ける内容」であったためと述べており、意地でも第2次金融支援から脱却する意向を示している。この点、身内とは言い難いロシアや中国といった完全に部外者から資金援助を受けると言う一部の説は可能性が高いとは思えない。

片や、ユーログループもギリシャの主張を受け入れるつもりは基本的に無い。ショイブレ独財務相はギリシャが第2次金融支援の最終融資を受けたくない場合、「それで終わりだ」と発言し、「ギリシャの債権者は何か新しい対応策について交渉することはできない」と一蹴している(2月11日、ブルームバーグ)。こうしたタカ派的なスタンスは得てしてドイツの独り善がりであるケースが多いが、今回に限っては、他国からもドイツをバックアップする発言が目立つ。仕切り役であるデイセルブルム・ユーログループ議長も、16日のユーログループ後、「延長を求めて現行プログラムを受け入れるならわれわれは延長し、プログラムの範囲で調整を議論できる。進める道はそれだけだ(2月17日、ブルームバーグ)」と述べ、あくまで第2次金融支援の継続が前提となることを強調している。ドイツとは反対の立場を取ることが多いフランスも、サパン財務相が「未踏の領域(※恐らく離脱)に踏み込みたくなければ、時間と冷静さが必要だ」と述べ、「そのためにはプログラムの延長が必要」としている。ユーログループからすれば2010年以降、多大な労力を注ぎ込んだ第2次金融支援を簡単に破棄されることは我慢ならないというのが本音だろう。当然の反応である。そもそも、アイルランドやポルトガルといったトロイカ支援をやり遂げた他の加盟国からすれば、「途中棄権で楽にお金が貰える」といった展開は許せるものではない。

要するに、第2次金融支援を忌避するギリシャとそれに固執するユーログループという構図が現状であり、文字通り議論は平行線のままと印象が強い。冒頭述べたように、昨晚の融資延長観測も、あくまで既存の緊縮路線見直しが条件となっており、ユーログループ側の妥協や歩み寄りがあって初めて実現する展開である。

～最終期限「2月28日」とは何なのか～

頻繁に言及される「2月28日」は第2次金融支援の受領期限であり、ギリシャがユーログループと交渉できる(する余地がある)最終期限とも理解できる。そもそも第2次金融支援における欧州金融安定ファシリティ(EFSF)からの最終融資(18億ユーロ)は2014年12月末に期限が設定されていた。「2月28日」はこれが2か月間延長された結果である。つまり、第2次金融支援の「時間切れ」は既に1回見逃されている状態であり、現在のギリシャの主張は「もう1回見逃してくれ」どころか、「その話はなかったことにしてくれ」というものであり、ユーログループとしては当然飲めるはずがない。

これだけギリシャ騒動が話題を集める中であっても、どういった経緯で2か月間の延長が許されたのかはあまり周知されていない。これは2014年12月8日のユーログループにて調整がなされたものである。昨年12月段階で既にトロイカはギリシャの2015年予算案について懸念を持ち、それゆえにEFSFからの最終融資を実行できない状態にあった。具体的に同案ではギリシャが資金不足に陥る可能性があったのである。しかし、当時のギリシャ政権はその事実を認めず、トロイカが納得しない2015年予算案を議会に提出した。本来、同予算案にはトロイカが希望する緊縮案(国営企業民営化に代表される公務員リストラや最低賃金引き下げ等)が含まれるはずだったが、眼前に迫っていた大統領選挙(当時は早くも2015年春の実施と目されていた)への影響を念頭に当時のギ

リシャ政権は二の足を踏んでいた。このままではトロイカは融資が実行できない。そこで、トロイカの一角を成すユーログループは融資期限の2か月延長と引き換えに大統領選挙を前倒しさせ、政治的な不透明感を払拭した後、緊縮路線を改めて実施させるという選択肢を取ったのである。「融資期限の2か月延長」は当時のギリシャ政権にも手柄となるため、ユーログループとギリシャの利害が巧く一致した結果であった。しかし、選挙を経て、チプラス首相率いる新政権がここまで態度を硬化させることをユーログループが予見していたかどうかは定かではない（筆者ですら予見できていたことをユーログループが予見できていなかったとは考え難く、現状はユーログループそして ECB にとって想定範囲内ではないかと推測するが・・・）。

～今後のシナリオ～

ここに至るまでの展開は複雑だが、予想される展開は第2次金融支援を①受け入れるか、②受け入れないかの2つに1つしかない。結論から言えば①の可能性がやはり高い。昨晚が報じられているものは①を取った上で、それに付随する緊縮策を話し合うというものである（その意味で①と②の折衷案ということになるが、実態はユーログループの敗北に近い）。

■①受け入れるケース:それでも万事解決とはいかず

筆者は①のシナリオを予想する。最終的には、「EU そしてユーロというのは経済通貨同盟ではなく政治同盟」という観点が重視される公算は大きい。しかし、第2次金融支援を要請したからといって、タダで金が貰えるわけではなく、チプラス政権が忌み嫌う緊縮路線を実施する必要がある。実施には当然、議会での採決が必要になるが、反緊縮という一点だけで集合した連立政権が本当に融資獲得に必要な緊縮路線の採決を行えるのかは定かではない。そのような事態になった場合、連立政権は維持できるのか。維持できなければ、また、解散・総選挙をするしかない。願わくは、その選挙にてギリシャ国民が真っ当な政策運営を標榜する政党に政権を託すのがベストシナリオだが、その可能性は残念ながら極めて低そうである。いずれにせよ、現段階ではよりクリティカルな結果を招かない①が②よりも優先されることで状況が進展するはずだ。

繰り返しになるが、昨晚から報じられている融資延長報道はあくまで①の路線を取った上で、緊縮策をより緩やかなものにするというものであり、どちらかと言えばユーログループの妥協が前提となる。しかし、この路線を選んだとしても今から半年間の間にチプラス政権がその緊縮策を実現に移せるのかも定かではない。とすれば、再設定された今夏の最終期限に再び揉め事が起きる可能性は否定できない。

■②受け入れないケース:最悪のシナリオ

なお、仮に②受け入れないを選択した場合、最終的にはユーロ離脱に至る可能性があるため、ユーロ圏及びギリシャにとって最悪のシナリオと言える。現状、ギリシャの金融システムは ECB からの緊急流動性支援 (ELA) によって首の皮一枚で繋がっているに過ぎない。ELA のコストは「政策金利 + 1.50%」と破格に高く¹、そもそも現状が続くこともギリシャにとっては痛手と推測される。しかし、

¹ ストゥルナラス・ギリシャ中央銀行総裁がギリシャの日刊紙に対してコメントした際、こうしたコストについて言及している。ekathimerini.com, "Debt relief 'still needed' says Bank of Greece chief". November 29, 2014.

国際金融市場からの資金調達は断たれ、経常収支も赤字で、対外債務国であるギリシャにとって ELA は文字通り命綱である。仮に、ELA からの資金調達が断たれば、国内からユーロが枯渇し、済し崩し的に新通貨の発行に追い込まれる可能性がある。

昨年末の本欄で繰り返し警告してきた論点だが、ELA 継続の有無がギリシャのユーロ圏残留の可否に直結する、というのが現局面を理解する上での最重要ポイントになっている。現状と酷似する事態はキプロス危機が騒がれた 2013 年 3 月にも見られた。2013 年 3 月 21 日、ECB は突如、「ECB 理事会は 2013 年 3 月 25 日の月曜日まで ELA を現状水準で維持することを決定した。EU/IMF プログラムが問題行のソルベンシーを確実なものにすると考えられる場合に限って、ELA の利用を検討する」と HP で発表した²。裏を返せば、キプロスがプログラムを拒否すれば、ELA を利用させないという意味である。恐らく、今晚の ECB 定例理事会ではこれと同様に、第 2 次金融支援の受領期限である「2 月 28 日までは利用可能」といった旨を HP 上で示すのではないか。そうなった場合、市場は最後の 1 週間に対する緊張感を強く認識し始めるだろう。万が一、2 月 28 日になっても第 2 次金融支援を要請しない事態となった場合、3 月 1 日（市場が開く前の日曜日）に緊急の ECB 理事会が開催され、ELA の停止をアナウンス、これに対応する格好でユーログループが開催され、離脱に向けた話し合いが進むという可能性もゼロではない。

一部では「ギリシャ問題はもう市場に織り込み済み」という声も聞かれる。だが、果たして今夏の解散・総選挙まで見込んでいる向きがどれほどいるだろうか。実は今年の最大のテーマは FRB の利上げと言いつつ、少なくとも上半期はギリシャ一色になる可能性もある。

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。

² 21 March 2013 - Governing Council decision on Emergency Liquidity Assistance requested by the Central Bank of Cyprus, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130321.en.html>

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
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10~12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係~デュアルマンドートの狭間で~)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて~為替と財政への含意~
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて~円買い復活?~
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて~どこまでドル高に寛容か?~
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場~円安見通しのリスク~
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて~今後の鍵は「25%ルール」の行方~)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合~ハロウィン・ロジックの行方~
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー~QE、4つのタイプ~
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー~BIS統計より~
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について~日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」~)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)~ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?~)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場~見通しのポイント~
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
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)未達の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~)