

みずほマーケット・トピック(2015年4月27日)

最近のギリシャ情勢に関する整理

ギリシャ情勢に係る照会のうち、特に「2月末の合意は何だったのか」、「キーとなる日付はいつなのか」の2点に関しては興味強い模様である。前者は「2月末は単に延長を認めただけであって、融資実行を認めたわけではなかった」ことが回答になる。片や、後者については、敢えて言えば、5月12日のIMF融資返済(7.5億ユーロ)を気にかける向きは多く、その前日にユーロ圏財務相会合(ユーログループ)が開催されることを踏まえれば、5月11日がキーとなる可能性はある。なお、一連の混乱は、現在宙に浮いているつなぎ融資72億ユーロを巡るもので、6月末までのストーリーである。7月以降は新たな金融支援の枠組みを作らなければならない。7月には年内最大の国債償還が控えており、新たな支援なしで乗り切れないのは明白。しかし、ギリシャの今の態度を前提とすれば、新たな支援枠組みの合意など、絶望的と言わざるを得ない。春が終わり夏を迎えても、依然、市場の注目材料としてギリシャから目が離せそうにない。

～ギリシャ情勢を時系列で整理～

先週末の金融市場では引き続きギリシャ情勢が主たるテーマとなった。4月以降、同問題の経緯について照会を受けることが増えており、特に「2月末の合意は何だったのか」、「キーとなる日付はいつなのか」との2点に関しては興味強い模様である。ギリシャ情勢の紆余曲折は非常に混沌しているため、本日の本欄では2月末以降の同問題に関し、簡単な整理を行っておきたい。

上記2点の照会に関し、結論から言えば、前者は「2月末は単に延長を認めただけであって、融資実行を認めたわけではなかった」ことが回答になる。合意した時点から現状の展開はある程度予見できたことではあった。片や、後者については、敢えて言えば、5月12日のIMF融資返済(7.5億ユーロ)を気にかける向きは多く、その前日にユーロ圏財務相会合(ユーログループ)が開催されることを踏まえれば、5月11日がキーとなる可能性はある。

～2月末の合意はあくまで「延長」を認めただけ～

まず前者に関しては本欄2015年2月23日号『ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～』をご参照頂きたいが、そもそも当時のつなぎ融資に係る合意は2月20日(金)に大筋合意した上で、その翌営業日である23日(月)に改革リストを提出することでユーログループが最終承認するという手筈になっていた。そして、実際にそのように事態は進んだ。だが、トロイカ(IMF・ECB・欧州委員会)との軋轢を不安視した当時の本欄では以下のようにも述べた:

- 声明文中には「(※改革リストは)4月下旬までにさらに具体化され、トロイカの承認を得る」と書かれており、今回切り抜けてもまた2か月後に審査される。チプラス政権はあくまで「改革をし

ない」ことが評価されて生まれた政権であることを踏まえれば、足許から4月下旬にかけてのギリシャ国民の反応とそれを受けたチプラス政権の立ち回りは引き続き市場で材料視される可能性がある。

結局、この悪い予想が当たってしまった格好である。2月末の合意はあくまで既存プログラムの「延長」に合意しただけであった、プログラムにおける「融資」実行の可否は後日トロイカが審査する、という手筈になっていた。審査した結果、出すわけにはいかない、という話になっているのが現状である。なお、このつなぎ融資自体、「6月末までの4か月間限定」という性格であり、直ぐに合意し、融資実行されなければギリシャの国家運営が立ち行かなくなるという状況にあったはずだった。しかし、現実には2か月間も凍結されたままである。いや、正確に言えば、このつなぎ融資相当額72億ユーロは昨年からの宙に浮いたままであり、トロイカの融資額が必要額に応じて設定されている事情を踏まえれば、この間、何故問題にならなかったのかという素朴な疑問が抱かれる。この点に関しては、既に多く報じられているように、国内公務員への支払い遅滞や年金基金取り崩し等を介して何とか急場を凌いだことが奏功している模様である。しかし、後述するように、国内公務員給与を借用証書で代替するといった報道まで出始めている以上、今度こそ瀬戸際が到来している可能性は高い。2009年以降、欧州債務問題をウォッチしてきて最も感じる難しさは「結局、ギリシャの正確な国庫はいくらあって、過不足はいくらなのか」という根本的な議論が難しいことである。当局に入り込んで査定しているトロイカですら、その資金需給を安定的に把握できていない以上、外部からの分析には自ずと限界はある。

なお、上記の2月20日合意に際してドイツの当局者がギリシャの支援延長要請を「トロイの木馬」と表現したことが報じられたが、現実はその通りに動いていると言わざるを得ない。結局、済し崩し的につなぎ融資を認め、域内に残留させたところでギリシャは「更生」するどころか、一段と厄介な言動を頻発するようになった。

～借用証書は離脱への一里塚～

話を現状整理に戻す。2月20日のユーログループ合意後、3月こそ、ギリシャ問題は一時的な小康を得たが、4月に入ってから同問題は直ぐに耳目を集めるようになった。きっかけは4月9日を期限とするIMFの融資返済である。具体的には4月1日、IMFから借り入れている4.5億ユーロに関し、ブーチス・ギリシャ内相が「融資返済を実行するか、あるいは給与・年金支払いを行うかの選択を迫られる」と述べた上で、後者の選択肢を示唆し、俄かに不安が高まった。その後、ギリシャは予定通り9日に4.5億ユーロをIMFへ完済したが、2月20日のユーログループ決定事項であるつなぎ融資が振り込まれないことに起因する流動性問題は未解決のままであった。

足許に至るギリシャ離脱懸念が一段と高まったのは恐らく4月13日付の英フィナンシャル・タイムズの記事「Greece prepares for debt default if talks with creditors fail」が契機である。同報道ではギリシャがデフォルトを用意しているとの旨が伝えられ、ある当局者の発言として「我々に残された道はない。欧州が融資を出さないのであれば、デフォルト以外に手段はない¹」といったものが紹介さ

¹ 正確には、ある当局者 (one government official) の発言として “We have come to the end of the road . . . If the Europeans won't release bailout cash, there is no alternative [to a default]” と紹介されている。

れた。ここからギリシャの「デフォルト懸念→脱退懸念→ユーロ売り」という、いつもの光景が展開され始めている。

この直後、4月15日にはユーログループ(4月24日分)に先立って各国次官級を集めた会合が開かれ、改革案が協議されたが、既に報じられている通り、先週24日のユーログループは物別れに終わった。会合後、ダイセルブルーム・ユーログループ議長は「包括的で詳細な改革リストが必要だ。融資を実行する前に、包括的な合意が成立する必要がある。われわれは、時間切れになりつつあると認識している」と述べているが、同様の発言は僅か2か月前に目にしたばかりである。

今月に入ってから報じられるギリシャ関連の報道は明らかに物騒なものが増えている。4月18日にはギリシャがデフォルトになった場合、ギリシャのユーロ圏残留の鍵を握るECBによるELA(緊急流動性支援)が打ち切りになる可能性があるため、公務員の給料を借用証書にして乗り切る、という案が報じられている(4月18日、ロイター)。出所不明で真偽も定かではないが、仮に母国通貨の代替手段として仮想通貨(借用証書含む)が通用され始めた場合、もはやそれは離脱への一里塚と言える。本当にギリシャがユーロ残留を願うのであれば、憶測にしても相当タチが悪い。

また、週末24日にはバルファキス・ギリシャ財務相がフランスの月刊誌「フィロソフィー・マガジン」とのインタビューにおいて「さらなる持続不可能な緊縮策を受け入れる必要があるなら、ギリシャはユーロを離脱する結末になるというのは、虚勢ではない」と述べたことも報じられた(4月23日、ロイター、インタビュー自体は3月末実施)。

こうした一連の状況を踏まえる限り、もはやギリシャは財政再建の実行可能性から目を逸らし、ユーロ離脱を本格的に視野に入れ始めているようにすら見える。4月9日以降の国家運営が騒がれた際、修正改革案が合意に至るまでギリシャに融資を実行しないのは現実的ではなく、仮に合意してもそれは「死体解剖」だとするギリシャ代表団のコメントが報じられた(4月3日、ロイター)。要するに、トロイカが納得する程の改革案を受け入れた場合、ギリシャは「死亡(デフォルト≒離脱?)する」ということが言いたいのだと思われるが、もはや積極的に財政改革する気があるとは思えない。ギリシャ問題は当初から「流動性(リクイディティ)ではなく返済能力(ソルベンシー)の問題」と言われていたが、いよいよもってソルベンシーを意識せざるを得ない局面に入ってきたと言えそうである。

～5月11日がキー。連休中も気が抜けず～

キーとなる日付は5月11日を指摘する声が多い。5月に入ると8日と15日にそれぞれ14億ユーロずつの短期債償還があるが、これは国内銀行による借り換えが当て込まれている。問題は5月12日のIMF融資返済(7.5億ユーロ)である。金額が小さいため今回も一部の国内支払いを反故にする格好で乗り切る可能性はあるが、返済が滞ればデフォルトになる。とすれば、宙に浮いている72億ユーロはギリシャからすれば喉から手が出るほど欲しいわけで、だからこそ先週のユーログループでギリシャは「分割でも良いから振り込んで欲しい」と要求したのである(拒否されたが)。ギリシャが5月12日の7.5億ユーロすら用意できる見込みがないのだとすると、前日に行われるユーログループで説得力のある改革案を提出し、融資を実行させなければならない。こう考えるとキーは5月11日となり、日本の市場参加者にとっては連休中も気が抜けず状況になりそうである。

～デフォルトから始まる脱退シナリオ～

仮にギリシャが 5 月 11 日の返済を乗り切った場合、メディア報道及びそれを受けた市場参加者は再び安堵するだろう。だが、72 億ユーロを獲得しない限り、慢性的に国庫払底とそれに伴うデフォルト懸念は熾ることになる。デフォルトに関し、現状のように国内支払いの遅滞で済んでいるうちは「懸念」に過ぎないが、対外支払いの遅滞が起きればデフォルトは即「現実」になる。

本欄でも執拗に述べてきたように、現状のギリシャ金融システムを支えているのは ECB による ELA だが、デフォルトした国家の国債を大量保有するギリシャの国内銀行に ELA を存続することは理屈付けが難しい。3 月 5 日及び 4 月 15 日の ECB 理事会後の記者会見ではギリシャに対する ELA 存続について質問が相次いだ。ドラギ ECB 総裁は「ELA は十分な担保を有する返済能力のある銀行に与えられるものである。ギリシャの銀行は現状では返済能力がある²」と回答して切り抜けている。デフォルト発生の場合、「ELA 断絶→ギリシャ国内からユーロ枯渇→脱退」というシナリオは浮上せざるを得ないだろう。

また、ELA が断絶されればギリシャの国内銀行は破綻する。この際、2014 年より銀行監督者となった ECB の手腕が試されることになるが、そもそも破綻した銀行への資本注入がスムーズに進むかも分からない。負担を伴う政策判断には必ず内輪揉めが付いて回るのがこれまでの経緯である。恐らく資本注入をするにしても、ギリシャの財政再建姿勢が再び問われる展開になる可能性は高い。

～7 月以降は新たな枠組みが必要という事実～

なお、以上はつなぎ融資分である 72 億ユーロを巡り、6 月末までに想定されるストーリーである。7 月以降は新たな金融支援の枠組みを作らなければならない(たった 72 億ユーロを与えるだけでギリシャが救えるほど話は簡単ではない)。7 月には年内最大の国債償還(76.4 億ユーロ、Bloomberg より)が控えており、新たな支援なしで乗り切れないのは明白である。しかし、ギリシャの今の態度を前提とすれば、新たな支援枠組みの合意は絶望的と言わざるを得ない。

こうして見ると、問題が泥沼化した原因も、今後起きそうな悪いシナリオも、全てはギリシャがソルベンシーの改善(一言で言えば財政再建)に本気で取り組むか否かに依存していることが分かる。この点、「ソルベンシーの改善に本気で取り組まない」ことが評価されて生まれた現政権に妥協を期待するのはそもそも難しいが、妥協したとしても連立を維持できず、解散総選挙という流れが予想される。春が終わり夏を迎えても、依然、市場の注目材料としてギリシャから目が離せそうにない。

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 正確には 3 月 5 日の理事会後会見でドラギ総裁は“ELA can be given to solvent banks with adequate collateral. The Greek banks at the present time are solvent”と回答している。

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 |
|-------------|---|
| 2015年4月24日 | 週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～) |
| 2015年4月23日 | 日銀政策決定会合プレビュー |
| 2015年4月22日 | 本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～ |
| 2015年4月20日 | 重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」 |
| 2015年4月17日 | 週末版(ECB、PSPPの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～) |
| 2015年4月16日 | ECB理事会を終えて～与信改善を強調～ |
| 2015年4月15日 | 通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～ |
| 2015年4月14日 | ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～ |
| 2015年4月13日 | 米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～ |
| 2015年4月10日 | 週末版 |
| 2015年4月7日 | 量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて |
| 2015年4月6日 | 米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～ |
| 2015年4月3日 | 週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分))～「prudent optimism(節度ある楽観)」の先行きは～」 |
| 2015年4月2日 | 日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～ |
| 2015年4月1日 | 外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点) |
| 2015年3月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分) |
| 2015年3月27日 | 週末版 |
| 2015年3月26日 | 本邦対内・対外証券投資の動向について |
| 2015年3月25日 | 本邦家計部門の金融資産の現状について |
| 2015年3月24日 | 円相場場の基礎的需給環境の整理 |
| 2015年3月23日 | ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～ |
| 2015年3月20日 | 週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～) |
| 2015年3月19日 | FOMCを終えて(3月17～18日開催分) |
| 2015年3月18日 | ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A |
| 2015年3月17日 | ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて |
| 2015年3月16日 | ユーロ相場場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～ |
| 2015年3月13日 | 週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～) |
| 2015年3月12日 | 日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～ |
| 2015年3月11日 | 3月レバトリ円高説について |
| 2015年3月10日 | なぜ為替と株値の相関が低下しているのか? |
| 2015年3月9日 | ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～ |
| 2015年3月6日 | 週末版 |
| 2015年2月27日 | 週末版 |
| 2015年2月26日 | 為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増 |
| 2015年2月25日 | イレブン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～ |
| 2015年2月24日 | 円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～ |
| 2015年2月23日 | ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～ |
| 2015年2月20日 | 週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～) |
| 2015年2月19日 | 本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～ |
| 2015年2月18日 | 当面のギリシャ情勢に関する論点整理 |
| 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 |