

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 15 日)

当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～

今週 18 日のユーロ圏財務相会合を前にトロイカからはネガティブなコメントが頻発している。今後のスケジュールを踏まえれば、もはや万策尽きた感は強まっており、「デフォルト→ELA 打ち切り→ギリシャ国内からユーロが枯渇→借用証書などを介した経常支出の工面→済し崩し的にユーロ離脱」といった 2011 年以来、絵空事のように囁かれてきたテールリスクは今や通常のリスクシナリオの範疇に入った感がある。特に、ユンケル委員長までもが警告を発している状況は重く見るべき。ギリシャのユーロ離脱に対するファーストリアクションは EU の拡大・深化路線の頓挫を理由にした強烈的なユーロ売りと思われるが、各ステークホルダーにとってさほど悪い話ではないという考え方も可能。長期投資の視点に立てば、ギリシャ離脱はユーロ買い材料と筆者は考えている。

～ユーロ圏にとって歴史的な週になるか～

先週半ばから足許にかけてはギリシャ関連の話題が市場心理を左右している。12 日には、EU 政策当局(欧州委員会と ECB とされる)が、ギリシャの債務不履行(デフォルト)を正式に協議したとの観測報道があり、金融市場では動揺が広がっている(時事通信、出所は関係筋)。また、同日には独ビルト紙が、状況に詳しい複数の関係者の話として、ドイツ政府がギリシャの財政破綻を念頭に入れて具体的な協議を行ったとも報じられている。命運を握ると見られる今週 18 日のユーロ圏財務相会合を前に、14 日には(何度目かの)事前交渉が行われたようだが、僅か 45 分で決裂したことも報じられている。15 日付、ガブリエル・独経済相は独紙ビルトへの寄稿において「ギリシャのユーロ圏離脱といった影が一段とはっきり見えるようになりつつある」と記したという。今後のスケジュールを踏まえれば、もはや万策尽きた感は強まっており、「その時」が迫っている雰囲気はかつてないほど感じられる。今週がユーロ圏にとって歴史的な週になる可能性もある。

～実質的には破綻。ギリシャに必要なのは「更地からの再生プラン」～

債権者側であるトロイカ(IMF・欧州委員会・ECB)からネガティブなコメントしか聞こえてこない一方、相変わらず債務者側であるギリシャ当局からは近日中の合意に向けて交渉が進捗しているとのアピールが聞こえてくる。しかし、11 日には IMF の交渉担当者が愛想を尽かせて交渉の場となっていたブリュッセルを離れ、ワシントンに引き揚げってしまったとの事実も報じられており、やはり実態は債権者の言い分の方が近いのだろう。悲しいかな、交渉窓口を刷新することで事態が改善するとの期待が浮上したのは僅か 1 か月半前の話である。

なお、同じく 11 日にはユンケル欧州委員長がチプラス・ギリシャ首相に対し合意可能な選択肢を示して、受け入れるよう決断を迫ったとの報道もあった。具体的にユンケル委員長は「早期合意がなければユーロ圏財務相会合はギリシャのユーロ圏離脱の準備を開始する」と警告したという(独

紙フランクフルター・アルゲマイネの記事をブルームバーグが報道)。EU 行政府の長としてユーロ離脱という言葉が独り歩きしないようにギリシャに対して柔軟な言動をすることが多かった欧州委員会委員長をもってしても、堪忍袋の緒が切れる寸前まできているのではないかと。

なお、本欄 2015 年 5 月 19 日号『足許のギリシャ情勢について～6 月返済も危ういか～』ではギリシャの当面の状況に関し整理した。この際、6 月 5 日の返済が連続的に到来する融資返済の「最初の山場」になるとしたが、周知の通り、計 15 億ユーロの返済は 6 月 30 日までに一括払いすれば良いという応急策が取られている。事前に指摘されていたように、過去にザンビアで同様の例があったために、今回も同様の措置がなされとの見通しはあった（例えば、6 月 3 日の記者会見でドラギ ECB 総裁もそうに述べていた。既にトロイカの中では決まった話だったのだろう）。しかし、対民間債権者で同じことが行われた場合、これはデフォルト以外の何物でもない。実質的にはもうギリシャは破綻しており、「更地からの再生プラン」が必要な状態と考えるのが自然だろう。後述するように、緊縮政策の制約を緩和し、通貨安をテコとした再生を図るにあたっては、ユーロ離脱はギリシャにとってさほど悪い話ではない（もちろん離脱時に伴う混乱の影響を除外すれば・・・の話だが）。

～3 つのシナリオ: 最もありそうな再延長シナリオ～

デフォルト正式協議を取り上げた上述のロイター報道によれば、先週 11 日に行われた当該協議の席には今週 18 日のユーロ圏財務相会合の準備に関与している各国代表が参加していたという。具体的には、支援の有効期限が切れる 6 月末時点の 3 つのシナリオとして①18 日の会合で最終合意に達する（結果としてギリシャは 72 億ユーロを受領する権利を得る）というシナリオ、②6 月 30 日の期限を再延長するシナリオ、③何の合意もなくギリシャをデフォルトさせるシナリオが挙げられた模様であり、③がヘッドラインとして大々的に注目された次第である。報道によれば、結論こそ出なかったものの、最も可能性が低いシナリオが①と報じられている。

これまでのパターンに照らせば②の可能性は如何にも高そうではある。だが、本丸である大型国債償還が 7 月 20 日に到来する以上、ギリシャはそれまでに何らかの資金を手にする必要がある。とすれば、実質的に意味のある延長期間は、できたとしても、せいぜい 1～2 週間程度ではないか。それ以上の大幅延長が可能となるためには、違う原資が必要になるわけだが、あることにはある。現状、ギリシャ国内銀行の増資用として欧州金融安定ファシリティ(EFSF)に 109 億ユーロが残されており、これを流用する案も出ている¹。ギリシャ国内銀行の生殺与奪が実質的には ECB の緊急流動性供給(ELA)に依存している状況下、この 109 億ユーロの用途限定には、もはや実質的な意味はないとの判断は有り得る。109 億ユーロあれば、IMF に対する 15 億ユーロ返済、7 月償還分の 35 億ユーロ、月の経常支出(公務員給与や年金等)の 25 億ユーロは賄えそうであり、とりあえず 8 月 20 日の大型償還(32 億ユーロ)までの時間稼ぎをした上で、デフォルトも避けられる。

但し、EFSF の資金である以上、ドイツを筆頭とする健全国がこれを承認するかどうかという問題は当然ある。さらに言えば、結局この案は IMF に対する債務が EU に振り替えられただけであり、本質的な解決には全くなっていない。だが、事態が混迷の度を深めている以上、債権者を身内に一本化して解決案を探るという選択肢はさほど悪いものではないようにも思われる。①～③の選択肢のうち、②、具体的には 109 億ユーロの流用を介した協議延長は可能性が最も高いのではないかと。

¹ 既に 6 月 2 日付ブルームバーグが『ギリシャ、銀行救済資金の流用も選択肢に－各国の承認必要』として可能性を報じている。

～デフォルトで始まる離脱シナリオ～

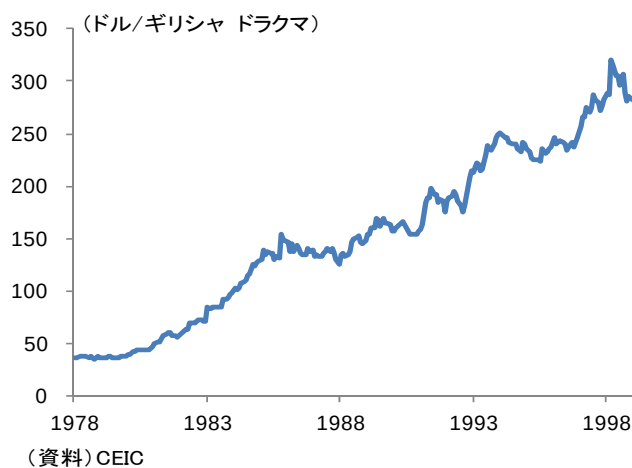
もちろん、EU 政策当局の話し合いの場でデフォルトシナリオが検討された跡がある以上、③も排除はできない。これまでの本欄では幾度も指摘している事実だが、デフォルトはそのままユーロ離脱のトリガーになる可能性がある。現状、ギリシャの国内金融システムを延命させている ELA は債務返済可能性に疑いの無い金融機関に限って実施できることになっている。これまで色々な方便を積み重ねて供給を継続してきた ECB も国際機関の度重なる温情を踏みにじった上でのデフォルトを前に、その妥当性を再考せざるを得なくなるだろう。現段階においてヘアカット率の見直しが行われていないことにも違和感は覚えるが、デフォルトしてしまった国債を担保にして中央銀行が流動性供給を行うことが筋論として容認されるわけがない。

ELA が打ち切られた場合、経常赤字で資本輸入も難しいギリシャはユーロの獲得そのものが難しくなる。「ELA 打ち切り→ギリシャ国内からユーロが枯渇→借用証書などを介した経常支出の工面→済し崩し的にユーロ離脱」といった 2011 年以来、絵空事のように囁かれてきたテールリスクは今や通常のリスクシナリオの範疇に入った感がある。

～離脱直後はユーロ安だが・・・～

なお、ギリシャがデフォルトしユーロを離脱した場合、「ユーロ相場はどう反応するのか」という照会が増えている。ここもとのギリシャ情勢に対する相場の反応を見る限り、ファーストリアクションは EU の拡大・深化路線の頓挫を理由にした強烈なユーロ売りが入る可能性が高い。「エクスポージャーは限られているから、contagion (感染) はない」との見方は多く、筆者もそのような肌感覚を持っているが、実態を吟味することなく直情的な反応が優先する為替相場においては未曾有のユーロ売りで反応する公算が大きい。パリティを臨む展開も否定はできないだろう。

しかし、ギリシャのユーロ離脱は各ステークホルダーにとってさほど悪い話ではないように思える。金融危機後を振り返ってみても、仮に欧州債務危機がなかったとしたら、ユーロや欧州債が売られる局面は恐らく殆どなかったのではないと思われる。ギリシャ離脱は不透明感の払拭を理由にしたユーロ買い材料というのが冷静な評価になるのではないか。先週 12 日に行われたベルリンでの講演において、いみじくもメルケル首相が「(ユーロ高によって、スペインやポルトガルなどの国が) 改革の成果を得るのが難しくなる」と述べた通り、ギリシャを筆頭とする周縁国にとってユーロシステム自体が「望まぬ通貨高」を介したデフレ増幅装置になっていることは否めない。少なくとも、ことギリシャに関して言えば、ユーロ導入以前に一貫してドラクマがドルに対して下落してきた経緯を踏まえれば(図)、ユーロ導入を機にファンダメンタルズに照らして相応しくない通貨高を強いられている疑いは相当に強い。



残されたユーロ圏加盟国からしても悪い話ばかりではない。ギリシャ問題がなくなれば、これ以上、同国のノイズに悩まされずに淡々とEUの拡大と深化を追求するプロジェクトを進めていくことができる。特に、永年の課題である共同債の議論も幾分か進みやすくなるだろう。ギリシャがいる状態ではどうしても共同債の議論がそのままギリシャ救済の議論と直結しやすくなるが、喫緊に支援を必要としない国だけで話し合えば、冷静にその必要性に絞った議論が展開できるはずだ（誰がどう見ても必要なのだから）。もちろん、今後、「第二のギリシャ」が現れる可能性がゼロとは言えず、その意味で前例を作ることが「蟻の一穴」となる恐れはある。だが、少なくとも現状の加盟国において、これほどの惨状に至りそうな国は見当たらない。長期投資の視点に立てば、ギリシャ離脱はユーロ買い材料ではないかと筆者は考えている。

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。

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6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費 & 在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
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、PSPF 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～J)
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	なぜ為替と株価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	イエレ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～デュアルマンデートの狭間で～)
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